



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Bankenturbulenzen, Schuldenobergrenze und Notenbanken am Leitzinszenit

Anfang März kollabierten US-Regionalbanken wie die Silicon Valley Bank und die Signature Bank. Nur wenig später erwischte es mit der Credit Suisse sogar eine europäische Großbank. Die Verschnaufpause hielt leider nur kurz an: Anfang Mai mussten in den USA die First Republic Bank vom Bankenkonzern JP Morgan aufgefangen werden und mit der Pacific Western Bank und der Western Alliance gerieten die nächsten Geldhäuser ins Straucheln. **Die Fed wird nicht müde zu betonen: „Das US-Bankensystem ist solide und widerstandsfähig“.** Hoffen wir es – alles andere könnte fatale Folgen für das globale Finanzsystem haben.

In den Vereinigten Staaten schwelt mit der Schuldenobergrenze ein weiteres, bislang noch ungelöstes Problem. US-Präsident Biden hat die führenden Abgeordneten der beiden Kammern des US-Kongresses aufgefordert, der festgefahrenen Debatte neuen Schwung zu verleihen. Derzeit zeichnet sich noch kein Durchbruch ab. Denn sowohl die Republikaner als auch Präsident Biden wollen nicht von ihren Vorhaben abweichen. Während erstere die Anhebung der Schuldenobergrenze nur unter massiven Ausgabenkürzungen um durchschnittlich 8% akzeptieren wollen, will Biden eine bedingungslose Anhebung und betonte zuletzt wiederholt, dass man über eine Zahlungsunfähigkeit nicht verhandeln könne. Auch wenn in der Vergangenheit oft auf den letzten Drücker eine Einigung erzielt werden konnte, droht ohne Zugeständnisse einer oder beider Seiten bereits zum 1. Juni ein Zahlungsausfall der größten Volkswirtschaft der Welt, welcher sicherlich zu weitreichenden Konsequenzen für den US-Dollar und die internationalen Finanzmärkte führen würde.

In der ersten Mai-Woche haben die Fed und tags darauf auch die EZB die Zinsschrauben behutsam weiter angezogen, diesmal im Gleichschritt um 25 Basispunkte. Der weitere Weg dürfte jedoch nicht mehr parallel verlaufen. **Die US-Notenbank haben ein mögliches Ende des Zinserhöhungszyklus angedeutet** und wollen die Inflations- und Konjunkturentwicklung zunächst einmal beobachten. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten lediglich moderat sinkt und sich die Abkühlung am US-Arbeitsmarkt in einem mäßigen Tempo fortsetzt. Die Fed dürfte daher bis zum Ende des Jahres eine abwartende Haltung einnehmen. Spielraum für Zinssenkungen sehen wir erst zu Beginn des kommenden Jahres. **Die Europäische Zentralbank hat dagegen weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt.** Zumindest diesseits des Atlantiks dürfte der Zinsgipfel also noch nicht erreicht sein, doch auch hier werden die Schritte kleiner. Präsidentin Lagarde hat betont, dass die EZB nicht gedenkt, eine Pause einzulegen. Dies ist auch notwendig, denn die Inflationsrate im Euro-Raum ist mit 7,0% (J/J) nach wie vor deutlich zu hoch und dürfte in den kommenden Monaten auch nur langsam sinken. Wir erwarten für die nächsten beiden geldpolitischen Sitzungen der EZB daher noch zwei weitere Zinserhöhungen von je 25 Basispunkte. Damit dürfte sich die Leitzinsdifferenz zu den USA um 50 Basispunkte verringern. Für den Euro nicht die schlechtesten Vorgaben.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
19.5.2023 12:26 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Wie gewonnen, so zerronnen	2
USA: Standhaft im Fegefeuer	3
Japan: Die Ruhe vor dem (geldpolitischen) Sturm?	5
Großbritannien: Ein paar Wolken lichten sich,	
Inflation bleibt ein Sorgenkind	6
Schweiz: SNB zu weiteren Zinserhöhungen bereit	7
Australien & Neuseeland: Rasche	
Haushaltskonsolidierung in „Down Under“	8
Kanada: Reicht die hawkische Rhetorik der Bank of	
Canada aus, um den CAD-Kurs zu stabilisieren?	10
Skandinavien: Leitzinsen nahe am Zenit	11
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: CE3-Währungen gehen getrennte	
Wege	14
Türkei & Südafrika: Keine schönen Währungen	15
China: Yuan profitiert von zyklischen und	
strukturellen USD-Zweifeln	17
Brasilien & Mexiko: Hohe Leitzinsen sorgen	
für starke Währungen	18
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND	20
AUSBLICK	
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN:	
G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-	
WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:
Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Wie gewonnen, so zerronnen

Die luftigen Höhen um 1,11 USD haben dem Euro offenbar nicht zugesagt. Nach einigen erfolglosen (und, wenn wir ehrlich sind, wenig inspirierten) Versuchen die 1,11 USD zu durchstoßen, verließ die Gemeinschaftswährung schon wieder der Mut. Noch liegen uns keine konkreten Daten vor, die dies belegen könnten, aber der Verdacht liegt nahe, dass die darauffolgende Abwärtsbewegung auch von Gewinnmitnahmen vorangetrieben wurde. Spekulative Investoren am Chicago Merchantile Exchange sitzen derzeit auf gut 170.000 Kontrakten – Netto-Long wohlgermerkt. Wir schätzen das der durchschnittliche Einstiegspreis dieser Positionen in der Region um 1,05 USD liegt. Das wiederholte Scheitern an der Barriere von 1,11 USD könnte hier durchaus Glatzstellungen von Positionen bewirkt haben. Solche Positionsglatzstellungen mag es auch an anderer Stelle gegeben haben, womit wir zumindest *eine* Erklärung für die jüngste Abwertung hätten.

Darüber hinaus gilt es natürlich das fundamentale Umfeld zu betrachten und auch hier finden sich Erkenntnisse, die eine Erklärung für die derzeit schwache Performance des Euros liefern. Dieser hat seit Anfang des Monats nämlich nicht nur gegenüber dem USD, sondern gleich gegenüber allen anderen G10-Währungen Federn lassen müssen. Ein Blick auf den Economic Surprise Index vom Bloomberg zeigt, dass negative Überraschungen bei den Datenveröffentlichungen aus der Eurozone zuletzt klar überwogen haben. Der Index ist von der Nulllinie aus auf aktuell -0,57% gefallen – eine deutliche Indikation dafür, dass die Markterwartungen im Schnitt untertroffen wurden. Insbesondere die Daten aus der Industrie und dem Einzelhandel stechen diesbezüglich heraus. Allein der Arbeitsmarkt konnte zuletzt positiv überraschen – fällt aber als klassischer Nachlaufindikator für viele Investoren nicht so sehr ins Gewicht.

Euro scheitert an der Marke von 1,11 USD und zieht sich zurück

Unter anderem haben schwächer als erwartete Fundamentaldaten für Enttäuschung gesorgt

SPEKULATIVER EUR-USD ÜBERHANG BIRGT RISIKEN
NETTO POSITIONEN, IN '000 KONTRAKTEN



Quelle: Bloomberg

ECONOMIC SURPRISE INDEX FÜR DIE EUROZONE FÄLLT RAPIDE
ECSU BLOOMBERG, INDEX



Quelle: Bloomberg

Bleibt der Blick auf die Geldpolitik. Die EZB hat auf ihrer letzten Sitzung genau das geliefert, was wir von ihr erwartet hatten: eine Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte, gepaart mit dem klaren Versprechen, dass das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht ist. Christine Lagarde schlug einen deutlich hawkishen Ton an, der jedoch offenbar wenig Gehör im Markt, bzw. beim Euro fand. Das Problem: auch wenn die EZB sicherlich noch weitere Zinserhöhungen vor sich hat, hat sich der Fokus der Investoren bereits auf das Ende des Zyklus verschoben. Vermutlich auch

Die letzte Sitzung der EZB vermochte dem Euro ebenfalls nicht nachhaltig unter die Arme zu greifen

deshalb, weil die Fed dieses Ende wohl nun bereits erreicht hat. Die geldpolitische Luft ist gefühlt raus. Zwar wird (im Gegensatz zu den USA) am Markt noch nicht wirklich von baldigen Zinssenkungen gesprochen, die kommenden Zinserhöhungen vermögen es derzeit jedoch nicht mehr, dem Euro Rückenwind zu bescheren.

Der Devisenmonthly hat natürlich den Anspruch, eine vorrausschauende Publikation zu sein. Warum also beschäftigen wir uns in diesem Detail mit der Erklärung einer Marktbewegung, die in der Vergangenheit liegt? Die Antwort auf diese Frage ist einfach: nur wenn wir verstehen, warum EUR-USD aktuell um 1,0880 USD handelt, können wir uns ein Bild dessen machen, was auf uns zukommt. Und was vor allem auf uns zukommt, wenn wir unseren Blick auf die kommenden Monate richten, ist eine Verbesserung der fundamentalen Lage in der Eurozone. Während die Volkswirte der DZ BANK für das zweite Quartal 2023 nur eine schwarze Null in ihrer BIP-Prognose stehen haben, sieht es für Q3 und Q4 schon wesentlich besser aus. Vielleicht noch wichtiger: die positive Dynamik, die sich ab dem Sommer aufbaut, wird sich komfortabel in das Jahr 2024 hineinziehen und dabei immer mehr an Schwung gewinnen. Von Goldilocks kann sicherlich keine Rede sein, aber der Pfad zeigt eindeutig in die richtige Richtung.

Was die EZB betrifft, ist es u.E. nach zu früh um sie als (zumindest moderat) positiven Faktor für den Euro komplett abzuschreiben. Die Kernrate wird noch über lange Zeit hinweg deutlich zu hoch bleiben. Selbst wenn die EZB also signalisiert, dass das Ende der Fahnenstange fürs erste erreicht ist, wird sie die Tür für eine weitere Straffung fraglos offenhalten. Im Kontrast zu der Fed, die Anfang 2024 damit beginnen sollte, ihren Leitzins herunterzufahren, sollte dies EUR-USD auch wieder Auftrieb bescheren. Unsere 12M-Prognose von 1,15 USD bleibt somit bestehen. Kurzfristig dürfte sich der Euro jedoch zunächst noch schwertun.

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

USA: Standhaft im Fegefeuer

Der Dollar sieht sich aktuell fraglos einer Vielzahl an Risikofaktoren ausgesetzt. Ganz vorne an steht hierbei offensichtlich der offene Konflikt zwischen Republikanern und Demokraten und die ungelöste Frage, wie es mit der Schuldenobergrenze weitergehen soll. Alte Hasen betonen gerne, dass wir all dies bereits schon oft genug gesehen haben. Damit haben sie fraglos recht, dennoch ist nicht zu bestreiten, dass die Lage dieses Mal deutlich brenzlicher ist als in vergangenen Jahren. Die Präsidentschaftswahl 2024 wirft ihre Schatten voraus und beide Seiten sind darum bemüht politisches Kapital aus der Sache zu schlagen. Dass keine Seite einen Zahlungsausfall der USA riskieren will, hilft da nur bedingt. Die Situation erinnert an die Brexit-Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU: keine Seite wollte nachgeben, aber keiner wollte hinterher die Schuld für einen harten Brexit auf sich nehmen. Vielleicht kann auch die Lösung dieser Patt-Situation Vorbild für die US-Politik werden: ein Kompromiss, bei dem beide Seiten hinterher den Sieg für sich beanspruchen.

Dass es eine Lösung geben muss, steht außer Frage. Ein Default der USA ist ein undenkbares Ereignis, das massive Schockwellen durch den gesamten Finanzmarkt und die Weltwirtschaft senden würde. Es wäre *der* schwarze Schwan aller schwarzen Schwäne. Und eben weil der schlimmste anzunehmende Fall so gravierende Konsequenzen hätte, gehen (wir) alle davon aus, dass es nicht dazu kommen

In den Sommermonaten sollte sich das fundamentale Bild jedoch aufhellen

Der Kontrast zwischen EZB und Fed sollte ausreichen, dem Euro erneut etwas Aufwind zu verschaffen

USD robust – trotz der Vielzahl an Risikofaktoren

Ein Default der US-Regierung ist undenkbar - eigentlich

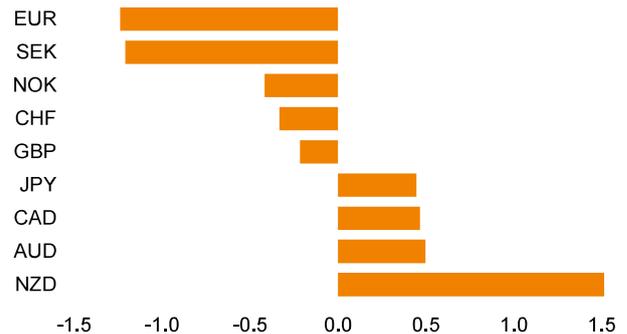
wird. Es kann nicht sein, was nicht sein darf. Nur so lässt sich erklären, dass in weiten Teilen des Finanzmarkts bislang herzlich wenig von der Drohkulisse der US-Schuldensituation zu sehen ist. Ja, die CDS-Spreads sind deutlich rausgelaufen und am kurzen Ende der Kurve ist einiges in Bewegung. Gemessen daran, was ein Zahlungsausfall bedeuten würde, ist dies jedoch ein Tropfen auf dem heißen Stein.

US WIRTSCHAFT LÄUFT BESSER ALS ERWARTET ECONOMIC SURPRISE INDEX, BLOOMBERG



Quelle: Bloomberg

USD MIT SOLIDER, WENNGLEICH NICHT ÜBERRAGENDER LEISTUNG % VERÄNDERUNGEN VS. USD SEIT 1. MAI 2023



Quelle: Bloomberg

Der Dollar, die Reservewährung Nr.1 und Sicherer Hafen der Wahl, leidet bislang ebenfalls nicht. Im Gegenteil: in den vergangenen Wochen konnte er sogar an Wert gewinnen. Als Begründung wird gerne sein Sicherer Hafen Status und die schwelenden Sorgen über den US-Bankensektor angeführt. Ein Sicherer Hafen, dessen Regierung in wenigen Wochen das Geld ausgehen könnte? Auch hier wird deutlich, wie gering der Markt derzeit die Wahrscheinlichkeit des schlimmsten anzunehmenden Falls einschätzt.

Bislang schadet die Situation dem Dollar nicht

Die Resilienz des Dollars ist beeindruckend, auch weil Zinssenkungsfantasien und die Drohkulisse einer US-Rezession zusätzliche Belastungsfaktoren darstellen, bzw. sollten. Zumindest was die Rezessionssorgen betrifft, hat sich die Lage (aus Sicht des Marktes) zuletzt jedoch aufgehellt. Der Economic Surprise Index für die USA ist im positiven Bereich, die fundamentale Datenlage hat also zuletzt eher positiv überrascht (ganz im Gegensatz zur Eurozone). Und dies liegt nicht nur am scheinbar unbesiegbaren US-Arbeitsmarkt, sondern auch an erfreulichen Entwicklungen in anderen Segmenten der Wirtschaft. Die Rezession hat an Schrecken verloren und das dürfte auch den Dollar gestützt haben.

...was auch an den schwindenden Rezessionsängsten liegen könnte

Die Perspektiven für die US-Wirtschaft haben sich jedoch bei weitem nicht so deutlich aufgehellt, wie der Markt aktuell glaubt. Ein Blick auf Sentiment- und Vorlaufindikatoren bestätigt dies. Die Herbst/Winter-Rezession bleibt somit Bestandteil unserer Prognose und somit auch ein Grund dafür, dass wir unsere EUR-USD-Prognose von 1,15 USD unverändert lassen. Zunächst wird sich jedoch alles auf die Ereignisse in Washington konzentrieren.

Unsere Prognose bleibt unverändert

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

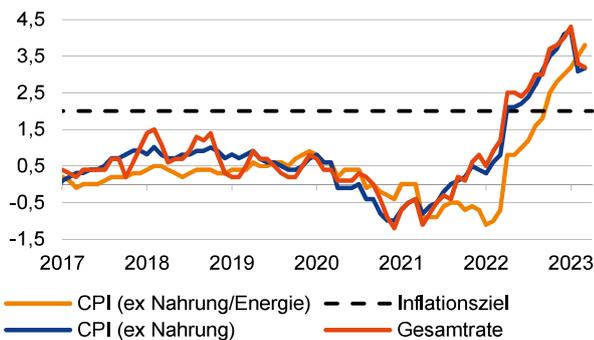
Japan: Die Ruhe vor dem (geldpolitischen) Sturm?

Selten war eine Sitzung der japanischen Notenbank mit solcher Spannung erwartet worden wie die erste unter dem neuen BoJ-Chef Ueda Ende April. Doch dann klang irgendwie alles wie früher, und Ueda machte den Eindruck, in die dovishen Fußstapfen seines Vorgängers Kuroda treten zu wollen. Auf den ersten Blick wollen Ueda und seine Kollegen tatsächlich jeden Anflug von geldpolitischem Exit im Keim ersticken; der zweite Blick ist dann nicht mehr ganz so eindeutig. Der neue BoJ-Chef hat beispielsweise eine umfassende Überprüfung der Geldpolitik angekündigt, und hierfür einen Zeitrahmen von ein bis anderthalb Jahren gesetzt. Die Tauben werten dies (u.E. fälschlicherweise) als Versprechen, dass es bis mindestens Mitte 2024 zu keinen geldpolitischen Änderungen kommen wird. Wir sehen dagegen einen Unterschied zwischen Prüfung der langfristigen, grundsätzlichen Strategie und der aktuellen Liquiditätsversorgung als geldpolitischem Tagesgeschäft. Auch wenn Ueda derzeit eher defensiv auftritt, sollten wir seine Ambitionen für eine monetäre Normalisierung nicht unterschätzen. Um den Yen zu beeindrucken, wäre auch gar keine restriktive Geldpolitik nötig, schon die Aussicht auf eine weniger ultra-expansive Haltung könnte für Aufsehen erregen.

Wir favorisieren im weiteren Jahresverlauf eine Anpassung des Zinsziels. Dies könnte eine Verkürzung des YCC-Laufzeitenbereichs von aktuell zehn- auf dann fünfjährige JGBs sein oder eine Umstellung vom Zins- auf ein Mengenziel (Kauf von JGBs für 60 Bio. JPY p.a.) Auch wenn dies nicht annähernd an die aggressiven Leitzinserhöhungen von EZB, Fed & Co. herankommt, wären es für Japan und den Yen explosive Neuerungen.

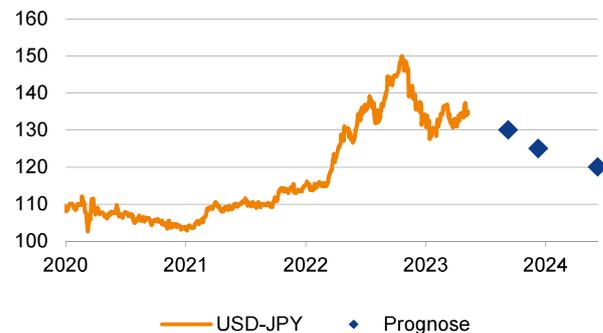
Ueda wiegt die Märkte in trügerischer Sicherheit

BOJ PROJEKTIONEN UNTERSTELLEN WEITERHIN ENTSPANNUNG
KONSUMENTENPREISE, VERÄND. IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

PERFEKTER STURM: BOJ-WENDE TRIFFT GLOBALE USD-SCHWÄCHE
USD-JPY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Für die Yen-Perspektiven ist diese geldpolitische Gratwanderung mittel- und langfristige ausschlaggebend. Auf die kurze Sicht dürfte er jedoch auch ein waches Auge auf die Entwicklung in der (US-)Bankenkrise haben. Zwar rechnen wir hier nicht mit einer Eskalation, die jüngsten Irritationen haben aber gezeigt, dass der Yen seine Eignung als sicherer Hafen doch nicht gänzlich vergessen hat. Insbesondere scheint er dem US-Dollar in dieser Rolle aktuell wieder stärker Konkurrenz machen zu können als noch 2022. Wir beurteilen das Chance-Risiko-Profil in USD-JPY daher asymmetrisch zugunsten der japanischen Valuta. Die Safe-Haven-Überlegungen werden dabei abgerundet durch die geldpolitischen Optionen: Noch dovisher (und damit Yen-negativer) als derzeit vom Markt unterstellt kann es kaum noch werden. Dagegen

Asymmetrisches Yen-Profil: viel zu gewinnen, aber nur noch wenig zu verlieren

könnten bereits kleinste Signale in Richtung eines BoJ-Sinneswandels zu merklichen Yen-Gewinnen führen.

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

Großbritannien: Ein paar Wolken lichten sich, Inflation bleibt ein Sorgenkind

Obwohl die britische Wirtschaft eine technische Rezession in 2022 gerade noch abwenden konnte, zeigen die BIP-Daten für das erste Quartal, dass die konjunkturelle Entwicklung alles andere als rosig ist. Auf Quartalsbasis wuchs die Wirtschaft nur um 0,1%, und auf Jahresbasis sah es mit einem Plus von 0,2% kaum besser aus. Dies ist der schwächste Wert in der G-7. Darüber hinaus prognostiziert die DZ BANK weiterhin eine schleppende Konjunktorentwicklung mit einem moderaten Rückgang von 0,2% J/J für 2023 und einem Wachstum von nur 1,1% in 2024.

Die Inflation bleibt ein großes Problem für die Wirtschaft und die politischen Entscheidungsträger. Mit einer immer noch zweistelligen Jahresrate (10,1% J/J im März) ist sie die höchste in der G-7 und hat sich seit ihrem Höchststand im Oktober 2022 nur um einen Prozentpunkt verringert. Es gibt zwar auch gute Nachrichten am Horizont, denn die Inflation soll den Prognosen zufolge in diesem Jahr auf durchschnittlich 6,9% sinken, aber das ist immer noch weit vom Ziel der Bank of England entfernt. Darüber hinaus hat die Bank auf ihrer Mai-Sitzung darauf hingewiesen, dass sie die Inflationsrisiken eher nach oben gewichtet sieht. Der angespannte Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von nur 3,8% und durchschnittlichen Lohnerhöhungen von über 6% sind weitere Faktoren, die darauf hindeuten, dass Zweitrundeffekte auftreten und die Inflationserwartungen ihren Anker verlieren könnten. Die im Mai erfolgte Anhebung des Leitzinses auf 4,5%, den höchsten Stand seit Herbst 2008, soll dazu beitragen, die Wirtschaftsdynamik zu verlangsamen und die Inflation mittelfristig wieder auf das Zweiprozentziel zu bringen. Selbst die Bank of England geht inzwischen davon aus, dass die Inflation in der ersten Jahreshälfte 2025 wieder unter 2% liegen wird.

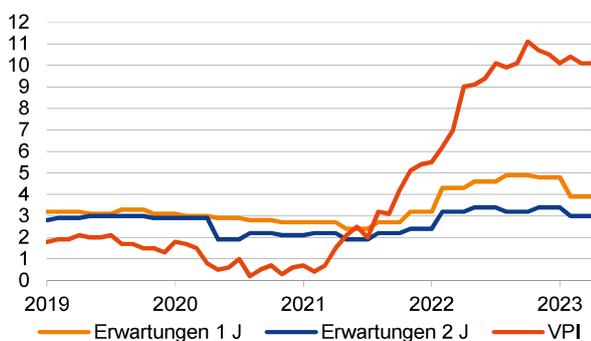
Q1-Daten zeigen, dass die Wirtschaft nicht in bester Verfassung ist

Die Inflation ist kaum gesunken und bereitet der BoE weiterhin Sorgen

Die BoE sieht die Teuerungsrate bis 2025 wieder dort, wo sie sie haben will

OBWOHL DIE INFLATIONSERWARTUNGEN VON IHREM HÖCHSTSTAND IM JAHR 2022 ZURÜCKGEGANGEN SIND, SIND SIE NACH EINSCHÄTZUNG DER BOE IMMER NOCH ZU HOCH

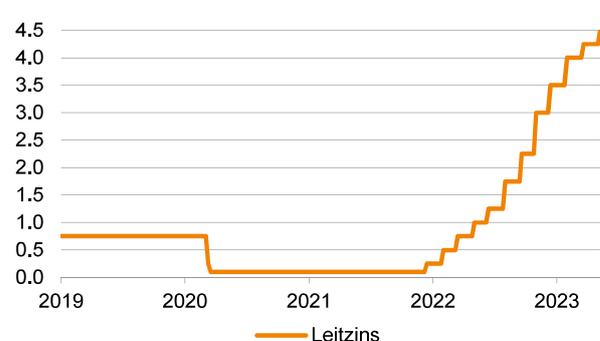
IN %



Quelle: Bloomberg

DER LEITZINS DER BOE LIEGT JETZT BEI 4,5 %, DEM HÖCHSTEN STAND SEIT HERBST 2008; ZINSEN DÜRFTEEN NOCH MONATELANG STABIL BLEIBEN

IN %



Quelle: Bloomberg

Auf der Grundlage der DZ BANK-Konjunkturprognosen und der Tatsache, dass ein Großteil der geldpolitischen Straffungsmaßnahmen des letzten Jahres in der britischen Wirtschaft noch nicht zum Tragen gekommen ist, halten wir die Einschätzung des Geldmarktes, dass die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung auf 5% bei 50% liege, für zu gewagt. Vielmehr spricht aus unserer Sicht vieles dafür, dass die Bank bei den derzeitigen 4,5% verharrt und weitere Wirtschaftsdaten abwartet, die nach unserer Einschätzung zeigen werden, dass das Inflationsproblem auf die geldpolitischen Maßnahmen anspricht. Dies würde es ermöglichen, die Zinsen im nächsten Jahr zu senken, um das Wirtschaftswachstum zu unterstützen.

In den vergangenen Monaten hat sich das Pfund recht positiv entwickelt. Die Markteinschätzung, die sich aus den offenen Netto-Long-Positionen in GBP-USD-Kursen an der Central Market Exchange (CME) ablesen lässt, ist von einer extrem negativen Stimmung im letzten Herbst in eine nunmehr leicht positive Stimmung umgeschlagen. Allerdings sind viele gute Nachrichten (nicht zuletzt im Hinblick auf die Rückkehr zu einer politischen Stabilität) inzwischen eingepreist. Dies deutet darauf hin, dass bis zum Sommer eine gewisse konsolidierende Seitwärtsbewegung zu beobachten sein dürfte. Dennoch sind Themen wie die US-Schuldenobergrenze und die Straffung der Geldpolitik durch die EZB immer noch potenzielle Auslöser für Volatilitätsschübe. Ohne eine Reihe anhaltend guter Wirtschaftsnachrichten könnte die eher positive Stimmung gegenüber dem Pfund unter Druck geraten.

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

Schweiz: SNB zu weiteren Zinserhöhungen bereit

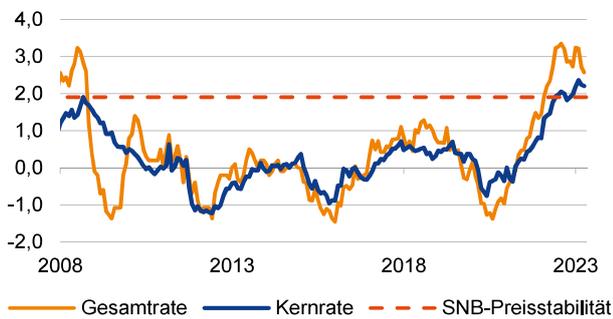
Während viele Zentralbanken weltweit ihren Zinserhöhungsreigen voraussichtlich abgeschlossen haben, lässt die Schweizer Notenbank keine Zweifel aufkommen, dass sie auch weiterhin zu geldpolitischen Straffungen bereit ist. SNB-Chef Jordan nutzt jede Gelegenheit, um zu betonen, dass die Inflation noch immer zu hoch und die Geldpolitik nicht restriktiv genug sei. Diese Beteuerungen kommen nicht von ungefähr, denn der isolierte Blick auf die jüngste Entwicklung der Konsumentenpreise könnte einen anderen Eindruck erwecken. Im April lag die Teuerung in der Schweiz bei nur noch 2,6% (J/J), was aus internationaler Sicht beneidenswert niedrig klingt. Eine spürbare Entlastung verglichen mit dem Hoch bei 3,5% (J/J) vom August 2022 ist dieser Wert zwar auch für die Schweiz, aber eben nicht genug, um den SNB-Vorstellungen von Preisstabilität gerecht zu werden. Insbesondere die Kernrate (ohne Energie und volatile Lebensmittel) ist mit derzeit 2,2% (J/J) weiterhin zu hoch und ein Anlass zu erhöhter geldpolitischer Wachsamkeit.

Unserer Ansicht nach sollte sich die geldpolitische Straffung durch die BoE als ausreichend erweisen

Nach einer recht guten Performance in den letzten Monaten scheint das Pfund reif für eine Konsolidierung zu sein

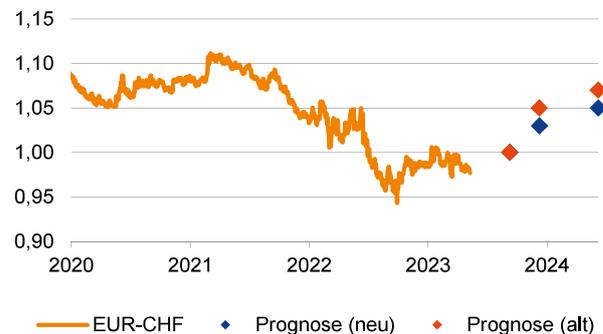
Für die SNB ist die Inflation weiterhin zu hoch

SNB WEITERHIN UNZUFRIEDEN MIT PREISENTWICKLUNG KONSUMENTENPREISE, VERÄND. IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

ERWARTETE TRENDWENDE LÄSST LÄNGER AUF SICH WARTEN EUR-CHF: HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die nächste reguläre Zinsentscheidung steht erst am 22. Juni an, und ein kleiner Zinsschritt ist fest eingepreist. Die SNB kommt nur vierteljährlich zu ihren (regulären) Lagebeurteilungen zusammen, hat also verglichen mit den meisten anderen Notenbanken viel weniger Zeitfenster für Zinserhöhungen. (Im Notfall sind natürlich auch außerordentliche Anpassungen der Geldpolitik möglich; doch dies bezieht sich eher auf plötzliche externe Schocks und nicht auf längst bekannten Preisdruck.) Um so wichtiger sind die SNB-Maßnahmen zur monetären Straffung jenseits der traditionellen Leitzinserhöhungen. Und damit schließt sich der Kreis zur Währungsseite. Ein fester Schweizer Franken zählt zu den wichtigsten Säulen des SNB-Kampfs gegen die Inflation. Und dies betrifft längst nicht mehr nur „warme Worte“ der Zentralbankvertreter, sondern auch direkte Interventionen am Devisenmarkt. Offiziell bestätigt sind besagte Eingriffe bislang nur für das vierte Quartal 2022; aufgrund der Entwicklung von FX-Reserven und SNB-Sichteinlagen gehen wir aber auch für die letzten Monate von anhaltenden Interventionen zugunsten der Alpenwährung aus. Da die SNB ihre restriktive Haltung offenbar länger und offensiver verfolgt als ursprünglich von uns erwartet, dürfte auch die in unserer Prognose unterstellte Entspannung beim Franken vorerst auf sich warten lassen. Die schwelende US-Bankenkrise tut ihr Übriges für die Safe-Haven-Attraktivität. Wir rechnen zwar auch weiterhin mit einer Trendwende in EUR-CHF und Notierungen oberhalb der Parität, haben unser Prognoseprofil aber insgesamt etwas nach unten verlagert.

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

Prognoserevision: EUR-CHF-Wende lässt etwas länger auf sich warten

Australien & Neuseeland: Rasche Haushaltskonsolidierung in „Down Under“

Sei es aufgrund von Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie oder aufgrund der Finanzierung von Entlastungspaketen durch gestiegene Lebenshaltungskosten – die Krisen der vergangenen Jahre hinterließen (und hinterlassen noch) weltweit Löcher in den Staatskassen. Daher sollte man der Meldung des australischen Finanzministeriums, dass Australien erstmals seit 15 Jahren im aktuellen Fiskaljahr 2022-2023 wohl wieder ein Haushaltsüberschuss von 4,2 Mrd. AUD (0,2% des BIP) erzielen wird, durchaus Beachtung schenken. Insbesondere höher als erwartete Rohstoffpreise sowie ein starker Arbeitsmarkt dürften den Schätzungen zufolge zu Mehreinnahmen an Steuern von 28,4 Mrd. AUD führen, wobei über 80% dieser zusätzlichen Einnahmen in dem aktuellen Haushaltsjahr eingespart werden.

Fiskalischer Spielraum goldwert in aktuellen, globalen Krisenzeiten

Auch wenn das australische Finanzministerium davon ausgeht, dass der Haushalt im kommenden Fiskaljahr wieder in ein Defizit rutscht, so weisen die neuesten Schätzungen bis einschließlich 2026-2027 geringere Defizite aus. Dabei dürften nicht nur die zurückhaltenden Ausgaben des Staates in der kurzen Frist zur weiteren Eindämmung der Inflation beitragen, sondern auch gezielte, wirtschaftspolitische Maßnahmen (z.B. Subventionen der Energierechnungen) die Belastungen privater Haushalte und kleiner Unternehmen mindern. Die Reserve Bank of Australia (RBA) wird den neuesten Haushaltsplan der australischen Regierung daher mehr als begrüßt haben!

Bezüglich der Geldpolitik zeigten die „Minutes“ der Mai-Sitzung der RBA, dass die Argumente für eine Zinspause und für die einer Zinserhöhung „*finely balanced*“ waren. Der enge Arbeitsmarkt und die hohen Inflationsraten für Dienstleistungen dürften wohl letztlich die Beweggründe für die Zinserhöhung im Mai gewesen sein. Doch vom Arbeitsmarkt gibt es inzwischen deutlichere Anzeichen einer Abkühlung, denn das australische Statistikamt wies für April erstmals seit Dezember einen Beschäftigungsabbau aus – die Arbeitslosenquote sprang deutlich von 3,5% auf 3,7%.

Während die höheren Eisenerzpreise unter anderem zur Korrektur der geschätzten Steuereinnahmen nach oben geführt haben, so war der Preisanstieg seit November auch mit einer Aufwertung des australischen Dollars gegenüber dem US-Dollar korreliert – zumindest bis Anfang Februar. Danach war die negative Entwicklung von AUD-USD allerdings von immer wieder überraschend soliden US-Konjunkturdaten sowie dem nach oben gerichteten US-Zinserhöhungspfad getrieben. Aufgrund des insgesamt freundlichen fundamentalen Umfelds (sinkende Inflationsrate bei gleichzeitig beachtlichen Wachstumsaussichten) trauen wir dem „Aussie“ durchaus positive Wechselkursentwicklungen im laufenden Jahr zu. Dabei wird für den australischen Dollar als risiko- und rohstoffensitive Währung viel von der konjunkturellen Entwicklung Chinas abhängen. Die Veröffentlichungen aus dem Reich der Mitte waren zuletzt allerdings eher enttäuschend (sinkende Export- und Importzahlen sowie stagnierende Einkaufsmanagerindizes, jeweils für April).

Die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) hat gleich mehrere Gründe aufzuatmen und wird unseres Erachtens bei ihrer Sitzung kommende Woche einen finalen 25-Basispunkte-Zinsschritt auf 5,5% unternehmen und damit ihren Erhöhungszyklus beenden. Die Inflationsrate im ersten Quartal 2023 ließ mit 6,7% (J/J) stärker nach als von der RBNZ (7,3%) und vom Konsens (6,9%) erwartet; die Kernrate zeigt im Gegensatz zu anderen Industriestaaten auch disinflationäre Tendenzen. Ebenfalls deutlich rückläufig sind nun auch die ein- und zweijährigen Inflationserwartungen: während die Erwartungen auf kurze Frist von 5,11% auf 4,28% zurückgingen, liegen die 2-jährigen Erwartungen nun mit 2,79% wieder unterhalb der 3%-Marke. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor äußerst angespannt: Der Beschäftigungszuwachs übertraf den Marktkonsens und auch das Lohnwachstum zeigt noch keine rückläufigen Tendenzen. Angebotsseitig dürften die wieder starken Zuwanderungszahlen, die sogar über dem Vorpandemie-Level liegen, für ein wenig Entspannung am Arbeitsmarkt sorgen.

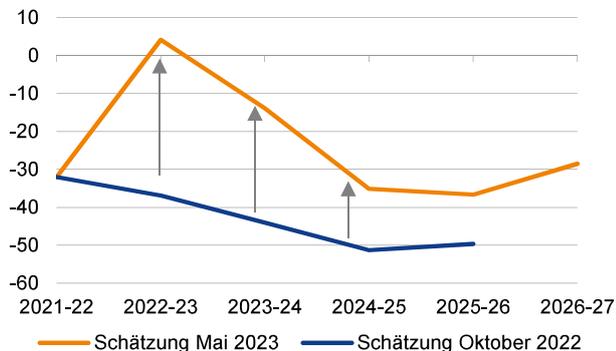
Für den neuseeländischen Dollar wird viel davon abhängen, wie stark die mittlerweile wohl unvermeidbare Rezession dieses Jahr ausfallen wird und wie schnell die RBNZ ihren Leitzins wieder senken wird – wir gehen von ersten Zinssenkungen zum Ende des Jahres aus, was den „Kiwi“ ceteris paribus zwar belasten würde. Allerdings dürfte er zumindest gegenüber dem US-Dollar aufgrund eines sich aufhellenden Risikosentiments sogar leicht aufwerten.

Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen einer Abkühlung

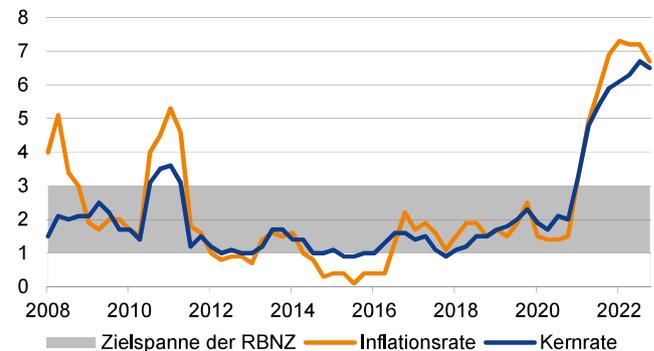
Stabile Konjunktur als Grundstein für positive Performance des AUD

Auch die Kernrate ist nun rückläufig; Ende des Erhöhungszyklus der RBNZ naht

Trübe Konjunkturaussichten belasten Aussichten des "Kiwis"

AUSTRALIEN: ERSTER HAUSHALTSÜBERSCHUSS SEIT 2007-08; GERINGERE DEFIZITE IN DEN FOLGEJAHREN ERWARTET
 HAUSHALTSSALDO IN MRD. AUD


Quelle: The Treasury (Australia)

NEUSSEELAND: AUCH DIE KERNINFLATIONSRATE IST NUN RÜCKLÄUFIG; RBNZ DÜRFTE NUN FINALEN 25-BP-ZINSSCHRITT LIEFERN
 J/J IN %


Quelle: Bloomberg

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

Kanada: Reicht die hawkische Rhetorik der Bank of Canada aus, um den CAD-Kurs zu stabilisieren?

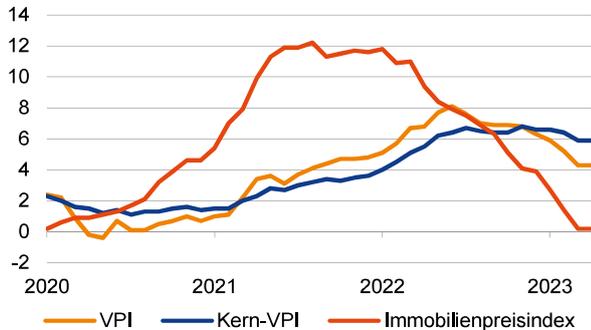
Auch wenn die kanadische Wirtschaft im ersten Quartal 2023 nicht sonderlich stark gewachsen ist (die Daten werden erst am 31. Mai veröffentlicht), dürfte das der Bank of Canada (BoC) ganz gelegen kommen. Schließlich gilt es, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu drosseln, um dem Inflationsdruck Einhalt zu gebieten. Auch die jüngsten Daten zu Industrieaufträgen und Einzelhandelsumsätzen deuten darauf hin, dass die unter 50 Punkten liegenden Werte des EMI-Index auch in der zweiten Jahreshälfte 2022 eher schwach ausfallen dürften.

Mit einer drastischen Anhebung des Leitzinses in 2022 von 0,25% zu Jahresbeginn auf 4,25% zum Jahresende (mit einer weiteren Anhebung um 25 Basispunkte Ende Januar 2023) hat die Bank of Canada umfangreiche Maßnahmen ergriffen, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Die straffere Geldpolitik trägt nun Früchte: Die Gesamtjahresrate ist von 8,1% im Juni 2022 auf 4,4% im April 2023 um fast die Hälfte gefallen, wobei die Headline-Rate von März zu April aufgrund gestiegener Wohnkosten sogar leicht zulegte. Die jährliche Kerninflationsrate ist ebenfalls rückläufig, allerdings sank sie lediglich von 6,7% im November letzten Jahres auf 5,7% im April. Vor diesem Hintergrund und angesichts der nach wie vor angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt sowie der im Durchschnitt über der Gesamtinflation liegenden Lohnerhöhungen hat die BoC allen Grund zur Sorge. Obwohl das Leitzinsniveau schon seit Monaten unverändert geblieben ist, hat die Notenbank deutlich gemacht, dass sie die Zinssätze weiter anheben kann und wird, falls sie dies zur Erreichung des Inflationsziels für erforderlich hält. Die BoC dürfte die Inflationserwartungen in den kommenden Monaten sehr genau beobachten. Sollte es keine Anzeichen für eine Abschwächung geben, nimmt die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinserhöhung deutlich zu.

Konjunkturelle Entwicklung in Q1 2023 nicht sehr robust
Bank of Canada zweifellos erfreut über den jüngsten Inflationsrückgang, doch besteht kein Grund zur Selbstzufriedenheit

KANADISCHE INFLATION GEHT ZURÜCK, ABER NUR ALLMÄHLICH AUF BASIS DER KERNRATE.

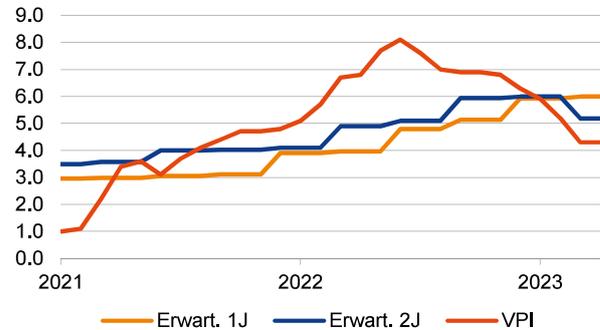
IN %



Quelle: Bloomberg

DIE INFLATIONSERWARTUNGEN SIND FÜR DIE BOC SOWOHL IN BEZUG AUF DAS NIVEAU ALS AUCH AUF DIE RICHTUNG UNERFREULICH.

IN %



Quelle: Bloomberg

Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung sowohl durch die Fed als auch durch die EZB in den letzten Monaten hat sich der kanadische Dollar insgesamt positiv entwickelt. Gegenüber dem US-Dollar wird er derzeit bei 1,3491 gehandelt, verglichen mit dem (bisherigen) 2023er-Durchschnitt von 1,3511 CAD. Gegenüber dem Euro liegen die Werte bei 1,4710 CAD bzw. 1,4596 CAD. Angesichts der aktuellen wirtschafts- und geldpolitischen Aussichten dürften die in den vergangenen drei Monaten verzeichneten Kursspannen vorherrschen. Sollte die Bank of Canada die Märkte mit einer erneuten Straffung überraschen, ist mit einem weiteren Anstieg des CAD zu rechnen.

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

Die jüngsten Kursspannen des CAD dürften bis zum Frühsommer unverändert bleiben

Skandinavien: Leitzinsen nahe am Zenit

Trotz eines starken Starts in dieses Jahr bleiben die kurzfristigen Aussichten für Schwedens Wirtschaft aufgrund der anhaltend hohen Inflation und steigender Zinsen düster. Die schwedische Wirtschaftsentwicklung wird in diesem Jahr wohl zu den schwächsten in Europa gehören. Im laufenden Jahr dürfte das BIP um 0,5% schrumpfen und auch im Jahr 2024 nur um 1,2% zulegen können. Angesichts einer historisch schwachen Krone und eines angespannten Arbeitsmarktes bleibt der Inflationsdruck vorerst noch hoch.

Der für die Notenbank relevante CPIF-Inflationsindex (CPI mit festem Zinssatz) lag im April bei 7,6% im Jahresvergleich, gegenüber 8,0% im März und gegenüber dem Höchststand von 10,2% im Dezember. Das Ergebnis war niedriger als wir erwartet hatten und zeigt, dass sich die Inflation auf einem Abwärtstrend befindet. Der Preisauftrieb bleibt aber weiterhin weit über dem Zielwert der Zentralbank von 2% (J/J). Im weiteren Jahresverlauf sollte sich die Teuerung weiter 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 Ende April um 50 Basispunkte auf 3,50% angehoben. Nach bisher kumulierten Leitzinserhöhungen um 350 Basispunkte im Jahr 2022 und Anfang 2023 dürfte die Riksbank bis zum Sommer eine weitere Anhebung auf einen Leitzins von 3,75% vornehmen und

Konjunkturabschwung

Inflation noch weit über dem Zielwert

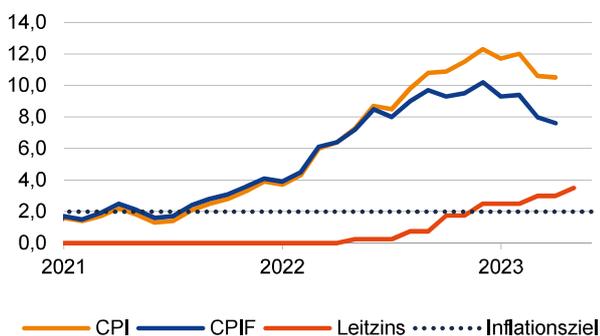
Riksbank dürfte den Leitzins noch um weitere 25 Basispunkte anheben

danach eine Pause einlegen – die Risiken für den Leitzinspfad bleiben aber nach oben gerichtet.

Die Rahmenbedingungen für die Krone bleiben vorerst schwierig. Da wir nur einen moderaten Rückgang der Wirtschaftsleistung erwarten, sollte sich Schwedens Währung mittelfristig wieder stabilisieren können. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die allgemeine Inflationsrate (CPI) von derzeit 10,5% (J/J) im weiteren Jahresverlauf auf 7,6% (J/J) abschwächen wird. Dementsprechend sehen wir EUR-SEK auf Zwölfmonatssicht bei Niveaus um 11,00 SEK.

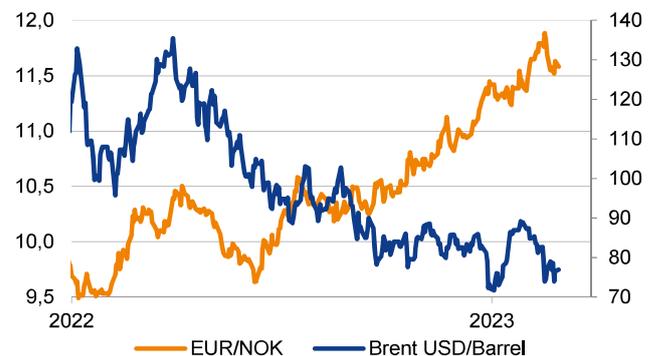
Krone auf Zwölfmonatssicht bei der Marke von 11,00 SEK erwartet

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



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

NORWEGEN: NIEDRIGE ROHÖLPREISE BELASTEN DIE KRONE
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die norwegische Krone erhält derzeit wenig Unterstützung durch die Ölpreisentwicklung. Die Brent-Notierungen gaben seit Mitte April deutlich nach und dies trotz der Fördermengenkürzung durch die OPEC+, die seit Anfang Mai gilt. Zudem belasten weitere Faktoren die Krone: Das Wirtschaftswachstum dürfte sich gegenüber dem Vorjahr mehr als halbieren und dies 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 einst so lukrativen Renditeaufschläge gegenüber dem Euroraum deutlich verengt. In den zurückliegenden acht Monaten schmolzen die Aufschläge auf Euribor und Bundesanleihen um rund 110 bis 190 Basispunkte und damit büßen norwegische Zinsprodukte an Attraktivität ein. Recht besorgt zeigt sich die Norges Bank über die schwache Krone. Die NOK notiert jetzt 9% schwächer als zu Jahresbeginn, seit August letzten Jahres schlagen sogar gut 16% Abwertung zum Euro zu Buche und dies treibt die importierte Inflation in die Höhe, die in Norwegen etwa ein Drittel der Kerninflation ausmacht.

Schwache Rohölpreisentwicklung, Konjunkturertrübung und Spread-Einengungen belasten die Krone

Auch vor dem Hintergrund eines leergefegten Arbeitsmarktes, die Arbeitslosenrate liegt bei 1,8%, bleibt Norwegens Inflation mit 6,4% im Jahresvergleich nahe an ihren Rekordhochs. Die Kerninflationsrate (CPI-ATE), die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, ist im April auf 6,3% im Jahresvergleich gestiegen. Das operative geldpolitische Ziel der Norges Bank von „annähernd 2% jährlicher Verbraucherpreis-inflation im Laufe der Zeit“ bleibt damit vorerst noch außer Sichtweite. Die Notenbank selbst erwartet frühestens 2025, dass die Teuerung unter die Marke von 3% sinkt. Beim Leitzinsentscheid am 3. Mai wurde die Policy Rate auf 3,25% festgesetzt. Der Leitzins dürfte im Juni erneut um 25 Basispunkte angehoben werden.

Arbeitsmarkt leergefegt

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

Von den künftigen Spreadverläufen, die wir weitgehend stagnierend erwarten, dürften kaum positive Effekte auf die Krone ausgehen. Profitieren sollte Norwegens

EUR-NOK: Auf Jahresfrist Notierungen um 11,10 NOK wahrscheinlich

Währung aber von Rohölpreisanstiegen – wir halten auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten Notierungen um 100 USD pro Barrel für wahrscheinlich. Zudem dürften die noch weiterhin restriktive Ausrichtung der Norges Bank sowie mittelfristig weiter nachgebende Inflationsraten der Krone zugutekommen. Wir gehen auf Jahresfrist bei EUR-NOK von Niveaus um 11,10 NOK aus.

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: CE3-Währungen gehen getrennte Wege

Die CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone, gehen derzeit gegenüber dem Euro getrennte Wege. Während der Forint zuletzt moderate Kursgewinne verzeichnen konnte, lässt der Zloty hingegen richtig die Muskeln spielen und kletterte zuletzt auf den höchsten Stand seit Anfang 2023. Die tschechische Krone backt hingegen gegenüber der Gemeinschaftswährung nun wieder etwas kleinere Brötchen, nachdem sie sich im April noch in derart luftigen Sphären bewegt hat, die zuletzt 2008 erreicht wurden.

Zloty lässt die Muskeln spielen, während die Krone wieder etwas kleinere Brötchen backt

POLNISCHER ZLOTY IN ROBUSTER VERFASSUNG
KURSENTWICKLUNG EUR-PLN



TSCHECHISCHE KRONE AGIERT HINGEGEN WIEDER ETWAS UMSICHTIGER
KURSENTWICKLUNG EUR-CZK



Quelle: Bloomberg

Quelle: Bloomberg

Dass die Krone nun wieder umsichtiger agiert und sich von ihren markanten Höchstständen im April wieder etwas gen Süden entfernt hat, dürfte maßgeblich darauf zurückzuführen sein, dass marktseitig zuletzt Zweifel an geldpolitischen Aussagen seitens des dortigen Notenbankchefs Michl aufgekommen sind. So wies dieser jüngst Markterwartungen, wonach die tschechische Zentralbank die Leitzinsen bereits im dritten Quartal wieder senken könnte, als verfrüht zurück. Neben dem in Tschechien zuletzt stärker als erwartet nachgelassenen Preisdruck dürfte auch die verhaltene Konjunkturerwartung dazu beitragen, dass allgemein weiter an der Erwartung einer ersten geldpolitischen Lockerung im Herbst festgehalten wird. Von Bloomberg befragte Ökonomen sehen das tschechische Leitzinsniveau im dritten Quartal weiterhin bei nur noch 6,60% (aktuell 7%).

Geldpolitische Unsicherheit lässt Krone zurückhaltender agieren

Das geldpolitische Argument, genauer gesagt, die marktseitige Einschätzung, dass die ungarische Notenbank zeitnah geldpolitisch weniger restriktiv werden dürfte, spielt unserer Ansicht nach auch beim Forint derzeit eine Rolle. Dass er ungeachtet dieser Perspektive dennoch moderat gegenüber dem Euro aufwerten kann, dürfte daran liegen, dass die ungarische Notenbank bereits genauere Hinweise hinsichtlich des zu erwartenden Verlaufs der geldpolitischen Normalisierung gegeben hat. Die geldpolitische Unsicherheit ist somit für den Forint etwas geringer, sodass er von den freundlicheren globalen Vorgaben zumindest noch moderat profitieren kann.

Forint weiß in etwa, was in naher Zukunft geldpolitisch auf ihn zukommen könnte

Was den Zloty bzw. die polnische Geldpolitik betrifft, wurde der Markt zuletzt hingegen positiv überrascht. So sollte doch die dortige Zentralbank (NBP) die Leitzinsen länger auf dem aktuellen Niveau belassen als ursprünglich gedacht. Zwar macht NBP-Chef Glapinski seit längerem seine Präferenz für eine erste Leitzinssenkung

NBP lässt Leitzinsen länger auf restriktivem Niveau als zunächst zu erwarten gewesen wäre

Ende des Jahres deutlich. Da die NBP personell jedoch vergleichsweise „dovish“ aufgestellt ist und im CE3-Vergleich die Leitzinsen zuletzt und am wenigsten stark angehoben hat, hätte es wohl nur wenige überrascht, wenn die Währungshüter in Warschau früher und damit als erstes im CE3-Vergleich die geldpolitischen Zügel gelockert hätten. Nun ist es jedoch die ungarische Zentralbank, die das Thema geldpolitische Normalisierung als Erste angeht. Dass die NBP nun länger als zunächst gedacht an ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs festzuhalten scheint, ist als Pluspunkt für den Zloty zu werten. Darüber hinaus kommt der polnischen Landeswährung als EM-Währung auch die Aussicht auf ein Ende der US-Leitzins-erhöhungen und damit verbunden die Erwartung eines perspektivisch wieder schwächeren US-Dollars entgegen. Wenngleich sich der Zloty zur Jahresmitte hin noch von seiner robusten Seite zeigen sollte, so warnen wir mit Blick auf die im zweiten Halbjahr aufkommenden, marktseitigen Leitzinssenkungserwartungen in Polen vor Übermut.

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

Türkei & Südafrika: Keine schönen Währungen

Nach Angaben des Hohen Wahlrats ist es bei der türkischen Präsidentschaftswahl am 14. Mai keinem der Kandidaten gelungen, in der ersten Runde die absolute Mehrheit zu erreichen. Demnach kommt Staatspräsident Erdogan auf knapp 49,5% der Stimmen, gefolgt von seinem Herausforderer Kilicdaroglu, dem gemeinsamen Kandidaten des Oppositionsbündnisses „Bündnis der Nation“, der 45% der Stimmen erhalten hat. Der dritte Kandidat, Ogan, landet abgeschlagen mit etwas mehr als 5% der Stimmen auf Platz drei.

Damit findet nun am 28. Mai eine Stichwahl zwischen den beiden Erstplatzierten, Staatspräsident Erdogan und seinem Herausforderer *Kilicdaroglu*, statt. Dies ist die erste Stichwahl in der Geschichte des Landes. Bereits im Vorfeld der Wahl ließen Umfragen auf ein enges Rennen zwischen diesen beiden Kandidaten schließen. Sowohl Staatspräsident Erdogan als auch der oppositionelle Kilicdaroglu machten deutlich, dass sie das Wahlergebnis respektieren und zeigten sich zuversichtlich, den zweiten Wahlgang für sich entscheiden zu können. Eine wichtige Rolle kommt hierbei auch dem dritten Kandidaten, Ogan, zu. So könnte doch seine Wahlempfehlung für einen der beiden Erstplatzierten zum Zünglein an der Waage werden. Bislang hat er hierzu jedoch noch keine Stellung bezogen und machte nur deutlich, dass das Land 14 schwierige Tage vor sich hat.

Die türkische Lira zeigte sich im Nachgang der Wahlen in einer ersten Reaktion gegenüber dem US-Dollar auf niedrigen Niveaus kaum verändert. Angesichts dessen, dass der Landeswährung nun zwei weitere Wochen mit politischer Unsicherheit bevorstehen, wäre eigentlich eine wesentlich volatilere Bewegung zu erwarten gewesen. Informierten Kreisen zufolge sollen allerdings im Umfeld der Wahlen staatliche türkische Kreditinstitute Dollar verkauft haben, um die eigene Währung zu stützen, was die vordergründige Ruhe der Lira erklären würde. Wenngleich dies von offizieller Seite nicht bestätigt ist, so würden Devisenmarktinterventionen zur Stützung der Lira ins politische Bild der Regierung Erdogan passen.

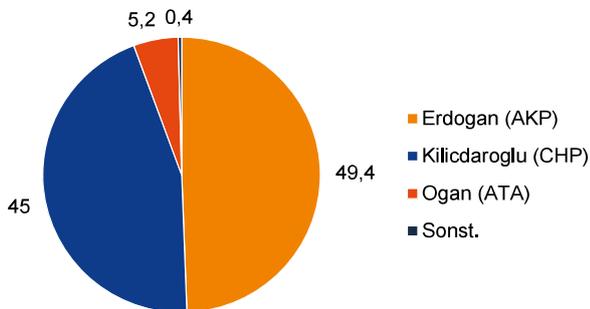
Staatspräsident Erdogan verfehlt knapp die absolute Mehrheit

Erste Stichwahl in der Geschichte des Landes; Drittplatzierter Ogan als Königsmacher?

Haben FX-Interventionen die Lira im Umfeld der Wahl künstlich stabil gehalten?

TÜRKEI: OPPOSITIONSFÜHRER KILICDAROGLU ZWINGT STAATSCHEF ERDOGAN IN STICHWAHL

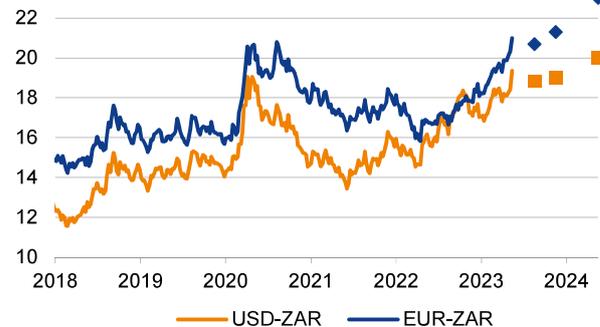
ERGEBNIS 1. WAHLRUNDE, IN % DER STIMMEN



Quelle: <https://politpro.eu/en/turkey>

BEIM RAND DROHEN NEUE REKORDSTÄNDE

ZAR JE USD BZW. EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Wir gehen jedoch mit Blick auf die kommenden zwei Wochen davon aus, dass die türkische Lira ungeachtet etwaiger staatlicher Stabilisierungsbemühungen gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert verlieren sollte. So ist es derzeit weiterhin unklar, wer und damit wie die politischen Weichen für die Zukunft der Türkei und der Lira gestellt werden, womit sich im Vorfeld der zweiten Wahlrunde die politische Unsicherheit ihren Weg bahnen sollte.

Niedrigere TRY-Notierungen sollten sich bis zur Stichwahl ihren Weg bahnen

Mit dem Beginn der kalten Jahreszeit auf der Südhalbkugel gewinnen die anhaltenden Stromabschaltungen in Südafrika eine zusätzliche Brisanz. Auf seiner achtstufigen Skala muss der staatliche Quasimonopolist Eskom zuletzt meist die sechste Stufe ausrufen. Dies ist für die meisten Haushalte und Unternehmen mit täglichen Abschaltungen von zusammen fast 10 Stunden in variierenden Zeitintervallen verbunden. Während Unternehmen und wohlhabendere Haushalte zunehmend auf Generatoren zur Überbrückung zurückgreifen, fällt dies ärmeren Haushalten schwer. Gerade mit Blick auf die Parlamentswahlen in der ersten Jahreshälfte 2024 bedeutet dies eine große Bürde für den regierenden ANC, der dabei erstmals seit dem Ende der Apartheid seine absolute Mehrheit im Parlament verlieren könnte. Kurzfristig sind hier kaum befriedigende Lösungen möglich. Auf der einen Seite führen die Stromabschaltungen zu einer niedrigeren Wirtschaftsleistung und auf der anderen Seite über steigende Kosten auch zu einer höheren Inflationsrate. In diesem Zwiespalt hat sich zumindest Notenbankgouverneur Kganyago deutlich zum Primat der Inflationsbekämpfung bekannt. Entsprechend stehen wohl noch weitere Zinserhöhungen auf der Agenda. Bei der am 25. Mai anstehenden nächsten Notenbanksitzung ist mittlerweile sogar eine weitere Erhöhung um 50 Bp in den Bereich des Möglichen gekommen. Letzte Hinweise auf das Ausmaß der Anhebung dürften die am Tag zuvor veröffentlichten Preiszahlen für den April liefern. Derzeit gehen wir aber noch von zwei Schritten um je 25 Bp aus. Die Notenbank gehört damit zwar zu den wenigen unterstützenden Faktoren für die Währung, die Belastungen überwiegen aber, so dass sich für USD-ZAR bzw. EUR-ZAR neue historische Höchststände abzeichnen.

Große Risiken in Südafrika

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

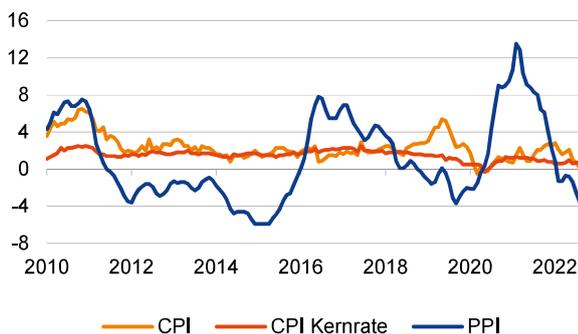
China: Yuan profitiert von zyklischen und strukturellen USD-Zweifeln

Chinas Konjunkturdaten der letzten Wochen waren durchweg wenig überzeugend. Importe, Inflation, Kreditvergabe, ... alle lagen am unteren Rand der Erwartungen und nähren die Zweifel am Zustand der Wirtschaft, die doch eigentlich vom Post-Corona-Boom profitieren sollte, so die Marktmeinung. Die schleppende Kreditvergabe im April, aber auch die denkbar verhaltene Preisentwicklung werden als Indiz für eine schwache Konsumnachfrage gewertet. Und in der Tat wird die (u.E. ohnehin überzogene) Öffnungs-Euphorie damit in Frage gestellt. Bei den Konsumentenpreisen gibt es jedoch disinflationäre Sonderfaktoren, die nichts mit einer trüben Verbraucherstimmung zu tun haben. Zum einen sind die Preise für Schweinefleisch stark rückläufig, das im Warenkorb eine wichtige Rolle spielt. Zum anderen fällt die Entlastung durch günstigere Energiepreise aufgrund der billigen Importe aus Russland noch stärker aus als bei uns. Dennoch bleibt unterm Strich eine Teuerung von nur noch 0,1% (J/J) im April. Wir hatten zwar schon seit Monaten darauf verwiesen, dass die Öffnungsimpulse keine Basis für einen anhaltenden Konjunkturboom sein werden, sind aber doch etwas ernüchtert, dass der Yuan seine Chancen vom Jahresanfang nicht besser genutzt hat. Wir haben daher unsere 12M-Prognose angepasst und sehen USD-CNY jetzt bei 6,75 CNY und EUR-CNY bei 7,76 CNY.

Konjunkturelle Ernüchterung

Prognoserevision zu Lasten CNY

AUF DEM WEG IN DIE DEFLATION?
KONSUMENTEN- UND PRODUZENTENPREISE, VERÄND IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, PBoC

SCHWACHER USD BIETET BALD CHANCEN FÜR CNY
USD-INDEX (L.S.) UND USD-CNY (R.S.) INKL PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Die aktuelle Yuan-Schwäche scheint angesichts dieser trüben Daten selbsterklärend, und USD-CNY nimmt Kurs auf die wichtige Marke bei 7,00 CNY. Die treibenden Faktoren nur auf der chinesischen Seite zu suchen, wäre aber zu kurz gegriffen. Eine essenzielle Rolle spielt auch die jüngste Stärke auf der US-Seite der Wechselkursmedaille bzw. für den weiteren Ausblick die von uns erwartete globale USD-Schwäche. Damit zielen wir zunächst nur auf seine zyklische Schwäche, also das Auf und Ab am Kassamarkt. Doch auch strukturell gibt die US-Währung immer wieder Anlass für Zweifel. Die These von ihrem nahenden Ende als Leitwährung teilen wir zwar nicht, allein die Diskussionen sollten aber genügen, um den Renminbi als Alternative gefragt werden zu lassen. Besonders in seiner Rolle als Transaktionswährung sollte er von sich reden machen. Der Weg zu einem global vollwertigen Zahlungsmittel ist noch sehr lang und steinig; in der ASEAN-Region sieht dies aber schon heute anders aus, und auf Yuan laufende Verträge sind längst keine Ausnahmen mehr. Auffällig ist auch, dass immer mehr Rohstoffexporteure wie Brasilien oder (sanktionsbedingt) Russland vereinbaren, ihren Handel mit dem wichtigen Rohstoffabnehmer China in dessen Währung abzuwickeln.

Zweifel am USD öffnen dem CNY Chancen

Der Weltmarkt für Rohstoffe ist zwar weiterhin klar USD-dominiert, die Idee eines „Petro-Yuan“ als Ergänzung zum „Petro-Dollar“ ist aber längst mehr als nur eine Utopie. Besondere Aufmerksamkeit verdient hier die Position Saudi-Arabiens. Ein Schulterschluss zwischen dem weltweit größten Ölexporteur und dem weltweit größten Energieverbraucher wäre eine klare Zäsur – nicht nur politisch als Affront gegen die USA, sondern auch ökonomisch für den Renminbi. Die Lockangebote aus China an den Gulf Cooperation Council (GCC) sind vielversprechend ... neben langfristigen Lieferverträgen für Öl wird beispielsweise auch eine Kooperation bei der High-Tech-Entwicklung offeriert. Bislang haben die Golfstaaten die von Peking ausgestreckte Hand noch nicht ergriffen; doch schon jetzt werden an der Rohstoffbörse in Shanghai (Petroleum and Natural Gas Exchange) immer mehr Yuan-Transaktionen abgewickelt, auch mit Beteiligung westlicher Konzerne. Diese Entwicklung sollte die langfristigen FX-Perspektiven spürbar aufhellen und für eine strukturelle CNY-Nachfrage jenseits von Konjunktur- und Zinszyklen sorgen.

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

Der Petro-Yuan ist inzwischen mehr als nur eine Utopie

Brasilien & Mexiko: Hohe Leitzinsen sorgen für starke Währungen

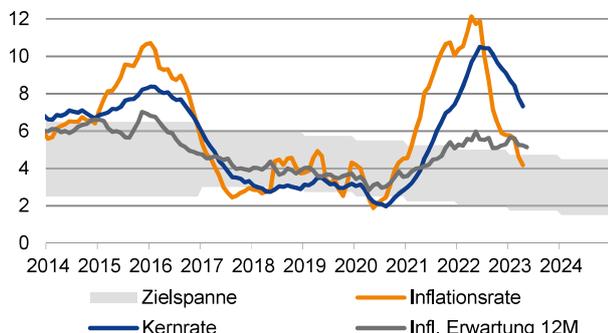
Seit Anfang des Jahres ist die neue Regierung unter Präsident Lula da Silva nun bereits im Amt. Eines ihrer wichtigsten Projekte, ein Gesetzentwurf zur Neuausgestaltung der fiskalischen Rahmenbedingungen, liegt derzeit im Parlament. Aus der erhofften schnellen Verabschiedung ist jedoch nichts geworden. Der Entwurf, der zunächst von den Finanzmärkten mit Wohlwollen aufgenommen wurde, war fast in letzter Minute noch etwas aufgeweicht worden. Dies dürfte zwar einigen in der Arbeiterpartei gefallen haben, die im Parlament für das Gesetzgebungsverfahren Zuständigen haben aber bereits wieder eine Verschärfung angekündigt. Insbesondere sollen Verletzungen der Ausgabenbeschränkungen stärker sanktioniert werden. Das Regierungsbündnis hat in beiden Kammern des Parlaments keine eigene Mehrheit und ist daher auf die Unterstützung von Teilen der Opposition angewiesen. Die damit verbundenen Kompromisse scheinen derzeit die Ausgabenfreude der Regierung eher zu dämpfen. Kompromisse, bei denen die Ausgabenwünsche aller Beteiligten erfüllt werden, können allerdings auch nie ausgeschlossen werden. Umso wichtiger ist es, dass eine Regelung für eine grundsätzliche Ausgabenbeschränkung gefunden wird. Den Fortgang des Gesetzgebungsverfahrens wird daher auch die Währung aufmerksam verfolgen.

Regieren ist in Brasilien nicht einfach

Der deutliche Rückgang der Inflationsraten in den letzten Monaten, der sich aufgrund von Basiseffekten zumindest bis Juni fortsetzen sollte, erfordert von der Notenbank einen hohen Erklärungsaufwand, um ihr Festhalten an dem Leitzins von 13,75% zu begründen. Basiseffekte dürften die Inflationsrate aber in der zweiten Jahreshälfte wieder über die Zielspanne für das Jahresende von 1,75% bis 4,75% treiben. Der hartnäckige Preisauftrieb zeigt sich auch bei den Inflationserwartungen, die sich trotz der hohen Leitzinsen nur sehr langsam nach unten bewegen. Eine erste geldpolitische Lockerung ist aber gleichwohl bereits für das dritte Quartal zu erwarten.

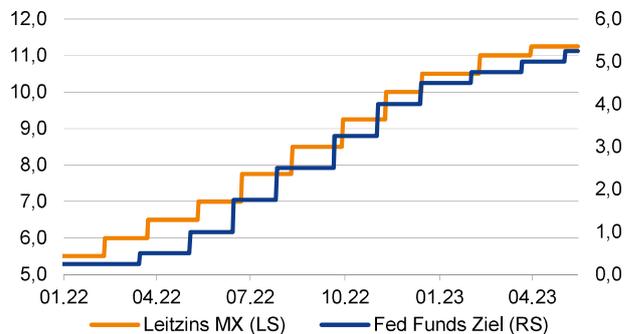
Geldpolitik muss sich erklären

TROTZ INFLATIONSRÜCKGANG HALTEN SICH ERWARTUNGEN FÜR PREISAUFTRIEB HARTNÄCKIG
 J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

BANCO DE MÉXICO FOLGT NICHT MEHR DER FED
 LEITZINSEN IN %



Quelle: Bloomberg

Am 4. Juni finden in zwei mexikanischen Bundesstaaten Gouverneurswahlen statt. Dies ist der letzte Urnengang vor den Wahlen im Juli 2024, bei denen dann ein Nachfolger für den amtierenden Präsidenten Lopez Obrador gefunden werden soll. Ein überzeugender Sieg der Kandidaten der Partei des Präsidenten (Morena) wäre ein Hinweis, dass auch der nächste Präsident aus deren Reihen kommen wird. Noch gibt es weder bei der regierenden Morena, noch bei der Opposition eine Vorentscheidung über die möglichen Kandidaten. Hier dürften in der zweiten Jahreshälfte die Weichen gestellt werden.

Nach dem letzten Test an den Wahlurnen rückt im zweiten Halbjahr der große Wahltermin im Sommer 2024 ins Blickfeld

Nachdem die Banco de México im Mai ihren Leitzins unverändert gelassen hatte, und damit erstmals seit neun Sitzungen einer vorherigen Zinserhöhung der Fed nicht gefolgt war, heißt es nun auch hier Abwarten, wie die bisherige Straffung wirkt. Zumindest in den letzten Monaten hat sich bei den Inflationszahlen, nicht nur insgesamt, sondern auch in der Kernrate, eine Abwärtstendenz durchgesetzt, die sich auch in den kommenden Monaten fortsetzen sollte. Für eine Zinswende nach unten ist es zwar noch deutlich zu früh, zum Jahresende dürfte jedoch Spielraum für eine Lockerung bestehen. Spannend dürfte dann vor allem sein, ob die Notenbank das „Risiko“ eingeht, ohne eine vorherige Zinssenkung der Fed aktiv zu werden. Der derzeit sehr feste Peso sollte dabei eine stärkere Unabhängigkeit von den Fed-Entscheidungen ermöglichen.

Größere Unabhängigkeit von den Fed-Entscheidungen

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

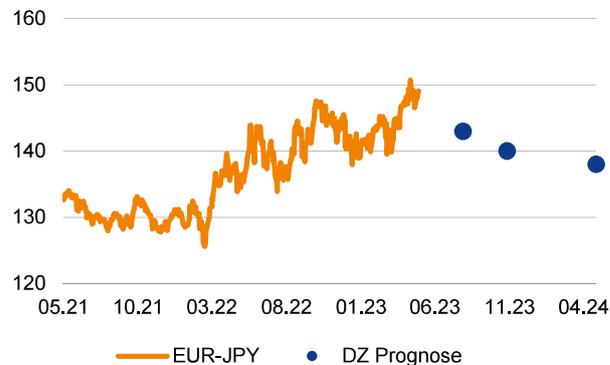
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



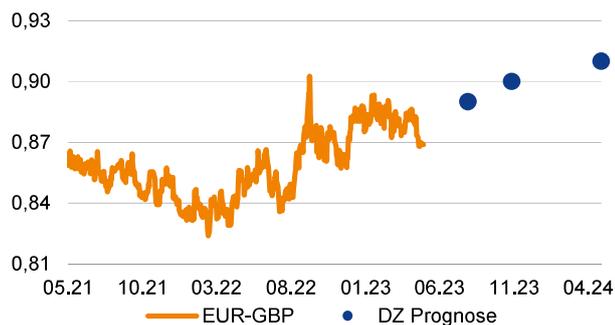
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



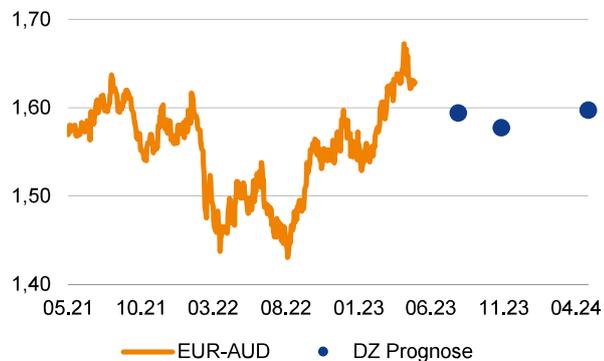
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



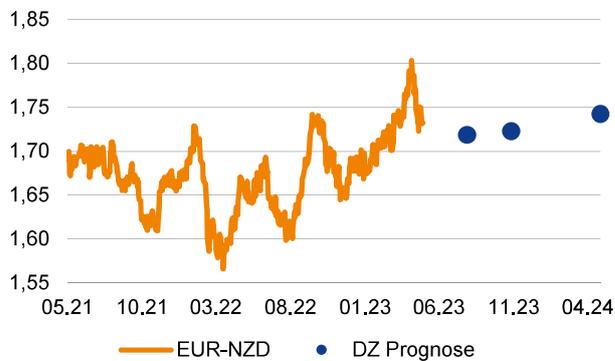
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



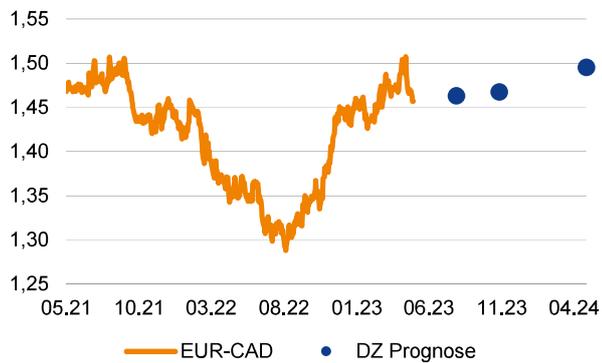
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



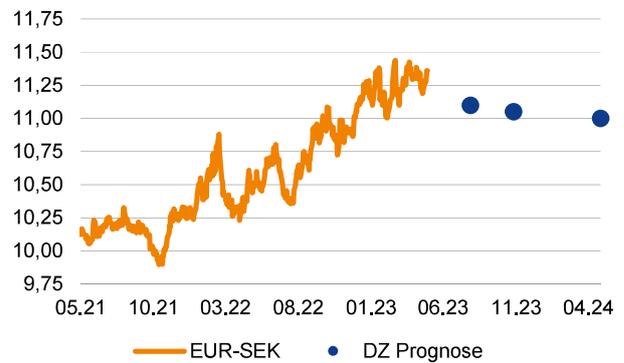
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



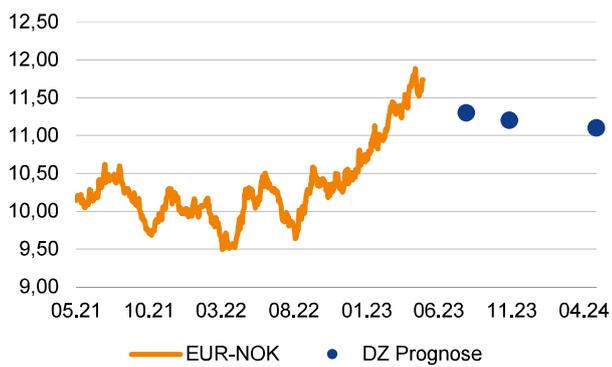
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



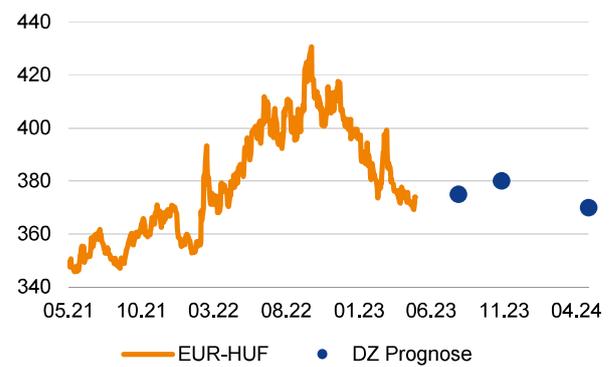
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



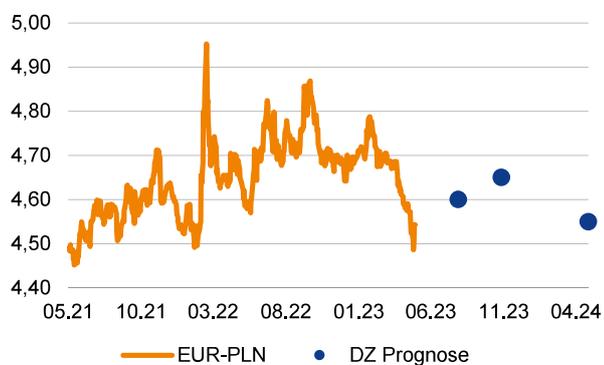
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



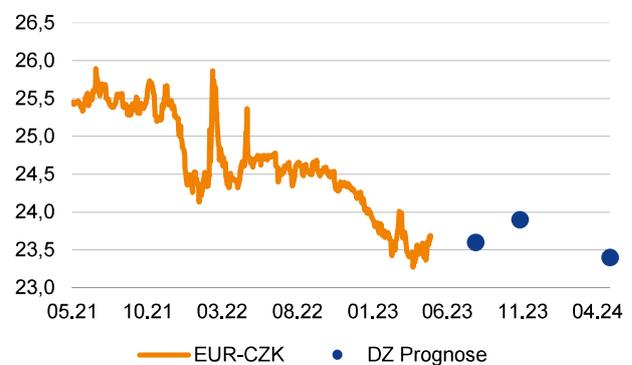
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



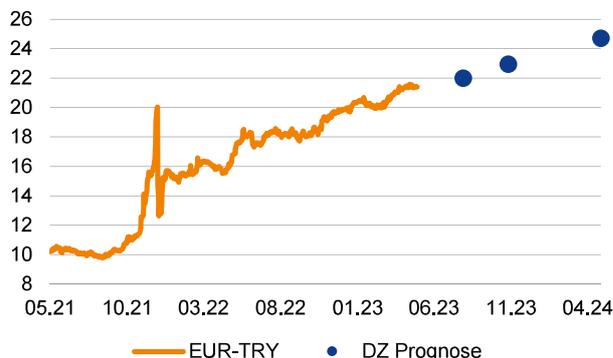
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



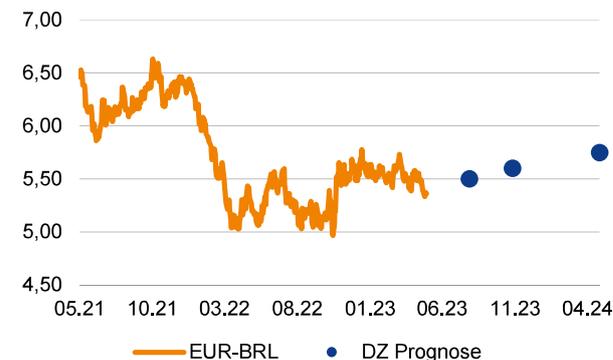
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



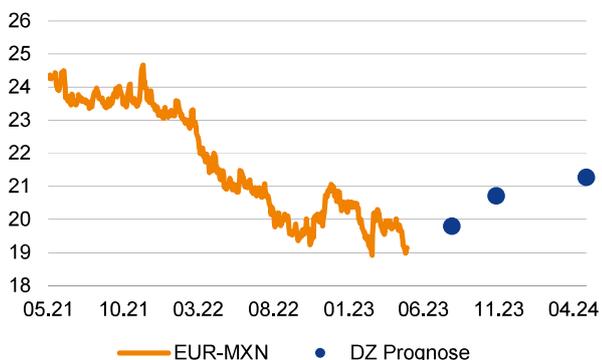
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

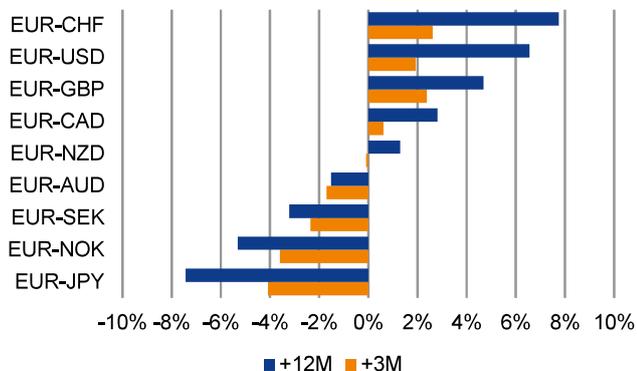
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

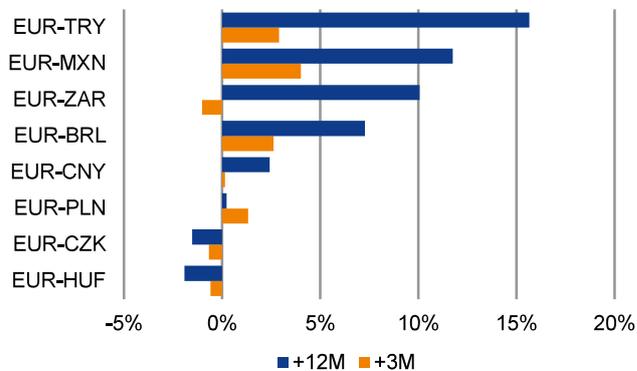
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,0771	1,10	1,12	1,15
EUR/GBP	0,8680	0,89	0,90	0,91
EUR/JPY	149,39	143	140	138
EUR/CHF	0,9750	1,00	1,03	1,05
EUR/AUD	1,6265	1,59	1,58	1,60
EUR/NZD	1,7294	1,72	1,72	1,74
EUR/CAD	1,4543	1,46	1,47	1,50
EUR/NOK	11,76	11,30	11,20	11,10
EUR/SEK	11,38	11,1	11,1	11,0
EUR/PLN	4,5453	4,60	4,65	4,55
EUR/CZK	23,71	23,6	23,9	23,4
EUR/HUF	375,5	375	380	370
EUR/TRY	21,33	22,0	23,0	24,7
EUR/ZAR	20,83	20,7	21,3	23,0
EUR/CNY	7,5794	7,59	7,62	7,76
EUR/BRL	5,3495	5,50	5,60	5,75
EUR/MXN	19,07	19,8	20,7	21,3

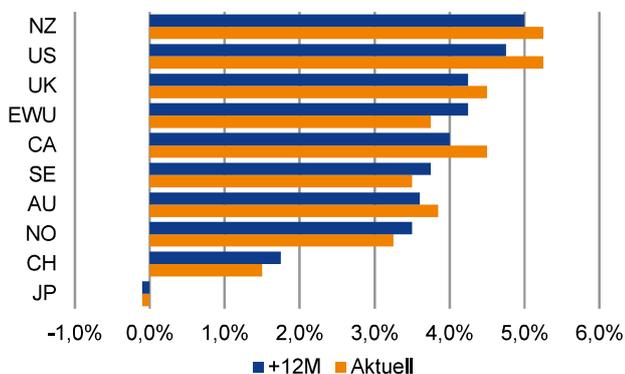
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,0771	1,10	1,12	1,15
GBP/USD	1,2409	1,24	1,24	1,26
USD/JPY	138,70	130	125	120
USD/CHF	0,9052	0,91	0,92	0,91
AUD/USD	0,6622	0,69	0,71	0,72
NZD/USD	0,6228	0,64	0,65	0,66
USD/CAD	1,3502	1,33	1,31	1,30
USD/NOK	10,92	10,27	10,00	9,65
USD/SEK	10,57	10,1	9,9	9,6
USD/PLN	4,2199	4,18	4,15	3,96
USD/CZK	22,02	21,5	21,3	20,3
USD/HUF	348,6	341	339	322
USD/TRY	19,80	20,0	20,5	21,5
USD/ZAR	19,34	18,8	19,0	20,0
USD/CNY	7,0369	6,90	6,80	6,75
USD/BRL	4,9665	5,00	5,00	5,00
USD/MXN	17,70	18,0	18,5	18,5

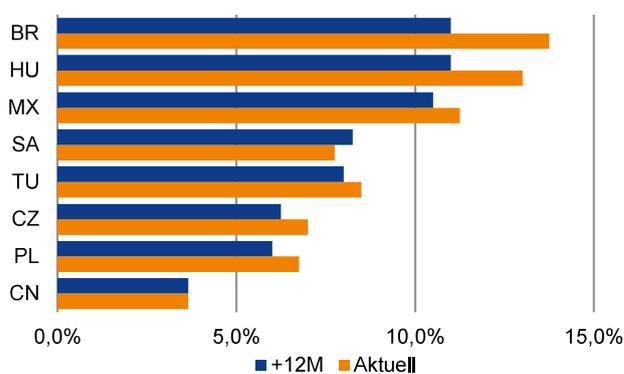
Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2022	2023	2024	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	0,6	1,2	1,3	0,4	0,2	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	6,2	3,0	8,0	6,7	5,8	4,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-3,4	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,5	1,7	2,1				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	0,8	1,0	1,6	1,8	0,4	-0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	8,0	4,8	3,0	5,8	4,9	4,5	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,8	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,0	-2,8				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,9	1,3	1,0	0,6	1,2	0,6
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,5	1,4	3,6	2,6	2,0	1,8
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.)	4,1	-0,2	1,1	0,1	-0,5	-0,2	-0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	9,1	6,9	2,4	10,2	7,5	6,2	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,0	-5,2	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,4	-2,9				
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	2,2	2,0	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	0,1	0,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9,8	7,8	8,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,7	1,8	2,0	2,4	1,8	1,6	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	6,6	6,0	3,3	7,0	6,5	5,7	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,7	-0,5	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,2	2,5	0,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	0,0	2,7	-1,5	-0,5	1,2	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	7,2	5,3	2,0	7,3	6,3	4,5	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-1,7	-1,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,9	-3,4	-2,6				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,4	-0,3	1,3	1,7	0,1	-1,3	-1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	6,8	3,8	3,0	5,1	3,2	3,3	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,1	-3,0	-4,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,4	-1,9	-2,5				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	-0,5	1,2	-0,2	-0,6	-0,9	-0,3
Inflation (in % gg. Vj.)	8,4	7,6	1,9	11,4	9,2	6,6	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,4	-1,5	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,3	3,6	3,7				
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	4,6	1,2	6,9	4,9	3,7	3,2
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.)	4,6	-0,4	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	14,6	19,4	7,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,4	-4,8	-4,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-8,1	-2,7	-1,8
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,3	0,0	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	14,4	13,6	8,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-4,9	-3,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-1,9	-1,4
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,5	-0,7	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	15,1	10,0	0,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,3	-5,5	-2,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-6,0	-2,2	-0,7
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)	-0,5	-5,3	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,8	-4,0	-2,8
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	0,6	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	6,9	5,8	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-4,6	-5,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-2,4	-2,7
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	5,5	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	1,6	2,3
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.)	3,0	0,9	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	9,3	5,1	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,6	-9,0	-7,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,7	-3,8
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,0	1,7	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	7,9	5,8	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,4	-3,1	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-0,4	-0,9

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 Anleiherträge 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 ge-covert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

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

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

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