

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Leitzinsentscheidungen und BIP-Zahlen für Q1 im Fokus

Lässt man die vergangenen Wochen Revue passieren, so spielten sowohl bei den G10-Währungen als auch bei ihren risikosensitiven Pendanten aus dem Schwellenländersegment weiterhin besonders epidemiologische sowie damit einhergehend konjunkturelle Aspekte eine wichtige Rolle. Zudem kam in manchen Ländern aufgrund deutlich gestiegener Inflationsraten die Frage nach den geldpolitischen Antworten auf. Unserer Einschätzung zufolge sollten diese Themen das Geschehen an den Devisenmärkten zunächst weiterhin prägen. In diesem Zusammenhang darf man besonders gespannt sein, ob der Greenback nun endlich die Botschaft seiner Währungshüter (unverändert expansive geldpolitische Ausrichtung ungeachtet eines temporär höheren Preisdrucks) verinnerlicht hat. Die jüngste, etwas zurückhaltendere Gangart des Dollars könnte ein Hinweis darauf sein, dass die US-Devisen beginnt, sich ernsthaft mit dieser unbequemen Wahrheit auseinanderzusetzen. Die Vertreter der Federal Reserve sollten jedenfalls auch in der nächsten Zeit nicht müde werden, ihre geldpolitisch expansive Gangart sowie ihre gelassene Haltung gegenüber der zuletzt merklich gestiegenen US-Inflationsrate zu bekräftigen. Der Dollar dürfte jedoch nicht die einzige Währung in unserem FX-Universum sein, die sich geldpolitisch allein gelassen fühlt. Vielmehr sollte der türkischen Lira dieses Gefühl weitaus stärker vertraut sein. Wenngleich der dortige neue Notenbankchef jüngst die Leitzinsen unverändert belassen hat, so wäre die Lira aufgrund des veränderten Wordings der türkischen Zentralbank dennoch gut beraten, sich ungeachtet eines zuletzt deutlich zugenommenen Preisdrucks perspektivisch auf ein wieder niedrigeres Leitzinsniveau einzustellen. Frei von derartigen Sorgen sind hingegen der brasilianische Real sowie der russische Rubel. Beide Währungen können unserer Einschätzung zufolge bereits auf kurze Sicht (der Rubel morgen und der Real Anfang Mai) mit zum Teil deutlichem geldpolitischem Support rechnen.

Was die konjunkturellen Argumente betrifft, so rücken Ende April bzw. Mitte Mai in zahlreichen Ländern die zur Veröffentlichung anstehenden nationalen Wachstumszahlen für das erste Quartal in den Blickpunkt. Sie alle dürften besonders unter dem Corona-Aspekt unter die Lupe genommen werden. Will heißen: Im Fokus sollte weltweit die Frage stehen, wie stark die unterschiedlich ausgeprägten staatlichen Lockdownmaßnahmen die nationalen wirtschaftlichen Entwicklungen auch noch zu Beginn des neuen Jahres beeinflusst haben. Hierbei dürfte deutlich werden, dass die USA, u.a. aufgrund ihrer offensiven Impfkampagne, bereits deutliche Fortschritte erzielt haben, während beispielsweise die Eurozone und damit verbunden auch die CE3-Staaten zunächst noch kleinere Brötchen backen müssen. Interessierte der japanischen Konjunktur sollten in den kommenden Wochen zudem die Diskussionen darüber, ob die Olympischen Spiele wie geplant Ende Juli beginnen können oder nicht, bzw. unter welchen Auflagen sie ggf. stattfinden werden, im Auge behalten. So sind diese aus ökonomischer Sicht weit mehr als ein ausgesprochen spannendes sportliches Event.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
22.4.2021 09:21 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro knackt die Marke von 1,20 USD	2
USA: Dollar vor wichtigen Weichenstellungen	3
Japan: Trauriges OECD-Schlusslicht bei Impfungen	4
Großbritannien: Realitätscheck für Sterling	5
Schweiz: Sentiment-Indizes weisen euphorische Stimmung aus	7
Australien & Neuseeland: Ring frei zur nächsten (Aufwertungs-)Runde	8
Kanada: Vorbereitungen für die Zeit nach Corona	9
Skandinavien: Konjunkturelle Aufhellung erwartet	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: CE3-Währungen atmen etwas durch	12
Russland: Geopolitische Risiken und Leitzinsentscheidung im Fokus	13
Türkei & Südafrika: Weichenstellung in der Geldpolitik	14
China: Wachstum erfüllt hohe Erwartungen und ist dennoch irreführend	16
Brasilien & Mexiko: Inflationsschub temporär oder nicht?	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro knackt die Marke von 1,20 USD

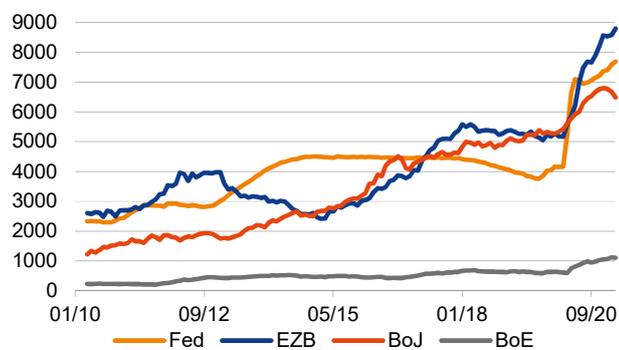
Seit Anfang April kann sich der Euro endlich wieder etwas fester präsentieren. Die Tatsache, dass ihm dabei keine Erholung auf breiter Basis vergönnt war, legt den Verdacht nahe, dass er nicht aus eigener Stärke aufwerten konnte, sondern vor allem (wenngleich nicht ausschließlich) Profiteur der Schwäche anderer Währungen war. Dies trifft auch auf das Kursverhältnis EUR-USD zu, dessen jüngste Rally wohl vor allem einem Schwächeanfall des Dollar geschuldet sein dürfte.

Diese vorsichtige Betrachtung sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir dem Euro in den kommenden Wochen und Monaten einiges zutrauen. Während der US-Dollar auf aktuellen Kursen bereits viel an guten Nachrichten diskontiert hat, gibt es auf dieser Seite des Atlantiks fraglos reichlich Spielraum für positive Überraschungen. Dies trifft insbesondere auf den Fortschritt der Impfkampagnen zu. Die Verzögerung bei der Verteilung des Impfstoffs von Johnson & Johnson war enttäuschend und hat die Impfpläne der Regierungen fraglos zurückgeworfen. Es besteht nun jedoch die berechtigte Hoffnung, dass das Impftempo jetzt weiter anziehen wird. Der Euro dürfte dies mit Erleichterung und weiteren Gewinnen quittieren. Unsere 6M-Prognose von 1,28 USD mag aus heutiger Sicht aggressiv wirken. Ein Blick auf die Dynamik der Aufwertung vom vergangenen Herbst zeigt jedoch eindrucksvoll, wie schnell sich das Blatt wenden kann.

Euro gelingt Comeback, zumindest ggü. dem aktuell schwächeren Dollar

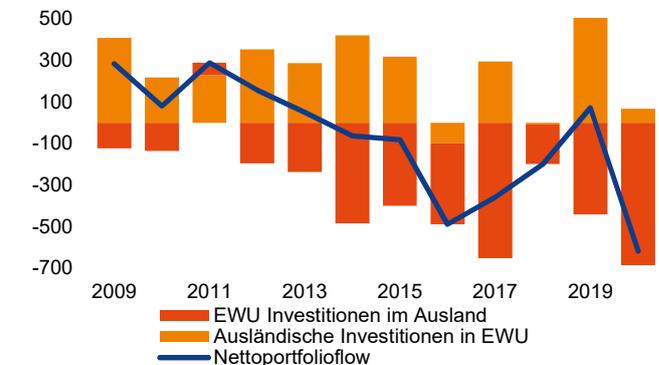
EUR-USD hat in den kommenden Wochen und Monaten weiteres Aufwertungspotenzial

ANLEIHEANKAUFPROGRAMME IM VERGLEICH: EZB AUF PLATZ 1
BILANZSUMME, USD MRD.



Quelle: Bloomberg, Refinitiv

EZB-DOMINANZ ÜBERSCHATTET ANLEIHEMARKT
EUR MRD.



Quelle: Bloomberg, Refinitiv

Weniger schnell wenden wird sich hingegen das geldpolitische Blatt. Während Spekulationen über einen geldpolitischen Exit der Fed nicht so recht verschwinden wollen, ist ein EZB-Tapering aktuell noch kein Thema. Vor dem Hintergrund einer nach wie vor schwachen Konjunktur mag dies nicht verwunderlich sein, im Gegensatz zur Fed hat die EZB ihrem Corona-Krisenprogramm jedoch ein festes Enddatum gesetzt: Ende März 2022 soll PEPP beendet werden. Eine Verlängerung wäre nur dann denkbar, sollte sich die Krise wesentlich länger halten, als derzeit erwartet. Neigt sich die Corona-Krise jedoch, wie auch von uns unterstellt, noch in diesem Jahr ihrem (hoffentlich finalen) Ende zu, wird die EZB kaum überzeugende Argumente finden, ihr Programm weiter laufen zu lassen. Bislang ist dies scheinbar noch kein Thema für den Devisenmarkt bzw. den Euro. Gewinnt die wirtschaftliche Erholung jedoch erst einmal an Fahrt, könnte sich auch dies schnell ändern. Die EZB wird dann gefordert sein, geschickt zu kommunizieren und somit zu verhindern, dass die

Im Verlauf des Jahres wird auch der geldpolitische Exit der EZB vermehrt Aufmerksamkeit auf sich ziehen

Spekulationen über ein Auslaufen des PEPP zu Verwerfungen im EU-Staatsanleihemarkt führen. Denn dieser wird, nach Jahren aggressiver Anleihekaufprogramme, nur sehr langsam in die Normalität zurückkehren können. Dabei wird der EZB ein Spagat zwischen der wirtschaftlichen Tragfähigkeit höherer Zinsen und dem gewünschten geldpolitischen Exit gelingen müssen. Ob und wie ihr dies gelingt, wird mittel- und langfristig auch die Weichen für den Euro stellen.

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

USA: Dollar vor wichtigen Weichenstellungen

Es zeichnet sich immer stärker ab, dass die beiden Trümpfe Impffortschritt und gestiegene US-Renditen in den aktuellen USD-Kursen weitgehend eingepreist sind und der Greenback hieraus keine neue Kraft schöpfen kann. Dies bedeutet noch lange nicht, dass der Dollar bereits massiv abwerten würde; es sollte USD-Bullen und Anhängern des Reflation-Trades aber zu denken geben, dass wir als Reaktion auf die jüngsten US-Inflationszahlen sogar eine leichte Dollar-Schwäche beobachtet haben. Sollte sich der Devisenmarkt von den Beteuerungen der Fed inzwischen überzeugen tatsächlich lassen? Die Währungshüter werden nicht müde, zu betonen, dass keine zeitnahe Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik bevorsteht und sie den Preisschub (wie wir übrigens auch) nur für ein temporäres Phänomen halten, über das man geldpolitisch hinwegsehen werde.

Und hier kommen wir zur Kernannahme unserer offiziellen USD-Prognose, die wir im Übrigen auch in diesem Monat unverändert belassen haben: Wenn der Markt nicht von einer baldigen Wende in der US-Geldpolitik ausgeht und deshalb die nominalen Renditen nicht auf den sich abzeichnenden Inflationsschub reagieren, bleibt unterm Strich für den Dollar ein negativer Einfluss aufgrund geringerer Realzinsen. Insofern werden im zweiten Quartal wichtige Weichen gestellt: Behält die US-Notenbank ihren Laissez-Faire-Ansatz gegenüber einem nur vorübergehenden Preisschub bei? Kann sie dem Rentenmarkt vermitteln, dass es keinen Sinn macht, frühzeitig auf einen Exit-Zug aufspringen zu wollen? Und last but not least: Wie verstimmt reagiert der Dollar innerhalb einer solchen Gemengelage aus eingepreisten US-Vorteilen und frischem Blick auf die Inflation? Uns schwant nichts Gutes...

Der USD-Rallye geht die Puste aus

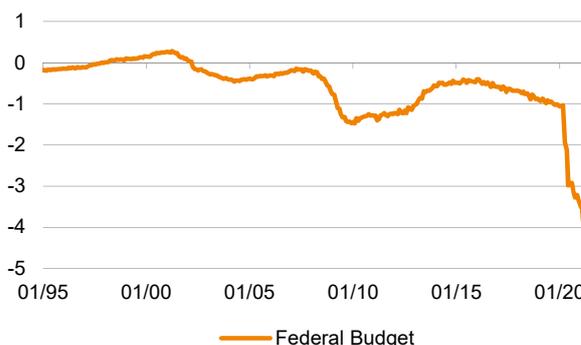
Schon bald könnte der US-Dollar missmutig auf die Realzinsen blicken

INFLATION SOLLTE NUR TEMPORÄR ÜBERSCHIEßEN
CPI (J/J) IN % UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

WER SOLL DAS BEZAHLEN? FINANZIERUNGSFRAGE RÜCKT NÄHER
FEDERAL BUDGET: ÜBERSCHUSS/DEFIZIT, BIO USD, 12M SUMME



Quelle: Refinitiv

Auch für den langfristigen Ausblick stehen wichtige Grundsatzentscheidungen an. Die Tinte der Unterschriften unter den Corona-Soforthilfen ist kaum trocken, da legt Präsident Biden das nächste große Fiskalpaket auf den Tisch, diesmal als Infrastrukturpaket über mehrere Jahre. Bei der Diskussion hierzu im Kongress tun sich gleich mehrere Gräben auf: Was zählt als Infrastruktur? Nach Ansicht der Republikaner geht es um Brücken, Autobahnen und Häfen; die Demokraten fassen den Begriff weiter und schließen Energiewende und Maßnahmen im Gesundheitssektor ein. Und aus Sicht des US-Dollars deutlich heikler: Wie soll das alles finanziert werden? Während die bereits beschlossenen Corona-Hilfen über die Erhöhung der US-Staatsschulden getragen werden, soll das neue Infrastrukturpaket zumindest teilweise über Steuer-Erhöhen laufen. Was gut für die dauerhafte Schuldenfähigkeit klingt, ist nicht ohne Nebenwirkung für die Konjunktur. Egal, ob es letztlich auf eine Erhöhung der Unternehmenssteuer oder eine, die breite Bevölkerung treffende Kraftstoffsteuererhöhung hinausläuft, ein konjunktureller Bremseffekt scheint kaum vermeidbar. Dies erklärt auch, warum der Markt seine US-Wachstums-schätzungen trotz des neuen Paketes nur moderat angehoben hat. Auch für den Dollar ist der reflektierte Blick auf das neue Fiskalpaket eine Herausforderung; insbesondere die bislang verdrängte Finanzierungsfrage dürfte einer euphorischen Reaktion wie noch beim ersten Corona-Hilfspaket entgegenstehen.

Die Gretchen-Frage: Wie hältst Du's mit der Finanzierung?

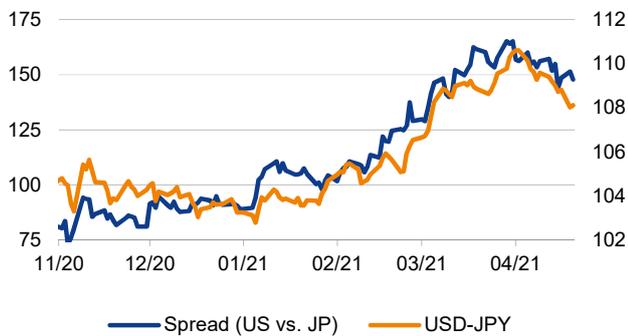
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Japan: Trauriges OECD-Schlusslicht bei Impfungen

Während sich in den USA Impferfolge und die Rückkehr zur Normalität überschlagen und es in Europa zumindest in Sachen Impfung vorangeht, ist es in Japan um beide Punkten derzeit schlecht bestellt. Ausgerechnet das Land, das in der ersten Corona-Welle als Vorbild der Pandemiebekämpfung galt, hinkt in seiner Impfkampagne weit hinterher. Erst Mitte April wurde dort mit der flächendeckenden Impfung der Senioren begonnen, nachdem man zunächst nur medizinisches Personal geimpft hatte. Gerade einmal 1% der japanischen Bevölkerung hat bislang die erste Dosis erhalten. Dies macht Japan ausgerechnet jetzt zum traurigen Schlusslicht unter den OECD-Staaten, wo die nächste große Infektionswelle über das Land hereinbricht. Die Regierung verspricht, bis Ende Juni allen Über-65jährigen ein Impfangebot unterbreitet zu haben. Nicht nur der Mangel an Impfstoff ist ein Problem, zudem gab es bereits vor Corona ein grundsätzliches Akzeptanzproblem von Impfungen. Die Impfquote gegen das HPV-Papilloma-Virus war wegen vermeintlicher, wissenschaftlich nicht haltbarer Nebenwirkungen von über 70% auf unter 1% gesunken. Diverse Impfskandale im benachbarten China haben die Skepsis zusätzlich gefördert. Gegner einer Covid-19-Impfung warnen, dass der Impfstoff nicht an Japanern getestet worden sei und treffen damit auf offene Ohren. Von Herdenimmunität oder Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität kann also vorerst keine Rede sein. Die ökonomische Konsequenz ist, dass man inzwischen nicht nur in den Metropolenregionen wieder zu schärferen Corona-Beschränkungen zurückgekehrt ist, sondern in vielen Regionen des Landes.

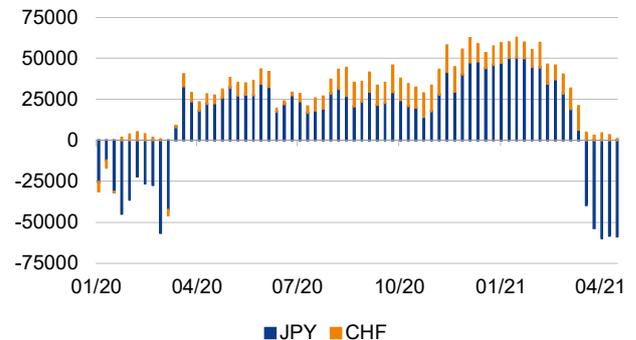
Japan als OECD-Schlusslicht bei Impfungen

ZINSDIFFERENZ BLEIBT ZENTRALES ARGUMENT 10J SPREAD (L.S.) IN BASISPUNKTEN UND USD-JPY (R.S.)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

NIEMAND BRAUCHT SAFE HAVEN? EIN TRUGSCHLUSS. POSITIONIERUNG BIETET PERFEKTE ANGRIFFSFLÄCHE SPEKULATIVE POSITIONIERUNG VS. USD, ANZAHL KONTRAKTE



Quelle: Refinitiv

Dieser konjunkturelle Tiefschlag sowie die steil nach oben weisenden Infektionskurven führen aber nicht etwa zu einer Abwertung des Yen, sondern wecken in ihm seine alten Kräfte als Sicherer Hafen. Die Eintrübung des globalen Sentiments der letzten Tage begünstigt diese Bewegung und macht den Yen zur einzigen Währung, die dem US-Dollar zuletzt Paroli bieten konnte. Neben der traditionellen, geradezu reflexartigen Fluchtbewegung in den Yen wirken die großen Ausschläge am US-Rentenmarkt wie ein zusätzlicher Katalysator. Die Risk-Off-Bewegung hat die Renditen am US-Rentenmarkt merklich sinken lassen, somit ist der US-Zinsvorteil ebenfalls geschrumpft – zum Vorteil des Yen. Aufgrund des wenig reaktionsfreudigen JGB-Marktes war der Risiko-bedingte Zinsrückgang in Japan dagegen ausgesprochen moderat. Die Verringerung des trans-pazifischen Zinsspreads um rund 20 Basispunkte (10J Staatsanleihen) innerhalb des letzten Monats lieferte die perfekte Unterstützung der jüngsten Korrektur in USD-JPY um fast drei Big Figure bis aktuell rund 108 JPY. Und damit sollte es noch nicht getan sein. Die zu erwartende globale USD-Schwäche dürfte uns in den kommenden Monaten noch einen weiteren Rutsch in Richtung 105 JPY bescheren.

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

Risikoaversion und schrumpfender US-Zinsvorsprung begünstigen Yen

Großbritannien: Realitätscheck für Sterling

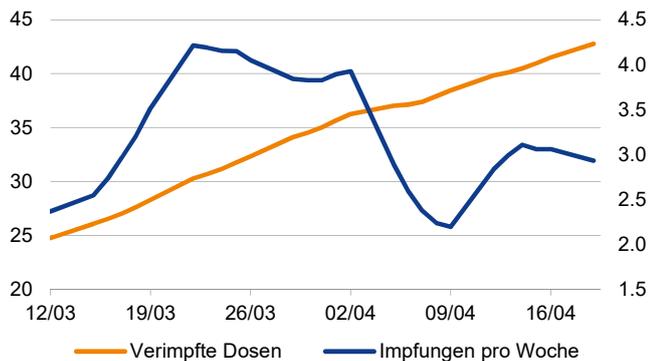
Das Pfund Sterling gehörte im ersten Quartal des Jahres zu den Star-Performern unter den G10-Währungen und konnte bis auf eine Ausnahme (CAD) gegenüber allen anderen Währungen deutlich an Boden gewinnen. Die Aufwertung wurde von einer Reihe von Faktoren angetrieben, allen voran von der überraschend schnellen britischen Impfkampagne. Anfang Februar hatten bereits 20% der Bevölkerung eine erste Impfdosis erhalten, bis Ende des Monats stieg diese Zahl auf 30% und Ende März wurde die 50%-Marke erreicht. Die Geschwindigkeit der Impfkampagne war umso überraschender angesichts des chaotischen Corona-Krisenmanagements, das einen Großteil des Jahres 2020 beherrschte. Aber die Impfkampagne war nicht die einzige positive Überraschung, mit der die Anleger im ersten Quartal konfrontiert wurden. Die viel befürchteten Auswirkungen des Brexit erwiesen sich als deutlich weniger problematisch als erwartet. Es gibt zwar unbestreitbare Friktionen im Handel, aber es gab nur wenige *offensichtliche* Anzeichen für Störungen. Keine Bilder von Lastwagen, die die M25 verstopfen, keine dramatischen Schlagzeilen, die Lieferengpäs-

Schnelle Impffortschritte und unerwartet glimpfliche Auswirkungen des Brexit gaben dem Pfund Sterling im 1. Quartal 2021 erheblichen Auftrieb

se beklagen. Die Kombination aus einer erfolgreichen Impfkampagne und der offensichtlichen Fähigkeit Großbritanniens, die Folgen des Brexit zu bewältigen, haben die wirtschaftlichen Aussichten für dieses Jahr erheblich aufgehellt und als solche zweifellos zur dynamischen Aufwertung des Pfunds beigetragen.

CORONA-IMPFKAMPAGNE VERLANGSAMT SICH

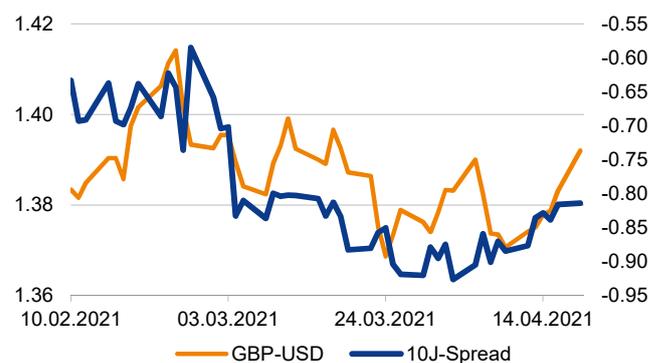
LS: INSGESAMT VERABREICHTE DOSEN; RS: WÖCHENTLICH VERABREICHTE DOSEN (BEIDE MIO)



Quelle: Bloomberg

SPREADENTWICKLUNG BELASTET AUCH DAS PFUND STERLING

LS: GBP/USD; RS: 10YR SPREAD UK VS. US



Quelle: Bloomberg

Im Laufe der letzten Wochen hat der Marktoptimismus jedoch zu schwinden begonnen. Das Pfund ist nicht mehr der Star im G10-Universum und hat stattdessen moderate, aber breit angelegte Verluste erlitten. Auch hierfür gibt es mehrere Gründe. Zum einen ist der nun wesentlich optimistischere Marktausblick eingepreist. Der Konsens geht von einer Wachstumsrate der britischen Wirtschaft von 5,0 % (J/J) für dieses Jahr und von noch optimistischeren 5,6 % (J/J) für das nächste Jahr aus, was wenig realistischen Spielraum für positive Überraschungen lässt. Zum anderen beginnt die Impfkampagne, auf Lieferengpässe zu stoßen. Die Entscheidung, AstraZeneca nicht mehr an die jüngere Bevölkerung zu verabreichen, stellt eine Herausforderung dar. Während die Regierung optimistisch bleibt, dass sie ihr Ziel, jedem Erwachsenen bis Ende Juli zumindest eine erste Impfdosis zu verabreichen, noch erreichen kann, ist die Logistik dafür zweifellos komplizierter geworden. Tatsächlich hat sich die Impfkurve bereits in den letzten Wochen abgeflacht. Ende März wurden in Großbritannien noch mehr als 4 Mio. Menschen pro Woche geimpft, in letzter Zeit ist die Rate auf etwa 2-3 Mio. gesunken.

All dies hat die Stimmung gegenüber dem Pfund gedämpft und zu der jüngsten (wenn auch moderaten) Schwächephase geführt. Es würde sicherlich zu weit gehen, zu behaupten, dass die Währung vor einem neuen und dauerhaften Abwärtstrend steht, aber die Glanzzeiten, in denen die Währung auf breiter Front Boden gutmachen konnte, sind wohl vorbei. Anleger sollten sich daher auf einen volatilere Handel einstellen und eine differenziertere Betrachtung anstellen. Während wir davon ausgehen, dass Sterling gegenüber dem Greenback weiter zulegen kann (aufgrund unserer negativen Sicht auf den Dollar), dürfte die Währung gegenüber dem Euro zu kämpfen haben. Angesichts des aktuellen Stands der Impfkampagnen mag dies kontraintuitiv erscheinen, aber wie die Kursentwicklung in diesem Jahr bisher eindrucksvoll gezeigt hat, ist es das Überraschungselement, das die Märkte am meisten bewegt. Und da die Eurozone in den Sommermonaten wahrscheinlich eine Aufholjagd starten wird, hat der Euro sicherlich das Potenzial, stärker hervorzugehen - zumindest für eine Weile.

Mittlerweise sind jedoch viele gute Nachrichten bereits voll eingepreist

Das Pfund dürfte weiterhin auf einem soliden Fundament stehen, aber eine Wiederholung der überbordenden Stärke des 1. Quartals 2021 ist unwahrscheinlich

Schweiz: Sentiment-Indizes weisen euphorische Stimmung aus

Während sich Euro-Franken von den vorübergehend erreichten Kursniveaus oberhalb von 1,11 CHF zuletzt verabschiedet hat und dabei sogar zeitweise wieder unter die Marke von 1,10 CHF rutschte, blieb der Schweizer Datenkalender seiner Linie treu und bestätigte den aufgehellten Blick auf die fundamentalen Rahmenbedingungen in der Schweiz. Sowohl der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe als auch das Konjunkturbarometer der Forschungsstelle an der ETH Zürich erreichten die höchsten Niveaus seit mehr als einem Jahrzehnt. Beim Preisdruck fällt das Urteil hingegen gemischter aus. Einerseits konnte die jährliche Inflationsrate im März um 1,2%-Punkte zulegen, andererseits liegt der Wert mit -0,2% (J/J) auch weiterhin knapp unterhalb der Nullprozentlinie.

KOF und Einkaufsmanagerindex auf höchstem Stand seit mehr als zehn Jahren

EURO-FRANKEN BACKT WIEDER KLEINERE BRÖTCHEN UM 1,10 CHF EUR-CHF



Quelle: Bloomberg

**EINKAUFSMANAGERINDEX IM HÖHENRAUSCH
PMI VERARBEITENDES GEWERBE, IN PKT.**



Quelle: Bloomberg

Der weiterhin viel zu niedrige Preisdruck in der Alpenrepublik hat den Internationalen Währungsfonds nicht davon abgehalten, der SNB für ihre geldpolitische Strategie im Rahmen der regelmäßig anstehenden Konsultationen eine gute Note auszustellen. Die negativen Leitzinsen seien ebenso angebracht wie die Option, einer übermäßigen Aufwertung der Landeswährung in Phasen erhöhter Unsicherheit mit Devisenmarktinterventionen entgegenzuwirken.

Gute Noten vom Internationalen Währungsfonds für die Geldpolitik, ...

Die unterstellte Angemessenheit der expansiven geldpolitischen Marschrichtung ändert dabei nichts an ihren Schattenseiten. Gemessen an der jährlichen Wirtschaftsleistung beläuft sich die Bilanzsumme der SNB aktuell auf rund 140% – ein Rekordwert, mit dem die Eidgenossen sogar die Bank of Japan übertreffen. Die Währungsreserven, die den Großteil der Aktivseite in den Büchern der Zentralbank ausmachen, kletterten im März auf über 930 Mrd. CHF. Da überrascht es kaum, dass zuletzt Spekulationen kursierten, wonach die SNB die jüngste Schwächephase des Franken genutzt haben könnte, um erste, vorsichtige Experimente in Richtung einer Reduzierung der umfangreichen FX-Reserven zu unternehmen. Zwar ist unklar, wie die SNB-Verantwortlichen die Versuche bewerten. Ein kurzfristiges Projekt dürfte das Vorhaben, bestehende Bilanzrisiken abzubauen, aber sicherlich nicht werden.

... obwohl sie dazu geführt hat, dass die SNB-Bilanz gemessen am BIP sogar diejenige der BoJ übertrifft

Australien & Neuseeland: Ring frei zur nächsten (Aufwertungs-)Runde

Neuseelands Währung hing in den beiden letzten Monaten extrem engmaschig an der Entwicklung des neuseeländischen Immobilienmarktes – oder vielmehr den Versuchen der Regierung, den ungebremsen Preisanstieg endlich zu bremsen. Im Februar gab es die Ergänzung des offiziellen geldpolitischen Ziels um die Stabilität der Häuserpreise, was die Erwartungen der RBNZ-Zinswende tendenziell nach vorne gezogen hatte. Im März ging es dann in die andere Richtung, als die Regierung gewisse Steuererleichterungen für ausländische Immobilieninvestoren strich, um der ausufernden Spekulation entgegenzuwirken. Dies ließ etwas Luft aus der Erwartungshaltung gegenüber einer strafferen Geldpolitik und belastete latent den Investitionsstandort Neuseeland. Nachdem der Zeitpunkt der eingepreisten Zinserhöhung zwischenzeitlich auf Anfang des kommenden Jahres vorgezogen worden war, ist hier inzwischen wieder eine neutrale Haltung eingeleitet. Weder ist noch etwas von der Erwartung negativer Leitzinsen zu sehen noch von einer baldigen Erhöhung.

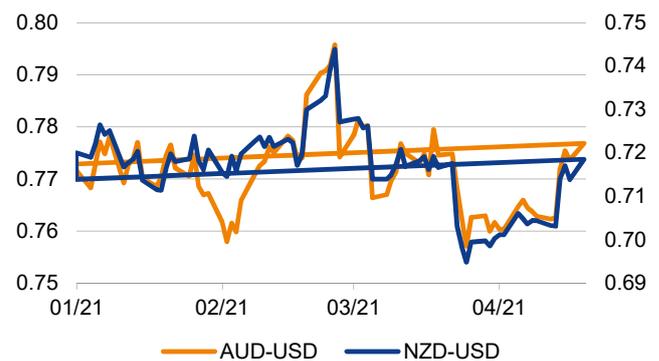
Regierung sagt Immobilienblase den Kampf an – mit Folgen für die Zins-erwartungen

ZINSERHÖHUNG IN NZ: ERST EIN- DANN WIEDER AUSGEPREIST
RBNZ-LEITZINS UND NZD-OIS 12M



Quelle: Refinitiv

MISCHUNG AUS GLOBALER USD-STÄRKE UND LOKALEN BELASTUNGEN HAT SICH GELEGT – PLATZ FÜR NÄCHSTE WELLE
AUD-USD (L.S.) UND NZD-USD (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Dieser Burgfrieden sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Diskussion über den geldpolitischen Exit schon bald zurückkehren dürfte. Als Inspiration dürfte zum einen die Inflationsentwicklung in Neuseeland dienen: Die RBNZ unterstellt in ihren Projektionen zwar, dass die Inflation erst 2023 wieder in die Nähe des geldpolitischen Zielwertes von 2% kommt; bei dieser Annahme geht sie aber davon aus, dass die neuseeländischen Grenzen Corona-bedingt noch bis mindestens Ende dieses Jahres geschlossen bleiben, was sich angesichts der Impffortschritte als zu konservativ erweisen könnte. Höhere Konsumentenpreise könnten also früher als von der Notenbank erwartet zurückkehren. Zum anderen könnte auch die Vorbildfunktion der beiden anderen kleinen Dollar-Brüder aus Australien und Kanada ausstrahlen. Die kanadische Notenbank hat am gestrigen Mittwoch ihren Startschuss zum Tapering gegeben (Reduzierung der Anleihekäufe) und Erwartungen einer BoC-Zinserhöhung in 2022 geweckt. Australiens RBA versucht derzeit zwar noch, jegliche Erwartung einer weniger expansiven Geldpolitik im Keim zu ersticken. Ihre Bemühungen werden aber angesichts des robusten Wachstums und der verbesserten Lage in China sowie bei der globalen Rohstoffnachfrage immer fadenscheiniger. In den kommenden Monaten wird sich die Notenbank noch hinter einer sich spontan verschlechternden Beschäftigungsentwicklung verstecken können, da Ende März ein Unterstützungsprogramm ausgelaufen ist, mit dem die australischen Unternehmen Anreize erhalten hatten, auf Kündigungen zu verzichten. Doch auch dieses Argu-

Spekulationen über Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik wird zum wichtigsten Argument

ment für ein Beibehalten des gegenwärtigen Kurses läuft bald aus. Außer der zu befürchtenden, unerwünschten Wechselkursreaktion gibt es dann kaum noch ein triftiges Argument für ein Stillhalten der RBA. Für den Australischen Dollar ist dies der perfekte Nährboden für weitere Kursgewinne, die sich nahtlos an das anschließen könnten, was bereits in Kürze als Resultat der von uns erwarteten globalen USD-Schwäche auf uns zukommen dürfte – und dies ist ein aggressives Austesten der mutmaßlichen RBA-Schmerzgrenze bei 0,80 USD in AUD-USD.

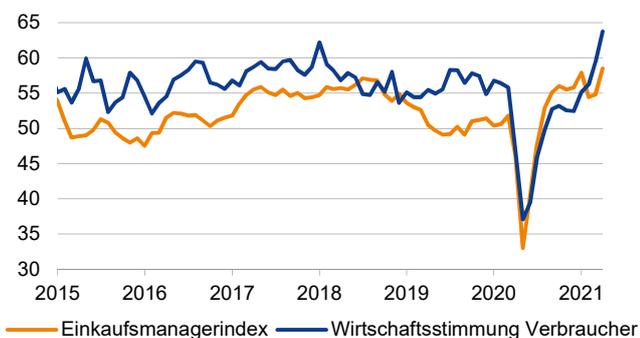
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Kanada: Vorbereitungen für die Zeit nach Corona

Kanada muss sich derzeit mit einer neuen Welle bei den Corona-Infektionen auseinandersetzen. Die Zahl der Neuinfektionen liegt nahe der Rekordwerte vom Januar. Nachdem Kanada bei den Impfungen lange Zeit hinterherhinkte, hat sich das Tempo zuletzt jedoch deutlich beschleunigt. Die Infektionszahlen bewogen einige Provinzregierungen, wieder schärfere Begrenzungen einzuführen. Nach einer Serie von positiven Konjunkturzahlen dürfte dies für die April-Zahlen wieder einen Dämpfer bedeuten. Besonders markant fällt die Erholung am kanadischen Arbeitsmarkt aus. Der Beschäftigungsstand erreichte im März fast 99% des Vor-Corona-Niveaus. Gerade die Teilzeitbeschäftigung reagiert allerdings unmittelbar auf die Corona-Maßnahmen, so dass hier ein Dämpfer zu erwarten ist. Auch die Stimmung hat sich in weiten Teilen der Wirtschaft zumindest bis März erheblich aufgehellt und der Index für das Verbrauchervertrauen erreichte sogar ein Mehrjahreshoch.

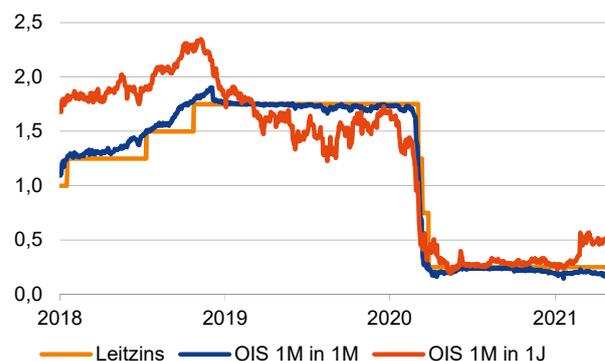
Neue Corona-Beschränkungen bringen Dämpfer

STIMMUNGS-AUFSCHWUNG IN KANADA
INDIZES



Quelle: Bloomberg

MARKT PREIST ERSTE ZINSERHÖHUNG AUF JAHRESSICHT EIN
LEITZINS UND TAGESGELDSATZ (OIS) MIT FORWARD IN %



Quelle: Bloomberg

Die Regierung Trudeau hat ihren neuen Haushaltsplan vorgelegt, der neben Hilfen zur Überbrückung der Corona-Krise, ein umfassendes Programm für eine wirtschaftliche Umgestaltung enthält. Unter anderem soll die Beteiligung am Arbeitsmarkt durch den Aufbau einer verbesserten Kinderbetreuung erhöht werden, was dann auch das Wachstumspotenzial anheben soll. Die steuerlichen Anpassungen zur Finanzierung des Programms fallen vergleichsweise moderat aus, was zwar positive Wachstumsimpulse erwarten lässt, die Verschuldung des Staates zunächst allerdings weiter nach oben treibt. Bei ihrer April-Sitzung hat die Bank of Canada (BoC) ihr Anleihekaufprogramm von 4 Mrd. CAD wöchentlich auf 3 Mrd. CAD gekürzt. Eine Rückführung der Anleihekäufe ist aber noch kein Vorgeschmack auf eine schon in

Bank of Canada drosselt Anleihekäufe

absehbarer Zeit bevorstehende erste Zinserhöhung. Derzeit wird in den Terminkontrakten zwar auf Jahressicht bereits ein erster Schritt nach oben eingepreist, dies erscheint aber verfrüht. Die BoC erwartet nunmehr, dass in der zweiten Jahreshälfte 2022 die Bedingungen für eine Zinswende erfüllt sind, was sie zuvor erst für den Jahresverlauf 2023 erwartet hatte. Damit liegt sie aber immer noch später als die Markterwartungen. Eine Korrektur dieser Erwartungen könnte den Loonie temporär belasten, auch wenn das grundsätzliche Umfeld für eine von den Rohstoffpreisen abhängige Währung eher positiv erscheint. Während in den USA und Kanada sich eine Belebung der Wirtschaft bereits sehr deutlich abzeichnet und damit auch an den Finanzmarkt verarbeitet wurde, dürfte die Wirtschaft in Europa erst mit einer gewissen Verzögerung diesem Weg folgen.

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

Skandinavien: Konjunkturelle Aufhellung erwartet

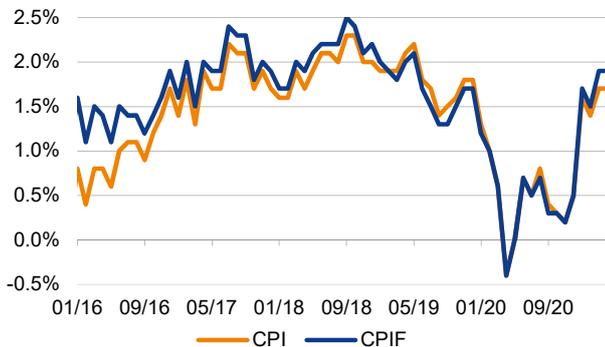
Zwar hat konnte die schwedische Krone im bisherigen Jahresverlauf nicht wieder an die Dynamik von letztem Jahr anschließen, jedoch bewegt sich EUR-SEK erneut auf die Marke von 10 SEK zu. Unterstützend wirkte hier zuletzt sicherlich auch die schwedische Inflationsrate für den Monat März, die die Erwartungen des Marktes leicht überschritten hat (der CPIF-Index stieg auf 1,9% (J/J) an). Die schwedischen Langläufer verharren dennoch seit Februar im Bereich von 36 bis 43 Basispunkten, was auch der Tatsache geschuldet sein dürfte, dass die Riksbank unverändert an ihrem expansiven Kurs festhält. Hier rechnen wir in der Sitzung am 28. April mit keinen neuen Marktimpulsen. Wohl dürften aber die Anleihekäufe für das dritte Quartal, die seitens der Riksbank mit 70 Milliarden SEK pro Quartal prognostizierten wurden, als Entscheidung festgeschrieben werden. Leitzinssenkungen unter die Nullmarke werden, zumindest marktseitig, vorerst nicht erwartet. Auch wenn die schwedische Notenbank dafür zurzeit keinen Anlass sieht, betont sie dennoch gerne, dass ihr geldpolitischer Spielraum noch nicht ausgereizt sei.

Wie auch im Rest von Europa zieht sich die Bekämpfung der Pandemie länger hin als erwartet. Zwar hält Schweden mit dem europäischen Impftempo Schritt, belegt aber weiterhin Platz eins bei den Infektionen pro Einwohner. Der Wirtschaft, oder konkreter den Wirtschaftserwartungen, tut dies jedoch keinen Abbruch. Im Gegenteil: Der Economic Activity Surprise Index ist schon seit dem ersten Corona-Schock durchweg positiv. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe war mit 63,7 Punkten zuletzt nochmal stärker als im Februar und zeigt nahe seines markanten Höchststandes von 65 Punkten ein deutliches Wachstum an. Ob die aktuell von der Binnennachfrage gestützte konjunkturelle Erholung von Dauer sein wird, hängt jetzt insbesondere davon ab, ob die Krise global in dem erwarteten Tempo bekämpft werden kann. Wir erwarten, dass die schwedische Wirtschaftsleistung spätestens Anfang des nächsten Jahres wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Dennoch etwas verwundert ist man über die vergleichsweise kleinen Fiskalpakete, die der schwedische Staat schnürt. Hier hat sich sogar der IWF zu der Aussage hinreißen lassen, dass es da mittelfristig noch „Raum gäbe“. Wahrscheinlich hofft man hier, ohne astronomische Schuldenzuwächse aus der Krise zu kommen.

Schweden weiter auf Erholungskurs

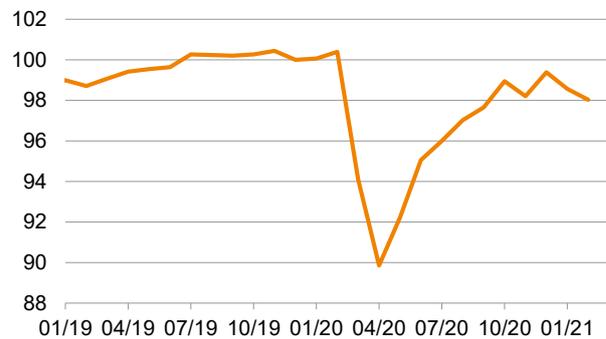
Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe signalisiert Optimismus

SCHWEDISCHE INFLATION ZIEHT AN CPI (J/J, IN %)



Quelle: Bloomberg

NORWEGISCHE WIRTSCHAFT NUR KURZFRISTIG GEDÄMPFT INDEX DEZ 2019 = 100; BIP-FESTLAND (OHNE ÖL UND GAS)



Quelle: Bloomberg

Auch bei der (vorerst) letzten Corona-Welle, die Mitte März ihren Höhepunkt erreichte, gelang es der Politik in Norwegen, die Infektionszahlen vergleichsweise zügig wieder zu drücken. Die eingeführten Beschränkungen können daher bereits wieder gelockert werden. Bei den Impfungen liegt Norwegen im breiten Feld der europäischen Länder und hofft damit auch im Sommer, das Infektionsgeschehen im Griff zu haben. Zunächst spiegeln die Wirtschaftsdaten für die ersten Monate des Jahres jedoch die Belastungen durch die neuerlichen Einschränkungen wider. Die monatlichen BIP-Zahlen zeigten im Januar und Februar einen merklichen Rückgang der Wirtschaftsleistung (Festland) um 0,8% bzw. 0,5% (M/M), so dass auch für das gesamte erste Quartal ein Rückgang zu erwarten ist. Angesichts des vergleichsweise moderaten Einbruchs der Wirtschaftsleistung lässt sich dieser Dämpfer aber verkraften, zumal für die Monate ab April mit einer merklichen Erholung zu rechnen ist.

Merkliche konjunkturelle Erholung erwartet

Die neben Corona spannendste Frage am norwegischen Finanzmarkt ist derzeit die Terminierung der ersten Zinserhöhung der Norges Bank. Im Geldpolitischen Bericht vom März hatte sie eine erste Anhebung bereits für das Schlussquartal 2021 signalisiert und einige Marktbeobachter vermuten diese bereits für den September. Für einen so frühen Schritt sprechen die dann erreichten Impffortschritte, die eine weitgehende Normalisierung des Lebens ermöglichen dürften. Anders als EZB und Fed muss die Notenbank in Norwegen auch keine längere Phase mit einer spürbar unter der Zielvorgabe liegenden Inflationsrate überwinden, so dass eine Normalisierung der Geldpolitik zügig angegangen werden kann. Allerdings ist auch in Norwegen unklar, ob die Konsum- und Investitionslaune nach der Corona-Epidemie wie auf Kommando anspringen wird oder nicht doch längerfristige Spuren hinterlassen wird. Entsprechend gehen wir davon aus, dass die Norges Bank vorsichtig ist und die Zinswende eher zu Jahresende einleitet. Unabhängig von der genauen Terminierung liegt sie damit meilenweit vor der EZB, die zunächst noch ihrer Anleihekäufe reduzieren muss. Die Krone wird sich damit auch noch eine längere Zeit in einem insgesamt positiven Umfeld bewegen, auch wenn vom Ölpreis keine größere Unterstützung zu erwarten ist.

Starke Norwegische Krone

Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434
Niklas Schüler, PRAKTIKANT, +49 (0) 69 7447 42408

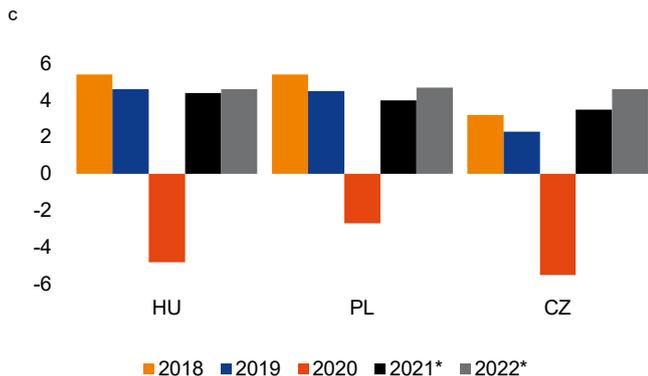
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: CE3-Währungen atmen etwas durch

Die CE3-Währungen konnten zuletzt gegenüber dem Euro nach den zum Teil drastisch ausgefallenen Kursverlusten vom März wieder Boden gutmachen. Verantwortlich dafür, dass sich Zloty und Co. etwas fester präsentieren, sind in erster Linie die wieder höheren Euro-Dollar-Notierungen, wobei hier besonders die US-Seite der Wechselkursmedaille im Fokus steht. So scheint der Greenback nun nicht mehr derart unverwundbar wie noch vor kurzem zu sein, weder über seine Rolle als Sicherer Hafen noch als Nutznießer des marktseitig aufgekommenen „Reflation Trades“ und der damit einhergegangenen Spekulationen einer zeitnah geldpolitisch weniger expansiv agierenden Fed. Zugleich dürfte in den erneut festeren CE3-Kursen allmählich auch die allgemeine Konjunkturzuversicht zum Ausdruck kommen. So gehen wir doch davon aus, dass die Corona-Pandemie sowohl in der E(W)U als auch in den kleinen CE3-Staaten aus wirtschaftlicher Sicht bereits ab dem laufenden Quartal an Schrecken zu verlieren beginnt.

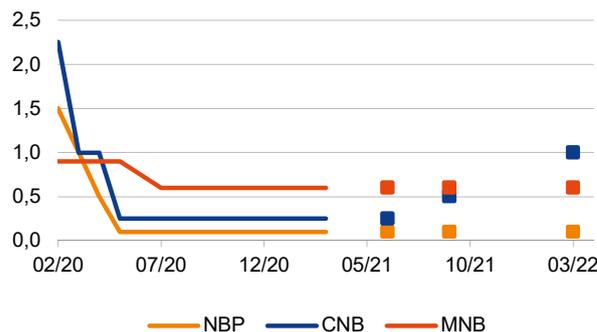
Festere Euro-Dollar-Notierungen verschaffen CE3-Währungen Halt

FREUNDLICHE KONJUNKTURAUSSICHTEN
 JAHRESZAHL, BIP IN %, J/J, * MARKTERWARTUNGEN LAUT BLOOMBERG



Quelle: Bloomberg

CNB DÜRFT IHREM HAWKISHEN RUF TREU BLEIBEN
 LEITZINSENTWICKLUNG UND DZ BANK PROGNOSEN, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Wenngleich wir den CE3-Währungen besonders auf Sicht von sechs Monaten gegenüber dem Euro in einem auf breiter Front fundamental deutlich aufgehellten Umfeld weitere spürbare Kursgewinne zugestehen, so sind auf kurze Sicht temporäre Rückschläge nicht von der Hand zu weisen. Neben den in Europa zunächst noch bestehenden Lockdownmaßnahmen (= Konjunktursorgen) könnte vor allem in einem Umfeld zunächst noch deutlich erhöhter (US-) Inflationsraten ein Wiederaufflammen des US-Reflation-Trades mit all seinen Folgen für die 10J-UST-Renditen und den Greenback für erneute Verunsicherung sorgen. Dies würde vor allem beim Zloty für eine neuerlich deutlich erhöhte Volatilität sorgen und somit besonders ihm noch einmal das Leben vorübergehend schwer machen. Da wir jedoch weiterhin davon ausgehen, dass es sich bei dem Anstieg der US-Inflationsrate um eine vorübergehende Entwicklung handeln sollte und der Euro auf Sicht von sechs Monaten wieder merklich durchatmen dürfte, gestehen wir den CE3-Währungen in den Herbst hinein nach wie vor erneute Kursgewinne zu.

Grundsätzlich CE3-positives Bild; auf kurze Sicht sind jedoch Rückschlagsrisiken nicht von der Hand zu weisen

Was jedoch die Zeit zwischen dem Sechs- und Zwölfmonatshorizont betrifft, so haben wir hier unsere Erwartungen mit Blick auf Zloty und Forint revidiert. So gehen wir nun davon aus, dass sich diese beiden Währungen, anders als die tschechische

Zloty und Forint dürften gegen Ende unseres Prognosehorizonts eigene Wege gehen

Krone, in diesem Zeitfenster unter dem Strich in abwartender Verfassung präsentieren und keine weiteren nachhaltigen Kursgewinne verzeichnen dürften. Anlass zu dieser Prognoserevision gibt uns unsere Einschätzung, wonach Ende des Jahres ernstzunehmende Fed-Tapering-Spekulationen aufkommen sollten und die Federal Reserve dann zu Beginn von 2022 schließlich ihre Anleihekäufe in einem überaus freundlichen konjunkturellen Umfeld reduzieren wird. Hiervon dürfte dann auch der Greenback profitieren und Euro-Dollar wieder etwas niedriger notieren lassen. Unter diesen Vorzeichen sollte es nicht verwundern, wenn risikosensitive Schwellenländerwährungen einen wieder etwas schwereren Stand haben. Wenngleich in diesem Umfeld die Nervosität besonderes beim Zloty und in einem etwas geringeren Ausmaß auch beim Forint wieder zunehmen sollte, dürften ihnen dennoch nachhaltige Kursverluste erspart bleiben. Als stützend erachten wir in diesem Zeitfenster in erster Linie die sich auf breiter Front deutlich aufgehellten konjunkturellen Perspektiven.

Dass die tschechische Krone einen anderen Weg einschlagen und auch längerfristig gegenüber dem Euro moderat aufwerten sollte, ist ihrer Notenbank (CNB) geschuldet. So gehen wir doch davon aus, dass diese im Herbst dieses Jahres beginnen wird, die Leitzinsen wieder anzuheben. 2022 sollte sich die Straffung der geldpolitischen Zügel weiter fortsetzen und der Krone auch in einem etwas weniger EM-freundlichen Umfeld weiterhin Selbstvertrauen verleihen.

Leitzinserhöhungen sollten der Krone auch längerfristig Zuversicht verleihen

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

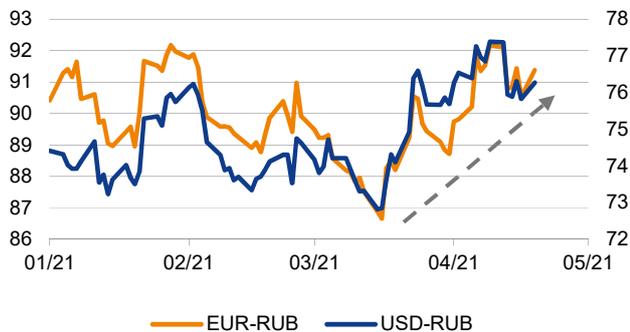
Russland: Geopolitische Risiken und Leitzinsentscheidung im Fokus

Die russische Landeswährung ist in den vergangenen Tagen zeitweise sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar unter Abgabedruck geraten. Ursächlich für die Verunsicherung des Rubels ist primär die marktseitige Sorge vor einer erneuten Eskalation des seit 2014 währenden Ukraine-Konflikts. Auslöser für derartige Befürchtungen sind massive Truppenverlagerungen Russlands an die Grenze zur Ukraine sowie zunehmende Verletzungen der Waffenstillstandsvereinbarungen in den Konfliktgebieten im Osten der Ukraine. Zahlreiche westliche Staaten sowie die NATO zeigen sich angesichts dieser Entwicklungen überaus besorgt. US-Präsident Biden sagte seinem ukrainischen Amtskollegen die volle Unterstützung der USA zu. Als mögliche Gründe, weshalb die Spannungen ungeachtet der vereinbarten Waffenruhe wieder zugenommen haben, führen Beobachter zum einen an, dass Präsident Putin testen könnte, wie weit die Unterstützung der neuen US-Regierung für die Ukraine geht. Zum anderen wird aber auch der deutlich schwerwiegendere Fall nicht ausgeschlossen, wonach sich Russland aufgrund der Wasserknappheit auf der Krim in einer möglichen Großoffensive den Zugriff auf den Nord-Krim-Kanal sichern wolle. Zur Erinnerung: Die Ukraine hatte als Reaktion auf die Annexion der Krim 2014 die Wasserlieferungen via des Nord-Krim-Kanals gestoppt.

Furcht vor erneuter Eskalation der Ukraine-Krise verunsichert den Rubel

DER GEGENWIND FÜR DEN RUBEL HAT ZUGENOMMEN

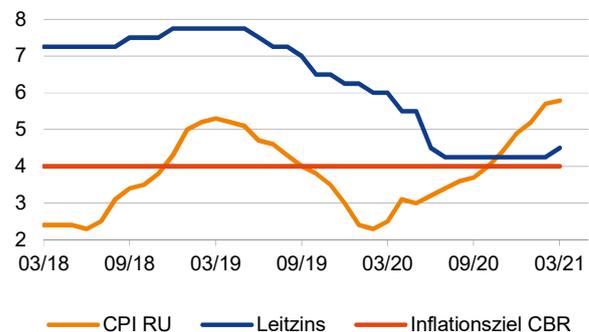
LS: EUR-RUB, RS: USD-RUB



Quelle: Bloomberg

RUSSISCHE NOTENBANK PLAGEN ZUNEHMEND INFLATIONSSORGEN

ALLE WERTE IN %, INFLATIONSWERTE J/J



Quelle: Bloomberg

Erschwerend kommt für den ohnehin verunsicherten Rubel hinzu, dass die Biden-Administration in diesem Umfeld u.a. aufgrund eines Hackerangriffs auf verschiedene US-Ministerien im vergangenen Jahr neue Sanktionen gegen Russland angekündigt hat. So sollen beispielsweise mehrere Personen und Organisationen mit Sanktionen belegt werden. Zudem sind Käufe neuausgegebener russischer Staatsanleihen durch US-Finanzinstitute ab dem 14. Juni verboten worden. Dass die konjunkturelle Lage Russlands Corona-bedingt weiterhin als „fragil“ zu bezeichnen ist und der dortige Preisdruck zuletzt deutlich stärker als von der russischen Zentralbank (CBR) erwartet zugenommen hat, macht die Sache für den Rubel ebenfalls nicht einfacher.

Weitere US-Sanktionen kommen

Angesichts dieser Gemengelage an unerfreulichen Entwicklungen kommt der nächsten Leitzinsentscheidung der russischen Währungshüter morgen eine besondere Bedeutung zu. Bereits bei ihrer letzten Sitzung hoben sie ungeachtet der noch verhaltenen wirtschaftlichen Situation erstmals seit Ende 2018 den Leitzins wieder auf nun 4,50% an und stellten zudem weitere geldpolitische Straffungen in Aussicht. Bislang sind wir davon ausgegangen, dass die Notenbank diesbezüglich mit Blick auf die noch fragile ökonomische Lage des Landes umsichtig vorgehen und die geldpolitischen Zügel bei ihrer nächsten Sitzung Ende April erneut nur moderat um 25 Bp straffen wird. Doch je länger und ausgeprägter der Abgabedruck auf den Rubel nach Einschätzung der CBR ausfallen bzw. Bestand haben könnte, desto wahrscheinlicher dürfte eine umfangreichere Leitzinserhöhung werden, wächst doch mit einer anhaltenden Rubel-Schwäche auch die Gefahr der importierten Inflation. Zudem sollte die Leitzinsentscheidung von einer „hawkishen“ Tonspur begleitet werden, was dem Rubel zumindest vorübergehend wieder etwas mehr Luft zum Atmen geben dürfte.

Erwartete Leitzinsanhebung im April keine Frage des „ob“, sondern des „wieviel“

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

Türkei & Südafrika: Weichenstellung in der Geldpolitik

Wie schnell sich das Blatt der Lira wenden kann, haben die vergangenen Wochen einmal mehr vor Augen geführt. Eine glaubwürdige, auf Transparenz und Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik unter Notenbankchef Agbal hatte der Währung zwischen November letzten und Mitte März dieses Jahres Halt gegeben. Selbst die an den internationalen Finanzmärkten zeitweise aufkeimenden Spekulationen

Staatspräsident Erdogan entlässt unerwartet türkischen Zentralbankchef Agbal

über eine weniger expansive US-Geldpolitik konnten die Lira nur mäßig verunsichern. Mit dieser Widerstandskraft dürfte es vorbei sein, nachdem Staatspräsident Erdogan seinem Unmut über die hohen Leitzinsen Luft gemacht und den Zentralbankvorsitzenden ausgetauscht hat. Laut Erdogan ist die restriktive Geldpolitik nicht nur eine Belastung für die Konjunktur, sondern paradoxerweise zugleich die Ursache für einen hohen Preisdruck. Die Lira scheint diese Meinung nicht zu teilen und verlor seit Bekanntgabe der Entscheidung gegenüber dem US-Dollar bis zu 15%.

Der Auftrag des Staatschefs an den neuen Mann an der Spitze der Notenbank, Sahap Kavcioglu, ist offensichtlich: Leitzinsen senken, und zwar schnell und deutlich. Dass eine derartige Geldpolitik mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in der jüngeren türkischen Vergangenheit bereits mehrfach zu einer dynamisch ansteigenden Inflationsrate in Kombination mit einer Währungskrise geführt hat, scheinen die Verantwortlichen offenbar schon wieder vergessen zu haben. Die Lira hatte jeweils Verluste von bis zu 40% gegenüber dem Greenback zu verkraften – auf Basis der Tagesschlusskurse wohlgermerkt. Es ist sicherlich kein unangebrachter Pessimismus, ein solches Szenario auf Sicht der nächsten zwölf bis 18 Monate abermals zu unterstellen.

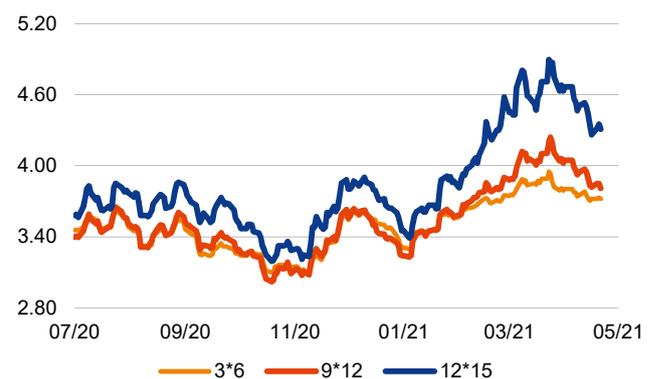
Expansivere Geldpolitik voraus = nächste Lira-Krise voraus?

TÜRKISCHE WÄHRUNG UND ANLEIHEN UNTER DRUCK
LS: USD-TRY; RS: RENDITEN 5J TÜRK. STAATSANL. IN %



Quelle: Bloomberg

SPEKULATIONEN ÜBER ZEITPUNKT ERSTER ZINSSCHRITTE AM KAP
ZINSSATZ VERSCH. ZAR FORWARD RATE AGREEMENTS, IN %



Quelle: Bloomberg

Während sich die Türkei demnach auf dem möglicherweise fatalen Weg in Richtung einer lockereren geldpolitischen Ausrichtung befindet, stellt sich bei den südafrikanischen Währungshütern die Frage, wann mit einer ersten Leitzinsanhebung zu rechnen ist. Notenbankchef Kganyago stellte dabei zuletzt klar, dass es vorerst Spielraum für eine Beibehaltung der aktuellen, expansiven Geldpolitik mit einem Leitzins von 3,50% gebe. Eilig scheint es die Zentralbank Südafrikas folglich nicht zu haben, wenngleich ihre eigenen Analysen eine erste Leitzinserhöhung auf kurze Sicht eigentlich rechtfertigen würden.

In Südafrika sollte die Notenbank zwar vorerst am Leitzinsniveau von 3,50% festhalten, ...

Tatsächlich dürften die Rahmenbedingungen bis in den Herbst hinein keinen übermäßigen Druck auf die geldpolitisch Verantwortlichen ausüben. So sollten sich Inflationsraten und -aussichten klar innerhalb des vorgegebenen Zielbands der Zentralbank bewegen, und mit einem nachhaltigen Schwächeanfall der südafrikanischen Landeswährung ist – Corona-Pandemie hin oder her – angesichts des erwarteten freundlichen Risikoumfelds auf globaler Ebene ebenfalls nicht zu rechnen. Erst mit den offiziellen Gedankenspielen der US-Zentralbank hinsichtlich einer Reduzierung der Anleiheankäufe dürfte der vonseiten des Zentralbankchefs Kganyago unterstellte Spielraum für die Beibehaltung des historisch niedrigen Leitzinses am Kap im Ver-

... spätestens Anfang 2022 ist aber – im Zuge des „Fed-Tapering“ – mit einer ersten Anhebung zu rechnen

lauf des vierten Quartals nachlassen. Für Anfang 2022 rechnet das DZ BANK Research damit, dass die US-Zentralbank die geldpolitischen Zügel vorsichtig anzieht, was gleichzeitig den Startschuss für eine Normalisierung des Leitzinsniveaus am Kap bedeuten sollte.

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

China: Wachstum erfüllt hohe Erwartungen und ist dennoch irreführend

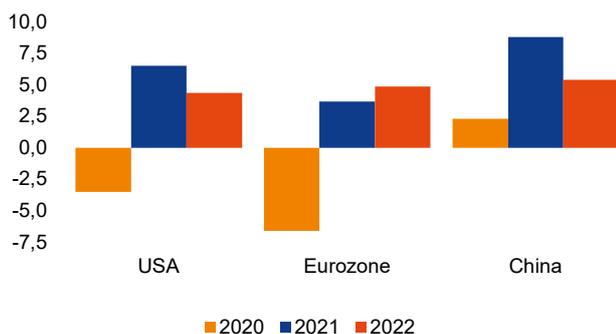
Chinas Wirtschaft ist mit einem Rekordwachstum ins neue Jahr gestartet. Die für das erste Quartal gemeldete Expansion um 18,3% (J/J) ist ebenso historisch einmalig und beeindruckend wie auch irreführend. Dies soll keine Unterstellung bzgl. gefälschter Statistiken sein, sondern ist Folge eines Basiseffekts. Im vergangenen Jahr hatte Chinas Wirtschaft Corona-bedingt praktisch stillgestanden, entsprechend hoch ist die jetzt gemeldete Dynamik im Vergleich dazu. Eine aussagekräftigere Perspektive zur Beurteilung der gegenwärtigen Lage wäre der Quartalsvergleich. Und hier zeigt sich, dass Chinas Wirtschaft gegenüber dem Schlussquartal 2020 nur noch um 0,6% (Q/Q) gewachsen ist.

Zu Jahresbeginn war eine gewisse Konsumzurückhaltung nach dem Boom im zweiten Halbjahr 2020 zu beobachten. Die jüngsten Daten sprechen zwar dafür, dass dies nur eine kleine Delle war, doch droht Chinas Binnennachfrage im Laufe des Jahres die Konfrontation mit dem Erfolg der chinesischen Impfpolitik. Selbst Spezialisten im eigenen Land stellen inzwischen die Wirksamkeit der eingesetzten Vakzine in Frage. Sollte es erneut zu regionalen Covid-19-Ausbrüchen kommen, werden diese vermutlich mit den bereits hinlänglich bekannten, rigiden Beschränkungen bekämpft. Für Konsumfreude und Yuan-Sentiment ist dies ein Risiko, das es im Auge zu behalten gibt. Auch die bisherige Export-Sonderkonjunktur (Nachfrage nach Homeoffice-Produkten, medizinische Güter, ...) scheint etwas nachzulassen. Wenn wir dazu noch die in den kommenden Monaten wegfallenden Basiseffekte nehmen, steht China eindeutig vor nachlassenden Wachstumsraten. Ende des Jahres könnten wir sogar unter die von der Regierung ausgerufene Zielmarke von 6%-Wachstum fallen. Das DZ BANK Research erwartet für das aktuelle Gesamtjahr noch ein BIP-Plus von 8,8%, im kommenden Jahr werden aber kaum mehr als 5,5% machbar sein.

China startet mit Rekord ins neue Jahr

Wachstumsdynamik lässt aber klar nach – und fängt sich auch 2021 nicht wieder

CHINAS WACHSTUMSVORSPRUNG SCHMILZT DAHIN
ERWARTETES BIP-WACHSTUM (J/J) IN %



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

DER YUAN HAT SEINEN ZENIT BALD ÜBERSCHRITTEN
CNY: HANDELSGEWICHTETER INDEX (L.S.) UND VS. USD (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Für Chinas Währung bedeutet dies ein echtes Dilemma: einerseits ist die für 2021 erwartete Expansion noch immer eine der stärksten weltweit, andererseits wird ausgerechnet dann die nachlassende Dynamik offensichtlich, wenn der Rest der Welt auf dem Höhepunkt seiner konjunkturellen Aufholjagd ist. Das Eis, auf dem der Yuan seine Kursgewinne in den letzten Quartalen aufgebaut hat, wird also zunehmend dünner. Dass wir in den kommenden Monaten mit einer globalen USD-Schwäche rechnen, öffnet zwar in USD-CNY erneute Kurschance für die chinesische Seite, auf handelsgewichteter Basis hat Chinas Währung ihren Zenit aber wohl überschritten.

Globale USD-Schwäche ermöglicht letztes CNY-Aufbäumen, handelsgewichtet dürfte der Zenit überschritten sein

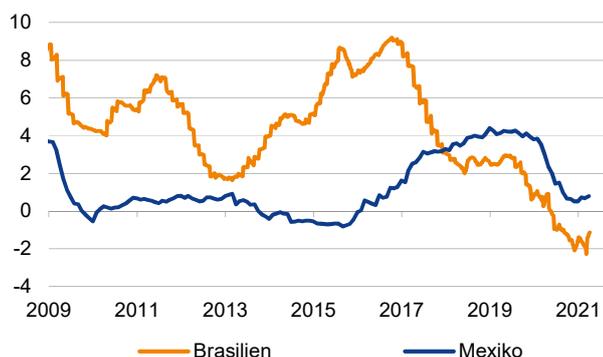
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Brasilien & Mexiko: Inflationsschub temporär oder nicht?

Bei den lateinamerikanischen Schwergewichten Brasilien und Mexiko kam es zuletzt zu einer deutlichen Beschleunigung des Preisauftriebs. In Brasilien sind die Verbraucherpreise im März im Vorjahresvergleich um 6,1% gestiegen. Die Inflationsrate lag damit merklich über der für das Jahresende angesteuerten Zielspanne von 2,25% bis 5,25%. Ähnliches war in Mexiko mit einer Jahresrate von 4,7% und einer Zielspanne von 2% bis 4% zu beobachten. In beiden Ländern droht aufgrund von Basiseffekten im April ein weiterer Anstieg der Jahresrate. Die Kommentare und Aktionen der jeweiligen Notenbankspitzen zu dieser Entwicklung divergieren aber merklich. Der Präsident der Banco Central do Brasil Campos Neto versprach alles Nötige zu tun, um eine nachhaltige Beschleunigung des Preisauftriebs zu vermeiden. Bereits in der Stellungnahme nach der letzten Notenbanksitzung wurde angedeutet, dem ersten Zinsschritt um 75 Bp eine weitere Erhöhung Anfang Mai in der gleichen Größenordnung folgen zu lassen. Weitere Zinsschritte dürften in den folgenden Monaten folgen. Sorgen bereitet dem Notenbankchef vor allem die Lage des öffentlichen Haushalts. Das Abgeordnetenhaus hatte einen ersten Haushaltsentwurf abgesegnet, der allerdings die verfassungsmäßigen Ausgabenbeschränkungen verletzt hätte. Die Alternative, Einsparungen vorzunehmen, fand im Parlament keinen Rückhalt, zumal die wieder stark gestiegenen Corona-Infektionszahlen fortgesetzte Hilfen erfordern. Allerdings stößt dies auf eine ohnehin bereits angespannte fiskalische Lage. Die Risikoaufläge für brasilianische Anlagen haben sich entsprechend in den letzten Wochen wieder ausgeweitet und auch der Real wird in den nächsten Wochen weiterhin ein scharfes Auge auf die Haushaltsentscheidungen haben.

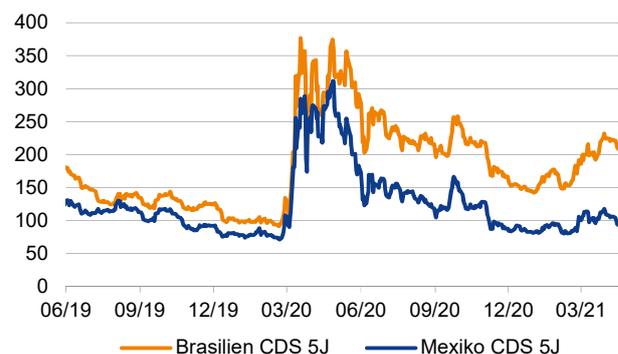
Weitere Zinsschritte in Brasilien zu erwarten

GELDPOLITIK IN BRASILIEN NOCH DEUTLICH EXPANSIVER
REALER LEITZINS IN %, MIT 12M INFLATIONSERWARTUNGEN



Quelle: Bloomberg

FINANZMÄRKTE MACHEN SICH UM BRASILIEN SORGEN
CREDIT DEFAULT SWAPS



Quelle: Bloomberg

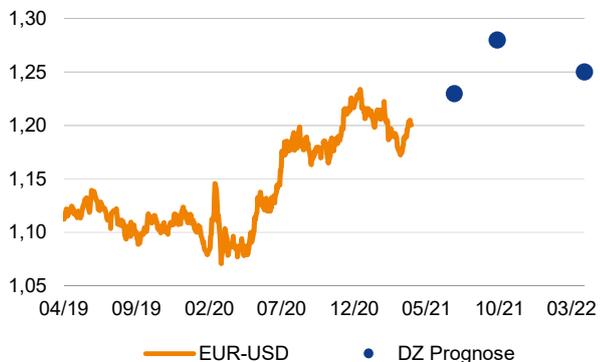
In Mexiko zeigte sich der dortige Notenbankchef Diaz de Leon dagegen deutlich entspannter und sieht guten Aussichten, dass der Inflationsschub lediglich temporär sei. Wie das Protokoll der letzten Notenbanksitzung gezeigt hat, ist bei einigen Verantwortlichen sogar weiterhin die Neigung zu erkennen, nach diesem Inflationsschub den Leitzins noch weiter zu senken, was dann aber wohl frühestens im Herbst erfolgen dürfte. Der Widerstand von Präsident Lopez Obrador gegen größere zusätzliche Ausgaben im Zuge der Corona-Krise und die in der Folge komfortablere Haushaltslage zahlte sich zumindest an den Finanzmärkten bisher aus. Ob dies auch längerfristig eine hilfreiche Strategie ist, bleibt abzuwarten. Fehlende Corona-Hilfen stürzen viele Unternehmen in ernsthafte Schwierigkeiten, was zu einer größeren Pleitewelle mit entsprechenden Folgen führen könnte. Allerdings dürfte Mexiko in besonderem Maße von dem sich entfaltenden Nachfrageschub in den USA profitieren. Dass die aktuelle Lage bei den Corona-Zahlen in Mexiko derzeit deutlich entspannter als in Brasilien ist, sollte dagegen keinen größeren Einfluss für die Währung haben, da sich dies angesichts nur langsamer Impffortschritte auch schnell wieder ändern kann. Nach einer zwischenzeitlichen Schwäche, während der im März zeitweise mehr als 21,5 Peso für einen Dollar gezahlt werden mussten, hat sich die Relation wieder in den Bereich von 20 MXN je US-Dollar begeben, in dem auch zum Jahresauftakt gehandelt wurde. Vor dem Hintergrund der zuletzt wenig marktfreundlichen Gesetzesinitiativen überrascht diese Stärke etwas. Das nationale Ölunternehmen Pemex und der Stromversorger CFE sollen mit diesen Vorhaben gegenüber privatwirtschaftlicher Konkurrenz stärker geschützt werden. Ob sich die Regelungen im Rahmen des Freihandelsabkommens mit den USA und Kanada halten lassen, ist zwar sehr fraglich, der Investitionsstandort Mexiko könnte jedoch Schaden nehmen.

Notenbank in Mexiko zeigt sich nur wenig besorgt

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

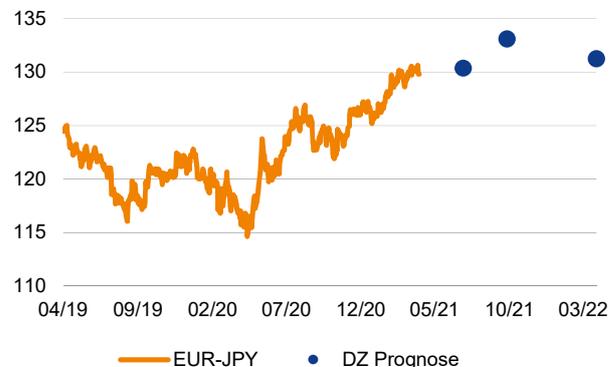
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



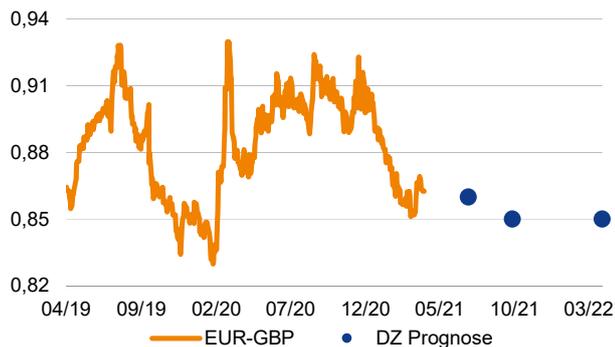
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



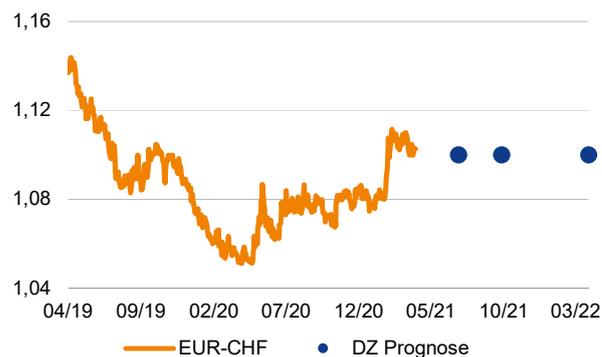
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



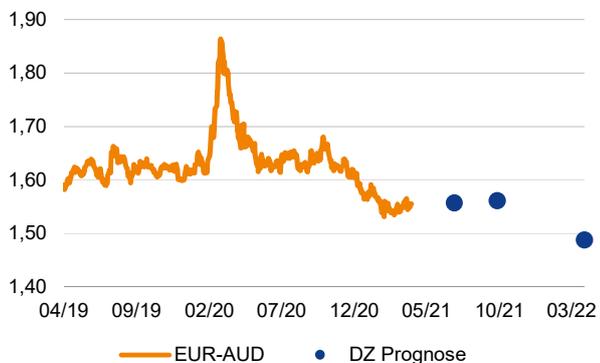
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



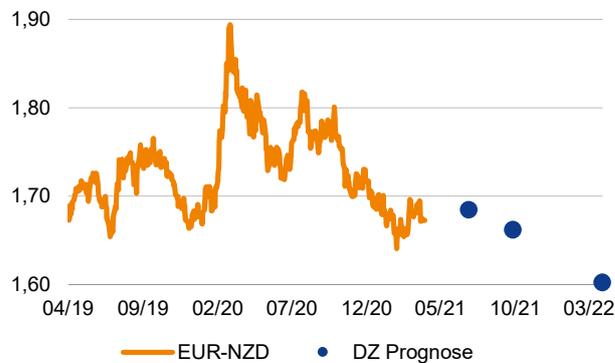
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



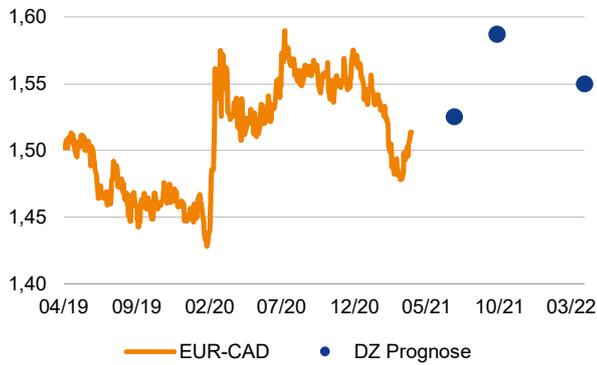
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



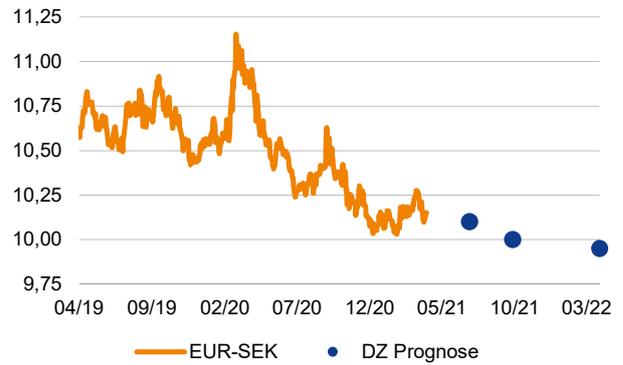
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



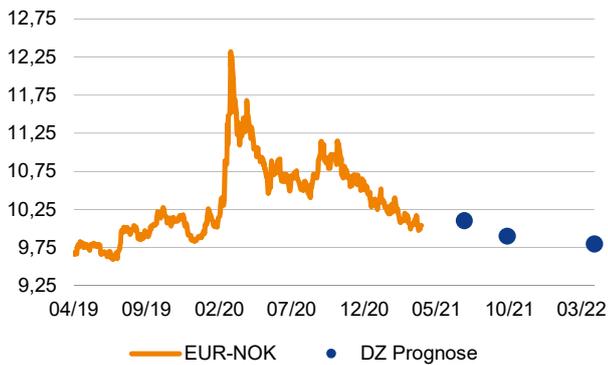
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



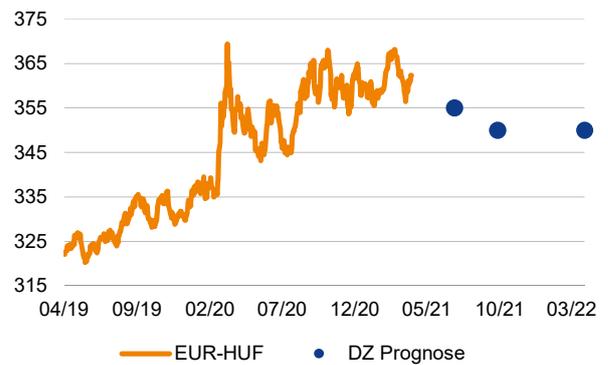
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



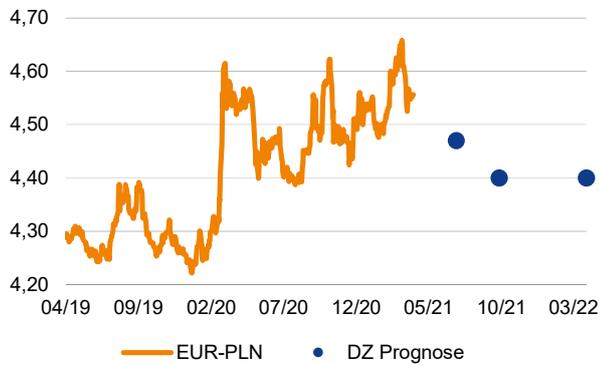
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



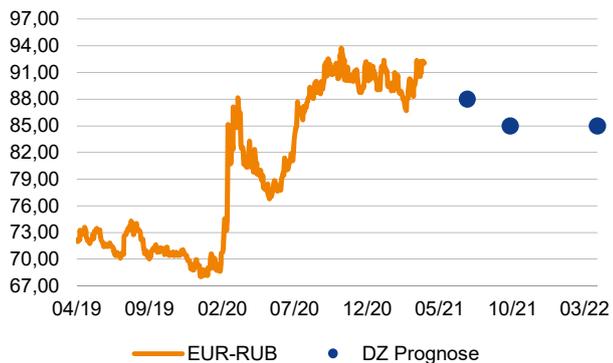
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



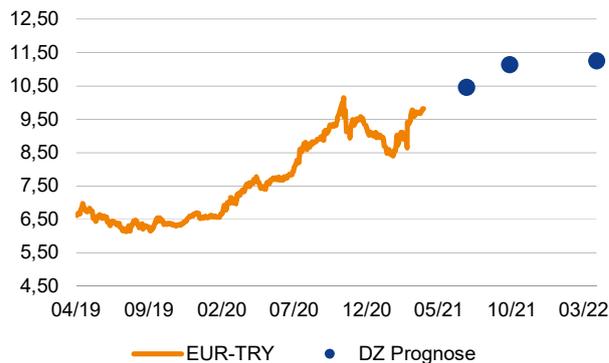
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



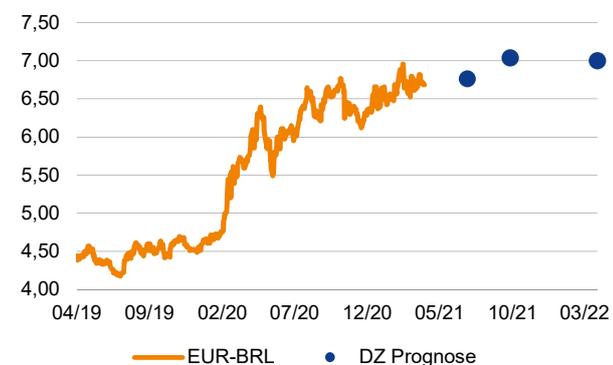
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

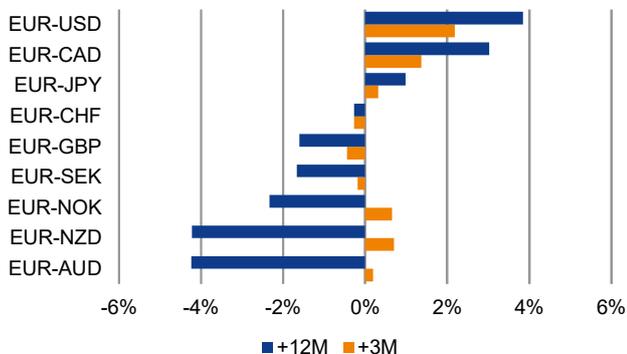
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

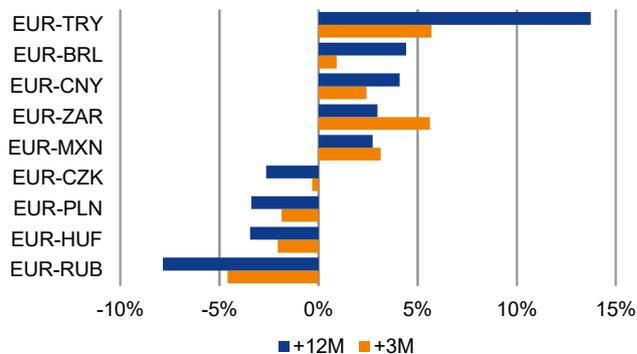
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1948	1.2300	1.2800	1.2500
EUR/GBP	0.8689	0.8600	0.8500	0.8500
EUR/JPY	130.31	130.38	133.12	131.25
EUR/CHF	1.1003	1.1000	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5636	1.5570	1.5610	1.4881
EUR/NZD	1.6945	1.6849	1.6623	1.6026
EUR/CAD	1.4977	1.5252	1.5872	1.5500
EUR/NOK	10.1208	10.1000	9.9000	9.8000
EUR/SEK	10.1690	10.1000	10.0000	9.9500
EUR/PLN	4.5636	4.4700	4.4000	4.4000
EUR/CZK	25.92	25.80	25.50	25.20
EUR/HUF	359.25	355.00	350.00	350.00
EUR/RUB	90.80	88.00	85.00	85.00
EUR/TRY	9.7054	10.4550	11.1360	11.2500
EUR/ZAR	17.34	18.14	17.92	17.69
EUR/CNY	7.8072	7.9950	8.1920	8.1250
EUR/BRL	6.8331	6.7650	7.0400	7.0000
EUR/MXN	24.01	24.72	25.60	24.63

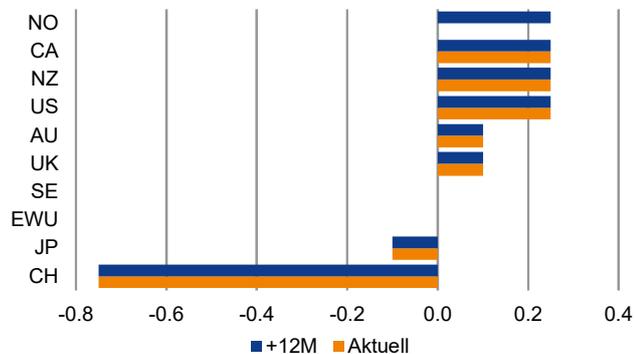
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1948	1.2300	1.2800	1.2500
GBP/USD	1.3750	1.4302	1.5059	1.4706
USD/JPY	109.06	106.00	104.00	105.00
USD/CHF	0.9209	0.8943	0.8594	0.8800
AUD/USD	0.7641	0.7900	0.8200	0.8400
NZD/USD	0.7053	0.7300	0.7700	0.7800
USD/CAD	1.2535	1.2400	1.2400	1.2400
USD/NOK	8.4710	8.2114	7.7344	7.8400
USD/SEK	8.5104	8.2114	7.8125	7.9600
USD/PLN	3.8191	3.6341	3.4375	3.5200
USD/CZK	21.69	20.98	19.92	20.16
USD/HUF	300.64	288.62	273.44	280.00
USD/RUB	76.00	71.54	66.41	68.00
USD/TRY	8.1198	8.5000	8.7000	9.0000
USD/ZAR	14.51	14.75	14.00	14.15
USD/CNY	6.5441	6.5000	6.4000	6.5000
USD/BRL	5.7174	5.5000	5.5000	5.6000
USD/MXN	20.09	20.10	20.00	19.70

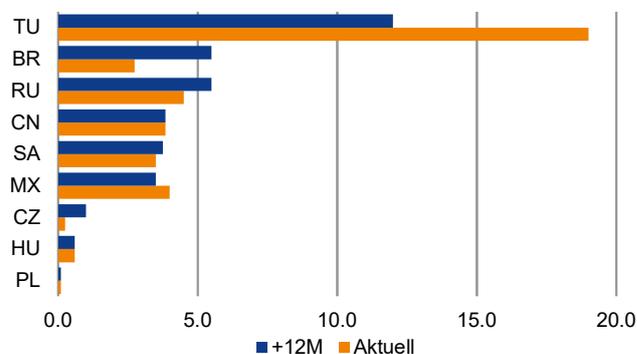
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE 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	-2,3	11,6	2,0	4,4
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	1,6	1,3	1,1	1,6	1,8	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,5	-7,2	-4,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,1	3,1	3,2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,5	6,5	4,4	-0,1	12,7	6,8	7,3
Inflation (in % gg. Vj.)	1,2	2,8	2,0	1,9	3,8	2,9	2,6
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.)	-4,9	3,2	1,9	-1,0	8,6	4,0	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	0,2	0,4	-0,3	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.)	-9,8	4,5	5,5	-6,9	18,6	4,4	4,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	1,7	2,0	0,6	1,8	1,9	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15,8	-14,5	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-4,8	-4,1				
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	0,1	0,8	-0,4	0,2	0,1	0,5
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	5,5	3,0	-0,5	13,7	5,7	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	2,5	2,0	1,7	3,0	2,8	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,3	-7,4	-2,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,9	-0,8	-1,3				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,0	2,7	2,9	-1,9	7,3	2,1	3,6
Inflation (in % gg. Vj.)	0,5	1,7	1,4	1,6	2,0	1,6	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,7	-1,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,5	3,3	4,2				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1,4	2,5	2,5	0,0	5,7	2,1	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	1,3	2,8	1,6	3,0	3,2	2,8	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	2,1	-0,3	1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	3,3	3,9				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,1	4,8	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	3,3	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,9	-6,4	-4,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,1	-0,5	-0,2
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,7	3,5	4,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,0	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,0	-5,1	-3,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	1,7	0,6
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,6	3,3	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	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	4,8	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-2,8	-2,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	2,3	1,9
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	4,5	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	12,3	14,5	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	2,5	3,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	4,3	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-11,0	-9,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,3	-0,3	-1,2
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.)	-4,4	3,8	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	6,1	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13,6	-8,4	-7,2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-0,3	-2,2
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8,5	5,6	3,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,9	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,3	-2,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	0,9	-0,3

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

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

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

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

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