

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

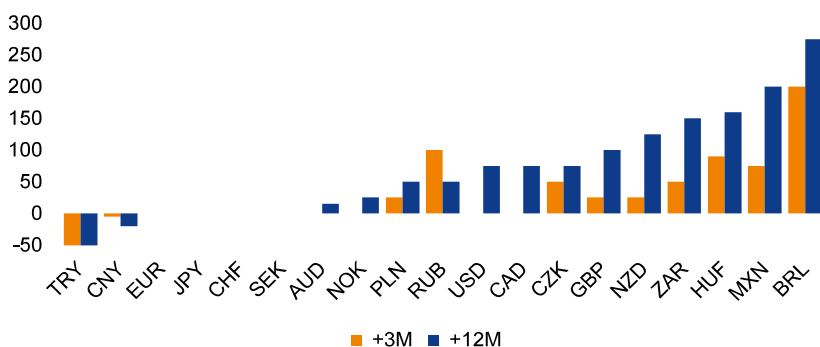
Neues Jahr, neues Inflationbild? Notenbanken in heller Aufregung

Das neue Jahr ist in vielerlei Hinsicht turbulent gestartet. Und obwohl 2022 gerade einmal drei Wochen alt ist, müssen viele Beobachter ihre druckfrischen Jahresausblicke bereits einer Revision unterziehen – da macht das DZ BANK Research keine Ausnahme. Die dominierenden Themen bleiben dabei durchaus vertraut, nur ihre Ausprägung wird nochmal verschärft. Nicht nur die großen Notenbanken räumen zunehmend ein, dass ihre Annahme einer nur vorübergehend erhöhten Inflation nicht mehr zu halten ist; auch im DZ BANK Research gewinnt das „Team Permanent“ die Oberhand über das „Team Transitorisch“. Zwar setzen wir auch weiterhin auf eine Normalisierung der internationalen Lieferketten im Jahresverlauf, mit entsprechender Entlastung auf der Preisseite, aber dieser Prozess scheint sich länger hinzuziehen und droht auch holpriger zu werden als bislang unterstellt.

Mit den Konsequenzen dieser Entwicklung arrangiert man sich weltweit, mit sehr unterschiedlichen Ansätzen: Wir sehen im Kampf gegen die Inflation staatlich verhängte Preisdeckel für Energie und Grundnahrungsmittel (Ungarn), ein temporäres Aussetzen von Steuern (Polen), Ausgleichszahlungen für einkommensschwache Haushalte (Österreich, Frankreich) und sogar unorthodoxe Zinssenkungen (Türkei). Am offensichtlichsten sind aber die Zinserhöhungen. Viele Zentralbanken haben längst die Wende eingeleitet und werden auch 2022 nicht untätig bleiben. Dass darunter einige sind, die ihren aggressiven Kurs schon 2023 mit Zinssenkungen wieder werden korrigieren müssen, ist ein Thema für sich. Vorerst dürfte sich jedoch alles um Timing und Ausmaß von Zinsanhebungen drehen. Massive Umwälzungen für unser Währungsuniversum haben die jüngsten Revisionen bei Inflation und Geldpolitik dennoch nicht zur Folge. Zwar haben wir durchaus FX-Prognosen optimiert (insbesondere EUR-USD). Aber da das Inflationsthema ein globales Problem ist, das von vielen Notenbanken eine Reaktion erfordert, neutralisieren sich die diversen neuen Prognosen zur Geldpolitik häufig gegenseitig in ihrer Auswirkung auf die Devisenseite.

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

INFLATIONSDRUCK VERSETZT GLOBALE GELDPOLITIK IN AUFREGUNG LEITZINSEN, PROGNOSTIZIERTE VERÄNDERUNG +3M, +12M, IN BP



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
20.1.2022 13:59 Uhr

INHALT

PROGNOSEUPDATE: ZINS- UND EURO-DOLLAR-PROGNOSEN IM LICHT HOHER INFLATION	2
G10 WÄHRUNGEN	4
EWU: Euro mit Schwung ins neue Jahr – aber wohl nicht mehr lange	4
USA: Lohndruck und hohe Inflationsrate treiben Leitzinserwartungen	5
Japan: Nur ein temporäres Comeback für den Sicheren Hafen	6
UK: Weitere Straffung der Geldpolitik durch die Bank of England absehbar	7
Schweiz: SNB und Franken vor wichtiger Richtungsentscheidung	8
Australien & Neuseeland: Durchwachsene Aussichten, AUD im Fahrwasser von NZD	10
Kanada: Bank of Canada bewegt sich auf Zinsanhebung zu; CAD fest	11
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Ungemütliches erstes Quartal erwartet	14
Russland: Politische Konflikte belasten	15
Türkei & Südafrika: Divergierende Inflations Sorgen	16
China hält die Zügel der Weltwirtschaft in der Hand	18
Brasilien & Mexiko: Zinspolitik kann Währungen noch nicht beflügeln	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	22
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	26
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	27
I. IMPRESSUM	28

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

PROGNOSEUPDATE: ZINS- UND EURO-DOLLAR-PROGNOSEN IM LICHT E HOHER INFLATION

Das maßgebliche Thema zu Beginn des neuen Jahres ist weiterhin die Inflationsentwicklung. Unseres Erachtens wird diese Thematik die Finanzmärkte in diesem Jahr weiterhin stark beeinflussen. Kurzfristig könnte jedoch die Corona-Pandemie die Sorgen um den hohen Preisdruck verdrängen. So steigen die Infektionen mit der Omikron-Variante rasant. Obwohl sich bereits einige Stimmungsindikatoren sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Eurozone abschwächen, scheint der Rentenmarkt das Risiko einer konjunkturellen Eintrübung aufgrund der steigenden Corona-Fälle bislang auszublenden.

Unsere neue Zinsprognose weist deutliche Veränderungen gegenüber der im Dezember veröffentlichten Version auf. Für die USA erwarten wir nun drei Leitzinserhöhungen für das aktuelle Jahr. Diese Prognose könnte angesichts der hohen Inflationsrate aber noch zu wenig sein. Marktseitig wurden die Zinsspekulationen zuletzt erneut angefacht, und die Mehrheit der Marktteilnehmer antizipiert derzeit vier Zinserhöhungen. Unseres Erachtens könnte sich die Fed aufgrund der konjunkturellen Gefahren durch die Pandemie, die schon jetzt zu personellen Engpässen in wichtigen Bereichen des öffentlichen Lebens geführt hat, gegen eine Zinserhöhung im März aussprechen. Unabhängig davon, ob letztlich drei oder vier Leitzinserhöhungen in 2022 erfolgen, wird die Fed den geldpolitischen Expansionsgrad deutlich verringern. Angesichts der Leitzinserhöhungen befindet sich der US-Rentenmarkt in schwierigem Fahrwasser. Wir rechnen mit einem Renditeanstieg auf 2,20% bis Ende des Jahres für die zehnjährige Laufzeit.

In der Eurozone haben wir nach der Dezember-Ratssitzung unser Bild für die geldpolitische Ausrichtung gemäß den Vorgaben der EZB angepasst. Im Dezember hatte die Notenbank ihre Inflationsprojektionen deutlich angehoben. So erwarten die Währungshüter eine Inflationsrate von 3,2% (J/J) in diesem Jahr, nach voraussichtlich 2,6% (J/J) in 2021. Bis ins dritte Quartal 2022 bleibt die Inflation laut Schätzungen der EZB über beziehungsweise bei 3%. Trotz dieser sehr hohen Inflationsprognose bestehen die europäischen Währungshüter darauf, dass Leitzinserhöhungen in diesem Jahr sehr unwahrscheinlich sind. De facto heißt das, die Inflation müsste nochmals deutlich höher ausfallen als die EZB jetzt erwartet, damit es zu einem Umdenken im EZB-Rat kommt. Unseres Erachtens hat die Notenbank mit der überraschend starken Aufwärtsrevision der Inflationsrate die Hürde für eine Zinsanhebung in diesem Jahr sehr hochgesteckt. Den Prognosen und Aussagen der EZB-Notenbanker Rechnung tragend haben wir daher auf Jahressicht keine Anhebung des Einlagesatzes in unserer Prognose antizipiert – zumal ja vorher die Anleihekäufe beendet werden müssen.

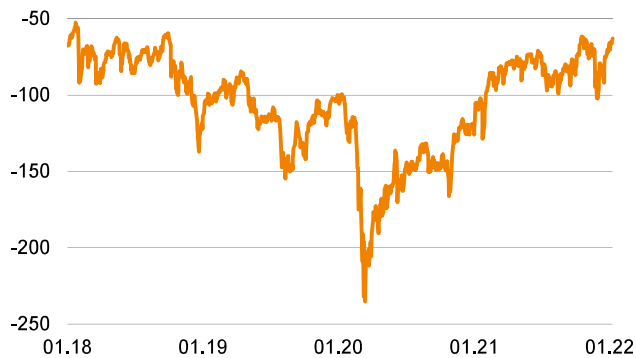
Die europäischen Währungshüter haben einen genauen Plan für die Reduktion der Anleihekäufe vorgestellt. Wenn das PEPP im März dieses Jahres beendet wird, wird das APP aufgestockt. Die Wertpapierkäufe sollen pro Quartal dann jedoch sukzessive sinken, bis im Schlussquartal 2022 nur noch 20 Mrd. Euro gekauft werden. Wann die EZB endgültig die Anleihekäufe einstellen wird, wurde offengelassen. Angesichts der hohen Inflation dürfte sich diese Diskussion jedoch im Herbst intensivieren. Gleichzeitig dürfte dann auch das Thema einer ersten Anhebung des Einlagesatzes aufkommen. Sollten die Corona-Fälle in den kommenden Wochen weiter rasant steigen, dürften die Bundrenditen vorerst ihren jüngsten Renditeanstieg beenden. Auf Sicht von drei Monaten rechnen wir mit einer zehnjährigen Bundrendite von 0,0%.

Die Inflation bleibt weiterhin Thema - Kurzfristig könnte jedoch die Pandemie wieder in den Fokus rücken

Die Fed nimmt den Kampf gegen den Preisdruck auf und erhöht in diesem Jahr dreimal die Leitzinsen

Die EZB wird trotz der hohen Inflationsrate wohl keine Anhebung des Einlagesatzes beschließen

Die Wertpapierkäufe der EZB werden langsam reduziert

ROBUSTES SENTIMENT AN FINANZMÄRKTEN – OMIKRON? NA UND!
BLOOMBERG RISK-ON-RISK-OFF-INDEX (IN PUNKTEN)

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

STIMMUNGSEINTRÜBUNG BELASTET EURO NUR VORÜBERGEHEND
EUR-USD, INKL. DZ BANK PROGNOSEN

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

EUR-USD: Auf kurzfristige Verunsicherung folgt Aufwärtsbewegung

Die sich in harten ökonomischen Zahlen widerspiegelnden Belastungen durch die Omikron-Mutation und die damit einhergehende globale Stimmungseintrübung sollten auch am Devisenmarkt Spuren hinterlassen. Leittragender dieser Entwicklung dürfte der Euro sein. Dass die US-Leitzinswende vor dem Hintergrund der holprigen fundamentalen Rahmenbedingungen im Verlauf des ersten Quartals wohl erst im Sommer vollzogen wird, sollte der Dollar hingegen verschmerzen können. Schließlich ist die Fed verglichen mit der EZB immer noch früh dran. Dass die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum im Gegensatz zu den USA zu Jahresbeginn ein Minus aufweisen dürfte, macht die Sache für den Euro sicherlich nicht besser. Gegenwind droht dem Euro zudem aus Frankreich. Hier stellt sich Staatspräsident Macron im April zur Wiederwahl. Zwar sehen aktuelle Umfragen den ausgewiesenen EU-Befürworter mehrere Prozentpunkte vor der Konkurrenz. Ausgemachte Sache ist sein Erfolg jedoch noch nicht. In Kombination mit einer Omikron-bedingten globalen Stimmungseintrübung dürfte dies genügen, um Euro-Dollar in die Region um 1,10 USD abdriften zu lassen.

Im weiteren Verlauf des Jahres gestehen wir der Gemeinschaftswährung wieder Aufwärtspotenzial zu. Politische Unwägbarkeiten im Zuge der Präsidentschaftswahlen in Frankreich sollten mit dem nahenden Sommer ebenso wie die Coronapandemie in den Hintergrund rücken. Zudem dürfte die Konjunktur im Euroraum Fahrt aufnehmen und im zweiten Halbjahr dieses Jahres sogar das US-BIP-Plus in den Schatten stellen. Ein im internationalen Vergleich dynamischer Wachstumsausblick für 2023 rundet das Euro-freundliche Bild ab. In Kombination mit einer Inflationsrate, die sich perspektivisch im Bereich des EZB-Zielniveaus bewegt, dürften sich die marktseitigen Spekulationen zugunsten von Leitzinserhöhungen im Euroraum intensivieren. Dass ernstzunehmende und sich verfestigende Hoffnungen zugunsten einer Leitzinswende das Potenzial haben, einer Währung Auftrieb zu verleihen, hat der US-Dollar in den vergangenen Monaten bewiesen. Während der Greenback den Großteil seines geldpolitischen Pulvers bereits verschossen haben dürfte, besteht für den Euro und die EZB auf diesem Gebiet hingegen weiterhin Luft nach oben. Spätestens dies dürfte der Gemeinschaftswährung den Weg in die Region um 1,15 EUR ebnen.

Omikron und Präsidentschaftswahlen in Frankreich dürften Euro-Sentiment auf kurze Sicht belasten**Mittel- bis langfristig Euro-Dollar-Aufwärtsbewegung erwartet**

Birgit Henseler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7502

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

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro mit Schwung ins neue Jahr – aber wohl nicht mehr lange

Die europäische Gemeinschaftswährung scheint sich für das neue Jahr einiges vorgenommen zu haben. Ausgehend von Kursen um 1,13 USD nahm sie vergangene Woche zeitweise Kurs auf die Marke von 1,15 USD und erreichte dabei gegenüber dem Greenback den höchsten Stand seit gut zwei Monaten. Aktuell bewegt sich das Währungspaar am oberen Rand eines seit Mai vergangenen Jahres dominierenden Abwärtstrendkanals.

An der Europäischen Zentralbank dürfte es nicht gelegen haben, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar zulegen konnte. Zwar gibt es immer wieder vereinzelte Äußerungen von EZB-Ratsvertretern, die eine Leitzinserhöhung für angezeigt halten, sofern sich die Rahmenbedingungen nicht im Rahmen der Erwartungen entwickeln sollten. Zum einen wurden jedoch die Projektionen im Dezember derart deutlich nach oben angepasst, dass die Währungshüter zunächst nicht auf dem falschen Fuß erwischt werden dürften. Zum anderen haben mehrere Verantwortliche, darunter die Direktoriumsmitglieder Schnabel und Lane, jüngst mehrfach betont, dass der Preisdruck mittelfristig spürbar zurückgehen werde und eine „zu frühe“ Anhebung des Leitzinses die wirtschaftliche Erholung unnötig belaste. Ohne Rückendeckung der EZB sollte es für den Euro vorerst schwer – bis unmöglich – werden, eine nachhaltige Aufwärtsbewegung zu etablieren.

Euro-Dollar verlässt zum Jahresstart seit Mai 2022 richtungweisenden Abwärtstrendkanal

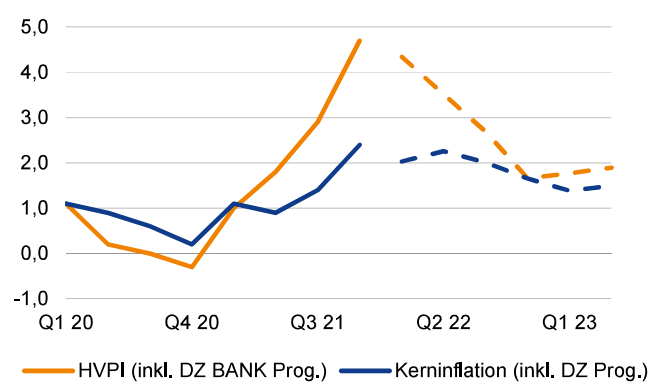
Entspannter Blick auf Inflation: EZB bleibt im internationalen Vergleich geldpolitisch expansiver Linie treu

EUR-USD AN WIDERSTANDSLINIE DES ABWÄRTSTRENDKANALS
EUR-USD



Quelle: Tradesignal, DZ BANK Research

EZB BLEIBT TROTZ REKORDINFLATION INSGESAMT GELASSEN
EWU HVPI UND KERNINFLATION (J/J) IN %, INKL. DZ BANK PROG.



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Tatsächlich droht dem Euro auf kurze Sicht Gegenwind vonseiten des weltweiten Risikosentiments. Dieses hält sich bisher trotz der grassierenden Omikron-Mutation des Corona-Virus und der absehbar damit einhergehenden ökonomischen Belastungen, sei es durch offizielle Anti-Corona-Maßnahmen oder Ausfälle aufgrund hoher Krankenstände, noch auf einem robusten Niveau. Nach Einschätzung des DZ BANK Research droht die wirtschaftliche Erholung, im ersten Quartal weltweit einen weiteren Dämpfer zu erfahren. Zudem ist mit einer erneuten Verschärfung der globalen Lieferkettenproblematik zu rechnen, sollte China seine rigorose Null-Covid-Strategie fortsetzen. Nun mögen auch diese Corona-Welle vorübergehen und eine anschließende ökonomische Erholung folgen, sodass ein positives Risikosentiment längerfristig durchaus gerechtfertigt erscheint. Das Problem: es ist nicht davon auszugehen, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer in der Lage sein wird, durch eine vorübergehende Verschlechterung der Rahmenbedingungen ohne Wenn und Aber

Erwartete Eintrübung des globalen Sentiments sollte Euro zusetzen

hindurchzublicken. Leidtragender dieser Einschätzung sollte der Euro sein, der in aller Regel unter einer Eintrübung des globalen Sentiments gegenüber Währungen wie dem US-Dollar und dem Yen zu leiden hat.

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

USA: Lohndruck und hohe Inflationsrate treiben Leitzinserwartungen

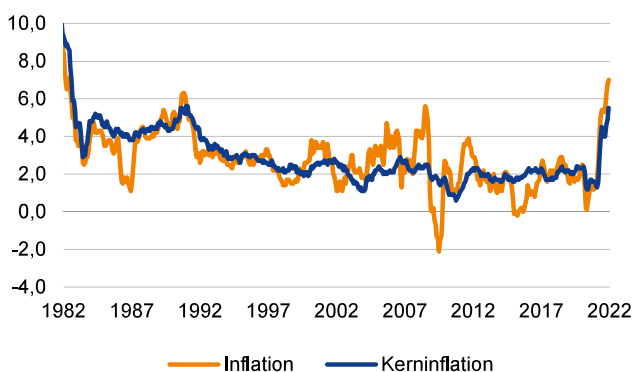
Die US-Notenbank lässt zum Jahresstart keinen Zweifel daran, dass sie entschieden gegen den aktuell sehr hohen und perspektiv weiterhin erhöhten Preisdruck agieren will. Gemäß Protokoll der FOMC-Sitzung von Dezember ging die Mehrheit der Marktteilnehmer zu diesem Zeitpunkt von drei Zinserhöhungen in 2022 aus. Auch eine mögliche Reduzierung der Zentralbankbilanz wurde andiskutiert. Mittlerweile liebäugeln einige Fed-Vertreter und Marktteilnehmer sogar mit einer vierten Leitzinsanhebung in diesem Jahr. Angesichts des vorherrschenden Preisdrucks ist dies keineswegs überraschend. Ende 2021 erreichte die Inflationsrate mit 7,0% (J/J) den höchsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre. Zudem deutete der jüngste Arbeitsmarktbericht auf einen Mangel an Arbeitskräften und einen hohen Lohndruck hin.

Profitieren konnte der Dollar von der Aussicht auf eine spürbar weniger expansive US-Geldpolitik (anders als in den Monaten davor) nicht mehr. Vielmehr geriet der Greenback zum Jahresstart 2022 sogar tendenziell unter Abgabedruck. Der Dollar-Index fiel zuletzt auf den tiefsten Stand seit Mitte November. Wenig Hoffnung auf zusätzlichen geldpolitischen Rückenwind liefert der US-Devisen zudem der Blick auf die Erfahrung vergangener Leitzinserhöhungszyklen. Während der letzten Phasen mit US-Zinswenden nach oben (1994, 1999, 2004, 2015) konnte der Dollar nicht nur keinen weiteren Profit aus den Schritten der Fed schlagen, er hat sogar durchweg abgewertet. Die größten positiven Impulse waren in den Monaten vor der eigentlichen Zinswende zu beobachten. (Einen genaueren Blick auf die Thematik wirft Dorothea Huttanus in der Studie: „US-Zinswende: Historisch keine Garantie für weitere USD-Stärke“, vom 14. Januar 2022.)

Drei US-Leitzinsanhebungen in 2022? Vier? Wer bietet mehr?

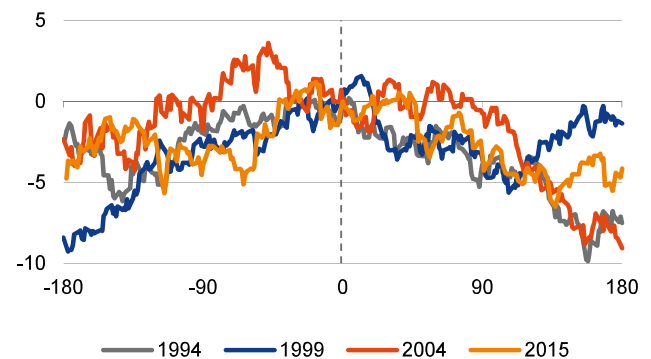
Alarm für USD-Bullen: kaum noch neue positive Impulse nach erfolgter Zinswende

INFLATIONSRATE ERREICHT HÖCHSTEN STAND SEIT 1980ER JAHREN
US-CPI UND KERNINFLATION (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

NACH US-ZINSWENDE LÄSST DIE BEGEISTERUNG SCHNELL NACH
USD-INDEX: ENTW. IN %, TAGE VOR UND NACH LEITZINSWENDE



Quelle: DZ BANK Research, Refinitiv

Überkompensiert werden könnte dieser recht verhaltene längerfristige Ausblick für den US-Dollar im ersten Quartal 2022 durch die sichtbar werdenden ökonomischen Auswirkungen der Omikron-Variante des Corona-Virus. Zum einen dürfte sich die US-Wirtschaft im internationalen Vergleich noch einigermaßen wacker schlagen. Zum anderen ist mit einer globalen Stimmungseintrübung zu rechnen, die dem Greenback in seiner Funktion als Sicherer Hafen vorübergehend Aufwärtsdynamik verleiht. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund der Unbekümmertheit, mit der die Mehrheit der Finanzmarktteilnehmer derzeit noch auf die Omikron-Mutation blickt. Eine weltweit schwächelnde wirtschaftliche Dynamik bis in das Frühjahr hinein, die sich nach und nach in harten Zahlen widerspiegelt, sollte das Sentiment belasten. Eine erneute Verschärfung droht bei der globalen Lieferkettenproblematik, sofern China erwartungsgemäß an seiner Null-Covid-Strategie festhält und immer wieder größere Städte abschottet. Ungeachtet dieser wenig erfreulichen Aussichten auf kurze Sicht lehren uns die Erfahrungen der vergangenen Jahre, dass auch diese Corona-Welle nach einer gewissen Zeit – sehr wahrscheinlich mit höheren Temperaturen – durchgestanden sein wird und dann andere Themen am Devisenmarkt wieder die Oberhand gewinnen können.

Vorübergehende globale Sentiment-Eintrübung dürfte US-Dollar aber kurzzeitig den Rücken stärken

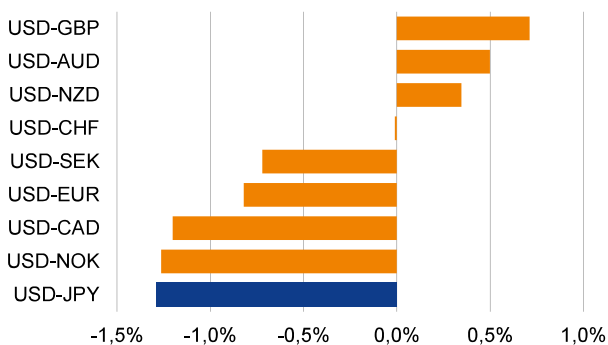
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

Japan: Nur ein temporäres Comeback für den Sicherer Hafen

Wer zu Jahresanfang die ganze Welt in nur einem Währungspaar beobachten wollte, brauchte nur den Blick auf USD-JPY zu werfen. Der rasante Anstieg über 116,30 JPY war das Resultat eines global starken Dollar und eines schwächelnden Yen. Der eine profitierte von der Aussicht auf eine straffere Geldpolitik, die dem anderen völlig fehlt. Zudem ließ auch die Risikofreude den Bedarf am Sicherer Hafen Yen schwinden. Viele Zinserhöhungen und keine Krise in Sicht, schien das Motto noch Anfang Januar zu sein. Dass wir zwei Wochen später drei Big Figure tiefer stehen, dürfte der erste Vorgeschmack auf den Realitätscheck sein, der das erste Quartal prägen sollte. Nicht nur die Zinsphantasie ist deutlich zu weit gelaufen bzw. längst eingepreist, auch die Ignoranz gegenüber den noch immer bestehenden Risikofaktoren dürfte nicht durchzuhalten sein – mit entsprechenden Chancen für den Yen.

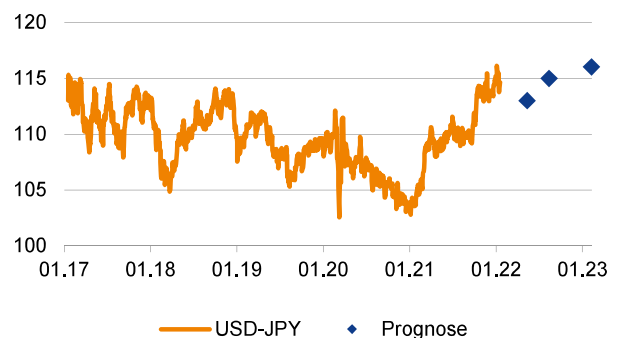
USD-JPY: Die ganze Welt in einem Währungspaar

YEN ALS DER NEUE G10-SUPERSTAR?
KURSENTWICKLUNG, SEIT 04.01.2022, IN %



Quelle: Refinitiv

NUR EIN TEMPORÄRES COMEBACK FÜR DEN SAFE HAVEN
USD-JPY UND PROGNOSE



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Der weltweite Preisdruck wird marktseitig bislang fast schon wohlwollend beobachtet, ist er doch ein Motor für höhere Zins(erwartung)en und Umsatzsteigerungen bei Unternehmen. Aber was, wenn klar wird, dass die Überwälzung nicht mehr gelingt, die Teuerung also auf die Gewinnmargen geht? Wenn die eingepreiste Inflationsprämie nicht mehr genügt, um die Realzinsen attraktiv aussehen zu lassen? Wenn Konsumenten ihre Kaufkraftverluste wegen höherer Energiepreise durch Konsumverzicht an anderer Stelle kompensieren müssen? Entsprechende Diskussionen könnten in den kommenden Wochen Sand ins Getriebe streuen und dem Yen neuen Zuspruch liefern. Eine zentrale Rolle spielen hier die Anti-Corona-Strategie in China und die damit verbundenen Folgen für Lieferketten sowie andere konjunkturelle Rückschläge mit Omikron-Bezug. Selbst ohne die Gefahr schwerer Verläufe und auch ohne hohe Hospitalisierungsraten drohen der Personalengpass wegen Quarantäne und Krankenstand, die (je nach Land sehr unterschiedlichen) Eindämmungsmaßnahmen sowie die allgemeine Unsicherheit die Investorenstimmung zunächst noch zu belasten. Einen schwierigeren Stand sollte der Safe-Haven-Yen dann ab dem zweiten Quartal haben, wenn wir durch die Omikron-Wand hindurch sind und die Infektionsraten pünktlich zum Frühling spürbar gesunken sein sollten.

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

Sand im Getriebe belastet Stimmung im ersten Quartal

UK: Weitere Straffung der Geldpolitik durch die Bank of England absehbar

Verglichen mit den meisten EU-Ländern wurde das Vereinigte Königreich von der Coronavirus-Pandemie schwer getroffen. So verursachte die Delta-Variante des Coronavirus im Spätherbst wöchentliche Infektionszahlen zwischen $\frac{1}{4}$ und $\frac{1}{2}$ Million. Die Omikron-Variante hat diese Zahlen mit einem Höchststand von knapp 1,9 Millionen Infektionen am 10. Januar 2022 in den Schatten gestellt. Die Schwereerkrankungen sind jedoch weit unter dem Höchststand vom Februar 2021 geblieben, und die Fallzahlen haben sich innerhalb der vergangenen zwei Wochen mehr als halbiert. Wie sich dies auf die Konjunktur auswirken wird, ist noch nicht abzusehen, ebenso wie die voraussichtliche weitere Entwicklung der Pandemie. Diese Unwägbarkeiten erschweren die geldpolitische Entscheidungsfindung.

Angesichts des von der DZ BANK für 2021 prognostizierten kräftigen Wirtschaftswachstums (geschätzte Wachstumsrate von 7,1% J/J) wird der Jahresauftakt durch Rückenwind begünstigt, auch wenn im letzten Quartal 2021 eine gewisse Abschwächung zu erwarten ist. Für 2022 wird ein langsames, aber immer noch weit überdurchschnittliches Wachstum von 4,2% J/J in Aussicht gestellt. Während das starke Wachstum ein Segen sein mag, ist die hohe Inflation eher ein Fluch. Die Ökonomen der DZ BANK prognostizieren für 2022 eine Inflationsrate von 4,2% J/J, womit das 2%-Ziel für das Gesamtjahr überschritten werden dürfte. Einer der Hauptgründe für die hohe Inflation sind steigende Energiepreise, jedoch sind auch zahlreiche andere Sektoren von einem Preisauftrieb betroffen. Dies gibt der britischen Notenbank Anlass zur Sorge.

Die Bank of England hat auf ihrer Dezembersitzung die Zinssätze um 15 Basispunkte auf 0,25% angehoben, was bei den Marktteilnehmern für eine gewisse Überraschung sorgte. Auch wenn die Auswirkungen der Pandemie noch nicht absehbar sind, sieht das Monetary Policy Committee (MPC) offenbar die Notwendigkeit, an der Zinsschraube zu drehen, um eine Lohn-Preis-Spirale bereits im Vorfeld abzuwenden

Das Vereinigte Königreich ist schwer von der Pandemie betroffen, aber der Höchststand der Omikron-Fallzahlen scheint überschritten

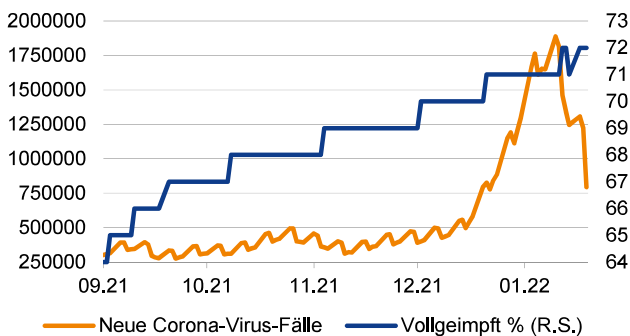
Starkes BIP-Wachstum und über dem Zielwert liegende Inflation in 2022 zu erwarten

MPC hat die Zinssätze im Dezember angehoben; weitere Schritte in 1H2022 in Aussicht gestellt

und in der Lage zu sein, die Inflation in den nächsten zwei Jahren wieder auf das angepeilte Niveau von 2% J/J zu bringen. Für das erste und zweite Quartal 2022 wird eine weitere Anhebung der Zinssätze um 25 Basispunkte prognostiziert, und im späteren Jahresverlauf sollen noch zwei weitere Zinsschritte folgen.

HÖCHSTSTAND DER OMIKRON-FALLZAHLEN SCHEINT ÜBERSCHRITTEN

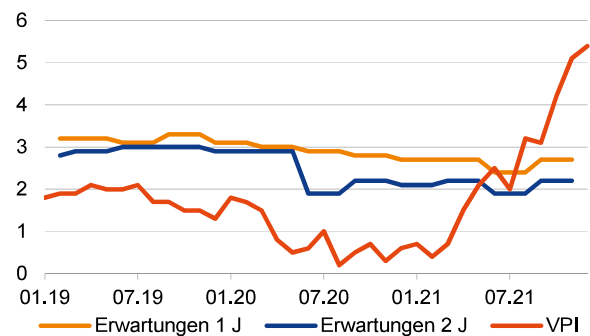
L.S. NEUE FÄLLE PRO WOCHE; R.S. % DER BEVÖLKERUNG, DER VOLLSTÄNDIG GEIMPT IST



Quelle: Bloomberg

ERWARTETER INFLATIONSANSTIEG GIBT GELDPOLITISCHEN ENTSCHEIDUNGSTRÄGERN DER BoE ANLASS ZUR SORGE

INFLATIONSERWARTUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN EIN UND ZWEI JAHRE UND VPI IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Zwar dürfte die Geldpolitik dem Pfund zugutekommen, doch werden die Marktteilnehmer auch die politische Lage im Auge behalten müssen. Da der Premierminister von einer Reihe von Fehlern eingeholt wurde, könnte er nun aus dem Amt gedrängt werden. Außerdem ist die Frage des Nordirland-Protokolls noch ungeklärt. Dennoch stellen diese beiden Probleme derzeit eher Gefahren im Hintergrund als unmittelbare Risiken dar.

Obwohl die Geldpolitik das Pfund stärkt, bedeutet die politische Lage ein Risiko

Die Aussichten für GBP-USD dürften in den kommenden Monaten stark von den geldpolitischen Entwicklungen jenseits des Atlantiks und vom Pandemieverlauf in beiden Ländern beeinflusst werden. Aus hiesiger Sicht dürfte das Pfund die in der zweiten Jahreshälfte 2021 verzeichneten Verluste wieder wettmachen und im Laufe des Jahres ein Niveau von 1,40-1,41 USD erreichen. Was das Verhältnis EUR-GBP angeht, so scheint es unwahrscheinlich, dass der Euro durch Worte oder Taten der EZB viel Rückenwind erhalten wird. Die Gemeinschaftswährung dürfte daher in der ersten Jahreshälfte bei 0,82 bis 0,83 GBP verharren.

Das Pfund dürfte in den kommenden Monaten sowohl gegenüber dem Dollar als auch dem Euro stabil bleiben

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

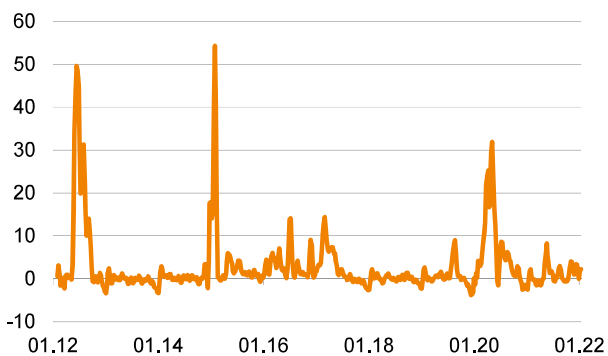
Schweiz: SNB und Franken vor wichtiger Richtungsentscheidung

Inmitten von globaler Inflationsswelle und nahender US-Leitzinswende fristen Schweizer Franken und Notenbank derzeit ein Schattendasein. Zu Unrecht, wie wir finden. Sowohl Währung als auch Zentralbank stehen derzeit vor einer wichtigen, langfristigen Richtungsentscheidung. Die eine muss ihre Rolle als Sicherer Hafen neu justieren, die andere könnte gezwungen sein, währungspolitisch Farbe zu bekennen. Die in dieser Publikation bereits mehrfach angesprochene Stimmungseintrübung, die wir für das erste Quartal erwarten, dürfte nicht nur dem Japanischen Yen, sondern auch

Schweizer Franken fristet zu Unrecht ein Schattendasein

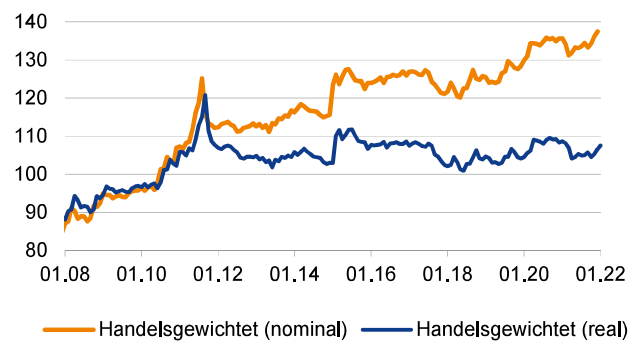
dem Schweizer Franken als Sicherem Hafen neue Nachfrage bescheren. Die Gretchen-Frage ist nur, ob sich diese Nachfrage auch in festeren Franken-Notierungen niederschlagen wird oder die SNB dem Aufwärtsdruck entgegentritt. Noch vor einigen Monaten hätten wir fest auf energische Gegenwehr der SNB und eine klare Ansage in Form von Interventionen gesetzt, was angesichts der Erfahrungen der letzten Wochen allerdings immer fraglicher geworden ist.

KEINE SPUR VON NENNENSWERTEN INTERVENTIONEN SICHTEINLAGEN BEI DER SNB, VERÄND. M/M IN MRD. CHF



Quelle: SNB

Globale Inflationsunterschiede entlasten effektiven Franken-Kurs CHF-INDEX: NOMINAL UND PREISBEREINIGT, 2010=100



Quelle: Refinitiv

Zum einen zeigen die Sichteinlagen bei der SNB, die als zeitnaher Indikator für Eingriffe am Devisenmarkt gelten, auch weiterhin nur einen leichten Anstieg. Und dies obwohl EUR-CHF es sich unterhalb der vermeintlichen Schmerzgrenze bei 1,05 CHF nahe seines Sechseinhalb-Jahrestiefs bequem gemacht hat. Zum anderen lässt aber auch die Rhetorik der SNB nicht auf eine erhöhte Nervosität schließen. Grundsätzlich betonen die Offiziellen zwar die Bedeutung der Währungsentwicklung für ihre Geldpolitik. Hierbei geht es ihnen aber nicht mehr primär um den nominalen EUR-CHF-Kurs. Stattdessen wandert der Blick auf den handelsgewichteten Franken-Kurs, bei dem die globale USD-Stärke als Gegengewicht zur Abwertung von EUR-CHF wirkt. Außerdem verweist die SNB auf die internationalen Inflationsdifferenzen. Der in der Schweiz weniger stark ausgeprägte Preisanstieg lässt die Franken-Aufwertung in realer (statt nominaler) Betrachtung ebenfalls in anderem Licht erscheinen. Diese Argumente mögen sehr akademisch klingen, haben aber einen handfesten praktischen Bezug: Wenn die SNB die EUR-CHF-Entwicklung nicht mehr als maßgeblich betrachtet, ist auch die Reizschwelle für Interventionen deutlich höher anzusiedeln. In den kommenden Monaten erwarten wir daher den Lackmus-Test, wie weit oder wie schnell EUR-CHF fallen kann, bevor es der SNB dann doch zu bunt wird und sie zu mehr als nur Marktpflege am Devisenmarkt bereit ist. Da wir mit einer merklichen Eintrübung der Investorenstimmung im ersten Quartal rechnen, dürfte es reichlich Anlass für einen Showdown in EUR-CHF geben, bevor die im weiteren Jahresverlauf erwartete Rückkehr der globalen Risikofreude auch hier für Entwarnung und leicht festere EUR-CHF-Notierungen sorgen sollte.

Showdown in EUR-CHF im ersten Quartal

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

Australien & Neuseeland: Durchwachsene Aussichten, AUD im Fahrwasser von NZD

In Australien führte bereits die Delta-Welle der Covid-19-Pandemie zu neuen Rekordfallzahlen von damals rund 25.000 pro Woche. Die Omikron-Variante stellt dies jedoch mit über einer Million Neuinfektionen in der Woche bis zum 17.01.2022 in den Schatten. Neuseeland dagegen ist bisher gut davongekommen; die Zahl der wöchentlichen Neuinfektionen liegt seit knapp einem Monat unter 750. Daher sind die Aussichten für das Jahr 2022 für Australien unsicherer als für Neuseeland.

Einige Stimmungsindikatoren lassen zwar auf eine leichte Konjunkturverlangsamung in Neuseeland zum Jahresende 2021 schließen, die Aussichten sind jedoch nach wie vor günstig. Für 2022 prognostiziert die DZ BANK ein BIP-Wachstum von 3,3%. Angesichts der Engpässe am Arbeitsmarkt (die Arbeitslosenquote lag im dritten Quartal 2021 bei 3,4%) und einer Potenziallücke von geschätzt lediglich 0,8% des BIP dürfte die Inflation jedoch noch einige Zeit lang hoch bleiben. Der obere Rand des Zielkorridors liegt bei 3%; unsere Prognose lautet allerdings auf 3,3%. Darüber hinaus stellt die Hauspreisinflation weiterhin ein Problem dar; sie lag zum Jahresende 2021 weiterhin bei über 20% J/J.

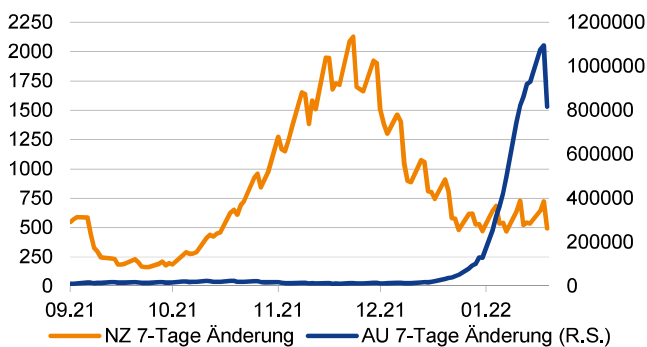
Damit steht die Reserve Bank of New Zealand weiterhin unter Druck, den im Oktober 2021 eingeleiteten Zinsanhebungszyklus fortzusetzen. In den kommenden drei Monaten dürfte ein weiterer Zinsschritt um 25 Bp. erfolgen; für den Rest des Jahres werden vier weitere Zinserhöhungen erwartet.

Die jüngste Coronawelle hat Australien sehr viel stärker in Mitleidenschaft gezogen als Neuseeland

Neuseelands Konjunktur ist insgesamt robust, die Inflation ist zu hoch

Weitere Zinsanhebungen der RBNZ im Jahr 2021

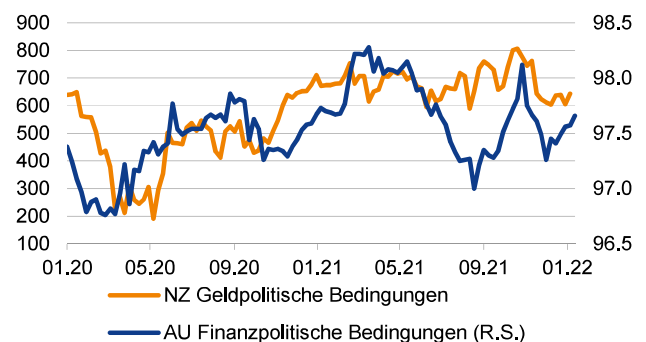
NEUSEELAND WURDE BISHER NICHT SCHWER VON DER OMIKRON-VARIANTE ERFASST, AUSTRALIEN IST DAGEGEN STARK BETROFFEN
WÖCHENTLICHE ENTWICKLUNG DER NEUINFEKTIONSZAHLEN



Quelle: Bloomberg

AUCH NACH ZWEI ZINSERHÖHUNGEN SIND DIE MONETÄREN BEDINGUNGEN IN NZ NICHT ALLZU RESTRIKTIV; IN AUSTRALIEN ZULETZT LOCKERUNGEN

LINKS: INDEX FÜR DIE MONETÄREN BEDINGUNGEN IN NEUSEELAND;
RECHTS: GOLDMAN SACHS FINANCIAL CONDITIONS INDEX



Quelle: Bloomberg

Der neuseeländische Dollar dürfte von der kräftigen Konjunktur, dem vergleichsweise günstigen Pandemieverlauf und der restriktiveren Geldpolitik profitieren. Im ersten Halbjahr 2022 dürfte NZD-USD die Ende 2021 verzeichneten Verluste zum Teil wiedergutmachen; unser Zielkurs liegt bei 0,71 USD. EUR-NZD könnte sich derweil in Richtung 1,59 NZD bewegen – nicht zuletzt, weil die EZB nach wie vor eine sehr akkommodierende Politik verfolgt.

NZD dürfte sowohl gegenüber USD als auch gegenüber EUR aufwerten

In Australien ist die Lage zwar nicht so günstig wie in Neuseeland, aber auch nicht durchweg trübe. Für 2022 prognostizieren wir eine Wachstumsrate von 3,5% (der Konsens erwartet 4,0%) und eine Inflationsrate von 2,4%. Dies ist im Vergleich zu den meisten anderen entwickelten Volkswirtschaften relativ niedrig. Die Reserve Bank of Australia kann es in der Geldpolitik entspannter angehen lassen als die meisten anderen Zentralbanken. Wir rechnen damit, dass die Cash Target Rate in den kommenden sechs Monaten beim aktuellen Wert von 0,10% verharrt. Der Geldmarkt ist allerdings deutlich falkenhafter und erwartet ein Zinsniveau von 32 Bp. in sechs Monaten. Die Aussichten für die Geldpolitik werden durch die Auswirkungen der deutlich gestiegenen Corona-Fallzahlen auf Australiens Wirtschaft verkompliziert.

In diesem fundamentalen Umfeld ist das Aufwärtspotenzial des australischen Dollar gegenüber dem USD in den ersten sechs Monaten des Jahres wohl begrenzt; unser Zielkurs liegt bei 0,73 USD. Gegenüber dem Euro sieht es schon günstiger aus. Aufgrund der Schwäche des Euro dürfte EUR-AUD auf Sicht von drei Monaten bei 1,51 AUD notieren und sich in den kommenden Monaten auf 1,55 AUD zubewegen.

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

Trotz soliden Wachstums ist die Inflation in Australien kein größeres Problem

RBA dürfte Leitzinsen in den kommenden sechs Monaten unverändert lassen

AUD hat mehr Aufwärtspotenzial gegenüber dem EUR als gegenüber dem USD

Kanada: Bank of Canada bewegt sich auf Zinsanhebung zu; CAD fest

Bis zum Dezember hatte Kanada die Corona-Pandemie relativ gut im Griff. Durch die Omikron-Variante sind die Fallzahlen jedoch von unter 50.000 pro Woche auf derzeit rund 250.000 pro Woche in die Höhe geschneit. Als Reaktion darauf wurden neue Einschränkungen verhängt, die weitere Ansteckungen begrenzen sollen. Das Virus und die Gegenmaßnahmen werden natürlich die Konjunktur dämpfen.

2021 entwickelte sich die Wirtschaft gut: Das BIP dürfte im Gesamtjahr um rund 4,5% zugelegt haben (DZ BANK-Schätzung), und für 2022 wird lediglich eine leichte Verlangsamung auf 4,3% J/J erwartet. Allerdings ist diese Prognose wegen der Pandemie mit gewissen Unsicherheiten behaftet. Parallel zum kräftigen Wachstum und den sinkenden Arbeitslosenzahlen hat sich die Inflation merklich beschleunigt. Mit 4,8% J/J lag die Rate im Dezember deutlich über dem Zielwert von 2%. Einige der inflationstreibenden Faktoren sind zwar wohl vorübergehender Natur, dürften aber nicht so rasch abklingen wie noch vor einigen Monaten erwartet. Die DZ BANK prognostiziert für 2022 bzw. 2023 Jahresinflationsraten von 3,8% bzw. 2,4%.

Ein solches Niveau ist für die Bank of Canada (BoC) unangenehm. Sie hat eine Zinsanhebung im zweiten oder dritten Quartal 2022 in Aussicht gestellt. Je nachdem, wie sich die Wirtschaft in den kommenden Monaten entwickelt, wie die wirtschaftlichen Aussichten sind und welche geldpolitischen Maßnahmen die Federal Reserve ergreift, spricht wohl einiges dafür, dass die Bank of Canada einen Zinsschritt nicht in die zweite Jahreshälfte verschiebt. Nach dem Beginn des Zinsanhebungszyklus dürfte die BoC wohl keine weiteren Reinvestitionen im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms mehr vornehmen. Für die zweite Jahreshälfte sind zwei weitere Zinserhöhungen zu erwarten.

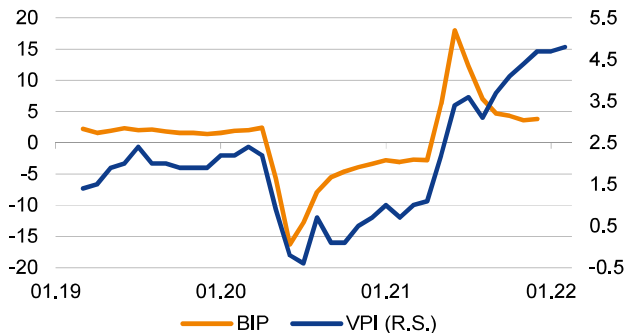
Kanada ernsthaft von Omikron-Variante in Mitleidenschaft gezogen, Konjunkturverlangsamung zu erwarten

Kanadas Wirtschaft sollte 2022 erneut kräftig wachsen

Inflation liegt deutlich über dem Zielwert und dürfte auch dort verharrten

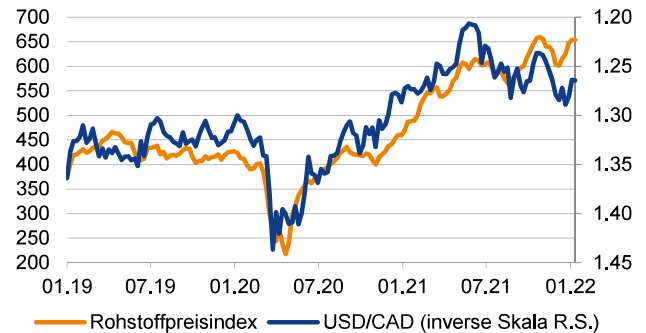
Erste Leitzinsanhebung der BoC in diesem Jahr wahrscheinlich im zweiten Quartal

**KRÄFTIGE KONJUNKTURERHOLUNG IM JAHR 2021; INFLATION LIEGT DEUTLICH ÜBER DEM ZIELWERT DER BANK OF CANADA VON 2%
REALES BIP (Q/Q, SB. JAHRESRATE) UND VPI (J/J), BEIDE IN %**



Quelle: Bloomberg

**STEIGENDE ROHSTOFFPREISE DRÜCKTEN USD/CAD IM ZWEITEN HALBJAHR 2021 NACH UNTEN, ALLERDINGS NICHT DAUERHAFT
BOC-ROHSTOFFPREISINDEX IN PUNKTEN, USD/CAD (INVERS, RECHTS)**



Quelle: Bloomberg

Der EUR-CAD-Wechselkurs dürfte weiterhin größtenteils in dem Korridor verharren, in dem er bereits im Dezember vorwiegend handelte (1,4160 – 1,4560 CAD). Wenn die BoC jedoch in den kommenden Wochen einen restriktiveren Kurs einschlägt bzw. in Aussicht stellt, könnte die Untergrenze des Korridors durchbrochen und der Wert von 1,4080 CAD getestet werden. Dort notierte der Wechselkurs zuletzt im April 2017. Gegenüber dem Greenback erscheint der CAD im ersten Quartal etwas anfällig; der Kurs von 1,28 CAD könnte auf die Probe gestellt werden. Die Rohstoffpreise notieren zwar relativ fest, der kanadische Dollar hat von dieser Seite jedoch nicht mehr so viel Unterstützung erhalten wie über weite Strecken der vergangenen beiden Jahre hinweg.

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

Aufwertung des kanadischen Dollar gegenüber dem Euro im ersten Quartal

Skandinavien: Riksbank bleibt expansiv – Norges Bank mit Zinsanhebungen

Schweden, das bislang für seine sehr moderaten Beschränkungen bekannt ist, verschärft angesichts stark gestiegener Neuinfektionszahlen und einer hohen Belastung des Gesundheitswesens seine Corona-Maßnahmen wieder. Schwedens Wirtschaftswachstum ist im dritten Quartal 2021 mit 1,8% (Q/Q) überraschend stark ausgefallen. Der Ausblick für die Konjunktur bleibt angesichts der hohen Imprate und vergleichsweise geringer Beschränkungen freundlich. Die jüngsten Daten zu Produktion und Konsum bestätigen dies. Die Arbeitslosenquote ist im November auf 7,5 % gesunken und entspricht damit wieder dem Durchschnitt unmittelbar vor dem Ausbruch der Pandemie. Der im Fokus der Notenbank stehende Preisindex CPIF ist im Dezember mit 4,1% (J/J) auf den höchsten Stand seit 28 Jahren gestiegen. Nach der geldpolitischen Sitzung hat das Direktorium der Riksbank am 25. November bekannt gegeben, den Repozatz unverändert bei 0% zu belassen, und man ist der Einschätzung, dass der Leitzins bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2024 auf diesem Niveau bleiben wird. Im laufenden Jahr sollen die Anleihebestände weitgehend unverändert bleiben. Der scharfe Anstieg der Corona-Infektionen in Europa hat dazu geführt, dass sich Anleger wieder in die sicheren Häfen flüchten. Für die Krone hatte dies das Ende der gut zwei Monate andauernden Aufwertungsphase zur Folge. Seit Anfang November hat Schwedens Währung gut 4% zum Euro abgewertet. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt stabil präsentieren wird und die gute Konjunkturentwicklung intakt bleibt, dürfte die Krone wieder leichten Aufwind erfahren.

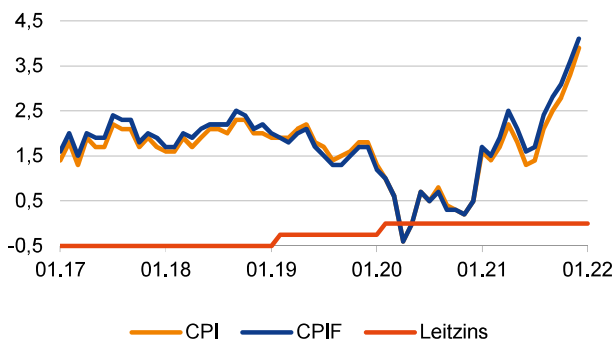
Schweden muss in der Corona-Politik wieder zurückrudern, Belastungen durch die Omikron-Welle sollten aber gering ausfallen

Beschleunigter Preisauftrieb

Riksbank ist noch weit davon entfernt die geldpolitische Wende einzuleiten

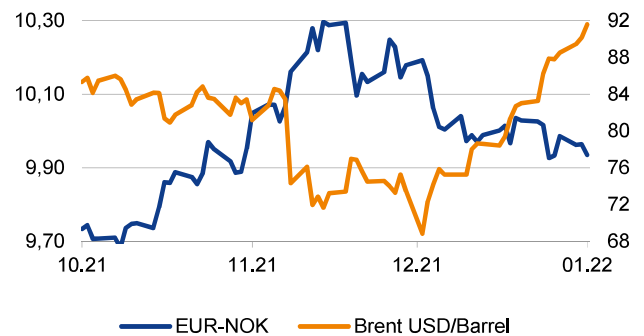
Schwedens Krone sollte wieder von guten Konjunkturdaten profitieren – wir rechnen mit einer moderaten Erholung

SCHWEDEN: INFLATION AUF 28-JAHRESHOCH
CPI, CPIF J/J IN PROZENT; LEITZINS IN PROZENT



Quelle: Refinitiv

NOK PROFITIERT VOM ROHÖLPREIS-ANSTIEG
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Während Nachbar Schweden seine Corona-Maßnahmen verschärft, lockert Norwegen seit vergangener Woche mehrere seiner vor gut einem Monat erlassenen Beschränkungen. Der Aufschwung der norwegischen Wirtschaft hat sich fortgesetzt. Die Arbeitslosigkeit liegt mit 2,2% wieder auf Werten vor dem Ausbruch der Pandemie, und die Kapazitätsauslastung liegt Schätzungen zufolge über einem normalen Niveau. Vor allem höhere Strompreise haben den Preisauftrieb beschleunigt. Die zentrale Zielgröße der Zentralbank, der um Steuern und Energiepreise bereinigte CPI-ATE-Inflationsindex, liegt jedoch noch unter der Zwei-Prozent-Zielmarke. Lohnzuwächse sowie höhere Preise bei Importgütern werden die Inflation voraussichtlich weiter ansteigen lassen. Die sich normalisierende Wirtschaft hat die Norges Bank veranlasst, im September und Dezember 2021 den Leitzins von 0% auf 0,5% anzuheben. Sofern die wirtschaftliche Entwicklung weitgehend mit den Projektionen übereinstimmt, ist eine weitere Anhebung im März nach Notenbankgouverneur Olesen „höchstwahrscheinlich“. Die Rohölpreise haben auch im neuen Jahr ihren Anstieg fortgesetzt und ein Sieben-Jahreshoch markiert. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Notierungen wieder moderat nachgeben. Mit erwarteten 68 USD/Barrel auf Sicht von zwölf Monaten sollten diese auf einem Niveau bleiben, das die Krone-Notierungen nicht wesentlich beeinträchtigen dürfte. Ein großer Unterstützungsfaktor der Krone liegt in der Leitzinsdifferenz zur Eurozone. Bereits in März könnte diese auf 75 Basispunkte anwachsen und sich im weiteren Jahresverlauf weiter ausweiten. Beim Dreimonats-Interbankenzins beträgt der Aufschlag gut 160 Basispunkte und sollte ebenfalls weiter zulegen. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

Die Inflation zieht an – bleibt aber noch unter der Zielmarke der Zentralbank

Die Norges Bank hat die Leitzinswende eingeleitet – eine weitere Anhebung um 25 Basispunkte könnte im März folgen

Der Leitzinsanhebungszyklus spricht für Norwegens Krone

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

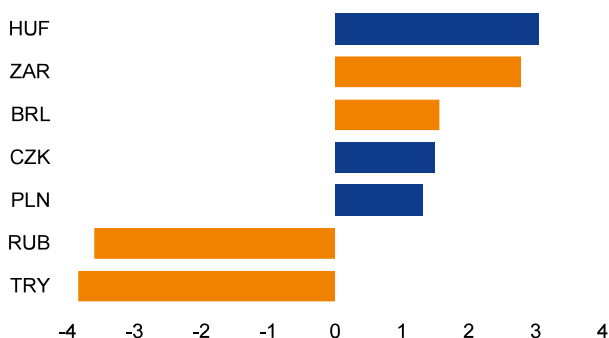
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Ungemütliches erstes Quartal erwartet

Nach ihren zum Teil massiven Kursverlusten im vergangenen Jahr sind die CE3-Währungen gegenüber dem Euro überaus zuversichtlich in das neue Jahr gestartet. Neben dem derzeit freundlichen Risikosentiment des Marktes kommt den drei kleinen osteuropäischen Währungen im aktuellen Umfeld auch die Aussicht auf weitere nationale Leitzinsanhebungen zugute. Und hier sollte in den kommenden Monaten zunehmend der Forint die Nase vorne haben, dürfte die dortige Zentralbank (MNB) den Leitzins im ersten Halbjahr 2022 noch spürbar anheben. Ursächlich für diese Erwartung sind jüngste Äußerungen seitens des ungarischen Notenbankchefs Matolcsy. Dieser stellte vor kurzem eine Anpassung des offiziellen Leitzinses an das Niveau der sog. „One week repo rate“ (= inoffizieller Leitzins) im Verlauf der ersten sechs Monate in Aussicht. Steht die MNB zum Wort ihres obersten Währungshüters, so würde dies auf Sicht von sechs Monaten eine Straffung der geldpolitischen Zügel noch um stolze 160 Bp implizieren, liegt der offizielle Leitzins derzeit doch bei 2,40% und der Satz der „One week repo rate“ bei 4%. Damit würde der Forint, was den geldpolitischen Support betrifft, die tschechische Krone in diesem Jahr auf Platz zwei verweisen, erwarten wir hier doch nach den beherzten geldpolitischen Straffungsschritten der tschechischen Zentralbank im vergangenen Jahr um insgesamt 350 Bp „nur“ noch Leitzinsanhebungen im Umfang von 75 Bp. Schlusslicht sollte in diesem Jahr unter geldpolitischen Aspekten der Zloty sein, gehen wir doch davon aus, dass die polnische Zentralbank den Leitzins 2022 lediglich noch um weitere 50 Bp nach oben schleusen wird.

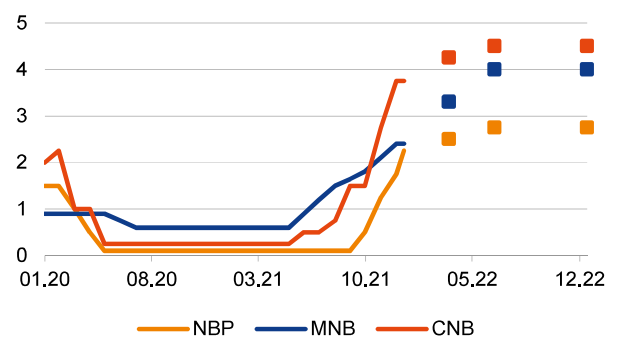
Forint kann auf besonderen geldpolitischen Support hoffen

FORINT STARTET ÜBERAUS ZUVERSICHTLICH IN DAS NEUE JAHR
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. EURO SEIT JAHRES-BEGINN, IN %



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

MNB DÜRFTE IM ERSTEN HALBJAHR 2022 DIE LEITZINSEN IM CE3-VERGLEICH NOCH AM STÄRKSTEN ANHEBEN
NATIONALE LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSEN, IN %



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

Wenngleich wir den CE3-Währungen ihre jüngsten Kursgewinne ohne Wenn und Aber gönnen, so haben wir doch unsere Zweifel, dass sie diese über das erste Quartal hinweg bewahren bzw. sogar weiter ausbauen können. Vielmehr rechnen wir mit temporären Rückschlägen, sprich zweitweise wieder niedrigen Notierungen aufgrund einer erneuten, vorübergehenden Eintrübung des globalen Risikosentiments des Marktes. Anlass zu dieser Einschätzung gibt uns die weltweit zu beobachtende rasante Ausbreitung der Omikron-Variante des Corona-Virus sowie die damit einhergehenden Konjunkturrisiken. In diesem Umfeld dürften alle CE3-Währungen wieder einen Gang zurückschalten, wobei der polnische Zloty hier u.a. aufgrund der erwarteten, vergleichsweise zurückhaltenden Leitzinspolitik seiner Währungshüter den

Omikron-Sorgen dürften für temporär wieder niedrigere CE3-Notierungen sorgen

schwersten Stand haben dürfte. Der Forint sollte hingegen von der in Aussicht gestellten beherzten geldpolitischen Gangart seiner Zentralbank profitieren und sich nicht übermäßig ins Bockshorn jagen lassen. Alles in allem wacker schlagen dürfte sich unter diesen Vorzeichen auch die überaus feste tschechische Krone. Allerdings gilt es hier anzumerken, dass ihre Aufwertung bereits sehr weit fortgeschritten ist und bereits sehr viel Positives in den aktuellen Kursen eingepreist ist, so dass wir mit Blick auf weitere dynamische Kursgewinne Vorsicht walten lassen.

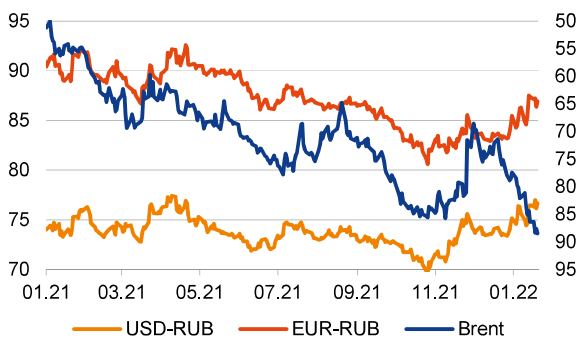
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Russland: Politische Konflikte belasten

Kaum ebbt die Delta-Welle bei den Corona-Infektionen ab, die auch bei den Todeszahlen neue Rekorde brachte, steht auch in Russland die Omikron-Welle ins Haus. Die Belastungen durch die neuerliche Beschleunigung der Infektionszahlen dürften in Grenzen bleiben. Bereits die Delta-Welle hatte, zumindest wenn es nach dem Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe geht, der russischen Industrie wenig ausmachen können. Stärker wurde der konsumnahe Einzelhandel bzw. der Dienstleistungssektor belastet. Insgesamt sollte die Wirtschaft ihren moderaten Expansionspfad jedoch fortsetzen können. Für die Finanzmärkte spielt aber die wirtschaftliche Dynamik des Landes derzeit keine Rolle. Der Konflikt um die internationalen Beziehungen der Ukraine dominieren das Geschehen. Die russische Außenpolitik verlangt von der NATO eine Garantie, dass die Ukraine niemals dem Militärbündnis beitreten werde, was von westlicher Seite mit Verweis auf die Unabhängigkeit der Ukraine stets abgelehnt wird. Angesichts wiederholter Truppenaufmärsche an der Grenze zur Ukraine wird immer wieder die Befürchtung laut, dass Russland in die Ukraine einmarschieren könnte. Dies wird von der NATO mit der Drohung massiver Wirtschaftssanktionen beantwortet, was bis hin zu einem Abschneiden von den internationalen Finanzströmen gehen könnte. Erst zuletzt hatte dies eine merkliche Ausweitung der Risikoaufschläge in Euro oder Dollar notierender russischer Anleihen zur Folge.

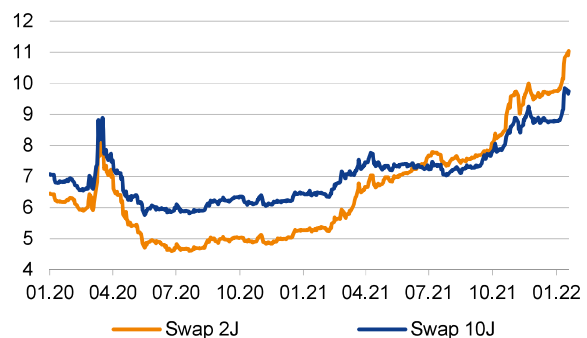
Corona-Restriktionen belasten Wirtschaft nur in Teilen

ÖLPREIS KANN DEM RUBEL DERZEIT NICHT HELFEN
 LS: EUR BZW. USD RS: ÖLPREIS BRENT IN USD JE BARREL



Quelle: Bloomberg

SORGEN AM RUSSISCHEN FINANZMARKT
 RUB-SWAPSATZ IN %



Quelle: Bloomberg

Ein in diesem Umfeld schwächerer Rubel kann kaum überraschen, vielmehr ist es bemerkenswert, dass die Währung nicht mit noch deutlich stärkeren Abschlügen reagiert hat. Die relative Widerstandsfähigkeit dürfte im Wesentlichen zwei Faktoren geschuldet sein: den gestiegenen Energiepreisen, sowie der konsequenten Geldpolitik. Der Ölpreis (Brent) sprang zuletzt auf den höchsten Stand seit 2014. Die Zinserhöhung um 100 Bp auf 8,5% Mitte Dezember kam nach den vorherigen Andeutungen nicht sonderlich überraschend. Auch bei ihren jüngsten Auftritten zeigte sich Notenbankchefin Nabiullina bezüglich der Inflationssichten besorgt, was für die nächste geldpolitische Entscheidung im Februar erneut eine Zinsanhebung um 100 Bp möglich erscheinen lässt. Damit könnte dann aber auch das Zinshoch bereits erreicht sein, zumindest dann, wenn sich die Einschätzung bewahrheitet, dass es abgesehen von einem Preisschub zum Jahresauftakt zu keiner weiteren Inflationsbeschleunigung mehr kommt. Bei einem entsprechenden Rückgang der Inflationsrate könnte dann auf Jahressicht auch wieder eine Zinswende nach unten eingeleitet werden.

Inflationssorgen treiben die Notenbank

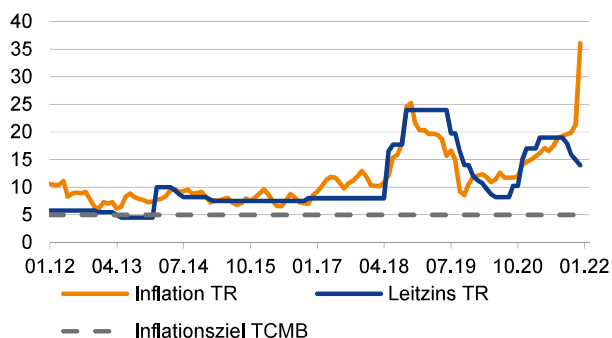
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Türkei & Südafrika: Divergierende Inflationssorgen

Nachdem die türkische Lira Ende 2021 auf breiter Front unter massiven Abgabedruck geraten war und hierbei sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar von einem Rekordtief zu nächsten gefallen war, startete die dortige Landeswährung nun überaus geräuscharm in das neue Jahr. Für Beruhigung sorgte marktseitig die kurz vor Weihnachten erfolgte Ankündigung staatlicher Maßnahmen zur Wiederherstellung des Vertrauens in TRY-Einlagen. Steht die Regierung zu ihrem Wort, so dürfte für die Lira unserer Ansicht nach zumindest fürs Erste das Schlimmste überstanden sein. Dass es sich hierbei um eine dauerhafte Lösung handelt, halten wir allerdings für fraglich. So ist unserer Einschätzung zufolge der wesentliche Belastungsfaktor, der der Lira bereits seit mehreren Jahren immer wieder zu schaffen macht, nicht beseitigt. Vielmehr bietet die angesichts des massiven Preisdrucks wohl auch perspektivisch viel zu locker ausgerichtete türkische Geldpolitik mit den zu niedrigen Zinsen nach wie vor keinen adäquaten Inflationsschutz. Zudem dürfte die politische Abhängigkeit der türkischen Zentralbank fortbestehen.

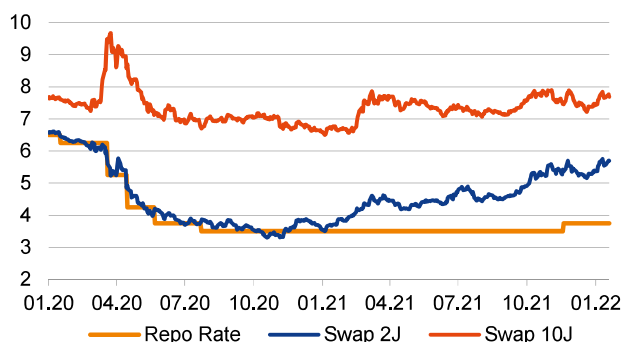
Türkische Lira startet geräuschoslos in das Jahr 2022

JÜNGSTE TÜRKISCHE INFLATIONSSAHLEN FÜHREN VIEL ZU LOCKERE GELDPOLITIK EINDRUCKSVOLL VOR AUGEN
ALLE WERTE IN %, INFLATION J/J



Quelle: Bloomberg

LANGE LAUFZEITEN IN SÜDAFRIKA ROBUST
RENDITE IN %



Quelle: Bloomberg

Dass die marktseitigen Sorgen vor einer weiterhin viel zu lockeren geldpolitischen Gangart der türkischen Zentralbank (TCMB) allerdings mehr als berechtigt sind, zeigen die jüngsten Inflationszahlen. So stieg doch die dortige Teuerung im Dezember unerwartet stark auf nun 36,08% (J/J) und damit auf den höchsten Stand seit Herbst 2002 an. Unter diesen Vorzeichen verwundert es auch wenig, dass die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen zum Ende des vergangenen Jahres hin ebenfalls deutlich auf nun über 21% (J/J) angestiegen sind. Das reale Leitzinsniveau fiel aufgrund des jüngsten, massiven Sprungs der türkischen Inflationsrate nach oben sowie der deutlichen Leitzinssenkungen der TCMB in den vergangenen Monaten auf -22,08%, ein Rekordtief, das in unserem EM-Universum vergeblich seines gleichen sucht. Und dennoch war man marktseitig schon darüber froh, dass die türkischen Währungshüter bei ihrer ersten Leitzinssitzung des neuen Jahres die geldpolitischen Zügel nicht doch noch weiter gelockert haben. Eine massive Erhöhung der Leitzinsen, die das inflationäre Umfeld unter objektiven ökonomischen Aspekten eigentlich erforderlich machen würde, wurde gar nicht erwartet. Dass sich die türkische Lira dennoch stabil gehalten hat, zeigt, mit wie wenig sie sich mittlerweile zufriedengibt.

Lira gibt sich geldpolitisch mit wenig zufrieden

Die Omikron-Welle fegte im Dezember durch Südafrika, flaute im Januar aber fast ebenso schnell wieder ab, wie sie gekommen war. Zwar hat dies die Stimmung in der Wirtschaft im Dezember beeinträchtigt, die Wachstumsbelastungen sollten aber überschaubar bleiben. Größere Spuren dürften lediglich im Tourismusgewerbe verzeichnet werden, dem die internationalen Reisebeschränkungen die Sommersaison verhaselt haben dürften. Für die Gesamtwirtschaft waren auch schon vor Omikron die Wachstumsaussichten für dieses Jahr nur bescheiden.

Omikron in Südafrika kaum noch ein Thema

Anders als in vielen anderen Ländern hält sich das Inflationsproblem für Südafrika noch in Grenzen. Die Inflationsrate liegt zwar inzwischen (Dezember 5,9% J/J) nahe der Obergrenze der Zielspanne von 3% bis 6%, und auch ein zeitweises Überschießen darüber hinaus ist wahrscheinlich, die Kernrate hielt sich aber mit 3,4% vergleichsweise stabil, was der Notenbank ermöglicht ihre Geldpolitik mit lediglich kleinen Schritten von 25 Bp zu normalisieren. Aufgrund der bereits sehr steilen Renditekurve, in der die Erwartung merklicher Zinserhöhungen zum Ausdruck kommt, sollten sich lange Laufzeiten weiterhin relativ robust gegenüber der heimischen Geldpolitik zeigen.

Zu einem am Devisenmarkt bisher wohl noch nicht ausreichend berücksichtigten Risikofaktor könnte sich eine beginnende Diskussion um die Führung des regierenden ANC entwickeln. Nachdem der ANC bei den Kommunalwahlen Anfang November erstmals landesweit unter 50% der Stimmen erzielt hatte, liegen die Nerven blank. Hinzu kommt, dass der erste Teil des Abschlussberichts einer Kommission zur Untersuchung von Korruption im öffentlichen Sektor vor allem die Regierungszeit von Ex-Präsident Zuma (2009 bis 2018) in kein gutes Licht stellte. In dem Bericht unter Federführung des Verfassungsrichters Zondo wird die Anklageerhebung gegen einige Zuma-Verbündete empfohlen. Die noch ausstehenden Teile dürfte in eine ähnliche Richtung gehen. Präsident Ramaphosa kann sich zwar in seiner propagierten Politik der Korruptionsbekämpfung durch diesen Bericht bestätigt sehen, allerdings müssten nun Taten folgen. Innerhalb des ANC kann sich der Präsident jedoch nicht auf eine volle Unterstützung verlassen. Zuletzt fuhr Tourismusministerin Sisulu schweres Geschütz auf und kritisierte Teile der Justiz und stellte fest, dass es die Verfassung von 1994 nicht geschafft habe, die Ungerechtigkeiten der Apartheid anzugehen. Mit diesem Angriff auf den institutionellen Rahmen Südafrikas fand sie im ANC trotz einigen Gegenwinds auch Unterstützung. In südafrikanischen Medien wird darüber spekuliert, dass Sisulu sich mit diesen Angriffen als mögliche Herausforderin

Möglicher Streit um ANC-Führung könnte Rand belasten

von Präsident Ramaphosa beim Parteitag des ANC im Dezember positionieren will, bei dem die Wahl zum Parteivorsitzenden ansteht.

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

China hält die Zügel der Weltwirtschaft in der Hand

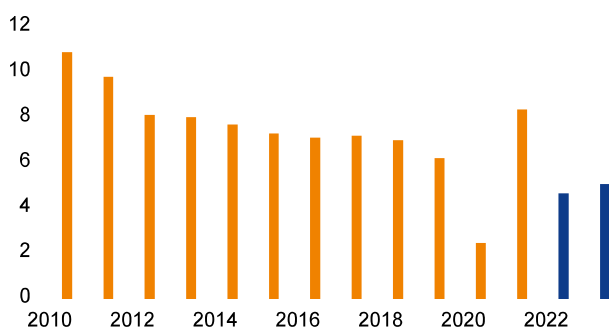
Es ist nicht das erste Mal, dass über das Schicksal der Weltwirtschaft in China entschieden wird. Oft schon haben wir in den letzten Jahren über Befürchtungen einer „harten Landung“ der chinesischen Konjunktur diskutiert, die die Weltwirtschaft mit in den Abgrund zu ziehen droht. Derzeit geht es weniger um einen klassischen Wachstumseinbruch, sondern um Chinas Kampf gegen Corona und die Implikationen der Null-Covid-Strategie für den Welthandel. Solange Peking an seiner rigorosen Eindämmungsstrategie festhält, drohen uns wiederholte Störungen von Produktionsstätten und Blockaden wichtiger Frachthäfen. Wie empfindlich die eng aufeinander abgestimmten, internationalen Lieferketten auf die geringste Störung reagieren, haben wir im vergangenen Jahr mehrfach beobachten müssen.

Im Zusammenhang mit Omikron kommen zwei Aspekte hinzu, die die Anfälligkeit noch zu verschärfen drohen. Zum einen ist diese Mutation deutlich ansteckender. Zum anderen bieten die in China eingesetzten Impfstoffe von Sinopharm und Sinovac bei Omikron keinen nennenswerten Schutz, auch nicht nach einer Auffrischung. Dies ist nicht nur medizinisch, sondern auch politisch ein heißes Eisen. Peking hatte sich in den vergangenen Monaten lautstark der erfolgreichsten Impfkampagne der Welt gerühmt und dabei großen Wert auf die Qualität der heimischen Vakzine gelegt. Dies macht den zeitnahen Einsatz ausländischer mRNA- oder Vektorimpfstoffe zur Auffrischung nahezu unmöglich. Chinas Bevölkerung steht also einem deutlich ansteckeren Virus ohne ausreichenden Impfschutz gegenüber. Dies wiederum dürfte ein wesentlicher Grund dafür sein, dass sich China trotz hoher ökonomischer Kosten weiter an die Null-Toleranz-Politik klammert, während viele andere Länder Omikron längst mit einer gewissen Laissez-Faire-Haltung entgegneten.

Chinas Null-Toleranz-Strategie gegen Covid mit globalen Folgen

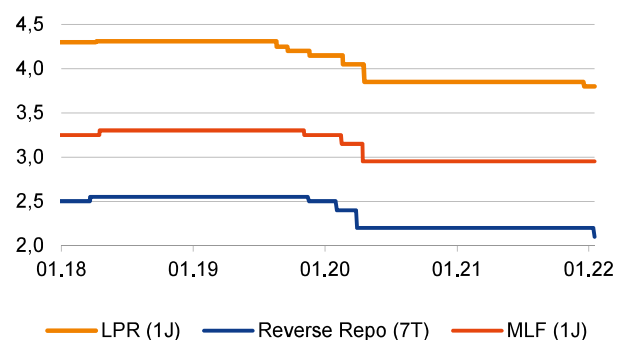
Störungen der weltweiten Lieferketten fast unausweichlich

CHINAS WIRTSCHAFT VOR SCHWIERIGEN ZEITEN
BIP-WACHSTUM UND PROGNOSE, J/J, IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

GELDPOLITIK, ZU HILFE: LOCKERUNG DRINGEND ERFORDERLICH
DIVERSE SCHLÜSSELZINSEN DER PBOC, IN %



Quelle: Refinitiv

Die jüngsten BIP-Daten aus China konnten für das vierte Quartal noch positiv überraschen; mit Blick auf das neue Jahr stehen die Vorzeichen jedoch deutlich schlechter. Das DZ BANK Research hat seinen bereits verhaltenen Wachstumsausblick nochmals gesenkt und erwartet jetzt nur noch ein Plus von 4,4% (J/J) für 2022. Im ersten Quartal droht China aufgrund der eingangs skizzierten Omikron-Herausforderungen sogar die Stagnation. Um einen schärferen Konjunkturunbruch zu verhindern, dürfte Peking aus allen politischen Rohren feuern und breite Stützungsmaßnahmen auf den Weg bringen. Die vor wenigen Tagen erfolgte Senkung der Konditionen für kurzfristige Fazilitäten (MLF, Reverse Repo) dürfte erst der Anfang gewesen sein. Wir rechnen für 2022 durchgehend mit einer aggressiven Lockerung auf sämtlichen geldpolitischen Kanälen (Senkungen von Mindestreservesätzen, LPR-Leitzins, ...). Hierzu zählt auch ein kritischer Blick auf den Wechselkurs. Nachdem die latente Yuan-Stärke in den letzten Monaten aufgrund der inflationsdämpfenden Wirkung noch insgeheim begrüßt wurde, könnte hier bald ein Umdenken einsetzen. Eine Fortsetzung der Yuan-Aufwertung können wir uns in diesem Umfeld nicht vorstellen.

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

Wachstumsausblick mit dunklen Wolken

Brasilien & Mexiko: Zinspolitik kann Währungen noch nicht beflügeln

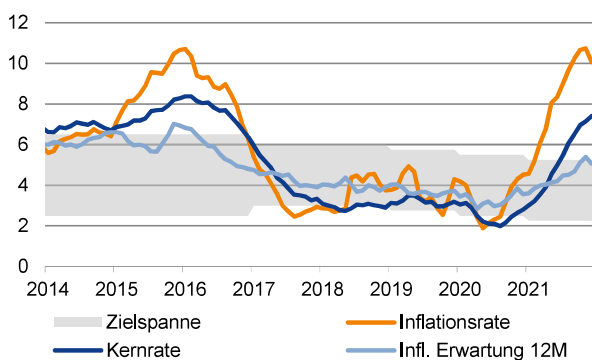
Nun ist es offiziell, die Verbraucherpreise in Brasilien sind Ende 2021 mit 10,06% (J/J) stärker gestiegen als die Zielspanne der Banco Central do Brasil von 2,25% bis 5,25% auferlegt. Damit musste Notenbankchef Campos Neto einen offenen Brief schreiben, in dem er die Ursachen für die Zielverfehlung darlegt und wie das Ziel künftig erreicht werden soll. Dabei liegt für dieses Jahr die Zielspanne noch etwas niedriger bei 2,0% bis 5,0%. Diese Spanne erscheint zwar weit entfernt, gleichwohl ist sie noch nicht völlig außer Reichweite. In dem offenen Brief gesteht Campos Neto aber ein, dass zumindest das eigentliche Inflationsziel von 3,5%, der Mittelpunkt der Spanne, auch in diesem Jahr voraussichtlich verfehlt werde. Mit Zinserhöhungen im Umfang von bisher 725 Bp hat die Notenbank bereits einiges zur Erfüllung ihrer Aufgabe getan. Mit dem Zinssprung um 150 Bp im Dezember hatte die Notenbank zudem bereits angekündigt für die Folgesitzung Anfang Februar über einen ähnlichen Schritt nachzudenken. Anschließend sollte es zwar nicht mehr mit solchen Siebenmeilenstiefeln vorangehen, mit einem Leitzins im Bereich von 12% muss allerdings gerechnet werden. Die massiven Zinserhöhungen sollten mit der entsprechenden Verzögerung auch ihre Spuren bei den Preisen hinterlassen. In einer wöchentlichen Befragung der Notenbank vermuten Wirtschaftsexperten im Durchschnitt, dass der Preisauftrieb bis Ende des Jahres bis nahe an die Zielspanne abfallen werde. Zuletzt bröckelte zudem die durchschnittliche Prognose für den Preisanstieg in den nächsten zwölf Monaten leicht ab. Bis Ende 2023 soll die Inflationsrate gemäß der Befragung sogar bis auf 3,4% (J/J) nachgeben. Allerdings sprechen auch einige Faktoren gegen einen zügigen Rückgang des Preisauftriebs. Die verschiedenen von der Notenbank betrachteten Indikatoren für den Preisauftrieb tendierten auch im Dezember noch nach oben. In der brasilianischen Wirtschaft sind zahlreiche Verträge inflationsindexiert und auch die Löhne sind oftmals an die Preisentwicklung gekoppelt. So stieg der Mindestlohn zum Jahresanfang um 10,2%.

Banco Central do Brasil will restriktiven Kurs fahren

Zunächst allerdings wird die geldpolitische Straffung das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr dämpfen, nicht die besten Voraussetzungen für die von Präsident Bolsonaro angestrebte Wiederwahl beim Urnengang im Herbst. In den Umfragen liegt er auch zum Jahresauftakt weit hinter Ex-Präsident Lula zurück. Die Wahlen dürften auch für den Real in diesem Jahr ein Belastungsfaktor sein, der verhindert, dass die Währung von den hohen Leitzinsen profitiert. Chancen könnten sich allerdings ergeben, wenn der erhoffte merkliche Rückgang des Preisaufliebs tatsächlich eintritt. Die Omikron-Variante treibt zwar auch in Brasilien die Infektionszahlen nach oben, was auch noch die letzten Karnevalsveranstaltungen zu beenden droht, ansonsten dürften die wirtschaftlichen Folgen jedoch moderat sein.

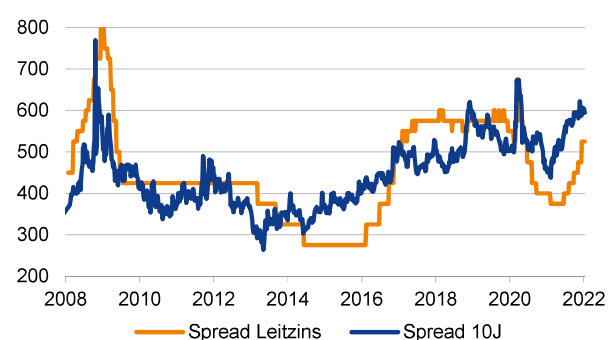
Omikron noch kein neuer Schrecken

HOFFNUNG AUF WENDE BEI INFLATIONSRATE IN BRASILIEN
J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

BEREITS MERKLICHER ZINSPUFFER FÜR DEN PESO
ZINSSPREAD MEXIKO ZU US-SÄTZEN IN BP



Quelle: Bloomberg

Auch in Mexiko sprangen die Corona-Infektionszahlen mit der Omikron-Variante auf neue Rekordstände. Trotz eines unterdurchschnittlichen Impfstatus in Mexiko besteht die Hoffnung, dass der Verlauf ähnlich wie in Südafrika glimpflich verläuft. Nichtsdestotrotz kam es in einigen Bundesstaaten bereits wieder zu Beschränkungen, was sich negativ auf die wirtschaftliche Dynamik auswirken dürfte. Noch vor der neuen Infektionswelle hatten sich im alten Jahr einige Stimmungsindikatoren aufgehellt, was zumindest die Hoffnung auf einen versöhnlichen Jahresabschluss macht. Während die Wirtschaft lediglich dahindümpelt, ist der Preisauflieb der entscheidende Faktor für die Geldpolitik, die ohnehin unter besonderer Beobachtung steht. Mit dem Jahreswechsel trat Victoria Rodriguez Ceja ohne größere geldpolitische Expertise an die Spitze der Banco de México. Sie war erst im Dezember von Präsident Lopez Obrador nominiert worden. Noch unter der alten Führung hatte die Notenbank kurz vor Weihnachten nach vier kleineren 25 Bp Zinserhöhungen einen größeren Schritt um 50 Bp vollzogen. Damit trug sie den sich eintrübenden Preiszahlen Rechnung, eine Entwicklung die sich grundsätzlich auch noch im Dezember fortsetzte. Während sich die Inflationsrate insgesamt bei 7,4% (J/J) stabilisiert hat, ging es in der Kernrate weiter auf 5,9% (J/J) nach oben. An diesen Zahlen entzündete sich eine Debatte unter Mitgliedern im Direktorium der Banco de México, wie diese zu interpretieren seien. Das Protokoll der Dezember-Sitzung deutet aber darauf hin, dass derzeit eher die Fraktion mit Inflationssorgen die Mehrheit einnimmt. Entsprechend sind weitere Zinserhöhungen zu erwarten, und zumindest bei der kommenden Sitzung im Februar erscheint auch eine 50 Bp Anhebung wahrscheinlich. Hauptauslöser für diesen etwas steileren Zinspfad sind die unbefriedigenden Preiszahlen, allerdings dürfte es damit aber auch gelingen, die ansonsten zu befürchtenden Belastungen für den Peso durch die näher rückende Zinswende in den USA, zu begrenzen. Vor allem im langen Laufzeitenbereich hat der Renditevorsprung mexikanischer Anlagen gegenüber vergleichbaren US-Papieren bereits ein Niveau erreicht, dass in

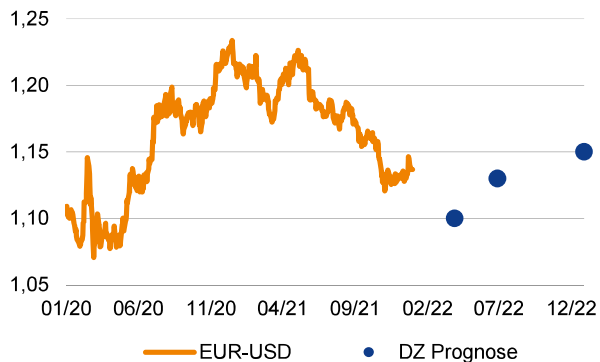
Neue geldpolitische Führung in Mexiko

der Vergangenheit eher mit Krisensituationen verbunden war. Dies dürfte dem Peso eine gewisse Unterstützung bescheren, auch wenn die volle Kraft sich wohl erst entfalten kann, wenn erkennbar ist, dass das Inflationsproblem überwunden wird.

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

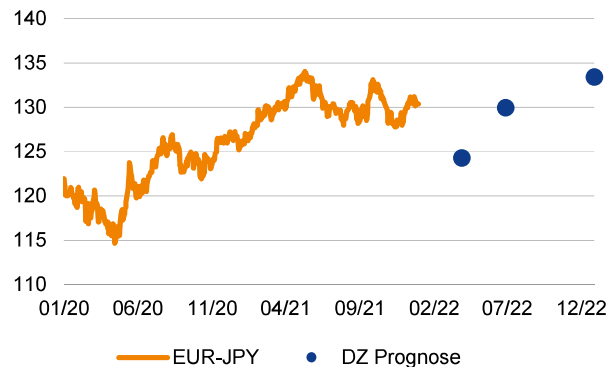
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



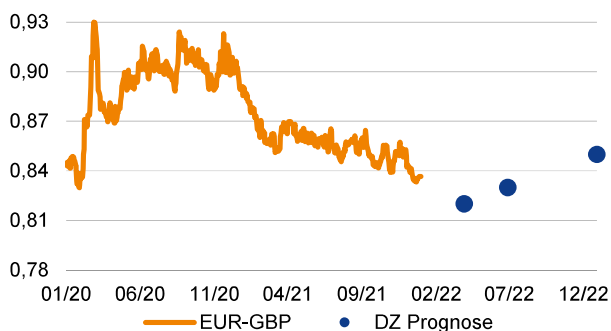
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



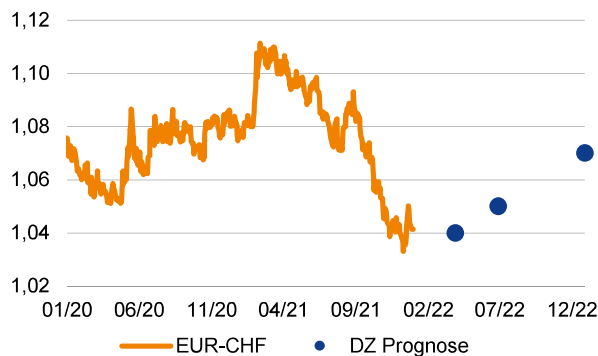
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



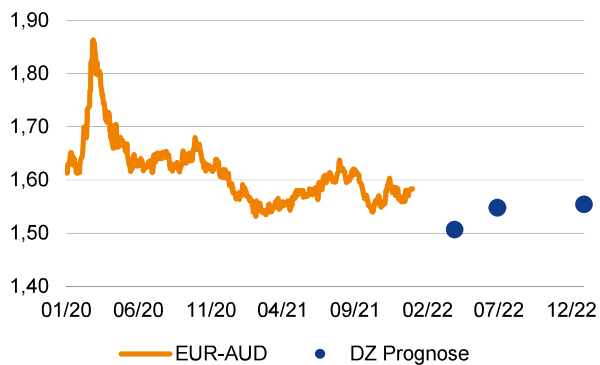
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



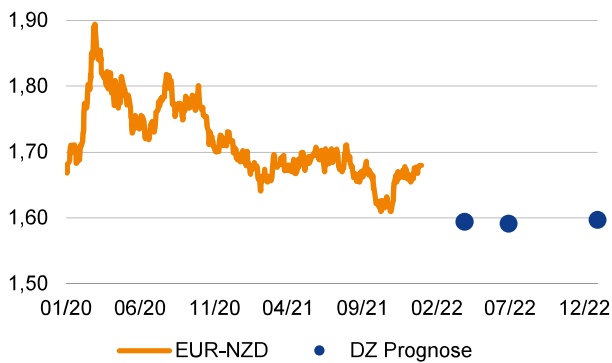
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



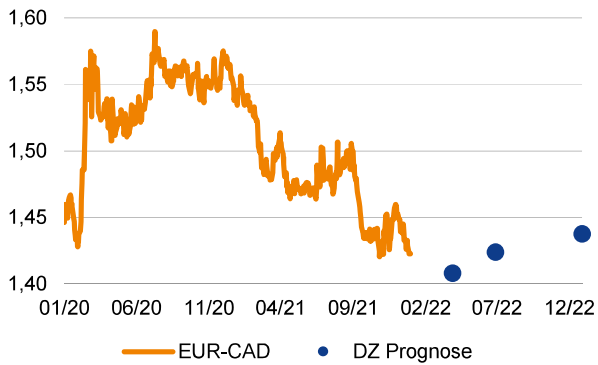
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



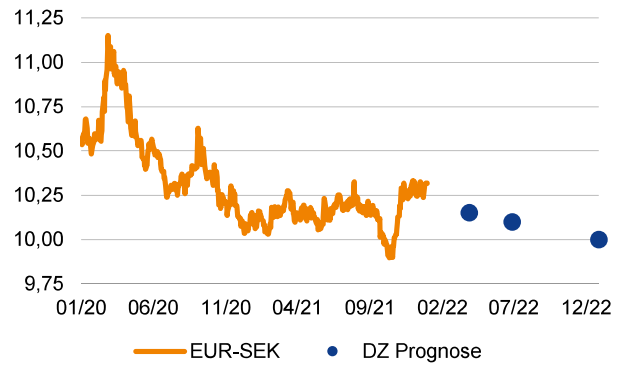
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



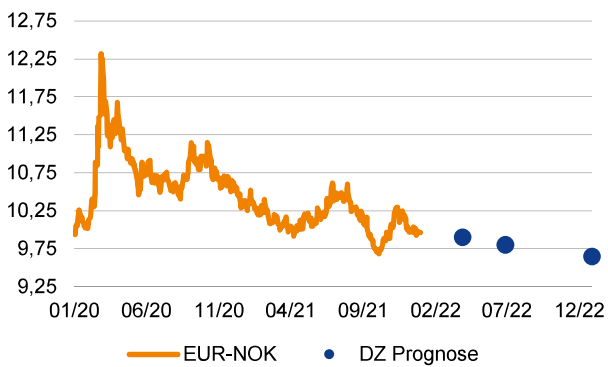
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



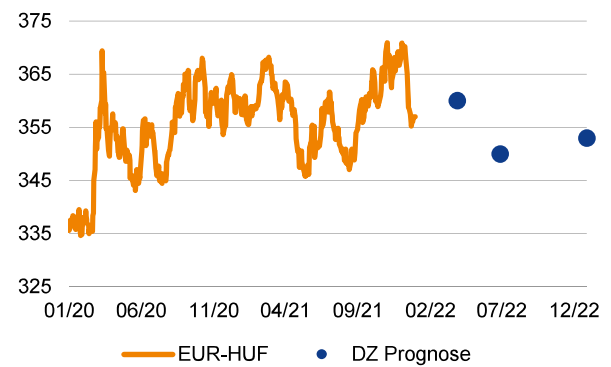
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



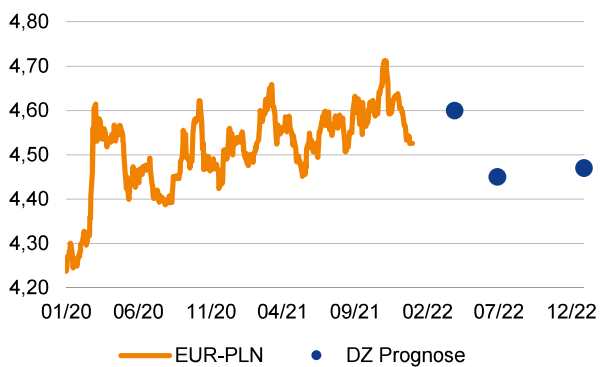
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



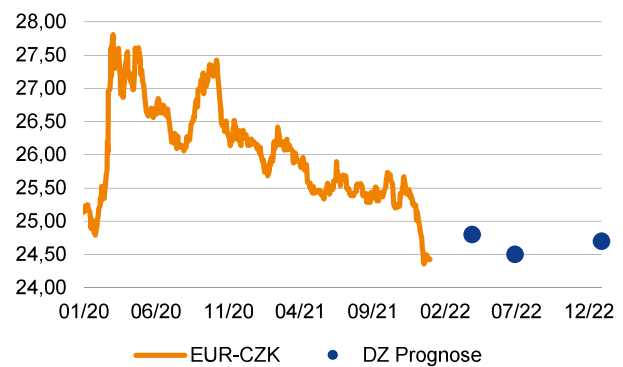
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



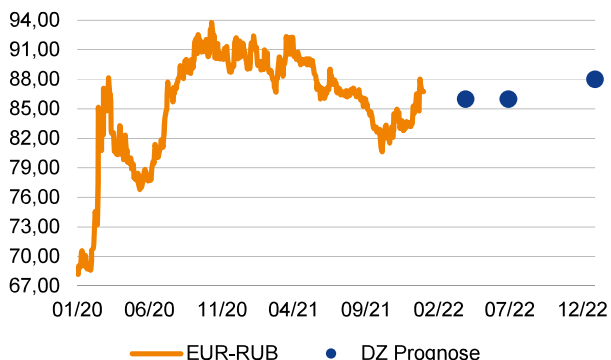
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



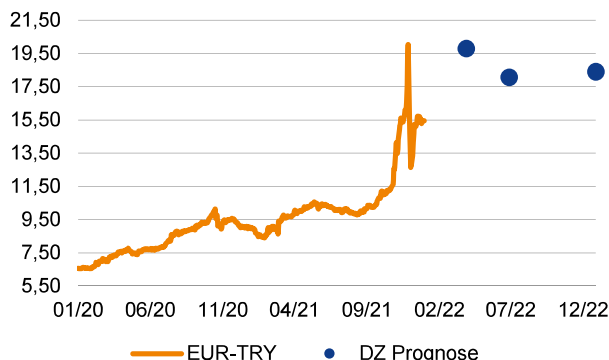
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



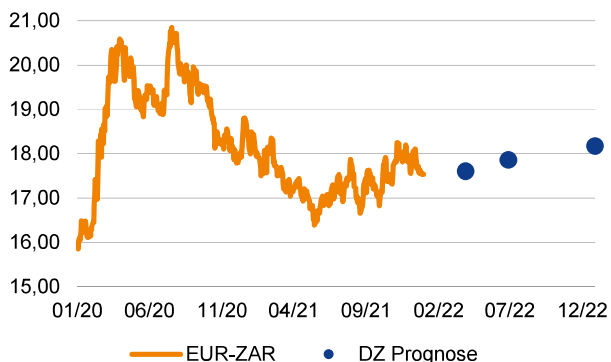
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



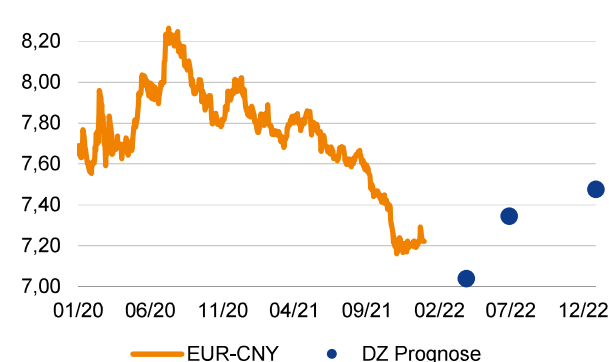
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



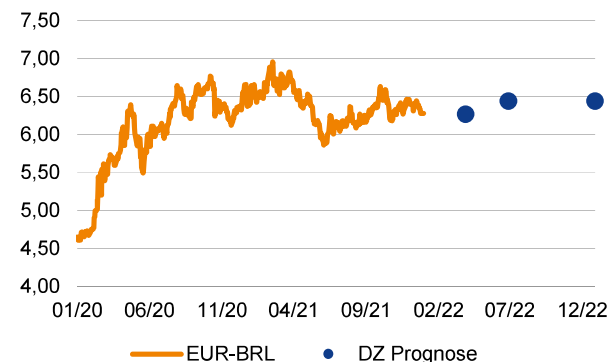
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



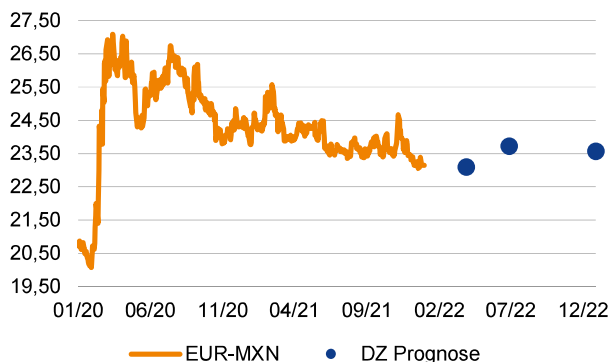
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

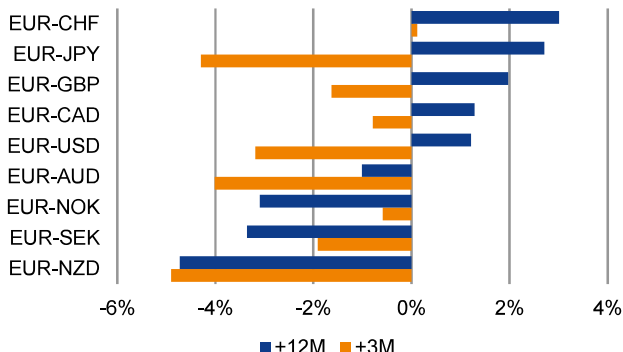
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

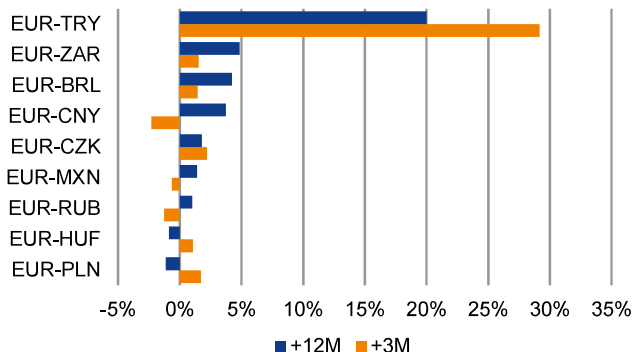
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1367	1.1000	1.1300	1.1500
EUR/GBP	0.8337	0.8200	0.8300	0.8500
EUR/JPY	131.07	124.30	129.95	133.40
EUR/CHF	1.0499	1.0400	1.0500	1.0700
EUR/AUD	1.5764	1.5068	1.5479	1.5541
EUR/NZD	1.6751	1.5942	1.5915	1.5972
EUR/CAD	1.4293	1.4080	1.4238	1.4375
EUR/NOK	10.0053	9.9000	9.8000	9.6500
EUR/SEK	10.2715	10.1500	10.1000	10.0000
EUR/PLN	4.5380	4.6000	4.4500	4.4700
EUR/CZK	24.41	24.80	24.50	24.70
EUR/HUF	356.83	360.00	350.00	353.00
EUR/RUB	84.59	86.00	86.00	88.00
EUR/TRY	15.6920	19.8000	18.0800	18.4000
EUR/ZAR	17.65	17.60	17.85	18.17
EUR/CNY	7.2257	7.0400	7.3450	7.4750
EUR/BRL	6.3347	6.2700	6.4410	6.4400
EUR/MXN	23.17	23.10	23.73	23.58

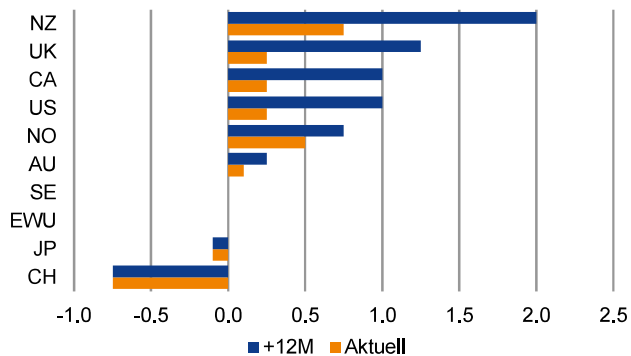
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1367	1.1000	1.1300	1.1500
GBP/USD	1.3635	1.3415	1.3614	1.3529
USD/JPY	115.30	113.00	115.00	116.00
USD/CHF	0.9234	0.9455	0.9292	0.9304
AUD/USD	0.7210	0.7300	0.7300	0.7400
NZD/USD	0.6786	0.6900	0.7100	0.7200
USD/CAD	1.2575	1.2800	1.2600	1.2500
USD/NOK	8.7958	9.0000	8.6726	8.3913
USD/SEK	9.0363	9.2273	8.9381	8.6957
USD/PLN	3.9922	4.1818	3.9381	3.8870
USD/CZK	21.48	22.55	21.68	21.48
USD/HUF	313.95	327.27	309.73	306.96
USD/RUB	74.46	78.18	76.11	76.52
USD/TRY	13.8039	18.0000	16.0000	16.0000
USD/ZAR	15.53	16.00	15.80	15.80
USD/CNY	6.3740	6.4000	6.5000	6.5000
USD/BRL	5.5730	5.7000	5.7000	5.6000
USD/MXN	20.38	21.00	21.00	20.50

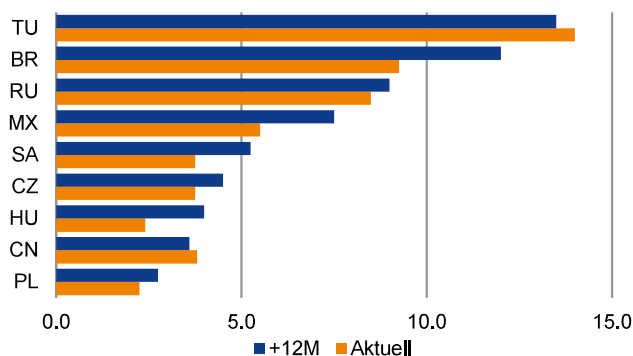
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,1	3,5	3,0	4,3	3,3	2,8	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	3,1	2,0	4,3	3,5	2,7	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-4,3	-4,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,0	3,3	3,2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,7	3,7	2,2	4,2	3,7	4,0	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	5,0	2,8	6,5	5,2	4,5	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13,5	-6,3	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,2	-2,7	-2,4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	2,2	2,3	1,0	1,3	3,0	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	-0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,2	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	3,5	3,5				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,1	4,2	2,3	7,2	3,2	3,2	3,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	4,2	2,3	4,8	4,8	4,4	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,6	-3,4	-2,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-3,6	-3,7				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	3,0	2,4	3,9	2,9	2,7	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	0,6	1,4	0,9	1,7	1,6	1,2	1,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,5	-0,5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9,0	9,0	9,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,7	3,5	3,2	4,0	3,0	3,1	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	2,4	2,2	2,5	2,3	2,4	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,9	-4,5	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,9	1,0	0,5				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,4	3,3	2,9	4,0	2,0	4,0	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	2,5	1,6	4,8	3,0	1,4	1,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,1	-2,0	-2,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,9	-4,3	-3,9				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	4,3	3,2	2,4	4,8	5,0	4,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	3,8	2,4	4,5	4,4	3,4	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-2,2	-1,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,0	-1,5	-1,4				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,3	3,3	2,1	4,3	3,9	2,7	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	2,1	1,9	2,7	2,5	1,8	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-0,8	-0,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,7	5,1	5,2				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,3	2,9	1,4	5,9	4,7	1,3	0,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	1,7	1,8	2,2	2,5	1,3	0,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	1,7	0,1	1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,2	10,5	6,6				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,0	5,2	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	4,7	4,1	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,4	-5,6	-4,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,3	-0,6	0,2
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,9	4,6	4,4
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	6,0	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,0	-1,9	-1,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,4	0,1	0,3
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,8	4,5	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,1	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-5,0	-3,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,8	1,8	1,3
Russland			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,9	2,6	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	6,7	5,8	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-1,8	-1,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,9	4,0	2,0
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	10,0	3,5	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	19,5	34,8	18,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-3,6	-3,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,6	-3,0	-3,1
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,5	2,0	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,5	5,0	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,0	-8,0	-6,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,0	3,0	1,0
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7,8	4,4	4,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,0	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-6,5	-5,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,4	1,0	0,8
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	0,5	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	8,3	8,6	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-6,5	-6,0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-1,6	-1,7
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,5	2,7	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	5,7	4,9	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-3,0	-2,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-0,2	-0,6

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

- 4.1** **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio, ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2** **Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als ‚**nachhaltig**‘ oder ‚**nicht nachhaltig**‘ eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als ‚**Transformationsstaat**‘ erfolgen.
- 4.3** **Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4** **Währungsräume**
Die Einschätzung zur **Investition** in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.
"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5** **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten**
Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

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

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

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage entspricht. Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihe-segmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihe-segmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihe-segmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Per-

sonen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, und / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

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