

# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

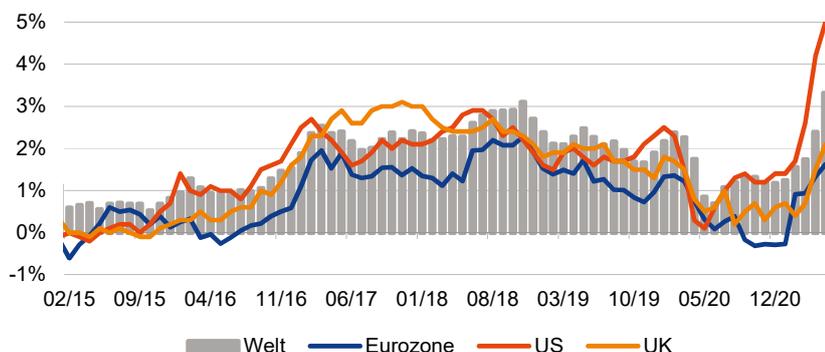
## Monthly

### Steigender Preisdruck bringt Notenbanken in Bedrängnis

Der Trend, der sich in den USA bereits seit März abzeichnet, hat sich zuletzt zunehmend auf globaler Ebene durchgesetzt: die Inflationszahlen steigen. Vorreiter bleiben die USA, doch auch der globale Inflationsindex der OECD ist mittlerweile auf mehr als 3% (J/J) gestiegen. Für die Notenbanken, die im Corona-Jahr unisono die Schleusen ihrer geldpolitischen Möglichkeiten voll geöffnet haben, ist diese Entwicklung fraglos problematisch. Aus ihrer Sicht gibt es derzeit eigentlich nur zwei Wohlfühlszenarien. Szenario 1: die nachlassende wirtschaftliche Dynamik nach dem Abflauen des Post-Corona-Booms geht mit rückläufigen Inflationsraten einher, was den Zentralbanken einen sehr langsamen und wohlüberlegten Abschied von ihrer ultra-expansiven Geldpolitik ermöglicht. Szenario 2: die wirtschaftliche Erholung nach der Corona-Krise gestaltet sich nachhaltiger und solider als bislang erwartet, was bei dementsprechend höherem Preisdruck einen schnelleren Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik erlauben würde. Bislang setzen die meisten Zentralbanken (und Investoren) auf Szenario 1, doch auch das zweite Szenario dürfte denk- und machbar sein. Die Angst wächst jedoch, dass wir auf ein Szenario 3 zusteuern, in dem sich temporäre Inflationstreiber verfestigen, zu erhöhtem Lohndruck führen und die Zentralbanken vor die Wahl stellen, entweder dem Inflationsdruck proaktiv zu begegnen (und damit zu riskieren, die Wirtschaft abzuwürgen) oder die Inflation laufen zu lassen und ihrem Mandat der Preisstabilität nicht mehr gerecht zu werden. In beiden Fällen wäre mit erheblichen Spannungen und erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten zu rechnen. Auch wir setzen weiterhin auf Szenario 1, die Inflationsentwicklung muss jedoch fraglos genau im Auge behalten werden.

Sonja Marten, +49 (0)69 7447 92121

**INFLATIONS RATEN STEIGEN AUF GLOBALER EBENE**  
CPI, J/J IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Refinitiv

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
17.6.2021 14:42 Uhr

## INHALT

### G10 WÄHRUNGEN

EWU: Auf dem Weg zu Goldilocks?	2
USA: Dynamik der Impfkampagne lässt zu wünschen übrig	3
Japan: BoJ-Geldpolitik im Schatten der Fed	4
Großbritannien: Würstchenkrieg eskaliert	5
Schweiz sagt Ade zum Rahmenabkommen mit der Europäischen Union	6
Australien & Neuseeland: Entscheidung über QE-Fortsetzung im Juli	7
Kanada: Häusermarkt macht Sorgen	8
Skandinavien: Riks- und Norges Bank auf unterschiedlichen Pfaden	10

### SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: MNB dürfte mit erster Leitzinsanhebung im CE3-Universum aufwarten	12
Russland: Rubel atmet durch	13
Türkei & Südafrika: Von niedrigeren Inflationszielen und Zielverfehlungen	14
China: Peking stellt sich weiterer Aufwertung entgegen	15
Brasilien & Mexiko: Nach der Wahl ist vor der Wahl	16

## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

### PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

### VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

### VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

Editor:  
Sonja Marten, ANALYSTIN

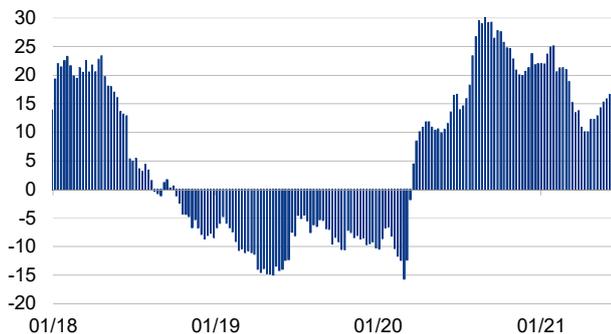
## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Auf dem Weg zu Goldilocks?

Verglichen mit der Trübsal vom Frühjahr ist die Stimmung in der Eurozone, und damit auch das Sentiment für den Euro inzwischen deutlich aufgehellter. Deutlich gesunkene Inzidenzen, rasante Fortschritte bei der Impfkampagne sowie die damit einhergehenden Lockerungen im öffentlichen Leben schlagen sich nicht nur in der Laune der Menschen, sondern längst auch in den konjunkturellen Indikatoren nieder. Zwar kann nicht von einem Post-Corona-Rausch wie in den USA gesprochen werden, dafür mangelt es an vergleichbaren fiskalpolitischen Impulsen. Doch die Nachholeffekte im Konsum dürften auch hierzulande die kommenden Monate prägen. Dazu kommt die Aufholjagd bei den Impfungen, die anders als in den USA nicht von einer hohen Impfskepsis ausgebremst wird. Auch die EZB hat bei ihrer jüngsten Sitzung ein durchaus optimistisches Szenario gezeichnet. Die Aufwärtsrevisionen bei Inflation und Wachstum waren bemerkenswert. Zwar nicht bemerkenswert genug, um Exit-Spekulationen zu provozieren, doch das ist für die Finanzmärkte fast die beste aller Welten: ein solider Wachstumsausblick mit dem Versprechen der Notenbank, trotzdem die Geldschleusen offenzulassen ... da macht dann auch das kleine bisschen EWU-Inflation keine übermäßigen Kopfschmerzen.

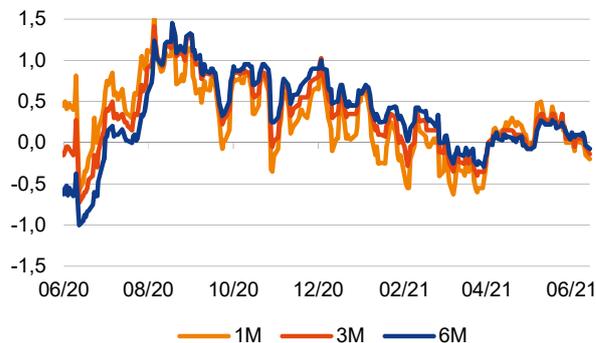
### Positives Sentiment verspricht dem EUR einen schönen Sommer

**MARKTPositionIERUNG EUR-POSITIV, ABER NICHT ÜBERZOGEN**  
WERT DER EUR-POSITIONEN VS. USD, NETTO, WERT IN MRD. USD



Quelle: Refinitiv

**KURZ- UND MITTELFRISTIG IST DER OPTIONSMARKT NEUTRAL**  
RISK REVERSALS EUR-USD, 10ER DELTA, MID



Quelle: Refinitiv

Auch die marktnahen Indikatoren unterstreichen den erbaulichen EUR-Ausblick. Die spekulative Marktpositionierung zeigt einen EUR-Long-Überhang, der mit 107.213 Kontrakten solide, aber nicht korrekturanfällig hoch ist. Zudem fällt auf, dass der Euro die einzige Währung ist, die dem Dollar nennenswert Paroli bieten kann. Der Wert der EUR-Netto-Longs vs. Dollar beträgt 16,2 Mrd. USD, die anderen Major-Währungen (JPY, GBP, CHF, AUD, NZD, CAD) bringen es zusammen auf gerade einmal 1,7 Mrd. USD. Auch die Risk Reversals haben sich von ihren EUR-skeptischen Niveaus im März zurück in neutrales Terrain begeben, was darauf schließen lässt, dass der Optionsmarkt zumindest bis zum Jahresende nicht mit größeren Verwerfungen rechnet. Wir bekräftigen unsere EUR-Prognose von 1,25 USD über den gesamten Prognosehorizont und hoffen nicht nur auf ein fußballerisches Sommermärchen, sondern sehen auch im Euro noch moderates Potenzial.

### Marktindikatoren (IMM, RR) neutral bis EUR-positiv

## USA: Dynamik der Impfkampagne lässt zu wünschen übrig

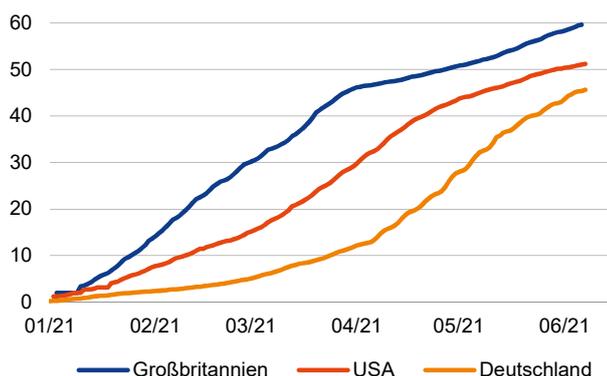
Ein überzeugender Start mag im Leben generell hilfreich sein, im Kampf gegen eine Pandemie ist er aber sicherlich noch lange keine Garantie für einen Erfolg. Ähnlich wie bei der Fußball-Europameisterschaft bringt einem schließlich die beste Vorrunde wenig, wenn nach dem darauffolgenden Achtelfinale die Heimreise anzutreten ist. So ähnlich verhält es sich derzeit mit der Impfkampagne in den USA. Vor allem im Frühjahr warteten die Vereinigten Staaten mit einer beeindruckenden Bilanz auf, die weltweit nur wenige bedeutende Länder überbieten konnten. Aufgrund umfangreicher Produktionskapazitäten für Corona-Impfstoffe und einer America-First-Politik war es möglich, bis Ende März bereits rund 30% der Bürgerinnen und Bürger mindestens einmal zu impfen. Mitte April wurden zeitweise Impfdosen im Umfang von 7% der US-Bevölkerung innerhalb einer Woche verabreicht. Insgesamt sind aktuell rund 52% der Bürgerinnen und Bürger mindestens einmal geimpft.

Von einem Engpass an Impfstoffen kann – im Gegensatz zu vielen anderen Ländern der Welt – in den USA zwar weiterhin keine Rede sein, dennoch gerät die Kampagne ins Stocken. Offenbar wird es immer schwieriger, Menschen von der Vorteilhaftigkeit eines Impfschutzes zu überzeugen, und das trotz diverser Anreize (u.a. Lotterien, Stipendien, Freibier, Baseball-Tickets) und der Freigabe von Impfungen für Jugendliche ab zwölf Jahren. Zuletzt lag die Zahl der Erstimpfungen binnen einer Woche bei gerade einmal knapp 1% der Bevölkerung. Der Anteil der vollständig Geimpften legte im selben Zeitraum zwar immerhin noch rund 2%-Punkte zu, liegt aber mit 43% weiterhin sehr deutlich unter der Schwelle von 80% der Bevölkerung, die derzeit als Untergrenze für eine mögliche Herdenimmunität gilt. Einige Beobachter zweifeln mittlerweile daran, dass dieses Niveau auf absehbare Zeit überhaupt erreicht werden wird. Gebannt ist das Risiko einer neuerlichen Ansteckungswelle folglich auch in den USA noch lange nicht.

**Bislang ist etwas mehr als die Hälfte der US-Bevölkerung mindestens einmal geimpft...**

**... allerdings nimmt die Dynamik der Impfungen ab und der Weg zur Herdenimmunität ist noch weit**

**VON KNAPPHEIT KEINE SPUR, DENNOCH LAHMT DIE US-KAMPAGNE**  
ANTEIL MINDESTENS EINMAL GEIMPFTER (IN % DER BEV.)



Quelle: <https://ourworldindata.org>, DZ BANK

**GESCHWINDIGKEIT DER IMPFKAMPAGNEN TREIBT EUR-USD**  
LS: DIFFERENZ DER SUMME DER IN 1 WO VERABREICHTEN IMPFUNGEN RELATIV ZUR BEVÖLKERUNG (DE ./I. US, IN PP); RS: EUR-USD



Quelle: <https://ourworldindata.org>, DZ BANK

Mit diesem Risiko, das sich frühestens im Verlauf des Herbstes materialisieren könnte, muss sich die US-Notenbank derzeit nicht herumschlagen – im Gegenteil. Hier steht weiterhin die Frage im Fokus, wann das Tempo der Anleiheankäufe vor dem Hintergrund der stattfindenden konjunkturellen Belebung reduziert wird. Ausreichend Spielraum, die zugehörige Diskussion und die Entscheidung noch eine Weile zu vertagen, gibt den US-Währungshütern die Situation am Arbeitsmarkt, lässt die von Fed-Seite gewünschte „breit angelegte Erholung“ doch weiterhin auf sich warten.

**US-Zentralbank gibt sich weiterhin zurückhaltend**

Nachhaltiger Rückenwind für den US-Dollar durch die US-Geldpolitik, dürfte demnach noch einige Zeit auf sich warten lassen.

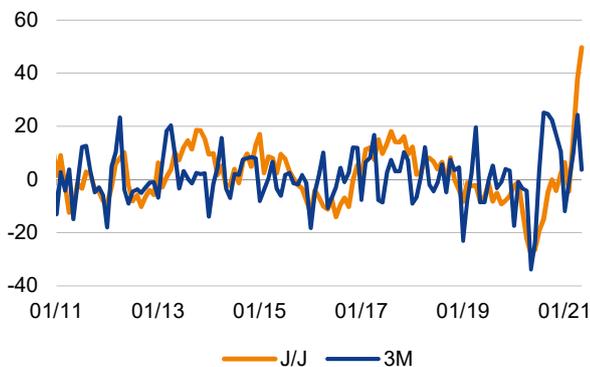
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

## Japan: BoJ-Geldpolitik im Schatten der Fed

Die viel beachtete Sitzung der US-Notenbank könnte uns fast vergessen lassen, dass auch die japanischen Währungshüter in dieser Woche noch über ihre Geldpolitik beraten. Statt über die Nuancen von Exit-Wahrscheinlichkeiten zu diskutieren, könnte es in Japan um die andere Richtung gehen, also um eine Verlängerung der beschlossenen Corona-Liquiditätshilfen. Konkret geht es um eine ganze Reihe von Liquiditätsprogrammen für Unternehmen, die im September auslaufen würden. Dass es grundsätzlich eine Verlängerung geben wird, wird kaum in Frage gestellt. Offen ist nur, ob sie bereits im Juni kommt, oder ob die BoJ noch den Tankan-Bericht Anfang Juli abwarten will, um eine bessere Argumentationsgrundlage zu haben. Ggf. könnten dann noch Details für einzelne Segmente, wie beispielsweise die besonders stark betroffenen Kleinunternehmen, optimiert werden. Im Gegensatz dazu ist es um die großen, international agierenden Konzerne vergleichsweise gut bestellt. Diese profitieren von der globalen Aufhellung. So ist das Exportplus im Mai mit 49,6% (J/J) eines der größten in der Geschichte, dem Basiseffekt nach dem Einbruch im Vorjahr sei Dank.

## BoJ vor Verlängerung der Liquiditätshilfen?

**AUßENHANDEL BRICHT REKORDE – DEM BASEEFFEKT SEI DANK**  
EXPORTE, J/J UND Q/Q IN %



Quelle: Refinitiv

**AUF DEN VORSTUFEN STAUT SICH PREISDRUCK AUF**  
GROßHANDELSPREISE, J/J IN %



Quelle: Refinitiv

Ein gespaltenes Bild gibt es auch in Sachen Inflation: Die Konsumentenpreise schießen entgegen des weltweiten Trends nicht nach oben. Stattdessen lag die Kernrate (J/J, ohne Lebensmittel, aber mit Energie) im April den neunten Monat in Folge im Minus. Der globale Energiepreisschub trifft natürlich auch Japan, er wird aber vom Sondereffekten im Mobilfunksektors mehr als kompensiert. Die Energiepreise sind um 0,7% gestiegen; der rekordverdächtige Preisverfall um 26,5% bei den Telefongebühren hat dagegen 0,5 Prozentpunkte von der Kerninflation aufgezehrt.

## Konsumentenpreise: inflationäre Energiepreise werden von deflationären Mobilfunkkosten neutralisiert

Japans Preisentwicklung ist nicht nur aufgrund dieser Divergenz bei den Konsumentenpreisen ein Minenfeld. Der Einkaufsmanagerindex aus dem Verarbeitenden Gewerbe zeigt den größten Abstand zwischen Input- und Output-Preisen seit über ei-

## Massiver Kostendruck für Unternehmen, der nicht an Konsumenten überwältigt werden kann

nem Jahrzehnt. Der Preisanstieg bei Öl und Kohle (+53,3%), NE-Metallen (41,6%) oder Holz (+9,7%) hat die japanischen Großhandelspreise im Mai um 4,9% (J/J) klettern lassen. Was für internationale Verhältnisse bescheiden klingt, ist der größte Preisschub in Japan seit 13 Jahren. Das geldpolitische Dilemma ist, dass diese Art der Inflation aus dem Ausland importiert wird und nicht Ausdruck einer prosperierenden japanischen Nachfrage ist. Es sind auch bislang keine Anzeichen für eine Überwälzung höherer Vorstufenpreise an die Konsumenten erkennbar, so dass die höheren Kosten auf die Gewinne der Unternehmen gehen. Für die Bank von Japan bedeutet dies die paradoxe Situation, auf Inflationsdruck eigentlich sogar mit zusätzlicher Liquiditätsbereitstellung reagieren zu müssen, um die Wirtschaft zu entlasten. Eindeutig ist jedenfalls, dass von einer geldpolitischen Wende oder auch nur einer Diskussion über den Ausstieg auf absehbare Zeit nicht die Rede sein kann.

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

**Großbritannien: Würstchenkrieg eskaliert**

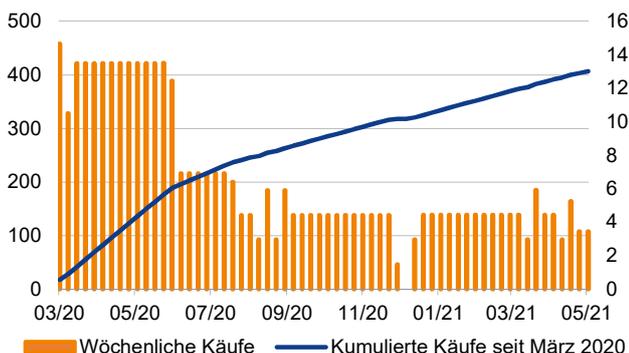
Die anvisierte Komplettöffnung des öffentlichen Lebens, die für den 21. Juni geplant war, ist der rapiden Ausbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus zum Opfer gefallen. Die derzeit gültigen Notfallmaßnahmen werden nun erst einmal für vier weitere Wochen verlängert. Wie es danach weitergeht, bleibt abzuwarten. Das Pfund, welches in den vergangenen Wochen bereits etwas Zeit hatte, sich auf die neue Lage vorzubereiten, reagiert bislang gelassen. GBP-USD handelt schon seit einem Monat in einer relativ engen Spanne von 1,4100-1,4250 USD.

**Pfund verharnt in abwartender Haltung**

Während die Corona-Lage fraglos Anlass zu Sorge gibt, liefern die Fundamentaldaten derzeit positive Nachrichten. Der jüngste Arbeitsmarktbericht bestätigt, dass die Lage sich stetig verbessert und auch die Inflationszahlen haben die Erwartungen übertroffen. Damit befindet sich die Bank of England in einer ähnlich schwierigen Lage wie die Fed: solide Fundamentaldaten und steigende Preise bedeuten, dass eine Debatte über die Anleihekäufe der BoE nicht mehr ewig aufgeschoben werden kann; gleichzeitig will die Zentralbank sicherstellen, dass sie ihre Unterstützungsmaßnahmen nicht zu früh zurückfährt. Angesichts der Infektionslage, dürfte die BoE bei ihrer Sitzung am 24. Juni jedoch auf Nummer sicher gehen, weiterhin dovische Worte wählen und die temporäre Natur der aktuellen Preissteigerungen betonen.

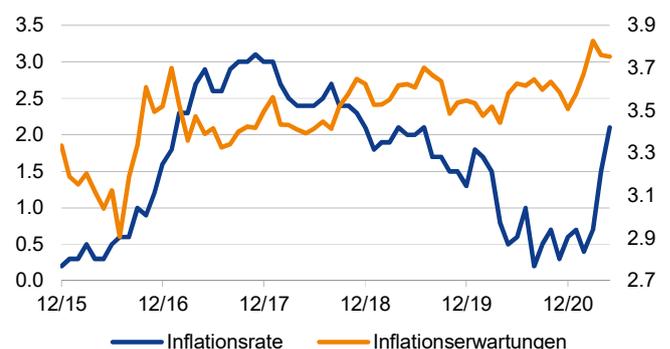
**Bank of England: die Zeit zu Handeln ist noch nicht gekommen**

**BANK OF ENGLAND BLEIBT EXPANSIV**  
ANLEIHENKÄUFE IN GBP MRD (LS: KUMULIERT, RS: PRO WOCHE)



Quelle: Bloomberg

**INFLATION STEIGT AUCH IN GROSSBRITANNIEN**  
LS: INFLATIONSRATE (CPI, J/J); RS: INFLATIONSERWARTUNGEN (BEIDES IN %)



Quelle: Bloomberg

An der politischen Front halten die Querelen mit der EU über die Lage in Nordirland an. Mittlerweile hat sich der amerikanische Präsident Joe Biden eingeschaltet, der vor einigen Wochen sogar eine offizielle diplomatische Protestnote an die Regierung in Westminster schicken ließ. Hauptstreitpunkt sind die Zollkontrollen für Waren, die aus der EU nach Nordirland eingeführt werden. Während die EU auf den Maßgaben aus dem Nordirlandprotokoll besteht, die vorsehen, dass die Warenkontrollen ab Ende Juni streng durchgeführt werden müssen, ist Premierminister Johnson offenbar der Meinung, dass eine dauerhaft laxere Handhabung angebracht sei (da es sich hierbei vor allem um die Einfuhr von Frischfleisch handelt, bezeichnet die britische Presse den Disput als „Sausage War“, also „Würstchenkrieg“). Der Finanzmarkt schaut dem Geschehen gelassen zu, schließlich hatte man nun bereits jahrelang Zeit, sich an die Streitigkeiten zwischen der EU und Großbritannien zu gewöhnen. Dennoch erzeugt der aktuelle Disput ein unangenehmes Hintergrundrauschen, das durchaus das Potenzial hat, zu einer lautstarken Auseinandersetzung mit echten wirtschaftlichen und politischen Konsequenzen zu werden.

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

**Politische Spannungen zwischen der EU und Großbritannien nehmen weiter zu**

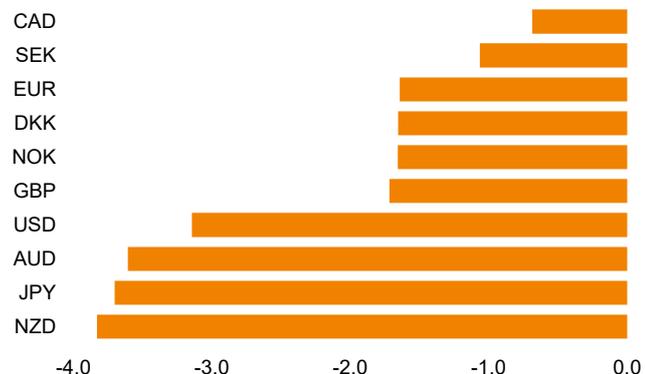
### **Schweiz sagt Ade zum Rahmenabkommen mit der Europäischen Union**

Sieben Jahre wurde verhandelt und gesprochen, offenbar ohne Erfolg. Die Schweizer Regierung hat die Verhandlungen mit Brüssel über ein Rahmenabkommen, das die Beziehungen beider Wirtschaftsräume auf eine nachhaltig tragfähige Basis stellen sollte, einseitig und recht undiplomatisch für gescheitert erklärt. So ließ der Schweizer Präsident Parmelin wissen, dass es „über entscheidende Punkte“ keine Einigung gegeben habe. Zwar betont man in Bern, dass es ein sehr großes Interesse an guten Beziehungen zu Brüssel sowie der Fortsetzung von Gesprächen über neue Verträge gebe. Aufseiten der EU stößt dieser Ansatz aber offenkundig auf wenig Gegenliebe. Dort fühlen sich die Vertreter – nicht ganz zu Unrecht – brüskiert und stellten klar, dass die zahlreichen, bestehenden bilateralen Abkommen womöglich nicht aktualisiert werden, wodurch sie veralten und ihre Gültigkeit verlieren würden. Neue spezifischen Vereinbarungen sollten zudem nicht abgeschlossen werden.

**Schweiz erklärt Gespräche über Rahmenabkommen mit der EU für gescheitert**

Kurzfristig sollten sich die wirtschaftlichen Auswirkungen in Grenzen halten. Einige Beobachter dürften dem Ende der Verhandlungen sogar etwas Positives abgewinnen können, hat damit doch zumindest ein sich seit Jahren hinziehendes, unrühmliches Kapitel in der Schweizer Politik ein Ende gefunden. Eine klare, stabile Mehrheit für das Rahmenabkommen gab es in der Bevölkerung ohnehin nicht. Zu groß war die – auch von einigen Politikern geschürte – Sorge, zu viel an nationaler Souveränität an Brüssel abtreten zu müssen. Langfristig könnte eine Eintrübung des Verhältnisses zum mit Abstand wichtigsten Exportmarkt und Handelspartner hingegen mit spürbaren wirtschaftlichen Nachteilen einhergehen. Schließlich ist damit zu rechnen, dass die bilateralen Verträge nach und nach auslaufen und damit der Zugang zum EU-Binnenmarkt erschwert wird. Schweizerische Unternehmen könnten dann vermehrt gegensteuern, indem sie Produktionsstätten in EU-Länder verlagern.

**Entpuppt sich das Ende mit Schrecken am Ende doch als Schrecken ohne Ende?**

**FRANKEN AN DER SPITZE DER G10-WÄHRUNGEN SEIT MITTE MÄRZ**  
 WECHSELKURSVERÄNDERUNG GGÜ. CHF SEIT 15. MÄRZ (IN %)


Quelle: Bloomberg

**RENDITENACHTEIL GEGENÜBER DEN USA GEHT WIEDER ZURÜCK**  
 SPREAD ZW. 10J-US- UND SCHWEIZER STAATSANLEIHEN (IN BP)


Quelle: Bloomberg

Der Franken ließ sich vom diplomatischen Zwist zwischen Bern und Brüssel nicht verunsichern. Vielmehr ist es der Landeswährung zuletzt gelungen, auf breiter Front moderat Boden gutzumachen und damit die bereits seit Mitte März anhaltende Aufwertungsbewegung fortzusetzen. Hintergrund der Franken-Stärke dürfte insbesondere die zu beobachtende Entwicklung in den weltweit bedeutendsten Währungsräumen sein. So haben es Federal Reserve und Europäische Zentralbank offensichtlich geschafft, die Marktteilnehmer davon zu überzeugen, dass die expansive geldpolitische Gangart trotz derzeit hoher Inflationsraten bis auf weiteres fortgesetzt wird. Für den Franken zahlt sich in diesem Fall die im internationalen Vergleich niedrige Inflationsrate in der Schweiz aus, spricht diese doch ceteris paribus für eine Aufwertung der eidgenössischen Landeswährung. Wir halten Euro-Franken auf Sicht der kommenden Monate im Bereich der Marke von 1,10 CHF für angemessen bewertet.

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

**Franken zuletzt mit Rückenwind**
**Australien & Neuseeland: Entscheidung über QE-Fortsetzung im Juli**

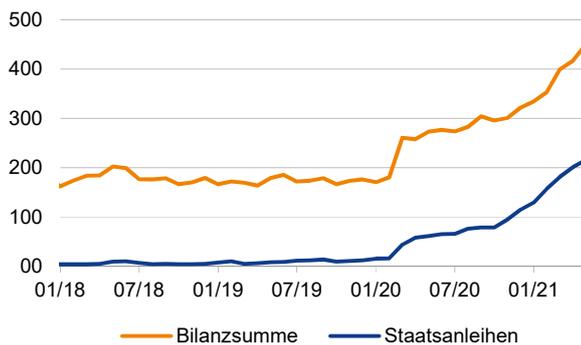
Lange Zeit hatte die australische Notenbank die Nase ganz vorne im Rennen, wer als erste der G10-Notenbanken die geldpolitische Normalisierung einleitet. Inzwischen sieht es danach aus, dass die RBA ihren geldpolitischen Krisenmodus dann doch noch etwas länger beibehalten wird. Bei ihrer jüngsten Sitzung haben die australischen Währungshüter erneut deutlich betont, dass es zu früh für ein Ende des Wertpapierkaufprogramms sei. Dass es dennoch zu einer Diskussion über ein mögliches Tapering gekommen ist, könnte irreführend sein. Ja, es wurde darüber gesprochen, aber es wurde einstimmig vor einem verfrühten Ausstieg gewarnt. Anlass für die öffentlichen Überlegungen ist vielmehr, dass das bestehende QE-Programm im September ausläuft und insofern eine aktive Entscheidung zur Verlängerung gefordert ist. Das konkrete Urteil hierzu dürfte am 6. Juli fallen.

Als Optionen nennt die RBA ein Ende des Programms, eine Verlängerung um 100 Mrd. AUD für sechs Monate, eine Reduzierung der Käufe mit Streckung über einen längeren Horizont und einen flexiblen Ansatz mit engmaschigem Update und direktem Bezug zu den hereinkommenden Konjunkturdaten. Auch über die Zukunft des Zinsziels für dreijährige Anleihen wird im Juli entschieden. Derzeit zielt die RBA auf den April 2024er Bond, ein Roll-Over auf November 2024 wird von einigen Beobach-

**Geht der RBA die (Exit-)Puste aus?**
**Juli-Sitzung entscheidet über Verlängerung der Anleihekäufe**

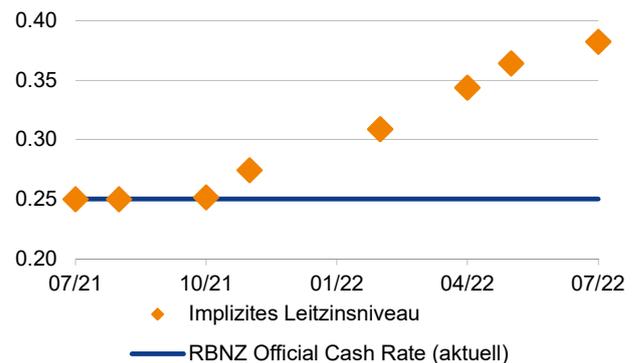
tern für möglich gehalten. Wir erwarten jedoch, dass es beim April bleibt, da eine Verschiebung der Geldpolitik übermäßig lange die Hände binden würde. Der Australische Dollar dürfte inmitten des globalen Exit-Games sehr empfindlich auf eine übermäßig dovische Notenbank reagieren. Bislang trauen wir dem Aussie noch merkliches Kurspotenzial in unserer Prognose zu; es lässt sich aber nicht leugnen, dass die geldpolitischen Trümpfe inzwischen nicht mehr alle nur in der Hand des Austral-Dollars sind. Das Prognoserisiko liegt insofern klar auf der Unterseite.

**AUCH DIE RBA-BILANZ WÄCHST MASSIV DURCH ANLEIHEKÄUFE**  
TOTAL ASSETS UND AU-STAATSANLEIHEN IM BESTAND, IN MRD. AUD



Quelle: RBA

**WACHSEN DA ETWA SPEKULATIONEN AUF RBNZ-LEITZINSWENDE?**  
LEITZINS UND IMPLIZITES ZINSNIVEAU FÜR SITZUNGSTERMINE IN %



Quelle: Refinitiv

Neuseelands RBNZ wandelt dagegen auf vorsichtig hawkishen Pfaden. Bei ihren jüngsten Projektionen war erstmals von einer Leitzinserhöhung in der zweiten Jahreshälfte 2022 zu lesen. (Dabei sollten wir bedenken, dass die RBNZ ihre Leitzinsprojektionen aufgrund der unsicheren Lage seit einem Jahr ausgesetzt hatte, also eigentlich nicht von einem „Vorziehen“ der bisherigen Schätzung die Rede sein sollte, auch wenn dies immer wieder zu lesen ist.) Dass die Notenbank aber jetzt wieder bereit ist, ihren Zinspfad als greifbare Projektion niederzuschreiben, ist in Kombination mit der Aufwärtsrevision bei Wachstum und Inflation eine perfekte Grundlage für sprießende Zinsspekulationen, selbst wenn der Markt u.E. mit seiner aktuellen Idee eines ersten Schrittes bereits auf Jahressicht dann doch etwas über das (RBNZ-)Ziel hinauschießt. Insgesamt ist das geldpolitische Profil für den Neuseeland-Dollar in den letzten Wochen attraktiver geworden, besonders im Vergleich zur defensiveren Entwicklung im benachbarten Australien.

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

## RBNZ bringt Zinswende für H2/2022 ins Spiel

## Kanada: Häusermarkt macht Sorgen

Nach einem holprigen Start hat die Corona-Impfkampagne in Kanada deutlich Fahrt aufgenommen und mittlerweile liegt das Land bei dem Anteil der Bevölkerung mit mindestens einer Impfung sogar weltweit an die Spitze. Damit konnten selbst die Frühstarter Israel und Großbritannien überholt werden. Aufgrund der Strategie zunächst vor allem auf eine Erstimpfung zu setzen, hinkt Kanada allerdings bei den vollständig Geimpften noch deutlich zurück. Der hohe (65%) und noch zügig weiter steigende Anteil der Bevölkerung mit einer Erstimpfung zeigt dabei die große Impfbereitschaft in der Bevölkerung, während es beispielsweise Israel und den USA zu-

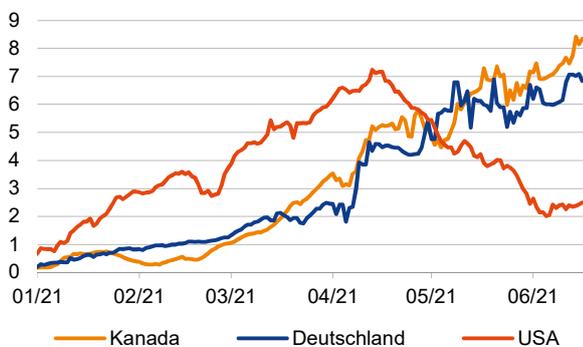
## Kanada führt zur Halbzeit im Impfwettbewerb

nehmend schwerer fällt, weitere Bürger von einer Impfung zu überzeugen. Das Ziel einer Herdenimmunität sollte somit in Kanada einfacher und schneller zu erreichen sein als in vielen anderen Ländern. Damit dürften auch die Risiken eines Wiederaufblacks der Epidemie geringer als anderswo sein.

Trotz der im ersten Quartal wieder wirksam gewordenen Beschränkungen, gelang im gesamten Quartal ein BIP-Plus von annualisierten 5,6% (Q/Q), womit Kanada nur knapp hinter den USA (6,4%) zurück blieb. Die Zuversicht, durch Impfungen wieder zurück zur Normalität zurückzukehren, ist in Kanada offenbar weit verbreitet und so liegt der Index für das Verbrauchervertrauen mittlerweile deutlich über dem Vor-Corona-Niveau, während er in den USA noch ein gutes Stück unter dem Stand von 2019 verharrt.

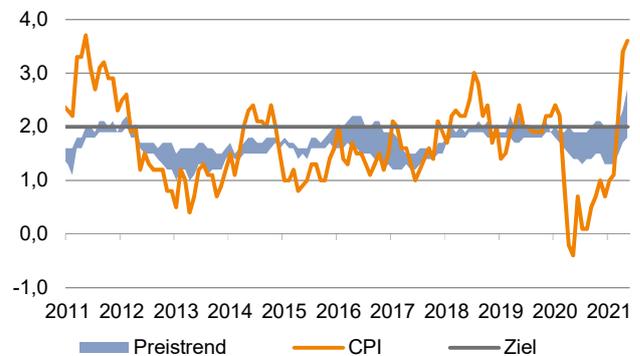
### Erholung der Wirtschaft läuft

**KANADA IMPFT SICH NACH VORN**  
IMPFUNGEN IN % DER BEVÖLKERUNG JE WOCHE



Quelle: Bloomberg

**PREISAUFTRIEB AUCH IN KANADA BESCHLEUNIGT**  
J/J IN %; PREISTREND=SPANNE VON DREI INDIKATOREN LS: USD-



Quelle: Bloomberg

In die Freude auf eine erfolgreiche Bewältigung der Corona-Zeit mischt sich allerdings die Sorge vor einer Überhitzung am Wohnungsmarkt. So trug der Wohnungsbau im ersten Quartal mit 3,6%-Punkten mehr als die Hälfte zum Quartalswachstum bei. Kapazitätsengpässe, insbesondere knappe Baumaterialien, sorgen dafür, dass sich diese Entwicklung bereits kurzfristig nicht fortsetzen kann. Die April- und Maizahlen zu den Wohnungsbaubeginnen zeigen bereits eine Korrektur. Allerdings geht von den kräftig steigenden Immobilienpreisen ein anhaltender Anreiz zum Wohnungsbau aus. Die Kehrseite der höheren Immobilienpreise ist dabei eine merklich steigende Verschuldung der Haushalte für den Immobilienerwerb, was die Risiken im Finanzsystem erhöht. Die Bank of Canada steht damit vor der schwierigen Aufgabe zum einen die Dynamik am Immobilienmarkt zu begrenzen und zum anderen die zügige Rückkehr zur Normalität nicht aufzuhalten. Noch immer liegt die Arbeitslosenquote erheblich über dem Vor-Corona-Stand, so dass noch weitere monetäre Impulse notwendig sind. Die jüngsten Zahlen zu den Verbraucherpreisen zeigten allerdings auch in Kanada eine merkliche Beschleunigung auf 3,6% (J/J), wobei sich die Indikatoren für den Preistrend mit durchschnittlich 2,3% zwar deutlich moderater entwickelt haben, aber auch hier hat sich das Preisbild eingetrübt. Die Bank of Canada könnte vor diesem Hintergrund zwar früher als die Fed erstmals wieder an der Zinsschraube nach oben drehen, auf Jahressicht dürfte es jedoch noch nicht soweit sein. Eine erheblich gegenüber den USA divergierende Geldpolitik ist ohnehin nicht zu erwarten, so dass auch die Impulse für den Loonie allenfalls moderat ausfallen sollten.

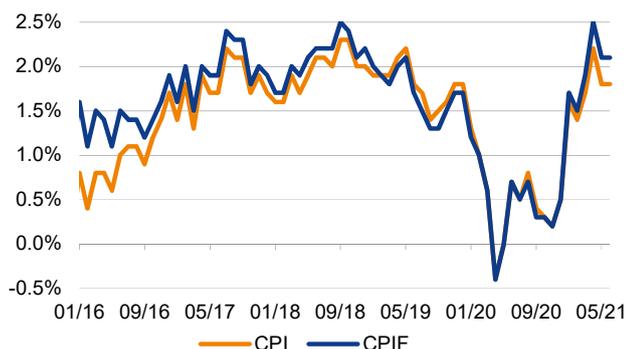
### Dynamik am Wohnungsmarkt lässt sich kurzfristig nicht halten

## Skandinavien: Riks- und Norges Bank auf unterschiedlichen Pfaden

Während die Inflationsraten in weiten Teilen der G10-Länder zuletzt die Erwartungen übertroffen haben, lag die Inflation in Schweden zuletzt wieder auf etwas niedrigeren Niveaus. Der für die Notenbank relevante CPIF stieg im Mai um 2,1% (J/J) und damit weniger stark als im Vormonat (+2,5% J/J) an. Für eine komplette Entwarnung ist es sicherlich noch zu früh, im Gegensatz zur Norges Bank kann die Riksbank sich dennoch recht entspannt zurücklehnen. Kommentare der Riksbank Oberen lassen eigentlich keine Zweifel daran, dass die Zentralbank derzeit keinerlei Veranlassung sieht, eine geldpolitische Wende einzuläuten. Die Krone quittierte die niedrigere Inflationsrate mit leichten Verlusten, doch auch die zuletzt etwas schwächere Performance des Euro spiegelt sich hier wieder (die Korrelation zwischen EUR-SEK und EUR-USD ist im Normalfall negativ). In den kommenden Wochen wird der Fokus dennoch weiter auf der Entwicklung der Inflationsrate liegen, bevor die Riksbank am 1. Juli zu ihrer nächsten regulären Sitzung zusammenkommt. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt wieder stärker präsentieren wird, dürfte auch die Krone erneuten Aufwind erfahren.

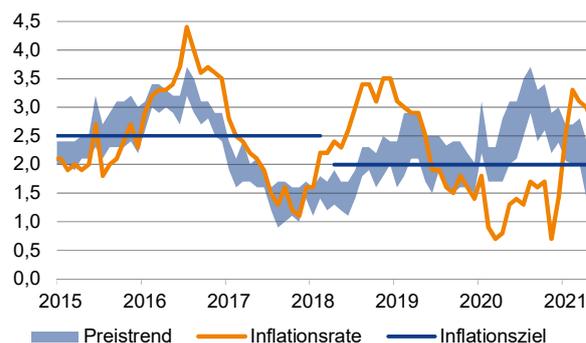
**Riksbank bleibt gelassen und setzt auf erneut nachlassenden Preisdruck**

**SCHWEDEN: INFLATION FÄLLT ZURÜCK**  
CPI UND CPIF, J/J IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

**NORWEGEN ÜBERRASCHT MIT NIEDRIGEN INFLATIONSZAHLEN**  
J/J %; PREISTREND= SPANNE VON VIER INFLATIONSINDIKATOREN



Quelle: Norges Bank

Nachdem die norwegische Wirtschaftsleistung im ersten Quartal um 1,0% (Q/Q) geschrumpft war, konnte im April wieder ein Anstieg von 0,3% (M/M) verzeichnet werden. Die verschiedenen Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass es im Mai weiter nach oben gegangen ist. Die sukzessive Aufhebung der Beschränkungen der Wirtschaft dürften für eine fortgesetzte Expansion sorgen. Da der Rückgang der Wirtschaftsleistung im letzten Jahr im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern nur moderat war, wird in Norwegen auch schneller wieder das alte Niveau erreicht und die Politik kann ihre Unterstützungsmaßnahmen zurückfahren. Für die Norges Bank stellt sich damit die Frage nach der Terminierung einer ersten Zinserhöhung. Anders als in vielen anderen Ländern haben sich in Norwegen die Preiszahlen in den letzten Monaten entspannt. Die Inflationsrate rutschte im Mai auf 2,7% (J/J), nachdem sie im Februar noch ein Hoch von 3,3% erreicht hatte. Noch bemerkenswerter ist die Entwicklung bei dem besonders beachteten Indikator ohne Energie und mit Herausrechnung von Steueränderungen, der im August letzten Jahres noch einen Anstieg von 3,7% (J/J), ein Mehrjahreshoch, verzeichnete und nun nur noch um 1,5% über dem Vorjahresstand liegt. Allerdings waren für diese Zahlen einige statistische Verzerrungen mitverantwortlich, so dass sie die Notenbank nicht von ihrem Zinserhöhungspfad abbringen können. In ihrer Juni-Sitzung signalisierte die Norges Bank einen ersten Schritt für September und ihre Projektionen für den

**Erste Zinserhöhung für September signalisiert**

wahrscheinlichsten Zinspfad eröffnet sogar den Raum für eine weitere Zinserhöhung im Dezember oder Anfang kommenden Jahres. Damit zeigte sich die Notenbank deutlich schärfer als in den letzten Sitzungen. Die Geldpolitik ist damit gegenüber dem Euroraum erheblich aktiver, was der Krone eine solide Unterstützung bringen sollte.

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

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

## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: MNB dürfte mit erster Leitzinsanhebung im CE3-Universum aufwarten

Die CE3-Währungen, Forint, tschechische Krone und Zloty, haben zuletzt gegenüber dem Euro unterschiedliche Richtungen eingeschlagen. Während die beiden Erstgenannten weitere Kursgewinne verzeichnen konnten, musste der Zloty jüngst wieder kleinere Brötchen backen.

Ausschlaggebend für diese divergierenden Marschrichtungen sind die unterschiedlichen Markterwartungen, die künftige Geldpolitik in diesen Ländern betreffend. So musste der Zloty eine herbe Enttäuschung hinnehmen, als die polnische Notenbank (NBP) in der vergangenen Woche deutlich machte, dass sie ungeachtet des massiv zugenommenen Preisdrucks im Land perspektivisch an ihrer expansiven geldpolitischen Ausrichtung festhalten wird. Als Gründe hierfür nannte sie den ihrer Ansicht nach weiterhin temporären Charakter der aktuellen Inflationsentwicklung. Zudem wies die NBP darauf hin, dass für den momentan sehr starken Preisdruck Faktoren (Energie- und Nahrungsmittelpreise) verantwortlich sind, die außerhalb ihres Einflussbereichs liegen. Dies impliziert, dass sie keine Notwendigkeit sieht, geldpolitisch aktiv zu werden. Für eine Währung ist dies eine Hiobsbotschaft, zumal die NBP nicht einmal in ihrer Tonspur etwas „hawkischer“ geworden ist.

### Die CE3-Währungen gehen getrennte Wege

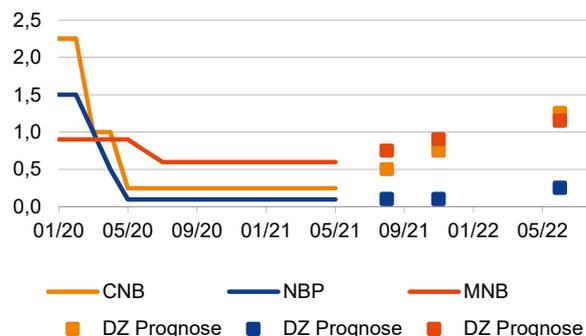
### Der Zloty zeigt sich geldpolitisch enttäuscht

DER ZLOTY HAT DAS NACHSEHEN  
INDEXIERT, 01.01.2021=100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

POLNISCHE ZENTRALBANK DÜRFTE AM LÄNGSTEN AN IHREM HISTORISCH NIEDRIGEN LEITZINSNIVEAU FESTHALTEN  
LEITZINSENTWICKLUNGEN UND -PROGNOSEN DZ BANK, IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Ganz anders stellt sich hingegen die Sache für den Forint und die tschechische Krone dar, bewegen diese sich doch geldpolitisch auf der sprichwörtlichen Sonnenseite des Lebens. So stellt die ungarische Notenbank (MNB) bereits für ihre nächste Sitzung am 22. Juni eine erste echte Leitzinsanhebung in Aussicht. Ihre tschechischen Amtskollegen (CNB) dürften am 23. Juni oder spätestens am 5. August folgen. Interessant wird es bei beiden Zentralbanken sein zu erfahren, wie schnell und wie stark sie die geldpolitische Normalisierung vorantreiben werden.

### Forint und Krone mit geldpolitischem Rückenwind

Unserer Ansicht nach dürfte die CNB, welche anders als die polnische und die ungarische Notenbank im Kampf gegen die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise auf ein Anleiheankaufprogramm verzichtet hat, den Leitzins auf Jahressicht am deutlichsten von aktuell 0,25% auf dann wieder 1,25% angehoben haben. Die MNB sollte hingegen etwas zurückhaltender agieren und zudem in nächster Zeit auch noch an ihrem Anleiheankaufprogramm festhalten. Konkret sehen wir das ungarische Leit-

zinsniveau auf Sicht von zwölf Monaten bei 1,15%, was ein Anstieg von 55 Basispunkten wäre.

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

**Russland: Rubel atmet durch**

Der Rubel konnte zuletzt gegenüber dem US-Dollar merklich Boden gutmachen und kletterte zeitweise auf den höchsten Stand seit Ende Juli 2020. Auch gegenüber dem Euro zeigt sich die russische Landeswährung in wieder etwas festerer Verfassung und kämpfte sich hierbei auf ihre Höchststände vom März dieses Jahres empor. Neben den weltweit merklich gestiegenen Energiepreisen dürfte dem Rubel auch das risikofreundliche Marktumfeld in die Hände spielen. Die darüber hinaus zuletzt in den Hintergrund gerückten geopolitischen Risiken tragen zusammen mit der nun als neutral einzuschätzenden Geldpolitik der russischen Notenbank (CBR) ebenfalls maßgeblich zu der zu beobachtenden Rubel-Erhholung bei.

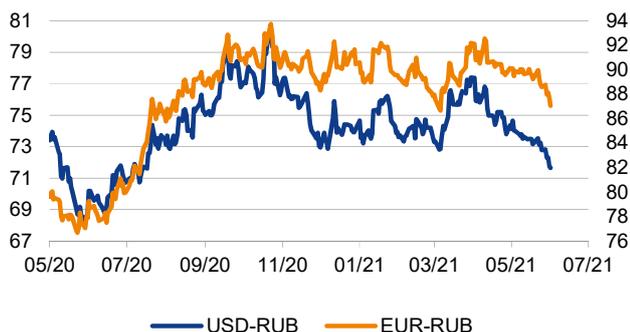
Letzt genannte hat Ende letzter Woche den Leitzins wie allgemein erwartet erneut um 50 Bp auf nun 5,50% angehoben und weitere Schritte in Aussicht gestellt. Sorgen bereitet den dortigen Währungshüter nach wie vor die Inflationsentwicklung, ist doch die russische Teuerungsrate im vergangenen Monat auf 6,0% (J/J) und damit auf den höchsten Stand seit Herbst 2016 gestiegen. Da in den kommenden Monaten allgemein mit einem weiter zunehmenden Preisdruck gerechnet wird, sollten die Anfang Juli zur Bekanntgabe anstehenden russischen CPI-Zahlen für Juni im Auge behalten werden.

**Geopolitische Risiken rücken in den Hintergrund**

**Russische Notenbank stellt weitere Leitzinsanhebungen in Aussicht**

**GEOPOLITISCHE RISIKEN RÜCKEN IN DEN HINTERGRUND – DEN RUBEL FREUTS**

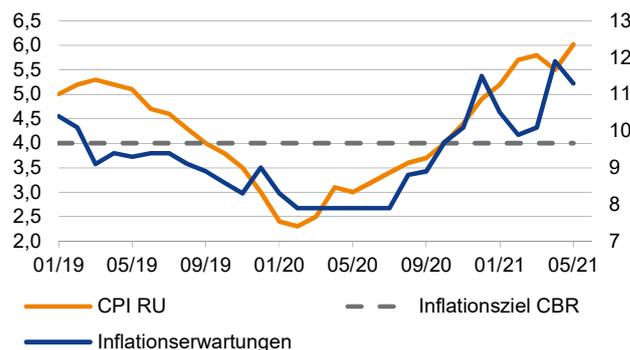
LS: USD-RUB, RS: EUR-RUB



Quelle: Bloomberg

**PREISDRUCK NIMMT IMMER WEITER ZU**

LS: CPI RU UND CBR-INFLATIONSZIEL, RS: DURCHSCHNITTL. INFLATIONSERWARTUNGEN RUSS. VERBRAUCHER +12M, ALLES IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Wenngleich wir dem Rubel auf Jahressicht sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar weitere Kursgewinne zugestehen, so sollte es nicht verwundern, wenn die russische Landeswährung in den Herbst hinein in einem weltweit konjunkturell merklich aufgehellten Umfeld vorübergehend wieder einen Gang zurückschaltet. Anlass zu dieser Einschätzung gibt uns unsere Erwartung, wonach die US-Notenbank auf Sicht von drei Monaten beginnen sollte, den Markt auf das von uns für Anfang 2022 prognostizierte „Tapering“ vorzubereiten. Die Aussicht auf eine geldpolitisch weniger expansive Gangart der US-Notenbank könnte das globale Risikosentiment und damit auch die risikosensitiven Schwellenländerwährungen zumin-

**Aussicht auf Fed-Tapering dürfte den Rubel im Herbst vorübergehend wieder zurückhaltender agieren lassen**

dest vorübergehend belasten. Da die Fed jedoch glaubhaft vermitteln sollte, dass sie den geldpolitischen Stimulus nur sehr langsam und umsichtig („Dovish Tapering“) verringern wird, rechnen wir mit keinen nachhaltigen Kursverlusten des Rubels.

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

## Türkei & Südafrika: Von niedrigeren Inflationszielen und Zielverfehlungen

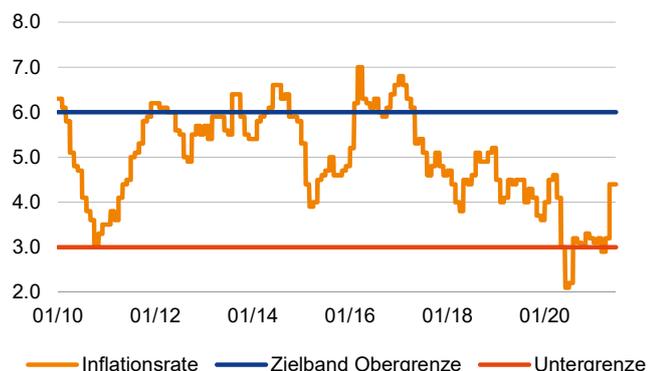
Der global zunehmende Preisdruck macht sich auch am Kap der Guten Hoffnung bemerkbar. So stieg die Inflationsrate in Südafrika im April dynamisch an und erreichte mit 4,4% (J/J) den höchsten Stand seit Februar vergangenen Jahr. Zwar liegt die Kernrate mit 3,0% noch auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau, allerdings zog diese zuletzt immerhin um 0,5%-Punkte an. Von Panik oder sich andeutendem Aktionismus ist in den Reihen der Zentralbank dennoch wenig zu spüren. Vielmehr hielten die Währungshüter im Rahmen ihrer Mai-Sitzung am bisherigen geldpolitischen Kurs fest und wiesen erneut darauf hin, dass die nächste – irgendwann anstehende – Leitzinsänderung wohl eine Erhöhung sein werde.

Notenbankchef Kganyago nahm sich kürzlich sogar die Zeit, die Vorzüge eines niedrigeren Inflationsziels in den Blickpunkt zu rücken. Er sehe „sehr starke Argumente“ dafür, das entsprechende Zielband der Zentralbank abzusenken, und nannte in diesem Zusammenhang eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und die einfachere Absorption von Schocks. Nach derzeitigem Stand soll die Zentralbank eine Preissteigerungsrate zwischen 3% und 6% anstreben. Tatsächlich orientieren sich die Währungshüter vorrangig an der Mitte dieser Spanne. Für den Südafrikanischen Rand, der sich zuletzt weiterhin von seiner robusten Seite präsentiert hat, wäre ein niedrigeres Inflationsziel längerfristig wohl eine gute Nachricht, stellen im internationalen Vergleich hohe Preissteigerungsraten doch laut Kaufkraftparität doch einen strukturellen Belastungsfaktor dar.

**Zunehmender Preisdruck in Südafrika, Zentralbank gibt sich dennoch gelassen**

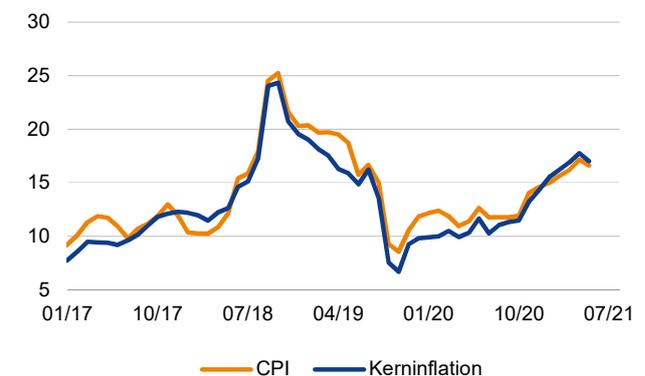
**Südafrikanischer Rand dürfte die Idee eines niedrigeren Inflationsziels grundsätzlich gutheißen**

**SÜDAFRIKAS ZENTRALBANK HISTORISCH RECHT TREFFSICHER**  
INFLATIONSRATE (J/J) UND ZIELBAND DER ZENTRALBANK, IN %



Quelle: Bloomberg

**TÜRKISCHE INFLATIONSRATE GEHT IM MAI LEICHT ZURÜCK**  
INFLATION UND KERNINFLATION (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg

Dass ein niedrigeres Inflationsziel nur die halbe Miete ist, wenn überhaupt, lässt sich an der Entwicklung in der Türkei ablesen. Im Jahr 2012 senkte die dortige Zentralbank den entsprechenden Wert auf 5% (J/J), auf das Gesamtjahr gerechnet erreicht hat sie ihn bislang nach eigenen Angaben nicht ein einziges Mal. Tatsächlich lag die Inflationsrate im Mai bei stolzen 16,6%. Was immer noch eine klare Zielverfehlung

**Inflationsrate in der Türkei geht im Mai leicht zurück, liegt aber weiter auf sehr hohem Niveau**

darstellt, ist im Vormonatsvergleich sogar eine leichte Verbesserung, lag die Preissteigerung im April doch oberhalb von 17%. Für die Lira mag dies zwar zunächst eine gute Nachricht sein, allerdings bleibt abzuwarten, ob und inwieweit der Preisdruck nachhaltig zurückgeht.

Nicht gerade hilfreich aus Sicht der türkischen Landeswährung war in den letzten Tagen der genauere Blick auf die Außenpolitik der Regierung in Ankara. Hoffnungen auf eine nennenswerte Annäherung im angespannten Verhältnis zu den USA, die in ein Treffen der Präsidenten Erdogan und Biden am Rande des jüngsten NATO-Gipfels gesetzt wurden, haben sich nicht bestätigt. Zu tief sind die Gräben zwischen den Partnern des Militärbündnisses, sei es beim von der Türkei erworbenen russischen Raketenabwehrsystem, den divergierenden Interessen im Norden Syriens oder dem Gasstreit im Mittelmeer. Aus der Perspektive der Lira, die sich aktuell nur knapp oberhalb des Anfang Juni verzeichneten Rekordtiefs gegenüber dem US-Dollar bewegt, bedarf es offensichtlich mehr, um eine nachhaltige Trendwende hin zum Besseren zu initiieren. Glaubwürdiges und verlässliches Agieren in der Außen- und Geldpolitik der Türkei wären ein guter Anfang, nachdem es derzeit aber nicht aussieht.

Sören Hettler, +49 (0)69 7447 2259

**Türkei ist derzeit kein verlässlicher Partner – weder für die NATO noch für die Finanzmärkte**

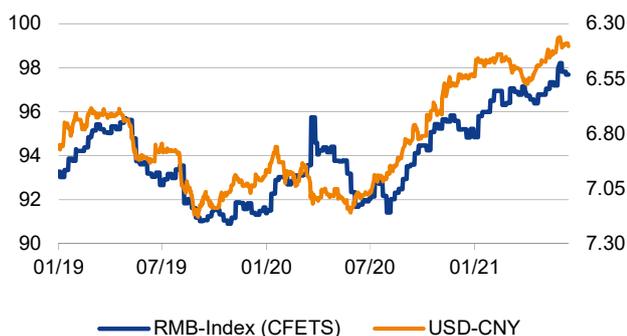
### China: Peking stellt sich weiterer Aufwertung entgegen

Nachdem der Yuan noch vor wenigen Wochen den Geduldsfaden der chinesischen Währungshüter durch seinen Aufwertungsdruck strapaziert hatte, haben die Offiziellen ihm inzwischen wieder erfolgreich seine Grenzen aufgezeigt. Temporäre USD-CNY-Kurse unter 6,38 CNY bedeuteten ein Drei-Jahres-Tief und hatten eine ganze Flutwelle verbaler Gegenwehr ausgelöst. Warnungen, dass „Dauer-Spekulierer“ letztlich als Verlierer dastehen werden, und die gebetsmühlenartige Wiederholung der Bedeutung „stabiler“ Wechselkurse sind nur die Spitze des Abwehr-Bollwerks. Geschäftsbanken erhielten angeblich den „gutgemeinten“ Rat, doch besser risikoneutrale Positionen am Devisenmarkt einzunehmen. Und nicht zuletzt sollen angeblich in Kürze Kapitalverkehrskontrollen gelockert werden, die chinesischen Investoren einen leichteren Zugang zum Finanzmarkt in Hongkong und damit Kapitalabflüsse aus China erleichtern sollen.

**Aufwertungskapaden des Yuan – Gegenwehr wird lauter**

#### PEKING WÜNSCHT SICH MEHR STABILITÄT AM FX-MARKT

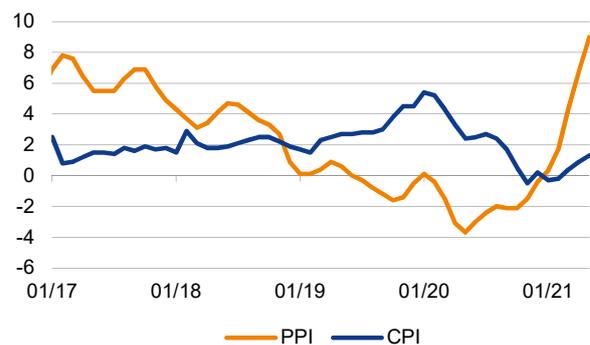
LS: HANDELSGEWICHTETER CNY-INDEX; RS: USD-CNY (INVERS)



Quelle: Refinitiv

#### KÖNNTE FESTERER CNY DIE IMPORTIERTE INFLATION BREMSEN?

KONSUMENTEN- UND PRODUZENTENPREISE (J/J) IN %



Quelle: Refinitiv

Das Schlüsselargument der Yuan-Rallye aus dem letzten Jahr (die schnelle Konjunkturerholung aus der Pandemie) ist durch die globale Aufholjagd inzwischen überholt. Ein recht neues Motiv für die Yuan-Bullen ist die Idee, dass Peking entgegen seiner langjährigen Tradition keine schwache Währung zur Export-Stimulierung begrüßt, sondern vielmehr die Vorzüge einer starken Währung für sich entdeckt haben soll. Das Prestigeprojekt der Renminbi-Internationalisierung sowie das Gegengewicht für die stark gestiegenen Rohstoffpreise (importierte Inflation) würden angeblich den Wunsch nach einem festen Yuan erklären. Bislang ist dies aber nur eine Idee des Marktes, von Seiten der Währungsoffiziellen ist nichts in dieser Richtung zu hören. Vor allem in den kommenden Wochen im Vorfeld des 1. Juli, wenn die Kommunistische Partei Chinas ihren 100. Gründungstag feiert, dürfte Peking demonstrativ seine Kontrolle über die Devisenmärkte unter Beweis stellen wollen – und das erklärte Ziel ist nun einmal Wechselkursstabilität.

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

### **Brasilien & Mexiko: Nach der Wahl ist vor der Wahl**

Mexikos Präsident Lopez Obrador musste bei den Wahlen zum Abgeordnetenhaus Anfang Juni einen Dämpfer hinnehmen, da seine Partei, Morena, ihre eigene Mehrheit in der Kammer einbüßte. Gemeinsam mit den beiden verbündeten Parteien gelang aber dennoch eine komfortable Mehrheit. Eine verfassungsändernde Mehrheit wurde allerdings klar verfehlt. In einer ersten Stellungnahme kündigte der Präsident an, an seinem umfassenden Umbauprogramm festhalten zu wollen. Die hierfür eventuell notwendigen Stimmen will er sich nun bei den Oppositionsparteien sichern. Im parlamentarischen Prozess Mexikos wäre dies nicht ungewöhnlich, da sich Regierungs- und Oppositionsparteien üblicherweise trotz allem Getöse nicht unversöhnlich gegenüberstehen. Die zweite Hälfte der sechsjährigen Amtszeit eines Präsidenten ist allerdings üblicherweise kaum noch durch größere Reformen geprägt. Nach und nach wird die Frage der Nachfolge von Präsident Lopez Obrador, der nicht zur Wiederwahl antreten darf, das politische Geschehen in Mexiko prägen. Spannend wird dies insofern, als dass Morena vor allem in Mexiko-Stadt, der politischen Heimat der bisherigen Favoriten, einen Rückschlag erlitten hat. Bei vielen Gouverneurswahlen (11 von 15) konnten sich aber die Morena-Kandidaten durchsetzen, die sich in den nächsten beiden Jahren für höhere Weihen empfehlen können. Damit gelang es der noch jungen Partei (Gründung 2014), sich auch weit im Land zu etablieren. Etwas früh kam für unseren Geschmack die Ankündigung eines ersten Personalwechsels. Als Nachfolger des Notenbankgouverneurs Díaz de León, der keine Chance auf eine Verlängerung seiner zum Jahresende auslaufenden Amtszeit hatte, wurde Finanzminister Herrera auserkoren. Die Geldpolitik steht damit ein halbes Jahr unter einer Leitung auf Abruf. Neuer Finanzminister wird der enge Wirtschaftsberater des Präsidenten Ramírez de la O.

Der Peso hat den Wahlausgang aufgrund der nun verringerten Handlungsmöglichkeiten der Regierung zunächst positiv aufgenommen und gegenüber dem Dollar die stärkste Notierung seit Januar erreicht. Für nachhaltige Gewinne dürfte es aber nicht reichen, da die wohl auch weiterhin wenig marktfreundliche Politik viele potenzielle Investoren auf der Beobachterposition verharren lässt. Ein weiterer Unterstützungsfaktor für den Peso waren in den letzten Wochen abbröckelnde Renditen in den USA, wobei ein erneuter Renditeschub – wie jüngst zu beobachten – dem Peso auch schnell wieder Kopfzerbrechen bereiten würde.

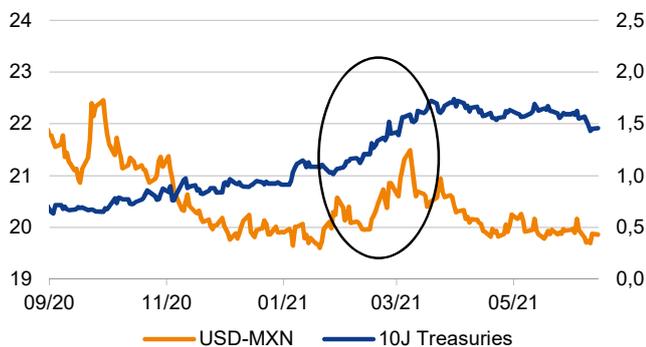
**Peking liebäugelt angeblich mit Vorteilen des starken Yuan? Wohl kaum!**

**Erste Personalrochaden nach der Wahl**

**Peso begrüßt Wahlergebnis**

### NUR KRÄFTIGER RENDITEANSTIEG IN DEN USA BELASTET PESO

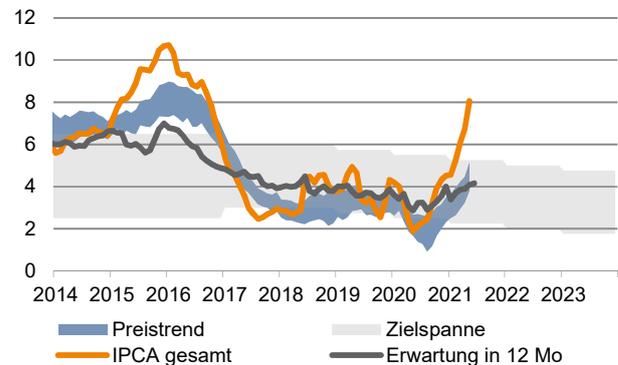
LS: USD-MXN; RS: RENDITE USA IN %



Quelle: Bloomberg

### PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN MACHT SORGEN

J/J IN %; PREISTREND: SPANNE VON 5 INDIKATOREN



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil

Wahlen sind in Brasilien zwar noch kein unmittelbares Thema, die Präsidentschaftswahlen im Herbst 2022 rücken aber näher und damit schließt sich vermutlich spätestens zum Jahresende das Fenster für größere Wirtschaftsreformen. Im parlamentarischen Prozess stecken derzeit vor allem drei Themenkomplexe. Die besten Aussichten auf zumindest einige Erfolgsmeldungen gibt es bei den Privatisierungen, während es bei der Vereinfachung des komplexen Steuersystems schwieriger wird. Erfolge hier würden sicher die größten Impulse für die brasilianische Wirtschaft und auch den Real bringen. Auf größere Widerstände dürfte mit Blick auf die Wahlen auch eine Reform des Besoldungssystems im öffentlichen Dienst stoßen, mit der der Anstieg der Löhne in diesem Bereich gedämpft werden soll und Produktivitätsgewinne erhofft werden. Neben den Reformbemühungen schaut der Devisenmarkt auf die Geldpolitik. Mit deutlichen Zinserhöhungen, die sich in den kommenden Monaten fortsetzen sollten, hat die Notenbank ihre Bereitschaft bekräftigt, der Inflationsbeschleunigung Einhalt zu gebieten. Zuletzt hatte die Inflationsrate 8,1% (J/J) erreicht, und auch die verschiedenen Indikatoren für den Preisauftrieb legten auf durchschnittlich 4,5% (J/J) zu. Den Preiszahlen für den Juni dürfte eine besondere Bedeutung zukommen, da keine Belastung durch den Basiseffekt der Corona-Krise von vor einem Jahr mehr in die Berechnung der Jahresrate einfließt. Für die Geldpolitik wäre vor diesem Hintergrund ein weiterer Anstieg der Inflationsrate besonders beunruhigend, und unsere Einschätzung einer Leitzinsanhebung bis auf 6,5% zum Jahresende müsste überprüft werden.

### Zeit für Reformen wird in Brasilien knapp

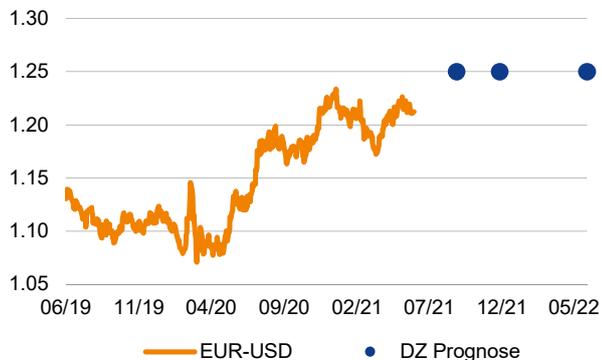
Brasilien gelang es nicht, wie auch den meisten anderen Ländern Südamerikas, den Sommer auf der Südhalbkugel zu nutzen, um die Corona-Infektionszahlen deutlich zu drücken. Mit den beginnenden Wintermonaten droht damit zumindest in den nichttropischen Landesteilen im Süden eine erneute Corona-Welle, zumal das Land nicht zu den Vorreitern bei den Impffortschritten zählt.

### Keine Entspannung bei den Corona-Zahlen

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

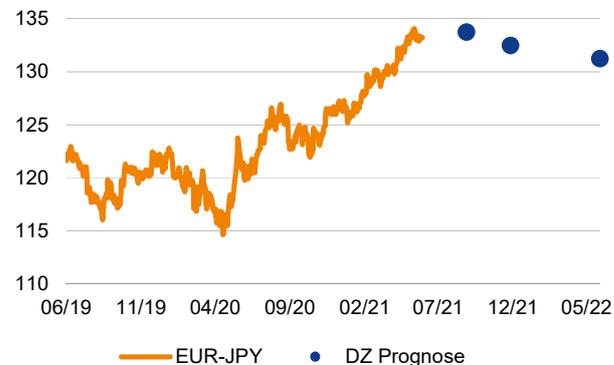
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP**



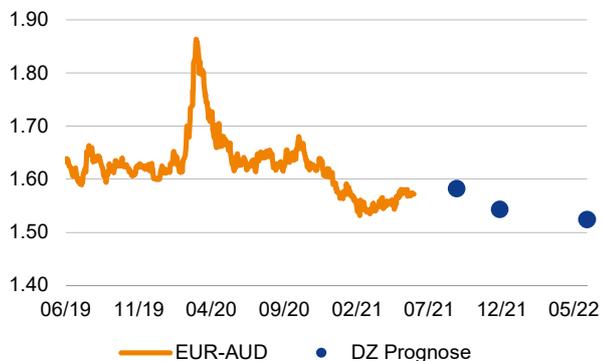
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD**



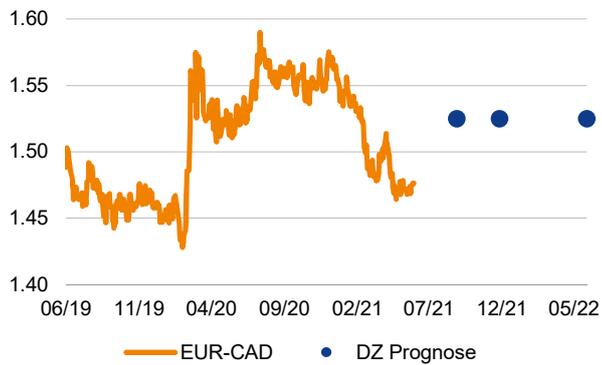
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD**



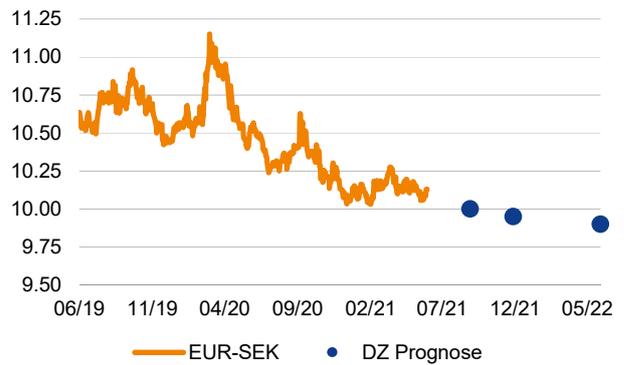
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



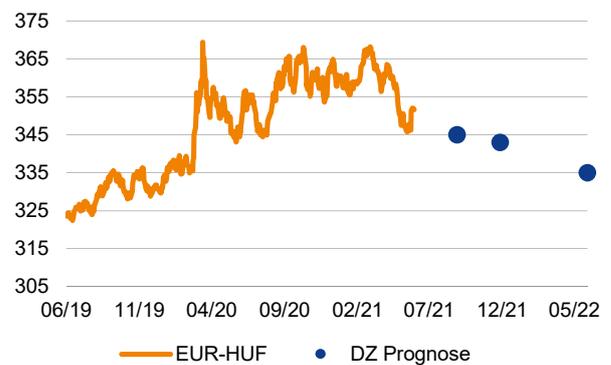
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



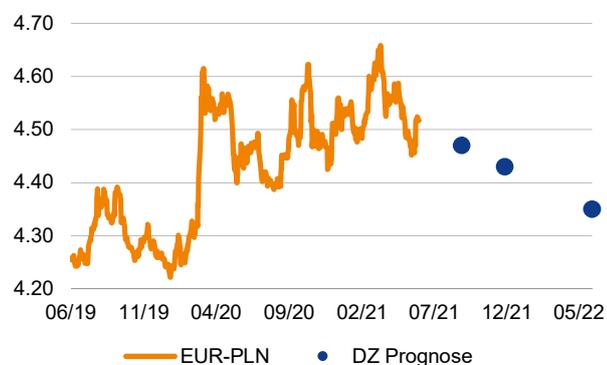
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF**



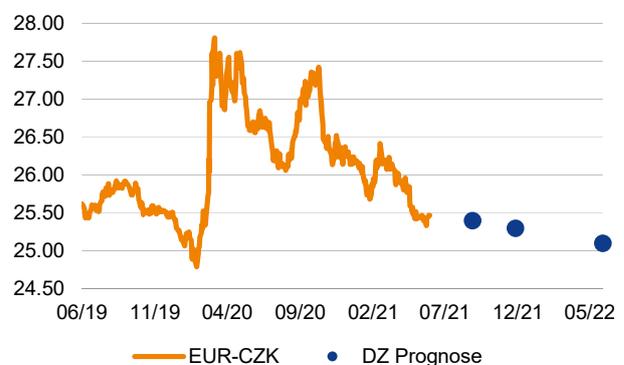
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN**



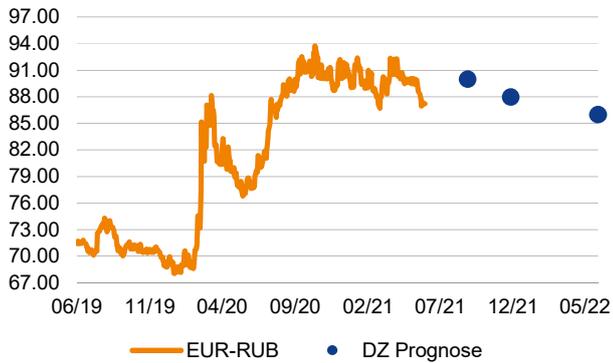
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK**



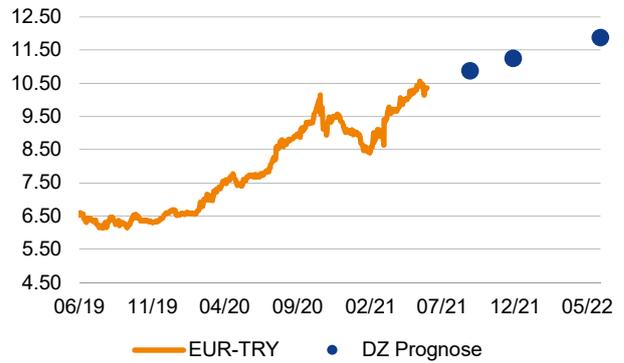
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB**



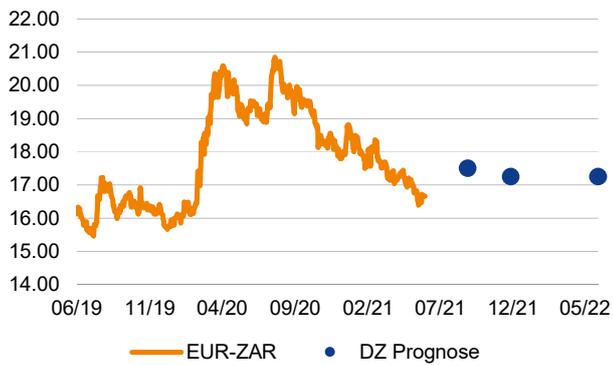
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY**



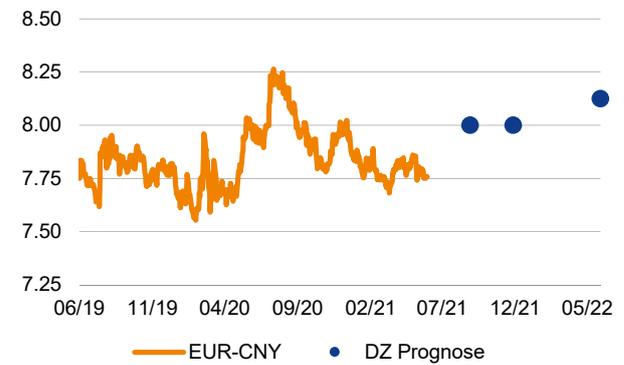
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



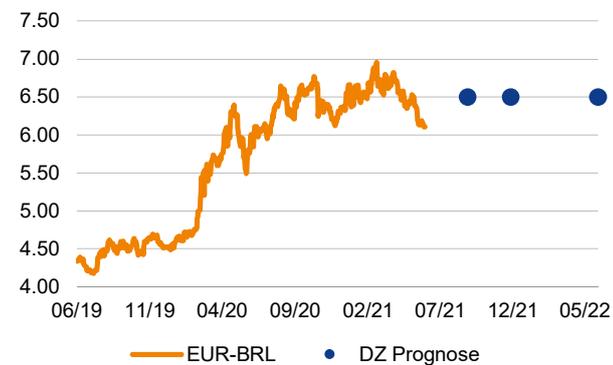
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



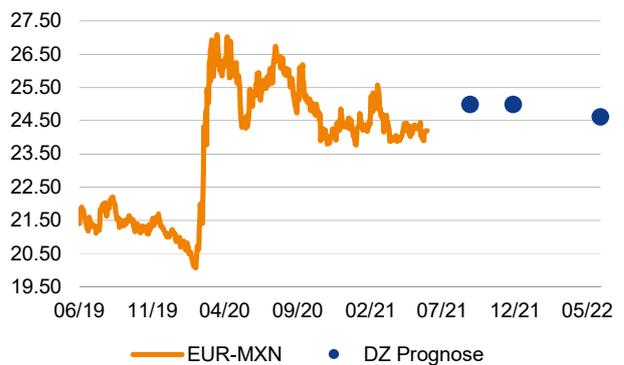
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

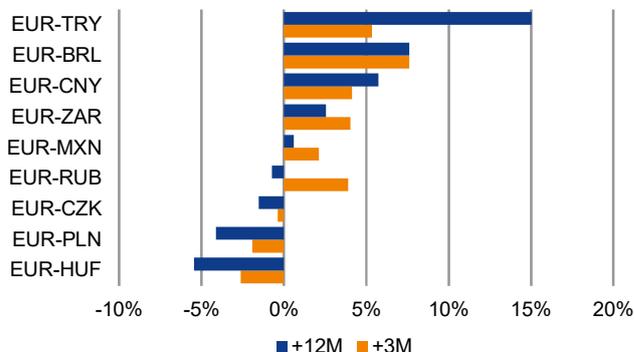
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

### 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	1.2126	1.2500	1.2500	1.2500
EUR/GBP	0.8611	0.8600	0.8500	0.8500
EUR/JPY	133.49	133.75	132.50	131.25
EUR/CHF	1.0893	1.1000	1.1000	1.1000
EUR/AUD	1.5774	1.5823	1.5432	1.5244
EUR/NZD	1.7027	1.7123	1.6667	1.6234
EUR/CAD	1.4775	1.5250	1.5250	1.5250
EUR/NOK	10.0862	9.9000	9.9000	9.8000
EUR/SEK	10.0983	10.0000	9.9500	9.9000
EUR/PLN	4.5294	4.4500	4.4200	4.3500
EUR/CZK	25.45	25.40	25.30	25.10
EUR/HUF	351.59	345.00	343.00	335.00
EUR/RUB	87.58	90.00	88.00	86.00
EUR/TRY	10.3806	10.8750	11.2500	11.8750
EUR/ZAR	16.70	17.50	17.25	17.25
EUR/CNY	7.7690	8.0000	8.0000	8.1250
EUR/BRL	6.1188	6.5000	6.5000	6.5000
EUR/MXN	24.28	25.00	25.00	24.63

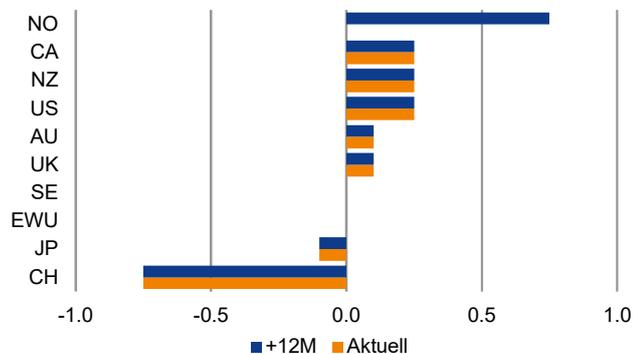
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

### FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.2126	1.2500	1.2500	1.2500
GBP/USD	1.4083	1.4535	1.4706	1.4706
USD/JPY	110.08	107.00	106.00	105.00
USD/CHF	0.8980	0.8800	0.8800	0.8800
AUD/USD	0.7687	0.7900	0.8100	0.8200
NZD/USD	0.7121	0.7300	0.7500	0.7700
USD/CAD	1.2184	1.2200	1.2200	1.2200
USD/NOK	8.3178	7.9200	7.9200	7.8400
USD/SEK	8.3277	8.0000	7.9600	7.9200
USD/PLN	3.7338	3.5600	3.5360	3.4800
USD/CZK	20.99	20.32	20.24	20.08
USD/HUF	289.88	276.00	274.40	268.00
USD/RUB	72.22	72.00	70.40	68.80
USD/TRY	8.5567	8.7000	9.0000	9.5000
USD/ZAR	13.77	14.00	13.80	13.80
USD/CNY	6.4061	6.4000	6.4000	6.5000
USD/BRL	5.0463	5.2000	5.2000	5.2000
USD/MXN	20.03	20.00	20.00	19.70

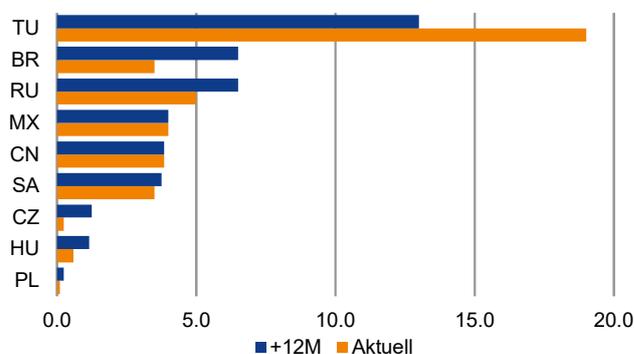
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

### 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.)	-6.5	4.0	4.9	-1.3	12.2	1.9	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	0.3	2.1	1.6	1.1	1.9	2.6	3.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.2	-7.2	-5.2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.0	3.1	3.2				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.5	6.7	4.4	0.4	13.3	6.8	7.0
Inflation (in % gg. Vj.)	1.2	3.8	2.8	1.9	4.7	4.3	4.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-18.9	-18.0	-9.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.1	-3.5	-2.6				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4.7	2.4	2.3	-1.5	7.4	3.0	0.9
Inflation (in % gg. Vj.)	0.0	0	0.3	-0.4	-0.1	0.2	0.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.8	-6.7	-5.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.2	3.2	3.2				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-9.8	5.3	5.1	-6.1	20.3	4.8	5.1
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	1.7	2.1	0.6	1.7	2.0	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-14.0	-12.0	-3.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.5	-4.5	-3.9				
<b>Schweiz</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.7	3.1	3.5	-0.5	7.7	2.2	3.2
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.7	0.3	0.9	-0.4	0.5	0.4	0.8
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.)	-2.4	4.7	3.5	1.1	8.5	6.0	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	0.9	2.0	1.7	1.0	3.3	2.2	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.9	-5.9	-4.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.5	2.7	0.4				
<b>Neuseeland</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1.2	4.0	3.3	1.5	12.0	2.0	1.0
Inflation (in % gg. Vj.)	1.7	1.7	2.0	1.5	1.9	1.7	1.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.9	-6.1	-2.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.0	-2.2	-1.9				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.3	6.8	3.4	0.3	14.7	7.1	6.0
Inflation (in % gg. Vj.)	0.7	2.5	2.3	1.4	3.1	2.9	2.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.3	-8.2	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.8	-0.8	-1.5				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3.0	3.7	2.7	-0.9	8.7	3.4	4.1
Inflation (in % gg. Vj.)	0.5	1.9	1.8	1.5	2.0	2.0	2.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.1	-2.7	-1.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.2	3.2	3.5				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0.8	3.7	3.2	-0.2	6.2	4.3	4.1
Inflation (in % gg. Vj.)	1.3	2.9	1.9	3.0	3.0	2.8	2.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.3	-1.3	0.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.9	4.3	3.6				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.1	6.8	4.8
Inflation (in % gg. Vj.)	3.3	3.9	3.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8.1	-7.5	-5.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.1	-0.2	0.2
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2.6	4.3	4.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	3.3	2.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.1	-3.4	-2.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.6	3.6	2.7
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5.6	3.0	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	2.0	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.2	-6.6	-2.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.6	4.3	3.1
<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	-2.9	-2.4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.3	2.0	1.7
<b>Türkei</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1.8	5.5	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	12.3	16.0	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	2.8	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)	2.0	-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)	-6.3	-6.1	-5.9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.9	1.0	0.6
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4.1	4.2	2.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	6.3	4.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13.6	-8.4	-7.2
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1.7	-1.4	-2.2
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8.5	6.0	3.7
Inflation (in % gg. Vj.)	3.4	4.6	3.8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.0	-3.3	-2.7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.4	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