

# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Steigende Inflationsraten ein Thema, aber mit unterschiedlichen Antworten

An den Finanzmärkten weltweit bestimmt derzeit nicht mehr die Corona-Epidemie, sondern das Thema Inflation die Diskussionen. In allen Währungsräumen stiegen die Inflationsraten in den letzten Monaten zum Teil deutlich an, was von den zuständigen Notenbanken nicht mehr ignoriert werden kann. Der Anstieg der Inflationsraten lässt sich dabei weitgehend auf drei Faktoren zurückführen: Basiseffekt, Rohstoffpreise und binnenwirtschaftliche Gründe. Je größer die Bedeutung der internen Faktoren, desto größer wird der Druck auf die Notenbanken werden, dem Preisauftrieb entgegenzuwirken. Dabei versuchen vor allem die Währungsverantwortlichen in den Industrieländern auf eine hohe Glaubwürdigkeit zu bauen, um den Inflationsschub auszusitzen. Angesichts der in den USA im April auf 4,2% (J/J) gestiegenen Inflationsrate müssen vor allem die Fed-Vertreter derzeit sehr pointiert darauf hinweisen, dass dieser Schub lediglich temporärer Natur sei. Weniger drastisch fallen die Preiszahlen für den Euroraum aus, was der EZB eine entspannte Grundhaltung ermöglicht. Auch für die Notenbanken in Japan und der Schweiz ist ein nachhaltiges Überschießen der Inflationsziele kaum ein Thema. Bisher wird die Einschätzung einer längerfristig moderaten Inflationsentwicklung auch von den Marktbeobachtern weitgehend geteilt. Während die Inflationserwartungen für dieses Jahr zum Teil deutlich angehoben wurden, halten sich die Prognoserevisionen für die Inflationsrate in 2022 meist noch in engen Grenzen.

Vor allem in den Schwellenländern ist allerdings eine differenziertere Betrachtung erforderlich. Hier könnte auch ein zunächst nur vorübergehender Preisschub durch Basiseffekte oder Rohstoffpreise die Inflationserwartungen nach oben treiben und damit das Preisklima nachhaltig eintrüben. Entsprechend ist bei den Emerging Market Währungen das Rennen um die erste Zinserhöhung nach Corona längst entschieden und einige Notenbanken (Brasilien; Russland) wandeln angesichts erhöhter Inflationsrisiken auf einem mehr oder weniger scharfen Zinserhöhungskurs. Die Währungen beider Länder konnten sich zwar zuletzt erholen, von einer markanten zinsgetriebenen Aufwärtsbewegung lässt sich aber noch nicht sprechen, vielmehr dürften hier die Rohstoffpreise geholfen haben.

Bei den größeren Industrieländern ist die Entscheidung, wer zuerst an der Zins-schraube dreht, dagegen noch offen. Bei einigen rohstofflastigen Währungen könnte deren festere Tendenz dazu beitragen, eine mögliche geldpolitische Wende aufzuschieben. Gleichwohl dürfte die Norges Bank mit der für die zweite Jahreshälfte avisierten ersten Zinserhöhung der Vorreiter bei den etablierten Industriestaaten sein. Die Mittel- und Osteuropäischen Länder nehmen hier eine Mittelstellung zu den Schwellenländern ein und insbesondere die Notenbanken aus Ungarn und der Tschechischen Republik dürften sich mit einem ersten Zinsschritt noch vor die Norges Bank drängeln.

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
20.5.2021 14:03 Uhr

## INHALT

<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>2</b>
EWU: Euro weiter mit Luft nach oben	2
USA: Die Fed zügelt die Zinserwartungen, der USD nimmt ihr das krumm	3
Japan: Globale Inflationspanik – die nächst Krise für den Safe-Haven-Yen?	4
Großbritannien: Pfund weiterhin auf soliden Füßen unterwegs	5
Schweiz: Globale Inflations Sorgen stärken Franken den Rücken	6
Australien & Neuseeland: Rohstoffe im neuen Superzyklus?	7
Kanada: Spekulation um Zinswende verfrüht	9
Skandinavien: Norwegen bereitet Zinserhöhung vor, Schweden wartet	10
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>12</b>
Osteuropa: Zunehmender Inflationsdruck rückt Geldpolitik in den Fokus	12
Russland: CBR dürfte den Leitzins im Juni erneut anheben	13
Türkei & Südafrika: Von Gelassenheit, Angstschweiß und Selbstvertrauen	14
China: Rentenmarkt mit Eigenleben, attraktiv zur Risikodiversifizierung	16
Brasilien & Mexiko: Inflationsschub temporär oder nicht?	17
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>19</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>22</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>23</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>24</b>
<b>I. IMPRESSUM</b>	<b>25</b>

Editor:  
Stefan Grothaus, ANALYST

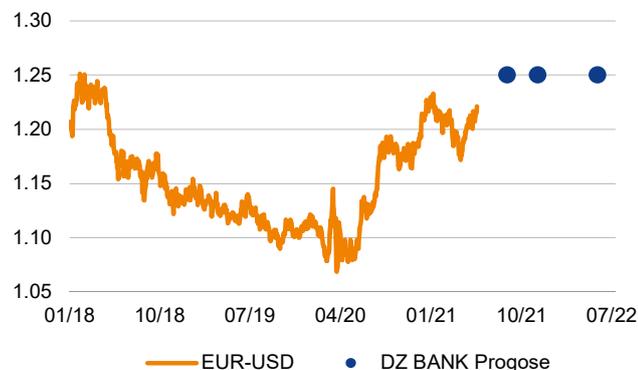
## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Euro weiter mit Luft nach oben

Die Zeiten ändern sich am Devisenmarkt dieser Tage ziemlich rasch und deutlich. In das Jahr gestartet mit Kursen oberhalb von 1,23 USD fand sich Euro-Dollar binnen weniger Monate in der Region um 1,17 USD wieder. Vor allem das im internationalen Vergleich sehr zügige Impftempo der USA gegen das Corona-Virus und die damit verbundene Hoffnung auf eine rasche Konjunkturerholung in Kombination mit Spekulationen über eine baldige Reduzierung der Anleihekäufe der US-Zentralbank hatten den Greenback beflügelt. Dass die EU in Sachen Impfen nicht in die Gänge kam und der EZB-Rat beim Anleihekauftempo eine Schippe drauflegen musste, machte wiederum dem Euro zu schaffen.

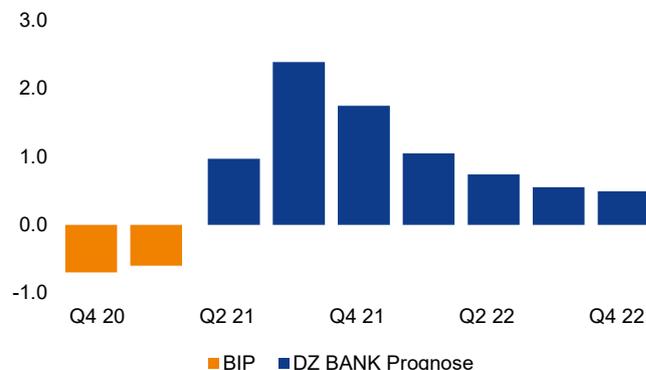
### Euro im Wandel vom hässlichen Entlein...

HÖCHSTSTÄNDE VON ANFANG 2018 RÜCKEN WIEDER NÄHER  
EUR-USD, INKLUSIVE DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

EWU-KONJUNKTURERHOLUNG VORAUSS  
BIP (Q/Q) IN %, INKL. DZ BANK PROGNOSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Mittlerweile konnte sich der Euro wieder berappeln und dabei sogar zeitweise den Bereich um 1,22 USD zurückerobert. Hauptursache ist, dass es den Verantwortlichen aus Politik und Pharmaindustrie in der Europäischen Union gelang, die – sicherlich nach diversen Rückschlägen niedrig hängenden – Erwartungen der Öffentlichkeit und der Marktteilnehmer zu übertreffen und zumindest beim Impftempo gegenüber bedeutenden Spitzennationen aufzuschließen.

### ... zumindest zu einem gleichberechtigten Entlein

Beim Blick auf die Zentralbanken dies- und jenseits des Atlantiks sowie ein mögliches Ende der ultra-lockeren Geldpolitik hinkt die EZB laut marktseitig vorherrschenden Erwartungen zwar weiterhin hinterher. Allerdings sah sich der EZB-Rat im Gegensatz zur Federal Reserve bis vor wenigen Wochen auch noch mit der Frage konfrontiert, inwieweit die Lockerungsübungen ausgeweitet werden müssen, um der Corona-geplagten Konjunktur im Euroraum unter die Arme zu greifen. Folglich dürften schon die für den Sommer zu erwartenden Tapering-Spekulationen unter Marktteilnehmern über ein Ende des „Pandemic Emergency Purchase Programme“ genügen, um dem Euro neuen Auftrieb zu verleihen. Einen nennenswerten Beitrag dürften in diesem Zusammenhang auch die Konjunkturdaten leisten. Schließlich sind es bislang vorrangig die Stimmungsindikatoren, die einen Vorgeschmack auf die erhoffte Konjunkturbelebung in der EWU geben. Den Aufschwung in harten Zahlen widergespiegelt zu sehen, sollte die Gemeinschaftswährung zusätzlich stützen.

### Konjunkturerholung sorgt für Spekulationen über den Zeitpunkt des EZB-Tapering und Euro-Auftrieb

Die Voraussetzungen für eine Fortsetzung der Euro-Aufwärtsbewegung auf Sicht der kommenden drei Monate sind demnach gegeben. Bis in den Bereich um 1,25 USD dürfte die Gemeinschaftswährung klettern können. In den drei darauffolgenden Quartalen rechnen wir insgesamt mit einer Seitwärtsbewegung. Zwar dürfte die Fed beim Thema Reduzierung der Anleiheankäufe zeitweise die Nase vorne haben. Eine zeitliche Differenz von wenigen Wochen dürfte aber kaum in der Lage sein, das Pendel dauerhaft zugunsten des Dollars ausschlagen zu lassen.

**Auf Kurse um 1,25 USD sollte eine geldpolitisch geprägte, volatile Seitwärtsbewegung folgen**

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

**USA: Die Fed zügelt die Zinserwartungen, der USD nimmt ihr das krumm**

Von dem Höhenflug, mit dem die US-Währung ins neue Jahr gestartet ist, ist nicht mehr viel übrig. Die Enttäuschung des Dollars ist hierbei eng gekoppelt an die Erfolgsgeschichte der US-Notenbank. Diese hat die sich überschlagenden Exit-Spekulationen bzw. die zugehörigen Rendite-Eskapaden am US-Treasury-Markt erfolgreich eingefangen, damit aber dem Greenback eine wichtige Zutat für dessen starke Performance des ersten Quartals entzogen. An fehlendem Inflationsdruck hat es sicher nicht gelegen, die jüngsten CPI-Daten waren ja sogar noch markanter als das, worauf viele USD-Bullen noch vor wenigen Monaten gesetzt hatten. Durch das Mantra der geldpolitischen Vertreter („die Inflation ist nur temporär ... die Inflation ist nur temporär ... die Inflation ist nur temporär“) hat der Devisenmarkt inzwischen akzeptiert, dass Indikatoren für höhere US-Preise eben kein Vorteil für den US-Dollar sind, sondern vielmehr die Realverzinsung der Investierenden auffrisst. Das letzte Wort ist hier sicher noch lange nicht gesprochen, doch zumindest in den Sommermonaten sollte die US-Währung nicht auf Unterstützung von der Zinsseite hoffen. Die Antwort auf ihre brennendsten Fragen wird sie erst mittelfristig erhalten: Ist die US-Inflation wirklich nur so temporär wie von der Fed unterstellt? Und ist die neue Langfrist-Strategie der Fed (längere Akzeptanz einer überschießenden Inflation) tatsächlich glaubwürdig?

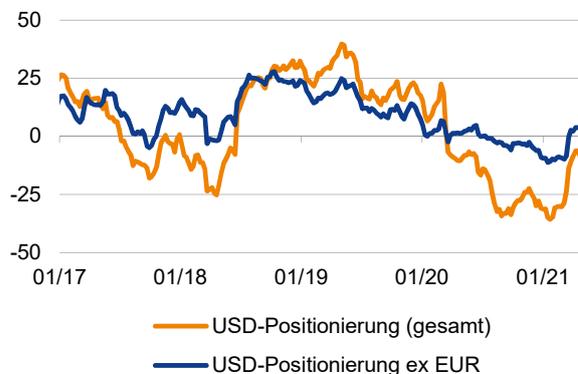
**Fed und USD: der einen Erfolg ist des anderen Unglück**

**FED STABILISIERT DIE ZINSEN, USD NIMMT IHR DAS KRUMM**  
10J UST RENDITE (L.S.) IN % UND HANDELSGEWICHTETER USD (R.S.)



Quelle: Refinitiv

**MARKT IST EIGENTLICH USD-NEUTRAL POSITIONIERT, NUR DER EUR STICHT IHN AUS**  
SPEKULATIVE USD-POSITIONIERUNG, WERT IN MRD. USD



Quelle: Refinitiv

Die spekulative Marktpositionierung scheint unsere Skepsis zu teilen. Der Wert der aggregierten USD-Positionen (vs. EUR, GBP, JPY, AUD, CAD, NZD und CHF) liegt mit 15,6 Mrd. USD netto tief im Short-Bereich. Dies war zwar vor einem halben Jahr

**Spekulative USD-Positionierung: eigentlich nur eine EUR-Story**

noch deutlich mehr, aber der zwischenzeitliche Abbau der USD-Shorts vom März und April ist zum Erliegen gekommen. Doch setzt der Markt wirklich auf breiter Basis auf eine USD-Abwertung? Wenn wir die EUR-Engagements herausrechnen, zeigt sich, dass der spekulative Markt eigentlich USD-neutral aufgestellt ist (Wert: -1,4 Mrd. USD, Vorwoche: 0,1 Mrd. USD). Die jüngste Anti-USD-Bewegung wäre demnach eigentlich nur ein Spiegelbild der aufgehellten EUR-Stimmung. Sollten sich die von uns im vorigen Abschnitt skizzierten Zweifel halten, dürfte dies Anlass für mehr als nur Umschichtungen in EUR-USD sein; auch gegenüber den anderen Major-Währungen könnte es ein eisiger Sommer für den US-Dollar werden.

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

### **Japan: Globale Inflationspanik – die nächst Krise für den Safe-Haven-Yen?**

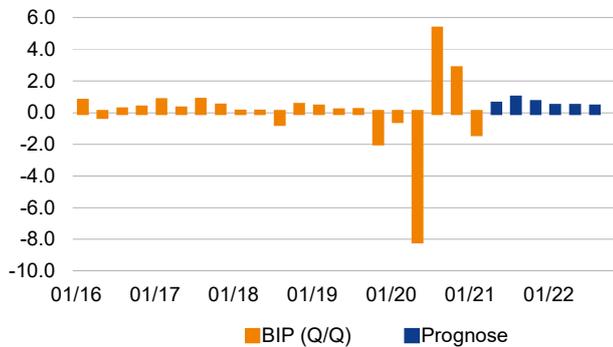
Offenbar erwägt die Bank von Japan eine Verlängerung ihrer diversen Corona-Hilfen auch über den September hinaus, bis zu dem die Programme eigentlich bei ihrer Einführung begrenzt worden waren. Eine wirkliche Überraschung dürfte diese Meldung kaum gewesen sein, aber nach den zuletzt in vielerlei Hinsicht enttäuschenden Entwicklungen war Notenbankchef Kuroda gezwungen, geldpolitische Stellung zu beziehen. Die Impfkampagne kommt weiterhin kaum in Schwung (in Japan haben gerade einmal 3,7% der Bevölkerung ihre erste Dosis erhalten). Entgegen des globalen Trends gibt es keine aufgrund von Basiseffekten temporär erhöhte Inflation, sondern wegen der Entwicklungen im Mobilfunksektor sogar einen deflationären Schub. Und nicht zuletzt ist das Wachstum im ersten Quartal sogar noch stärker geschrumpft als ohnehin schon befürchtet wurde. Nicht nur der private Konsum hat dabei unter den diversen Corona-Beschränkungen gelitten, womit zu rechnen war. Anlass zur Wachsamkeit geben vielmehr die Investitionen der Unternehmen, die trotz der Expansion im Außenhandel ihre Kapitalausgaben nicht wie erwartet erhöht, sondern zum Jahresanfang reduziert haben. An die Verunsicherung der japanischen Konsumenten hatte man sich in den letzten Jahren aufgrund fehlender Reallohnsteigerungen, Mehrwertsteuererhöhung und Deflationsfalle längst gewöhnt. Dass der Unternehmenssektor aber nicht an eine rasche Erholung aus der Krise glaubt (bzw. nicht bereit ist, langfristig in diese Erholung zu investieren), ist keine gute Neuigkeit. Früher oder später ist daher mit einem neuen fiskalpolitischen Impuls zu rechnen. Der konkrete Zeitpunkt dürfte eng mit dem noch auszurufenden Termin für die Unterhauswahlen zusammenhängen, die spätestens bis zum 22. Oktober 2021 abgehalten werden müssen.

Für den Yen sind die japanischen Wachstumsperspektiven bekanntlich wenig relevant. Stattdessen hat er in den letzten Monaten tendenziell schwächer notiert und ist damit seiner Rolle als Sicherer Hafen gerecht geworden. Die Pandemie ist (zumindest an den Finanzmärkten) abgehakt, und die Erinnerungen an den Handelsstreit verschwimmen wie ein Mythos aus alter Vorzeit ... wer braucht da schon eine Safe-Haven-Währung, deren Notenbank frei von jeglichen Exit-Absichten ist? Auch wenn dem Yen aktuell die eine, große Krise fehlt, die er für eine deutliche Aufwertung benötigen würde, sollten wir die Inflationspanik und Zinsangst der Märkte in diesem Kontext nicht unterschätzen.

### **BoJ verspricht Verlängerung der Corona-Hilfen**

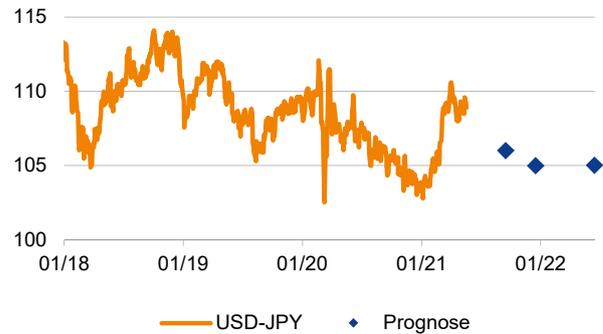
### **Krise 2021 ist gefunden: Vergesst Corona – das Inflationsgespenst geht um**

### JAPANS WIRTSCHAFT MIT SCHLECHTEM JAHRESSTART BIP-WACHSTUM Q/Q



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### GLOBALE INFLATIONSANGST ALS NÄCHSTE KRISE? DER SAFE HAVEN YEN IST NOCH NICHT ABGESCHRIEBEN USD-JPY UND PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Zwar rechnen wir weder damit, dass den großen Notenbanken ein geldpolitisches Missgeschick passiert und Exit-Spekulationen zu schwerwiegenden Turbulenzen an den Aktienmärkten führt, noch glauben wir, dass der aktuelle, globale Preisschub zu einem permanenten Phänomen wird. Und doch ist eine gewisse Nervosität nicht zu übersehen, sobald irgendwo das Stichwort „Inflation“ fällt. Diese unspezifische Sorge dürfte den Yen in den kommenden Monaten latent unterstützen: primär aufgrund seiner Rolle als Sicherer Hafen, während das globale Inflationsgespenst umhergeistert, aber auch in traditioneller volkswirtschaftlicher Sichtweise, die den Wechselkurs durch die relative Preisentwicklung herleitet (Inflation in USA trifft auf Deflation in Japan).

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

### Wechselkurs als Ergebnis relativer Preisentwicklung

### Großbritannien: Pfund weiterhin auf soliden Füßen unterwegs

Das britische Pfund konnte seinen Siegeszug im Mai fortsetzen. Seit Anfang des Monats hat die Währung auf breiter Basis an Wert gewonnen und hält innerhalb des G10-Universums seither die Spitzenreiterposition. Geschuldet ist dies vor allem der schneller als erwartet fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung, die sowohl Analysten als auch Investoren überrascht hat. Doch nicht nur die Wachstumsprognosen für Großbritannien werden derzeit nach oben revidiert, auch die Inflationsprognosen sind gestiegen. Die Reflation-Debatte, die sich zum Beginn des Jahres noch voll und ganz auf die USA konzentriert hatte, ist nun auch in Großbritannien angekommen.

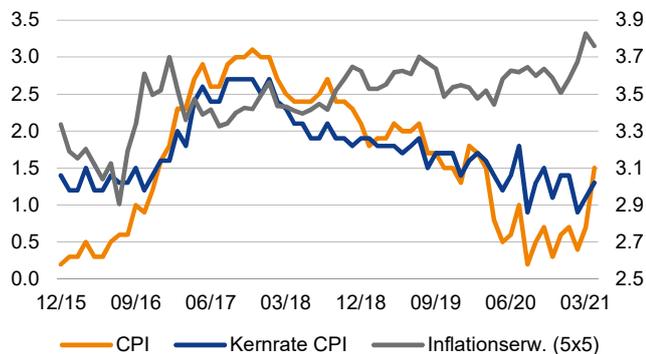
Ähnlich wie die Fed gibt sich jedoch auch die Bank of England gelassen. Zwar ist der geldpolitische Rat (MPC) heute sicherlich gespaltenere als noch vor einigen Monaten, nach wie vor vereint sich jedoch eine solide Mehrheit der Ratsmitglieder hinter der aktuellen Marschrichtung der Zentralbank. Lediglich Andy Haldane, der nun scheidende Chef-Ökonom der BoE, gibt aktuell den Über-Falken und hat sich auf seiner letzten Sitzung als Mitglied des MPC sogar für eine Reduktion der Zielgröße des Anleihekaufprogramms ausgesprochen. Dem gegenüber stehen aber nach wie vor MPC-Mitglieder wie Gertjan Vlieghe, der sich zuletzt dafür aussprach, dass die BoE negative Leitzinsen in ihren Instrumentenkasten aufnehmen müsse.

### Sterling setzt seinen Siegeszug fort

### Bislang nimmt die BoE den steigenden Preisdruck gelassen auf

**INFLATION STEIGT, BOE BLEIBT JEDOCH GELASSEN**

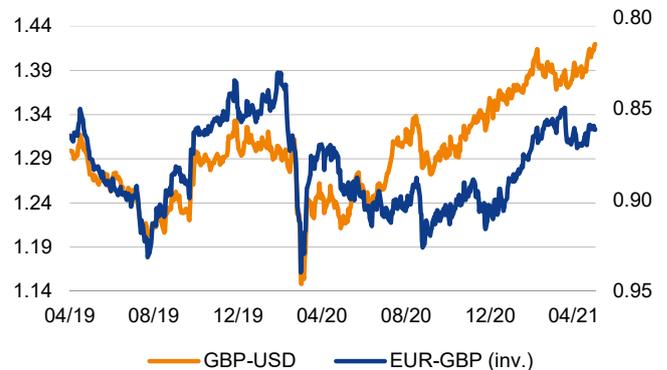
LS: CPI UND KERNRATE (% J/J); RS: INFLATIONSERWARTUNGEN (%)



Quelle: Bloomberg

**PFUND PROFITIERT VON SOLIDEN WIRTSCHAFTSDATEN**

LS: GBP/USD; RS: EUR/GBP (INVERS)



Quelle: Bloomberg

Das Pfund nimmt die aufkommende Debatte über die Zukunft der britischen Geldpolitik offenbar wohlwollend zur Kenntnis. Wenig Interesse zeigt die Währung indes an den Spannungen zwischen Boris Johnson und Nicola Sturgeon. Die schottische Regierungschefin hat in der Wahl zwar die absolute Mehrheit verpasst, bildet aber mit der Grünen Partei ein Bündnis, welches sich klar für die schottische Unabhängigkeit ausspricht. Ihr Schlagwort ist #IndyRef2 – also ein zweites Unabhängigkeitsreferendum. Dies kann jedoch nicht ohne die Zustimmung Westminsters abgehalten werden, und eben jene Zustimmung wird sie von Boris Johnson nicht bekommen. Ein Referendum ohne die Erlaubnis der britischen Regierung ist zwar theoretisch denkbar, wäre dann jedoch legal nicht bindend. Somit schätzen wir die Wahrscheinlichkeit, dass es auf absehbare Zeit ein zweites Unabhängigkeitsreferendum geben wird als äußerst gering ein. Das Pfund sollte sich in den kommenden Wochen daher weiterhin an soliden Wirtschaftsdaten erfreuen können und dürfte sich von politischen Querelen unbeeindruckt zeigen.

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

**Querelen mit Schottland bleiben, stellen jedoch kein echtes Risiko dar**

**Schweiz: Globale Inflationssorgen stärken Franken den Rücken**

Der Schweizer Franken befindet sich seit einigen Wochen klar im Aufwind. Mehr oder weniger vergessen sind die Tage Anfang März, als Euro-Franken erstmals seit Mitte 2019 wieder die Marke von 1,1150 CHF überwinden konnte. Schließlich bewegt sich der Franken momentan sowohl gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung als auch dem US-Dollar auf einem Niveau, das zuletzt im Februar zu verzeichnen war – eine Phase, in der im Gegensatz zur aktuellen Marktlage das Corona-Virus im Fokus stand und die globale Konjunkturerholung noch ein fernes Licht am Ende eines längeren Tunnels zu sein schien.

Eine ausgeprägte Schwächephase von Euro und Dollar fällt als Ursache für die Kursentwicklung aus. Das US-Impftempo ist beeindruckend, der damit einhergehende wirtschaftliche Aufschwung dynamisch. Und auch in der EU hat die Impfkampagne mittlerweile Fahrt aufgenommen, so dass die Debatte über das angemessene Tempo der Lockerung von Anti-Coronamaßnahmen mittlerweile dominiert. Eine Entrübung des globalen Risikosentiments, die dem Sicheren Hafen Franken Auftrieb verliehen haben könnte, lässt sich ebenfalls nicht feststellen. Vielmehr steht der ent-

**Franken gewinnt verlorengegangenes Terrain gegenüber Euro und US-Dollar zurück**

**Weder ausgeprägte Euro- oder Dollar-Schwäche noch erhöhte Risikoaversion zu beobachten**

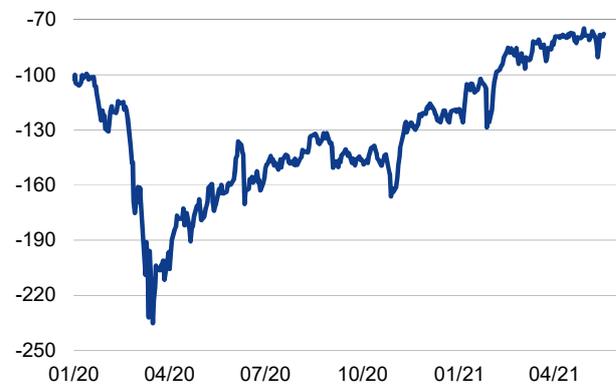
sprechende Bloomberg-Index, nach einem kurzzeitigen Rückgang, mit rund 80 Punkten auf einem hohen Niveau.

**EURO-FRANKEN ZURÜCK UNTERHALB DER MARKE VON 1,10 CHF**  
EUR-CHF



Quelle: Bloomberg

**GLOBALES RISIKOSENTIMENT WEITERHIN GÜNSTIG**  
BLOOMBERG „GLOBAL RISK-ON-RISK-OFF-INDEX“



Quelle: Bloomberg

Es gibt einen anderen globalen Einflussfaktor, der dem Franken Auftrieb gegeben haben könnte und dieser Tage sehr viel Aufmerksamkeit erfährt. So sorgen teils unerwartet deutlich ansteigende Inflationsraten, unter anderem in den USA, für Schlagzeilen und schüren Befürchtungen eines weltweit nachhaltig zunehmenden Preisdrucks. Dies gilt insbesondere, da Federal Reserve und Europäische Zentralbank klar zu verstehen geben, dass vorerst nicht mit einem Ende der ultra-expansiven Geldpolitik zu rechnen ist. In der Schweiz stellen sich die Rahmenbedingungen hingegen etwas anders dar. Zum einen dürfte die Inflationsrate hier auf absehbare Zeit im internationalen Vergleich weiterhin auf sehr niedrigem Niveau verharren, wovon die Währung laut Kaufkraftparität tendenziell profitieren sollte. Zum anderen hat die Schweizerische Nationalbank immer noch den Ruf, bei Bedarf entschlossen gegen einen unerwünscht hohen Preisdruck mit restriktiven geldpolitischen Maßnahmen vorzugehen. Zu große Hoffnungen sollte die eidgenössische Landeswährung in die globalen Inflationsvorgaben indes nicht setzen. Weder geht das DZ BANK Research davon aus, dass der Preisdruck auf hohem Niveau verharren wird, noch ist damit zu rechnen, dass die Inflationsdebatte die Schlagzeilen dauerhaft dominieren wird. Zusätzliche positive Impulse mit anhaltender Wirkung für den Franken erwarten wir folglich nicht.

**Marke von 1,10 CHF sollte Euro-Franken längerfristig Orientierung bieten**

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

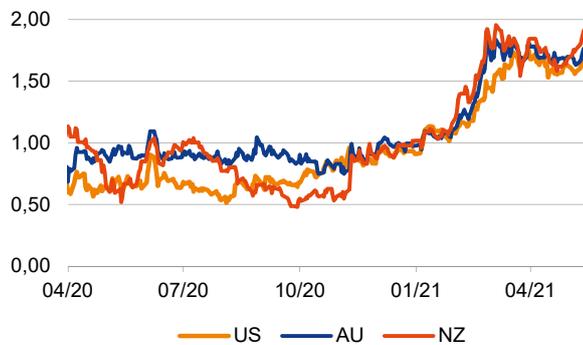
### Australien & Neuseeland: Rohstoffe im neuen Superzyklus?

Beim Blick auf die letzten Wochen fällt auf, dass die so erfolgsverwöhnten Pazifik-Dollars (anders als die anderen High-Beta-Währungen in unserem Anlageuniversum) nicht von der globalen USD-Schwäche der jüngsten Zeit profitieren konnten. Vielmehr teilen die kleinen Dollars gerade das Schicksal ihres großen US-Bruders: mit hohen Zinserwartungen ins neue Jahr gestartet, bemühen sich RBA und RBNZ durchaus erfolgreich, die ihnen unterstellte Exit-Absichten zu dementieren. Sowohl der Höhenflug der Renditen als auch der Währung wurde vorerst ausgebremst. Wir betonen hier die Einschränkung „vorerst“, denn spätestens, wenn sich die Märkte wieder auf den Zeitpunkt der Fed-Wende einschließen, dürften auch Australischer

**RBA und RBNZ fangen Zinsanstieg ein und bremsen Währung aus**

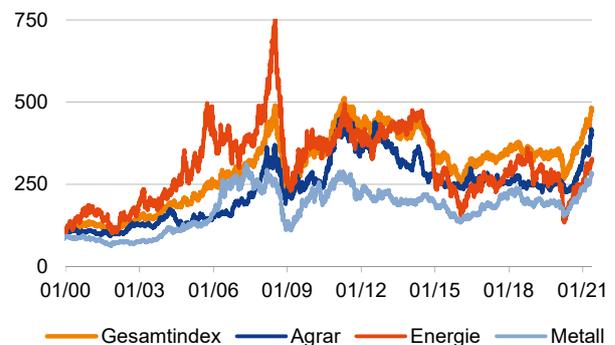
und Neuseeländischer Dollar in den Strudel der Spekulationen hineingezogen werden.

**NOTENBANKEN BREMSEN RENDITEANSTIEG ERFOLGREICH AUS**  
ZINSEN 10J STAATSANLEIHEN IN %



Quelle: Refinitiv

**SUPERZYKLUS? DIFFERENZIERTE BETRACHTUNG ERFORDERLICH**  
BLOOMBERG-INDEX FÜR VERSCHIEDENE ROHSTOFFE



Quelle: Bloomberg

Zu den großen Trümpfen gehört neben der Aussicht auf eine im G10-Vergleich frühe geldpolitische Wende die besondere Rolle als Rohstoffwährung. Die Exportstruktur der beiden Länder unterscheidet sich zwar, so gilt Australien eher als Exporteur von Industrierohstoffen (Metalle, ...) und Neuseeland als Spezialist für Agrarprodukte (Milcherzeugnisse, ...). Abgesehen von den in direktem Zusammenhang mit den Ausfuhren stehenden Kapitalströmen werden beide Währungen aber auch stark vom allgemeinen Sentiment am Rohstoffmarkt geprägt. Und hier kommt die Diskussion über einen vermeintlichen neuen Superzyklus ins Spiel. Preissteigerungen um über 30% (J/J) bei Rohöl, Kupfer oder Mais wecken Erinnerungen an die „gute, alte Zeit“ der Nullerjahre, als Chinas rasanter Aufstieg ein Garant für eine hohe Rohstoffnachfrage war. Bemerkenswert ist auch die aktuelle Preisentwicklung, ganz ohne Frage. Allerdings ist ein Teil der Bewegung ein Ausgleich für den Corona-bedingten Nachfrageeinbruch vom März und April 2020. Um von einem Superzyklus zu sprechen, bedürfte es einer dauerhaften Nachfrageverschiebung, und die ist für den Gesamtmarkt nicht in Sicht. In einzelnen Segmenten mag dies anders aussehen, und hier wird die Differenzierung zwischen Australien und Neuseeland dann wieder relevant. Agrarrohstoffe verfügen zwar langfristig über stabile Nachfrageperspektiven, allerdings sind die Preise derzeit spekulativ überzeichnet. Bei den Industriemetallen wie beispielsweise Kupfer sehen wir dagegen die Chance auf einen neuen Superzyklus. Megatrends wie Digitalisierung, Energiewende und E-Mobilität führen zu einer strukturell erhöhten Nachfrage für einen langen Zeitraum. Zudem ist die Angebotsseite (sprich die Minengesellschaften) unterinvestiert, so dass preistreibende Flaschenhälse auf Angebots- und Nachfrageseite drohen könnten. Dies spricht dafür, dass im direkten Rohstoffvergleich Australien gegenüber Neuseeland die Nase vorne haben sollte.

**Agrarrohstoff oder Industriemetalle?**  
**Nicht alle haben Chance auf neuen Superzyklus, mit Konsequenzen für relative Performance NZD vs. AUD**

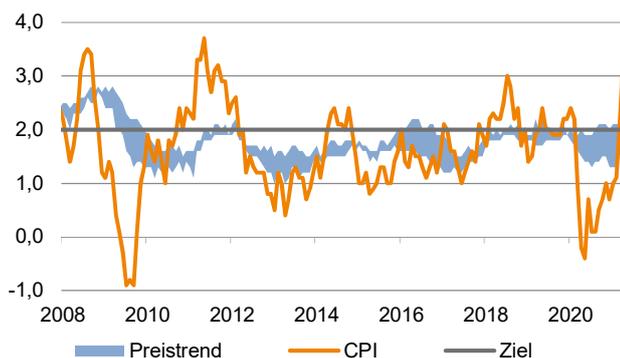
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

## Kanada: Spekulation um Zinswende verfrüht

Mit einigen scharfen Beschränkungen auf Ebene der Provinzen gelang es in Kanada auch die jüngste Corona-Welle zu dämpfen, die Zahl der Neuinfektionen tendiert seit dem Hoch von Mitte April deutlich abwärts. Vor diesem Hintergrund stehen nunmehr wieder Lockerungen auf der Tagesordnung, die in den kommenden Wochen und Monaten wirksam werden sollten. Bei der Impfkampagne hinkte Kanada zwar dem Nachbarn USA lange hinterher, aktuell ist die Dynamik aber hier höher und die Lücke zu den USA schrumpft. Kanada hat angesichts der zunächst knappen Verfügbarkeit von Impfstoffen auf die Strategie gesetzt, schnell einen möglichst großen Anteil der Bevölkerung mit einer Erstimpfung zu versorgen. Nach diesem Maß liegt Kanada mittlerweile fast gleichauf mit den USA (46% zu 47% der Bevölkerung). Dies ging allerdings auf Kosten der zweiten Dosis und damit dem vollen Schutz, bei dem das Land erheblich gegenüber anderen Ländern hinterherhinkt (USA: 37%; Kanada: 4%). Angesichts der nun deutlich verbesserten Verfügbarkeit könnte sich diese Strategie als die bessere herausstellen, und die Risiken einer erneuten Infektionswelle dürften angesichts der derzeitigen Impfdynamik begrenzt sein.

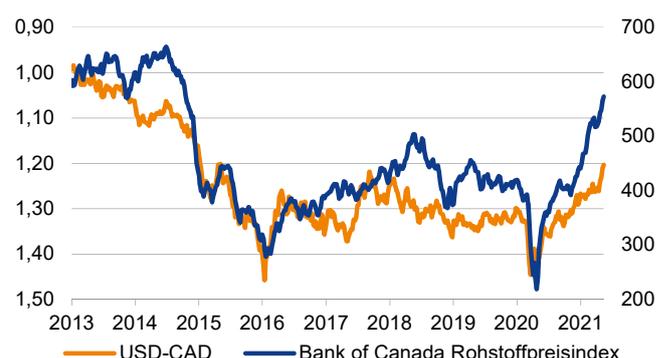
## Kanada holt bei Impfungen auf

**PREISTREND IN KANADA BLEIBT TROTZ SCHUB MODERAT**  
J/J IN %; PREISTREND=SPANNE VON DREI INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg

**AUFSCWUNG DES LOONIE VON ROHSTOFFPREISEN GESTÜTZT**  
LS: USD-CAD INVERTIERT; RS: ÖLPREIS USD JE BARREL



Quelle: Bloomberg

Wie in vielen Ländern ist auch in Kanada die Inflationsrate deutlich gestiegen, und sie erreichte im April mit 3,4% (J/J) im April den höchsten Stand seit fast zehn Jahren. Dabei ergibt sich jedoch der größte Teil des jüngsten Anstiegs der Jahresrate aus einem Basiseffekt, da vor einem Jahr die Preise massiv gesunken waren. Der grundsätzliche Preistrend hielt sich dagegen vergleichsweise moderat. Dies könnte der Bank of Canada ermöglichen, etwas länger an dem aktuellen Leitzinsniveau festzuhalten als derzeit am Markt eingepreist. In den Terminkontrakten ist bereits für das Frühjahr kommenden Jahres ein erster Schritt verarbeitet. Bemerkenswert ist derzeit die Stärke der kanadischen Währung. Nachdem der Loonie bereits bis in den April gegenüber dem US-Dollar stetig fester tendierte, hat die Währung in den letzten Wochen noch einmal deutlich Fahrt aufgenommen und notiert (gegenüber USD) derzeit auf Niveaus, die zuletzt 2015 gesehen wurden. Angesichts der deutlich gestiegenen Rohstoffpreise erscheint die jüngste Bewegung durchaus angemessen, und von einer Übertreibung kann noch keine Rede sein. Allerdings dürfte damit der Wechselkurs auch wieder ein Thema für die Geldpolitik werden. Selbst wenn dies nicht offen von der Notenbank gesagt werden sollte, dürfte der Loonie zu einer Verzögerung bei einer Zinswende beitragen.

## Notenbank dürfte noch länger warten

## Skandinavien: Norwegen bereitet Zinserhöhung vor, Schweden wartet

Die schwedische Wirtschaft befindet sich weiter im Aufschwung. Die Einkaufsmanagerindizes konnten nochmal deutlich zulegen und signalisieren sowohl im Dienstleistungssektor mit 69,1 Punkten (Vormonat: 63,7) als auch im verarbeitenden Gewerbe mit 65,6 (Vormonat: 65,6) ein kräftiges Wachstum, welches sich nochmal beschleunigt hat. Dies entspricht sowohl unserem verbesserten Bild als auch dem der Riksbank, welche in ihrer letzten Veröffentlichung nochmal etwas optimistischer war und eine vollständige wirtschaftliche Erholung jetzt schon zum Ende des Jahres erwartet. Als kleine, offene, exportorientierte Wirtschaft ist Schweden sehr direkt vom Zustand der Weltwirtschaft abhängig und profitiert am aktuellen Rand von ihrer Erholung. Auch die US-Konjunkturpakete könnten somit ein zusätzlicher Motor für die schwedische Erholung sein. Trotz des sehr guten Ausblicks verharrt die Schwedische Krone zum Euro weiter im Bereich von 10,10 – 10,20 SEK und wir rechnen damit, dass der Währung kurzfristig keine dynamischen Gewinne möglich sein werden.

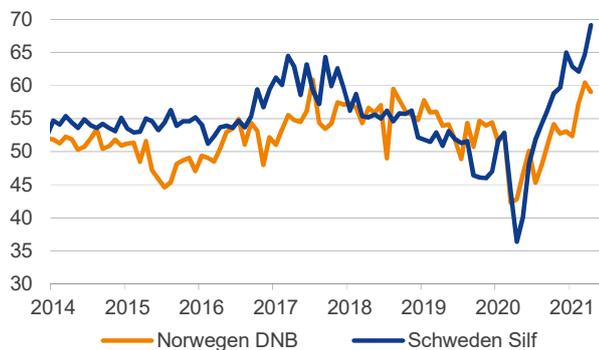
In ihrem letzten Bericht hat die Zentralbank ihre Nullzinspolitik erneut bestätigt und die Ankäufe für das dritte Quartal 2021 bekannt gegeben. Insgesamt 75 Milliarden SEK wird die Riksbank, aufgeteilt auf Staatsanleihen (10 Mrd. SEK), Gemeindefinanzen (13 Mrd. SEK), Pfandbriefe (50 Mrd. SEK) und Unternehmensanleihen (2 Mrd. SEK), kaufen und somit bis Ende des 3. Quartals mehr als 880 Milliarden SEK in ausstehenden schwedischen Anleihen halten. Bis Ende 2021 soll dieses Volumen noch auf über 900 Milliarden SEK anwachsen und dieses Niveau bis mindestens Ende 2022 gehalten werden. Die Inflation hat derweil die 2% Marke überschritten. Sowohl marktseitig als auch von der Riksbank wurde dies erwartet, sodass diese etwaigen Spekulationen über eine restriktivere Geldpolitik schon ausgeräumt wurden, bevor sie überhaupt entstehen konnten. Nicht zuletzt dürfte der fehlende Lohndruck ein wesentlicher Einflussfaktor dafür sein, dass vorerst wieder mit einer abflauenden Inflation gerechnet wird.

Wie auch in anderen EU-Ländern hat die Impfkampagne deutlich an Schwung gewonnen. Seit Mitte April hat sich die Anzahl der verimpften Dosen verdoppelt. An der Härte der Corona-Maßnahmen hat sich laut des Oxford Stringency Index, welcher Corona-Maßnahmen normiert und somit vergleichbar macht, jedoch nichts geändert. Schweden konnte seine Inzidenz im letzten Monat um ein Drittel senken, dennoch ist die Inzidenz noch immer fast dreimal so hoch wie im EU-Durchschnitt. In einem Umfeld, indem der Umgang mit der Corona-Krise das Maß aller Dinge ist, steht dies einer deutlichen Aufwertung der Krone unter die symbolische 10 SEK Marke im Wege. Selbiges gilt für die Arbeitslosigkeit. Diese ist im März auf 10% geklettert und damit sogar über dem Höchststand von 2020 (9,8%). Dies dürfte vor allem daran liegen, dass seit dem März härtere Maßnahmen für Kaffees, Bars und Restaurants gelten und damit der sowieso gebeutelte Tourismus- und Freizeitsektor weiter Stellen abbauen musste.

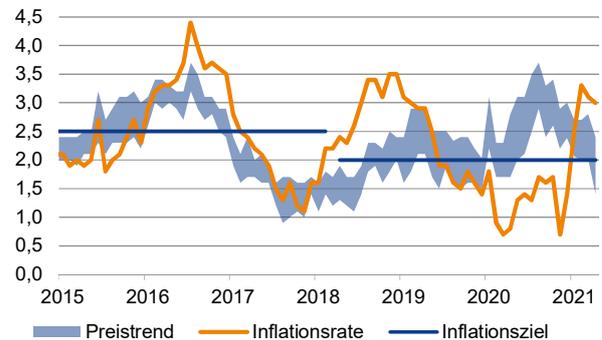
**Alle Indikatoren zeigen auf Wachstum**

**Riksbank setzt ihre expansive Geldpolitik fort**

**Corona und Arbeitslosigkeit belasten**

**INDUSTRIE IN SKANDINAVIEN AUF ERHOLUNGSKURS**  
 EINKAUFSMANAGERINDEX VERARBEITENDES GEWERBE


Quelle: Bloomberg

**KEINE EINTRÜBUNG DES PREISKLIMAS IN NORWEGEN**  
 J/J %; PREISTREND= SPANNE VON VIER INFLATIONSINDIKATOREN


Quelle: Norges Bank

Die Wirtschaftsleistung in Norwegen schrumpfte im ersten Quartal um 1,0% (Q/Q). Dies war der Preis für die neuerlichen Beschränkungen, mit denen es aber gelang die Corona-Welle, die bei den Neuinfektionen Mitte März ihren Hochpunkt erreichte, einzudämmen. Auch wenn sich zuletzt die Zahlen nicht mehr weiter verbesserten, ist davon auszugehen, dass den ersten zaghaften Lockerungen weitere folgen werden und die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal wieder merklich zunehmen wird. Die größte Dynamik könnte dann aber im Sommerquartal erreicht werden. Auch in Norwegen zeigen die Inflationszahlen derzeit einen beschleunigten Preisanstieg an, auch wenn der Hochpunkt möglicherweise schon im Februar mit 3,3% (J/J) erreicht worden war. Im April lag die Inflationsrate dann bei 3,0% (J/J). Die von der Notenbank hervorgehobenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend zeigen jedoch schon seit einiger Zeit eher eine Entspannung an und die besonders beachtete Größe ohne Energie und Steueränderungen lag zuletzt mit einem Anstieg von 2% (J/J) genau auf der Zielmarke. In der Stellungnahme nach ihrer Mai-Sitzung sah die Norges Bank eine erste Zinserhöhung bereits in der zweiten Jahreshälfte als wahrscheinlichste Option an. Ein weiteres Vorziehen eines ersten Schritts erscheint nach den überraschend günstigen Preiszahlen wenig wahrscheinlich und selbst bei einem etwas längeren Zögern sollte die Norges Bank in jedem Fall deutlich früher aktiv werden als andere Notenbanken aus den Industrieländern. Auch wenn der Krone zuletzt etwas die Puste ausging, sollte von der divergierenden Geldpolitik noch weitere Unterstützung kommen.

**Erste Zinserhöhung noch in diesem Jahr, sollte der Norwegischen Krone helfen**

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

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

## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Zunehmender Inflationsdruck rückt Geldpolitik in den Fokus

Die CE3-Währungen konnten zuletzt allesamt gegenüber dem Euro Boden gutmachen, kletterte doch die tschechische Krone vorübergehend auf den höchsten Stand seit Anfang März 2020. Und auch der ungarische Forint kämpfte sich auf Niveaus empor, bei welchen er sich zuletzt Ende August 2020 aufgehalten hat. Lediglich der polnische Zloty agiert merklich zurückhaltender, wagte er sich doch jüngst lediglich in den Bereich seiner Höchstwerte vom April dieses Jahres vor. Ursächlich für die Erholung der kleinen osteuropäischen Währungen sind die Erwartungen des Marktes, dass die dortigen Notenbanken auf den zuletzt deutlich zugenommenen Preisdruck geldpolitisch entsprechend reagieren.

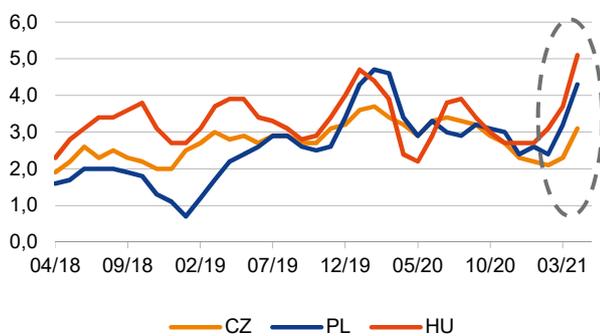
Dass die Krone unter diesen Vorzeichen die Nase vorne hat, ist nicht verwunderlich, stellen ihre Währungshüter doch bereits seit längerem für das zweite Halbjahr 2021 eine erste echte Leitzinsanhebung in Aussicht. Marktseitig wird diese bereits für Juni erwartet. Dies könnte unserer Ansicht nach aufgrund der noch fragilen konjunkturellen Situation in Tschechien jedoch eine etwas verfrühte Einschätzung sein. Im dritten Quartal sollten wir dann allerdings die langersehnte Leitzinsanhebung um 25 Bp sehen, welcher im weiteren Jahresverlauf noch weitere, geldpolitisch straffende Schritte folgen dürften.

**Marktseitig wird geldpolitische Antwort auf den deutlichen Inflationsanstieg erwartet**

**Tschechische Notenbank dürfte den Leitzins auf Sicht von drei Monaten anheben**

#### DER PREISDRUCK HAT IN DEN CE3-STAATEN MERKLICH ZUGENOMMEN

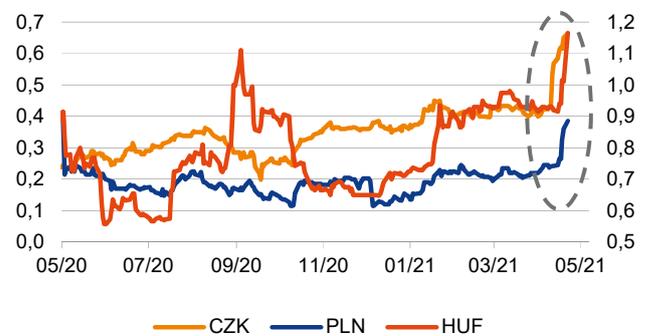
NATIONALE INFLATIONS RATEN (GESAMTRATE), ALLE IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

#### MARKTSEITIG WIRD MIT EINER ENTSPRECHENDEN GELDPOLITISCHEN ANTWORTEN GERECHNET

DIVERSE 3\*6-FRA-NOTIERUNGEN, RS: HUF, LS: PLN, CZK, ALLE IN %



Quelle: Bloomberg

Auch der ungarische Forint darf sich seit kurzem berechnete Hoffnungen nicht nur auf eine Anhebung der sog. „One-week-deposit-rate“, sondern sogar auf eine Erhöhung des echten Leitzinses machen. Entsprechende Hinweise gab zu Beginn der Woche der stellvertretende Vorsitzende der ungarischen Notenbank (MNB) Virag. Nachdem die dortige Inflationsrate im April auf 5,1% (J/J) und damit auf den höchsten Stand seit Ende 2012 angestiegen war, hob dieser die Bedeutung des im Juni anstehenden nächsten geldpolitischen Inflationsberichts der MNB als Schlüssel für die weitere geldpolitische Marschrichtung hervor. Weiter ließ er wissen, dass die Notenbank im Juni eine Anhebung des offiziellen Leitzinses in Betracht ziehen sollte. Dieser Zinssatz verharrt seit Ausbruch der Corona-Krise auf einem Rekordtief von 0,6%. Sollte die MNB den Leitzins zur Jahresmitte hin anheben, wäre dies die erste Erhöhung seit Herbst 2011. Wir halten in diesem Zusammenhang eine Anhebung um 15 Bp auf 0,75% und damit auf das Niveau der One-week-deposit-rate für denkbar. Anders als

**Ungarische Währungshüter stellen überraschend erste Leitzinsanhebung schon für Juni in Aussicht**

in Tschechien sehen wir diesen Schritt jedoch nicht als Beginn eines ausgeprägten Leitzinserhöhungszykluses.

Von einem derart deutlichen Bekenntnis zur Inflationsbekämpfung kann der polnische Zloty hingegen bislang nur träumen, was auch seine zurückhaltendere Marschrichtung maßgeblich erklärt. Zwar schlug der Vorsitzende der polnischen Notenbank (NBP) Glapinski jüngst ebenfalls neue Töne an und betonte die Bereitschaft der NBP, bei Bedarf geldpolitisch weniger expansiv zu werden. Zudem sprechen sich nun auch erstmals innerhalb des geldpolitischen Gremiums der NBP erste Notenbankmitglieder aufgrund der merklich gestiegenen Inflationsrate für eine weniger expansive Gangart aus. Mit mehr als diesen verbalen Bekenntnissen kann der Zloty, anders als die Krone und der Forint, jedoch dieser Tage nicht rechnen. Wenngleich dies aus Sicht der polnischen Landeswährung durchaus ernüchternd erscheinen mag, sollte sie die geldpolitische Flinte dennoch nicht zu schnell ins Korn werfen. So erschien doch bis zu Beginn dieser Woche auch in Ungarn die Aussicht auf eine echte Leitzinsanhebung noch die sprichwörtlichen Lichtjahre entfernt.

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

### **Zloty muss sich mit verbalem Inflationsbekenntnis begnügen**

### **Russland: CBR dürfte den Leitzins im Juni erneut anheben**

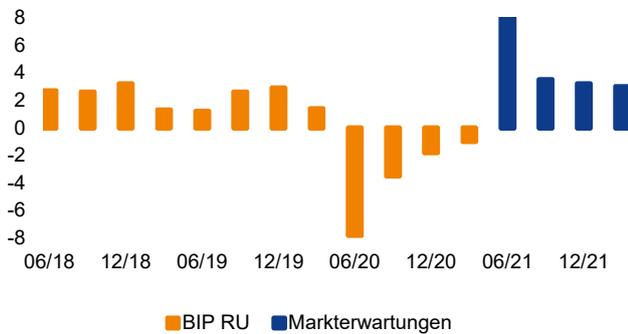
Die russische Zentralbank (CBR) hat den Leitzins Ende April um 50 Bp auf nun 5,00% angehoben. Damit fiel die geldpolitische Straffung stärker als allgemein erwartet (+25 Bp) aus. Zudem schlossen die Währungshüter eine weitere Leitzinserhöhung bei einem ihrer nächsten Treffen nicht aus. Ursächlich für die umfassendere Leitzinsanhebung dürfte in erster Linie eine weitere Zunahme der ohnehin großen Inflations Sorgen seitens der CBR gewesen sein. Diese werden die Notenbank eigenen Worten zufolge nun rascher zu einer neutralen geldpolitischen Ausrichtung zurückkehren lassen als zunächst gedacht. Deutlich werden die Inflations Sorgen der CBR auch darin, dass die Zentralbank nun davon ausgeht, dass ihr Inflationsziel von 4% (J/J) erst Mitte 2022 und damit später als bislang erwartet (erstes Halbjahr 2022) wieder erreicht werden wird. Zudem hat sie die Spanne ihrer Inflationsprojektion für Ende 2021 von 3,7-4,2% auf jetzt 4,7-5,2% angehoben. Verschärft werden die Inflationsgefahren nach Angaben der CBR auch durch die geopolitischen Entwicklungen. Die Notenbank scheint zunehmend die Gefahr einer importierten Inflation zu fürchten, ließen die jüngst zugenommenen geopolitischen Risiken den Rubel doch sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar zum Teil spürbar nachgeben.

### **CBR stellt raschere Rückkehr zu neutralem Leitzinsniveau in Aussicht**

Mit Blick auf die am 11. Juni auf der Agenda stehende nächste offizielle Zinsentscheidung der CBR rechnen wir mit einer erneuten Anhebung des Leitzinses. Mit +25 Bp auf dann 5,25% dürfte dieser Schritt unserer Ansicht nach allerdings etwas moderater als im April ausfallen, was dem zuletzt gegenüber dem US-Dollar wieder etwas festeren Rubel sowie den jüngst nachgelassenen geopolitischen Risiken geschuldet sein sollte. Begleitet werden dürfte diese Leitzinsentscheidung unserer Einschätzung zufolge erneut mit einer „hawkishen“ Tonspur, so dass eine weitere Straffung der geldpolitischen Zügel auf einem der nächsten Treffen der CBR wahrscheinlich erscheint.

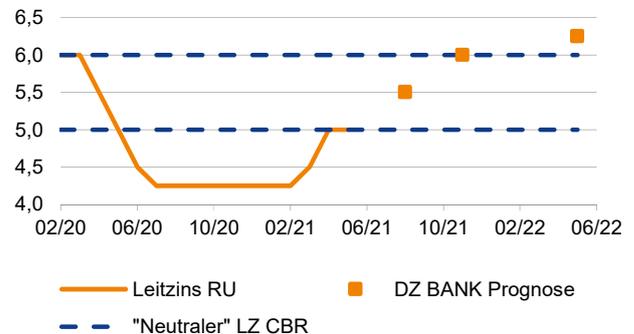
### **Erwartete Leitzinsanhebung von „hawkisher“ Tonspur begleitet**

### SPÜRBARE KONJUNKTURELLE ERHOLUNG ERWARTET RUSSISCHE BIP-ENTWICKLUNG, QUARTALSWERTE, IN %, J/J, MARKTERWARTUNGEN GEMÄß BLOOMBERG



Quelle: Bloomberg

### AUF JAHRESSICHT LEICHT RESTRIKTIVER GELDPOLITISCHER BIAS DENKBAR ALLE WERTE IN %



Quelle: Bloomberg

Spielraum für eine raschere Rückkehr zu einem neutralen Leitzinsniveau gibt der Notenbank auch die von ihr erwartete Erholung der russischen Wirtschaft. So geht die CBR doch davon aus, dass diese bereits Mitte des Jahres wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht haben wird. Die jüngst mit -1,0% (J/J) etwas besser als marktseitig erwartet (-1,2%) ausgefallenen russischen Wachstumszahlen für das erste Quartal bekräftigen das von der CBR skizzierte zuversichtliche Bild. Dass die Zeichen bei der russischen Wirtschaft auf Erholung stehen, sollten auch die verschiedenen nationalen Wirtschaftsdaten für April deutlich machen, die in den kommenden Wochen zur Veröffentlichung anstehen. So wird z.B. marktseitig für die russischen Einzelhandelsumsätze nach einem Minus von 3,4% (J/J) im März nun mit einem stolzen Plus von 31,4% (J/J) gerechnet. Die Industrieproduktion sollte den allgemeinen Erwartungen zufolge nach einem Anstieg von 1,1% (J/J) im März im vergangenen Monat um 6,5% (J/J) zugelegt haben. Wenngleich bei diesen Zahlen statistische Basiseffekte ebenfalls eine Rolle spielen, so machen sie doch zugleich Hoffnung, dass die russische Wirtschaft die konjunkturelle Talsohle durchschritten hat und zuversichtlich in das zweite Halbjahr blicken kann.

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

### Zuversichtliche konjunkturelle Perspektiven

### Türkei & Südafrika: Von Gelassenheit, Angstschweiß und Selbstvertrauen

Der Konflikt zwischen Israel und der von zahlreichen Nationen als Terrororganisation eingestuften Hamas zieht weitere Kreise und führt andernorts zu diplomatischen Spannungen. Dies gilt auch für die Türkei. Präsident Erdogan kritisierte jüngst US-Präsident Biden für die seiner Einschätzung nach vorherrschende Unterstützung der Militärkampagne Israels, die er als unverhältnismäßig einstuft. Zudem liefert er sich ein verbales Scharmützel mit der Regierung Österreichs, der er vorwirft „die Muslime den Preis“ für den Holocaust Mitte des 20. Jahrhunderts bezahlen lassen zu wollen. Wirklich überraschend sind die Äußerungen Erdogans nicht, hat er sich doch in der Vergangenheit bereits mehrfach als selbsternannter „Beschützer und Fürsprecher der Muslime“ in Szene gesetzt. Die Lira scheint das ähnlich zu sehen und zeigt sich von den Wortgefechten unbeeindruckt. Die Voraussetzung dafür, dass dies so bleibt, dürfte vor allem sein, dass sich aus den verbalen Anfeindungen keine wirtschaftlichen Spannungen zwischen der Türkei und den USA ergeben. Schließlich haben die

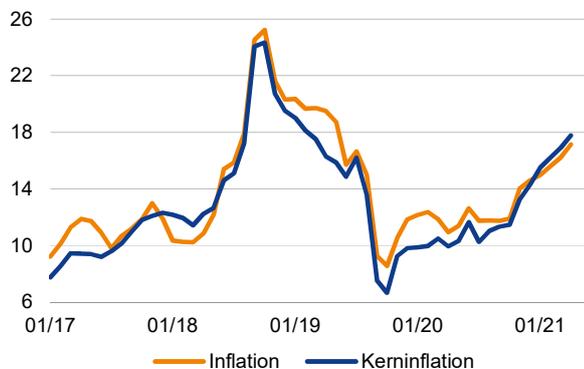
### Verbale Spannungen mit den USA lassen Lira weitgehend kalt, ...

Erfahrungen aus der Zeit der Trump-Administration gezeigt, dass sich die Lira von drohenden Wirtschafts- und Finanzsanktionen aus Washington sehr wohl verunsichern lässt.

Die türkische Landeswährung konzentriert sich unterdessen weiter vor allem auf die Geldpolitik ihrer Zentralbank. Diese sah sich im April mit einem erneut ansteigenden Preisdruck konfrontiert. Das mutmaßliche Vorhaben des im März zum neuen Notenbankchef ernannten Sahap Kavcioglu, die geldpolitische Gangart möglichst rasch und deutlich expansiver zu gestalten, bleibt damit weiterhin ein schwieriges Unterfangen. Schließlich dürfte sich auch Kavcioglu darüber im Klaren sein, dass eine Leitzinssenkung in Kombination mit einer Inflationsrate von über 17% (J/J) der Lira erheblich zusetzen sollte.

**... während ihr die eigene Zentralbank den Angstschweiß auf die Stirn treiben sollte**

**PREISDRUCK IN DER TÜRKEI NIMMT WEITER ZU**  
INFLATION UND KERNINFLATION (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg

**ZAR GEGENÜBER USD AUF HÖCHSTEM STAND SEIT ANFANG 2020**  
USD-ZAR (INVERS)



Quelle: Bloomberg

Von einer äußerst robusten Seite zeigt sich unterdessen der Südafrikanische Rand. Gestützt von einer weltweit positiven Stimmung an den Finanzmärkten und der Erwartung einer auf absehbare Zeit weiterhin expansiv ausgerichteten globalen Geldpolitik können ihm weder eine im internationalen Vergleich recht schleppend vorankommende Impfkampagne noch weiterhin auftretende Stromausfälle im eigenen Land etwas anhaben. Vielmehr handelt Dollar-Rand aktuell im Bereich der Marke von 14 ZAR. Für die südafrikanische Landeswährung bedeutet dies den höchsten Stand seit Anfang 2020. Allein seit Beginn dieses Jahres hat der Rand rund 5% gegenüber dem Greenback zugelegt. Unter den weltweit nennenswerten Währungen hat lediglich der Kanadische Dollar besser abgeschnitten.

**Südafrikanischer Rand strotzt hingegen vor Selbstvertrauen, globalen Faktoren sei Dank, ...**

Dass der Rand diese positive Dynamik dauerhaft fortsetzen kann, darf indes bezweifelt werden. Vielmehr ist mittel- bis langfristig mit einer volatilen Seitwärtsbewegung um die aktuellen Niveaus zu rechnen. Dies liegt zum einen daran, dass zusätzliche positive Impulse von globaler Seite nicht zu erwarten sind. Das Gegenteil ist der Fall, droht doch mit einer intensiveren Debatte um eine Rückführung der geldpolitischen Stützungsmaßnahmen von EZB und Fed in der zweiten Jahreshälfte zunehmender Gegenwind. Zum anderen sollte es dem Rand, angesichts einer verhaltenen wirtschaftlichen Erholung in 2021 sowie der angespannten Haushaltslage, weiter an Unterstützung durch heimische Faktoren fehlen.

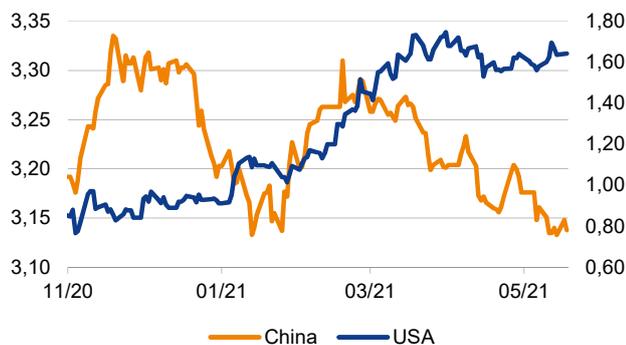
**... aber die Luft wird dünn**

## China: Rentenmarkt mit Eigenleben, attraktiv zur Risikodiversifizierung

Chinas Erfolgsgeschichte in Sachen Corona-Bekämpfung und wirtschaftlicher Erholung ist hinlänglich bekannt und dürfte längst im Yuan-Kurs eingepreist sein. Die für den weiteren Jahresverlauf absehbare, nachlassende Konjunktur dynamik scheint dagegen noch nicht ihren Einzug in die Wahrnehmung des FX-Marktes gehalten zu haben. Dies ist umso bemerkenswerter als auch die Entwicklung am Rentenmarkt eigentlich gegen den Yuan läuft. Der US-Renditeanstieg im ersten Quartal ist inzwischen legendär, und auch bei den chinesischen Staatsanleihen begann das Jahr mit einem deutlichen Zinsanstieg. Während sich die UST-Renditen auf ihren neuen, erhöhten Niveaus stabilisieren konnten, sind die chinesischen Pendanten seit Ende Februar aber wieder auf dem Rückzug. Chinas Zinsvorteil hat sich von rund 250 Basispunkten auf aktuell etwa 140 Basispunkte eingeeengt – für uns ein wichtiges Argument, warum die Yuan-Hausse des vergangenen Jahres ausgelaufen sein dürfte.

## Chinesische Zinsen wieder auf dem Rückzug

**CHINAS BONDMARKT HAT EIN EIGENLEBEN**  
RENDITE STAATSANLEIHEN 10J CHINA (L.S.) UND USA (R.S.)



Quelle: Refinitiv

**IM SPANNUNGSFELD ZWISCHEN GLOBALER USD-SCHWÄCHE UND NACHLASSENDER WACHSTUMSDYNAMIK IN CHINA**  
USD-CNY



Quelle: Refinitiv

Dieses Eigenleben der chinesischen Zinslandschaft (also das Ignorieren der globalen Vorgaben aus den USA oder der Eurozone) mag derzeit negativ auf den Yuan einwirken. Man könnte es aber auch als wichtiges Alleinstellungsmerkmal, als USP (Unique Selling Point), für den chinesischen Rentenmarkt betrachten, der der Währung langfristig sogar von Nutzen sein könnte. Für international Investierende, die eine Diversifizierung ihrer Portfolios suchen, ist es ein großer Vorteil, einen Markt mit „Eigenleben“ zu haben, dies wirkt positiv auf die Kennziffern des Gesamtengagements. Besagte Risikodiversifizierung dürfte in den kommenden Jahren immer bedeutender werden, wenn die Internationalisierung des Renminbi erneut Fahrt aufnimmt, die durch den sino-amerikanischen Handelsstreit und die Pandemie zum Stillstand gekommen war. Bevor sich diese strukturellen Argumente auf den Yuan-Wechselkurs durchschlagen, dürften vorerst allerdings die zyklischen Faktoren die Oberhand behalten. Und dies bedeutet für USD-CNY ein Spannungsfeld von globaler USD-Schwäche und nachlassender Wachstumsdynamik in China.

## Eigenleben des chinesischen Bondmarktes bietet Diversifizierung

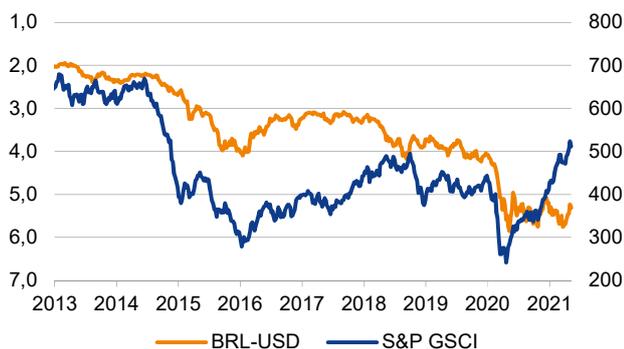
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

## Brasilien & Mexiko: Inflationsschub temporär oder nicht?

Seit Anfang März gehört der Brasilianische Real zu den stärksten der von uns beobachteten Währungen, womit der Real auch die rote Laterne im Währungsranking für dieses Jahr abgegeben hat. Hier dürften sich (endlich) die deutlich gestiegenen Rohstoffpreise niedergeschlagen haben. Zudem sollten die Finanzmärkte auch von der Entschlossenheit der Banco Central do Brasil beeindruckt worden sein. Nach einer ersten Zinserhöhung Mitte März um 75 Bp folgte jüngst ein Schritt um weitere 75 Bp auf nunmehr 3,5%. Zwar bringt dieses Niveau selbst noch wenig Hilfe für den Real, die Notenbank hat jedoch für die nächste Zinsentscheidung im Juni eine nochmalige Anhebung in der gleichen Größe angedeutet und in den Folgemonaten sind noch weitere merkliche Zinserhöhungen zu erwarten. Bis auf ein neutrales Niveau, das die Notenbank real im Bereich von 3% verordnet, sollte der Leitzins aber (noch) nicht angehoben werden, da für die brasilianische Wirtschaft nach Einschätzung der Notenbank noch eine längere Zeit geldpolitische Unterstützung erforderlich ist. Der Realzins dürfte aber zumindest wieder positiv werden. Im April machte die Inflationsrate einen deutlichen Sprung auf 6,8% (J/J) und auch im Mai ist hier noch ein weiterer Anstieg zu erwarten. Die verschiedenen Indikatoren für den Preistrend zeigten sich mit 3,9% (J/J) zwar deutlich moderater, aber auch hier ging es in den letzten Monaten nach oben. Für das Jahresende wird in der wöchentlichen Befragung der Notenbank im Durchschnitt jedoch nur eine Inflationsrate von 4,1% (J/J) erwartet. Bis zum Ende des kommenden Jahres soll sich demnach der Preisaufrtrieb sogar auf 3,6% (J/J) verlangsamen, was nur wenig über der Zielmarke für 2022 von 3,5% wäre. Hierin kommt ein insgesamt noch großes Vertrauen der Befragten in die Notenbank zum Ausdruck. Nicht ganz so zuversichtlich erscheinen dagegen die Marktteilnehmer. Die Rendite langlaufender Staatsanleihen (10 Jahre) stieg auf über 9%, während sie im Januar zeitweise sogar noch unter 7% lag. Sollte die Notenbank mit der Eindämmung des Preisaufrtriebs Erfolg haben, wofür wir recht zuversichtlich sind, dürften die Renditen der Langläufer trotz, bzw. gerade wegen der zu erwartenden Zinserhöhungen wieder nachgeben.

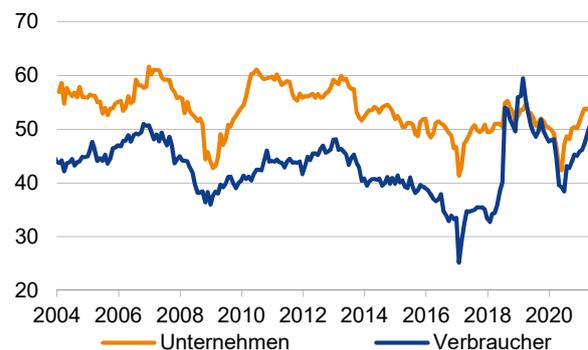
## Markante Zinserhöhungen sollen Preisaufrtrieb dämpfen

**ROHSTOFFPREISE UNTERSTÜTZEN REAL ERST JETZT**  
LS: BRL JE USD (INVERTIERT); RS: ROHSTOFFPREISINDEX



Quelle: Bloomberg

**ZUVERSICHT KEHRT IN MEXIKO ZURÜCK**  
INDEX ERWARTUNG KÜNFTIGE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG



Quelle: Bloomberg

Die Wahlen für das Abgeordnetenhaus am 6. Juni bestimmen derzeit die politische Landschaft in Mexiko. Die Regierungspartei von Präsident Lopez Obrador, Morena, will dabei ihre absolute Mehrheit von 253 der 500 Abgeordneten ausbauen. Die jüngsten Umfragen deuten zumindest auf kleine Gewinne hin. Ob das Ziel einer Zweidrittelmehrheit zusammen mit den Verbündeten erreicht werden kann, ist allerdings sehr unsicher. Verfassungsänderungen dürften aber ohnehin schwer erreich-

## Wahlen in Mexiko könnten Stimmung eintrüben

bar sein, da in der zweiten Kammer des Senats, der nicht neu besetzt wird, das Regierungsbündnis nicht über eine entsprechende Mehrheit verfügt. Mit ihren jüngsten Gesetzesinitiativen versucht die Regierung, einige Reformen der Vorgängerregierung vor allem im Energiesektor wieder rückgängig zu machen. In einigen Bereichen wurde sie dabei aber vom Verfassungsgericht ausgebremst. Änderungen der Verfassung könnten den Weg für die Regierungspläne wieder freimachen. Allerdings sind auch Konflikte über den Investitionsschutz, der im Freihandelsabkommen mit den USA und Kanada geregelt ist, vorprogrammiert. Bisher zeigte sich der Peso von diesen Risiken wenig beeindruckt und präsentierte sich in diesem Jahr bislang sehr stabil. Sollte das Regierungsbündnis eine Zweidrittelmehrheit erreichen, könnte Mexiko als Investitionsstandort jedoch an Attraktivität verlieren.

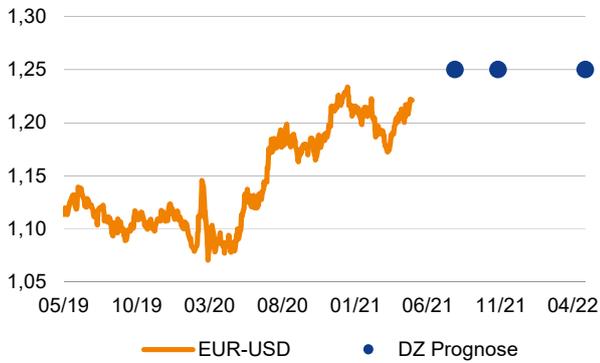
Bei den Corona-Zahlen hat sich die Lage in Mexiko deutlich entspannt und Infektionen und Todeszahlen liegen auf dem niedrigsten Stand seit fast einem Jahr. In der Folge wurden die Beschränkungen in weiten Teilen des Landes bereits deutlich gelockert. Allerdings bleibt Mexiko bei den Impfungen deutlich hinter anderen Ländern zurück, so dass ein Wiederaufflammen der Infektionen möglich bleibt. Hoffnungen kann sich das Land jedoch auf verstärkte Lieferungen ungenutzter Impfdosen aus den USA machen. Auch die mexikanische Wirtschaft dürfte sich auf die Unterstützung durch den Nachfrageschub aus den USA verlassen können. Nachdem bereits im ersten Quartal trotz der zeitweise verschärften Corona-Maßnahmen ein kleines BIP-Plus von 0,4% (Q/Q) geschafft wurde, sollte es im zweiten Quartal eine deutliche Wachstumsbeschleunigung geben.

#### **Deutliche Impulse aus den USA**

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

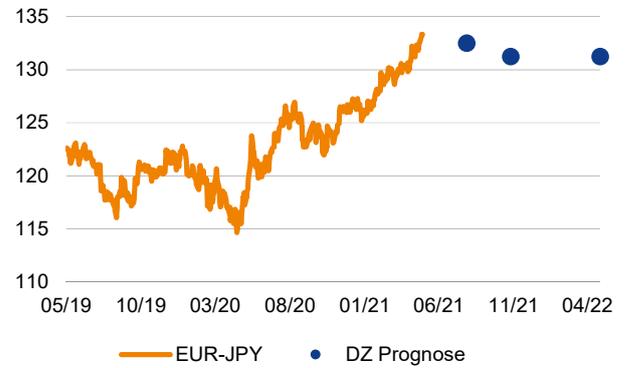
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD**



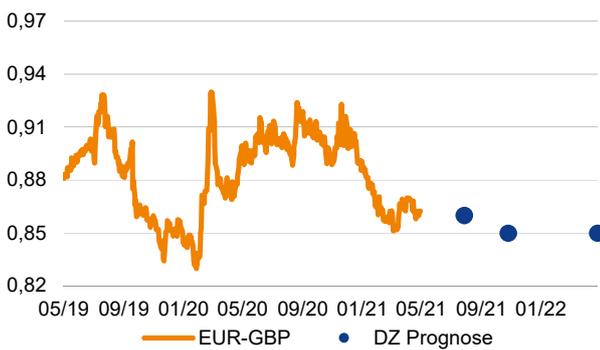
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY**



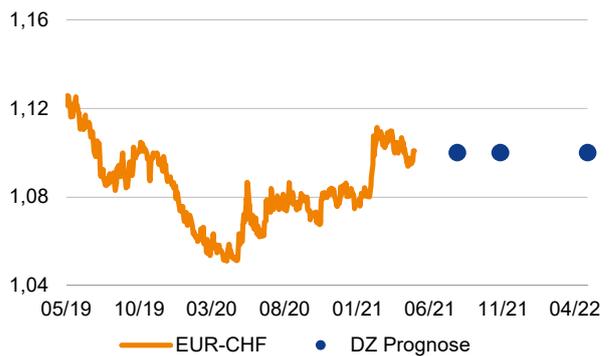
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP**



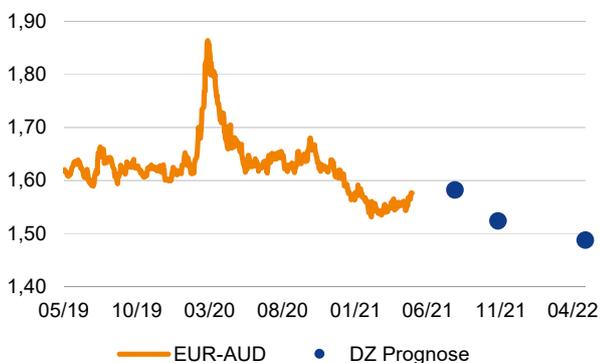
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD**



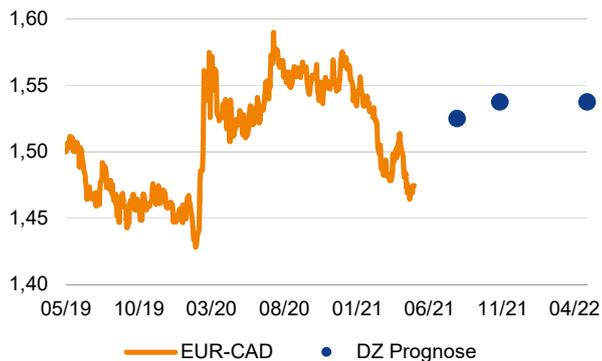
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



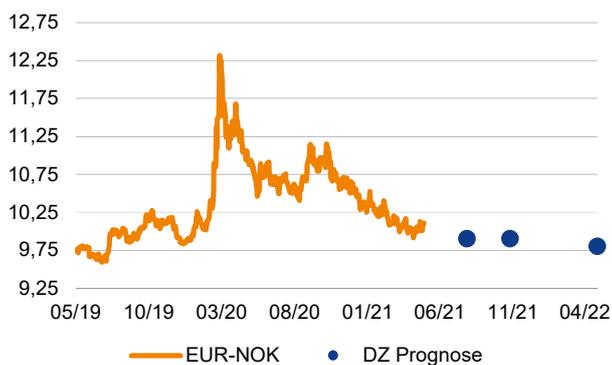
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



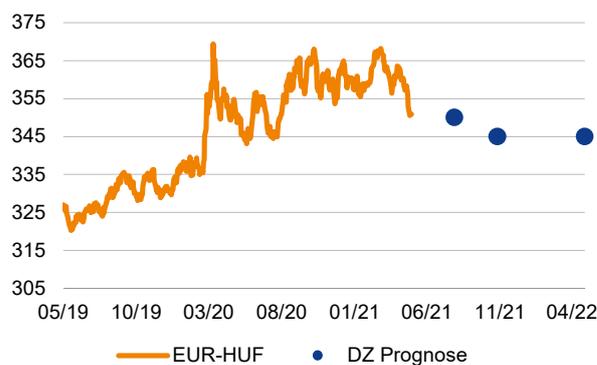
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



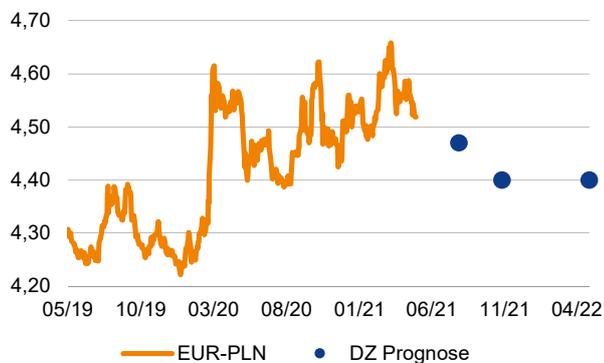
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



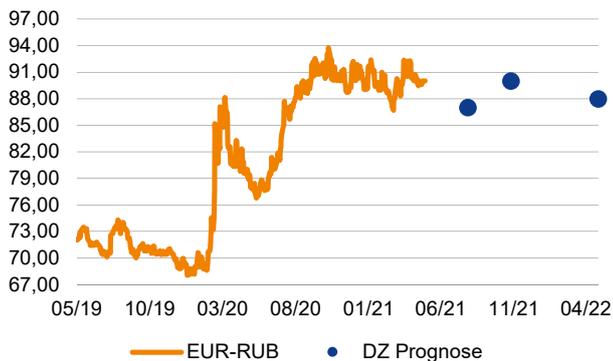
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



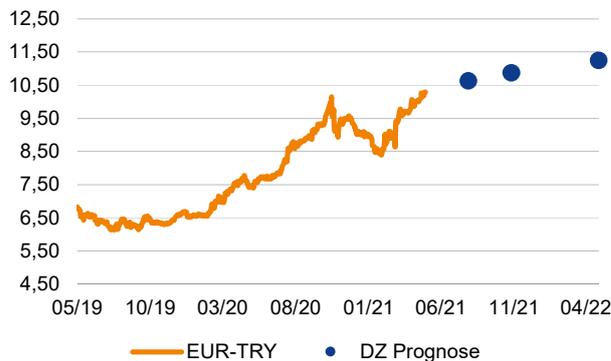
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



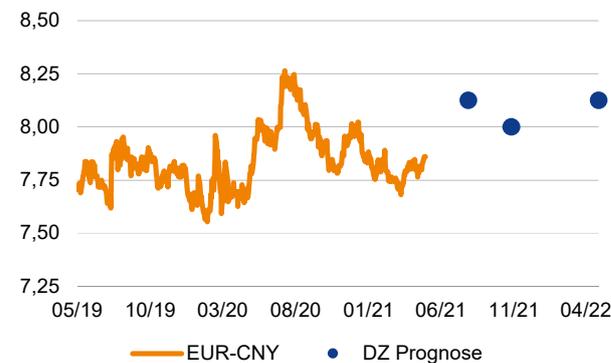
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



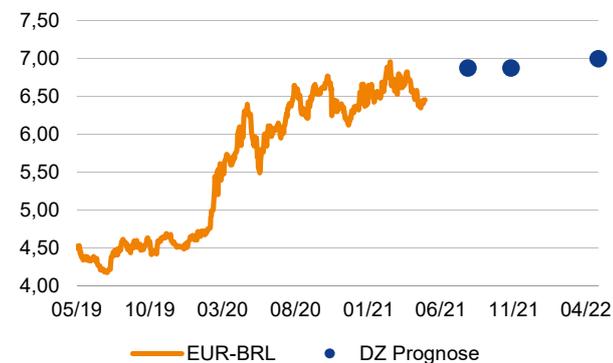
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



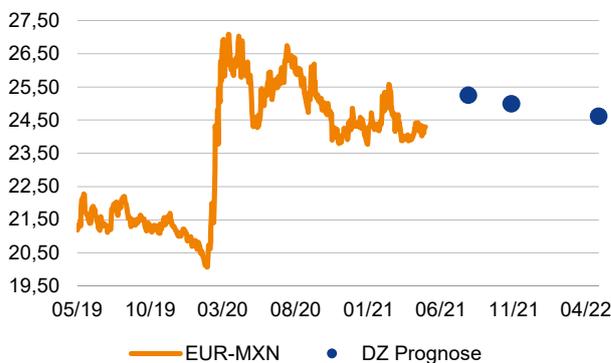
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

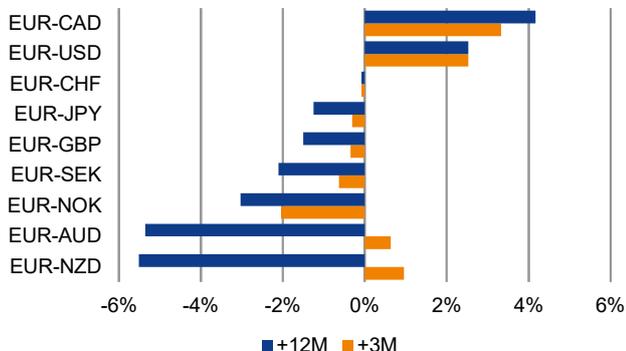
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

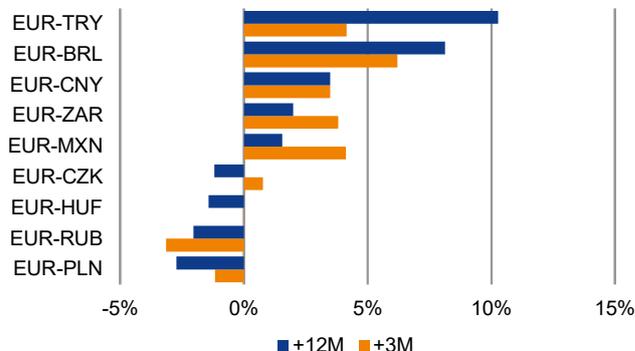
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.2222	1.2500	1.2500	1.2500
EUR/GBP	0.8615	0.8600	0.8500	0.8500
EUR/JPY	133.10	132.50	131.25	131.25
EUR/CHF	1.0974	1.1000	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5688	1.5823	1.5244	1.4881
EUR/NZD	1.6865	1.7123	1.6234	1.6026
EUR/CAD	1.4747	1.5250	1.5375	1.5375
EUR/NOK	10.0559	9.9000	9.9000	9.8000
EUR/SEK	10.1244	10.1000	10.0000	9.9500
EUR/PLN	4.5217	4.4700	4.4000	4.4000
EUR/CZK	25.41	25.70	25.50	25.20
EUR/HUF	350.70	350.00	345.00	345.00
EUR/RUB	90.03	87.00	90.00	88.00
EUR/TRY	10.2145	10.6250	10.8750	11.2500
EUR/ZAR	17.11	17.81	17.50	17.50
EUR/CNY	7.8440	8.1250	8.0000	8.1250
EUR/BRL	6.4312	6.8750	6.8750	7.0000
EUR/MXN	24.26	25.25	25.00	24.63

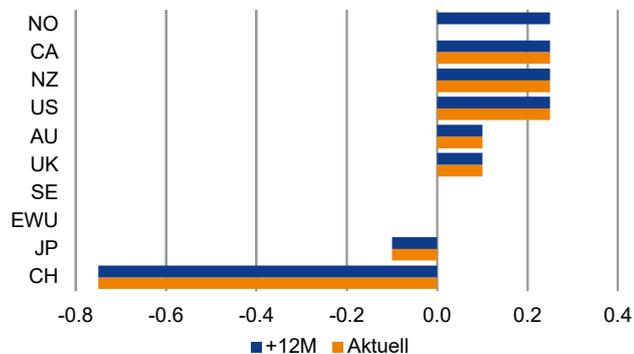
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.2222	1.2500	1.2500	1.2500
GBP/USD	1.4189	1.4535	1.4706	1.4706
USD/JPY	108.90	106.00	105.00	105.00
USD/CHF	0.8978	0.8800	0.8800	0.8800
AUD/USD	0.7792	0.7900	0.8200	0.8400
NZD/USD	0.7248	0.7300	0.7700	0.7800
USD/CAD	1.2066	1.2200	1.2300	1.2300
USD/NOK	8.2266	7.9200	7.9200	7.8400
USD/SEK	8.2833	8.0800	8.0000	7.9600
USD/PLN	3.6995	3.5760	3.5200	3.5200
USD/CZK	20.78	20.56	20.40	20.16
USD/HUF	286.90	280.00	276.00	276.00
USD/RUB	73.66	69.60	72.00	70.40
USD/TRY	8.3563	8.5000	8.7000	9.0000
USD/ZAR	14.00	14.25	14.00	14.00
USD/CNY	6.4257	6.5000	6.4000	6.5000
USD/BRL	5.2613	5.5000	5.5000	5.6000
USD/MXN	19.84	20.20	20.00	19.70

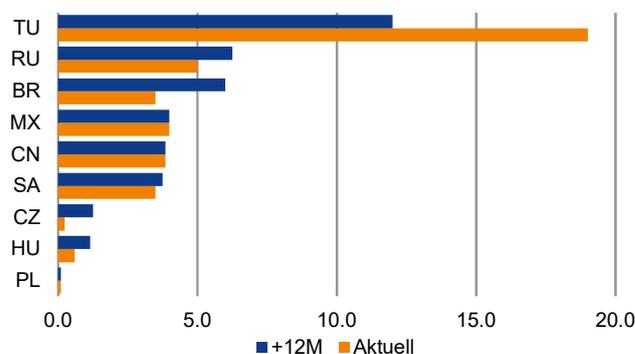
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6,6	4,0	4,9	-1,8	12,1	2,0	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	1,8	1,4	1,1	1,7	2,0	2,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,2	-6,9	-4,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,6	3,1	3,3				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,5	6,7	4,4	0,4	13,2	6,8	7,0
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	-2,6				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4,8	3,1	2,0	-1,2	8,3	3,9	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	0,1	0,4	-0,4	0,0	0,1	0,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,8	-6,6	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	2,2	2,2				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-9,8	5,0	5,1	-6,1	19,5	4,6	4,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	1,7	2,1	0,6	1,7	2,0	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15,8	-14,5	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-4,8	-4,1				
<b>Schweiz</b>							
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				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,5	4,4	3,5	0,0	9,0	4,3	3,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	1,7	1,3	1,1	2,9	1,6	1,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,9	-5,9	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	2,4	0,4				
<b>Neuseeland</b>							
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				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,4	6,2	2,6	0,2	14,5	6,2	4,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	2,6	2,0	1,5	3,1	2,9	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,3	-7,2	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,9	-0,6	-1,1				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,0	3,2	2,7	-1,6	7,8	2,9	3,9
Inflation (in % gg. Vj.)	0,5	1,9	1,7	1,5	1,9	2,1	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,7	-3,6	-1,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,2	3,4	3,7				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1,4	3,9	3,1	0,6	6,1	4,0	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	1,3	2,9	1,9	3,0	3,0	2,8	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,2	-0,6	1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	4,1	3,6				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,1	4,7	4,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	3,3	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,0	-7,5	-5,3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,1	-0,3	0,1
<b>Polen</b>			
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
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,6	2,9	4,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	1,9	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,6	-6,6	-2,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	1,1	0,9
<b>Russland</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,0	2,4	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	5,6	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-2,8	-2,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	2,3	1,9
<b>Türkei</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	4,5	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	12,3	15,8	11,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-3,5	-3,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,1	-3,2	-2,4
<b>Südafrika</b>			
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	-1,1
<b>China</b>			
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
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4,4	4,2	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
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8,5	5,6	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	4,1	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,3	-2,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	0,9	-0,2

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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

– **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://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](http://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:

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	zwölf Monate
Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):	ein Monat
Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):	drei Monate
<b>Aktienindizes (fundamental):</b>	drei Monate
<b>Währungsräume:</b>	sechs bis zwölf Monate
<b>Gewichtung von Marktsegmenten:</b>	sechs Monate
<b>Gesamtmarktstrategie</b>	sechs Monate
<b>Branchenstrategie Unternehmensanleihen</b>	sechs Monate
<b>Strategie Covered Bonds:</b>	sechs Monate
<b>Derivate</b>	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
<b>Rohstoffe:</b>	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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

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

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

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

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

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

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

## 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

### 7.1 Adressaten

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

Die Weitergabe von Sonstigen 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](http://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 Kursersparungen, 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.

<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
<b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>	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
<b>VRB Eigengeschäft Vertrieb</b>	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
<b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>	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
<b>Firmenkunden</b>	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
<b>Emittenten (DCM)</b>	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
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de