

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Aufbruch in ein neues Zeitalter? Ein neuer Blick auf Geld- und Fiskalpolitik

Im letzten Jahr waren es die Infektionszahlen, zum Start des neuen Jahrs sind es die Fortschritte bei der Impfung (bzw. Rückschläge bei der Impfstoff-Beschaffung), die die Diskussion am Devisenmarkt dominieren. Entwicklungen von traditioneller, fundamentaler Seite geraten in den Hintergrund, dabei gibt es sowohl bei der Geld- als auch der Fiskalpolitik Trends, die unsere Aufmerksamkeit verdienen.

Zunächst sei hier die globale Geldpolitik genannt bzw. der Glaube, dass die expansive Liquiditätsbereitstellung für etliche Jahre quasi ein Naturgesetz sein wird. Welche Marktfolgen ein Stimmungswandel haben könnte, ließ sich im Januar in den USA im Umfeld des Reflation Trade und der Spekulation über einen Exit der Fed beobachten. In den USA ist es für entsprechende Überlegungen sicher noch zu früh, andere Länder sind jedoch bereits deutlich weiter. Der Notenbank in Tschechien werden schon für das laufende Jahr bis zu zwei Leitzinserhöhungen unterstellt, mit entsprechenden Folgen für die Tschechische Krone. Norwegen gehört zu den Kandidaten für eine Zinserhöhung früh im nächsten Jahr, und die Notenbanken in Russland und Neuseeland haben sich erst kürzlich von vor Kurzem noch greifbaren Zinssenkungen verabschiedet. Auch wenn Fed und EZB in der Tat noch lange ultraexpansiv bleiben, lohnt es sich also durchaus, den Blick schweifen zu lassen.

Ebenso lohnt der Faktor Fiskalpolitik einen zweiten Blick. Bislang genügte es, auf das US-Hilfspaket und die Folgen für die globale Risikofreude zu blicken. Angesichts des ökonomischen Krisenmodus heißt es verständlicherweise derzeit „viel hilft viel“, mit Ende der Pandemie sollte man aber stärker differenzieren. Einige Länder werden sich mit der Frage der Schuldentragfähigkeit beschäftigen müssen, auch der fiskalpolitische Vergleich EU vs. US ist weniger eindeutig, als EUR-USD derzeit unterstellt.

Aktuell fahren die Märkte nur auf Sicht und begrüßen daher das neue US-Paket, ohne die Zusammensetzung der 1,9 Bio USD zu hinterfragen. Rund eine Billion davon dient zur direkten Unterstützung der Haushalte (Konsumschecks, Verlängerung der Arbeitslosenhilfe, ...). Es überwiegt also der kurzfristige Konsumanreiz, während Investitionen mit langfristigen Wachstumsimpulsen kaum gefördert werden. Das Gegenmodell hierzu bietet die EU. Der im Sommer initiierte Wiederaufbaufonds hat ein ganz anderes Selbstverständnis und läuft nicht umsonst unter dem Namen „Next Generation EU“. Im Vergleich mit den USA wirkt das Volumen von 750 Mrd. EUR geradezu geizig, dazu kommt erschwerend, dass die ersten Hilfen frühestens im Sommer ausgezahlt werden. Dafür geht es hierzulande nicht um (überspitzt gesagt) Konsum auf Pump wie in den USA, sondern um Investitionen in Digitalisierung, erneuerbare Energien und neue Mobilität, also um langfristige, strukturelle Wachstumsimpulse. Aus diesen qualitativen Unterschieden könnten sich perspektivisch auch für den Euro noch unerwartete Impulse ergeben. Dann wird sich zeigen, was langfristig stärker überzeugen kann: Quantität oder Qualität?

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
18.2.2021 13:14 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Kommt das Sommermärchen 2021?	2
USA: Verluste auf breiter Front	3
Japan: Bank von Japan überprüft im März geldpolitische Strategie	4
Großbritannien: Riskante Impfstrategie	5
Schweiz: Schweizer Wirtschaft wohl mit schwachem Jahresabschluss 2020	6
Australien & Neuseeland: Über Inflationsschübe und Tapering-Ängste	7
Kanada: Währung lässt sich von den Rohstoffen ziehen	8
Skandinavien: NOK weiterhin der Outperformer in Skandinavien	9
SCHWELLENLÄNDER	11
Osteuropa: Tschechische Zentralbank im Mittelpunkt des Interesses	11
Russland: CBR erklärt Leitzinssenkungszyklus für beendet	12
Türkei & Südafrika: Positives globales Sentiment stützt TRY und ZAR	13
China: Willkommen im Jahr des Büffels	14
Brasilien & Mexiko: Politik geht unterschiedliche Wege	15
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	18
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	21
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	23
I. IMPRESSUM	24

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

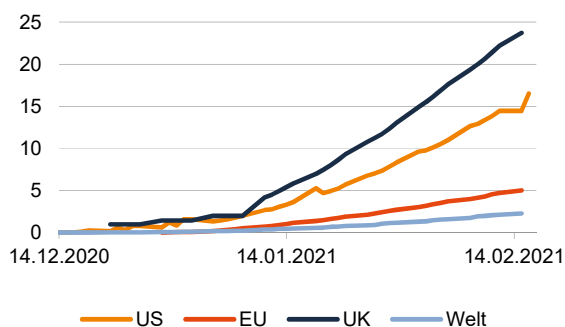
G10 WÄHRUNGEN

EWU: Kommt das Sommermärchen 2021?

Auch das erste Quartal 2021 dürfte für die europäische Wirtschaft und den Euro von negativen Corona-Implicationen geprägt bleiben. In den meisten EU-Ländern stehen wir auch weiterhin vor einer ungünstigen Kombination aus hohen Infektionszahlen, nur schleppend anlaufenden Impfungen und einem sich hinziehenden Lockdown, der von der Unkalkulierbarkeit der diversen Mutationen gekrönt wird. Dafür sollte der Stimmungswechsel zum Sommer umso heftiger zugunsten des Euro ausfallen. Der Rückstand bei den Impfungen dürfte aufgeholt und die Corona-bedingten Beschränkungen größtenteils aufgehoben sein, zudem werden voraussichtlich die ersten Hilfen aus dem EU-Wiederaufbaufonds ausgezahlt. Zusammen mit den Nachholeffekten beim Konsum spricht vieles für einen sehr erfreulichen Sommer 2021, der die Konjunktur, aber auch den Euro für die Entbehrungen der Wintermonate entschädigt.

EWU: Trübes erstes Quartal – radikaler Stimmungsumschwung zum Sommer

RÜCKSTAND BEI IMPFUNGEN BELASTET EUR-SENTIMENT
IMPFUNGEN, PRO 100 EINWOHNER



Quelle: Refinitiv

INFLATIONSSCHUB IN EUROPA? GEPRÄGT VON SONDEREFFEKTEN
CPI J/J IN %



Quelle: Refinitiv

Auf einen Unterstützungsfaktor wird der Euro aber auch künftig verzichten müssen: Für Exit-Forderungen an die EZB ist kein Platz, auch wenn die EWU-Preiszahlen für Januar perfekt zur Modererscheinung Reflationierung zu passen scheinen. Sie sind um 0,9% (J/J) gestiegen, was für sich genommen wenig inflationär klingt, aber einen Anstieg der Inflationsrate um 1,2 Prozentpunkte zum Vormonat bedeutet (Dez: -0,3% J/J). Einen solchen Sprung gab es noch nie seit Beginn der Eurostat-Erhebung. Es handelt es sich dabei aber um ein Trugbild, das gleich auf mehrere Sonderfaktoren zurückzuführen ist. So wirkten die Energiepreise weniger deflationär als noch im Vormonat (Jan: -4,1% vs. Dez: -6,9%). Dazu kommt das Lockdown-bedingte Fehlen des Winterschlussverkaufes, der im letzten Jahr zu dieser Zeit noch für die üblichen Rabattschlachten gesorgt hatte. In Deutschland ist die zeitlich begrenzte Mehrwertsteuersenkung ausgelaufen, dazu kommt eine neue CO2-Abgabe. Als wäre es damit noch nicht genug, wurde auch noch der Warenkorb für die Verbraucherpreise neu zusammengesetzt, die veränderten Konsumgewohnheiten im Corona-Jahr 2020 haben daher ebenfalls Spuren bei der Inflation hinterlassen. Da es sich allerdings um eine ganze Kette von Sonderfaktoren handelt, ist nicht mit einer Fortsetzung der Dynamik zu rechnen. Der Euro ist daher gut damit bedient, nicht auf den Inflationszug aufzuspringen und der EZB irgendeine Art von inflationsbedingter Exit-Absicht zu unterstellen, so wie wir es aktuell beim US-Dollar und der Fed beobachten können.

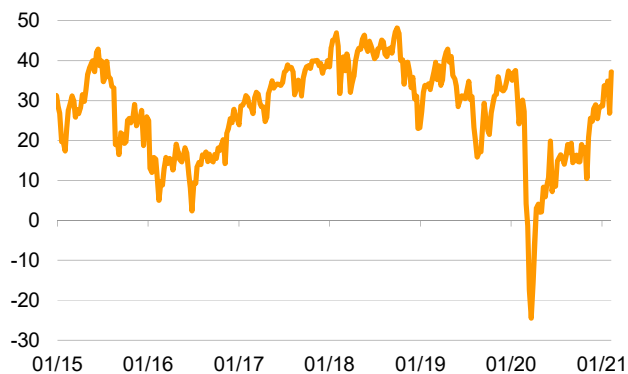
Inflationsschub in der EWU: Sonder-effekte statt Reflationierung à la USA

USA: Verluste auf breiter Front

Der Dollar konnte zwar zunächst einen soliden Start in das neue Jahr hinlegen, in den vergangenen Wochen zeigt die Währung jedoch zunehmend Schwächen. Der USD-Index hat sich zwar bis in den Februar hinein im Plus bewegt, dies war jedoch zum Schluss fast ausschließlich den Gewinnen des Dollars gegenüber dem Euro geschuldet, der als Schwergewicht im Index maßgeblich über dessen Verlauf bestimmt. Betrachtet man die Entwicklung des Dollars auf breiterer Basis, ist schon seit Ende Januar eine deutliche Abwertung zu erkennen. Diese fällt nicht ohne Grund mit der gleichzeitigen, signifikanten Erholung des globalen Risikosentiments zusammen. Der Risiko-Index von Bloomberg (siehe linke Grafik) hat sich in den vergangenen Wochen auf sein höchstes Niveau seit dem Frühjahr 2019 hochgekämpft und so ist die aktuelle Schwäche des Dollars eindeutig eine klassische Risk-On Bewegung (die Tatsache, dass ausgerechnet der Euro phasenweise noch schwächer war, dürfte nicht zuletzt der Sorge über den langsamen Start der dortigen Impfkampagnen und den erneuten politischen Querelen in Italien geschuldet gewesen sein).

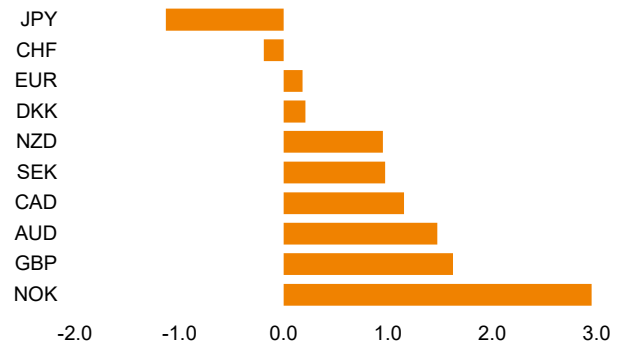
Nach einem soliden Start in das neue Jahr, musste der Dollar zuletzt auf breiter Front Federn lassen

RISIKOSENTIMENT ERHOLT SICH DEUTLICH
RONROFF-INDEX (STEIGT MIT ZUNEHMENDER RISIKOFREUDE)



Quelle: Bloomberg

USD VERLIERT AUF BREITER FRONT AN BODEN
% VERÄNDERUNG VS. USD SEIT 27.1.2021



Quelle: Bloomberg

Mit Blick auf die kommenden Wochen ist davon auszugehen, dass das allgemein positive Marktumfeld dem sicheren Hafen USD auch weiterhin das Leben schwer macht. Allerdings dürfte sich die zugrundeliegende Dynamik spätestens mit Blick auf das zweite Quartal ändern. Und zwar dann, wenn klar wird, dass die Inflation in den USA in diesem Jahr tatsächlich spürbar anziehen wird. Insbesondere für das zweite Quartal erwarten unsere Volkswirte einen deutlichen Anstieg im CPI, bis hin zu Raten von über 3% (J/J). Normalerweise würde dies für einen stärkeren Dollar sprechen, doch das war bevor die Fed ihre Strategie grundlegend überarbeitet hat. Gehörte die amerikanische Zentralbank in der Vergangenheit zu den proaktivsten ihrer Gattung, ermöglicht die neue Strategie der Fed nun eine entspanntere Haltung selbst in Phasen höherer Inflation – insbesondere, wenn sie, wie in diesem Jahr, davon ausgehen kann, dass der Inflationsschub allenfalls temporärer Natur ist. Gelingt es der Fed aufkeimende Tapering-Spekulationen zu unterdrücken, wird die Kombination aus steigenden Inflationsraten und stabilen Renditen den Realzins deutlich abfallen lassen. Keine guten Nachrichten für den Dollar, dem damit auf Sicht von 3-6 Monaten weiteres Ungemach ins Haus steht.

Auch auf Sicht von 3-6 Monaten bleibt der Ausblick für den Dollar negativ

Japan: Bank von Japan überprüft im März geldpolitische Strategie

Seit Jahrzehnten sucht Japans Geldpolitik nach einem Ausweg aus der Niedriginflation, ohne dass das Inflationsziel auch nur annähernd erreicht worden wäre. Die Corona-Krise hat die Ausgangslage ein weiteres Mal verschärft, die CPI-Kernrate lag im Dezember auf einem Elf-Jahrestief bei -1,0% (J/J). Dabei kann man der Bank von Japan ganz sicher keine Untätigkeit vorwerfen, ganz im Gegenteil gehört sie nicht nur zu den geldpolitisch aktivsten, sondern auch zu den progressivsten weltweit. Negative Leitzinsen, Quantitative Lockerung einschließlich dem Ankauf von Papieren außerhalb des Staatsanleihesektors (Aktien-ETFs), aktive Steuerung der Zinskurve, ... diese Innovationen wurden von der BoJ bereits praktiziert, als sie andernorts noch völlig undenkbar waren. Entsprechend gespannt blicken wir am 19. März nach Japan, wenn die BoJ das Ergebnis ihrer Strategie-Überprüfung vorstellt.

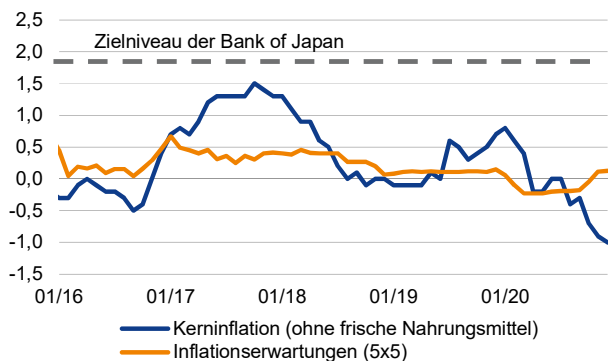
Zu den konkreten BoJ-Maßnahmen, die mehr als nur ein Finetuning bedürfen, gehören unseres Erachtens sowohl der Kauf von ETFs als auch die Ausgestaltung des Zinsziels. Angesichts der Hausse der letzten Quartale ist das geldpolitische Engagement am Aktienmarkt nicht nur nicht mehr nötig, sondern inzwischen sogar kontraproduktiv, da es zur Überhitzung des Marktes beiträgt. So hat die BoJ den nationalen Pensionsfond GPIF Ende letzten Jahres als größten Anteilseigner an der japanischen Börse überholt und inzwischen ETFs im Wert von 36 Bio JPY auf den Büchern. Erschwerend kommt hinzu, dass ETFs anders als Anleihen keine Fälligkeit haben, also nicht irgendwann von alleine aus der Bilanz verschwinden. Eine Reduzierung der ETF-Käufe von derzeit bis zu 12 Bio JPY p.a. halten wir daher für plausibel und sollte nicht als Zeichen des geldpolitischen Exits gewertet werden.

Japans Deflation so stark wie zuletzt im Jahr 2010

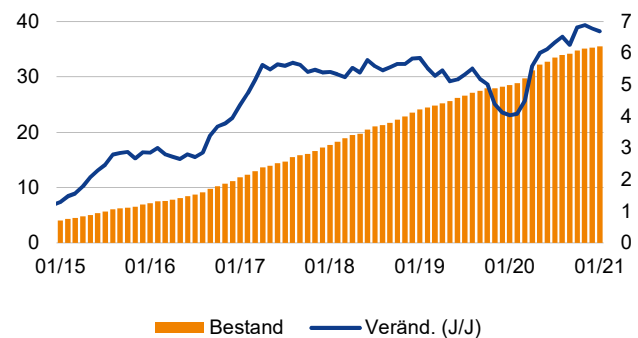
Rückzug aus ETF-Käufen überfällig

BoJ größter Anteilseigner am japanischen Aktienmarkt

KAMPF GEGEN DEFLATION SCHEINT AUSSICHTSLOS
INFLATION UND LANGFRISTIGE ERWARTUNGEN (5Y5Y) IN % (J/J)



BOJ INZWISCHEN GRÖßTER ANTEILSEIGNER AN JAPANS BÖRSE
ETFs IN BOJ-BILANZ, BESTAND (L.S.) UND VERÄND. (R.S.), IN BIO JPY



Auch das Ziel, die zehnjährigen JGB-Renditen bei „etwa 0%“ zu halten, ist mit Blick auf die globale Reinflations-Phantasie nicht mehr zeitgemäß. Derzeit lässt die BoJ eine Spanne von +/-20 Bp zu; eine Ausweitung auf +/-40 Bp würde mehr Flexibilität bieten. Ein marktgetriebener Renditeanstieg v.a. am ultralangen Ende bzw. eine steilere Kurve wären auch positiv für die Ertragslage der Pensionsfonds. Seit einigen Tagen kursieren zudem Spekulationen, dass die BoJ ihren kurzfristigen Schlüsselzins noch weiter ins Negative senken könnte, ein Schritt, der lange als indiskutabel galt. Sollte sich diese Idee nicht nur als reine Spekulation erweisen, halten wir es für unumgänglich, dass die Senkung von einem Ausgleich für die Banken z.B. über ein komplexes Stufensystem begleitet wird. Bereits jetzt werden bei der negativen Policy-Rate-Balance großzügige Ausnahmen gewährt. Trotz all dieser geldpolitischen

Breitere Spanne für das JGB-Zinsziel

Noch tiefere Negativzinsen? Nicht ohne Ausgleich für Banken

Optionen, die im März auf dem Tisch liegen, dürfte es der BoJ aber kaum gelingen, den Yen zu einem nachhaltigen Abwärtstrend zu bewegen, dafür ist die Drohkulisse einfach nicht überzeugend genug.

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

Großbritannien: Riskante Impfstrategie

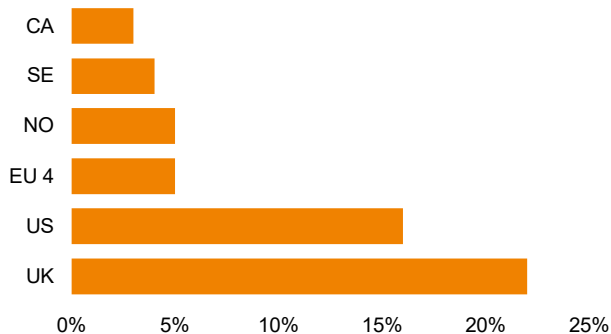
Die zügige Impfkampagne der britischen Regierung beflügelt das Pfund nun bereits seit einigen Wochen. Die Währung konnte dabei nicht nur gegenüber dem aktuell angeschlagenen US-Dollar profitieren, sondern auf breiter Basis zulegen. Der britischen Regierung ist es gelungen, so betonen es die optimistischen Schlagzeilen der heimischen Presse, bereits mehr als 20% der Bevölkerung zu impfen. Wie die Grafik unten links bezeugt, liegen die Briten damit im internationalen Vergleich ganz weit vorne. Tatsächlich ist es bislang nur Israel und den Vereinigten Arabischen Emiraten gelungen, einen größeren Anteil der Bevölkerung zu impfen. Die britische Regierung gibt sich dementsprechend hoffnungsvoll, dass es gelingen wird, die anvisierte Herdenimmunität bereits im Frühsommer zu erreichen.

Britische Regierung feiert Impferfolge

Dass diese vermeintlich frohe Botschaft mit Vorsicht genossen werden sollte, zeigt jedoch ein Blick auf die rechte Grafik. Zwar haben mittlerweile 22% der Briten *eine* Impfdosis erhalten, die volle Impfung von zwei Dosen bislang jedoch weniger als 1% der Bevölkerung. Legt man dieses Maß zugrunde, liegen u.a. sowohl die USA als auch die EWU vor Großbritannien. Grund hierfür ist die Impfstrategie der Briten, die darauf setzt, zunächst so viele erste Dosen wie möglich zu verabreichen und die zweite Dosis auf bis zu zwölf Wochen zeitlich hinauszuzögern (die meisten Hersteller empfehlen lediglich eine 3-wöchige Pause). Während dies für den AstraZeneca Impfstoff von vielen Experten als unproblematisch angesehen wird, gibt es bei den ebenfalls in Großbritannien verwendeten Impfstoffen von BioNTech und Moderna durchaus Bedenken. Erst die kommenden Monate werden zeigen, ob die Strategie der Regierung aufgeht.

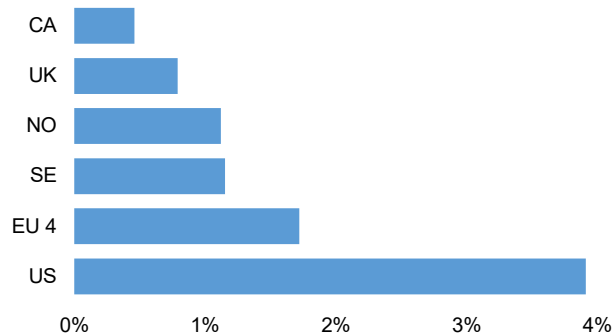
Bislang sind jedoch fast überall erst die ersten Impfdosen verabreicht worden

ZÜGIGE IMPFKAMPAGNE IN GROSSBRITANNIEN
VERABREICHTE IMPFDOSEN IN % DER BEVÖLKERUNG



Quelle: www.ourworldindata.org

ODER MEHR SCHEIN ALS SEIN?
BEVÖLKERUNGSANT., DER BEIDE IMPFDOSEN ERHALTEN HAT (IN %)



Quelle: www.ourworldindata.org

Das Pfund schiebt diese Bedenken aktuell jedoch zur Seite und reagiert dynamisch positiv auf die Impfkampagne. Ähnlich verhält es sich mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung Großbritanniens. Eine erneute Rezession wird im ersten Quartal nicht

Pfund auf aktuellen Kursen überbewertet

ausbleiben und auch die darauffolgende Erholung dürfte allenfalls schleppend verlaufen. Auch dies wird aktuell jedoch vom Markt ignoriert. Stattdessen sonnt sich die Währung im warmen Glanz globaler Risikofreude. Die fundamentale Realität wird die Währung jedoch auf Kurz oder Lang einholen. So vorrausschauend der Markt auch sein mag, die Tatsache bleibt, dass die britische Wirtschaft im internationalen Vergleich hinterherhinken wird, was die Erholung aus der Corona-Krise betrifft. Für das britische Pfund wird dies nicht ohne Konsequenzen bleiben und wir erachten die Währung derzeit als deutlich überbewertet.

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

Schweiz: Schweizer Wirtschaft wohl mit schwachem Jahresabschluss 2020

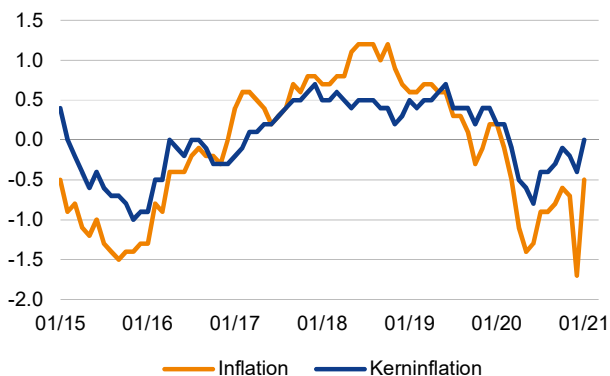
Ende des Monats werden in der Alpenrepublik die Daten zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts erwartet. Zwar ist die Schweiz mit Blick auf die wirtschaftliche Aktivität im internationalen Vergleich bislang recht gut durch die Corona-Krise gekommen. Um einen BIP-Rückgang dürften die Eidgenossen Ende vergangenen Jahres dennoch nicht herumgekommen sein. Während der Marktkonsens mit einem Minus in Höhe von -0,7% (Q/Q) rechnet, könnte dieses nach Einschätzung des DZ BANK Research sogar noch etwas deutlicher ausgefallen sein. Eine rasche Erholung dürfte sich zudem nicht einstellen. Selbst in einem günstigen Szenario sollte die Schweiz über eine Stagnation im ersten Quartal 2021 nicht hinauskommen.

Gute Voraussetzungen für einen zunehmenden Preisdruck sehen zwar sicherlich anders aus. Allerdings gab es hier zu Beginn dieses Jahres einen kleineren Lichtblick. So lag die Kerninflationsrate erstmals seit Februar vergangenen Jahres nicht mehr im negativen Bereich. Auch der breitangelegte Preisindex zeigte sich etwas freundlicher als im Vormonat, wenngleich die Inflationsrate hier mit -0,5% (J/J) klar unterhalb der Nulllinie verblieb.

Es droht eine technische Rezession zum Jahreswechsel...

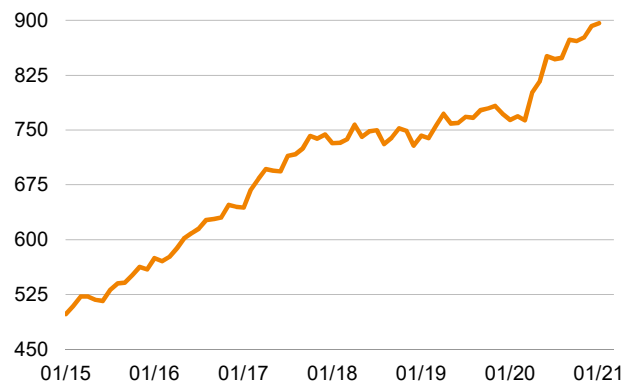
Bei der Inflationsrate rückt die Nulllinie zumindest näher

KERNINFLATIONSRATE NICHT MEHR NEGATIV – IMMERHIN
KERNINFLATIONS- UND INFLATIONSRATE IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg

FX-RESERVEN DER SNB AN DER 900-MILLIARDEN-FRANKEN-MARKE
DEVISENRESERVEN DER SCHWEIZER ZENTRALBANK IN MRD. CHF



Quelle: Bloomberg

Den Schweizer Franken tangieren die fundamentalen Entwicklungen im eigenen Land nicht. Und daran wird sich wohl auch nichts ändern, solange die heimischen Rahmenbedingungen keine veränderte geldpolitische Weichenstellung in die eine

SNB behält ihren geldpolitischen Kurs bei

oder andere Richtung nach sich ziehen. Danach sieht es zurzeit sicher nicht aus, wird die SNB doch nicht müde, die Notwendigkeit von Negativzinsen und die Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen hervorzuheben.

Ein mangelnder Einfluss auf den Franken-Wechselkurs lässt sich für die vergangenen Wochen selbst für bedeutende internationale Faktoren beobachten. Weder die zeitweilige Regierungskrise in Italien oder die schleppend anlaufende Impfkampagne in der EU noch das teils zähe Ringen um ein US-Fiskalpaket in Washington konnten die eidgenössische Landeswährung aus der Ruhe bringen. Hierfür bedarf es offensichtlich mehr. Dem Szenario eines nachhaltigen globalen Konjunkturaufschwungs in Kombination mit anhaltenden Spekulationen über eine weltweite Rückführung expansiver geldpolitischer Maßnahmen werden dabei momentan die besten Chancen eingeräumt.

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

Was kann den Franken überhaupt noch aus der Ruhe bringen?

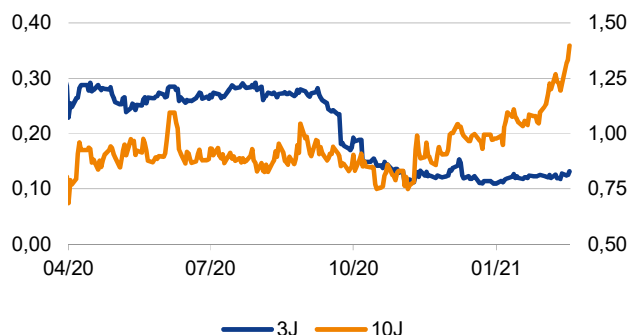
Australien & Neuseeland: Über Inflationsschübe und Tapering-Ängste

Die neue Ära am US-Rentenmarkt hat auch Australien und Neuseeland angesteckt. Spekulationen über den „Reflation Trade“ durch die Wirtschaftspolitik der Ära Biden haben nicht nur gegenüber der US-Notenbank Exit-Phantasien laut werden lassen, auch die australischen und neuseeländischen Renditen haben den Marsch nach oben angetreten. In den kürzeren Laufzeitenbereichen konnten das Zinsziel von RBA bzw. das QE-Programm der RBNZ zwar Schlimmeres verhindern. Aber der Anstieg um knapp 40 bzw. 50 Basispunkte bei den zehnjährigen Staatsanleihen (AU bzw. NZ) innerhalb der letzten sechs Wochen zeigt, wie sensibel die Märkte für die Idee sind, dass die Inflation zurückkehren könnte. Allerdings droht dieser Zinsanstieg, die Bemühungen der Notenbanken zunichte zu machen, ein möglichst günstiges Finanzierungsumfeld zum Überwinden der Krise zu schaffen. Auch das schwindelerregende Tempo des Renditeanstiegs am langen Ende trägt nicht unbedingt zur Finanzmarktstabilität bei.

Ausverkauf am Rentenmarkt

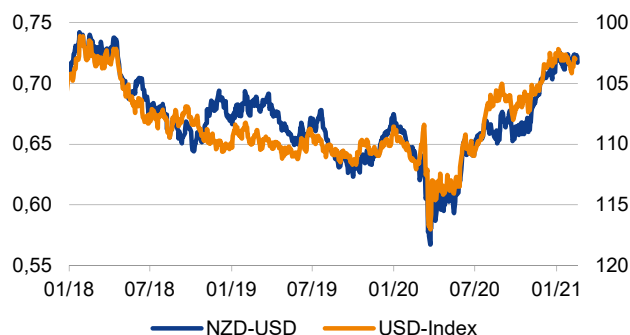
Verlieren RBA und RBNZ die Kontrolle?

KONTROLLVERLUST? RBA-ZINSZIEL VERANKERT NUR 3JÄHRIGE
RENDITE AUSTRALISCHER STAATSANLEIHEN: 3J (L.S.) 10J (R.S.) IN %



Quelle: Refinitiv

GLOBALE USD-ZWEIFEL ERÖFFNEN NEUE MÖGLICHKEITEN FÜR NZD
NZD-USD (L.S.) UND USD-INDEX (R.S. INVERS)



Quelle: Refinitiv

Zwar zählen wir RBA und RBNZ zu den ersten der G10-Notenbanken, die den Ausstieg aus ihrer Rettungspolitik der letzten Jahre angehen werden, doch für entsprechende Tapering-Spekulationen ist es vor Ende dieses Jahres sicher noch zu früh.

Weitere Zinssenkungen würden die Grenze zur Währungsmanipulation übertreten

Ganz im Gegenteil werden beide Zentralbanken alles Erdenkliche daransetzen, um diese Phantasien im Keim zu ersticken – nicht zuletzt aufgrund der aus geldpolitischen Sicht fatalen Nebenwirkungen, die solche Spekulationen für die Währungen haben würden. Verkompliziert wird diese Ausgangslage durch die konjunkturelle Entwicklung. Mit einem erwarteten BIP-Plus von 2,9% bzw. 4,0% für das laufende Jahr sowie einer Inflation von 0,8% bzw. 1,5% (Australien bzw. Neuseeland, jeweils J/J) fällt es schwer, weitere Zinssenkungen mit der Entwicklung im Inland zu rechtfertigen. Ein solcher Schritt wäre also eine eindeutige währungspolitische Kampfansage und würde den Vorwurf der Währungsmanipulation provozieren. Es bleibt also eine geldpolitische Gratwanderung, die für die beiden kleinen Dollars Raum für weitere Kursgewinne lässt

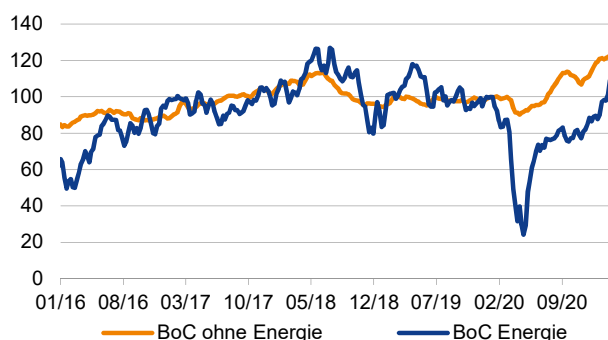
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Kanada: Währung lässt sich von den Rohstoffen ziehen

Wie schon in der zweiten Jahreshälfte 2020 sind auch in diesem Jahr für den Loonie die Rohstoffpreise der entscheidende Treiber, was zumindest leichte Gewinne gegenüber dem US-Dollar ermöglichte. Die Aussichten für die Rohstoffpreise sind voraussichtlich auch für die kommenden Monate ein wichtiger Faktor für die Währung. Die zügige Erholung nach dem Corona-Einbruch in China war dabei ein wichtiger Faktor für den Anstieg der Rohstoffpreise. Hinzu kommt in den USA und Kanada ein lebhafter Wohnungsbau, der durch das niedrige Zinsniveau befeuert wurde. Dabei hat offenbar vor allem das klassische Einfamilienhaus von der Corona-Epidemie profitiert. Einher ging dies mit steigenden Preisen für Forstprodukte, einem wichtigen Exportsektor für Kanada. Auch nach einem Abflauen der Infektionszahlen dürfte die Baunachfrage noch einige Zeit stabil bleiben.

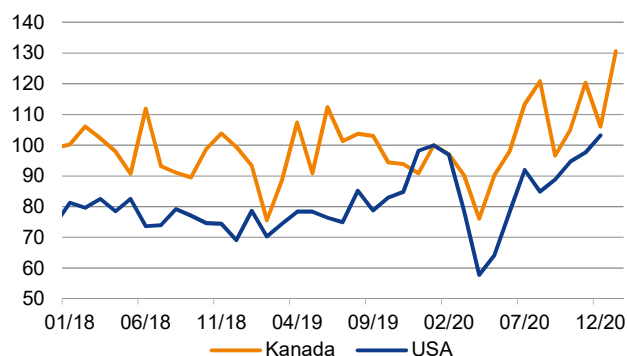
Nicht nur der Ölpreis, auch andere Rohstoffpreise steigen

HÖHENFLUG BEI DEN ROHSTOFFPREISEN HILFT DEM LOONIE
BANK OF CANADA ROHSTOFFPREISE; 1.1.2020 = 100



Quelle: Bloomberg

WOHNUNGSBAU STÜTZT KONJUNKTUR UND ROHSTOFFNACHFRAGE
NEUBAUBEGINNE; JAN. 2020 = 100



Quelle: Bloomberg

Eine Rückkehr der Wirtschaft zur Normalität bzw. zumindest die klare Aussicht hierauf, hängt eng mit den Impffortschritten zusammen. Bisher liegen die USA, wo bereits über 15% der Bevölkerung zumindest eine erste Spritze bekommen haben, im bilateralen Rennen mit Kanada mit rund 3% klar vorn. An fehlenden Bestellungen kann dies nicht liegen, hat Kanada doch in Relation zur Bevölkerungszahl mehr Impfdosen bestellt als viele andere Industrieländer. Allerdings hatte das Land bei der Auswahl der wichtigsten Hersteller kein glückliches Händchen bewiesen. Zudem trifft

Rückstand bei den Impfungen wird durch Erfolge bei Corona-Eindämmung kompensiert

das Land auch die jüngsten Verzögerungen bei den Impfstofflieferungen. Die Corona-Welle im Herbst und Winter konnte Kanada jedoch auch ohne Impfungen bisher besser in den Griff bekommen als die USA oder Europa, so dass die Impfverzögerungen kein größerer Belastungsfaktor sein sollten. Zudem soll auch in Kanada im Sommer mit der Impfung breiter Schichten der Bevölkerung begonnen werden, sodass spätestens im Schlussquartal die Wirtschaft wieder auf Kurs kommt. Dann dürfte sich auch der Reiseverkehr weltweit wieder stärker erholen und damit verbunden auch die Nachfrage nach Rohöl. Dem steht allerdings noch die Aussicht gegenüber, dass die OPEC+ ihre im Frühjahr letzten Jahres beschlossenen Förderkürzungen zurücknehmen wird. Insgesamt sollten die Rohstoffpreise und damit auch der Loonie aufgrund der wirtschaftlichen Belebung gut unterstützt sein.

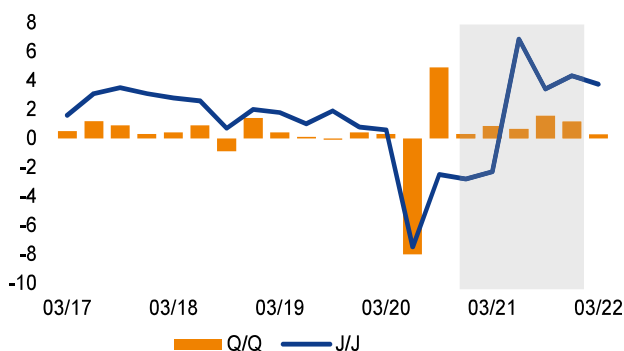
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Skandinavien: NOK weiterhin der Outperformer in Skandinavien

Seit Jahresbeginn handelt EUR-SEK in einer engen Spanne von 10,20-10,40 SEK. Damit konnte die Krone bislang nicht an ihre starke Performance aus dem Jahr 2020 anschließen. Geschuldet dürfte dies zum einen der problematischen Corona-Lage im Land sein, die auch die Wirtschaft in Mitleidenschaft zieht, zum anderen der weiterhin ultra-expansiven Haltung der Riksbank. Die Zentralbank hat in der vergangenen Woche erneut bestätigt, dass ihr geldpolitischer Kurs unverändert bleiben wird, neue Impulse sind hier auf absehbare Zeit also nicht zu erwarten. Stattdessen beschäftigt sich die schwedische Zentralbank weiter intensiv mit ihrem e-krona Projekt, welches nun um ein Jahr bis Anfang 2022 verlängert wurde. Bis zu einer möglichen Umsetzung wird jedoch noch viel Zeit vergehen – auch wenn die Riksbank unbestreitbar zu den Vorreitern in Sachen Digitaler Zentralbankwährungen gehört.

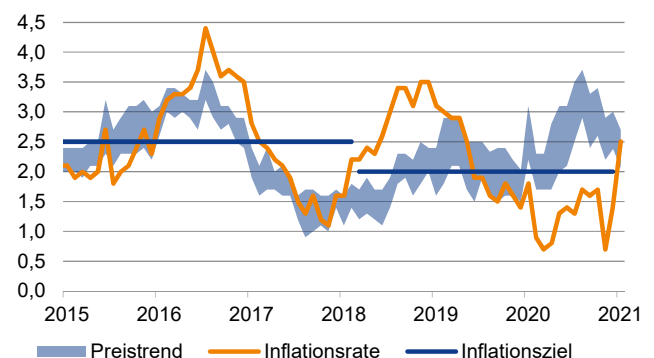
Keine neuen Impulse aus der schwedischen Geldpolitik

SWEDISCHES WACHSTUM BLEIBT VERHALTEN
BIP IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

NORGES BANK SIEHT INFLATIONSZAHLEN NOCH ENTSPANNT
J/J IN %; PREISTREND= SPANNE VON VIER INFLATIONSINDIKATOREN



Quelle: Norges Bank

Die massiven fiskalischen Hilfen in Norwegen ermöglichten es der Wirtschaft die Corona-Krise vergleichsweise robust zu überstehen. Die monatlichen BIP-Zahlen zeigten für die Festlandswirtschaft (ohne den Öl- und Gassektor) bereits für den Dezember, trotz einiger Corona-bedingter Einschränkungen, wieder einen Anstieg um 1,0% (M/M). Das Niveau des Vorjahres wurde damit lediglich um 0,6% verfehlt. Damit werden die Wachstumszahlen in Norwegen ab dem Frühjahr allerdings weniger spektakulär ausfallen als im übrigen Europa. Da Norwegen auch die zweite Welle der Corona-Infektionen deutlich besser bewältigen konnte als die meisten Nachbarn,

Norwegen hat Corona-Einbruch schon fast überwunden

werden viele Beschränkungen bereits wieder gelockert. Mit dem Erreichen des Vor-Corona-Niveaus bei der Wirtschaftsleistung wird zum einen eine Rücknahme der fiskalischen Hilfen aber auch eine Normalisierung der Geldpolitik immer stärker in den Vordergrund gerückt. Die Norges Bank muss dabei die Verbraucherpreiszahlen im Blick behalten. Zum Jahresauftakt sprang die Inflationsrate auf 2,5% (J/J) und damit deutlich über die Zielmarke von 2%, eine Schwelle, die auch von den verschiedenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preisauftrieb schon Anfang letzten Jahres überschritten wurden. Auch wenn einige Sondereffekte bei den Verbraucherpreisen eine Rolle spielen, wird eine Abkehr von der Null-Zins-Politik näher rücken. In ihren Zinsprojektionen geht die Norges Bank von einer ersten Zinserhöhung im Frühjahr 2022 aus. Diese Einschätzung wird auch am Rentenmarkt geteilt, wo die Renditen bereits spürbar gestiegen sind. Im Schatten des Öls, das im letzten Jahr und auch in den ersten Wochen des neuen Jahres der dominierende Faktor für die Norwegische Krone war, hat sich damit auch zunehmend wieder der Renditevorsprung gegenüber dem Euroraum als hilfreich erwiesen. Von dieser Seite sollte auch in den kommenden Monaten noch weitere Unterstützung ausgehen. Angesichts der Erholung der Weltwirtschaft in diesem Jahr, dürfte aber auch der Rohölpreis als positiver Faktor für die Krone erhalten bleiben.

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

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

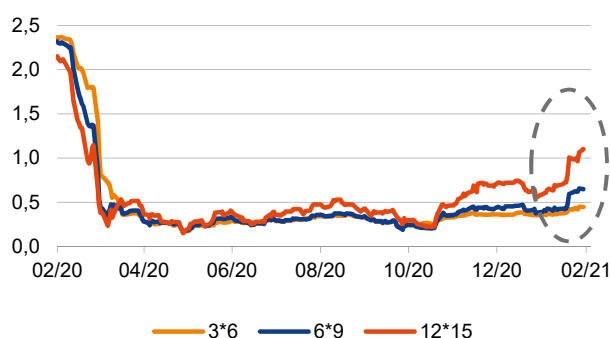
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Tschechische Zentralbank im Mittelpunkt des Interesses

Nachdem zu Beginn des Jahres die polnische Notenbank und damit verbunden die Frage nach den Argumenten für ihre Eingriffe zur Schwächung des Zloty im Fokus gestanden haben, sind nun dieser Tage die Augen der CE3-Interessierten auf die Währungshüter Tschechiens (CNB) gerichtet. Diese haben zuletzt Leitzinserhöhungserwartungen Rückenwind verliehen. Hervorzuheben sind hierbei Einschätzungen des CNB-Vorsitzenden Rusnok, welcher sich eigenen Angaben zufolge in diesem Jahr bis zu zwei Straffungsschritten vorstellen kann. Beginnen könnte die tschechische Zentralbank mit der geldpolitischen Normalisierung seinen Worten zufolge ab Mitte des Jahres. Die tschechische Krone nahm diese Perspektive überaus erfreut zur Kenntnis und kletterte gegenüber dem Euro zeitweise auf den höchsten Stand seit Mitte 2020 und hat damit nun wieder ihre Vor-Corona-Werte im Blick.

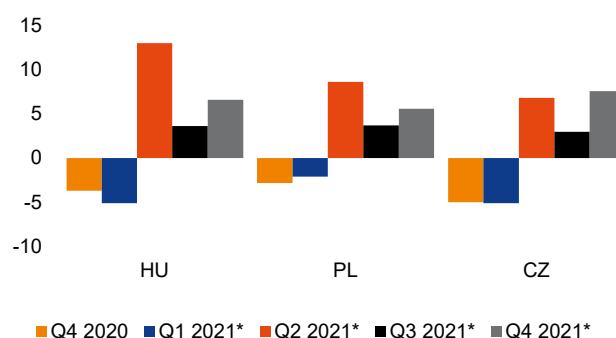
CNB-Chef Rusnok stellt geldpolitische Normalisierung in Aussicht

LEITZINSERHÖHUNGSERWARTUNGEN BEFLÜGELN DIE KRONE
DIVERSE CZK-FRA-NOTIERUNGEN, IN %



Quelle: Bloomberg

CE3-STAATEN: KONJUNKTURELLE AUSSICHTEN DÜRFTE SICH IN DEN SOMMER HINEIN AUFHELLEN
BIP-ZAHLEN QUARTALSWERTE, J/J, IN %, * = MARKTERWARTUNGEN



Quelle: Bloomberg

Wenngleich wir der Krone im Jahresverlauf weitere Kursgewinne zugestehen, so dürfte sie auf kurze Sicht jedoch im Bereich ihrer aktuellen Niveaus der Dinge harrten, die da kommen. Anlass zu dieser Einschätzung gibt uns die Ansicht, dass in den momentanen CZK-Kursen bereits viel Positives eingepreist ist. Dabei sollte jedoch nicht vergessen werden, dass sich die tschechische Landeswährung noch einige Zeit wird gedulden müssen, bevor die CNB den Leitzins tatsächlich wieder moderat anheben wird. Unserer Ansicht nach sollte dies erst im Verlauf des zweiten Halbjahres geschehen. Anlass zu der Einschätzung, dass die CNB umsichtig agieren und geldpolitisch nichts überstürzen dürfte, gibt uns neben der zunächst noch fragilen konjunkturellen Lage des Landes auch der zuletzt in Tschechien merklich nachgelassene und perspektivisch weiter rückläufige Preisdruck. Zudem ist in diesem Zusammenhang auch die jüngste Aufwertung der Krone zu nennen. So hat die CNB doch bereits in der Vergangenheit klargestellt, dass eine festere Landeswährung bereits eine geldpolitisch straffende Wirkung besitze. Die Notwendigkeit von verfrühten bzw. übermäßigen Leitzinsanhebungen dürfte damit letztendlich auch von dieser Seite aus gebremst werden, zumal die Krone im Verlauf von 2021 nicht nur nach Einschätzung ihrer Währungshüter weiteren Rückenwind erfahren sollte.

Wir gestehen jedoch nicht nur der tschechischen Krone, sondern auch dem polnischen Zloty sowie dem ungarischen Forint im weiteren Jahresverlauf gegenüber dem Euro Kursgewinne zu. Ein wichtiger Aspekt ist hierbei die sich in den Sommer

Die Krone wird sich jedoch zunächst noch in geldpolitischer Geduld üben müssen

PLN und HUF: Geldpolitische Sorgen überschatten besser als erwartet ausgefallene Q4-BIP-Zahlen

hinein nicht nur in den CE3-Staaten, sondern auch innerhalb der gesamten E(W)U sowie sich weltweit abzeichnende deutliche konjunkturelle Erholung. Einen ersten Vorgeschmack darauf, dass die drei kleinen osteuropäischen Volkswirtschaften diesbezüglich auf einem guten Weg sein sollten, gaben jüngst die vorläufigen nationalen Wachstumszahlen für das Schlussquartal 2020. Diese sind sowohl in Polen als auch in Tschechien und Ungarn besser als marktseitig erwartet ausgefallen. Dass sie dem Zloty und dem Forint allerdings noch nicht den gewünschten Support bieten konnten, dürfte maßgeblich ihren Notenbanken geschuldet sein. Während dem Zloty noch die Androhung weiterer FX-Eingriffe in den Gliedern stecken sollte, dürfte sich der Forint hingegen angesichts der ultra-expansiven geldpolitischen Ausrichtung seiner Währungshüter so seine Gedanken über den marktseitig im zweiten Quartal erwarteten Anstieg der dortigen Inflationsrate machen.

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

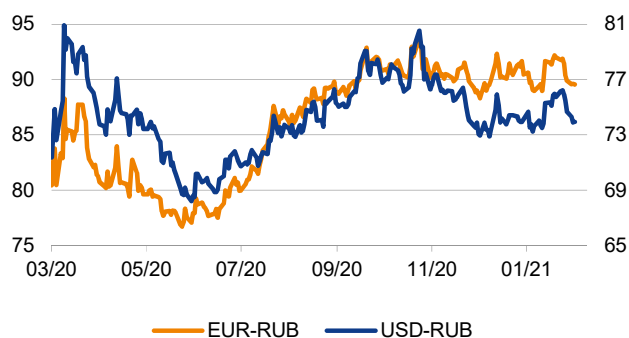
Russland: CBR erklärt Leitzinssenkungszyklus für beendet

Die russische Zentralbank (CBR) hat bei ihrem jüngsten Zusammentreffen zwar den Leitzins wie allgemein erwartet unverändert bei 4,25% belassen. Allerdings verkündete die Notenbankoberste Nabiullina zugleich auch das Ende des Leitzinssenkungszyklus und schlug damit einen etwas „hawkisheren“ Ton als bei den vorherigen Sitzungen an, wo sie stets die Türe für eine weitere umsichtige geldpolitische Lockerung offen gelassen hatte. Als Grund führte Nabiullina die Inflationsrisiken an, die ihrer Ansicht nach nun keinen Spielraum mehr für eine weitere Leitzinssenkung geben. Angesichts des zuletzt deutlich zugenommenen Preisdrucks, die dortige Inflationsrate stieg im Januar auf 5,2% (J/J) und erreichte damit den höchsten Stand seit April 2019, verwundert diese Einschätzung der CBR-Obersten nicht. Allerdings dürfte nicht nur die Inflationsentwicklung die russische Notenbank bei ihrer Entscheidung beeinflusst haben. Vielmehr ist davon auszugehen, dass auch die Furcht vor neuerlichen Sanktionen des Westens sowie damit verbunden die Sorge vor einem weiter in die Defensive geratenden Rubel eine Rolle gespielt haben. Wir gehen davon aus, dass die CBR den Leitzins in den kommenden Monaten auch mit Blick auf die noch fragile Konjunktorentwicklung des Landes unverändert bei 4,25% belassen wird. Der Tonspur sollte jedoch fortan ein zumindest leicht „hawkisher“ und damit Rubelstützender Zungenschlag zu entnehmen sein.

Russische Notenbank schlägt einen etwas „hawkisheren“ Kurs ein

SANKTIONEN- UND INFLATIONSSORGEN LASSEN DEN RUBEL ZURÜCKHALTEND AGIEREN

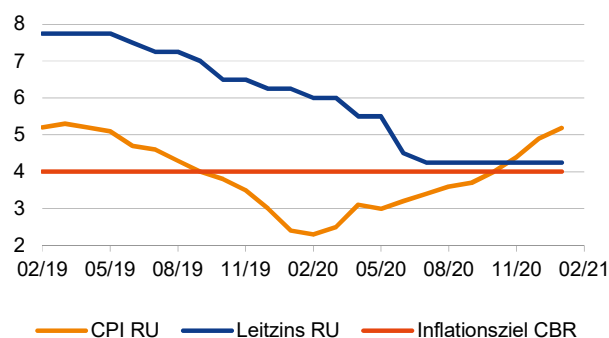
LS: EUR-RUB, RS: USD-RUB



Quelle: Bloomberg

MERKLICH ZUGENOMMENER PREISDRUCK TRIFFT AUF EXPANSIVES LEITZINSNIVEAU

ALLE WERTE IN %, CPI-WERTE GEGENÜBER VORJAHR



Quelle: Bloomberg

Was die kommenden Wochen betrifft, so dürfte das Risikoempfinden des Rubels neben den merklich zugenommenen Inflationsrisiken zunächst weiterhin auch von der Unsicherheit darüber, ob und wenn ja mit welchen Sanktionsmaßnahmen der Westen u.a. auf die Inhaftierung des russischen Oppositionspolitikers Nawalny reagieren könnte, geprägt sein. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Sanktionsfurcht des Rubels mit der voranschreitenden konjunkturellen Erholung Russlands allmählich nachlassen wird, zumal die dortige Wirtschaft bereits in der Vergangenheit bewiesen hat, dass sie mit den Sanktionen vergleichsweise gut zurechtkommt. Zudem dürfte dem Rubel auch das Vertrauen in die Geldpolitik seiner Notenbank nach und nach wieder mehr Selbstbewusstsein verleihen, zumal auch der Ölpreis erholt bleiben sowie das globale Sentiment dem Segment der Schwellenländerwährungen nach wie vor grundsätzlich wohlgesonnen sein sollten.

Sanktionsfurcht und Inflationsrisiken belasten den Rubel

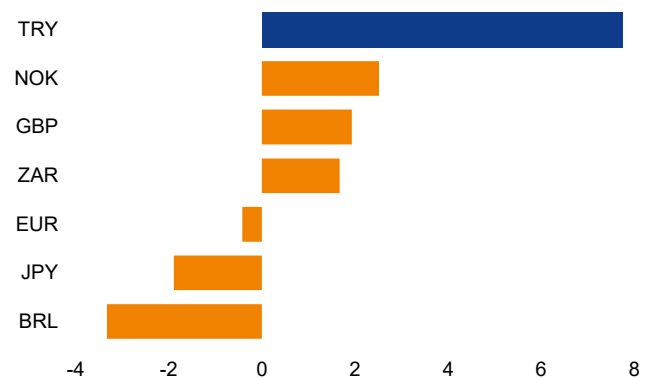
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Türkei & Südafrika: Positives globales Sentiment stützt TRY und ZAR

Erwartungen zugunsten eines umfassenden US-Fiskalpakets, eine Federal Reserve, die ihre expansive geldpolitische Gangart trotz eines im Jahresverlauf zumindest vorübergehend zunehmenden Preisdrucks beibehalten sollte, rückläufige Corona-Neuinfektionszahlen sowie Fortschritte bei den weltweiten Impfkampagnen – diese Rahmenbedingungen sind es, die Schwellenländerwährungen derzeit Auftrieb geben. Den heimischen wirtschaftlichen und politischen Faktoren kommt in diesem Umfeld vorrangig die Aufgabe zu, mögliche Störfeuer zu vermeiden. Sowohl beim Südafrikanischen Rand als auch der Türkischen Lira gelingt das aktuell offenbar sehr gut. Erstgenannter konnte seit Jahresbeginn gegenüber Euro und US-Dollar rund 2% aufwerten, was für Platz vier unter den weltweit nennenswerten Währungen reicht. Die Lira legte sogar über 7% zu und ist damit die mit Abstand stärkste Währung dieses Jahres.

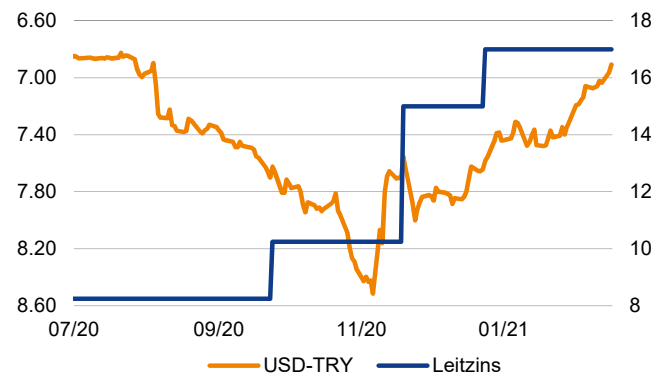
Globale Faktoren dominieren, heimischen Entwicklungen kommt aktuell die Rolle zu, nicht zu stören

LIRA DER TOP PERFORMER DER ERSTEN WOCHEN DES JAHRES
KURSVERÄNDERUNG SEIT 31. DEZEMBER 2020 VS. USD, IN %



Quelle: Bloomberg

GLAUBWÜRDIGE, RESTRIKTIVE GELDPOLITIK GIBT LIRA AUFTRIEB
LS: USD-TRY, INVERS; RS: LEITZINS IN %



Quelle: Bloomberg

Der Lira ist es darüber hinaus seit Anfang November gelungen, sich vom hässlichen Entlein, das ein Rekordtief nach dem anderen verzeichnet, zum schönen Schwan zu wandeln. Hintergrund ist vor allem der Wechsel an der Spitze der türkischen Notenbank. Mit einer transparenten Strategie und zwei Leitzinsanhebungen ist es Zentralbankchef Agbal gelungen, verlorengegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Fast

Türkische Lira mutiert zum schönen Schwan – der Zentralbank sei Dank

25% hat die Landeswährung seither gegenüber dem Dollar gutgemacht. Zuletzt fiel das Währungspaar USD-TRY erstmals seit August letzten Jahres wieder unter die Marke von 7,00 TRY.

Um die zu beobachtende Aufwertung der Lira weiter zu unterstützen und die immer wieder aufblitzende, öffentlichkeitswirksame Kritik von Staatspräsident Erdogan nicht allzu groß werden zu lassen, wären sichtbare Erfolge hinsichtlich eines rückläufigen Preisdrucks hilfreich. Marktseitig wird hierbei mit Fortschritten im Verlauf des zweiten Quartals gerechnet. Die Kombination aus einer nachlassenden Inflationsrate in der Türkei, einer global weiterhin sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik sowie Fortschritten bei der Pandemiebekämpfung und ersten greifbaren konjunkturellen Lichtblicken sollten dabei den Weg für eine weitere Aufwertung der Türkischen Lira bereiten.

Sichtbare Erfolge bei der Inflationsbekämpfung sollten den Weg für eine weitere Lira-Aufwertung ebnen

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

China: Willkommen im Jahr des Büffels

In China hat das neue Jahr begonnen, Corona-bedingt ohne die üblichen, großen Feierlichkeiten. Dass es das Jahr des „Büffels“ ist, schreit geradezu nach Wortspielen mit dem Begriff des „Bullen“-Marktes, dem wir uns auch weiterhin im Yuan gegenübersehen. Chinas Wirtschaft hat nicht nur die Pandemie, sondern auch die daraus resultierende Wachstumsschwäche weitaus schneller als der Rest der Welt überwunden. Entsprechend ist auch Chinas Geldpolitik keine Fortsetzungsgeschichte stetiger Zinssenkungen oder QE-Programme, sondern eher von gezielten Liquiditätsmaßnahmen geprägt, was im globalen Niedrigzinsumfeld ein großer Vorteil für die Währung ist. Die handelspolitischen Streitigkeiten aus der Ära Trump scheinen in Vergessenheit geraten, auch wenn die Administration Biden keinesfalls gewillt scheint, alle Beschränkungen und Strafzölle aufzuheben.

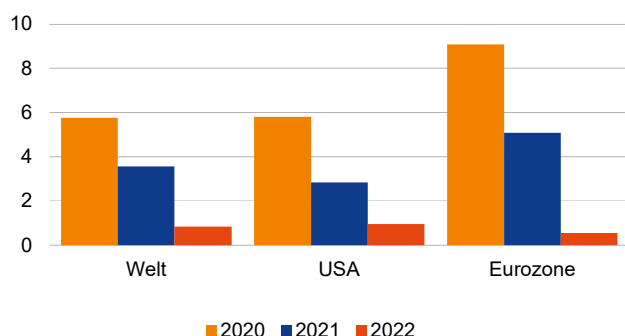
Bullenmarkt im Jahr des Büffels?

Jenseits dieser zyklischen und politischen Faktoren gibt es eine spannende, strukturelle Begleiterscheinung: Ausländischen Investoren wird der Zugang zum chinesischen Onshore-Finanzmarkt immer weiter geöffnet, was diese mit großer Begeisterung auch nutzen. Ihr Engagement in Aktien und Bonds hat sich seit 2014 auf 5,7 Bio CNY verachtfacht. Neben dem Bond Connect Programm und der Öffnung des Interbankenmarktes spielte hier die Aufnahme in wichtige globale Benchmark-Indizes eine Rolle. Der ausländische Anteil am immerhin zweitgrößten Rentenmarkt der Welt war im Januar mit rund 3,4% vom Gesamtmarkt und 10,3% vom Markt für Staatsanleihen noch immer zu gering, um dort bei der Zinsbildung eine Rolle zu spielen; für den Währungsmarkt könnte diese Entwicklung aber auch langfristig zu einem wichtigen Erfolgsfaktor werden.

Ausländische Investoren stehen Schlange

WACHSTUMSVORSPRUNG CHINAS LÄUFT AUS

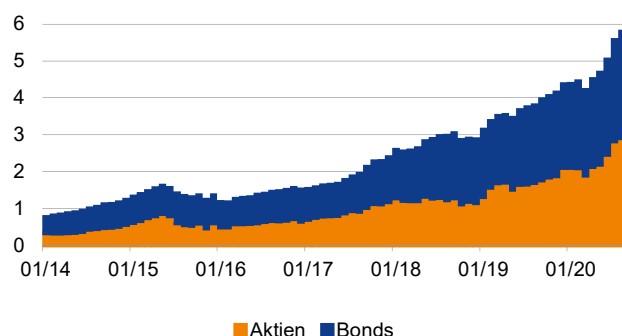
ERWARTETE BIP-DIFFERENZ CHINA VS. ANDERE, IN %PUNKTEN



Quelle: DZ BANK Research

INVESTOREN ENTDECKEN CHINAS FINANZMÄRKTE

AUSLÄNDISCHE INVESTITIONEN IN CHINA (ONSHORE), IN BILIONEN CNY



Quelle: People's Bank of China

Bemerkenswert bei der aktuellen Yuan-Entwicklung ist, dass anders als früher, bislang keine währungspolitische Gegenwehr erkennbar ist. Statt den Trend mit Interventionen zumindest abbremsen zu wollen, lässt Peking dem FX-Markt vergleichsweise viel Freiheit. Dies ist aber kein Freifahrtschein für eine ungebremsste Fortsetzung. Bislang konnte Chinas Exportwirtschaft die währungsbedingte Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit dadurch wettmachen, dass die Corona-bedingte Nachfrage nach medizinischen Produkten oder Computern fürs Homeoffice kaum preissensitiv war. Dies ist aber kein Dauerzustand, und wir rechnen zumindest mit unverhohlenen verbalen Warnungen, falls der Yuan in den kommenden Monaten wieder unter spürbaren Aufwertungsdruck kommen sollte. Im weiteren Jahresverlauf dürfte der oben angesprochene Vorsprung Chinas in Sachen Konjunktur und Corona-Bekämpfung gegenüber dem Rest der Welt schrumpfen, was ebenfalls Druck aus dem Yuan nehmen sollte.

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

Wachstumsvorsprung schmilzt in 2021 und 2022 wieder**Brasilien & Mexiko: Politik geht unterschiedliche Wege**

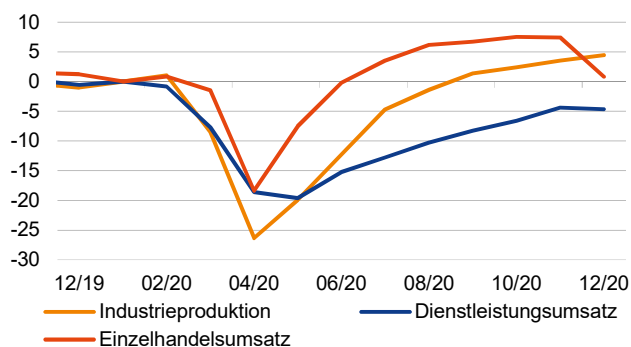
Nach der Wahl der neuen Präsidenten des Abgeordnetenhauses und Senats zeichnet sich neuer Schwung im brasilianischen Parlament ab. Ein erster Erfolg war dabei ein Gesetz zur stärkeren Verankerung der Unabhängigkeit der Notenbank. Insbesondere das bisher einfache Entlassen der Notenbankspitze wird erschwert. Mit einer nunmehr festgeschriebenen Amtszeit von vier Jahren werden die Standards anderer Notenbanken (EZB: 8 Jahre) aber noch verfehlt. Wichtiger und vermutlich schwieriger durchzusetzen sind jedoch andere Reformpakete, die noch im parlamentarischen Prozess feststecken. Hierzu gehört eine Steuerreform, neue Regeln für den öffentlichen Dienst und Privatisierungen.

Den verbesserten Aussichten für neue Reformen steht aber die Neigung gegenüber, weitere Corona-Hilfen nicht durch Sparmaßnahmen an anderer Stelle zu finanzieren. Die im Dezember ausgelaufenen Corona-Hilfen trugen bereits zu einem merklichen Rücksetzer bei den Einzelhandelsumsätzen im Schlussmonat bei und sind ein Zeichen dafür, dass die Wirtschaft angesichts der weiterhin hohen Corona-Infektionszahlen noch immer sehr anfällig ist. Die Industrie konnte dagegen ihren Erholungsprozess fortsetzen und hier zeigen die Stimmungsindikatoren auch einen or-

Neuer Reformschwung in Brasilien**Real steht und fällt mit den Aussichten für das Haushaltsdefizit**

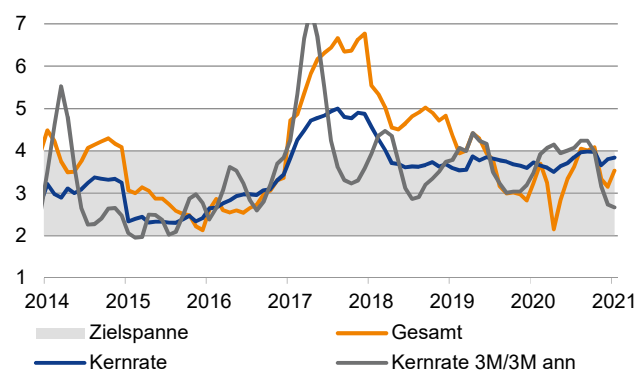
dentlichen Einstieg in das neue Jahr an. Auch wenn neue Hilfen für die Wirtschaft sicherlich willkommen wären, würden sie am Devisenmarkt aber wohl nicht honoriert werden, da eine erneute Verletzung der festgeschriebenen Ausgabengrenze droht. Nach den kräftigen Verlusten im letzten Jahr, von denen sich der Real anders als viele andere EM-Währungen kaum erholen konnte, sind in der Bewertung der Währung bereits viele negative Nachrichten enthalten. Selbst die in den letzten Monaten deutlich gestiegen Rohstoffpreise vermochten es vor dem Hintergrund der fiskalischen Sorgen jedoch nicht, den Real nennenswert zu unterstützen. Eingetrübt hat sich derweil das Preisumfeld in Brasilien, was in der Notenbank trotz der schwierigen Wirtschaftslage zu Gedankenspielen über eine erste Zinssenkung führt. Deutliche Hinweise in diese Richtung sind bereits bei der kommenden Notenbanksitzung im März zu erwarten. Auch dies wird den Real jedoch kaum helfen, da der Wechselkurs derzeit einzig eine Frage der fiskalischen Aussichten ist.

EINZELHANDEL IN BRASILIEN KNICKT EIN
VOLUMEN; JAN 2020 = 100



Quelle: Bloomberg

STABILE PREISZAHLEN IN MEXIKO ERLAUBEN ZINSSENKUNG
IN % GEGENÜBER VORJAHR BZW. ANNUALISIERT



Quelle: Bloomberg

Gegenüber Brasilien gehen die politischen Entscheidungen in Mexiko, dem zweiten großen lateinamerikanischen Staat, genau in die entgegengesetzte Richtung. Fiskalisch hält die Regierung an ihrer sehr konservativen Grundhaltung fest. Dagegen kamen aus dem Regierungslager bzw. von Präsident Lopez Obrador zuletzt einige Reformvorhaben, die international erhebliches Stirnrüzeln auslösten. Eine Verpflichtung der Notenbank zum Ankauf von Dollar-Bargeld, die als ein Angriff auf die Unabhängigkeit der Notenbank gesehen wurde, konnte bisher abgewendet werden. Für Verstimmungen sorgt auch ein Gesetzesentwurf, wonach der staatliche Stromversorger CFE bei der Stromerzeugung bevorzugt werden soll und private Unternehmen nur nachrangig zum Zuge kommen würden. Dies wäre zum einen ein Rückschlag für die regenerative Energie, da viele Wind- und Solarkraftwerke privatwirtschaftlich vorangetrieben wurden, zum anderen dürfte dieses Vorhaben auch im Widerspruch zu den Freihandelsabkommen mit den USA und Kanada stehen. Vor diesem Hintergrund sind die Erfolgsaussichten für dieses Vorhaben nur begrenzt und haben die Währung nicht belasten können. Sollten aber Initiativen ähnlichen Kalibers in den kommenden Monaten folgen, könnte sich dies schnell ändern. Im Vorfeld der Parlamentswahlen Anfang Juni könnte die Regierung mit in der Öffentlichkeit populären Vorhaben versucht sein, von der trüben Corona-Bilanz der Regierung abzulenken. Noch kann sich Präsident Lopez Obrador aber sehr hoher Zustimmungswerte erfreuen, was seiner Partei (Morena) für die Wahlen eine gute Ausgangsposition verschafft.

Regierung in Mexiko kein Freund der Marktwirtschaft

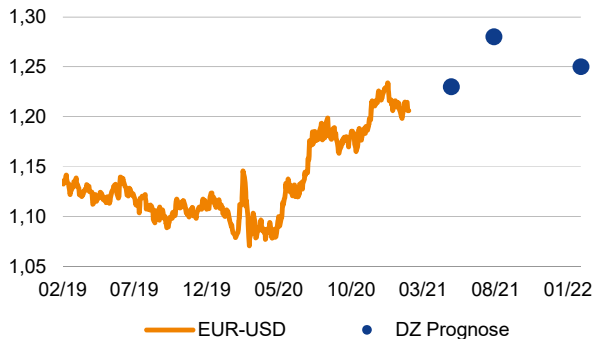
Der Peso erfährt von Seiten der Geldpolitik noch eine gewisse Unterstützung, die jedoch deutlich abschnilt. In der ersten Sitzung des Jahres hat die Banco de Mexico ihren Leitzins um 25 Bp auf 4,0% gesenkt. Damit nahm sie nach einer Pause von zwei Sitzungen den Zinssenkungskurs wieder auf. Der Spielraum hierfür eröffnete sich durch die stabilen Inflationserwartungen und einer leichten Entspannung des Preisauftriebs in der Kernrate am aktuellen Rand. Dies ließ die Notenbank darüber hinwegsehen, dass die Preise im Vorjahresvergleich auch zum Jahresauftakt noch relativ klar über der Zielmarke von 3% (J/J) liegen. Weitere Zinssenkungen sind zwar vorgezeichnet, die genaue Terminierung ist aber noch ungewiss. zum Jahresende erwarten wir einen Leitzins von 3,5%, was in realer Rechnung einem Zins von nahe Null entsprechen würde. Moderate Chancen für den Peso ergeben sich damit lediglich aus einer allgemeinen Erholung nach dem Abflauen der Corona-Krise.

Notenbank bringt Peso kaum noch Unterstützung

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

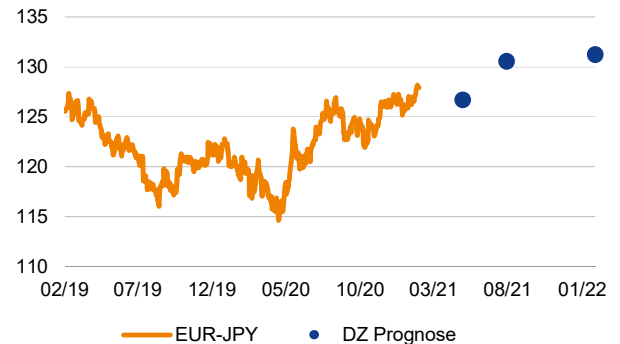
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



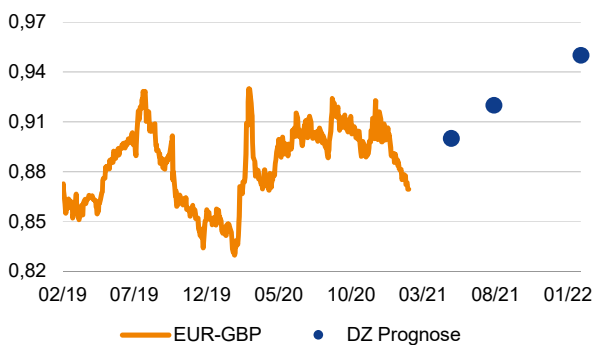
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



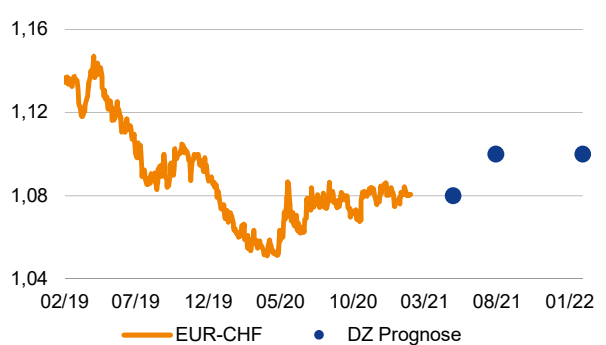
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



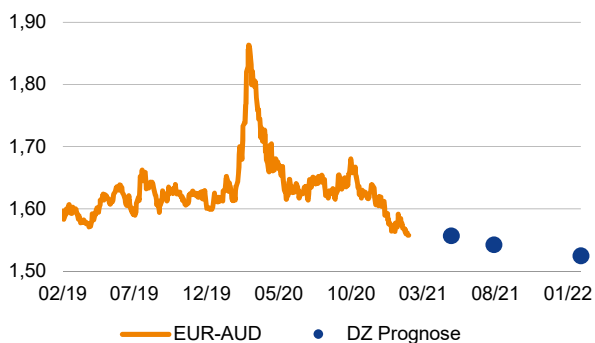
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



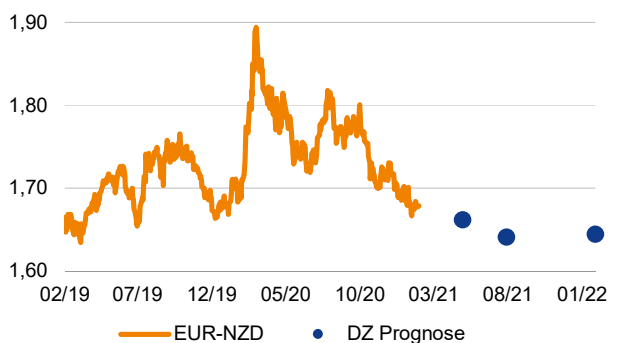
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



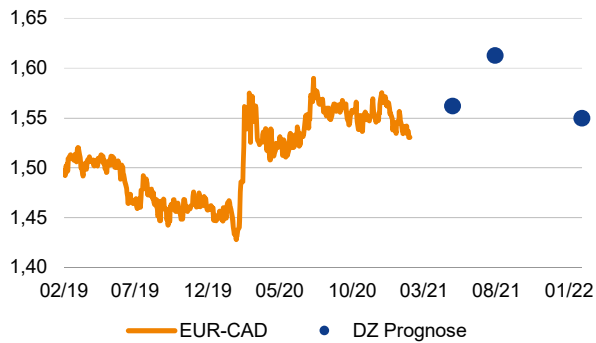
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



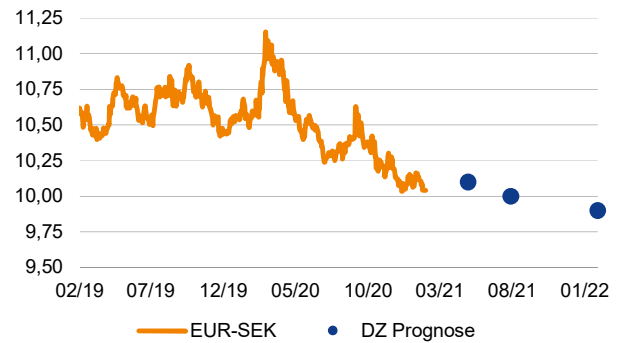
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



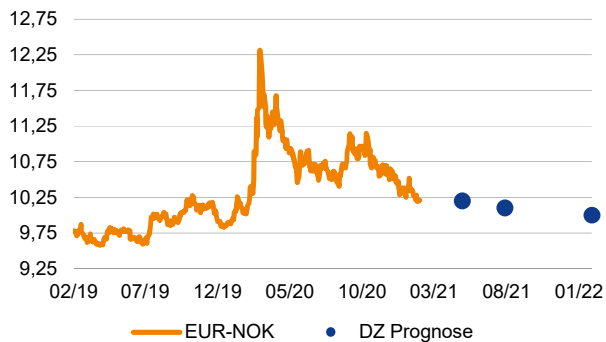
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



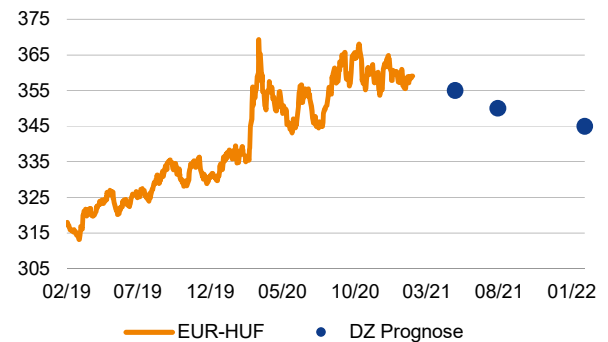
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



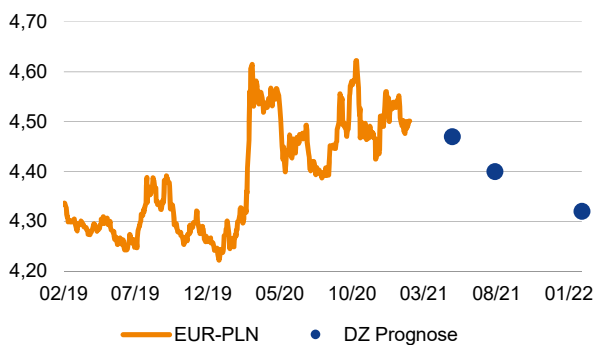
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



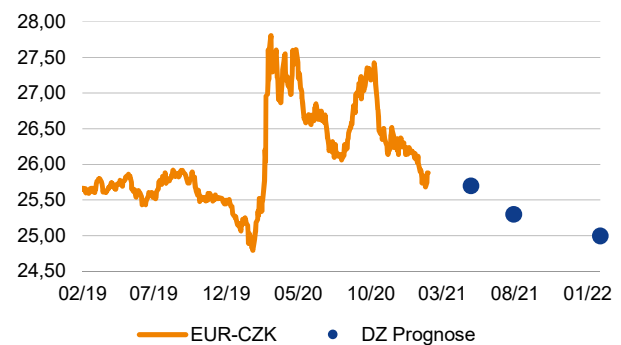
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



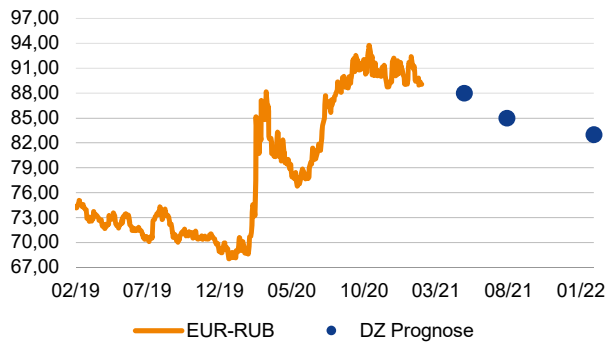
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



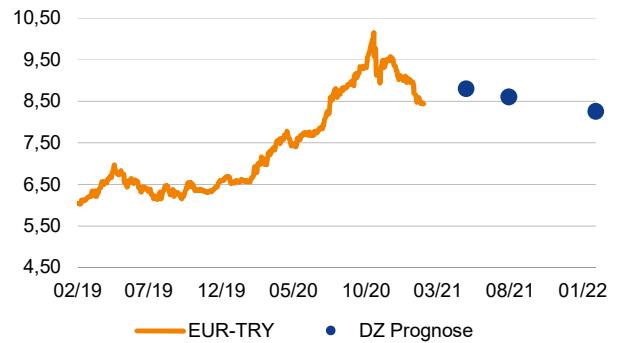
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



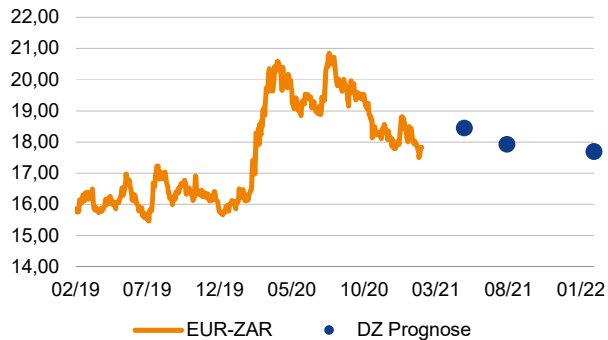
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



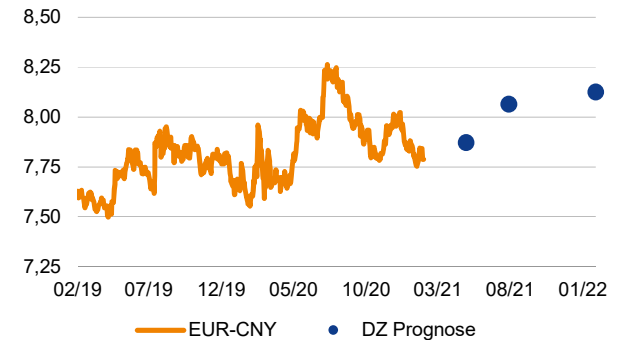
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



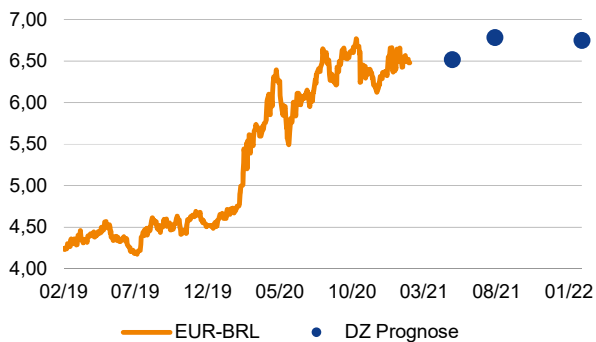
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



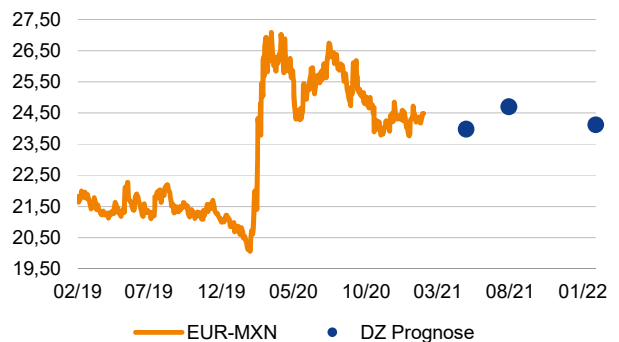
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

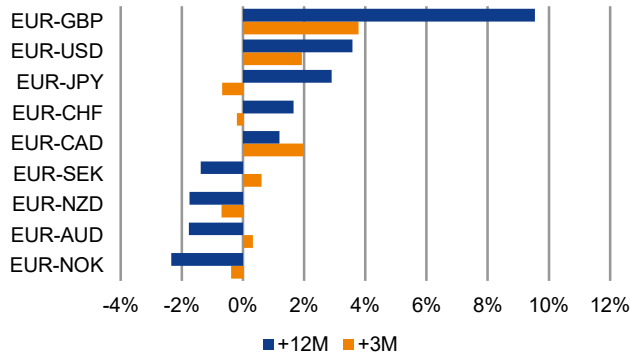
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

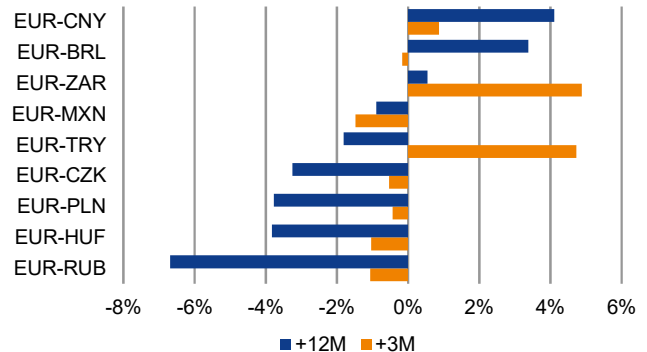
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.2134	1.2300	1.2800	1.2500
EUR/GBP	0.8731	0.9000	0.9200	0.9500
EUR/JPY	127.73	126.69	130.56	131.25
EUR/CHF	1.0815	1.0800	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5594	1.5570	1.5422	1.5244
EUR/NZD	1.6750	1.6622	1.6410	1.6447
EUR/CAD	1.5369	1.5621	1.6128	1.5500
EUR/NOK	10.2088	10.2000	10.1000	10.0000
EUR/SEK	10.0436	10.1000	10.0000	9.9000
EUR/PLN	4.4905	4.4700	4.4000	4.3200
EUR/CZK	25.75	25.70	25.30	25.00
EUR/HUF	358.70	355.00	350.00	345.00
EUR/RUB	88.80	88.00	85.00	83.00
EUR/TRY	8.4671	8.8000	8.6000	8.2500
EUR/ZAR	17.50	18.45	17.92	17.69
EUR/CNY	7.8385	7.8720	8.0640	8.1250
EUR/BRL	6.5169	6.5190	6.7840	6.7500
EUR/MXN	24.15	23.99	24.70	24.13

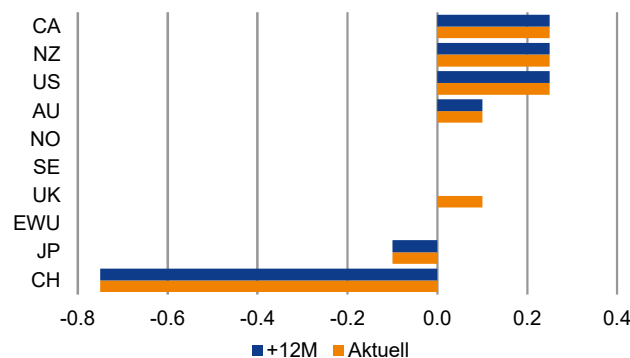
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.2134	1.2300	1.2800	1.2500
GBP/USD	1.3898	1.3667	1.3913	1.3158
USD/JPY	105.26	103.00	102.00	105.00
USD/CHF	0.8912	0.8780	0.8594	0.8800
AUD/USD	0.7781	0.7900	0.8300	0.8200
NZD/USD	0.7244	0.7400	0.7800	0.7600
USD/CAD	1.2665	1.2700	1.2600	1.2400
USD/NOK	8.4132	8.2927	7.8906	8.0000
USD/SEK	8.2768	8.2114	7.8125	7.9200
USD/PLN	3.7007	3.6341	3.4375	3.4560
USD/CZK	21.22	20.89	19.77	20.00
USD/HUF	295.61	288.62	273.44	276.00
USD/RUB	73.19	71.54	66.41	66.40
USD/TRY	6.9752	7.1545	6.7188	6.6000
USD/ZAR	14.42	15.00	14.00	14.15
USD/CNY	6.4582	6.4000	6.3000	6.5000
USD/BRL	5.3779	5.3000	5.3000	5.4000
USD/MXN	19.90	19.50	19.30	19.30

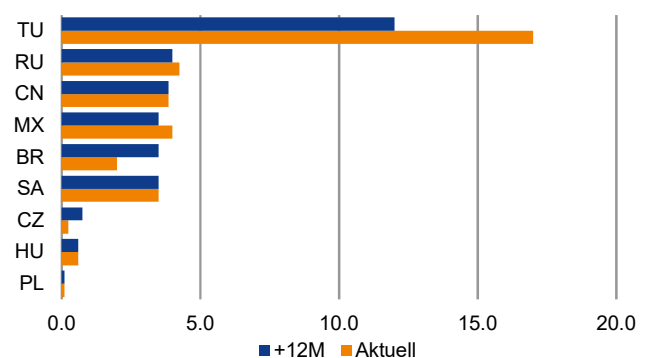
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

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.)	-6,8	3,7	4,9	-2,7	11,6	2,2	4,6
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	1,6	1,3	1,0	1,5	1,8	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,9	-6,9	-5,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,8	3,1	3,3				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,5	6,0	4,4	-0,8	11,2	6,8	7,1
Inflation (in % gg. Vj.)	1,2	2,6	2,0	1,6	3,2	2,8	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-17,5	-13,0	-8,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,3	-2,6				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,5	2,0	2,1	-3,1	6,4	2,2	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	-6,6	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3	3	3				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-10,2	2,0	5,5	-10,1	14,9	1,9	3,6
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	1,7	2,0	0,8	1,7	1,9	2,3
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.)	0,9	0,8	0,9	0,3	1,9	0,6	0,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,8	-5,7	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	0,5	-1,0				
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.)	-5,5	4,0	4,0	-2,6	11,7	4,1	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,8	1,8	2,0	1,0	2,3	2,0	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-7,1	-1,8				
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.)	1,3	2,4	2,0	2,3	2,5	2,4	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	2,2	0,0	1,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	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.)	-3,2	1,9	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	5,0	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,1	-3,3	-1,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	5,4	3,7
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	3,6	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	12,3	13,8	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.)	-7,3	2,0	3,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	3,9	4,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13,0	-12,1	-8,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,1	-0,2	-1,3
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	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)	1,8	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.)	-8,7	5,6	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,4	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-3,3	-2,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	0,5	-0,5

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 Holthausen, 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 Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

„Übergewichten“ bedeutet, dass für das genannte 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 Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume

geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

Sonstige Research-Informationen dürfen 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 abgegeben 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 Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im

Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

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

6. Die Informationen und 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 oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

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