Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Biden übernimmt offiziell – bislang erwartete USD-Erholung fällt dennoch aus

Die USA haben einen neuen Präsidenten. Mit ihm ist zum einen die Hoffnung verbunden, dass der erratische Politikstil Trumps mit seinen Verbalattacken auf Freund und Feind der Vergangenheit angehören. Zugleich wird davon ausgegangen, dass die neue US-Administration die fiskalischen Spendierhosen auspackt und umfassende Stützungsmaßnahmen für die Corona-gebeutelte Konjunktur auf den Weg bringt. Seit dem Sieg der Demokraten bei den Senatswahlen ist die blaue Welle perfekt, so dass sich Präsident Biden weniger mit den oppositionellen Republikanern, als vielmehr mit den unterschiedlichen Vorstellungen der Flügel in seiner eigenen Partei auseinandersetzen muss. Seinen Vorgänger im Weißen Haus unterschätzen oder gar abschreiben sollte man zudem nicht. Ex-Präsident Trump wird sehr wahrscheinlich alles unternehmen, was in seiner und der Macht seiner Getreuen liegt, um die Arbeit Bidens und seiner Regierung zu behindern.

Am derzeit an den Finanzmärkten dominierenden Bild einer bis auf weiteres weltweit lockeren Geldpolitik dürfte dies nichts ändern. Hieran sollten weder die im Laufe des Jahres besseren Konjunkturdaten noch der in einigen Ländern bereits wieder anziehende Preisdruck etwas ändern. Frühestens Anfang 2022 dürften die Verantwortlichen der bedeutendsten Zentralbanken eine Diskussion über die Rückführung der expansiven Gangart zulassen wollen. Angesichts dieser Kombination aus verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und üppiger Liquiditätsausstattung stehen die Zeichen günstig, dass die Stimmung unter den Marktteilnehmern aufgehellt und der Risikoappetit der Investoren erhöht bleiben.

In einem derartigen Umfeld haben es Sicheren Häfen, darunter sowohl der Japanische Yen, der Schweizer Franken als auch der US-Dollar, bekanntlich schwer. Tatsächlich erachten wir Engagements in allen drei Währungsräumen auf Jahressicht als „unattraktiv“. Unter den G10-Währungen sind es hingegen die als riskanter geltenden Währungen aus Australien und Neuseeland sowie die Norwegische Krone, die gute Chancen haben, von den freundlichen Sentiment-Vorgaben zu profitieren. Positive Beiträge sowohl von der Währungs- als auch von der Zinsseite sollten Engagements mit einem Anlagehorizont von sechs bis zwölf Monaten „attraktiv“ machen.

Anleger im südafrikanischen und dem türkischen Währungsraum dürften sich auf Jahressicht nicht nur über positive Zins- und Wechselkursentwicklungen freuen können. Vielmehr versprechen auch zu erwartende Kurssteigerungen moderate Erträge. Dies ändert zwar nichts daran, dass Lira- und Rand-Engagements mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind. Allerdings stehen Chancen und Risiken – zumindest für mutigere Euro-Investoren – mittlerweile in einem adäquaten bzw. „attraktiven“ Verhältnis. Neben diesen beiden Währungsräumen kann das im Schwellenländersegment lediglich noch der Polnische Zloty von sich behaupten.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
21.1.2021 10:18 Uhr

INHALT

VERÄNDERTER BLICK AUF DEN US-DOLLAR HAT FOLGEN – AUCH FÜR DIE ANLAGEURTEILE 2

G10 WÄHRUNGEN 8
EWU: Neue EUR-USD-Prognose = Euro mit Potenzial in Richtung von 1,28 USD 8
USA: Inflationserwartungen liefern dem USD nur kurze Chance auf Comeback 9
Japan: Corona und Japans spezielle demographische Herausforderungen 10
Großbritannien: Auf Rezessionskurs 11
Schweiz: Währungsmanipulation oder gerechtfertigter Markteingriff? 12
Australien & Neuseeland: Wann reißt der währungspolitische Geduldsfaden? 13
Kanada: Rohstoffpreise ein Pluspunkt für die Währung 15
Skandinavien: Riksbank und Norges Bank auf unterschiedlichen Pfaden 16

SCHWELLENLÄNDER 18
Osteuropa: Polnische Notenbank sorgt marktseitig für Aufsehen 18
Russland: Aufhellung der Rubel-Perspektiven erwartet 19
Türkei & Südafrika: Alles eine Frage der Reputation21
China: Ist Chinas Wirtschaft stabil genug, um Yuan-Aufwertung zu verkraften? 22
Brasilien & Mexiko: Politik der neuen US-Regierung betrifft Lateinamerika 23

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK 25

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK 28

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN 29

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN 30

Editor:
Sonja Marten, ANALYSTIN

DZ BANK
Die Initiativbank

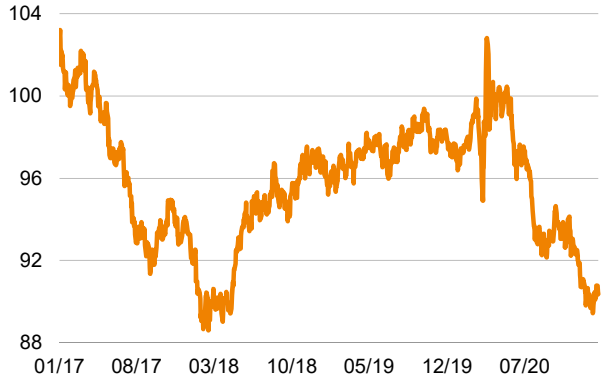
VERÄNDERTER BLICK AUF DEN US-DOLLAR HAT FOLGEN – AUCH FÜR DIE ANLAGEURTEILE

Der US-Dollar hatte sich das Jahr 2020 sicherlich anders vorgestellt

Das vergangene Jahr verlief für viele sicherlich alles andere als erwartet. Das gilt nicht nur für die Corona-Pandemie sowie die damit verbundenen sozialen und wirtschaftlichen Auswirkungen. Auch der US-Dollar hatte sich die letzten Monate sicherlich anders vorgestellt. Kletterte der Greenback auf handelsgewichteter Basis im März 2020 mit einem Indexwert von knapp 103 Punkten noch auf den höchsten Stand seit Anfang 2017, ging es danach dynamisch bergab. Rund 13% gab der Dollar bis zum Beginn dieses Jahres nach. Nicht nur gegenüber den anderen G10-Währungen, sondern auch verglichen mit den meisten Schwellenländerwährungen hatte er das Nachsehen.

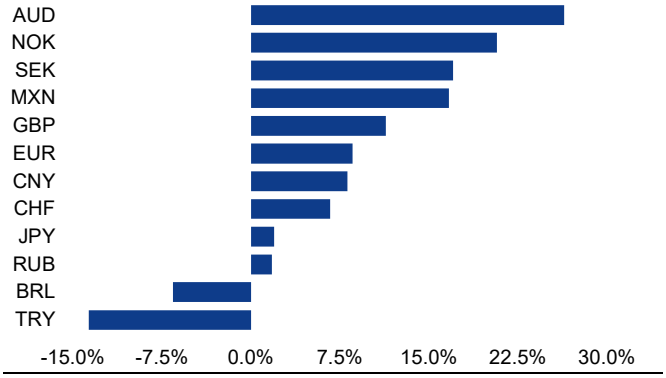
Greenback übernimmt die rote Laterne des Jahres 2020 unter den G10-Währungen

USD-INDEX FÄLLT AUF NIEDRIGSTEN STAND SEIT FRÜHJAHR 2018
USD-INDEX IN PKT.



Quelle: Bloomberg

KAUM EINE WÄHRUNG WAR SEIT MITTE MÄRZ 2020 SCHWÄCHER
ÄNDERUNG GGÜ. USD IN % SEIT MITTE MÄRZ 2020



Quelle: Bloomberg

Den Grundstein für die US-Dollar-Schwäche dürfte dabei die nicht nur in den USA, sondern weltweit als Folge der Corona-Pandemie expansiver ausgerichtete Geldpolitik gelegt haben. Leitzinsen erreichten neue Rekordtiefs, Anleiheankaufprogramme wurden wiederbelebt und ausgeweitet, wodurch die ohnehin bereits üppig vorhandene Liquidität an den internationalen Finanzmärkten noch einmal erhöht wurde. Hinzu kamen umfangreiche Konjunkturprogramme mit teils historischem Ausmaß zur Stützung der Corona-geplagten Wirtschaft. Angesichts der in ungewohnter Zweisamkeit an einem Strang ziehenden Geld- und Fiskalpolitik hellte sich die Stimmung an den Finanzmärkten nach und nach auf. Weder der über lange Zeit unsichere Ausblick hinsichtlich einer erfolgreichen Impfstoffsuche noch hohe Infektionszahlen oder die entschiedenen Lockdown-Maßnahmen konnten das Sentiment nachhaltig belasten. Als Konsequenz der verbesserten Stimmung verlor der US-Dollar in seiner Rolle als Sicherer Hafen an Attraktivität.

Belastend wirkten dabei zum einen die globale Stimmungsaufhellung im Verlauf der Corona-Pandemie…

Als alleinige Ursache für die Schwäche des Greenback kommt das aufgehellte Sentiment indes nicht infrage. Schließlich hat der Dollar nicht nur gegenüber als riskanter geltenden Währungen Kursverluste erlitten, sondern auch gegenüber den Sicheren Häfen Japanischer Yen und Schweizer Franken. Hier kommt die US-Geldpolitik ins Spiel. Nicht nur hatte die Federal Reserve verglichen mit ihren Amtskollegen in Tokio und Bern einen deutlich umfassenderen Spielraum für kurzfristige Lockerungsschritte. Zudem hat die US-Notenbank mit der Überarbeitung ihrer geldpolitischen Strategie auch langfristig die Weichen für eine expansivere Ausrichtung gestellt.

… sowie die kurz- und langfristig wirkenden Entscheidungen der US-Zentralbank

Erfreulich wird wohl auch 2021 nicht: USD-Raum auf „unattraktiv“ gesetzt

Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie der Fed für den US-Dollar auch 2021 eine Bürde

Gerade diese strukturelle Neuausrichtung der Geldpolitik ist es, die den US-Dollar auch in diesem Jahr beschäftigen sollte. Erfahrungen, wonach die US-Zentralbank in der Regel eine der ersten – wenn nicht sogar die erste – ist, die vor dem Hintergrund einer im internationalen Vergleich rasch anziehenden Konjunktur sowie eines zunehmenden Preisdrucks eine restriktivere Gangart einschlägt, dürften der Vergangenheit angehören. Dies wurde spätestens mit den jüngsten Äußerungen des US-Notenbankvorsitzenden deutlich. Powell hatte den marktseitig aufkeimenden Spekulationen über eine perspektivisch bevorstehende Rückführung des geldpolitischen Expansionsgrades eine klare Absage erteilte. Das DZ BANK Research geht davon aus, dass die US-Zentralbank alles daran setzen wird, eine derartige Diskussion frühestens Anfang 2022 Fahrt aufnehmen zu lassen. Selbst die von uns zur Mitte dieses Jahres prognostizierten Inflationsraten im Bereich von 3% (J/J) dürften hieran nichts ändern. Der angesichts eines erhöhten Preisdrucks und konstant niedriger Leitzinsen sinkende Realzins sollte die Attraktivität des US-Währungsraums in den Augen der Investoren und damit den Greenback in 2021 spürbar belasten.

Engagements im USD-Währungsraum für Euro-Investoren als „unattraktiv“ eingestuft…

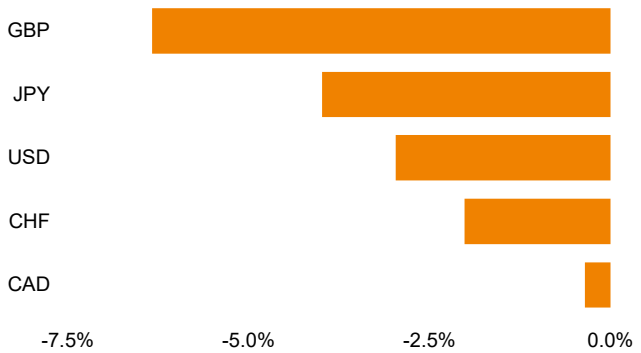
Wir rechnen damit, dass USD-Engagements für Anleger aus dem Euro-Raum auf Jahressicht einen Total Return klar im negativen Bereich erzielen werden. Zwar dürften Coupon und Kursveränderung der für die Berechnung unterstellten fünfjährigen Staatsanleihen einen leicht positiven Beitrag leisten. Die von uns prognostizierte Abwertung des US-Dollars von gut 3% werden diese jedoch bei weitem nicht kompensieren können. Wir stufen den US-Währungsraum für den Zeitraum von sechs bis zwölf Monaten daher neuerdings als „unattraktiv“ ein.

Engagements in Sicheren Häfen und Großbritannien lohnen weiterhin nicht

… selbiges gilt weiterhin für Yen und Franken, die beiden anderen Sicheren Häfen am Devisenmarkt

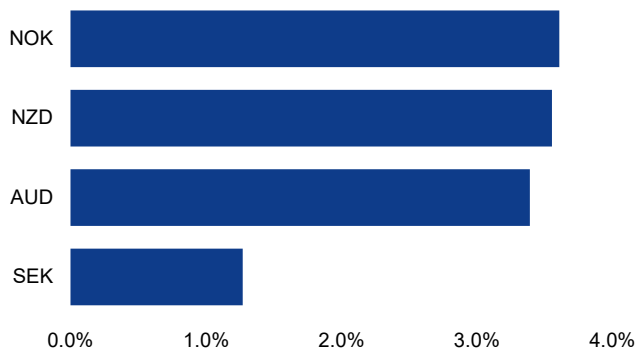
Wenig besser dürfte es in diesem Jahr den beiden anderen Sicheren Häfen am Devisenmarkt ergehen. Angesichts der für 2021 von uns erwarteten, anhaltend freundlichen Grundstimmung an den Finanzmärkten sollten die Landeswährungen aus Japan und der Schweiz weniger gefragt sein. Dies wird sich auch im Wechselkurs in Form einer Abwertung gegenüber dem Euro bemerkbar machen. Dabei gehen wir zwar davon aus, dass der Franken im direkten Vergleich mit dem Yen die Nase vorne hat. Aufgrund der niedrigeren Verzinsung und eines negativen Beitrags der Kursveränderung in der Alpenrepublik ist der aus einem Engagement zu erwartende, negative Ertrag allerdings vergleichbar – und unseres Erachtens auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten als „unattraktiv“ einzustufen.

FX-PROGNOSEN VS. EUR: VERLIERER DES G10-UNIVERSUMS
DZ-PROGNOSEN AUF SICHT VON 12 MONATEN (IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR: GEWINNER DES G10-UNIVERSUMS
DZ-PROGNOSEN AUF SICHT VON 12 MONATEN (IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Corona und Brexit lasten auf britischer Wirtschaft und machen ein Engagement „unattraktiv“

Mit noch deutlich größeren Verlusten müssten Euro-Investoren im Falle eines Engagements am britischen Rentenmarkt rechnen. Geschuldet ist diese Erwartung größtenteils der deutlichen Abwertung, die wir für das Pfund veranschlagen. Schließlich wurde das Land nicht nur hart von der Corona-Pandemie getroffen. Die Brexit-geplagte Wirtschaft dürfte zudem weiterhin nur schwer in die Gänge kommen, während andere Nationen eine dynamische Erholung durchleben sollten. Die Briten haben damit gute Chancen, 2021 das schwächste Wachstum der G10-Währungsräume aufzuweisen. Die Landeswährung dürfte als Folge auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten gut 6% gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung einbüßen – eine Prognose, die ein Industrieland heutzutage wohl kaum durch einzukalkulierende Zinszahlungen oder Kurssteigerungen auf Jahressicht zu kompensieren vermag. Im britischen Fall verschärfen die beiden Komponenten das Minus sogar noch zusätzlich.

Zinsen und Aufwertung: Norwegen, Australien und Neuseeland „attraktiv“

„Attraktiv“ sind unseres Erachtens hingegen die Rentenmärkte Norwegens, Australiens und Neuseelands

Dieses Problem haben Australien, Neuseeland und Norwegen zwar nicht. Auch hier sind die Renditen jedoch deutlich gefallen und bewegen sich auf niedrigen (aber positiven) Niveaus, so dass ebenfalls die Wechselkursentwicklung über Wohl und Wehe der Attraktivität aus Sicht der Euro-Investoren entscheidet. Dabei stellen die Krone und die beiden kleinen Dollars mit Aufwertungen zwischen etwa 2,5% und gut 3% die Top 3 des G10-Währungsuniversums auf Jahressicht dar. Entsprechend fällt unser Anlageurteil „attraktiv“ aus.

Risikoappetit, konjunktureller Aufschwung Chinas und steigende Rohstoffpreise stützen Währungen

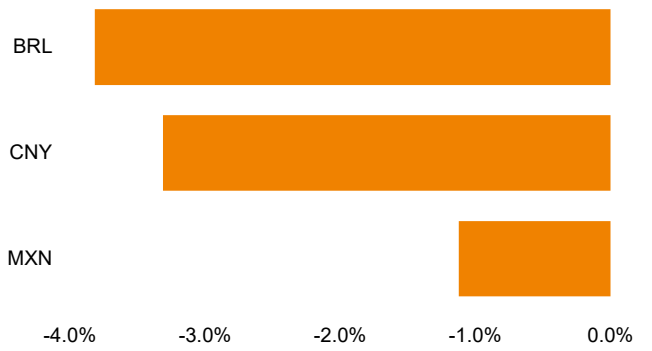
Hintergrund unserer insgesamt zuversichtlichen Einschätzung gegenüber Down Under ist nicht nur der in den nächsten Monaten weltweit erhöhte Risikoappetit der Anleger, der sich auf die beiden Währungen traditionell positiv auswirkt. Vielmehr ist es sowohl Australien als auch Neuseeland gelungen, vergleichsweise erfolgreich gegen eine (unkontrollierte) Verbreitung des Corona-Virus vorzugehen. Hinzu kommt, dass die robuste konjunkturelle Entwicklung Chinas über eine enge wirtschaftliche Verflechtung und eine höhere Rohstoffnachfrage auf die engen Handelspartner ausstrahlt. Die weltweite Aufhellung des Wirtschaftswachstums sollte zudem die Nachfrage nach Rohöl stärken, wovon auch die Norwegische Krone auf Jahressicht tendenziell profitieren dürfte. Hinzu kommt, dass die Norges Bank das Schneckenrennen zwischen den Industrieländern um eine erste Zinserhöhung schon früh im kommenden Jahr für sich entscheiden dürfte.

Lockere US-Geldpolitik verhilft TRY und ZAR zu deutlich mehr „Attraktivität“

Schwellenländerwährungen TRY und ZAR: Riskant, mit Aussicht auf üppige Rendite – im Ergebnis „attraktiv“

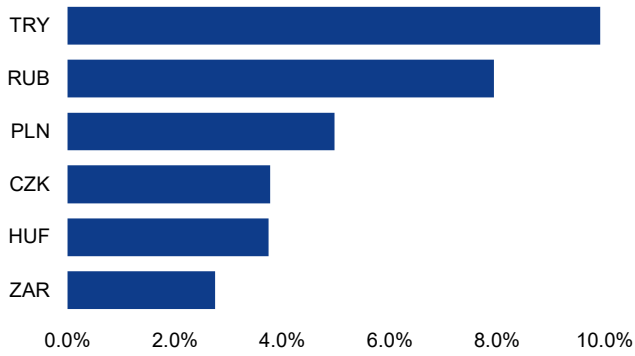
Eine robuste Konjunkturentwicklung in China und höhere Rohstoffpreise dürften zwar auch dem Südafrikanischen Rand tendenziell zugutekommen. Von größerer Bedeutung als die „harten Daten“ sind für ihn jedoch das globale Stimmungsbild und die weltweite Liquiditätsausstattung. Dies haben die vergangenen Monate eindrucksvoll vor Augen geführt, ist es dem Rand doch gelungen, den Großteil der im Frühjahr 2020 verzeichneten Kursverluste gegenüber dem US-Dollar wettzumachen. Solange das freundliche Sentiment gegenüber den Schwellenländerwährungen anhält, und davon gehen wir auf Jahressicht aus, sollte die südafrikanische Landeswährung nicht nur gegenüber dem Greenback, sondern auch verglichen mit der europäischen Gemeinschaftswährung zulegen können. Heimische Belastungsfaktoren, darunter die weiterhin unzureichende Energieversorgung oder die deutlich steigende Staatsverschuldung, dürften hingegen am Kap der Guten Hoffnung eine untergeordnete Rolle spielen. Vor dem Hintergrund des unseres Erachtens bestehenden ZAR-Aufwärtspotenzials in Kombination mit dem im internationalen Vergleich hohen Renditeniveau stufen wir den südafrikanischen Währungsraum – selbst nach einer angemessenen Risikoadjustierung – auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten als „attraktiv“ ein.

FX-PROGNOSEN VS. EUR: VERLIERER DES EM-UNIVERSUMS
DZ-PROGNOSEN AUF SICHT VON 12 MONATEN (IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR: GEWINNER DES EM-UNIVERSUMS
DZ-PROGNOSEN AUF SICHT VON 12 MONATEN (IN %)

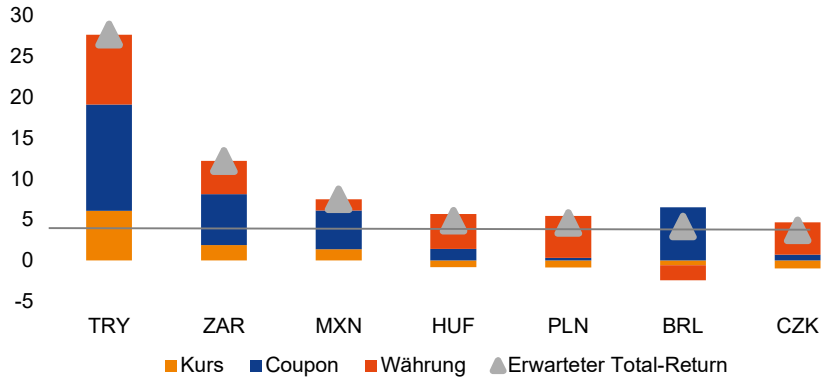


Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Auch Engagements am türkischen Rentenmarkt halten wir mittlerweile wieder für erfolgversprechend. Dies liegt zwar sicherlich auch an der bis auf weiteres expansiv ausgerichteten US-Geldpolitik. Noch wichtiger ist für die Landeswährung jedoch das Verhalten ihrer eigenen Zentralbank. Diese hat sich mit dem Wechsel an der Spitze hin zu Naci Agbal Anfang November eine stabilitätsorientierte Geldpolitik auf die Fahnen geschrieben. Mit den beiden seither durchgeführten Leitzinsanhebungen in Höhe von insgesamt 675 BP auf derzeit 17% (offenbar mit Rückendeckung des Staatspräsidenten) hat sie ihren Ankündigungen Glaubwürdigkeit verliehen und verlorengegangenes Vertrauen aufseiten der Investoren zurückgewinnen können. Agbal & Co. lassen darüber hinaus keinen Zweifel daran, dass zusätzliche restriktive Schritte ergriffen werden, sollte ein zunehmender Preisdruck dies notwendig erscheinen lassen. Zwar bleiben berechtigte Zweifel an der Berechenbarkeit und der Zuverlässigkeit des Kurswechsels, insbesondere mit Blick auf den starken Mann im Präsidentenpalast. Gerade für risikoaffine Investoren bietet der Währungsraum am Bosporus in Zeiten weltweit niedriger Zinsen jedoch zugleich die Chance auf eine üppige Rendite.

Geldpolitik entscheidet über Schicksal der türkischen Landeswährung – es gibt Grund zur Zuversicht

EMERGING MARKETS VERSPRECHEN MEIST EINEN HOHEN TOTAL RETURN, ...
TOTAL RETURN UND KOMPONENTEN (5-J-STAATSANL.) AUF SICHT VON 12 MONATEN, IN %



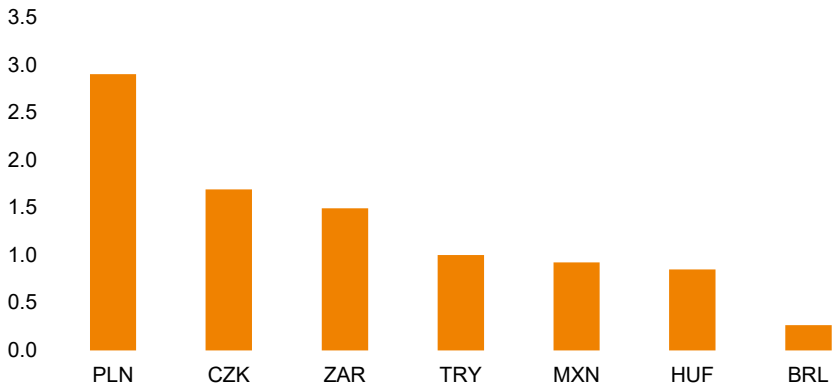
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Mexikanischer Rentenmarkt mit rückläufigem Zinsvorsprung nur noch neutral

Über ein recht ordentliches Zinsniveau verfügt Mexiko zwar auch. Allerdings dürfte der Peso nicht in der Lage sein, auf Jahressicht zusätzliches signifikantes Aufwärtspotenzial gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung zu entwickeln. Ausschlaggebend hierfür ist der unseres Erachtens mit weiteren Zinssenkungen schmaler werdende (Real-) Zinsvorsprung. Zudem könnten die mexikanischen Parlamentswahlen im Sommer zumindest zeitweise für Unsicherheit sorgen. Alles in allem erachten wir Engagements am dortigen Rentenmarkt daher nicht mehr für „attraktiv", sondern vergeben auf Jahressicht ein „neutrales" Anlageurteil.

Peso kann sich dem Sog des Dollars nicht entziehen – Anlageurteil auf „neutral" herabgestuft

... RISIKOADJUSTIERT RELATIVIERT SICH DAS BILD
RISIKOADJUSTIERTER TOTAL RETURN (5-J-STAATSANL.) AUF SICHT VON 12 MONATEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)7447 2259

Rentenmarkt	Kommentar	Einschätzung *
Großbritannien	Ein Brexit-Deal ist erreicht , wirtschaftliche Schäden werden doch nicht ausbleiben . Erneuter Lockdown verschlimmert die Lage. Wir stufen das Pfund auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten als "unattraktiv " ein. (Sonja Marten , ANALYSTIN , 21.01.2021)	Unattraktiv
Japan	Covid -19zeigt Risikosensitivität des Yen , der als sicherer Hafen in 2021weniger gefragt sein dürfte; globale USD-Schwäche strahlt auf Yen aus; neuer Premier Suga setzt bekannte Politik fort . Wir stufen JPY auf Sicht von zwölf Monaten als "unattraktiv" ein. (Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, 21.01.2021)	Unattraktiv
Schweiz	Schweizer Franken gegenüber Euro seit Mitte November 2020 mit Seitwärtsbewegung ; SNB in Warteposition . Auf Sicht von zwölf Monaten stufen wir CHF als „unattraktiv " ein. (Sören Hettler , ANALYST , 21012021)	Unattraktiv
Vereinigte Staaten	Aussicht auf deutlich zunehmenden Preisdruck treiben Spekulation über künftigen Pfad der US -Geldpolitik ; Fed-Vertreter dürften Erwartung restriktiver Schritte mehrheitlich klar entgegentreten . Wir stufen USD auf Sicht von zwölf Monaten als "unattraktiv" ein. (Sonja Marten, ANALYSTIN, 21.01.2021)	Unattraktiv
Kanada	Konjunkturell und geldpolitisch folgt Kanada derzeit den USA. Eine Normalisierung der Wirtschaft hilft aber dem rohstoffreichen Land . CAD wird auf Sicht von zwölf Monaten „neutral" eingestuft . (Stefan Grothaus , ANALYST , 21.01.2021)	Neutral
Schweden	Die Riksbank bringt erneut die Möglichkeit von negativen Zinsen ins Gespräch . Infektionsgeschehen in Schweden verschlechtert sich und zwingt die Regierung zu neuen Maßnahmen . Wir stufen die Krone auf Sicht von zwölf Monaten als "neutral" ein. (Sonja Marten, ANALYSTIN, 21.01.2021)	Neutral
Ungarn	Risikofreundlicheres Marktumfeld spielt dem Forint in die Hände ; MNB weiterhin ultra -expansiv ausgerichtet ; graduelle Aufhellung der konjunkturellen Perspektiven sowie nachlassender Preisdruck erwartet; wir stufen den Forint auf Sicht von zwölf Monaten als "neutral" ein. (Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, 14.01.2021)	Neutral
Brasilien	Der Real zeichnet sich durch heftige Bewegungen aus. Innenpolitik und besonders die Sorgen um die Lage der öffentlichen Haushalte bringen immer wieder Gegenwind , sodass die Währung "neutral" ist . (Stefan Grothaus , ANALYST, 21.01.2021)	Neutral
Mexiko	Das Renditeniveau bei mexikanischen Anlagen bleibt zwar vergleichsweise hoch, auch wenn die Zinssenkungen noch etwas fortgesetzt werden sollten . Dennoch stufen wir den Peso auf Sicht von zwölf Monaten als "neutral" ein. (Stefan Grothaus, ANALYST, 21.01.2021)	Neutral
Norwegen	In Norwegen dürfte eine erste vorsichtige Zinserhöhung bereits im Frühjahr 2022 erfolgen und damit deutlich früher als im Euroraum , sodass wir die Krone auch auf Sicht von zwölf Monaten mit "attraktiv " bewerten. (Stefan Grothaus , ANALYST, 21.01.2021)	Attraktiv
Australien	Für risikoaffine Investoren bietet der große weltweite Risikoappetit interessante Chancen . Stimmung für High -Beta -Währungen im Spannungsfeld zwischen Impf-Euphorie und Gewinnmitnahmen . Wir stufen AUD auf Sicht von zwölf Monaten als "attraktiv" ein. (Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, 21.01.2021)	Attraktiv
Neuseeland	Hohe globale Risikofreude und erfolgreicher Kampf gegen Covid -19dürften NZD -Nachfrage langfristig weiter fördern . RBNZ auf dem Weg zu Negativzinsen . Gewinnmitnahmen bremsen NZD -Rally nur temporär . Wir stufen NZD auf Sicht von zwölf Monaten als "attraktiv " ein. (Dorothea Huttanus , ANALYSTIN , 21012021)	Attraktiv
Polen	NBP stemmt sich mittels Interventionen gegen einen ihrer Ansicht nach zu starken Zloty; freundliches Marktumfeld und nachhaltige Aufhellung der konj . Aussichten dürften Zloty perspektivisch stützen ; wir stufen den Zloty auf Sicht von zwölf Monaten als "attraktiv" ein. (Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, 21.01.2021).	Attraktiv
Türkei	Zentralbank Ende 2020 mit weiterer Leitzinsanhebung, Lira profitiert; Zweifel an der Nachhaltigkeit des Kurswechsels lassen nach . Wir stufen die Lira auf Sicht von zwölf Monaten als "attraktiv " ein. (Sören Hettler , ANALYST , 21012021)	Attraktiv
Südafrika	Südafrikanischer Rand nach erheblichen Kursgewinnen in H2 2020 mit moderater Gegenbewegung zum Start dieses Jahres . Anhaltend günstiges globales Sentiment und expansive US -Geldpolitik stützen ZAR weiterhin . Wir stufen den Rand auf Sicht von zwölf Monaten als "attraktiv " ein. (Sören Hettler , ANALYST , 21012021)	Attraktiv

* Die Einschätzung orientiert sich am erwarteten Gesamtertrag , mit dem auf Basis eines Engagements im entsprechenden Währungsraum zu rechnen ist . Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der von uns prognostizierten Wechselkursveränderung . Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein . Erwarten wir auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag von Engagements im betreffenden Währungsraum , lautet unsere Einschätzung "Attraktiv ", bei der Erwartung sehr niedriger Erträge oder von Verlusten "Unattraktiv ". Gehen wir von geringen oder durchschnittlichen Erträgen aus , lautet unsere Einschätzung "Neutral ". Diese Einschätzung ergänzen wir gegebenenfalls unter Timing-Aspekten um eine Empfehlung auf kürzerfristige Sicht .

Quelle: DZ BANK Research

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Neue EUR-USD-Prognose = Euro mit Potenzial in Richtung von 1,28 USD

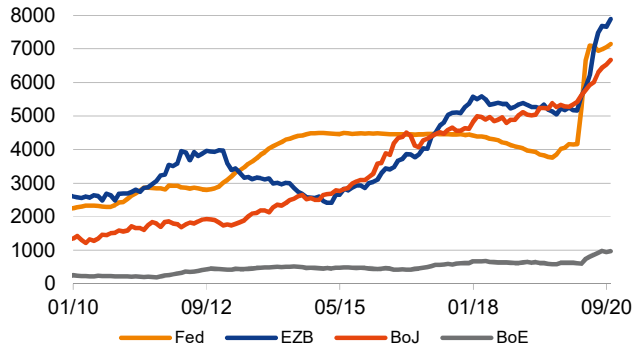
EUR-USD fällt erneut auf Kurse um 1,20 USD zurück

EUR-USD ist nach einem aggressiven Start in das neue Jahr wieder auf Kurse um 1,20 USD zurückgefallen. Geschuldet ist dies vor allem zwei Faktoren. Zum einen konnte der Dollar von der Hoffnung auf eine expansivere US-Fiskalpolitik profitieren, zum anderen leidet der Euro unter der aktuell schwierigen politischen Lage in Italien. Dass die jüngste EUR-USD-Bewegung von beiden Seiten der Gleichung vorangetrieben wurde, ist auch daran zu erkennen, dass der Euro auf breiter Front an Wert verloren und der Dollar auf breiter Front an Wert gewonnen hat.

In den kommenden Monaten dürfte sich das Währungspaar in der Region um 1,20-1,23 USD aufhalten

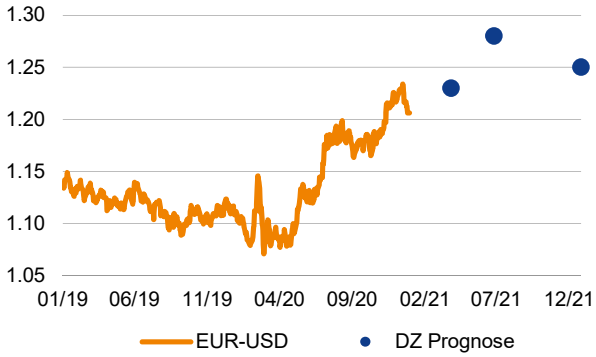
Vor allem die Hoffnung auf eine dynamische wirtschaftliche Erholung in den USA und die damit verbundene Spekulation über eine Abkehr der Fed von ihrer ultra-expansiven Politik (siehe USD-Text weiter unten), dürften den Dollar auch in den kommenden Wochen unterstützen. Eine weitere dynamische Abwertung von EUR-USD erwarten wir jedoch anders als in unserer bisherigen Prognose nicht, schließlich hat der Markt nun bereits ein sehr optimistisches Bild für die USA eingepreist. Stattdessen ist damit zu rechnen, dass EUR-USD sich zunächst in der Region von 1,20-1,23 USD aufhält. Eine schnelle Rückkehr in Richtung der Marke von 1,25 USD ist nicht zu erwarten.

BILANZAUSWEITUNG DER EZB BLEIBT AGGRESSIV
BILANZSUMMEN IN USD MRD.



Quelle: DZ BANK Research

REVIDIERTE EUR-USD PROGNOSE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Zur Mitte des Jahres hin gestehen wir EUR-USD Gewinne bis 1,28 USD zu

Erst mit Blick auf das Frühjahr sehen wir dann das Potenzial für eine erneute Aufwertung, und zwar dann, wenn klar wird, dass die Fed auf den von uns unterstellten Anstieg der US-Inflationsrate nicht mit einer geldpolitischen Trendwende reagiert. Dies stellt einen markanten Strukturbruch dar und wird in weiter sinkenden US-Realzinsen resultieren. Der Dollar wird dies unweigerlich mit erneuten Verlusten quittieren und wir sehen für EUR-USD in diesem Umfeld Luft bis 1,28 USD.

Im Herbst wird die EZB im Rampenlicht stehen, jedoch alles daran setzen, eine verfrühte geldpolitische Wende zu signalisieren

Im Sommer und Herbst dürfte auch die Geldpolitik der EZB für hitzige Diskussionen sorgen. Zunächst wird zur Mitte des Jahres hin die Überarbeitung der EZB-Strategie erwartet, die den Frankfurtern, analog zur neuen Fed-Strategie, die Möglichkeit geben wird, auch Phasen höherer Inflation „auszusitzen“. Doch während dies für die Fed eine signifikante neue Weichenstellung darstellt, sollte sich mit der neuen EZB-Strategie wenig am geldpolitischen Ausblick ändern. Viel wichtiger verspricht die im Herbst nicht mehr zu vermeidende Debatte über die Zukunft von PEPP zu werden. Das Programm, das eng an die Entwicklung der Corona-Krise gekoppelt ist, läuft

EUR-USD sollte auf Sicht von zwölf Monaten wieder auf 1,25 USD fallen

planmäßig im März 2022 aus. Die EZB wird jedoch unbedingt vermeiden wollen, mit dem Auslaufen des Programms eine, aus ihrer Sicht verfrühte, geldpolitische Trendwende einzuläuten. Wir gehen daher davon aus, dass die EZB alle Möglichkeiten nutzen wird, um dem Markt zu signalisieren, dass sie bei ihrer ultra-expansiven Haltung bleibt. Gelingt ihr dies, sollte der Euro gegen Ende des Jahres erneut das Nachsehen gegenüber dem Dollar haben. Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir daher von EUR-USD-Kursen um 1,25 USD aus.

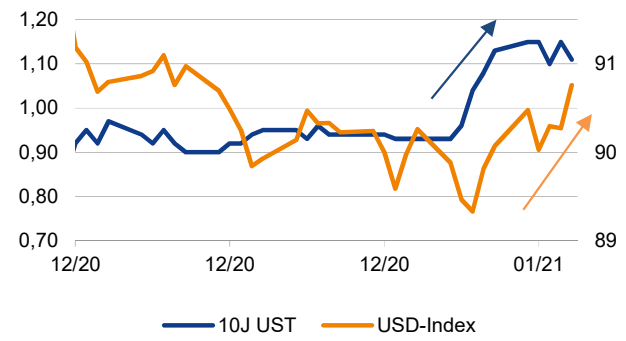
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

USA: Inflationserwartungen liefern dem USD nur kurze Chance auf Comeback

Das Modethema des Jahres ist bereits gefunden: USD profitiert vom „Reflation Trade“

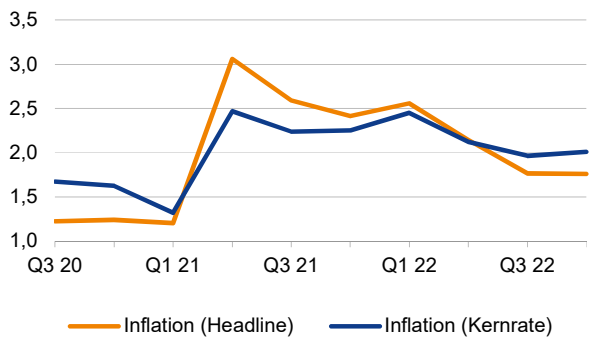
Auch im neuen Jahr beherrscht das Auf und Ab des US-Dollars das Geschehen am Devisenmarkt. Nur wenige Währungen haben derzeit mehr zu bieten, als „die andere Seite“ der USD-Wechselkursmedaille zu sein. Bislang sieht es ganz danach aus, dass die US-Währung ihre guten Vorsätze fürs neue Jahr umsetzen und auf breiter Front aufwerten kann. Dabei handelt es sich sicherlich zum Teil um eine längst überfällige Korrektur der USD-Schwäche der letzten beiden Monate. Der ausschlaggebende Faktor dürfte aber das sein, was seit dem Sieg der US-Demokraten bei der Stichwahl in Georgia als „Reflation Trade“ die Schlagzeilen beherrscht. Die Kernidee ist, dass der neue US-Präsident Biden dank Mehrheit in beiden Kongresskammern mit seiner ultraexpansiven Fiskalpolitik nicht nur die US-Konjunktur erfolgreich aus dem Corona-Tal befreien kann, sondern als Nebenwirkung dieser Politik auch die US-Inflation spürbar steigen wird. Dies kombiniert der Markt mit der entscheidenden (und unseres Erachtens durchaus diskussionswürdigen) Annahme, dass die Mischung aus Wirtschaftsboom und Preissteigerung die Fed deutlich früher als bislang unterstellt zu einer Abkehr von ihrer aktuellen Geldpolitik bewegen wird. Die erst im vergangenen Sommer entwickelte neue Fed-Strategie, wonach die US-Währungshüter zunächst über längere Zeit eine höhere Inflation akzeptieren wollen, bevor es zu einer geldpolitischen Wende kommt, scheint derzeit völlig ignoriert zu werden.

US-RENDITEN TESTEN AUFWÄRTSSPIELRAUM AUS
US-STAATSANLEIHEN 10J (L.S.) IN % UND USD-INDEX (R.S.)



Quelle: Refinitiv

US-INFLATION MELDET SICH ZURÜCK – ABER NUR TEMPORÄR
CPI (J/J) HISTORIE UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

US-Renditeanstieg hilft USD beim Comeback – doch das ist keine dauerhafte Stütze

Daher nehmen wir es dem Greenback auch nicht übel, dass er nach dem Rettungsring greift, den ihm der US-Renditeanstieg der letzten Wochen zugeworfen hat. Zehnjährige UST-Renditen von über 1,15% bedeuten einen Anstieg von über 25 Ba-

sispunkten binnen zwei Wochen, eine Verdoppelung seit Anfang September und bilden den perfekten Nährboden, um die in den Monaten zuvor so fragile USD-Stimmung zu hinterfragen. Allzu lange sollte sich die US-Währung aber nicht auf die Schützenhilfe von US-Renditen, Inflationserwartung und vermeintlich nahender Fed-Wende verlassen. So gehen unsere Kollegen vom Zins-Research doch davon aus, dass sich der Anstieg der zehnjährigen US-Renditen nicht nennenswert fortsetzen wird; ihre 12M-Prognose (UST 10J) liegt mit 1,25% nicht wesentlich vom aktuellen Niveau entfernt.

Boden der Tatsachen: Fallende Realzinsen sind Gift für den USD

Sobald die US-Notenbank die Finanzmärkte auf den Boden der geldpolitischen Tatsachen zurückgeholt und verfrühten Exit-Spekulationen eine unmissverständliche Absage erteilt haben wird, dürfte der US-Dollar steigende Inflationserwartungen wieder anders wahrnehmen. Ein höheres Preisniveau, das nicht von einer restriktiveren Geldpolitik begleitet wird, bedeutet (ceteris paribus) nichts anderes als niedrigere Realzinsen und auf diese Aussicht sollte der Dollar ab dem Frühjahr wieder mit schwächeren Notierungen reagieren.

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

Japan: Corona und Japans spezielle demographische Herausforderungen

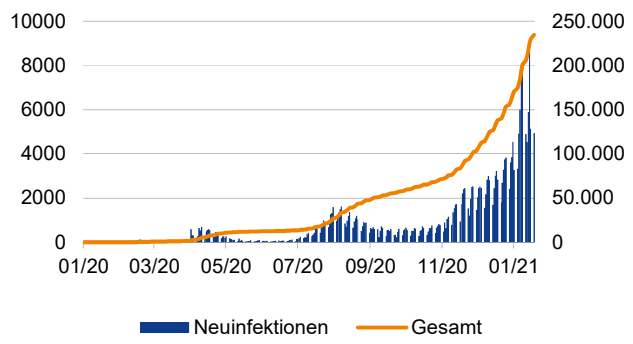
„San mitsu“: Japans Weg zur Corona-Bekämpfung

Lange galt Japan als Aushängeschild im Umgang mit Covid-19. „Hände waschen“ und „Maske tragen“ gehörten schon lange vor der Pandemie zum Alltag, so dass sich die Kampagne der Regierung darauf konzentrieren konnte, das Infektionsrisiko durch Enge („mitsu“) zu vermeiden. Der Ausdruck „san-mitsu“ wurde zum Schlagwort der Corona-Bekämpfung (Vermeiden von Massenansammlungen, Nahkontakten und schlecht belüfteten, engen Räumen). Ähnlich wie in China, Südkorea und Thailand, die das Infektionsgeschehen auch monatelang unter Kontrolle hatten, ist es jüngst dennoch auch in Japan zu einem erneuten Ausbruch gekommen.

Altersstruktur erhöht Corona-Risiko

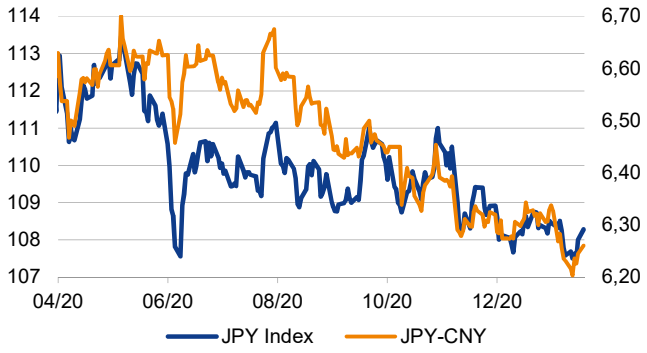
Die berüchtigte 7-Tage-Inzidenz liegt in Japan zwar nur bei 33 (Stand 19. Januar), doch die Angst vor dem Kollaps des Gesundheitssystems hat die Regierung veranlasst, den Ausnahmezustand für den Großraum Tokio und weitere Präfekturen zu verhängen. Japan verfügt statistisch gesehen weltweit (fast) über die meisten Krankenhausbetten pro Kopf, lediglich Monaco und Nordkorea haben mehr. Allerdings ist die hohe Bettenzahl irreführend, da in Japan viele bettlägerige Senioren in Krankenhäusern betreut werden, die andernorts in Altersheimen wohnen würden. Die Kapazitäten der speziell für Covid-19 geeigneten Krankenhausbetten sind bereits jetzt völlig ausgereizt. Die besondere demographische Situation des Landes (rapide alternde Gesellschaft mit erhöhtem Risiko) verschärft die Brisanz der Corona-Situation und würde eigentlich ein schnelles und entschlossenes Handeln erfordern. Einen überzeugenden Lösungsansatz hat Japans Regierung bislang aber nicht liefern können, wodurch sich der neue Premier Suga heftiger Kritik aussetzt sieht.

TROTZ STEILEM ANSTIEG IST INFEKTIONSGESCHEHEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH NOCH IMMER GERING
COVID-19 IN JAPAN: TÄGLICHE NEUINFEKTIONEN (L.S.) UND KUMULIERT (R.S.)



Quelle: Refinitiv

STÄRKE DES CHINESISCHEN YUAN LÄSST DEN YEN HANDELSGEWICHTET TROTZ USD-SCHWÄCHE ABWERTEN
YEN-INDEX GEGENÜBER WICHTIGSTEN HANDELSPARTNERN (L.S.) UND JPY-CNY (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Allerdings ist es nicht diese Corona-Situation, die den Abwärtstrend in USD-JPY bei rund 102,60 JPY vorerst gestoppt hat, sondern eine Erholung des US-Dollars. Auf den vorigen Seiten hatten wir bereits erörtert, warum wir diese Erholung für nur temporär halten. Die globale USD-Schwäche wird daher über den gesamten Prognosehorizont auch ein ständiger Begleiter unserer Yen-Prognose bleiben und dafür sorgen, dass dem Safe-Haven-Yen (zumindest in USD-JPY) diejenige Abwertung verwehrt bleibt, die ihm aufgrund des freundlichen globalen Risikobilds eigentlich zustehen würde. Für die Bank von Japan sind dies keine erfreulichen Nachrichten: weder Preis- noch Wachstumsausblick verkraften zusätzliche Belastungen durch einen festeren Yen. Diese Sorgen lassen sich durch den Blick auf den handelsgewichteten Yen lindern. Vor allem die beeindruckende Stärke des Chinesischen Yuan, des wichtigsten Handelspartners, trägt dazu bei, dass es um Japans internationale Wettbewerbsfähigkeit weitaus besser steht als die USD-JPY-Perspektive suggeriert.

Globale USD-Schwäche konkurriert mit Abwertung des Safe-Haven-JPY

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

Großbritannien: Auf Rezessionskurs

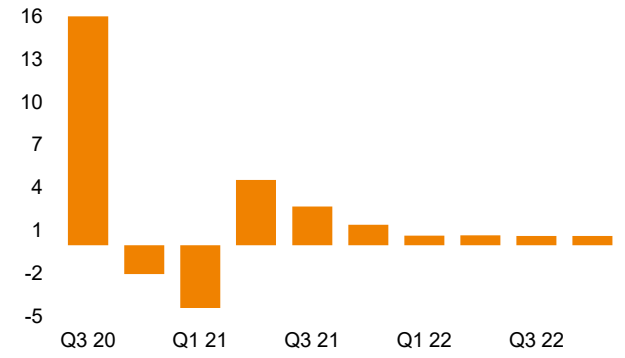
Am 24. Dezember 2020 ist es endlich gelungen, einen gemeinsamen Nenner zu finden. Das Freihandelsabkommen zwischen Großbritannien und der EU steht. Doch aus dem von Boris Johnson vollmundig versprochenen großen Deal ist eher ein „Dealchen“ geworden. Der gefürchtete No-Deal-Brexit konnte zwar abgewendet werden, das heißt im Handel zwischen Großbritannien und der EU werden erst einmal keine Zölle wiedereingeführt. Durchgesetzt haben sich die Briten zudem darin, dass der Europäische Gerichtshof (EuGH) keine Rolle in der Überwachung des Vertrags oder in Streitschlichtungsverfahren spielen wird. Außerdem vom Tisch ist, dass Großbritannien EU-Gesetze zum Umweltschutz, zu Arbeitnehmerrechten oder staatlichen Beihilfen in Zukunft in nationales Recht umwandeln muss. Diesen Souveränitätsgewinn muss Großbritannien aber teuer bezahlen: Weicht das Land künftig zu stark von den hohen EU-Standards ab, kann Brüssel Wettbewerbsnachteile über Strafzölle ausgleichen. Deutliche Abstriche musste London zudem bei den Fischereirechten machen. So sehr sich die britische Presse auch bemüht hat, als den großen Sieg über die EU kann man dieses Abkommen wahrlich nicht verkaufen.

Das Freihandelsabkommen steht, bleibt aber hinter den Erwartungen zurück

Mit der Entscheidung, das Abkommen bereits zum 1. Januar 2021 umzusetzen, wurde zwar eine längere Zitterpartie vermieden. Die ausgebliebene Verlängerung der Übergangsphase bedeutet aber auch, dass die wirtschaftlichen Konsequenzen des Brexit Großbritannien nun direkt zum Anfang des Jahres treffen. In Kombination mit dem Corona-bedingten Lockdown ist eine erneute Rezession nicht mehr zu vermeiden. Die Wirtschaft wird im ersten Quartal um fast 5% (J/J) schrumpfen und die nachfolgende Erholung sehr schleppend verlaufen. Unter diesen Umständen wird der Bank of England nichts anderes übrig bleiben, als eine weitere Ausweitung ihrer expansiven Maßnahmen in Betracht zu ziehen. Sowohl eine Aufstockung des Anleihekaufprogramms als auch eine Absenkung des Leitzinses sind dabei möglich.

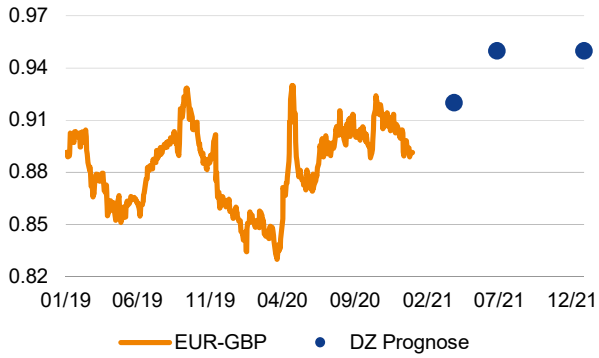
Brexit und Corona belasten die britische Wirtschaft gleich zu Jahresbeginn massiv

BRITISCHE WIRTSCHAFT LEIDET UNTER BREXIT UND CORONA
BIP-WACHSTUM (J/J IN PROZENT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

PFUND: VERLUSTE VORAUS
EUR-GBP, INKL. DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Das britische Pfund hat sich angesichts der dramatischen aktuelle Lage erstaunlich robust gehalten. Zwar hat die Währung in den vergangenen Wochen leicht an Boden verloren, sie bleibt u.E. nach jedoch deutlich überbewertet. Wir gehen davon aus, dass das Pfund in den kommenden Monaten nachgeben wird. Das Währungspaar Euro-Pfund dürfte daraufhin in den Bereich um 0,95 GBP klettern und sich bis Ende des Jahres auf diesen Niveaus stabilisieren. Echte Gewinne für das Pfund sind nicht vor 2022 zu erwarten, wenn die britische Wirtschaft langsam wieder Anschluss finden sollte und ihren etwas moderateren Post-Corona-Boom nachholen kann.

Pfund derzeit deutlich überbewertet

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

Schweiz: Währungsmanipulation oder gerechtfertigter Markteingriff?

Die Schweizerische Nationalbank kann sich nicht entspannt zurücklehnen. Diese Erkenntnis drängt sich angesichts der gleich zu Jahresbeginn aufkeimenden Regierungskrise in Italien und der teils chaotischen Bilder aus Washington ebenso auf wie vor dem Hintergrund der im vierten Quartal letzten Jahres zu beobachtenden Querelen um das Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl und die Brexit-Unsicherheit. Für das dritte Quartal lassen sich derartige Unruheherde sogar in Zahlen ausdrücken. Rund 10 Mrd. CHF nahm die eidgenössische Zentralbank zwischen Juli und September in die Hand, um dem Aufwertungsdruck zugunsten des Schweizer Franken in seiner Rolle als Sicherer Hafen entgegenzuwirken. Damit beläuft sich der Umfang der Devisenmarktinterventionen allein für die ersten drei Quartale 2020 auf über 100

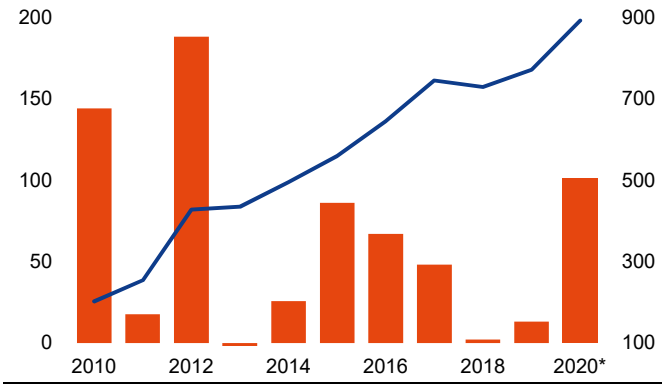
Devisenmarktinterventionen der SNB klettern bis Ende September auf über 100 Mrd. CHF

Mrd. CHF. Ein höheres Volumen der Markteingriffe wurde zuletzt im Gesamtjahr 2012 verzeichnet.

US-Finanzministerium stuft Schweiz als Währungsmanipulator ein

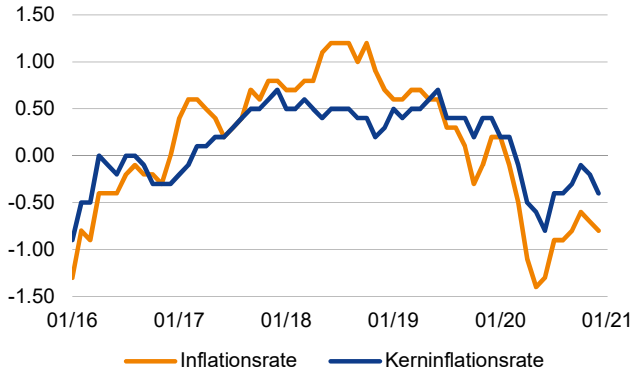
Während bislang weder die anhaltende Zunahme noch das sehr hohe Niveau der Währungsreserven von mittlerweile annähernd 900 Mrd. CHF negative Folgen für die Glaubwürdigkeit der Schweizer Zentralbank oder das Vertrauen vonseiten der Marktteilnehmer hatte, zog das US-Finanzministerium im Dezember Konsequenzen. Auf Basis der von US-Seite aufgestellten Kriterien, die neben Devisenmarktinterventionen zulasten der eigenen Währung auch Handels- sowie Leistungsbilanzüberschüsse berücksichtigen, wurde die Alpenrepublik als Währungsmanipulator eingestuft.

INTERVENTIONSTÄTIGKEIT LÄSST FX-RESERVEN STEIGEN
LS: JÄHRL. FX-INTERVENT.; RS: FX-RESERVEN; JEW. IN MRD. CHF



Quelle: Bloomberg; *) Interventionen in 2020 bis einschließlich September

VIEL ZU GERINGER PREISDRUCK ZENTRALES PROBLEM
INFLATIONS- UND KERNINFLATIONSRATE IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg

Keine unmittelbaren Folgen zu erwarten – weder für den Handel noch für die Schweizer Geldpolitik

Unmittelbare Folgen dürften mit dieser Entscheidung nicht verbunden sein. Weder ist mit Sanktionen vonseiten der USA zu rechnen, noch wird es sich die SNB leisten können, aufgrund eines Beschlusses in Washington von ihrem geldpolitischen Kurs abzuweichen. Dies liegt zum einen am fehlenden Spielraum mit Blick auf den Leitzins und den Ankauf heimischer Staatsanleihen. Zum anderen bewegt sich die Inflationsrate weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Ende Dezember verzeichnete der Verbraucherpreisindex einen Rückgang um 0,8% (J/J). Eine nennenswerte Franken-Aufwertung ist unter diesen Vorzeichen sicherlich alles andere als erstrebenswert.

Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

Australien & Neuseeland: Wann reißt der währungspolitische Geduldsfaden?

Aufwertung zur Freude der Anleger, zum Unmut der Notenbanken

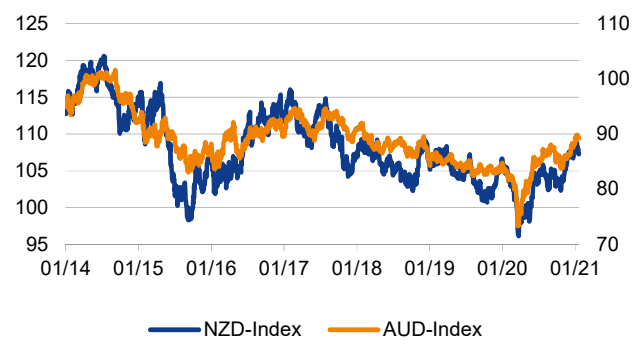
Auch die erfolgsverwöhnten Pazifik-Dollars scheinen nicht immun gegen die Idee des „Reflation Trades“ in den USA und die damit einhergehende globale Neubewertung der USD-Perspektiven. Mit Kursen um 0,71 USD (NZD-USD) bzw. 0,77 USD (AUD-USD) liegen beide Währungen aber auch nach dem jüngsten Comeback des US-Dollars noch immer auf extrem hohem Niveau. So erfreulich dies für Investoren ist, die unserem Anlageurteil „attraktiv“ gefolgt sind, so besorgniserregend ist die Aufwertung für die Währungshüter vor Ort. Australiens RBA hat sich bereits wiederholt kritisch darüber geäußert, dass eine zu starke Aufwertung den Inflations- und Wachstumsausblick negativ beeinflussen würde. Die geldpolitische Lockerung vom

November wurde sogar ausdrücklich mit der Wechselkursentwicklung begründet, nur ist dies in den Irrungen und Wirrungen um die US-Wahl und die neue Corona-Welle weitgehend untergegangen. Das letzte Wort dürfte in dieser Sache aber noch lange nicht gefallen sein. Spätestens bei der RBA-Sitzung am 2. Februar dürften die nächsten Verbalinterventionen kommen. Wirklich mehr als verbale Gegenwehr steht der RBA allerdings nicht zur Verfügung, die Zinssenkungsoptionen sind praktisch ausgereizt.

RBNZ hat noch Spielraum: Negativzinsen und notfalls sogar FX-Interventionen

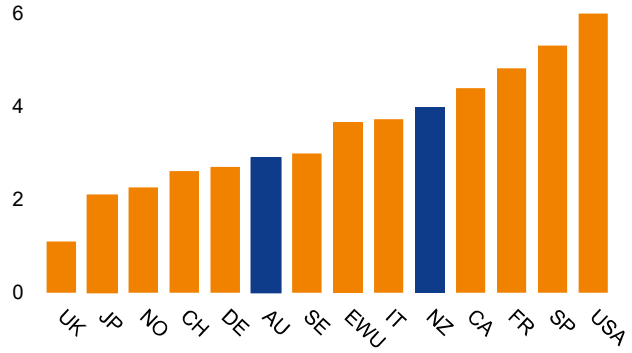
Das sieht bei der neuseeländischen RBNZ etwas anders aus. Hier sehen wir durchaus noch Spielraum, auch zu Negativzinsen zu greifen, wenn der Kiwi-Dollar sich weiterhin so stark präsentiert. Wir gehen sogar noch einen Schritt weiter und unterstellen der RBNZ die Bereitschaft zu „echten“ (nicht-verbalen) Interventionen. Während viele andere Notenbanken weltweit vor diesem „heißen Eisen“ zu Recht zurückschrecken, zählt die RBNZ den Ankauf von ausländischen Wertpapieren -und nichts Anderes ist eine Intervention- zu ihrem Katalog innovativer Maßnahmen, zu denen sie greifen will, wenn die traditionelle Geldpolitik ausgeschöpft ist. Weder bei RBNZ noch bei RBA sehen wir aber realistische Chancen, den Aufwärtstrend ihrer Währungen zu stoppen; es kann lediglich darum gehen, die Dynamik zu bremsen.

STEILE AUFWERTUNG IN 2020, ABER NOCH LANGE KEINE REKORD-HOCHS
HANDELSGEWICHTETER KORB AUD (R.S.) UND NZD (L.S.)



Quelle: Refinitiv, BIZ

AUCH 2021 KONJUNKTURELL IM SOLIDEN MITTELFELD
BIP-WACHSTUM (J/J) PROGNOSE 2021 DZ BANK RESEARCH



Quelle: DZ BANK Research

Beliebt v.a. bei asiatischen Privatinvestoren

Grundsätzlich halten wir auch für 2021 an unserer positiven Einschätzung von NZ- und AU-Dollar fest. Die erfreuliche Entwicklung beim wichtigen Handelspartner China, aber auch der globale Hunger nach attraktiven Anlagemöglichkeiten dürften für rege Nachfrage sorgen. Besonders in Asien sind der Australische und Neuseeländische Dollar traditionelle Anlagewährungen im dortigen Privatkundengeschäft. Der vom DZ BANK Research für den weiteren Jahresverlauf erwartete globale Schwächeanfall des US-Dollars dürfte diese Investorengruppe erneut zu NZ- und/oder AU-Dollar greifen lassen, selbst wenn diese ihrem Ruf als „Hochzins-Währung“ auf absehbare Zeit nicht gerecht werden können und die Notenbanken tunlichst jede Zinserhöhungs- oder Exit-Spekulation im Keim ersticken dürften.

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

Kanada: Rohstoffpreise ein Pluspunkt für die Währung

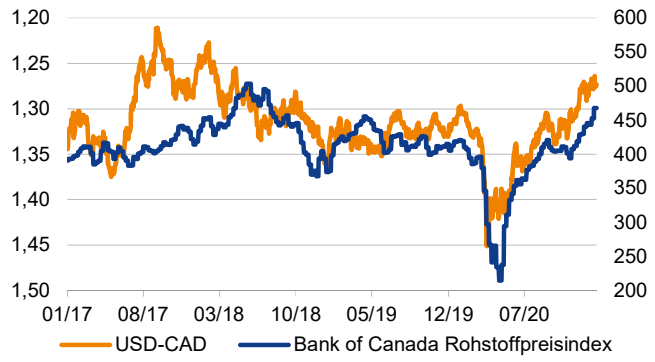
Öl ist nicht alles für die kanadische Währung

Im letzten Jahr wurde die Entwicklung des Loonie maßgeblich von den Rohstoffpreisen dominiert. Dabei lieferte das Rohöl zwar einen bedeutenden Teil für die Erklärung der Währungsentwicklung, zeigte aber nicht das vollständige Bild. Der Index der Bank of Canada für die Rohstoffpreise (hier werden die Komponenten nach der Bedeutung für Kanada gewichtet) liegt inzwischen klar über dem Stand von vor einem Jahr, während der Rohölpreis noch nicht wieder das damalige Niveau erreicht hat. Der Anstieg der Rohstoffpreise lässt die festere Tendenz des kanadischen Dollar im letzten halben Jahr als weitgehend angemessen erscheinen. Eine sukzessive Rückkehr der Wirtschaft zur Normalität in der zweiten Jahreshälfte sollte für eine insgesamt robuste Nachfrage bei den meisten Rohstoffen sorgen, so dass die Währung von dieser Seite grundsätzlich gestützt bleibt und gegenüber dem US-Dollar noch etwas zulegen könnte. Gewisse Rückschlaggefahren gehen allerdings vom Ölpreis aus, bei dem die Produktionskürzungen der OPEC+ Gruppe (OPEC plus Russland), die im letzten Frühjahr angesichts des Nachfrageeinbruchs eingefügt wurden, perspektivisch wieder auslaufen werden.

Corona: anderswo ist schlechter

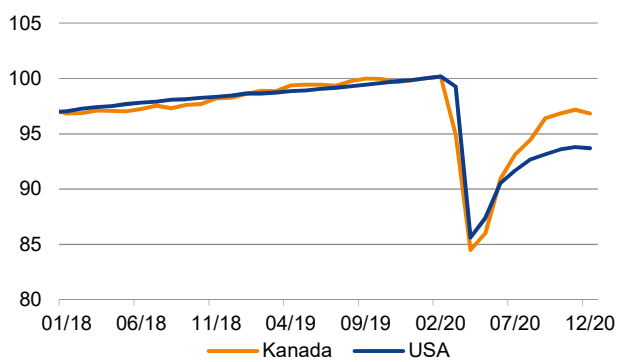
Beim Rennen um möglichst schnelle Impfungen gegen das Corona-Virus liegt Kanada zwar hinter dem Nachbarn im Süden zurück, allerdings ist hier die Dringlichkeit mit deutlich niedrigeren Infektions- und Todeszahlen auch weniger groß. Aufgrund der in Kanada auch in der laufenden Infektionswelle schärferen Restriktionen dürfte der Jahresauftakt hier jedoch schwächer als in den USA ausfallen. Bei einem Vergleich der Wirtschaftsdaten mit den USA zeigt sich bei der Gesamtzahl der Beschäftigten, dass sich hier Kanada nach einem ähnlich großen Einbruch wie in den USA schneller wieder erholen konnte. Auch bei den Einzelhandelsumsätzen liegt Kanada vorn, während die Industrieproduktion in den USA eine deutlichere Aufholung erreichte. Aus diesen Daten lassen sich kaum Schlüsse auf eine künftig divergierende Politik, sei es auf fiskalischer oder geldpolitischer Seite, ziehen. Wie in den USA heißt es auch in Kanada von staatlicher Seite bis auf absehbare Zeit „Gas geben“.

ÖL IST NICHT ALLES FÜR DEN LOONIE
LS: USD-CAD INVERTIERT; RS: ÖLPREIS USD JE BARREL



Quelle: Bloomberg

ZULETZT RÜCKSCHLAG BEI DER ERHOLUNG
BESCHÄFTIGTENZAHL; JAN. 2020 =100



Quelle: Bloomberg

Stimmungsverbesserung bei den Beziehungen zu den USA

Nach dem Regierungswechsel in den USA wird sich das bilaterale Verhältnis der Regierungschefs zwar deutlich verbessern, was jedoch nicht heißt, dass es keine Streitigkeiten geben wird. Ein erster Punkt könnte hier die Frage eines Pipeline-Projekts (Keystone XL) für den Öltransport in die USA sein, das die neue US-Regierung vermutlich streichen will. Solche Auseinandersetzungen dürften aber künftig etwas weniger Lärm verursachen. Allenfalls ein kurzfristiger Risikofaktor ist

die Möglichkeit, dass es in den kommenden Monaten zu vorgezogenen Neuwahlen kommt. Die demnächst anstehenden Verhandlungen über einen neuen Haushalt wären hierfür eine Gelegenheit. Die aktuellen Umfragewerte für die Regierung Trudeau sind positiv, so dass er versucht sein könnte, seiner Minderheitsregierung durch Neuwahlen eine Mehrheit zu verschaffen. Dabei dürfte gelten, je niedriger die Corona-Infektionszahlen, desto größer die Wahrscheinlichkeit für Neuwahlen.

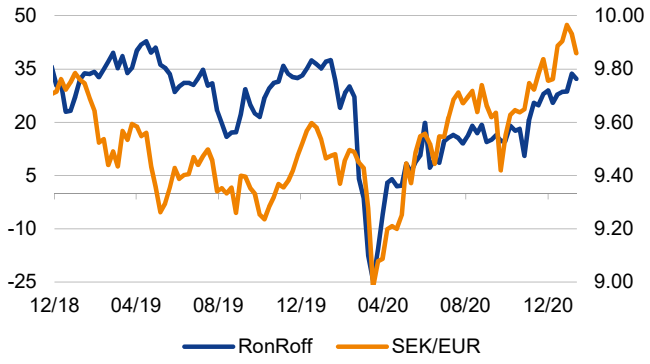
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Skandinavien: Riksbank und Norges Bank auf unterschiedlichen Pfaden

Riksbank bleibt ultra-expansiv

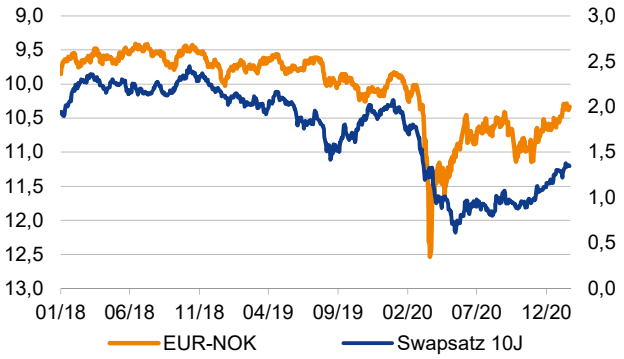
Die Krone hatte in den vergangenen Wochen erneut das Nachsehen gegenüber dem Euro, auch wenn das Währungspaar EUR-SEK zuletzt wieder leichtgefallen ist. Anfang des Jahres waren Spekulationen aufgekommen, dass die Riksbank versuchen könnte, die heimische Währung mittels Interventionen aktiv zu schwächen. Diesen Vorwurf wies die Zentralbank jedoch entschieden zurück. Tatsächlich handelt es sich bei den Aktivitäten der Zentralbank lediglich um eine Anpassung ihrer Reservemanagement-Strategie. So wird die Riksbank in Zukunft jedes Jahr SEK im Wert von 1% des BIP verkaufen um ihre Devisenreserven aufzustocken. Klar ist jedoch auch, dass die Riksbank an ihrer insgesamt sehr expansiven Strategie festhält. Zuletzt hatten Offizielle der Zentralbank erneut die Möglichkeit einer Rückkehr in den negativen Leitzinsbereich ins Spiel gebracht. Eine schwächere Währung käme der Zentralbank also sicherlich sehr gelegen.

SEK VERLIERT ERNEUT AN WERT
LS: RISK ON/RISK OFF INDEX; RS: SEK-EUR



Quelle: Bloomberg

RENDITEN IN NORWEGEN TENDIEREN SPÜRBAR NACH OBEN
IN %



Quelle: Bloomberg

Renditevorsprung gegenüber dem Euroraum unterstützt die Norwegische Krone

Norwegen kann auch die zweite Welle der Corona-Infektionen deutlich besser bewältigen als die meisten Nachbarn. Hierfür waren aber auch hier wieder neuerliche Beschränkungen notwendig. Diese trugen dazu bei, dass der monatliche BIP-Indikator für die Festlandswirtschaft im November mit -0,9% (M/M) einen merklichen Rückschlag erlitt. Auch wenn der Dezember ebenfalls eher schwach ausfallen dürfte, werden die Quartalszahlen aber für das vierte Quartal einen Anstieg der Wirtschaftsleistung ausweisen. Aufgrund der Entspannung bei den Infektionszahlen hat die Regierung zuletzt sogar eine erste leichte Lockerung der Beschränkungen verkündet. Zu einer deutlichen Beschleunigung der Wirtschaftsleistung bereits in den ersten beiden Monaten des Jahres wird dies zwar noch nicht führen, insgesamt dürfte Norwegen aber mit einem blauen Auge aus der Corona-Krise herauskommen können. Aufgrund des geringeren Aufholbedarfs bedeutet dies jedoch im Vergleich zum Euro-

raum, dass die Wachstumszahlen in diesem und im kommenden Jahr in Norwegen vermutlich deutlich moderater ausfallen werden. Norwegen konnte die Krise vor allem auch mit einer großen fiskalischen Unterstützung bewältigen. Hier werden viele Impulse bereits in diesem Jahr auslaufen. Von der Geldpolitik ist zwar in diesem Jahr noch keine Änderung zu erwarten, die Norges Bank hat in ihrem Geldpolitischen Bericht vom Dezember aber bereits für das Frühjahr 2022 eine erste Zinserhöhung als wahrscheinlichstes Szenario angedeutet. Entsprechend wird dies demnächst bei den Prognosen auf Jahressicht reihenweise in den Veröffentlichungen der Analysten auftauchen. Dieses Signal einer zinspolitischen Wende steht im deutlichen Kontrast zur EZB oder Fed, die noch deutlich länger an ihren Niedrigzinsen festhalten werden. Für die Norwegische Krone ist dies grundsätzlich eine gute Nachricht und der Renditevorsprung der Kronenanleihen gegenüber Euro-Papieren hat sich in den letzten Monaten bereits stetig ausgeweitet. Ein Text zur norwegischen Währung ist aber nicht vollständig ohne eine Erwähnung des Ölpreises, der nicht unerheblich zur positiven Tendenz der Krone beigetragen hat. Zwar wäre eine Rückkehr zur Normalität mit einer höheren Ölnachfrage ein deutlich unterstützender Faktor für den Ölpreis, die OPEC+ wird aber voraussichtlich im Frühjahr bereits ihre Produktionskürzungen wieder rückgängig machen, so dass von der Angebotsseite zumindest kurzfristige Rückschläge ausgehen können.

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Polnische Notenbank sorgt marktseitig für Aufsehen

Konjunktursorgen belasten

Die CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone, sind gegenüber dem Euro in einem risikofreundlichen Umfeld unter dem Strich wenig verändert in das neue Jahr gestartet. Die nach wie vor bestehenden Konjunkturrisiken, welche durch die jüngsten europaweiten Lockdown-Verschärfungen noch einmal an Kontur gewonnen haben, stehen einer merklichen Erholung der kleinen osteuropäischen Währungen momentan noch entgegen.

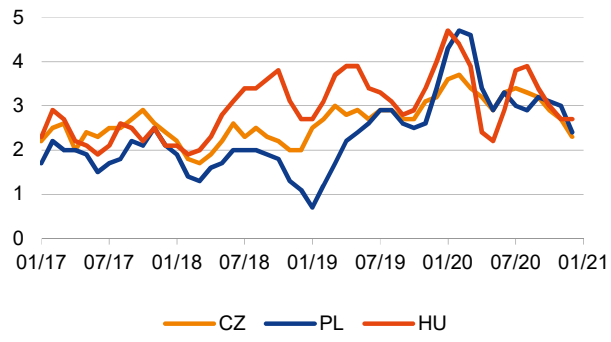
Markteingriffe der polnischen Zentralbank haben Fragen aufgeworfen

Für den Zloty kommt im aktuellen Umfeld erschwerend hinzu, dass seine Währungshüter Ende des vergangenen Jahres überraschend am Devisenmarkt interveniert haben, um ihre Landeswährung zu schwächen. Zudem schloss der oberste Währungshüter mit Blick auf 2021 weitere Eingriffe nicht aus. Wenngleich marktseitig Spekulationen aufgekommen sind, dass die polnische Notenbank (NBP) hierbei in erster Linie den Jahresabschluss ihrer Bilanz im Blick hatte, beteuerte die Zentralbank selbst, dass ausschließlich ökonomische Argumente für diese Schritte verantwortlich waren. Ganz von der Hand zu weisen sind die Marktvermutungen jedoch nicht, griff die NBP doch erstmals in den Markt ein als sich Euro-Zloty bei Kursen um 4,44 PLN und damit merklich oberhalb des langfristigen (10 Jahre) Mittelwertes von rund 4,24 PLN bewegt hatte. Zudem sollte nicht vergessen werden, dass sich EUR-PLN noch kurz zuvor mit Spitzenwerten von knapp 4,65 PLN zeitweise auf dem höchsten (aus Sicht der Zloty: niedrigsten) Stand seit dem Frühjahr 2009 präsentierte. Und auch auf handelsgewichteter Basis, orientiert an den Gewichten der polnischen Devisenreserven (51% USD, 20% EUR, 12% GBP, 8% AUD, 6% NOK, 3% NZD), lässt sich keine ausgeprägte Zloty-Stärke ausmachen. Vielmehr bewegte sich die polnische Landeswährung unter diesem Blickwinkel im vergangenen Jahr seitwärts fort.

NBP INTERVENIERTE ENDE 2020 GEGEN DEN IHRER ANSICHT NACH ZU FESTEN ZLOTY
GEWICHTETE ENTWICKLUNG ZLOTY, BERECHNET ANHAND DER ANTEILE DER POLNISCHEN DEVISENRESERVEN

Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

CE3-STAATEN: NACHLASSENDER PREISDRUCK
NATIONALE INFLATIONZAHLEN IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Im Verlauf von 2021 dürfte es für die NBP immer schwieriger werden, den Zloty an der kurzen Leine zu halten

Was die NBP letztendlich auch immer zu ihren Interventionen veranlasst hat, für den Zloty besteht unserer Ansicht nach besonders auf kurze Sicht, d.h. solange die polnische Wirtschaft Corona-bedingt in der Rezession verharrt, ein deutliches Risiko für erneute FX-Interventionen seitens der NBP. Mehren sich hingegen im zweiten Quartal die Anzeichen für eine breite und deutliche Konjunkturerholung, dürfte das Interventionsrisiko, sofern die NBP tatsächlich wie von ihr kolportiert ökonomische Aspek-

te bei ihren Markteingriffen im Blick hat, allmählich nachlassen und dem Zloty wieder mehr Raum für moderate Kursgewinne gegenüber dem Euro geben. Einer zu raschen und starken Aufwertung dürfte die NBP aber auch weiterhin mittels (Verbal-) Interventionen versuchen entgegenzutreten. Dieses Vorhaben sollte jedoch umso schwieriger werden, je weiter sich weltweit betrachtet die konjunkturellen Perspektiven bei weiterhin voll geöffneten geldpolitischen- und fiskalischen Schleusen aufhellen.

CE3-Staaten: Entspannung an der Preisfront zeichnet sich ab

Positives gibt es von Seiten der Inflationsfront zu berichten, ließ doch der Preisdruck Ende 2020 in allen CE3-Staaten nach, so dass die Inflationsziele der dortigen Notenbanken z.T. nach langer Zeit erstmals wieder in Reichweite liegen (CZ) bzw. sogar leicht unterschritten (HU, PL) worden sind. Diese Entwicklung gab der polnischen Notenbank zuletzt die Möglichkeit, über den grundsätzlich noch vorhandenen Spielraum für weitere Leitzinssenkungen zu sinnieren, und so mancher ihrer tschechischen Amtskollegen ließ wissen, dass dieser Trend dazu führen könnte, dass die Zentralbank die Leitzinsen später als bislang erwartet anheben wird. Die ungarische Notenbank sollte sich unterdessen in ihrer anhaltend ultra-expansiven Ausrichtung bestätigt sehen, geht sie doch davon aus, dass sich die nationale Inflationsrate perspektivisch im Bereich ihres Inflationsziels einpendeln wird. Auch ihre polnischen und tschechischen Kollegen erwarten im Verlauf des Jahres Vergleichbares. Unserer Einschätzung zufolge dürften sich alle CE3-Notenbanken in den kommenden Monaten in geldpolitisch abwartender Haltung zeigen. Interessant sollte es jedoch im zweiten Halbjahr besonders mit Blick auf das Agieren der tschechischen Währungshüter werden. Denn heben sie dann den Leitzins wie von uns erwartet als erste der CE3-Notenbanken in einem auf breiter Front erholten konjunkturellen Umfeld an, dürften sie ihrer Landeswährung damit spürbaren Rückenwind verleihen.

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

Russland: Aufhellung der Rubel-Perspektiven erwartet

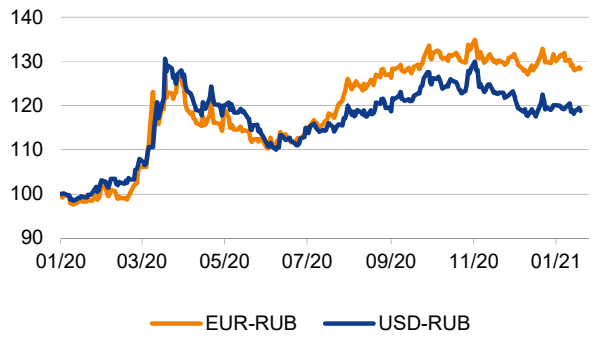
Rubel sah sich 2020 mit deutlichem Gegenwind konfrontiert …

Der russische Rubel verzeichnete im vergangenen Jahr auf breiter Front deutliche Kursverluste und gab hierbei gegenüber dem Greenback in der Spitze um rund 30%, gegenüber dem Euro sogar noch etwas mehr nach. Ursächlich dafür war zum einen der mit dem Ausbruch der Corona-Krise einhergehende Anstieg der globalen Risikoaversion. Zum anderen trugen der nicht nur in Russland, sondern weltweit folgende drastische Konjunktureinbruch sowie damit verbunden der dramatische Rückgang der globalen Öl- und Gaspreise zu der massiven Verunsicherung des Rubels bei.

… und wagt sich auch momentan noch nicht hinter dem Ofen vor

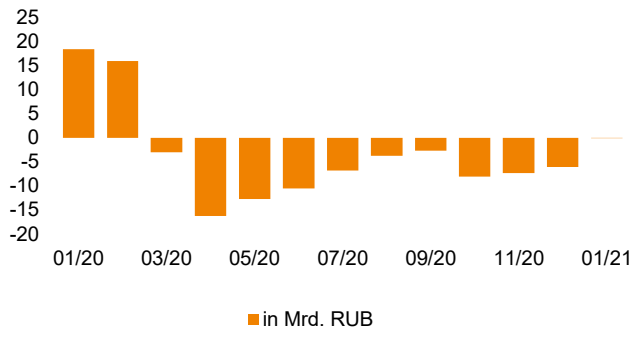
In den vergangenen Wochen hat sich das globale Risikosentiment zwar merklich aufgehellt, dennoch agiert der Rubel nicht nur gegenüber dem zu Kräften gekommenen Euro zurückhaltend. Sucht man hierfür Argumente, so stößt man u.a. auf altbekannte geopolitische Risiken in Form der Furcht vor weiteren US-Sanktionen, welche jüngst durch die von Seiten des Westens scharf kritisierte Verhaftung des russischen Oppositionspolitikers Nawalny neue Nahrung erhalten hat. Aber auch die zuletzt stärker als erwartet angestiegene russische Inflationsrate, welche auf eine lockere Geldpolitik trifft, ist unter Realzinsaspekten als Rubel-belastend einzustufen.

RUBEL WEITERHIN DEUTLICH VON VOR-CORONA-NIVEAUS ENTFERNT
INDEXIERT, 01.01.2020 = 100



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

RUSSISCHES FINANZMINISTERIUM KÜNDIGT WIEDERAUFNAHME VON FREMDWÄHRUNGSKÄUFEN IM RAHMEN DER BUDET-REGEL AN
MONATLICHE NETTOKÄUFE FREMDWÄRHUNGSRESERVEN GEGEN RUBEL, IN MRD. RUB



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

Rubel dürfte zuversichtlich in das neue Jahr blicken

Unserer Einschätzung zufolge dürfte dem Rubel mit Blick auf 2021 die Zeit in die Hände spielen. So dürfte die russische Landeswährung beispielsweise mit der US-Sanktionsfurcht wieder gefasster umgehen, sobald die dortige Wirtschaft beginnt, Fuß zu fassen. Hinweise hierzu sollten sich ab dem Frühjahr mehren. Zudem ist zur Jahresmitte hin mit einer Entspannung an der Realzinsfront zu rechnen. Neben der Erwartung eines nachlassenden Preisdrucks dürften auch die jüngsten Hinweise der russischen Notenbankchefin Nabiullina, wonach eine weitere Leitzinssenkung nun nicht mehr in Stein gemeißelt zu sein scheint, sowie die sich im Zuge der Aufhellung der konjunkturellen Perspektiven erholenden Renditen dazu beitragen. Unter diesen Vorzeichen dürften dann auch die solide Ölpreisentwicklung sowie die anhaltende Risikofreude des Marktes beim Rubel stärkeren Anklang finden und ihm unter die Arme greifen, zumal die russische Landeswährung perspektivisch auch auf Schützenhilfe seitens einer anhaltend expansiv ausgerichteten US-Geldpolitik sowie damit verbunden einem merklich geschwächten Greenback setzen kann.

Wiederaufnahme von Fremdwährungskäufen durch das russische Finanzministerium gibt Anlass zur Hoffnung

Mit dieser zuversichtlichen Einschätzung scheinen wir nicht alleine zu sein, kündigte doch das russische Finanzministerium jüngst an, seine mit dem Ausbruch der Corona-Krise im Frühjahr 2020 eingestellten, im Rahmen der Budet-Regel erfolgenden Fremdwährungskäufe wieder aufnehmen zu wollen. Konkret stellte das Ministerium zwischen dem 15. Januar und dem 4. Februar tägliche FX-Käufe im Gesamtwert von rund 7 Mrd. RUB in Aussicht, was als Hinweis betrachtet werden kann, dass man auch in Moskau mit einer allmählichen Rückkehr zur Normalität und damit verbunden, wieder mit solideren Rubel-Notierungen rechnet. Dass das Finanzministerium seinen Worten Taten folgen lässt, zeigen bereits die jüngsten Daten, welche darauf hindeuten, dass die täglichen Fremdwährungsverkäufe gegenüber Dezember nicht nur deutlich reduziert wurden, sondern zuletzt bereits wieder in erste Käufe übergegangen sind.

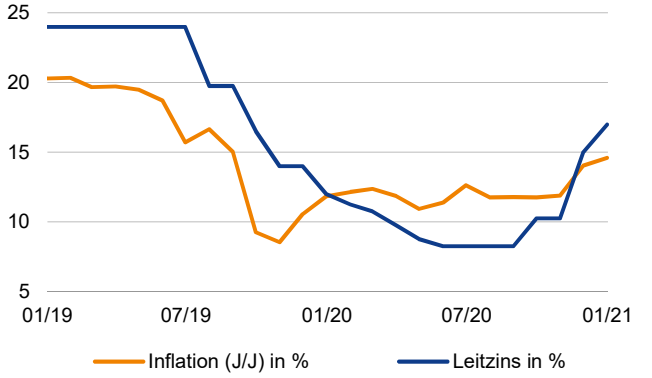
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Türkei & Südafrika: Alles eine Frage der Reputation

Zentralbank in Ankara setzt restriktiven geldpolitischen Kurs fort

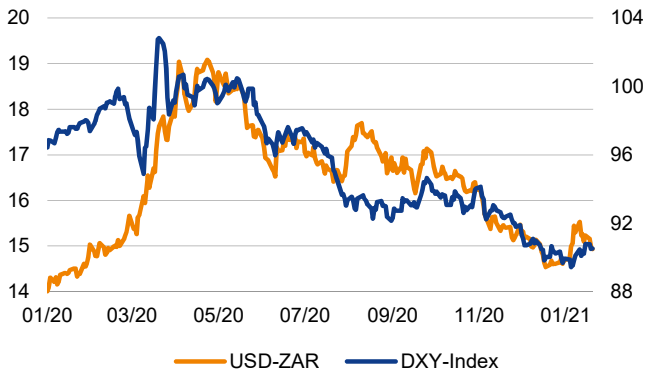
Die türkische Zentralbank arbeitet weiter daran, ihre Reputation zu verbessern und ihrem Versprechen einer auf Preisniveaustabilität verpflichteten Geldpolitik Nachdruck zu verleihen. Folgerichtig hat sie Ende Dezember den Leitzins um 200 Bp auf mittlerweile 17% angehoben, nachdem die Inflationsrate zuvor auf rund 14% (J/J) geklettert war. Dass dieser Schritt angebracht war, bestätigten zu Beginn dieses Jahres die Daten für Ende 2020, wonach der Preisdruck noch einmal zugenommen hat. Die Lira dankte es ihren Währungshütern. Zum einen konnte sie im Nachgang zur Sitzung moderate Kursgewinne verzeichnen, zum anderen bewegt sich das Währungspaar Dollar-Lira seither insgesamt seitwärts und verblieb dabei weitestgehend unterhalb der Marke von 7,50 TRY. Weitere Leitzinserhöhungen stehen derzeit nicht auf der Agenda – im Gegenteil. So sollte der Preisdruck im Jahresverlauf tendenziell nachlassen, wodurch sich nach und nach Spielraum für eine weniger restriktive Gangart ergibt. Sofern der Zentralbank der Spagat zwischen angebrachten Leitzinssenkungen und Wahrung der Glaubwürdigkeit gelingt, wären dies gute Nachrichten für die türkische Landeswährung.

TÜRKISCHE ZENTRALBANK HEBT LEITZINS ERNEUT AN
LS: LEITZINS (IN %); RS: INFLATIONSRATE (J/J IN %)



Quelle: Bloomberg

USD-ZAR AUF DEN SPUREN DES USD-INDEXES
LS: USD-ZAR; RS: USD-INDEX



Quelle: Bloomberg

Südafrikanischer Rand sollte US-Dollar auch in 2021 klar in die Schranken weisen

Mit Reputationsproblemen hat die südafrikanische Zentralbank derzeit ebenso wenig zu kämpfen wie mit einem übermäßigen Preisdruck. Dafür führen die Verantwortlichen am Kap verglichen mit der Aufmerksamkeit, die ihren Amtskollegen aus Ankara zuteilwird, dieser Tage geradezu ein Schattendasein. Beim Südafrikanischen Rand dominieren offensichtlich die internationalen Vorgaben und dabei in erster Linie das globale Sentiment sowie die USD-Entwicklung das Geschehen. So entwickelten sich das Währungspaar Dollar-Rand und der USD-Index seit dem Frühsommer weitestgehend parallel – mit überproportionalen Kursgewinnen aufseiten der südafrikanischen Landeswährung. Diese konnte gegenüber dem Greenback seit Anfang April mehr als 20% gutmachen, während der Dollar-Index lediglich rund 10% nachgab. Angesichts der Erwartung des DZ BANK Research, wonach die weltweiten Rahmenbedingungen (Geldpolitik bleibt expansiv, Konjunktur erholt sich) auch in 2021 günstig sein werden und der US-Dollar eher zur Schwäche neigen dürfte, stehen die Chancen gut, dass der Rand auch in den nächsten Monaten die Nase klar vorne hat.

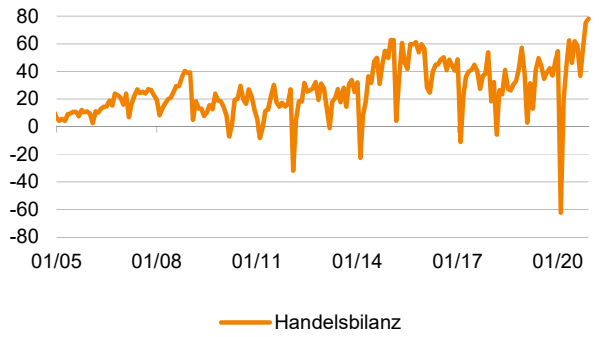
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

China: Ist Chinas Wirtschaft stabil genug, um Yuan-Aufwertung zu verkraften?

Sonderkonjunktur sorgt für überraschend robuste Exporte

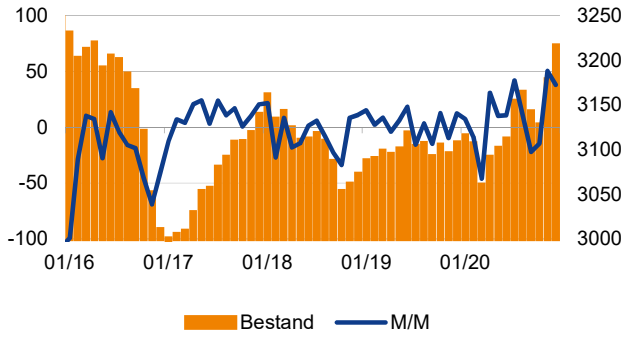
Gerade einmal ein Jahr ist es her, dass Chinas Volkswirtschaft durch Covid-19 und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen praktisch zum Stillstand gekommen ist. Davon lassen die jüngsten Wachstumszahlen nichts mehr ahnen. Für das abgelaufene Gesamtjahr 2020 liegt das Plus mit 2,3% (J/J) in für andere Länder unerreichbaren Sphären. (Zum Vergleich: für die gesamte Weltwirtschaft wird ein Minus von 4% befürchtet.) Um stolze 6,5%, und damit deutlich mehr als marktseitig bereits erwartet, ist Chinas BIP im Schlussquartal gegenüber Q/4 2019 gewachsen. Dies bedeutet, dass das Land nicht nur den Vor-Corona-Expansionspfad wieder aufgenommen hat, sondern die Dynamik von Ende 2019 sogar übertreffen konnte. Ausschlaggebend ist und bleibt der beachtlich robuste Außenhandel, der sich weder von der Pandemie noch von der Yuan-Aufwertung bremsen ließ. Chinas Exportindustrie profitierte zunächst von der hohen Nachfrage nach medizinischer Schutzausrüstung und Homeoffice-Zubehör, danach von den verschobenen Konsumgewohnheiten weg vom Dienstleistungskonsum hin zu industriell gefertigten Gütern.

CHINAS EXPORTE TROTZEN DER KRISE - HANDELSBILANZÜBERSCHUSS IM DEZEMBER AUF REKORDHOCH
HANDELSBILANZSALDO IN MRD. USD



Quelle: Refinitiv

FX-RESERVEN KLETTERN AUF NIVEAU VON 2016
RESERVEN, BESTAND (R.S.) UND VER. M/M (L.S.). IN MRD. USD



Quelle: Refinitiv

Chinas Wachstumsvorsprung bleibt 2021 bestehen, Rest der Welt holt aber stark auf

Spannend wird, ob Chinas Außenhandel auch ohne diese Sonderkonjunktur stabil genug ist, um mit den Herausforderungen eines aufwertenden Yuan zurechtzukommen. Wir glauben ja, und rechnen auch für dieses Jahr mit einem kräftigen Wachstum der chinesischen Wirtschaft. Mit einem Plus von knapp 9% dürfte China auch 2021 zu den weltweiten Wachstumsspitzenreitern zählen. Da die Aufholjagd der anderen Nationen ab dem zweiten Quartal aber rasant an Fahrt gewinnen wird, verliert Chinas Wachstumsvorsprung als „Alleinstellungsmerkmal“ zusehends an Gewicht bei der Wechselkursfindung. So beeindruckend die USD-CNY-Entwicklung in den letzten Monaten auch war, fehlt für eine Fortsetzung unter Verweis auf die Konjunkturdivergenz die Basis. Wir rechnen daher mit einer Stabilisierung um das aktuelle Niveau im Bereich um 6,50 CNY.

FX-Reserven klettern auf Niveau von 2016

Wenn es um Chinas Währung geht, ist der Weg zur Währungspolitik nicht weit, und schnell kommt die Frage auf, inwieweit staatliche Eingriffe in den Markt für das aktuelle Kursniveau verantwortlich sind. Den Alarm, der beim Blick auf die Devisenreserven vom Dezember bei dem ein oder anderen geschrillt haben mag, können wir entkräften. Zwar sind die Reserven in den beiden letzten Monaten um 38 bzw. 50 Mrd. USD gestiegen (Dezember bzw. November). Doch auch wenn das aktuelle Niveau von 3.217 Mrd. USD der höchste Stand seit April 2016 ist, lässt sich der Reserveanstieg nicht auf Interventionen zurückführen, sondern ist den Bewertungseffekten

durch die globale USD-Schwäche und die Kursgewinne bei Aktien und Bonds im Reserveportfolio geschuldet.

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

Brasilien & Mexiko: Politik der neuen US-Regierung betrifft Lateinamerika

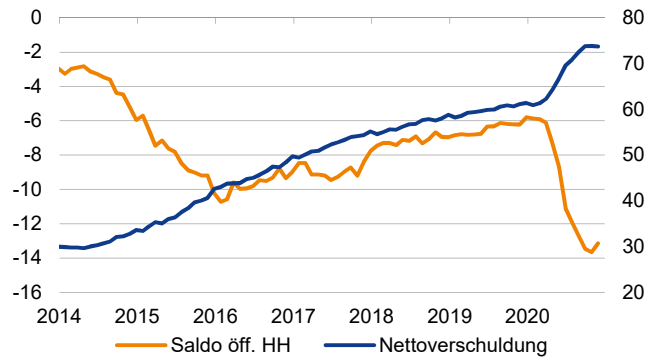
Politische Herausforderungen für die Regierung und den Real

Politisch steht Brasiliens Präsident Bolsonaro dem ehemaligen US-Präsidenten Trump nahe und es dauerte sehr lange, bis er den Wahlsieg Bidens anerkannte. Profitieren konnte Brasilien von der ideologischen Nähe allerdings kaum und das Land wurde ebenso von Strafzöllen überzogen wie viele andere. Insofern könnte auch Brasilien von einer veränderten Handelspolitik der USA profitieren. Zunächst gilt es aber auch in Brasilien den eigenen Herausforderungen zu begegnen. Die Corona-Krise belastet das Gesundheitssystem in einem erheblichen Umfang und auch beim Impfprogramm ziehen Bundesstaaten und Zentralregierung nicht an einem Strang. Bei den gerade begonnenen Impfungen hinkt Brasilien vielen anderen Ländern hinterher, obwohl die Impfpolitik des Landes in der Vergangenheit oftmals als beispielhaft angesehen wurde.

Wahl des Präsidenten des Abgeordnetenhauses steht im Fokus

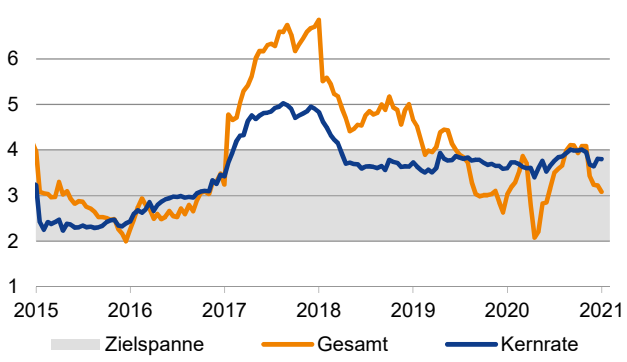
Zur Halbzeit der Amtszeit Bolsonaros werden Anfang Februar nun die Weichen für die weitere Reformfähigkeit der Regierung gestellt. Die beiden Kammern des Parlaments müssen ihren jeweiligen Präsidenten neu bestimmten und die derzeitigen Amtsinhaber dürfen nicht mehr antreten. Besonders der Präsident der Abgeordnetenkammer Maia hatte sich in den letzten Jahren zu einem wichtigen Faktor entwickelt und eine eigene Agenda, mal zusammen mit der Regierung, mal gegen sie, verfolgt. Um seine Nachfolge läuft ein Zweikampf zwischen einem von Präsident Bolsonaro unterstützten Kandidaten (Arthur Lira) und einem von Maia ausgewählten Anwärter (Baleia Rossi). Noch ist das Rennen hier nicht entschieden. Da Rossi auch auf die Unterstützung der Parteien aus dem linken Spektrum angewiesen ist, wird befürchtet, dass bei seiner Wahl die weiteren Reformen ausgebremst werden. Ein Opfer des Wahlkampfes um die Position könnte die fiskalische Lage Brasiliens sein, die ohnehin der größte Belastungsfaktor für den Real ist. Neue expansive Maßnahmen jenseits der vermuteten fiskalischen Tragfähigkeit könnten damit demnächst auf dem Real lasten.

FISKALISCHE LAGE MACHT IN BRASILIEN SORGEN
LS: 12-MONATS-SALDO ÖFF HH IN % DES BIP;
RS: VERSCHULDUNG IN % DES BIP



Quelle: Bloomberg

STABILE PREISZAHLEN IN MEXIKO ERLAUBEN ZINSSENKUNG
IN % GEGENÜBER VORJAHR



Quelle: Bloomberg

Wirtschaftspaket der neuen US-Regierung wird auch in Mexiko ankommen

Auch Mexikos Präsident Lopez Obrador gehörte zu den letzten Staatsoberhäuptern, die den neuen US-Präsidenten zu seiner Wahl gratuliert haben. Zwar dürfte Biden nicht übermäßig nachtragend sein, aber die Beziehungen zwischen den beiden Ländern werden auf eine neue Basis gestellt. Die alte Regierung hatte sich in den letzten Jahren kaum in die Belange Mexikos eingemischt, solange den Migranten aus Mittelamerika die Weiterreise in die USA verwehrt wurde. Eine Öffnung der Grenzen wird es auch bei einer Regierung Biden kaum geben, zu groß dürften die Widerstände in den USA sein. Allerdings plant Biden eine erleichterte Einbürgerung für langjährig in den USA Lebende. Dies dürfte auch viele Mexikaner in den USA betreffen, deren Status sich damit stabilisieren würde. Das Freihandelsabkommen zwischen den USA und Mexiko (sowie Kanada) sieht eine Stärkung der Arbeitsnehmerrechte und Sicherungen für Direktinvestitionen in den Ländern vor. Bisher hat die US-Regierung diesbezüglich jedoch kaum Druck ausgeübt, was sich künftig ändern könnte. Deutlich profitieren wird Mexikos Wirtschaft allerdings von dem neuen Konjunkturpaket in den USA, von dem auch einiges nach Süden sickern dürfte. Dies ist auch dringend nötig, da der Einbruch der Wirtschaftsleistung in Mexiko deutlich ausgeprägter ausfiel als in vielen anderen Ländern und die Regierung hier nur wenig zur Unterstützung der Wirtschaft unternahm.

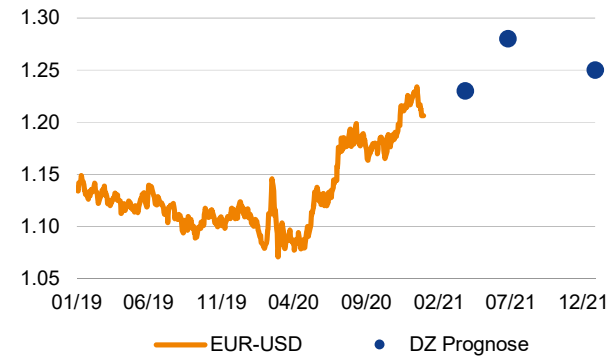
Notenbank kann die Richtung für den Peso in diesem Jahr bestimmen

Unterstützenden Spielraum gibt es noch von Seiten der Geldpolitik. Ein Leitzins von 4,25% bei einer Inflationsrate von zuletzt 3,2% (J/J) bedeutet einen klar positiven Realzins, was im internationalen Vergleich derzeit ungewöhnlich ist und angesichts der sehr hohen Unterauslastung der Wirtschaft auch nicht angemessen erscheint. Entsprechend dürfte die Banco de México in diesem Jahr noch das eine oder andere Mal die Zinsen senken. Im Direktorium der Notenbank gab es zum Jahreswechsel eine Neubesetzung. Damit hat Präsident Lopez Obrador drei der fünf Positionen besetzen können. Auch wenn dies nicht unmittelbar eine markante Neuorientierung der Politik bedeuten dürfte, könnten sich dennoch die Schwerpunkte verschieben. Die nächste Notenbanksitzung im Februar hat daher das Potenzial den Peso zu bewegen. Nach dem sehr starken zweiten Halbjahr 2020 sind die Aufwärtschancen für die Währung aber inzwischen nur noch begrenzt, so dass sich das Chancen-Risiko-Verhältnis etwas zu Ungunsten des Peso verschoben hat.

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

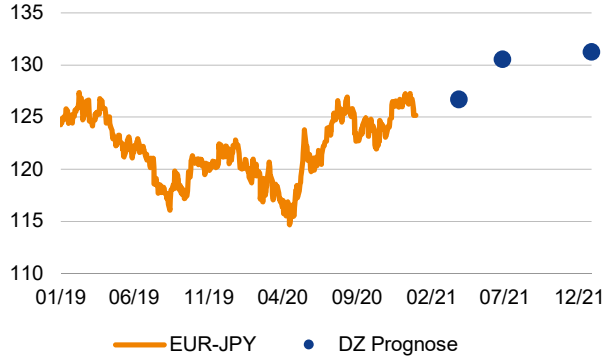
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



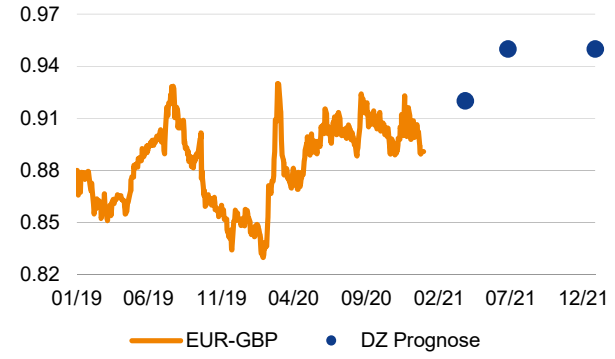
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



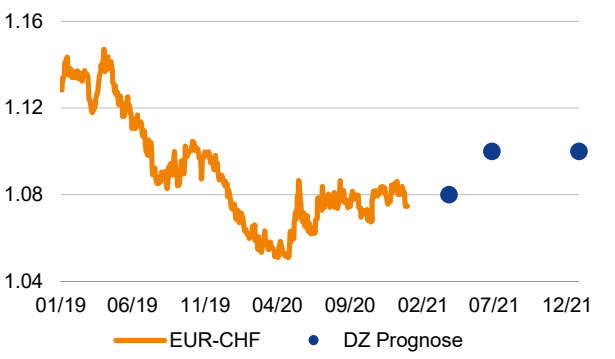
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



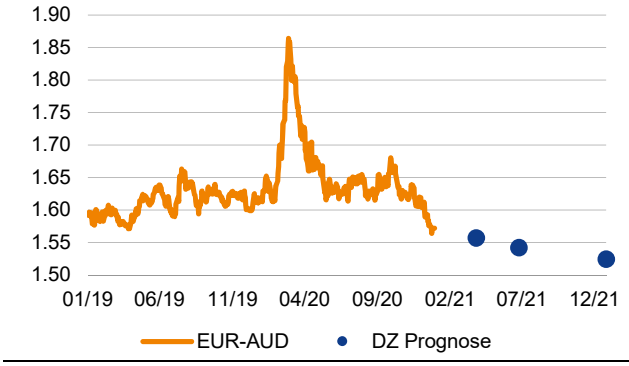
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



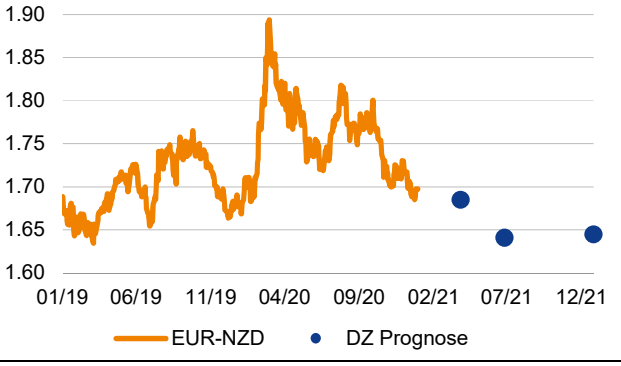
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



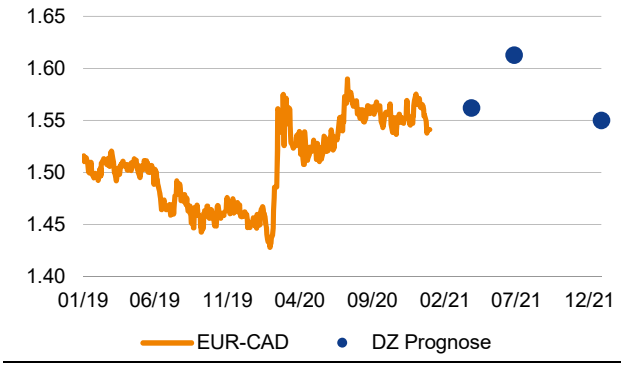
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



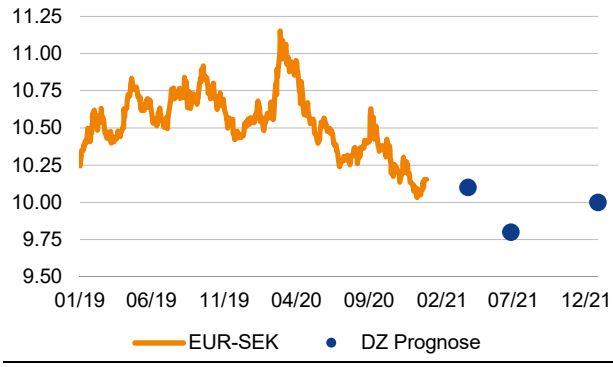
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



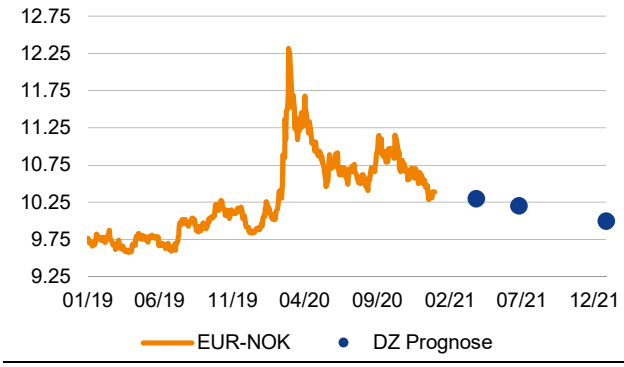
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



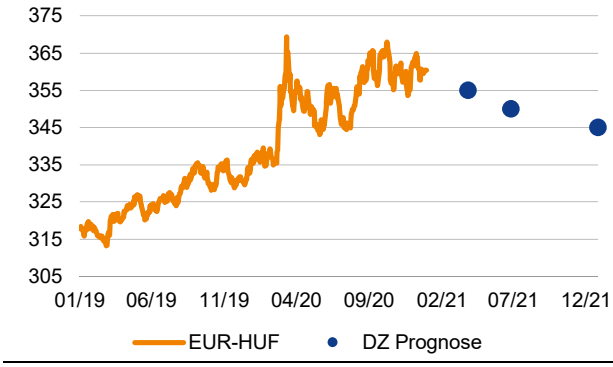
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



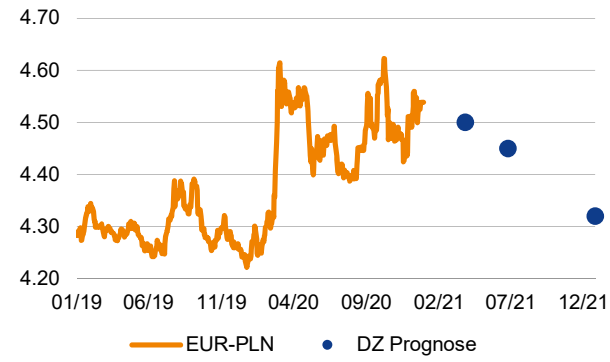
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



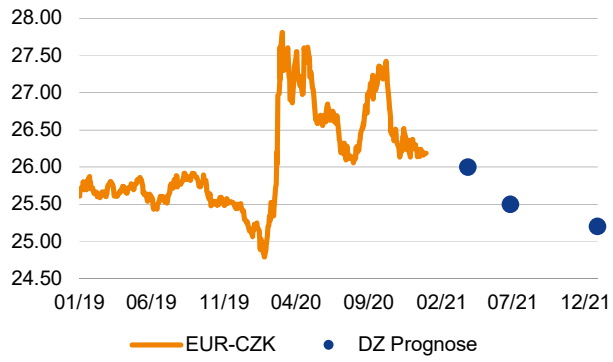
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



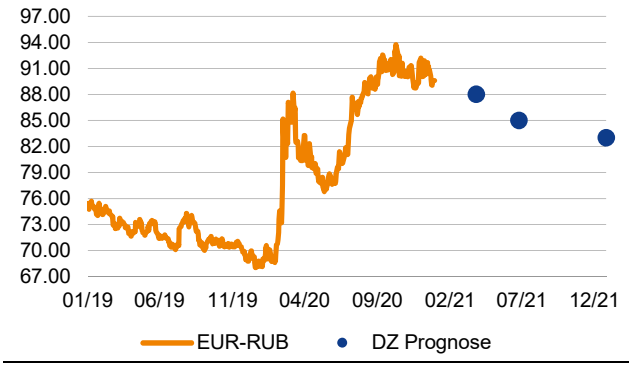
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



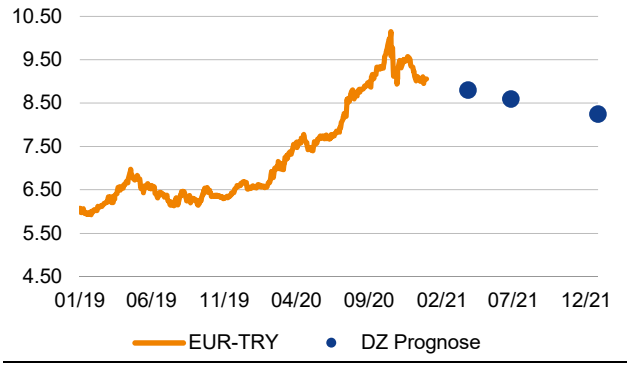
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



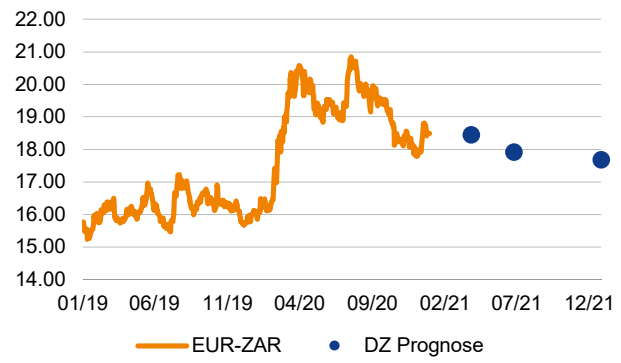
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



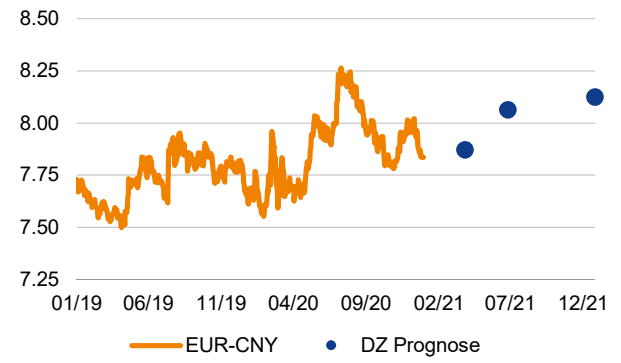
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



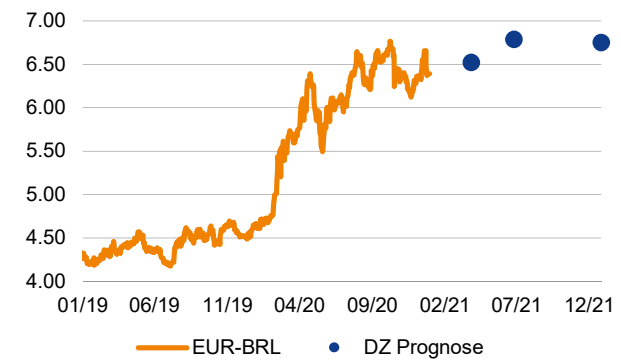
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



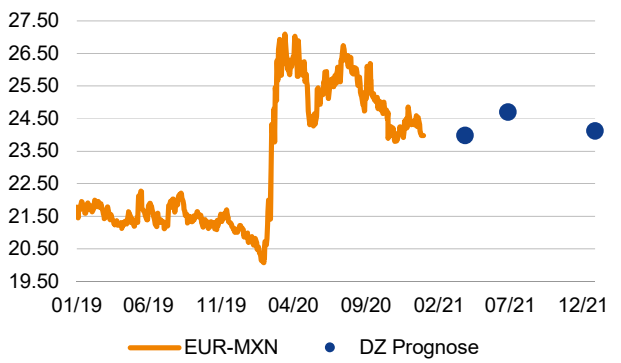
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

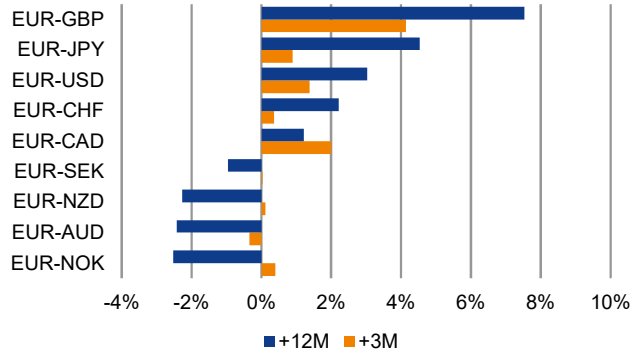
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

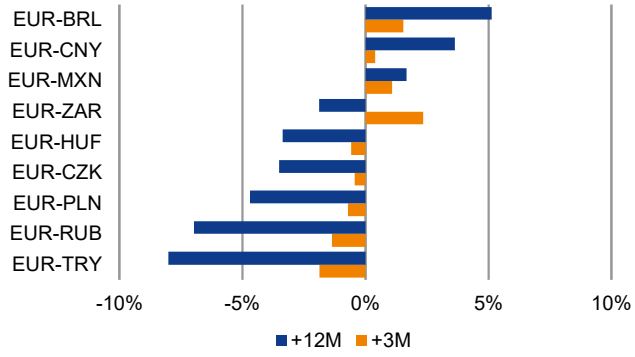
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (VERÄNDERUNG, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.2129	1.2300	1.2800	1.2500
EUR/GBP	0.8898	0.9200	0.9500	0.9500
EUR/JPY	126.02	126.69	130.56	131.25
EUR/CHF	1.0778	1.0800	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5761	1.5570	1.5422	1.5244
EUR/NZD	1.7032	1.6849	1.6410	1.6447
EUR/CAD	1.5446	1.5621	1.6128	1.5500
EUR/NOK	10.3608	10.3000	10.2000	10.0000
EUR/SEK	10.1271	10.1000	9.8000	10.0000
EUR/PLN	4.5346	4.5000	4.4500	4.3200
EUR/CZK	26.15	26.00	25.50	25.20
EUR/HUF	357.91	355.00	350.00	345.00
EUR/RUB	89.59	88.00	85.00	83.00
EUR/TRY	9.0681	8.8000	8.6000	8.2500
EUR/ZAR	18.17	18.45	17.92	17.69
EUR/CNY	7.8561	7.8720	8.0640	8.1250
EUR/BRL	6.4925	6.5190	6.7840	6.7500
EUR/MXN	23.85	23.99	24.70	24.13

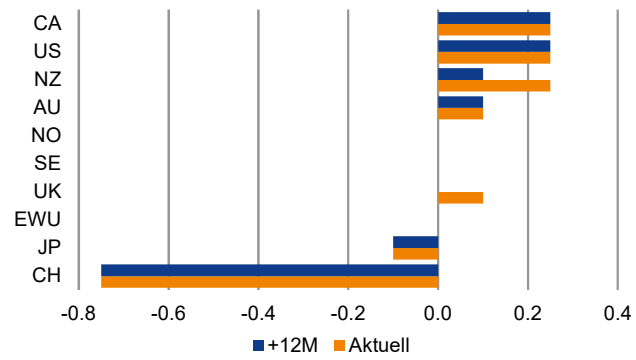
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.2129	1.2300	1.2800	1.2500
GBP/USD	1.3630	1.3370	1.3474	1.3158
USD/JPY	103.90	103.00	102.00	105.00
USD/CHF	0.8886	0.8780	0.8594	0.8800
AUD/USD	0.7695	0.7900	0.8300	0.8200
NZD/USD	0.7122	0.7300	0.7800	0.7600
USD/CAD	1.2735	1.2700	1.2600	1.2400
USD/NOK	8.5420	8.3740	7.9688	8.0000
USD/SEK	8.3494	8.2114	7.6563	8.0000
USD/PLN	3.7386	3.6585	3.4766	3.4560
USD/CZK	21.57	21.14	19.92	20.16
USD/HUF	295.14	288.62	273.44	276.00
USD/RUB	73.84	71.54	66.41	66.40
USD/TRY	7.4718	7.1545	6.7188	6.6000
USD/ZAR	14.99	15.00	14.00	14.15
USD/CNY	6.4790	6.4000	6.3000	6.5000
USD/BRL	5.3534	5.3000	5.3000	5.4000
USD/MXN	19.67	19.50	19.30	19.30

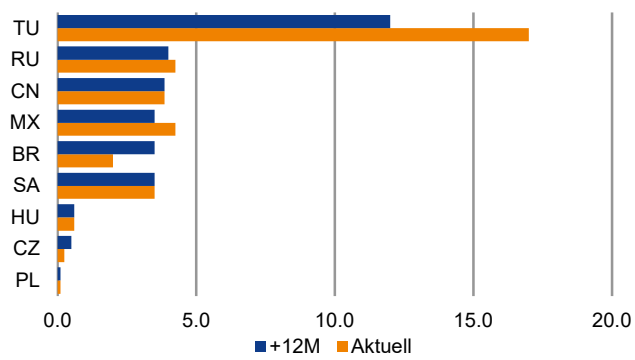
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-7.4	3.7	4.9	-5.1	12.2	1.8	6.9
Inflation (in % gg. Vj.)	0.3	1.3	1.1	0.3	1.1	1.6	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.5	-6.9	-5.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.8	3.2	3.2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.5	6.0	3.4	-0.5	12.6	6.6	6.0
Inflation (in % gg. Vj.)	1.2	2.3	2.1	1.2	3.1	2.6	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-17.0	-16.0	-9.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.8	-3.0	-2.4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.5	2.1	1.9	-3.0	6.6	2.3	2.8
Inflation (in % gg. Vj.)	0.0	0.2	0.4	-0.2	0.2	0.3	0.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.8	-6.4	-5.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3	3	3				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-10.5	1.1	5.3	-11.7	13.7	0.7	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	0.8	1.5	2.0	0.6	1.5	1.7	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15.7	-12.6	-9.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.1	-4.9	-3.6				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.3	2.6	3.5	-1.8	7.0	1.5	4.1
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.7	0.0	0.8	-0.6	0.1	0.0	0.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.0	-1.5	-0.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8.5	9.0	9.0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.8	2.9	2.5	-1.4	6.7	4.0	2.7
Inflation (in % gg. Vj.)	0.7	0.7	0.9	0.0	1.9	0.6	0.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.8	-5.7	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.7	0.0	-0.8				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.6	4.0	3.3	2.0	13.2	2.1	0.0
Inflation (in % gg. Vj.)	1.7	1.5	2.0	0.8	1.9	1.7	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.9	-6.1	-2.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-2.2	-1.9				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.6	4.4	4.0	-2.1	11.6	4.1	4.6
Inflation (in % gg. Vj.)	0.7	1.7	2.0	0.8	2.2	1.9	1.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.9	-3.6	-1.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.7	-1.7	-1.6				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.0	3.0	2.9	-2.3	6.9	3.4	4.3
Inflation (in % gg. Vj.)	0.6	1.5	1.9	1.0	1.8	1.4	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-3.6	-1.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.6	3.2	3.9				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1.6	2.3	2.5	-0.3	5.4	1.7	2.4
Inflation (in % gg. Vj.)	1.5	2.9	1.9	2.9	3.7	2.9	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	1.9	0.2	2.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.6	3.1	3.8				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.6	3.0	4.4
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	3.3	2.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.3	-5.2	-4.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.8	-0.4	-0.3
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.0	3.8	4.6
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	2.5	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.3	-5.6	-2.9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.1	-0.3	-0.6
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6.8	3.2	5.7
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	2.4	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.8	-4.4	-1.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.6	0.3	0.3
Russland			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.9	1.9	3.0
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	3.7	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-3.5	-1.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.6	0.7	-0.2
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.3	3.6	4.0
Inflation (in % gg. Vj.)	12.2	13.3	10.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.9	-4.3	-4.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.7	-3.3	-2.6
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8.4	4.2	2.7
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	4.0	4.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13.3	-11.8	-8.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.0	-1.4	-2.8
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.0	8.8	5.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	1.8	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.8	-6.3	-6.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.5	1.0	0.6
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4.7	3.8	2.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	4.7	4.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-17.1	-9.5	-7.9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.2	-1.1	-2.4
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8.9	6.0	3.1
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	3.3	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.2	-3.3	-2.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.1	0.5	-0.1

Quellen: Bloomberg, EIU, 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), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich
Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens
Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651
Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.
Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491
Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE
Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2021
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
  Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
  Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total-Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv", welche als „unattraktiv" und welche als „neutral" einzustufen sind.
"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

„Übergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„Untergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment 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 Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihesektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

"**Pfeil nach unten** (🡇)" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

"**Pfeil nach rechts** (🡆)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag** der **Publikation**.

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen 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 ausschließliche 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', und / oder ‚expert investors'weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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

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

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

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

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

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

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

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

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

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

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

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen.

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 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 Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

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

Ergänzende Information von 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 o- der 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.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 - (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 - (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	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