

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Die Themen Inflation und US-Renditen sowie Konjunktur lösen Corona ab

Lange Zeit waren die Corona-Krise und der ehemalige US-Präsident Trump oder auch eine Kombination aus beiden die beherrschenden Themen an den Finanzmärkten. Während sich das ehemalige Staatsoberhaupt bereits seit Jahresbeginn – zumindest für einige Zeit – verabschiedet hat, sind die Pandemie und ihre wirtschaftlichen sowie sozialen Auswirkungen weiterhin sehr präsent. Trotz teils schneller, teils langsamer voranschreitender Impfungen und zuletzt beschlossener Lockerungen in einigen Ländern kann von einem „normalen“ öffentlichen Leben sicherlich noch keine Rede sein. Auch stimmen die jüngsten Meldungen zu möglichen unerwünschten Nebenwirkungen des Vazins von AstraZeneca zumindest bedenklich mit Blick auf zügige Fortschritte der Impfkampagnen – nicht nur in Europa.

Und dennoch ist die Corona-Krise an den internationalen Finanzmärkten zuletzt zusehends in den Hintergrund geraten. Zu deutlich fiel der Konjunkturoptimismus aus, getrieben durch die klarer werdende Aussicht auf eine zumindest im Jahresverlauf absehbare Immunisierung der Bevölkerung in einigen Industrienationen und das US-Konjunkturpaket in Höhe von 1,9 Bio. USD, zu unerwartet kam für die meisten der dynamische US-Renditeanstieg. Dieser zog globale Ansteckungswirkungen nach sich und machte weder vor europäischen oder australischen Staatsanleihen noch vor dem Schweizer Franken oder den Schwellenländerwährungen Halt. Die Reaktionen der Zentralbanken auf die Entwicklung fielen dabei sehr unterschiedlich aus. Während sich Vertreter der US-Notenbank mehrheitlich gelassen gaben, wurden in Frankfurt und Sydney konkrete Maßnahmen beschlossen, um gegen einen unerwünschten Renditeanstieg vorzugehen.

Wenngleich die (US-) Renditen mit Blick auf die nächsten Wochen nicht zwingend bereits das Ende der Fahnenstange erreicht haben müssen, rechnen wir auf Sicht von drei bis sechs Monaten mit einer Beruhigung der Lage. So sind die marktseitig insbesondere gegenüber der Federal Reserve bestehenden Erwartungen zugunsten einer zeitnah bevorstehenden Rückführung der expansiven geldpolitischen Gangart unseres Erachtens überzogen. Erst Anfang 2022 dürften US- und Europäische Zentralbank laut unseren Prognosen eine Reduzierung ihrer Anleihekäufe vornehmen.

Eine gute Nachricht ist dies nicht zuletzt für die Schwellenländerwährungen. Vor dem Hintergrund der Aussicht auf ein mögliches Ende der reichlichen Liquiditätsversorgung an den internationalen Finanzmärkten durch die Notenbanken hatten diese zuletzt überwiegend einen schweren Stand. Sollten die entsprechenden Spekulationen in den nächsten Monaten nachlassen und sich die US-Renditen auf Jahressicht wie vonseiten des DZ BANK Research erwartet insgesamt seitwärts entwickeln, böte dies für das Emerging Market Segment die Chance, auf der Welle eines anhaltend positiven Sentiments zu reiten und die Aufwertungsbewegung der vergangenen Monate wieder aufzunehmen.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
18.3.2021 11:51 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro schlägt sich zumindest einigermaßen wacker	2
USA: Ein letztes Aufbäumen vor der großen USD-Wende?	3
Japan: Bank von Japan stellt die Weichen	4
Großbritannien: Keine nachhaltigen Rückschläge für das Pfund in Sicht	5
Schweiz: Euro-Franken ungewohnt dynamisch unterwegs	6
Australien & Neuseeland: Eine Schlacht, aber lange nicht den Krieg gewonnen	7
Kanada: Nach starken ersten Monaten wird die Luft für CAD dünner	9
Skandinavien: Die Norwegische Krone kann sich absetzen	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Globale und nationale Belastungsfaktoren	12
Russland: Leitzinserhöhungen lediglich eine Frage der Zeit	13
Türkei & Südafrika: Steigende US-Renditen als Risiko – mehr aber auch nicht	14
China: Yuan-Stärke nähert sich ihrem Zenith	15
Brasilien & Mexiko: Wege	16
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Sören Hettler, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro schlägt sich zumindest einigermaßen wacker

Die europäische Gemeinschaftswährung muss derzeit einiges an Gegenwind über sich ergehen lassen. Nicht nur hat die Europäische Zentralbank im Rahmen der jüngsten Sitzung klargemacht, dass sie einem unerwünschten Renditeanstieg im Euroraum mit den ihr zur Verfügung stehenden Instrumenten entgegenwirken wird und in diesem Zusammenhang ein höheres Tempo bei den Wertpapierankäufen angekündigt, wodurch der Zinsvorteil der USA gegenüber Deutschland bei den zehnjährigen Staatsanleihen weiter angewachsen ist. Zudem schreitet die dritte Corona-Welle in Europa voran. Während sich Deutschland nach den jüngsten Lockerungen noch auf eine Diskussion über steigende Fallzahlen und Inzidenzwerte konzentrieren kann, haben andere EU-Staaten, darunter Italien, bereits wieder in den Lockdown-Modus geschaltet. Das alles wäre nur halb so tragisch, wenn die Impfkampagne mit großen Schritten vorankäme, was aber bislang nicht der Fall ist. Frühestens Mitte April, hieß es zuletzt, werde deutlich mehr Impfstoff in Deutschland und der Europäischen Union zur Verfügung stehen. Dass die Verabreichung des Impfstoffs von AstraZeneca in zahlreichen EU-Staaten mit Verweis auf mögliche unerwünschte Nebenwirkungen zuletzt auf Eis gelegt wurde, mag zwar ethisch und politisch der richtige Weg sein, bringt das Ende der Pandemie aber sicherlich auch nicht gerade näher.

Das alles ist nicht spurlos am Euro vorbeigegangen. Zu groß waren nach den zuversichtlichen Äußerungen der verantwortlichen Politiker im letzten Jahr die Hoffnungen auf ein erfolgreiches, zügiges Impfprogramm sowie eine Europäische Union, die künftig mit einer Stimme spricht. Ausgehend vom höchsten Stand seit 2018 gab die Gemeinschaftswährung seit Jahresbeginn auf handelsgewichteter Basis zeitweise gut 2% nach und fiel auf den tiefsten Stand seit vergangenem Herbst. Fairerweise sollte dem Euro jedoch zugestanden werden, dass die Kursverluste angesichts der herausfordernden Gemengelage deutlich gravierender hätten ausfallen können.

EZB, dritte Welle, schleppende Impfkampagne und mögliche unerwünschte Nebenwirkungen belasten

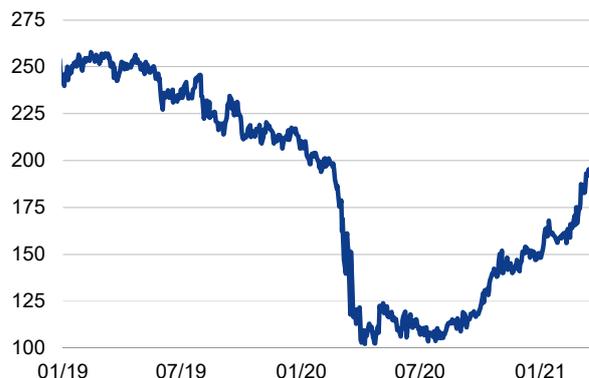
Gemeinschaftswährung seit Jahresbeginn im Rückwärtsgang

EURO AUCH HANDELSGEWICHTET JÜNGST UNTER ABGABEDRUCK
EUR (TWI) IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

RENDITEVORSPRUNG DER USA WÄCHST UND WÄCHST
RENTIDEDIFFERENZ VON 10J-US- UND BUNDESANLEIHEN, IN BP



Quelle: Bloomberg

Sowohl diese Erkenntnis und die Erwartung zählbarer Impffortschritte im nahenden April in der EU als auch die Einschätzung, dass sich die marktseitigen Spekulationen zugunsten einer baldigen geldpolitischen Wende in den USA in den nächsten Wochen als überzogen erweisen werden, sind es, die dem Euro Zuversicht geben sollten – und damit auch unserer Prognose einer auf drei und sechs Monate wieder

Schwierige Wochen mögen dem Euro noch bevorstehen, aber Licht am Ende des Tunnels ist erkennbar

deutlich stärkeren Gemeinschaftswährung. Wesentlich ist hierbei die vonseiten des DZ BANK Research auf kurze Sicht erwartete moderate Rückwärtsbewegung bei den US-Renditen. Vor diesem Hintergrund ist damit zu rechnen, dass sich der Blick der Investoren in nicht allzu ferner Zukunft wieder auf das weiterhin positive Sentiment an den internationalen Finanzmärkten konzentrieren wird, wodurch auch der Euro spürbaren Auftrieb erfahren sollte.

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

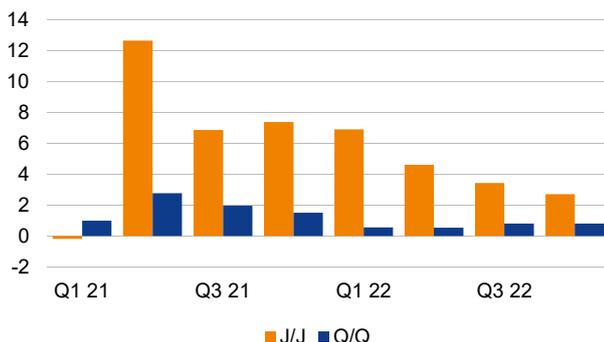
USA: Ein letztes Aufbäumen vor der großen USD-Wende?

In den letzten Wochen hat der US-Dollar nochmals seine letzten Reserven mobilisiert und gegenüber den meisten Währungen zugelegt. EUR-USD-Notierungen um 1,19 USD passen auf den ersten Blick zu den beneidenswerten Impffortschritten in den USA, der Verabschiedung des riesigen Fiskalpaketes und den gestiegenen US-Renditen. Nicht von ungefähr hat auch das DZ BANK Research seine Wachstumsprognose für das laufende Jahr von 6,0% auf 6,5% (jeweils J/J) angehoben. Unser Chefvolkswirt spricht von „fast schon chinesischen Verhältnissen“. Auf den zweiten Blick drängt sich aber die Frage auf, wieso die USD-Aufwertung *trotz* dieser denkbar günstigen Umstände nur so behäbig ausgefallen ist. Dieses Zögern bestätigt uns in unserer Annahme, dass der US-Dollar in diesem Jahr nicht weiter als prozyklische Währung profitieren kann. Vielmehr sollten sich im weiteren Jahresverlauf andere Währungen zurückmelden, wenn weltweit die Normalisierung der Konjunktorentwicklung und die Eindämmung der Pandemie gelingen. Auch wenn der Greenback aktuell die Nase vorn hat (egal ob beim Impfen, den Renditen oder dem Wirtschaftswachstum), ist dies eben nur eine Momentaufnahme, die in den kommenden Monaten durch die Aufholjagd der restlichen Welt überlagert werden dürfte.

Chinesische (Wachstums-) Verhältnisse in den USA

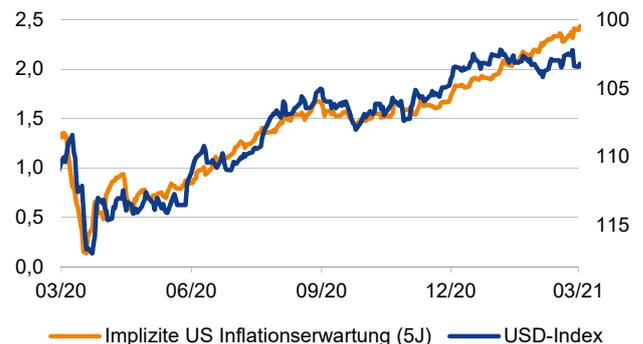
USD legt trotz denkbar rosiger Umstände nur moderat zu

FAST SCHON CHINESISCHE VERHÄLTNISSE
US-WACHSTUMSPROGNOSE, BIP IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

INFLATIONSERWARTUNG: SEGEN ODER FLUCH FÜR DEN USD?
INFLATIONSPRÄMIE = RENDITEDIFFERENZ UST VS. INFLATIONSGESCHÜTZTE TIPS, 5J (L.S.) UND USD-INDEX (R.S.), INVERS



Quelle: Refinitiv

Eine Schlüsselrolle kommt hier der US-Notenbank bzw. ihrer Haltung gegenüber der jüngsten US-Rentenmarktentwicklung zu. Bislang zeigten sich die Fed-Oberen unbesorgt und versuchen den Zinsanstieg als ganz normales Zeichen wirtschaftlicher Erholung zu verharmlosen. Das DZ BANK Research geht davon aus, dass sich die Renditen bereits in Kürze wieder auf einem niedrigeren Niveau einpendeln werden. Andernfalls würde die US-Notenbank zu anderen Mitteln greifen, um die Notwendigkeit anhaltender geldpolitischer Unterstützung zum Ausdruck zu bringen. Eine Ab-

USD-Rallye nur ein Bear-Market-Bounce

kehr von den Anleihekäufen steht in diesem Jahr nicht auf der Agenda, und Fed-Chef Powell wird in den kommenden Monaten alles daransetzen, den Markt auf diese Linie einzuschwören. Bei weitgehend verankerten Nominalzinsen geht der im zweiten Quartal anstehende Inflationsschub dann zu Lasten der realen Rendite. Auch wenn der Dollar aktuell noch auf der Sonnenseite des Währungslebens zu stehen scheint, brauen sich über ihm tiefschwarze Wolken zusammen – oder wie es Profis sagen würden: die aktuelle USD-Rally ist nur ein Bear-Market-Bounce.

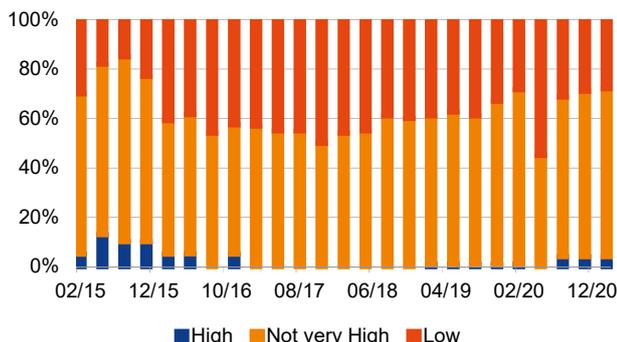
Dorothea Huttanus, ANALYST, +49 (0)69 7447 7977

Japan: Bank von Japan stellt die Weichen

Bereits viele Monate vor Ausbruch der globalen Reflationsphantasien hatte die Bank von Japan eine umfassende Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie angekündigt. Im Mittelpunkt sollte eigentlich die Nachhaltigkeit der gegenwärtigen Geldpolitik stehen, insbesondere die Nebenwirkungen der ultra-expansiven Ausrichtung für die Finanzwirtschaft sowie für die Funktionsfähigkeit des JGB-Marktes. Die Ergebnisse hierzu werden morgen früh vorgestellt, und auch wenn dies so nicht beabsichtigt war, werden sie klar unter dem Eindruck der globalen Entwicklungen stehen. Der weltweite Renditeanstieg ist für Japans Geldpolitik ein zweiseitiges Schwert: Einerseits zieht er die JGB-Renditen tendenziell mit nach oben, was weder erwünscht noch angebracht ist. Der in Japan zu beobachtende Renditeanstieg ist zwar im internationalen Vergleich weit abgeschlagen, für japanische Verhältnisse ist er aber geradezu dynamisch. Auf der anderen Seite kommt es zu einer Wechselkursreaktion, die für Japans Preisumfeld dringend erforderliche positive Impulse setzen könnte. USD-JPY ist immerhin von knapp 103 JPY Anfang Januar auf zuletzt über 109 JPY gestiegen.

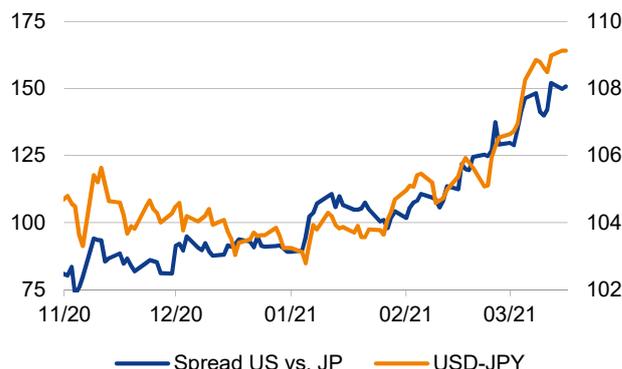
Ergebnis der Strategieüberprüfung steht an

JAPANS BONDMÄRKTE AUCH WEITERHIN DYSFUNKTIONAL
BOJ-UMFRAGE UNTER FINANZMARKTAKTEUREN: WIE GUT FUNKTIONIERT DER JGB-SEKUNDÄRMARKT?



Quelle: Bank of Japan

JAPANS ZINSNACHTEIL WÄCHST WEITER – ZULASTEN DES YEN
LS: ZINSDIFFERENZ US VS. JP, 10J STAATSANLEIHEN (IN BP); RS: USD-JPY



Quelle: Refinitiv

Die große Herausforderung für die Notenbank liegt weniger in den eigentlichen Maßnahmen, die beschlossen werden, sondern in der richtigen Kommunikation hierzu. Wünschenswert wäre beispielsweise eine Flexibilisierung des Zinsziels, so dass durch stärkere Schwankungen wieder Leben in den JGB-Markt zurückkehrt. Im aktuellen Marktumfeld besteht aber die große Gefahr, dass „größere Flexibilität“ einseitig mit Zinsanstieg gleichgesetzt und nicht symmetrisch verstanden wird. Sollten die

Kann ein Kommunikationsunfall vermieden werden?

Märkte auch nur den geringsten Anlass erkennen, der BoJ Exit-Gedanken zu unterstellen, wären merkliche Yen-Gewinne vorprogrammiert. Damit sehen wir seit langer, langer Zeit wieder einmal ein Event Risk für den Yen, das von Japan und nicht von globalen Entwicklungen ausgeht. Ebenfalls von großer Bedeutung bleibt aber die Entwicklung der US-Renditen, die dem US-Dollar noch immer einen (unangemessenen) Vorteil verschaffen. Sollten sich die US-Zinsen auf ein nachhaltigeres Niveau zurückziehen, wovon das DZ BANK Research ausgeht, dürfte auch USD-JPY den Rückzug antreten und sich schon bald wieder in der Nähe von 105 JPY einpendeln.

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

Großbritannien: Keine nachhaltigen Rückschläge für das Pfund in Sicht

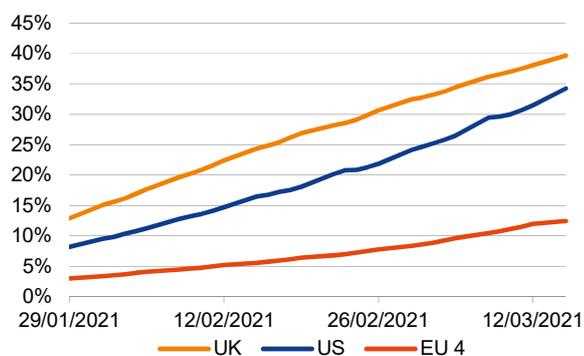
Seit Anfang des Jahres hat das britische Pfund deutlich an Wert gewonnen und sich dabei gegenüber allen anderen G10-Währungen durchsetzen können. Geschuldet ist diese Entwicklung vor allem dem rasanten Fortschritt der britischen Impfkampagne, die alle Erwartungen übertroffen hat. Bislang haben fast 40% der Briten mindestens ihre erste Impfdosis erhalten, womit Großbritannien unter den Top 3 der Welt rangiert. Die erfolgreiche Impfkampagne erlaubt es der Regierung nun, konkrete Pläne für die Lockerung der Corona-Maßnahmen zu schmieden. Schon ab dem 21. Juni soll das Leben dann wieder komplett in die Normalität zurückkehren.

Bislang waren wir davon ausgegangen, dass die ungünstige wirtschaftliche Entwicklung Großbritanniens in der ersten Jahreshälfte (und die damit verbundene Erwartung weiterer Lockerungsschritte seitens der Bank of England) das Pfund spürbar belasten würde. Die vergangenen Monate haben jedoch deutlich gemacht, dass der Markt bereit ist, durch die Phase wirtschaftlicher Schwäche hindurchzuschauen und nun mit vermehrtem Optimismus auf das Jahr zu blicken. Auch seitens der Bank of England sind keine GBP-negativen Signale mehr zu erwarten. Zwar stellen die Mitglieder des geldpolitischen Rates derzeit sicher, dass die Diskussion um eine mögliche Einführung von Negativzinsen nicht abreißt, der Blick auf die Wirtschaft und das aktuell gute Krisenmanagement legen jedoch nahe, dass dieser Schritt nicht notwendig sein wird.

Die erfolgreiche Impfkampagne soll ab Mitte des Jahres eine Rückkehr in die Normalität ermöglichen

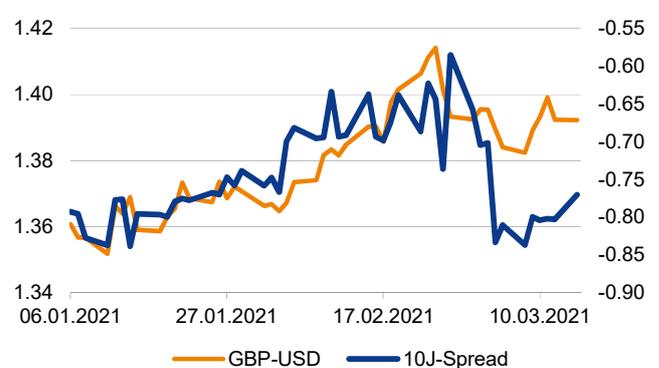
Nachhaltig negative Signale für das Pfund sind in den kommenden Monaten nun wohl nicht mehr zu erwarten

BRITISCHE IMPFKAMPAGNE SCHREITET RAPIDE VORAN
% DER BEVÖLKERUNG MIT MINDESTENS EINER IMPFDOSIS



Quelle: Bloomberg

SPREAD-ENTWICKLUNG IM FEBRUAR ALS BONUS FÜR GBP
LS: GBP-USD; RS: 10J SPREAD GILTS VS. US-TREASURIES



Quelle: Bloomberg

Auch wenn wir somit von unserer bisherigen, negativen Sicht auf das Pfund abrücken, sind wir weit davon entfernt, zu Sterling-Bullen zu werden, zumindest nicht was unsere Einschätzung der Perspektiven des Pfundes gegenüber dem Euro betrifft. Wir gehen davon aus, dass auf britischer Seite bereits sehr viele gute Nachrichten eingepreist sind. Dies betrifft sowohl die wirtschaftliche Erholung, die sich eigentlich erst in der zweiten Jahreshälfte deutlicher herauskristallisieren sollte, als auch den weiteren Fortschritt der Impfkampagne. Auf aktuellen Euro-Pfund-Niveaus um 0,85/86 GBP ist dies u.E. nach bereits vollumfänglich verarbeitet. Da wir vonseiten der Eurozone wenig neue Impulse für den Euro erwarten, gehen wir davon aus, dass EUR-GBP im weiteren Jahresverlauf in der Region der aktuellen Niveaus verharren bzw. in einer Spanne von 0,84-0,88 GBP handeln wird.

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

Gegenüber dem Euro erwarten wir für den restlichen Jahresverlauf keine weiteren Kursgewinne

Schweiz: Euro-Franken ungewohnt dynamisch unterwegs

Das Währungspaar Euro-Franken zeigte sich in den vergangenen Wochen von einer selten zu beobachtenden Seite. Während das Währungspaar in der Regel für seine stoische Ruhe bekannt ist und es sich in den drei Monaten bis Mitte Februar in einer überschaubaren Handelsspanne um 1,08 CHF bequem gemacht hatte, ging es seither dynamisch gen Norden. In der Spitze wurden Kurse von rund 1,1150 CHF erreicht und damit der höchste Stand seit Mitte 2019. Eine Stärke der Gemeinschaftswährung als Ursache für diese Aufwärtsbewegung lässt sich dabei ausschließen, hatte der Euro doch in diesem Zeitraum gegenüber sechs der G10-Währungen das Nachsehen. Folglich muss es das Schweizer Pendant sein, das den Ausschlag für die signifikante Wechselkursbewegung gegeben hat.

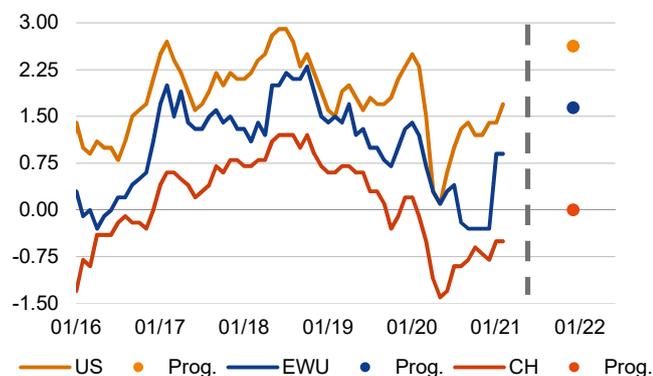
Euro klettert zeitweise auf höchsten Stand seit Mitte 2019 gegenüber Franken

Zwei Faktoren dürften hierbei wesentlichen Einfluss gehabt haben. Zum einen scheinen der globale (Konjunktur-) Optimismus mit der zunehmenden Verbreitung der Impfungen sowie der Finalisierung des US-Konjunkturpakets über 1,9 Bio. USD und damit das Sentiment an den internationalen Finanzmärkten einen positiven Schub erfahren zu haben. Der Sichere Hafen Franken verliert in einem derartigen Umfeld an Attraktivität.

Auf dem Franken lasten der globale Konjunkturoptimismus...

GLOBAL STEIGENDE INFLATIONSERWARTUNGEN LEGEN SCHWACHSTELLEN OFFEN

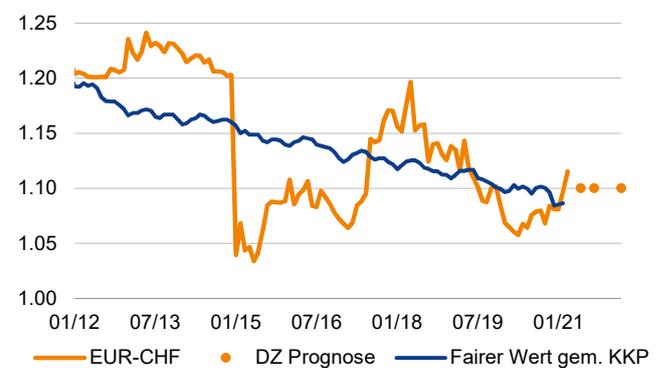
INFLATIONSRATEN (JJ) IN %, INKL. DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg

EUR-CHF DERZEIT MEHR ODER WENIGER AUF FAIREM NIVEAU

EURO-FRANKEN, INKL. FAIREM WERT GEM. KKP UND DZ BANK PROG.



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Zum anderen setzen der eidgenössischen Landeswährung globale Inflationsphantasien zu. So sollten eine Federal Reserve und auch eine Europäische Zentralbank auf Jahressicht durchaus darüber nachdenken, ihre ultra-expansive Geldpolitik mit Blick auf die Anleiheankäufe zurückzufahren. Den Spielraum hierfür bietet die zu erwartende wirtschaftliche Stabilisierung in Verbindung mit zumindest mittelmäßigen Inflationsraten bei rund 2,5% (J/J) in den USA und 1,5% in der EWU in 2021. Die Schweiz ist von derartigen Schritten hingegen noch meilenweit entfernt. Nicht nur verfügt die SNB über kein Anleiheankaufprogramm für heimische Wertpapiere, das sie zurückfahren oder beenden könnte, zudem bietet hier auch die Preisniveaumentwicklung wenig Anlass zur Hoffnung auf eine geldpolitische Trendwende. Die Inflationsrate lag im Februar einmal mehr klar im negativen Bereich, und auch der Ausblick ist alles andere berauschend. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einer schwarzen Null. In 2022 sollte die Preissteigerung unter 1% (J/J) verbleiben, während für den Euroraum zumindest knapp 1,5% und die USA sogar 2% prognostiziert werden. Eine Leitzinsanhebung ausgehend von den aktuell -0,75% ließe sich damit wohl kaum rechtfertigen. Ohnehin dürften höhere Leitzinsen erst dann in Frage kommen, wenn auch die Europäische Zentralbank vergleichbare Schritte unternimmt. Zu groß sollte die Furcht sein, durch eine im internationalen Vergleich frühe geldpolitische Wende eine Frankenaufwertung herbeizuführen und damit die Konjunktur sowie ein voraussichtlich zartes Pflänzchen in Form eines aufkeimenden Preisdrucks zu belasten.

Dass diese Perspektiven genügen werden, um den Franken in den nächsten Monaten nachhaltig unter zusätzlichen Abgabedruck zu bringen, darf indes bezweifelt werden. Nach Einschätzung des DZ BANK Research ist bei den US-Renditen auf Sicht der nächsten Monate wieder mit einem Rückgang zu rechnen. Hinweise auf einen weiter zunehmenden globalen Konjunkturoptimismus oder steigende Inflationserwartungen wären demnach nicht zu erwarten – und damit auch keine frischen, negativen Impulse für den Sicheren Hafen und geldpolitisch im Stich gelassenen Franken.

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

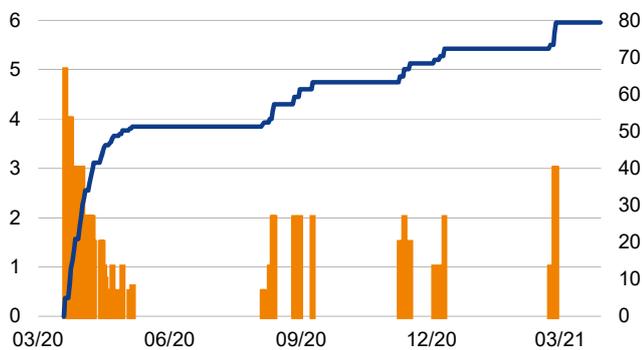
Australien & Neuseeland: Eine Schlacht, aber lange nicht den Krieg gewonnen

Nachdem sich die Notenbanken in Australien und Neuseeland in den letzten Monaten primär über die (aus ihrer Sicht) unerwünschte Stärke ihrer Währungen sorgen mussten, kommt jetzt noch eine weitere Baustelle hinzu. Im Zuge des globalen Rentenmarkt-Ausverkaufs im Februar sind auch die Renditen der kleinen Dollars geradezu explodiert. Dieser Entwicklung ist die RBA entschieden entgegengetreten; zum einen verbal mit dem klaren Bekenntnis zum aktuellen Zinsziel, zum anderen aber auch mit der Wiederaufnahme ihrer Anleihekäufe im Rahmen des Ankaufprogramms. Dieses war zwar nie offiziell eingestellt worden, wurde faktisch aber im letzten dreiviertel Jahr kaum noch aktiv genutzt, da die bloße Drohkulisse genügte, um das angestrebte Zinsziel zu erreichen. Die Kombination aus globaler Beruhigung und RBA-Markteingriffen hat dazu geführt, dass der Ausverkauf am australischen Rentenmarkt zum Stillstand gekommen ist und sich die Kapitalmarktrenditen auf etwas niedrigeren Niveaus zu stabilisieren scheinen – zumindest vorerst. Denn egal wie vehement die RBA in ihrer Forward Guidance auch unveränderte Leitzinsen bis 2024 verspricht, es dürfte ihr im weiteren Jahresverlauf immer schwerer fallen, sich gegen die aufkommenden Exit-Spekulationen zur Wehr zu setzen.

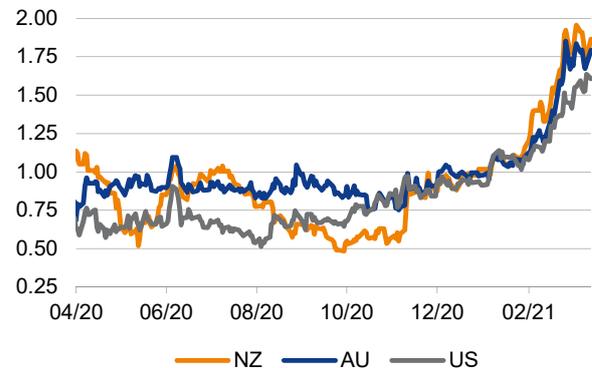
...sowie die zunehmende Fokussierung der Finanzmärkte auf die (künftige) Inflation

Euro-Franken laut Kaufkraftparität und DZ BANK Prognosen momentan auf angemessenen Niveaus

Der Kampf gegen den unerwünschten Renditeanstieg ist noch lange nicht überstanden

RBA REAKTIVIERT SCHLUMMERNDEN QE-PROGRAMM
 ANLEIHEKÄUFE: PRO TAG (L.S.) UND KUMULIERT (R.S.), IN MRD. AUD


Quelle: RBA

RENTENMÄRKTE AUSSER RAND UND BAND
 RENDITE STAATSANLEIHEN, 10J IN %


Quelle: Refinitiv

Der Erfolg bei der Pandemie-Bekämpfung, der auch von der RBA als robust eingeschätzte Konjunkturaufschwung sowie die nach oben weisenden Inflationserwartungen machen das stoische Festhalten der RBA an ihrem geldpolitischen Krisenmodus immer unglaubwürdiger. Für die Notenbank liegt der Schlüssel in der Arbeitsmarktentwicklung, die ihrer Meinung nach auf absehbare Zeit sowohl bei der Arbeitslosenrate als auch beim Lohnwachstum zu wünschen übriglassen wird. Unseres Erachtens wird es der RBA nicht auf Dauer gelingen, sich mit diesem Argument gegen die Marktspekulationen zur Wehr zu setzen. Mit einer Intensivierung der Anleihekäufe und regelmäßigen Verbalinterventionen dürften sich aber wohl weder Austral-Dollar noch australische Kapitalmarktrenditen auf Dauer einschüchtern lassen. Spätestens wenn im zweiten Quartal die Inflationsrate auf 2,9% und das BIP-Wachstum auf 8% (jeweils J/J) springen werden, wird es ernst. Dass diese Entwicklung auf Basis- und Sondereffekte (staatliche Übernahme der Gebühren für Schulen und Kinderbetreuung) zurückzuführen sein wird, dürfte der von Exit-Phantasie benebelte FX-Markt ignorieren und die RBA zum Showdown herausfordern.

Markt vs. RBA: Showdown nach Q2-Daten?

Auch wenn der Ausstieg aus dem geldpolitischen Krisenmodus in Neuseeland nicht ganz so schnell gelingen dürfte, können wir uns vorstellen, dass die RBNZ und der NZ-Dollar in den Strudel der Diskussionen über das benachbarte Australien mit hineingezogen werden. Diese „Sippenhaft“ dürfte auch dem Kiwi-Dollar weiterhin Spielraum für Kursgewinne eröffnen. Ergänzend kommt hinzu, dass die RBNZ Ende Februar eine neue Aufgabe von der neuseeländischen Regierung verordnet bekommen hat. Als erste Notenbank weltweit soll sie die Nachhaltigkeit der Immobilienpreisentwicklung in ihre Zinsentscheidungen einbeziehen. Dabei geht es nicht um den durchaus gewohnten geldpolitischen Blick auf potenzielle Finanzmarktrisiken, die sich aus einem sich überhitzenden Häusermarkt oder dem damit verbundenen Kreditausfallrisiko ergeben. Im Fokus steht vielmehr die Verfügbarkeit von günstigem Wohnraum für die Bevölkerung. Die RBNZ soll also neben der traditionellen (Konsumenten-) Preisstabilität auch für eine nachhaltige Immobilienpreisentwicklung sorgen und den spekulativen Auswüchsen der letzten Jahre einen Riegel vorschieben. Langfristig dürfte dies zu einer tendenziell restriktiveren Geldpolitik in Neuseeland führen und den Zeitpunkt der RBNZ-Wende nach vorne ziehen.

RBNZ soll Immobilienpreise stabilisieren

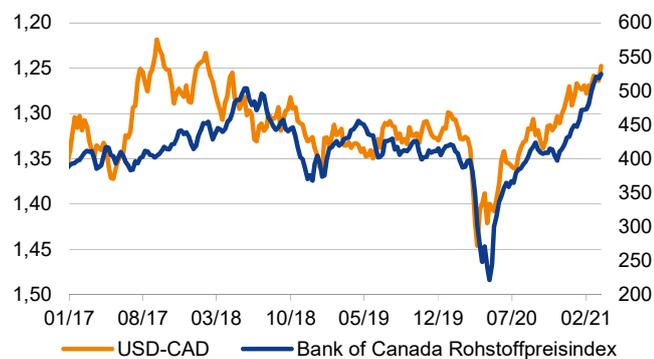
Kanada: Nach starken ersten Monaten wird die Luft für CAD dünner

Der Kanadische Dollar gehörte zu den Profiteuren des deutlichen Anstiegs des Rohölpreises, der den höchsten Stand seit Frühjahr 2019 (Sorte WTI) erreichte. Aber auch andere, für Kanadas Exporte wichtige Rohstoffpreise stiegen zuletzt merklich an. Angesichts der stark expansiven Fiskalpolitik (auch das jüngst verabschiedete neue US-Paket liefert hier einen weiteren Schub) und der Aussicht auf eine Normalisierung in der Nach-Corona-Welt ist zwar kaum mit einem größeren Rückschlag zu rechnen, hinter der künftigen Entwicklung des Rohölpreises stehen allerdings größere Fragezeichen. Bisher verzichtete die OPEC, angeführt von Saudi-Arabien, darauf ihre Produktionskürzungen, die sie vor einem Jahr aufgrund des Nachfrageeinbruchs durch die Corona-Krise beschlossen hatte, zügig wieder zurückzunehmen. Perspektivisch ist dies jedoch zu erwarten, was zu einem Rückschlag bei den Ölpreisen führen könnte, zumindest aber den weiteren Preisanstieg begrenzen sollte.

Nicht nur der Ölpreis, auch andere Rohstoffpreise steigen

HÖHENFLUG BEI DEN ROSTOFFPREISEN HILFT DEM LOONIE

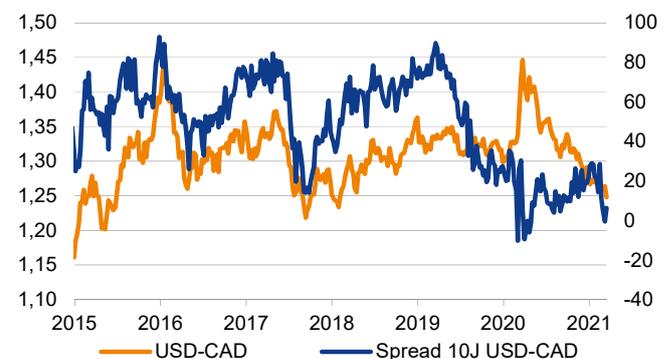
LS: USD-CAD INVERTIERT; RS: ROHSTOFFPREISINDEX



Quelle: Bloomberg

RENDITESPREAD ZU USA NAHE AM LANGJÄHRIGEN TIEF

LS: USD-CAD; RS: SPREAD STAATSANLEIHEN IN BP



Quelle: Bloomberg

Als weiteren Faktor für die in diesem Jahr bisher gute Performance des Kanadischen Dollars lässt sich der Renditeanstieg der letzten Wochen ausmachen, der bei kanadischen Anleihen noch ausgeprägter ausfiel als bei US-Staatspapieren. Hintergrund für diese Entwicklung am Rentenmarkt war die Vermutung, dass die Bank of Canada deutlich früher als die Fed den Weg der geldpolitischen Normalisierung einschlagen könnte. Mit einer Reduzierung der Anleihekäufe wird teilweise bereits für die nächste Notenbanksitzung im April gerechnet.

Renditeanstieg war noch deutlicher als in den USA

Dieser Optimismus könnte sich allerdings als etwas verfrüht herausstellen. Zwar war man in Kanada bei der Eindämmung der Corona-Epidemie deutlich erfolgreicher als die USA, das Rennen um die Rückkehr zur Wirtschaftsleistung auf das Vor-Corona-Niveau werden jedoch die USA gewinnen. Zum einen war man hier bei den Beschränkungen zurückhaltender als in Kanada, zum anderen können aber deutlich größere Impffortschritte verzeichnet werden. Während in den USA bereits mehr als ein Fünftel der Bevölkerung zumindest eine erste Impfung erhalten hat, liegt der entsprechende Wert für Kanada lediglich bei rund 5%, womit das Land auch noch etwas hinter der EU liegt. Gleichwohl will die kanadische Regierung bis September die gesamte Bevölkerung geimpft haben. Als Folge des langsameren Impftempos wird sich die Belebung der Wirtschaft gegenüber den USA etwas verzögern. In einem solchen Umfeld die geldpolitischen Impulse deutlich früher als in den USA zurückzufahren, erscheint kaum angemessen, zumal auch auf der Inflationsseite keine größeren Probleme für die kanadische Geldpolitik lauern. Sowohl vom Ölpreis als auch von

Übermäßiger Optimismus nicht angemessen

der Renditedifferenz zu den USA sind damit in den kommenden Monaten kaum weitere Hilfen für den Loonie zu erwarten.

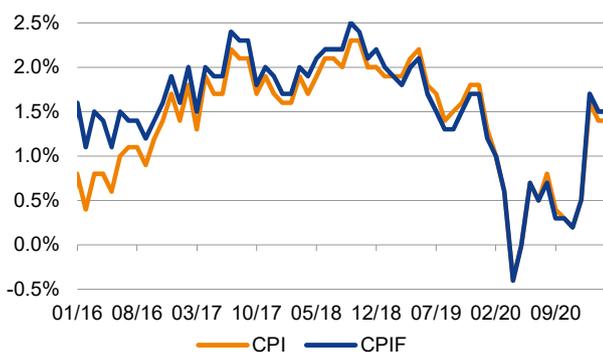
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Skandinavien: Die Norwegische Krone kann sich absetzen

Die schwedische Inflationsrate für den Monat Februar hat die Erwartungen des Marktes (und der Riksbank) deutlich unterschritten. Der CPIF-Index stieg um 1,5% (J/J) an und ist damit nicht nur hinter den Erwartungen zurückgeblieben, sondern auch schwächer als im Vormonat ausgefallen. Die resultierende Abwertung der Krone war vor allem der Tatsache geschuldet, dass der Markt nun doch wieder über eine erneute Leitzinssenkung in den negativen Bereich spekuliert. Die Riksbank, die weiterhin sehr expansiv agiert, hat sich diesen Schritt in den letzten Monaten explizit offengehalten. Allerdings ist auch nicht von der Hand zu weisen, dass die schwedische Wirtschaft dem Corona-Sturm vergleichsweise gut Stand gehalten hat. Zwar ist das Schlussquartal 2020 schwächer als erwartet ausgefallen, im internationalen Vergleich stand Schweden mit einem BIP-Rückgang von 2,2% (J/J) jedoch nicht schlecht da. Schon im ersten Quartal dieses Jahres sollte die BIP-Rate dann wieder in den positiven Bereich zurückkehren, und wir erwarten ein Jahreswachstum von knapp 3%. Die Riksbank wird nun abwägen müssen, ob eine erneute Ausweitung expansiver Maßnahmen unter diesen Umständen gerechtfertigt ist. Die nächste Sitzung steht erst am 27. April an, bis dahin werden dann auch die Inflationsdaten für März veröffentlicht worden sein. Ist der Preisdruck bis dann nicht weiter gesunken, dürfte die Riksbank es vorziehen, ihren Leitzins bei 0,0% zu belassen, was auch die Krone stützen dürfte.

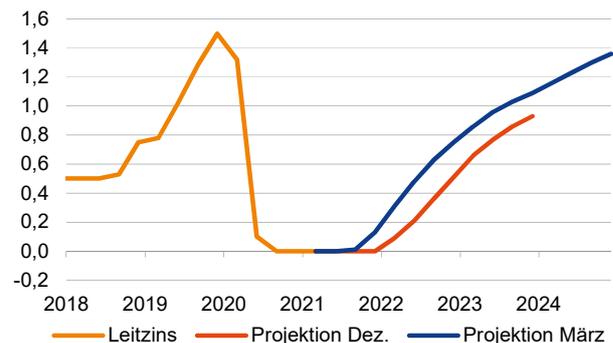
Enttäuschende Inflationsdaten belasten SEK-Sentiment

SCHWEDISCHE INFLATIONSRATE ENTÄUSCHT
CPI UND CPIF, BEIDES IN % J/J



Quelle: Bloomberg

ZINSWENDE IN NORWEGEN RÜCKT NÄHER
LEITZINS IN % UND PROJEKTIONEN



Quelle: Norges Bank

So schnell kann es in der Corona-Epidemie gehen. War Norwegen vor einem Monat noch ein Muster bei der Bekämpfung der Epidemie und man hoffte, den Infektionsschub vom Jahresauftakt überwunden zu haben, stieg die Zahl der Neuinfektionen zuletzt sehr dynamisch an und erreichte neue Rekordstände. Allerdings blieben auch diese Zahlen in Relation zur Einwohnerzahl unter dem europäischen Durchschnitt. Gleichwohl wurden vor allem für die Region Oslo neue, schärfere Restriktionen eingeführt, die auch auf die Wirtschaftszahlen durchschlagen dürften. Bereits für den Januar zeigten die monatlichen BIP-Zahlen für die Festlandswirtschaft (ohne Öl- und Gassektor) einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,2% (M/M) an, der nach

Ölpreis und Renditeanstieg verschafften der Norwegischen Krone Gewinne

dem starken Dezember (+0,8%) zwar moderat erscheint, für Februar und März dürften die Zahlen aber ebenfalls gedämpft ausfallen. Die Norwegische Krone interessiert dieser Schub kaum, steht Norwegen wirtschaftlich doch immer noch deutlich besser da als Europa. Zur festeren Tendenz der Krone in diesem Jahr trug an erster Stelle der anziehende Rohölpreis bei. Ob dieser Faktor auch in den kommenden Monaten unterstützen kann, erscheint aber fraglich, da perspektivisch die bisher von der OPEC und anderen Förderländern zurückgehaltenen Kapazitäten wieder an den Markt zurückkehren dürften. Auch bei dem zweiten unterstützenden Faktor, dem steigenden Renditevorsprung gegenüber dem Euroraum, wird die Luft langsam dünner. Angesichts der von der Norges Bank deutlich früher zu erwartenden ersten Zinserhöhungen stieg der Renditevorsprung norwegischer Anleihen in den letzten Wochen spürbar an und erreichte bei 10-jährigen Staatsanleihen mit zeitweise über 180 Bp gegenüber Bundesanleihen bereits nahezu die Werte von Anfang 2020, als mit rund 190 Bp ein langjähriger Höchststand verzeichnet wurde. Auch wenn dieses Spreadniveau längerfristig durchaus gerechtfertigt erscheint, kommt hierin doch eine merkliche Zinserhöhungserwartung zum Ausdruck, bei der es in den kommenden Monaten auch zu Rückschlägen kommen könnte. In ihren aktuellen Projektionen hat die Norges Bank den vermutlichen Termin für eine erste Zinserhöhung zeitlich weiter nach vorne gezogen und sieht nunmehr sogar einen Zinsschritt noch Ende des Jahres als wahrscheinlichste Option.

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

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

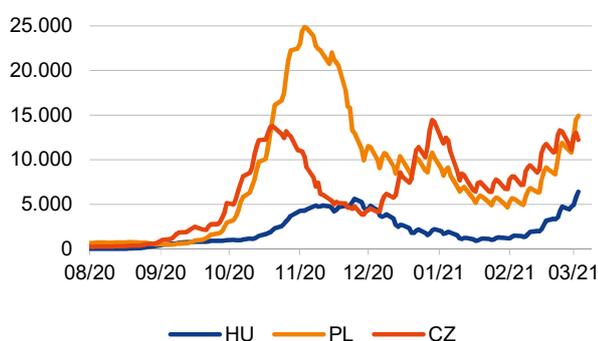
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Globale und nationale Belastungsfaktoren

Die drei kleinen osteuropäischen Währungen haben dieser Tage wieder einen merklich schwereren Stand. Verantwortlich für ihre erneut aufgekommene Unsicherheit sind zum einen die nicht nur in Osteuropa wieder steigenden Zahlen an Corona-Neuinfektionen sowie damit einhergehend die Verlängerung bzw. Verschärfung diverser Lockdownmaßnahmen. Diese befeuern nicht nur in den CE3-Staaten die ohnehin bestehenden Konjunktursorgen. Zum anderen sorgt auch der deutliche Renditeanstieg bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen bei Zloty & Co. für Unbehagen. So gehen doch hiermit Fed-Tapering-Spekulationen, basierend auf merklich gestiegenen Inflationserwartungen des Marktes, einher. Die allgemeine Furcht vor seit langem wieder deutlich steigenden US-Renditen sowie einem an Stärke gewinnenden US-Dollar belastet das Sentiment der risikosensitiven Schwellenländerwährungen, zu denen auch die CE3-Währungen zählen. Deutlich wird die eingetrübte EM-Stimmung mit Blick auf den von J.P. Morgan ermittelten Emerging Market Currency Index (EMCI), welcher im März zeitweise merklich nachgegeben hat und vorübergehend auf den niedrigsten Stand seit Anfang November 2020 gefallen war.

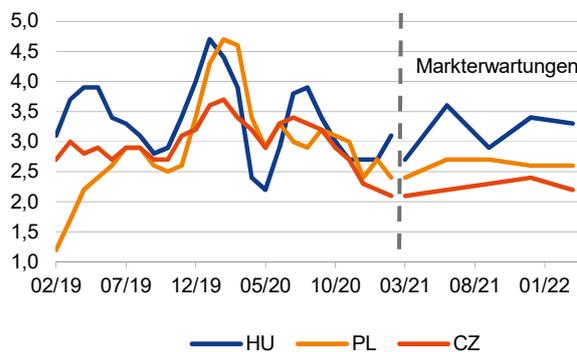
Deutlicher Anstieg der Corona-Neuinfektionen sowie 10J-UST-Zinsanstieg belasten

ERNEUTER ANSTIEG DER CORONA-NEUINFESTIONEN VERSTÄRKT KONJUNKTURSORGEN
TÄGLICHE CORONA-NEUINFESTIONEN, GLEITENDER 7-TAGE-DURCHSCHNITT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK

KEINE AUSUFERNDEN INFLATIONSRISEN ERWARTET
NATIONALE INFLATIONS-RATEN, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Über den eben genannten Belastungsfaktoren schwebt auch in den CE3-Staaten die marktseitige Sorge vor einem besonders in Q2 ebenfalls merklich zunehmenden und im Jahresverlauf insgesamt erhöhten Preisdruck. Zusammen mit der marktseitigen Erwartung, dass die dortigen Notenbanken die geldpolitischen Füße aufgrund der noch fragilen konjunkturellen Entwicklung stillhalten, tragen diese Befürchtungen ebenfalls zu der aktuell zu beobachtenden Schwäche von Forint & Co. bei. Allerdings geben wir in diesem Zusammenhang zu bedenken, dass zumindest die tschechische Zentralbank im Herbst mit der geldpolitischen Normalisierung beginnen sollte. Zudem sollte nicht vergessen werden, dass selbst in Ungarn, wo der Preisdruck auf kurze Sicht im CE3-Universum am deutlichsten steigen dürfte, die Inflationsrate weiterhin in der von der dortigen Notenbank avisierten Zielspanne zwischen zwei und vier Prozent anzutreffen sein und nur temporär über den Mittelwert von drei Prozent klettern sollte. Von ausufernden Inflationsraten, welche die Zentralbank unmittelbar zum Handeln zwingen, kann damit selbst in Ungarn nicht die Rede sein.

Hoher Preisdruck + expansive Geldpolitik = schwache Währung

Russland: Leitzinserhöhungen lediglich eine Frage der Zeit

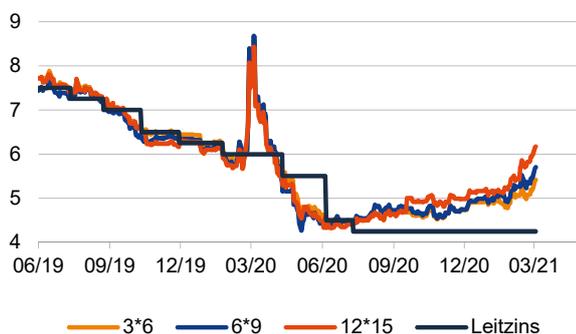
Nachdem sich der Rubel im bisherigen Jahresverlauf ungeachtet des merklichen Ölpreisanstiegs von seiner zurückhaltenden Seite gezeigt hatte, ließ er in den vergangenen Tagen wieder die Muskeln spielen, wobei die Androhung von US-Präsident Biden, gegenüber Russland Konsequenzen wegen angeblicher Einmischung in die US-Wahlen zu ziehen, der russischen Landeswährung wenig verwunderlich missfiel. Dennoch kletterte sie gegenüber dem Euro zeitweise auf den höchsten Stand seit August 2020. Gegenüber dem US-Dollar verzeichnete der Rubel vorübergehend sogar die höchsten Werte seit Juli vergangenen Jahres.

Verantwortlich dafür, dass sich der Rubel allmählich wieder hinter dem Ofen hervor- traut, sind besonders die marktseitig aufgekommenen russischen Leitzinserhö- hungserwartungen. Ihren Grundstein legte die Vorsitzende der dortigen Zentralbank (CBR) Nabiullina bereits im vergangenen Monat, als sie das Ende des Leitzinssenkungszyklus bekanntgegeben hatte. Befeuert wurden die entsprechenden Marktspekulationen zuletzt jedoch von mehreren Seiten. Zum einen von der Notenbankobersten selbst. Nachdem sie bei der vergangenen Zinssitzung noch wissen ließ, dass es ihrer Ansicht nach noch zu früh sei, um über den Zeitpunkt für eine Rückkehr zu einer neutralen Geldpolitik (sprich: Leitzinsanhebungen) zu sprechen, bestätigte sie jüngst, dass dies im Basisszenario der CBR im Verlauf von 2021 erfolgen könnte. Ihr Stellvertreter Zabotkin stieß in ein ähnliches Horn, als er hervorhob, dass die russische Geldpolitik im Jahresverlauf lediglich im Durchschnitt akkommodierend bleiben dürfte. Bedenkt man, dass die CBR bei einem aktuellen Leitzinsniveau von 4,25% den von ihr als neutral definierten Leitzins in einer Spanne zwischen fünf und sechs Prozent angesiedelt hat, implizieren die jüngsten CBR-Aussagen in 2021 eine Straffung der geldpolitischen Zügel um mindestens 75 Basispunkte. Informationen von Bloomberg zufolge will eine mit den Diskussionen der russischen Zentralbank vertraute Personen sogar wissen, dass die CBR Erhöhungen im Umfang von 125 BP oder mehr bis Jahresende in Erwägung zieht, um dem Preisdruck Herr zu werden.

Leitzinserhöhungserwartungen locken den Rubel hinter dem Ofen hervor

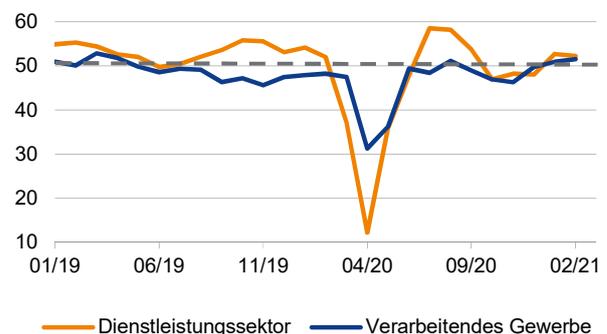
Diverse (CBR-) Aussagen haben entsprechende Marktspekulationen befeuert

LEITZINSERHÖHUNGSERWARTUNGEN STÜTZEN DEN RUBEL
DIVERSE RUB-FRA-NOTIERUNGEN UND RUSSISCHER LEITZINS, ALLE WERTE IN %



Quelle: Bloomberg

EINKAUFSMANAGERINDIZES SIGNALISIEREN ZUVERSICHT
RUSSISCHE EINKAUFSMANAGERINDIZES, IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

Wenngleich damit die Frage nach der ersten Leitzinsanhebung in Russland keine des „ob“, sondern lediglich eine des „wann“ sein dürfte, ist diese dennoch alles andere als trivial. So ist doch u.a. die weitere Inflationsentwicklung des Landes mit einem Fragezeichen behaftet. Mit einem Anstieg der dortigen Teuerungsrate im Februar von 5,7% (J/J, höchster Stand seit Ende 2016!) nahm der Preisdruck in Russland zwar weiter deutlich zu, und die Inflationsrate entfernte sich einmal mehr von dem

Wie ist es um die weitere Inflations- und Wirtschaftsentwicklung Russlands bestellt?

4%-Ziel der CBR. Allerdings sollte nicht vergessen werden, dass hier, wie in vielen anderen Staaten dieser Tage auch, ein nicht unwesentlicher Teil auf temporäre Basiseffekte zurückzuführen ist. Auch die weitere russische Konjunktorentwicklung ist eine spannende Frage. Zwar schlug sich die dortige Wirtschaft mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung im Corona-Krisenjahr von 3,1% (J/J) aufgrund eines ausbleibenden umfassenden Lockdowns gegen Ende von 2020 im internationalen Vergleich wacker. Und auch der russische Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe kletterte im Februar mit 51,5 Punkten auf den höchsten Stand seit April 2019; sein Dienstleistungspendant hält sich ebenfalls über der wichtigen 50-Punkte-Marke. Dennoch darf auch hier nicht vergessen werden, dass die dortige Wirtschaftsentwicklung nicht zuletzt angesichts der nach wie vor hohen Zahl an Corona-Neuinfektionen weiterhin fragil ist. Darüber hinaus stehen weiterhin die von der Politik nach wie vor nicht angegangenen, jedoch dringend benötigten Strukturreformen einem dauerhaft höheren Wachstum der russischen Wirtschaft entgegen.

Die Frage nach der weiteren Inflations- und Wirtschaftsentwicklung des Landes dürfte neben den eigentlichen geldpolitischen Aspekten auch bei der morgigen Zinssitzung der CBR oben auf der Liste stehen, so dass dieses Zusammentreffen auch unter der Annahme eines noch unveränderten Leitzinsniveaus interessant werden sollte. Zudem darf man in diesem Zusammenhang gespannt sein, ob die Notenbankoberste Nabiullina konkretere Hinweise hinsichtlich der im Jahresverlauf zu erwartenden Leitzinsanhebungen gibt. Unserer Einschätzung zufolge sollte sich der Rubel diesbezüglich jedoch noch bis zur CBR-Sitzung Ende April gedulden müssen, stehen doch dann deren revidierte CPI- und BIP-Projektionen auf der Agenda. Angesichts der aktuell hohen Unsicherheit dürfte die CBR diese abwarten wollen, bevor sie sich näher in die geldpolitischen Karten schauen lässt. Die Zinszuversicht sollte dem Rubel allerdings nicht wieder so leicht zu nehmen sein.

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

CBR dürfte sich erst im April näher in die geldpolitischen Karten schauen lassen

Türkei & Südafrika: Steigende US-Renditen als Risiko – mehr aber auch nicht

Türkische Lira und Südafrikanischer Rand bewegen sich derzeit in einem Spannungsfeld aus zwei diametral wirkenden globalen Faktoren. Auf der einen Seite nimmt der Konjunkturoptimismus unter den Finanzmarktteilnehmern zu, wovon Schwellenländerwährungen tendenziell profitieren, auf der anderen führt die Perspektive höherer Inflationsraten in den USA zu steigenden Staatsanleiherenditen in der weltweit größten Volkswirtschaft – mit entsprechenden Ansteckungseffekten auf andere Rentenmärkte. Wenngleich der letztgenannte, belastende Einflussfaktor zuletzt die Oberhand hatte, wodurch Rand und Lira Kursverluste erlitten, fällt die Bilanz insgesamt mit einem Minus gegenüber dem US-Dollar von nicht einmal 2% seit Jahresbeginn alles andere als dramatisch aus.

Zwar dürften den beiden Schwellenländerwährungen sehr wahrscheinlich noch holprige Wochen bevorstehen – so schnell sollte sich die Diskussion über eine Reduzierung der US-Staatsanleihekäufe („Tapering“) durch die Federal Reserve nicht erledigt haben. Nach Ansicht unserer Zinskollegen ist jedoch keineswegs mit einer nachhaltigen Fortsetzung des jüngsten US-Renditeanstiegs zu rechnen. An Intensivität gewinnende Tapering-Spekulationen sind auf mittlere Sicht nicht zu erwarten. Dem Rückenwind in Form positiver Konjunkturerwartungen (und auf absehbare Zeit hoffentlich auch harter Daten) sollte sich demnach in den nächsten Monaten die

ZAR und TRY zuletzt unter Abgabedruck, seit Jahresbeginn aber insgesamt seitwärts orientiert

Kein weiterer Renditeanstieg in den USA – Entspannung für Lira und Rand

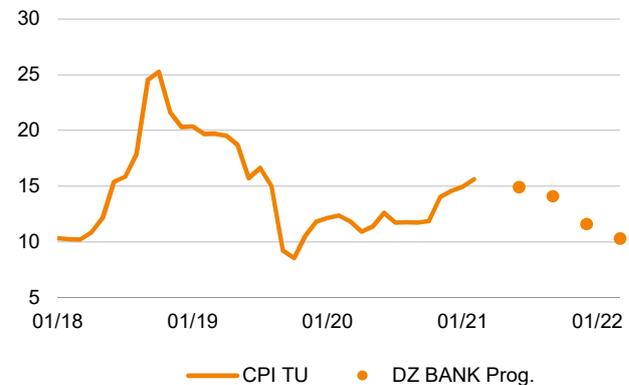
Chance bieten, an Bedeutung zu gewinnen und Rand sowie Lira Aufwärtspotenzial zu eröffnen.

JÜNGSTE KURSVERLUSTE KEINESWEGS DRAMATISCH LS: USD-ZAR; RS: USD-TRY



Quelle: Bloomberg

IN DER TÜRKEI IST MIT NACHLASSENDEM PREISDRUCK ZU RECHNEN CPI (J/J) IN %, INKLUSIVE DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Erst im Verlauf des ersten Quartals 2022 sollten Federal Reserve und Europäische Zentralbank eine Reduzierung ihrer Anleihekäufe ins Auge fassen. Während die Notenbank Südafrikas in einem solchen Umfeld eine erste Leitzinsanhebung in Betracht ziehen dürfte, sollte für die türkischen Währungshüter auf Jahressicht hingegen Spielraum für expansive geldpolitische Schritte bestehen (ungeachtet kurzfristig womöglich noch anstehender Leitzinserhöhungen). Hintergrund dieser Erwartung ist ein prognostizierter spürbarer Rückgang des Preisdrucks am Bosphorus. Bis zum Ende dieses Jahres sollte die Inflationsrate von derzeit knapp 16% (J/J) unter die Marke von 12% fallen und Anfang 2022 sogar die Region um 10% erreichen.

Südafrikas Zentralbank mit Zinserhöhung auf Jahressicht

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

China: Yuan-Stärke nähert sich ihrem Zenith

Während sich der Rest der Welt noch über den richtigen Weg aus dem Konjunkturtal sowie Impferfolge und Rückschritte streitet, ist in China längst wieder Normalität eingeleitet. Auch die Jahrestagung des Nationalen Volkskongresses stand Anfang März unter dem Zeichen „Business as usual“. Nachdem 2020 Corona-bedingt darauf verzichtet wurde, gibt es jetzt wieder ein offizielles Wachstumsziel. Es fällt mit „mehr als 6%“ nicht sonderlich ambitioniert aus und dürfte vor allem in der ersten Jahreshälfte spielend übererfüllt werden, statistischen Sondereffekten und der Corona-bedingten Export-Sonderkonjunktur sei Dank. Das DZ BANK Research rechnet daher für das laufende Jahr mit einem BIP-Plus von 8,8% (J/J). Dabei sollte sich in der zweiten Jahreshälfte bereits eine konjunkturelle Normalisierung abzeichnen; im kommenden Jahr dürfte Chinas Wachstum wieder auf den langfristigen, abwärts gerichteten Trend zurückkehren und es nur noch auf 5,5% bringen.

In China herrscht längst wieder Normalität

Hiermit verliert die Yuan-Hausse der letzten Monate ihre wichtigste Antriebskraft. Das Eis für weitere und vor allem anhaltende Yuan-Kursgewinne wird ab Sommer zunehmend dünner. Mit Blick auf die Jahresmitte schließt sich die Wachstumsschere zwischen China und dem Rest der Welt: während China zur Normalität zurückgekehrt ist, sind die Zahlen aus den USA und der Eurozone vom Post-Corona-Boom

Wachstumsschere China vs. Rest der Welt schließt sich in H2

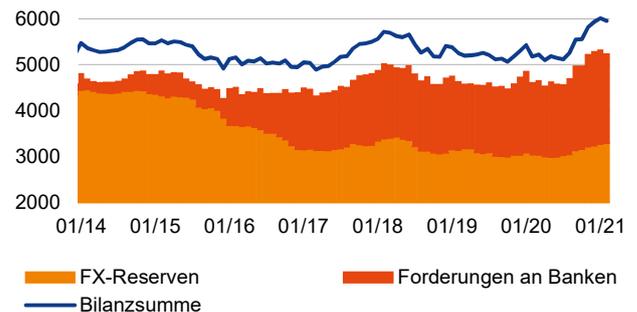
geprägt. Unsere Erwartung eines mittelfristig wieder kleinlauteren Yuan trifft auf einen ebenfalls zur Schwäche neigenden US-Dollar. Dies mündet in einem Unentschieden für USD-CNY bzw. einer eher unauffälligen 12M-Prognose um 6,50 CNY je USD, die fälschlicherweise suggeriert, dass es in den kommenden Monaten keine spannenden Entwicklungen geben würde. Dem ist aber sicher nicht so.

YUAN-STÄRKE DÜRFTE BALD AUSLAUFEN USD-CNY: KURSVERLAUF UND PROGNOSE



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

WANN KOMMT DIE GELDPOLITISCHE WENDE IN CHINA? PBOC-BILANZ, IN MRD. USD



Quelle: Refinitiv

Auch in China wird die geldpolitische Wende immer greifbarer. Da die PBoC aber kein QE-Programm aufgelegt hat und die Zinssenkungen im letzten Jahr auch eher symbolischen Charakter hatten, geht es in China nicht um Tapering-Spekulationen oder den Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung. Die Rückkehr zur geldpolitischen Normalität wird nicht mit einem großen Knall erfolgen, sondern gleicht einer Politik feiner Nadelstiche. Im letzten Jahr waren Offenmarktgeschäfte das Mittel der Wahl, das die Liquidität gezielt dorthin geleitet hat, wo sie nach staatlicher Auffassung benötigt wurde. Bereits seit einigen Monaten ist hier eine vorsichtiger Gangart der Notenbank zu beobachten. In den letzten Wochen glich sie einem „Trial and Error“-Drahtseilakt: wenn die chinesischen Börsen aus Angst vor Liquiditätsentzug zu stark einbrachen, fiel die nächste Geldmarktoperation der Notenbank wieder großzügiger aus. Insgesamt geht der Trend aber klar zur Reduzierung der geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen und hin zur Fokussierung auf die Stabilitätsrisiken durch mögliche Finanzmarktblasen. Auf die Frage, wann mit der geldpolitischen Wende in China zu rechnen ist, muss die Antwort daher wohl lauten: sie ist längst erfolgt.

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

Zurück zur geldpolitischen Normalität: „Trial and Error“

Brasilien & Mexiko: Wege trennen sich

Die Banco Central do Brasil hat die Zinswende vollzogen und bei ihrer März-Sitzung den Leitzins um 75 Bp auf nunmehr 2,75% angehoben. Sie zog damit die Konsequenzen aus der erheblichen Beschleunigung des Preisauftriebs in den letzten Monaten, die die Inflationsrate im Februar bis auf 5,2% (J/J) nach oben schießen ließ. Noch vor einem halben Jahr lag die Rate lediglich bei 2,4%. Zwar halten sich die verschiedenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend mit durchschnittlich 3,0% (J/J) noch deutlich moderater, aber auch hier hat sich die Dynamik beschleunigt. Da sich auch die Erwartungen für die Inflationsentwicklung tendenziell einge-

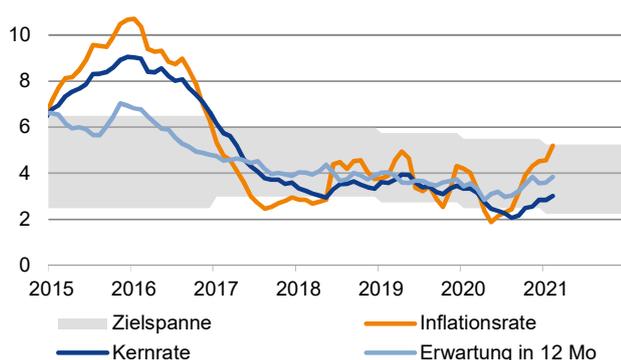
Zinswende in Brasilien

trübt haben, ist mit weiteren deutlichen Zinserhöhungen in den kommenden Monaten zu rechnen.

Konjunkturell kommt dieser Schritt in einem ungünstigen Moment, da die wirtschaftliche Erholung aufgrund der Corona-Epidemie ins Stocken gerät. Die Corona-Infektions- und Todeszahlen erreichten zuletzt neue Rekordstände, so dass einige Bundesstaaten zu neuerlichen Einschränkungen griffen, die von Präsident Bolsonaro allerdings abgelehnt werden. Die neuen Corona-Hilfen, die zunächst für vier Monate gezahlt werden sollen, sind in dem schwierigen Corona-Umfeld hochwillkommen. Allerdings bedeuten sie tendenziell eine Belastung für den öffentlichen Haushalt. Im parlamentarischen Entscheidungsprozess hat sich die Regierung bisher weitgehend durchgesetzt, so dass diese Hilfen durch Ersparnisse an anderer Stelle finanziert werden dürften. Sollten die Corona-Zahlen jedoch noch länger hoch bleiben, könnten die Zahlungen auch noch weiter verlängert werden, dann würde die Finanzierung aber deutlich schwieriger. Die Haushaltslage ist bereits seit geraumer Zeit der alles bestimmende Faktor für den Kurs des Real. Auch die Zinserhöhungen schlagen über steigende Finanzierungskosten unmittelbar auf die Haushaltslage durch, so dass der Real zunächst kaum von der geldpolitischen Straffung profitieren dürfte.

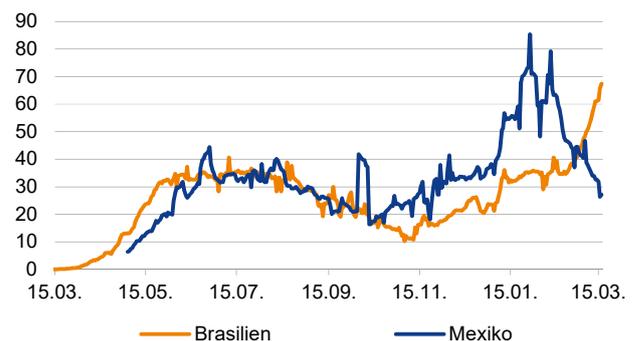
Höhere Zinsen können Real zunächst wenig helfen

PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN DEUTLICH BESCHLEUNIGT
J/J IN %; KERNRATE: MITTEL AUS 3 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

DIVERGIERENDE CORONA-ENTWICKLUNG
CORONA-TOTE IN 1 WOCHE JE 1 MIO. EINWOHNER



Quelle: Bloomberg

In Mexiko sind die Corona-Zahlen seit Anfang Februar deutlich rückläufig und die Beschränkungen können in vielen Bundesstaaten zurückgenommen werden. Diese Entwicklung ist allerdings kein Resultat eines fortgeschrittenen Impfprogramms. Hier hinkt das Land vielmehr deutlich hinter anderen Ländern zurück, so dass ein erneutes Aufflammen des Infektionsgeschehens jederzeit möglich erscheint. Mexiko könnte aber davon profitieren, dass die USA, wenn im Sommer dort die Bevölkerung weitgehend durchgeimpft ist, „überschüssige“ Impfdosen an andere Länder abgeben. Einen besonderen Schub für die mexikanische Wirtschaft dürfte das neue Hilfspaket der US-Regierung bringen, das zum einen die Exporte in die USA anschieben dürfte und zum anderen die Überweisungen mexikanischer Arbeitnehmer in den USA in die Heimat auf einem hohen Niveau halten wird.

Corona-Zahlen in Mexiko entwickeln sich günstig

Auf größere fiskalische Impulse aus dem eigenen Land kann die Wirtschaft dagegen kaum hoffen, hat sich die Regierung doch diesbezüglich schon länger deutlich zurückgehalten. Ob der Zinssenkung vom Februar eine weitere im März folgen wird, ist angesichts der jüngsten Inflationszahlen zumindest fraglicher geworden. Die Verbraucherpreise lagen im Februar um 3,8% über dem Vorjahresniveau, und damit ist die Obergrenze der Zielspanne der Notenbank von 2,0% bis 4,0% (J/J) in Sichtweite

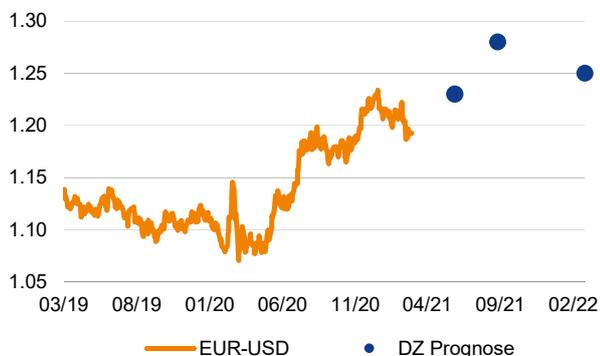
Keine Zinsunterstützung mehr für den Peso

gerückt. Aufgrund der Basiseffekte aus dem letzten Jahr ist bis April mit noch höheren Inflationsraten zu rechnen, was die Notenbank dann zu einer Pause zwingen könnte. Von einer nachhaltigen Inflationsbeschleunigung gehen wir allerdings nicht aus, so dass spätestens ab Sommer wieder Zinssenkungen möglich erscheinen. Der Peso dürfte damit jedoch auch seine letzte Zinsunterstützung verlieren, was allerdings durch die wirtschaftliche Belebung und eine gute Stimmung gegenüber Emerging Markets insgesamt ausgeglichen werden sollte.

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

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



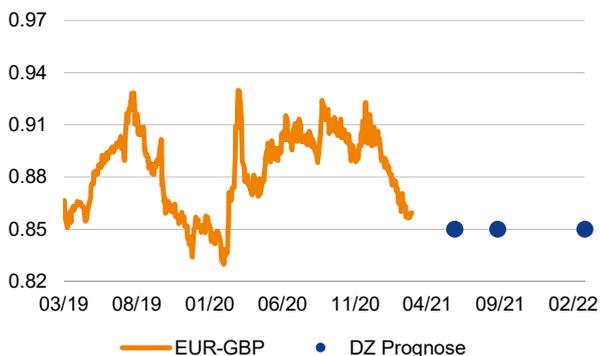
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



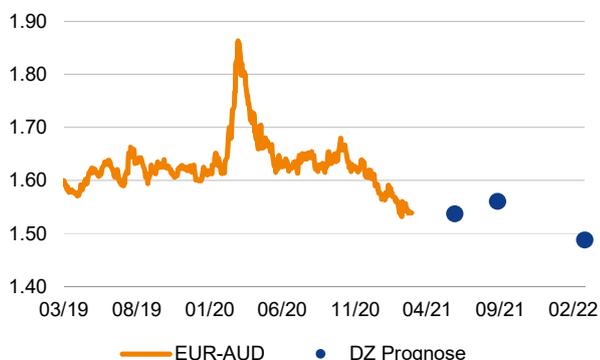
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



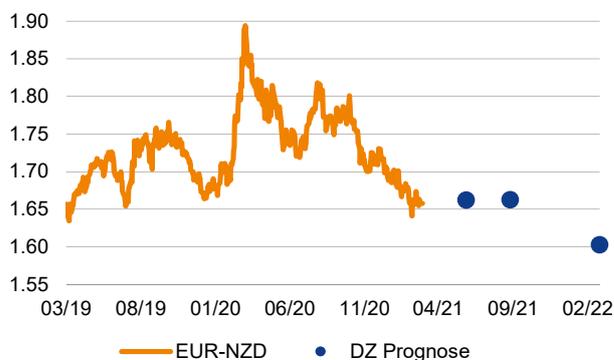
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



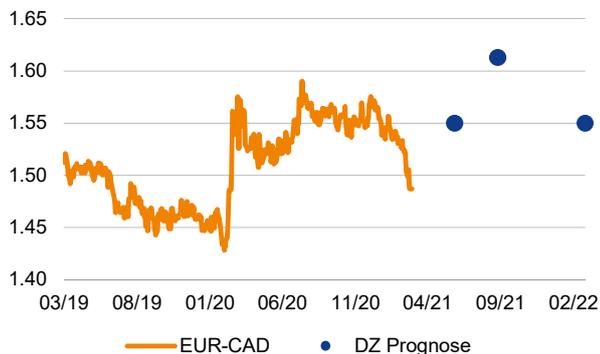
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



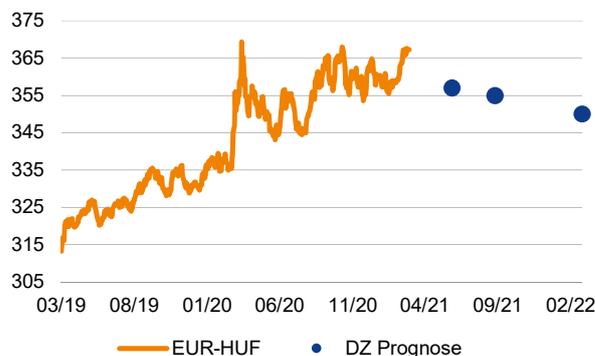
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



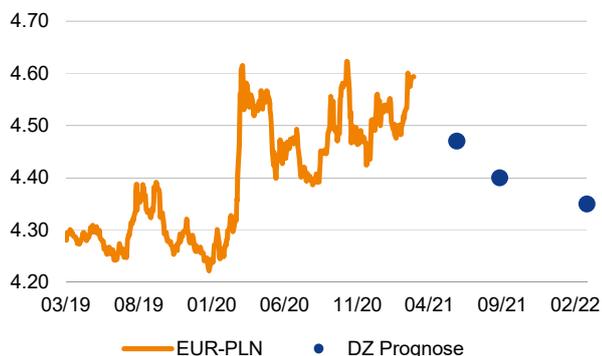
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



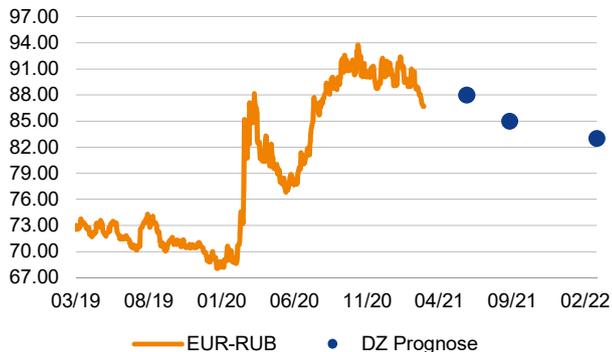
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

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



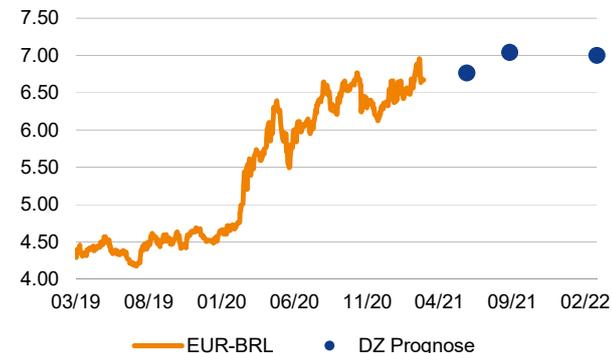
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

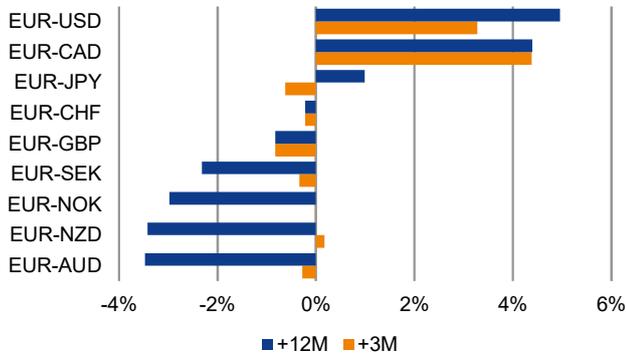
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

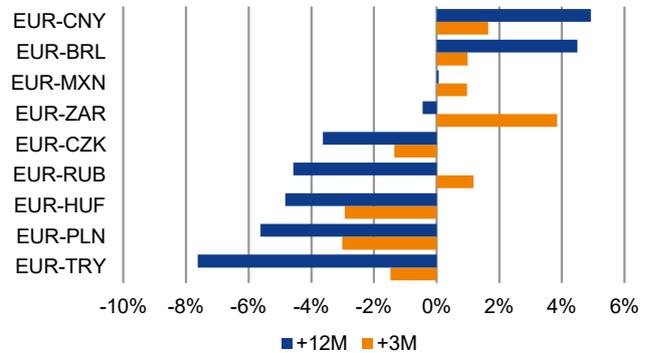
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1903	1.2300	1.2800	1.2500
EUR/GBP	0.8569	0.8500	0.8500	0.8500
EUR/JPY	129.73	129.15	131.84	131.25
EUR/CHF	1.1006	1.1000	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5366	1.5375	1.5610	1.4881
EUR/NZD	1.6562	1.6622	1.6623	1.6026
EUR/CAD	1.4817	1.5498	1.6128	1.5500
EUR/NOK	10.0953	10.1000	9.9000	9.8000
EUR/SEK	10.1141	10.1000	10.0000	9.9000
EUR/PLN	4.5961	4.4700	4.4000	4.3500
EUR/CZK	26.13	25.80	25.50	25.20
EUR/HUF	367.50	357.00	355.00	350.00
EUR/RUB	86.66	88.00	85.00	83.00
EUR/TRY	8.9234	8.8000	8.6000	8.2500
EUR/ZAR	17.72	18.45	17.92	17.69
EUR/CNY	7.7351	7.8720	8.0640	8.1250
EUR/BRL	6.6946	6.7650	7.0400	7.0000
EUR/MXN	24.53	24.85	25.60	24.63

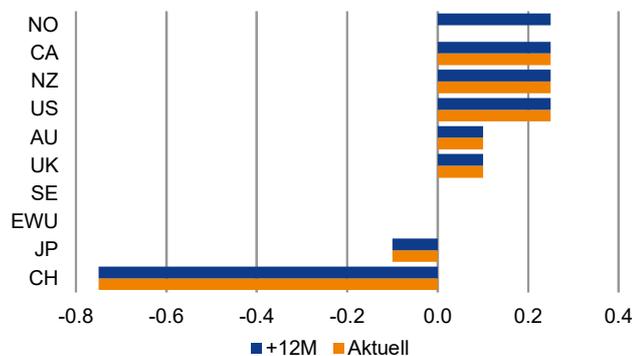
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1903	1.2300	1.2800	1.2500
GBP/USD	1.3891	1.4471	1.5059	1.4706
USD/JPY	109.00	105.00	103.00	105.00
USD/CHF	0.9247	0.8943	0.8594	0.8800
AUD/USD	0.7746	0.8000	0.8200	0.8400
NZD/USD	0.7188	0.7400	0.7700	0.7800
USD/CAD	1.2448	1.2600	1.2600	1.2400
USD/NOK	8.4821	8.2114	7.7344	7.8400
USD/SEK	8.4975	8.2114	7.8125	7.9200
USD/PLN	3.8612	3.6341	3.4375	3.4800
USD/CZK	21.95	20.98	19.92	20.16
USD/HUF	308.78	290.24	277.34	280.00
USD/RUB	72.80	71.54	66.41	66.40
USD/TRY	7.4933	7.1545	6.7188	6.6000
USD/ZAR	14.88	15.00	14.00	14.15
USD/CNY	6.5060	6.4000	6.3000	6.5000
USD/BRL	5.6250	5.5000	5.5000	5.6000
USD/MXN	20.61	20.20	20.00	19.70

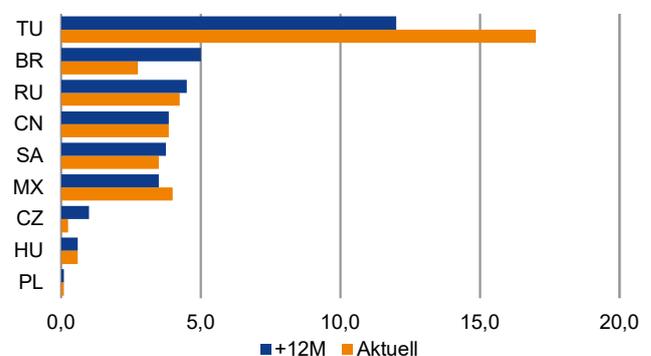
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6.6	3.7	4.9	-2.6	11.6	2.1	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	0.3	1.6	1.3	1.1	1.6	1.9	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.5	-6.9	-5.4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.1	3.1	3.2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.5	6.5	4.4	-0.2	12.7	6.9	7.4
Inflation (in % gg. Vj.)	1.2	2.6	2.0	1.8	3.3	2.8	2.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-17.5	-13.0	-8.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.1	-3.5	-2.7				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4.8	3.3	1.9	-1.0	8.6	4.1	1.7
Inflation (in % gg. Vj.)	0.0	0.2	0.4	-0.2	0.2	0.3	0.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.8	-6.6	-5.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.2	2.2	2.2				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-9.9	2.5	5.5	-9.5	16.1	2.8	3.1
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	1.7	2.0	0.8	1.7	1.9	2.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15.7	-12.6	-9.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.1	-4.9	-3.6				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.0	2.6	3.5	-1.2	7.7	1.8	2.6
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.7	0.0	0.8	-0.6	0.1	0.0	0.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.0	-1.5	-0.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8.5	9.0	9.0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.5	3.5	3.5	-0.3	8.0	4.1	3.0
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	1.7	1.3	1.0	2.9	1.7	1.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.9	-5.9	-4.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.5	2.4	0.0				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.6	4.0	3.3	2.0	13.2	2.1	0.0
Inflation (in % gg. Vj.)	1.7	1.5	2.0	0.8	1.9	1.7	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.9	-6.1	-2.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-2.2	-1.9				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.4	4.8	3.8	-1.9	13.0	5.2	4.0
Inflation (in % gg. Vj.)	0.7	1.9	2.1	1.0	2.4	2.1	1.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.5	-7.3	-2.1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.9	-1.6	-1.6				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.0	2.7	3.0	-2.7	6.6	3.3	4.0
Inflation (in % gg. Vj.)	0.5	1.4	1.6	1.1	1.7	1.4	1.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.7	-3.9	-1.9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.4	3.4	4.1				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1.4	2.0	2.5	-0.5	5.2	1.6	1.6
Inflation (in % gg. Vj.)	1.3	2.6	2.0	2.7	2.7	2.6	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	2.2	0.0	1.6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.5	3.1	3.8				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.2	4.9	4.4
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	3.1	2.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.9	-6.6	-4.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.0	-0.2	0.2
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.8	3.8	4.8
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	2.6	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.0	-5.1	-3.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.6	1.6	0.6
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.7	3.5	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.1	2.2	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.6	-5.2	-2.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.4	1.7	1.2
Russland			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.1	2.4	2.6
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	5.0	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4.0	-2.3	-1.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.2	2.4	2.0
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.8	4.1	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	12.3	14.2	10.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.5	-3.5	-3.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5.1	-3.2	-2.4
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-7.0	2.0	3.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	3.9	4.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.6	-11.3	-9.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.0	-0.6	-1.5
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.3	8.8	5.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	1.8	2.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.2	-5.9	-6.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.0	1.0	0.6
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4.1	3.8	2.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	4.8	3.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-14.0	-7.7	-7.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.9	-1.1	-2.4
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8.5	5.6	3.8
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	3.6	3.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.0	-3.3	-2.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.4	0.5	-0.4

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2021
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

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

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

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapur Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, und / oder „expert investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

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

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