

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Von Alpha über Delta bis zu Omega – kehrt die Risikoaversion zurück?

Die Fußball-EM ist vorüber, so dass sich die über 80 Mio. Vize-Bundestrainer hierzulande wieder ihrer Beschäftigung als Hobby-Virologen zuwenden können. Keine Minute zu früh: die Delta-Mutation hat die Schlagzeilen übernommen, und die Diskussion über ihre Implikationen beherrscht die Finanzmärkte. Einig ist man sich weitgehend darin, dass es kaum bei Delta bleiben wird, und auch die bereits kursierende Lambda-Variante nicht das Ende des griechischen Alphabets ist. Uneinig ist man sich dagegen über die ökonomischen Folgen. Wird es Konjunktur und Unternehmensgewinnen gelingen, sich vom Infektionsgeschehen abzukoppeln? Um dies zu beantworten, bedarf es Annahmen zur Schwere der zu befürchtenden Krankheitsverläufe. Einerseits wirken die Impferfolge bei den als besonders vulnerabel geltenden Bevölkerungsgruppen deeskalierend. Trotz erneut steil ansteigender Infektionskurven sind die Hospitalisierungs- und Letalitätsraten und somit die Auslastung des Gesundheitssektors glücklicherweise inzwischen merklich niedriger. Dies nährt die Hoffnung, dass uns ein neuerlicher harter Lockdown erspart bleibt und nicht nur die ohnehin vor Dynamik strotzende Industrie, sondern auch der noch fragile Service-Sektor ohne neuen Gegenwind durch den Herbst kommen.

Auch ohne breiten Lockdown ist es zu früh für Entwarnung. In vielen der großen Schwellenländer wütet die Delta-Variante ungebremsst, und die Impfungen beginnen dort gerade erst. Andererseits kommt es selbst in den privilegierten Ländern ohne ein Knappheitsproblem an Impfstoff aufgrund fehlender Impfbereitschaft zu einer merklichen Verlangsamung der Immunisierung, die das Erreichen der Herdenimmunität in Frage stellt. Ungeklärt sind zudem die ökonomischen Kosten der Covid-19-Spätfolgen („Long Covid“), die das Thema Corona selbst dann noch präsent bleiben lassen könnten, wenn sich die hohe Mortalität des letzten Jahres nicht wiederholt.

Die in den letzten Wochen an den Märkten zu beobachtende Rückkehr der Risikoaversion nur mit der Ausbreitung der Delta-Variante zu erklären, wäre zu kurz gegriffen. Auch die Inflationsentwicklung gibt mehr Anlass zur Sorge als noch zu Jahresanfang. Die These, dass die Teuerung nur eine kurze Episode im zweiten Quartal aufgrund von Basis- und Post-Corona-Nachholeffekten bleibt, wird zunehmend wackelig. Dass sich immer mehr Notenbanken global dieser Herausforderung stellen und entweder die Zinswende längst eingeleitet haben oder klare Signale in diese Richtung senden, sind für die liquiditätsverwöhnten Risk Assets unliebsame Nachrichten. Speziell die EM-Länder haben ein kritisches Auge auf die Pläne der US-Notenbank. Weder in Delta und Impfskepsis noch in hartnäckiger Inflation oder voranschreitender geldpolitischer Normalisierung sehen wir Anlass für die nächste große Krise. Für eine Fortsetzung der unreflektierten Risk-On-Partystimmung fehlt aber auch die Basis. Wir rechnen daher in den kommenden Monaten mit einer tendenziell leicht erhöhten Skepsis bei den risikosensitiven Währungen und immer wieder unterschwelliger Risikoaversion, die jedoch nicht für die nächste große Krise reicht.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
15.7.2021 15:11 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Schwieriger Sommerbeginn für den Euro	2
USA: Dollar profitiert (noch) von steigender Risikoaversion	3
Japan: Olympia, Risikoaversion und Details zur grünen Geldpolitik	4
Großbritannien: Keine nachhaltige Rally voraus	5
Schweiz: Halbjahresbilanz – nicht berauschend, aber solide	6
Australien & Neuseeland: zwei verschiedene Welten	7
Kanada: Viele gute Nachrichten	9
Skandinavien: Norges- und Riksbank auf unterschiedlichen Pfaden	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Die Geldpolitik macht den Unterschied	12
Russland: Weitere Leitzinsanhebung erwartet	14
Türkei & Südafrika: Diverse Parallelen erkennbar	15
China: Schleichende Yuan-Aufwertung ebbt ab – Event Risk August?	16
Brasilien & Mexiko: Weitere Leitzinsanhebungen erwartet	18
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	20
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Schwieriger Sommerbeginn für den Euro

Die europäische Gemeinschaftswährung erlebte einen ziemlich schwachen Start in die Ferienzeit. Lag der handelsgewichtete Euro-Index Ende Mai noch bei 104 Punkten, fiel dieser zuletzt auf den tiefsten Stand seit Anfang April. Nun mag diese Entwicklung zu einem wesentlichen Teil auf einen stärkeren US-Dollar zurückzuführen sein. Bis zu einem gewissen Grad dürfte die Wechselkursentwicklung aber auch das Resultat der Haltung mehrerer Mitglieder des EZB-Rats gewesen sein. Schließlich ist offensichtlich, dass sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen sowohl in den USA als auch im Euroraum in den vergangenen Monaten erheblich verändert haben. Anzuerkennen scheinen dies jedoch momentan nur die US-Währungshüter. Sie lassen eine Tapering-Debatte zumindest vorsichtig anklingen und stellen langfristig wieder höhere Leitzinsen in Aussicht.

In den Reihen des EZB-Rats scheinen zahlreiche Mitglieder im Gegensatz zu ihren US-Kollegen in einer Art Schockstarre zu verbleiben. Anders lässt es sich kaum erklären, dass trotz der sich abzeichnenden konjunkturellen Erholung im Euroraum noch keine Reduzierung des derzeit erhöhten Ankauftempos im Rahmen des PEPP beschlossen oder auch nur angedeutet wurde. Die nächste Gelegenheit hierfür bietet sich dem EZB-Rat im Zuge der regulären Sitzung am 22. Juli – die dürfte jedoch vor allem von der Umsetzung der neuen Strategie dominiert werden.

Gemeinschaftswährung gibt auf handelsgewichteter Basis deutlich nach

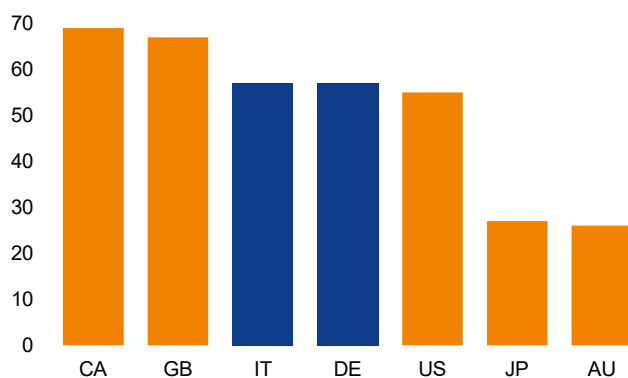
EZB bleibt expansiv aufgestellt

EURO GEHT AUF TAUCHSTATION
EUR HANDELSGEWICHTET



Quelle: Bloomberg

EU-IMPFKAMPAGNE SCHLIESST ZUR INTERNATIONALEN SPITZE AUF
BEVÖLKERUNGSANTEIL MIT MIND. EINER ERSTEN CORONA-IMPfung



Quelle: ourworldindata.org, DZ BANK Research

Nicht nur debattiert, sondern auch ein einstimmiges Ergebnis erzielt, haben die EZB-Ratsmitglieder mit Blick auf die Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie. Wesentliche Punkte sind ein neues, symmetrisches Inflationsziel von 2% (J/J), eine stärkere Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum bei der Bemessung der Preisentwicklung sowie ein Bekenntnis, die Bekämpfung des Klimawandels zu unterstützen. Wirklich überraschend waren diese Kernpunkte nicht. Vielmehr wurde größtenteils der Status quo der vergangenen Jahre schriftlich festgehalten und mit einer grünen Note versehen, die noch mit Leben zu füllen ist. Entsprechend uneindrückt reagierten Euro und EWU-Rentenmärkte auf die Verkündung des Ergebnisses. Spannend wird es nun jedoch mit Blick auf die kommende Woche, denn die neue Strategie gibt der EZB mehr expansiven Spielraum. Und klare dovische Signale aus Frankfurt hätten sicherlich das Potenzial den Euro erneut zu belasten.

Überprüfung der geldpolitischen Strategie – grüner wird's, sonst ändert sich faktisch kaum etwas

Durchaus beeindruckend ist derzeit zwar das Tempo der EU-Impfkampagne, die besser vorankommt als diejenigen in den USA und in Großbritannien. Marktseitig wird dieser politische Erfolg aber weitgehend ignoriert. Stattdessen sorgte die Delta-Variante des Corona-Virus zuletzt für Verunsicherung und die übliche Reaktion in Form einer Flucht in die Sicherer Häfen, zu denen der Euro am Devisenmarkt weiterhin nicht gehört. Kommt noch geldpolitischer Gegenwind hinzu, dürfte es für die Gemeinschaftswährung in den nächsten Wochen schwer werden, dieses Blatt zu ihren Gunsten zu wenden.

Delta macht die Gemeinschaftswährung verglichen mit den Sicherer Häfen weniger attraktiv

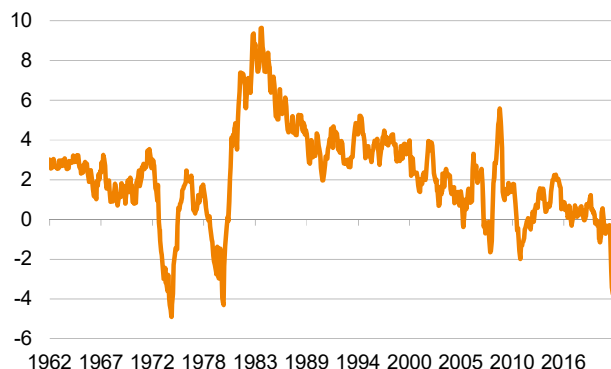
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

USA: Dollar profitiert (noch) von steigender Risikoaversion

Der Dollar-Index hat im vergangenen Monat spürbar an Wert gewonnen und sich dabei deutlich von seinem Mai-Tief um 89,50 Punkte entfernen können. Vor allem seit Anfang Juli ist die solide Leistung der US-Währung hauptsächlich auf das global nachlassende Risiko-Sentiment zurückzuführen, das die Nachfrage nach sicheren Häfen deutlich steigen ließ. Solange die rapide Ausbreitung der Delta-Variante den Markt in Nervosität versetzt, sollte der Dollar zumindest in der Lage sein, seine Position zu verteidigen. Schwindet die Risikoaversion jedoch wieder (erste vorsichtige Anzeichen sehen wir in dieser Woche), dürfte sich auch der Dollar neuem Gegenwind ausgesetzt sehen. Die mangelnde Impfbereitschaft der Amerikaner (aktuell sieht es danach aus, dass die Marke von 70% nicht überschritten wird) steht auf der Liste der potentiellen USD-Risiken sicherlich weit oben. Sollte sich die Delta-Variante auch in den USA schneller ausbreiten, könnte die Tatsache, dass fast ein Drittel der Bevölkerung sich nicht impfen lässt, zu einem großen Problem werden.

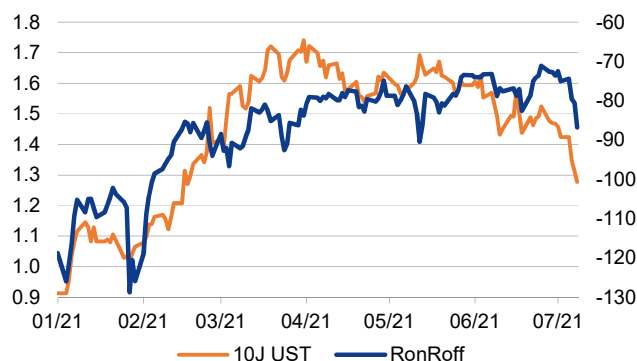
USD solide unterwegs, Risiken bestehen

SCHERE ZWISCHEN INFLATION UND RENDITE AUF EXTREM-NIVEAUS
DIFFERENZ US CPI (J/J) UND 10J-RENDITE UST (BEIDE IN %)



Quelle: Bloomberg

RISK-OFF MODUS SORGT FÜR RENDITERÜCKGANG
LS: 10J-RENDITE AMERIKANISCHER STAATSANLEIHEN (%); RS: RONROFF-INDEX



Quelle: Bloomberg

Ein anderer Faktor, der den Dollar perspektivisch belasten dürfte, ist die weiter rückläufige Entwicklung des US-Realzinses. Die Lücke zwischen der aktuellen Inflationsrate (5% J/J) und der Rendite 10J-US-Staatsanleihen (1,30%) ist so groß wie zuletzt in den 1980ern. Eine Normalisierung über eine aggressiv restriktive Geldpolitik der Fed, wie sie damals stattgefunden hat, ist dieses Mal sicherlich nicht zu erwarten.

Fallende Realzinsen stellen einen weiteren Stolperstein für den Dollar dar

Stattdessen wird der Weg über eine wieder sinkende Inflationsrate führen. Bis dies geschieht, wird jedoch noch geraume Zeit vergehen, womit dem Dollar noch eine längere Durststrecke in Sachen Realverzinsung bevorsteht. Dass dieses Problem sich nicht bald in Wohlgefallen auflöst, haben die Inflationsraten für den Monat Juni erneut unter Beweis gestellt.

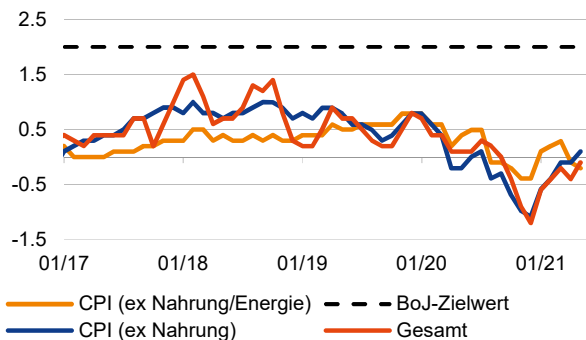
Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 92121

Japan: Olympia, Risikoaversion und Details zur grünen Geldpolitik

In gut einer Woche beginnen die Olympischen Spiele in Tokio. Und schon jetzt ist klar, dass sie in vielerlei Hinsicht historisch sein werden: Die 2020er Spiele finden im Jahr 2021 statt, und das größte Sportereignis der Welt findet nicht nur ohne ausländische Zuschauer, sondern gänzlich ohne Publikum mitten in einer Region im Corona-Ausnahmestand statt. Dies ist für Sportfans bedauerlich und für die Märkte ein Signal, dass die Pandemie in Asien alles andere als unter Kontrolle ist. Was für Bevölkerung, Regierung und Konjunktur in Japan ein merkliches Risiko bedeutet, nämlich die grassierende Delta-Variante, ist für den Yen eine neue Chance. Zusammen mit den internationalen Renditevorgaben bildet das Wechselbad der Gefühle zwischen globaler Risikoaversion und Risikofreude die zentrale Grundlage für die Yen-Entwicklung, sowohl am aktuellen Rand als auch in unserem Prognosebild.

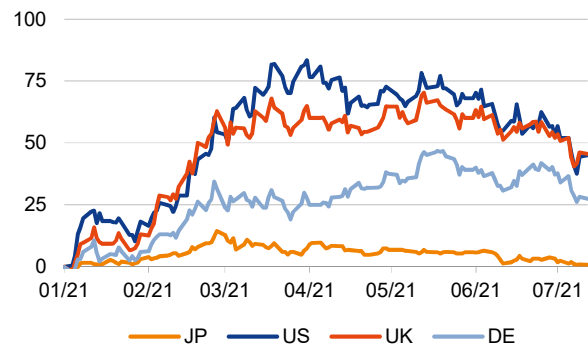
Olympische Spiele unter Ausnahmezustand

INFLATION GIBT BOJ KEINEN ANLASS ZUR ENTWARNUNG
KONSUMENTENPREISE, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv

JAPAN IST IMMUN GEGEN DAS GLOBALE AUF UND AB
RENDITE 10J STAATSANLEIHEN, BEWEGUNG SEIT 01/21, IN BP



Quelle: Refinitiv

Dies könnte fast vergessen lassen, dass sich bei der Bank von Japan derzeit einiges tut, aber eben nur auf geldpolitischer Ebene ohne akute FX-Relevanz. Allen Ambitionen für eine Neuausrichtung zum Trotz bleibt Japans Geldpolitik zur Niedrigzinspolitik verdammt. Von Exit kann anders als in den meisten anderen Währungsräumen der Welt auf absehbare Zeit keine Rede sein. Am morgigen Freitag gibt die BoJ die Ergebnisse ihrer zweitägigen Sitzung bekannt. Dabei geht es zum einen um Projektionen für Inflation und Wachstum, zum anderen um Details des im Juni überraschend angekündigten Programms zur grünen Geldpolitik. Die BoJ dürfte ihren verhaltenen Konjunkturoptimismus allen neuen Risiken zum Trotz beibehalten, allerdings verstärkt auf die regionale Divergenz im Land eingehen. Spannender sind die Details der grünen Geldpolitik. Wir gehen davon aus, dass es eine Kreditfazilität mit länge-

BoJ stellt Konditionen ihres neuen Programms vor

ren Laufzeiten als sonst üblich geben wird, mit dem die Banken zur Mittelvergabe für klimafreundliche Projekte bewegt werden sollen. Offen ist dabei, welche Anreize es neben den langen Laufzeiten geben soll. Den Kreditinstituten eine Prämie zu zahlen, ist umstritten, da die Abgrenzung der förderwürdigen Projekte noch zu verschwommen ist. Die Geschicke des Yen liegen vorerst aber nicht in der Hand der Geldpolitik, egal wie grün sie sein mag, sondern in der globalen Risikoaversion.

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

Großbritannien: Keine nachhaltige Rally voraus

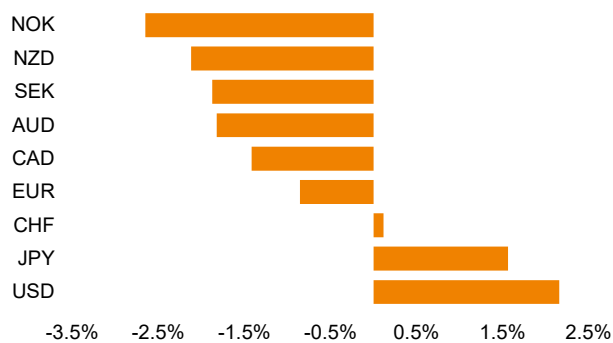
In den vergangenen Wochen konnte sich das britische Pfund wieder etwas stabilisieren, nachdem die Währung in den Wochen zuvor deutlich an Wert verloren hatte – zumindest gegenüber dem US-Dollar. Denn ein genauerer Blick auf die Kursentwicklung im Juni zeigt, dass es vor allem der stärkere Dollar war, der dem Pfund das Leben schwermachte. Der Verdacht, dass es sich hierbei um einen klassischen Risk-Off-Move gehandelt hat, bestätigt der Blick auf den Rest der G10: während die sicheren Häfen (USD, JPY und CHF) gegenüber dem Pfund zulegen konnten, behielt die Währung gegenüber den anderen G10-Währungen die Oberhand. Anders betrachtet: die Bewegungen des britischen Pfund waren zuletzt von globalen Trends bestimmt.

Es würde jedoch sicherlich zu weit führen, zu argumentieren, dass heimische Faktoren keine Rolle gespielt hätten bzw. dies auch weiterhin tun. Immer wieder war z.B. zu beobachten, dass zunehmender Optimismus über die Perspektive für eine Komplettöffnung der britischen Wirtschaft am 19. Juli dem Pfund Rückenwind bescherte. Doch dieses Ereignis, so wichtig es aus Sicht der britischen Bevölkerung auch sein mag, dürfte kaum ausreichen um dem Pfund in den kommenden Wochen Flügel zu verleihen. Zu groß bleibt die Angst, dass das Öffnungsexperiment sich als Schuss in den eigenen Fuß entpuppt.

Pfund leidet unter globalen Vorgaben

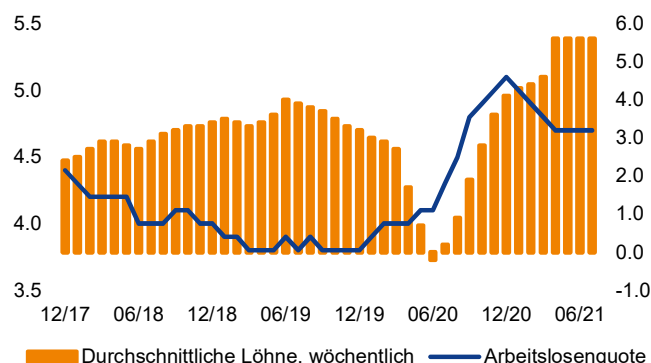
Heimische Faktoren spielen eine untergeordnete Rolle

STERLING VERLIERT GGÜ. SICHEREN HÄFEN
% VERÄNDERUNG VS. GBP SEIT 1. JUNI 2021



Quelle: Bloomberg

ARBEITSMARKT ERHOLT SICH LANGSAM
LS: LÖHNE (WÖCHENTLICH); RS: ARBEITSLOSENQUOTE (IN %)



Quelle: Bloomberg

Wirtschaftlich läuft es allerdings fraglos rund, der Post-Corona-Boom ist intakt. Einzelhandelsumsätze, die Einkaufsmanagerindizes und die Industrieproduktion zeigen sich allesamt sehr solide, was sich auch in einer deutlichen Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt niederschlägt. Zwar wird die Arbeitslosenquote wieder ansteigen, wenn die Notfallprogramme auslaufen. Die Bank of England rechnet derzeit jedoch nur mit einem vergleichsweise verhaltenen Anstieg auf 5,5%. Allerdings steht zu befürchten, dass die Erholung am Arbeitsmarkt zunächst nicht in allen Sektoren der Wirtschaft ankommt. Ähnlich wie auch die Fed, hat die Bank of England auch daher gute Gründe, an ihrer expansiven Haltung festzuhalten.

Das Pfund dürfte sich in den kommenden Wochen, in Ermangelung neuer Impulse von der heimischen Front, zunächst weiter an den globalen Vorgaben orientieren. Wenn gleich sich am aktuellen Rand eine leichte Verbesserung des Marktsentiments abzuzeichnen scheint, ist es für eine Entwarnung sicherlich noch zu früh. Wir gehen daher davon aus, dass die Währung sich auf aktuellen Niveaus einpendelt und keine nennenswerten neuen Gewinne verbuchen wird.

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

Wirtschaft auf Erholungskurs; Bank of England jedoch weiter expansiv

Sterling: keine nachhaltige Rally in Sicht

Schweiz: Halbjahresbilanz – nicht berauschend, aber solide

Die ersten sechs Monate dieses Jahres hielten für die Schweiz Licht und Schatten bereit. Die Volkswirtschaft hatte mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal zwar einen holprigen Start, und dürfte auch mit Blick auf das Wachstum im Gesamtjahr hinter anderen entwickelten Nationen zurückbleiben. Trösten können sich die Schweizer jedoch damit, dass der Einbruch im vergangenen Jahr vergleichsweise gering ausgefallen ist und das Vorkrisenniveau laut Schweizerischer Nationalbank bereits diesen Sommer wieder erreicht werden sollte. Darüber hinaus bewegen sich die Stimmungsindikatoren aus der Wirtschaft des Landes bereits seit längerem auf sehr hohen Niveaus, so dass die Vorzeichen auch für die kommenden Quartale auf Wachstum stehen.

Etwas durchwachsener dürfte die Bilanz bei der Zentralbank ausfallen. Einerseits ist es beruhigend, dass im ersten (und wohl auch im zweiten) Quartal offenbar keine nennenswerten Interventionen zulasten des Franken mehr nötig waren – erstmals seit Beginn des Corona-Pandemie. Sogar über erste, kleinere Versuche einer Reduzierung der Währungsreserven wurde spekuliert. Andererseits liegt die Bilanzsumme der SNB mit gut 1.000 Mrd. CHF weit oberhalb der jährlichen Wirtschaftsleistung. Ob, wie und wann eine deutliche Reduzierung der mehr als üppigen Währungsreserven erfolgen kann, ist weiterhin unklar. Diese Unklarheit liegt insbesondere an der Entwicklung des Franken, der aus Sicht der SNB-Verantwortlichen immer noch „zu hoch“ bewertet ist. Ein Verkauf der Reserven würde wohl allein schon durch die Signalwirkung eine Aufwertung der Landeswährung nach sich ziehen – ein Risiko, das die Zentralbank aller Voraussicht nach verhindern möchte.

Wirtschaft sollte laut SNB Vorkrisenniveau Mitte dieses Jahres erreichen

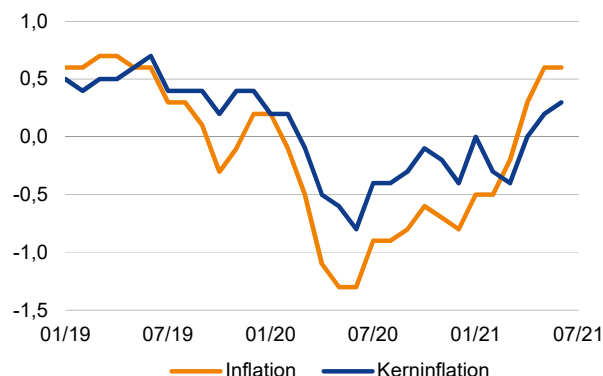
Zentralbank muss seit einigen Monaten nicht mehr wirklich intervenieren, sitzt aber auf riesiger Bilanz

FRANKEN BLEIBT HANDELSGEWICHTET STARK NOMINALER EFFEKTIVER FRANKEN-WECHSELKURS



Quelle: SNB, DZ BANK Research

INFLATION NIMMT ZU – VORÜBERGEHENDE EFFEKTE DOMINIEREN INFLATION UND KERNINFLATION (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Hintergrund des Wunsches vonseiten der SNB nach einem schwächeren Franken ist der weiterhin zu geringe Preisdruck. Während sich der Euroraum sowie Großbritannien mit Inflationsraten um 2% (J/J) herumschlagen dürfen und die USA zuletzt an der 5%-Marke gekratzt haben, lag diese in der Schweiz im Juni bei lediglich 0,6% und damit weiterhin klar unterhalb des Zielniveaus der Notenbank von 2%. Dies wäre nur halb so wild, ginge nicht das Gros der Beobachter davon aus, dass es vor allem vorübergehende Effekte sind, die momentan den Preisdruck nach oben treiben. Nach Ansicht des DZ BANK Research dürfte die Inflationsrate selbst Ende nächsten Jahres lediglich im Bereich von 1% (J/J) liegen.

Weder Euphorie noch Trübsal blasen erscheinen vor diesem Hintergrund für die Entwicklung der Schweiz in der ersten Hälfte des Jahres angebracht. Und vieles spricht dafür, dass sich diese Erkenntnis bis Silvester fortsetzen wird, darunter eine robuste wirtschaftliche Entwicklung, eine übergeordnete Seitwärtsbewegung in Euro-Franken um die Marke von 1,10 CHF und ein (gemessen am SNB-Inflationsziel) weiterhin deutlich zu niedriger Preisdruck.

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

Inflation steigt moderat, ist aber immer noch viel zu niedrig und wird es bis auf weiteres auch bleiben

Zweite Jahreshälfte dürfte einige Parallelen zur ersten aufweisen

Australien & Neuseeland: zwei verschiedene Welten

Traditionell tanzen Neuseeländischer und Australischer Dollar Wange an Wange im selben Rhythmus. Dieser Takt war in den letzten Quartalen die globale Risikofreude, die beiden beachtliche Kursgewinne beschert hatte. Inzwischen scheinen sich die Wege aber zu trennen: Auf der einen Seite ist Neuseelands RBNZ in Sieben-Meilen-Stiefeln in Richtung Leitzinswende unterwegs. Auf der anderen Seite ist Australiens RBA intensiv darum bemüht, jegliche Exit-Spekulationen zu unterbinden. Der neuerliche Covid19-Ausbruch in Australien bringt zudem Erinnerungen an die Pandemie zurück, die in dieser Region längst vergessen schienen.

Seit geraumer Zeit sehen wir in unserer Prognose Neuseeland ganz weit vorne im Rennen um die erste Leitzinserhöhung unter den G10-Ländern. Dass die RBNZ schon in dieser Woche ihr QE-Programm für beendet erklärt hat, hat uns ehrlicher-

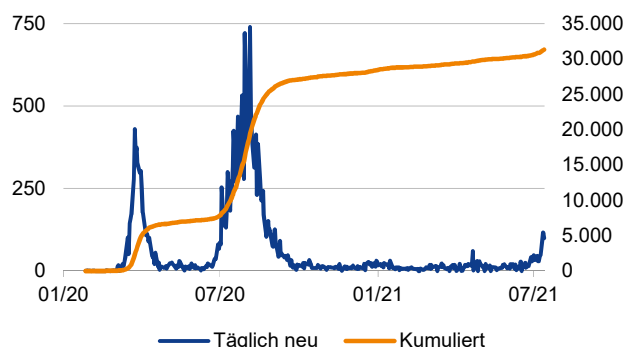
Zwei Brüder gehen getrennte Wege

RBNZ beendet QE-Programm

weise aber doch etwas überrascht. Statt erst Anfang 2022, wie bislang unterstellt, könnte der erste Leitzinsschritt noch in diesem Jahr erfolgen. Auch in den vergangenen Zyklen war Neuseelands Notenbank immer für eine dynamische Zinspolitik (nach oben und nach unten) gut. Derzeit preist der Markt eine Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte schon für August zu 65% ein; im Oktober sind es nahezu 100%. Dies erscheint uns allerdings doch etwas ambitioniert. Angesichts der globalen Risiken halten wir ein Abwarten bis mindestens November für angemessen. Aufgrund einer traditionell langen Winterpause ist die nächste Sitzung erst wieder Ende Februar angesetzt, was den Handlungsdruck für diesen Termin erhöht. Bis dahin sollte die RBNZ neben der offensichtlichen Inflationsgefahr im Inland (temporär oder nicht?) zwei externe Entwicklungen im Auge behalten: Wie stark wird die Weltwirtschaft von der Delta-Mutation in Mitleidenschaft gezogen? Und wie verhält es sich mit der US-Geldpolitik? Ein Rückschlag im Welthandel würde ebenso für eine langsamere RBNZ-Gangart sprechen wie eine zögerliche Fed.

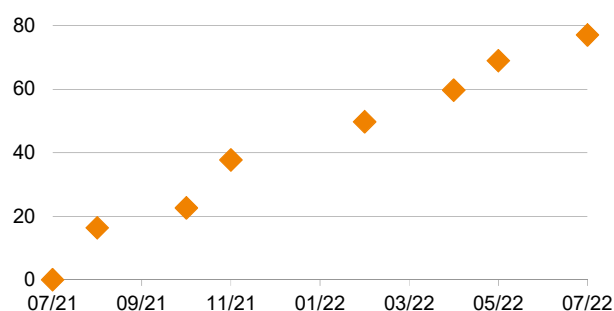
Neuseeland als Kandidat für die erste G10-Leitzinserhöhung, Märkte preisen aber zu viel zu schnell ein

AUSTRALIEN: SCHWERSTER CORONA-AUSBRUCH SEIT EINEM JAHR
GEMELDETE COVID-19-FÄLLE



Quelle: Our World in Data

NEUSEELAND: ZINSSPEKULATIONEN ÜBERSCHLAGEN SICH
IMPLIZITE LEITZINSÄNDERUNGEN (VS. AKTUELL) FÜR KOMMENDE
RBNZ-SITZUNGSTERMINE, IN BP



Quelle: Refinitiv

Auch die RBA war bei ihrer letzten Sitzung nicht untätig. Sie hat als Nachfolger für das auslaufende QE-Programm ein neues Paket aufgelegt, gleichzeitig aber die wöchentlichen Käufe von 5 Mrd. AUD auf 4 Mrd. AUD reduziert. Die begleitenden Kommentare machen klar, dass die RBA diese Reduzierung nicht als Abschied von der bisherigen Krisenpolitik verstanden wissen will. Vielmehr betont die RBA die Notwendigkeit der expansiven Politik für eine lange, lange Zeit. In den Projektionen ist eine Leitzinserhöhung nicht vor 2024 vorgesehen. Auf die Frage, warum dann eine Zinswende für Oktober 2022 am Geldmarkt eingepreist sei, hat RBA-Chef Lowe fast schon schnippisch geantwortet, dass die Märkte offenbar die Reaktionsfunktion der Notenbank nicht richtig verstehen würden.

RBA tritt Exit-Spekulationen vehement entgegen

Der jüngste Covid-19-Ausbruch bzw. die mit dem strikten Lockdown verbundenen Konjunkturrisiken dürften die australischen Notenbanker nur in ihrer vorsichtigen Haltung bestärken. Das aktuelle Infektionsgeschehen scheint im internationalen Vergleich kaum der Rede wert; doch die Regierung hat sich einer strikten Null-Toleranz-Politik verschrieben und will jeden Ausbruch im Keim ersticken. Inzwischen sind 12 Millionen Australier im Lockdown; dies ist knapp die Hälfte der Gesamtbevölkerung. Die Einwohner der v.a. betroffenen Metropolenregionen unterstützen die Eindämmungsmaßnahmen einmütig, vermutlich auch, da die Impffortschritte zu den langsamsten der industrialisierten Welt gehören (nur 9% der Bevölkerung sind vollständig immunisiert). Der Mangel an geldpolitischen Impulsen und der konjunkturelle Tribut, den der Lockdown fordern dürfte, machen dem Australischen Dollar gerade im

Delta trifft auf geringe Impfquote

direkten Vergleich mit dem neuseeländischen Nachbarn das Leben schwer. Die RBNZ hat dem Kiwi-Dollar ein wichtiges Rettungsnetz gespannt, das ihn, anders als den Aussie-Dollar und viele der anderen High-Beta-Währungen, gegen die globale Risikoaversion im Zuge der Delta-Mutation immunisiert.

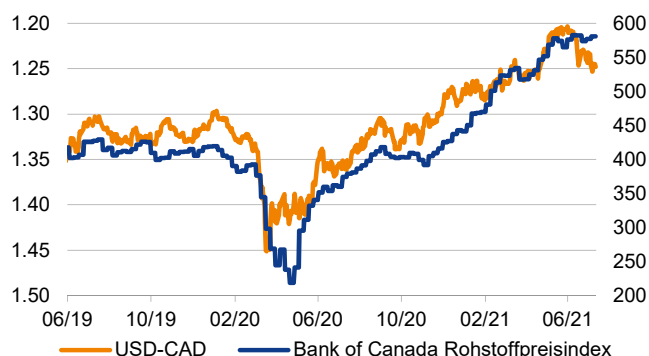
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Kanada: Viele gute Nachrichten

Ministerpräsident Trudeau, der mit seinen Liberalen über keine eigene Mehrheit im Parlament verfügt, gelang es, den Haushaltsplan mit einer überzeugenden Mehrheit zu verabschieden, da die New Democrats und der Bloc Quebecois dem Entwurf letztendlich zustimmten. Damit konnte zwar zunächst eine Neuwahl vermieden werden, das politische Kanada spekuliert aber über vorgezogene Neuwahlen noch im Herbst. Die stabile Führung in den Umfragen eröffnet den Liberalen bei Neuwahlen die Chance auf eine eigene Mehrheit im Parlament. Mit den deutlich abflachenden Corona-Infektionszahlen verliert auch das Argument an Gewicht, dass inmitten der Pandemie auf einen Urnengang verzichtet werden sollte. Wahlen im Herbst haben für die Regierung auch den Charme, dass dann die Wirtschaft wieder weitgehend geöffnet sein wird und die Bevölkerung zu einem großen Teil geimpft ist. Anders als in vielen anderen Ländern zeichnet sich in Kanada eine hohe Impfbereitschaft ab und die Herdenimmunität dürfte erreicht werden können. Ein längeres Zögern bei den Wahlen wäre dagegen für die Regierung mit dem Risiko verbunden, dass die wirtschaftliche Erholung nicht ganz so glatt verläuft, wie vielleicht von vielen erhofft. Der Rücksetzer bei den monatlichen BIP-Zahlen im April um 0,3% (M/M) ist nach den starken Vormonaten (März: +1,3% M/M) nicht überzubewerten und vor allem Beschränkungen zu verdanken, die aufgrund der Coronawelle aus dem Frühjahr eingeführt wurden, mittlerweile aber wieder aufgehoben sind.

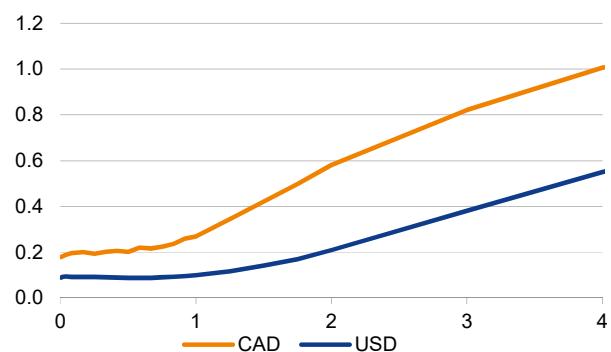
Spekulation über Wahlen im Herbst

KLEINER RÜCKSETZER BEIM LOONIE
LS: USD-CAD INVERTIERT; RS: ROHSTOFFPREISINDEX



Quelle: Bloomberg

FRÜHERE ZINSWENDE IN KANADA EINGEPREIST
IN %; TAGESGELDSWAP NACH LAUFZEIT IN JAHREN -



Quelle: Bloomberg

Der Ölpreis als wichtigster Faktor für die kanadische Währung tendierte im Juni und Juli zwar eher weiter nach oben, allerdings war bei einigen anderen für Kanada wichtigen Rohstoffen zwischenzeitlich ein Rücksetzer zu beobachten. Der Loonie reagierte zuletzt stärker auf diese Abschlüsse und beendete seine Aufwärtstendenz aus den

Gutes Umfeld kann Loonie nicht mehr beeindrucken

ersten fünf Monaten des Jahres. Die Rohstoffpreise werden auch in den nächsten Monaten einen wichtigen Faktor spielen. gewisse Risiken könnten aber noch von der Zinsentwicklung im Vergleich zu den USA ausgehen. Derzeit wird am Geldmarkt für Kanada eine merklich frühere zinspolitische Wende eingepreist. Der Aufholprozess nach dem Einbruch in der Corona-Krise, ist aber gegenüber USA bei vielen Indikatoren nicht weiter fortgeschritten, so dass keine deutlich frühere Wende erforderlich erscheint. Eine Angleichung dieser Zinserwartungen, entweder durch frühere Zinserhöhungen in den USA oder spätere in Kanada, würde den Can-Dollar zumindest temporär etwas belasten.

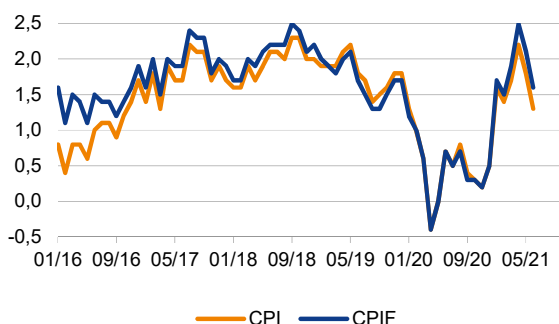
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Skandinavien: Norges- und Riksbank auf unterschiedlichen Pfaden

Der Preisauftrieb in Schweden schwächt sich den zweiten Monat in Folge ab. Der für die Notenbank relevante CPIF, der um Zinsveränderungen bereinigte Preisindex, stieg im Juni um 1,6% (J/J) und damit weniger stark als im Vormonat (+2,1% J/J) an. Noch es für eine Entwarnung sicherlich zu früh, zumal die Preise auf dem Wohnungsmarkt weiterhin auf hohen Niveaus liegen (gut 18% J/J). Die Riksbank ist im Gegensatz zu ihrem norwegischen Pendant aber weit davon entfernt die geldpolitische Wende einzuleiten. Wie dem Protokoll zur jüngsten geldpolitischen Sitzung zu entnehmen ist, belässt man den Reposatz unverändert bei null Prozent und erwartet, dass er in den kommenden drei Jahren auf diesem Niveau bleibt. Das Notenbank-Direktorium beschloss außerdem, dass im vierten Quartal das Tempo der Anleihekäufe weiter reduziert wird, aber der Rahmen für den Ankauf von Vermögenswerten in Höhe von 700 Mrd. SEK bis Ende 2021 voll ausgeschöpft wird. Mehrere Mitglieder wiesen darauf hin, dass schwächere Inflationsaussichten als die derzeit prognostizierten dazu führen können, dass die Geldpolitik expansiver wird, zum Beispiel in Form einer Zinssenkung. Dies gilt insbesondere, wenn das Vertrauen in das Inflationsziel gefährdet wäre.

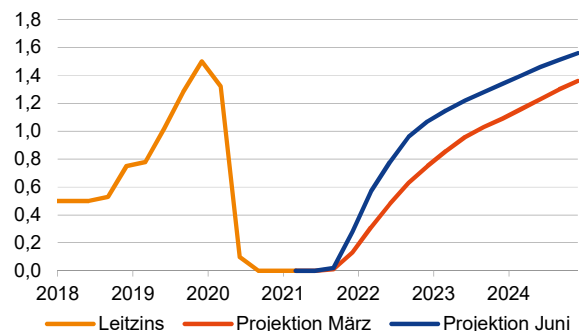
Riksbank im Wait and see-Modus

SCHWEDEN: INFLATION VERLANGSAMT SICH
CPI UND CPIF, J/J IN PROZENT



Quelle: Refinitiv

NORGES BANK BEGINNT DIE NORMALISIERUNG
LEITZINS IN %



Quelle: Norges Bank

Infolge der zuletzt deutlich gestiegenen Risikoaversion schwächte sich die Krone deutlich ab. Auch die darauffolgenden Meldungen vom heimischen Markt waren nicht dazu geeignet, den seit Mitte Juni anhaltenden Abwärtstrend zu beenden. Die Krone gab weiterhin gegen US-Dollar und Euro nach. Da wir damit rechnen, dass

Noch kann Schwedens Krone den Abwärtstrend nicht beenden – wir rechnen aber damit

der Euro sich insgesamt wieder stärker präsentieren wird, dürfte jedoch auch die Krone bald wieder erneuten Aufwind erfahren.

Norwegen hat den Weg zur Normalisierung eingeschlagen, und die Norges Bank plant eine erste Zinserhöhung bereits bei ihrer übernächsten Sitzung im September. Derzeit gibt es kaum Hinweise, dass sie von diesem Pfad abweichen will. Die Sitzung Mitte August sollte dann diesbezüglich die letzten Zweifel beseitigen. Die Zinserhöhungen sollen sich anschließend fortsetzen und nach der Projektion aus dem letzten Geldpolitischen Bericht wird der Leitzins gegen Ende 2023 wieder das Vor-Corona-Niveau (1,5%) erreichen. Neben dem Zins soll aber auch der antizyklische Kapitalpuffer, den die Banken vorhalten müssen, wieder angehoben werden. Nachdem im März letzten Jahres die Kapitalanforderungen von 2,5% auf 1,0% gesenkt wurden, soll der Satz nun wieder auf 1,5% gesetzt werden, allerdings haben die Banken bis Ende Juni 2022 Zeit, um die notwendigen Reserven zu bilden. Die Norges Bank hat jedoch bereits angekündigt, den Puffer wieder in Richtung des alten Niveaus von 2,5% anheben zu wollen. Mit den höheren Kapitalanforderungen soll die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegenüber neuen Schocks verbessert werden. Gewisse Sorgen bereitet den Notenbankern vor allem die mit den steigenden Immobilienpreisen einhergehende höhere Verschuldung der Haushalte. Mit ihren frühzeitigen Zinserhöhungen will sie auch hier dämpfend eingreifen. Die Krone hat allerdings nicht positiv auf diese Ankündigungen reagiert, wie sie auch nicht mehr vom jüngsten Anstieg des Ölpreises profitieren konnte. Hier scheint am Devisenmarkt eine gewisse Atempause notwendig zu sein. Das grundsätzlich positive Umfeld für die norwegische Währung sollte aber bestehen bleiben.

Der lange Weg zur Normalität

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 (0)69 7447 6401
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

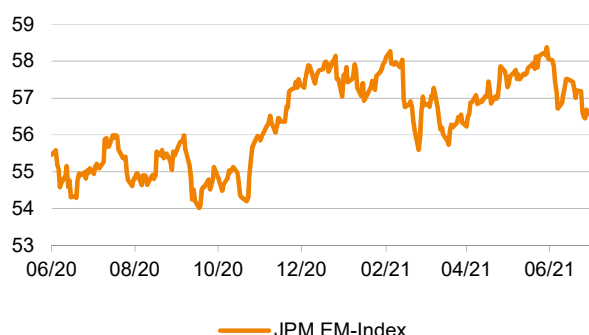
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Die Geldpolitik macht den Unterschied

Die kleinen CE3-Währungen, Zloty, Forint und tschechische Krone, sind zu Beginn der zweiten Jahreshälfte erneut unter zum Teil spürbaren Abgabedruck geraten. Ursächlich dafür sind sowohl bereits bekannte Belastungsfaktoren (Inflationssorgen, Tapering-Spekulationen Fed) als auch neue Bürden. Zu diesen zählt die sich weltweit rasch ausbreitende Corona-Delta-Variante sowie die damit derzeit global einhergehenden Konjunktursorgen. Unter diesen Vorzeichen hat sich zuletzt nicht nur das globale Risikosentiment merklich eingetrübt. Vielmehr ist auch der US-Dollar als Sicherer Hafen wieder verstärkt gefragt und drängte den Euro somit verstärkt in die Defensive. Beide Faktoren, nachlassende Risikofreude sowie schwächerer Euro, lassen die CE3-Währungen verunsichert zurück, zumal die Delta-bedingten Konjunktursorgen auch nicht vor ihrer Tür Halt machen. Marktseitig mehrten sich die Spekulationen, wonach sowohl die ungarische als auch die tschechische Notenbank die Leitzinsen aufgrund des nun wieder gespielten Konjunkturarguments perspektivisch weniger stark als zunächst gedacht anheben könnten, und dies obwohl der Inflationsdruck in diesen Ländern zunächst hoch bleiben sollte und die Furcht vor Zweit-rundeneffekten nicht von der Hand zu weisen ist.

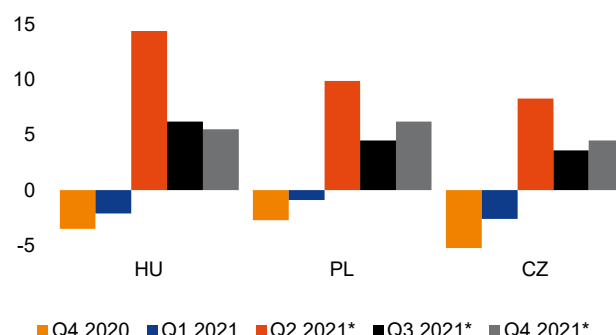
Delta-Sorgen belasten die kleinen CE3-Währungen spürbar

CORONA-DELTA-VARIANTE DRÜCKT AUF DIE STIMMUNG ...



Quelle: Bloomberg

... MARKT HÄLT AN KONJUNKTURELLEM OPTIMISMUS FEST NATIONALE BIP-IST-WERTE UND -PROGNOSEN IN %, J/J



Quelle: Bloomberg, * Umfragewerte Bloomberg

Wenngleich wir mit Blick auf die kommenden Monate weder auf globaler noch auf lokaler Ebene mit Corona-bedingten Verhältnissen wie 2020 rechnen (u.a. komplette Lockdowns, massiver Einbruch der Wirtschaftsleistung), so macht die Mutationsfreudigkeit des Corona-Virus zugleich deutlich, dass uns das Thema Corona länger als bislang erwartet beschäftigen wird. Aufgrund der weltweit voranschreitenden Impfungen sowie der global weiterhin als akkommodierend zu bezeichnenden Geldpolitik dürfte die Delta-Variante (sowie die ihr vermutlich noch folgenden Varianten) in erster Linie dem globalen Risikosentiment temporäre Dämpfer versetzen und weniger der Realwirtschaft selbst. Ein aus Sicht der risikosensitiven CE3-Währungen positiver Nebeneffekt hiervon dürfte sein, dass die allgemeinen Erwartungen für eine schnellere Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik auf globaler Ebene gedämpft bleiben sollte. Anders ausgedrückt: Die Strategie der Fed, sich bei der Abkehr von der ultra-lockeren Geldpolitik noch Zeit zu lassen, dürfte marktseitig unter diesen Vorzeichen nicht mehr angezweifelt werden. Dem US-Dollar sollte damit in dem Umfeld zunächst noch hoher Inflationsraten ein wesentlicher (geldpolitischer) Unterstützungsfaktor (Stichwort: negativer Realzins) entzogen werden.

Corona wird uns weiterhin begleiten

Was bedeutet dies nun für die weitere Entwicklung der CE3-Währungen? Solange die globale Risikoaversion Delta-bedingt dominiert, sollten Forint und Co. zunächst weiter in Deckung bleiben. Ihre von uns erwartete Erholung dürfte sich somit zwar etwas verzögern, jedoch nicht gänzlich ausbleiben. Dass wir den osteuropäischen Währungen nach wie vor wohlgesonnen sind, ist zum einen unserer Erwartung eines wieder spürbar zu Kräften kommenden Euros geschuldet. Zudem dürften die harten Fundamentaldaten deutlich machen, dass der Konjunkturaufschwung auch unter Delta nicht nur global, sondern auch innerhalb der E(W)U sowie in Osteuropa im zweiten Halbjahr an Kontur gewinnt.

Delta-Variante dürfte erwartete konjunkturelle Erholung nicht aus der Spur werfen

Zudem wäre da noch der geldpolitische Aspekt. Hier gilt es jedoch, den Forint und die tschechische Krone auf der einen und den Zloty auf der anderen Seite zu beleuchten. Die beiden zuerst genannten Währungen dürften auch in den kommenden Monaten zusätzlich noch geldpolitischen Support erfahren. So rechnen wir doch sowohl in Ungarn als auch in Tschechien aufgrund der inflationsbedingten Sorgen der Notenbanken vor Zweitrundeneffekten mit weiteren umsichtigen Leitzinsanhebungen, wobei die dortigen Leitzinsniveaus nach wie vor als akkommodierend einzuschätzen sind.

CZK und HUF mit geldpolitischem Support

Anders verhält es sich hingegen beim Zloty. Hier hat sich die nationale Geldpolitik zuletzt mehr und mehr als Belastungsfaktor herauskristallisiert. Zwar schloss der polnische Notenbankchef Glapinski jüngst nicht aus, dass die Zentralbank in den kommenden Quartalen über eine weniger expansive Marschrichtung diskutieren könne. Allerdings machte er zugleich deutlich, dass auf kurze Sicht mit keiner Änderung des eingeschlagenen Weges zu rechnen ist. Vielmehr hebt dieser nach wie vor den temporären Charakter der Inflationsentwicklung sowie die möglichen Schäden für die dortige Wirtschaft, sollte die NBP den Leitzins übereilt anheben, hervor. Zudem hält Glapinski an seiner Einschätzung fest, dass die dortige Inflation maßgeblich von Faktoren getrieben wird, die außerhalb der Einflussbereichs der Zentralbank stehen. Eine Leitzinsanhebung würde also nach Ansicht Glapinskis aus fundamentaler Sicht gar nichts bringen. Und als ob dies nicht schon genügend geldpolitischer Ballast für den Zloty wäre, ließ der Notenbankoberste Ende letzter Woche noch wissen, dass die Zentralbank kein Interesse an einer Aufwertung des Zloty habe. Darüber hinaus betonte Glapinski erneut die Bereitschaft der Notenbank, bei Bedarf am Markt zu intervenieren, um den Zloty zu schwächen.

NBP-Chef Glapinski macht geldpolitische Hoffnungen zunichte

Die nach wie vor fehlende Bereitschaft der polnischen Notenbank, ihrer Landeswährung geldpolitisch unter die Arme zu greifen, dämpft unserer Ansicht nach nun das künftige Aufwärtspotenzial des Zloty. Deshalb haben wir unsere Euro-Zloty-Prognose entsprechend angepasst und gestehen der polnischen Landeswährung besonders auf kurze Sicht gegenüber dem Euro ein geringeres Aufwärtspotenzial zu. Konkret sehen wir Euro-Zloty auf Sicht von drei Monate jetzt nur noch bei 4,50 PLN anstelle bislang bei 4,45 PLN.

Geringeres Aufwärtspotenzial des Zloty erwartet

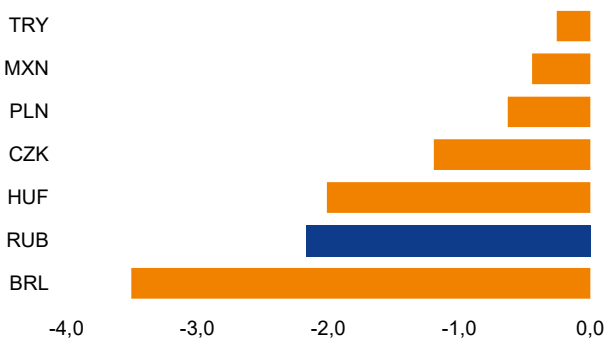
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

Russland: Weitere Leitzinsanhebung erwartet

Die russische Inflationsrate ist im Juni nicht nur weiter, sondern auch etwas stärker als marktseitig erwartet auf 6,5% (J/J) angestiegen. Dies ist der höchste Stand seit August 2016. Das Inflationsziel der russischen Notenbank (CBR) von 4,0% (J/J) rückt damit immer weiter in die Ferne. Dass diese Entwicklung den dortigen Währungshütern zunehmend Kopfzerbrechen bereitet, machen auch die jüngsten Worte der Vorsitzenden der CBR, Nabiullina, deutlich. Sie geht nun davon aus, dass der Anstieg der russischen Inflationsrate, anders als in vielen anderen Ländern, nicht vorübergehender Natur sein sollte. Vielmehr rechnet sie jetzt damit, dass sich der starke Preisdruck als hartnäckiger erweisen wird. In diesem Zusammenhang schloss Nabiullina mit Blick auf die nächste Sitzung der russischen Währungshüter am 23. Juli eine Leitzinsanhebung um bis zu 100 Basispunkte nicht aus. Damit schlug die CBR-Oberste einen noch „hawkisheren“ Ton an als im Nachgang zur letzten geldpolitischen Sitzung, bei der die CBR den Leitzins aufgrund der ausgeprägten Inflationsrisiken auf 5,50% angehoben hat. Alles in allem erhöhte die russische Notenbank den Leitzins seit März bereits um 150 Bp.

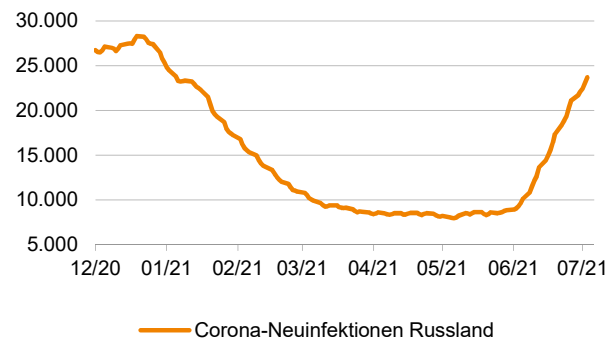
CBR-Chefin rechnet nun mit länger anhaltendem Preisdruck

ANSTIEG DER GLOBALEN RISIKAVERSION MACHT DEN EM-WÄHRUNGEN ZU SCHAFEN
VERÄNDERUNG NATIONALE WÄHRUNGEN GGÜ. USD, -7 TAGE, IN %



Quelle: Bloomberg, Stand: 08.07.2021

RUSSLAND: NEUE CORONA-WELLE IM ANMARSCH
GLEITENDER 7-TAGEDURCHSCHNITT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

Wenig erfreulich ist aus Sicht der CBR zudem die Entwicklung der längerfristigen durchschnittlichen Inflationserwartungen der russischen Konsumenten, welche zuletzt wieder an der Marke von 12% (J/J) gekratzt haben. Was die Sache für die russische Zentralbank im aktuellen Umfeld ebenfalls nicht einfacher macht, ist, dass sich die dortige Wirtschaft erst allmählich von den Corona-bedingten Belastungen des vergangenen Jahres erholt. Und als ob dies nicht genug Ballast wäre, kommt noch das Risiko hinzu, dass die russische Konjunktur 2021 aufgrund der schleppend verlaufenden Impfungen sowie der sich schnell ausbreitenden Corona-Delta-Variante einen erneuten Dämpfer hinnehmen muss. Die russische Zentralbank dürfte daher unserer Einschätzung zufolge bei ihrer nächsten Zinssitzung am 23. Juli vergleichsweise umsichtig vorgehen und die geldpolitischen Zügel lediglich um weitere 50 Bp straffen. Mit dann 6% bewegt sich der Leitzins an der oberen Grenze der von der CBR als neutral definierten Leitzinsspanne (5-6%). Eine Rückkehr zu restriktiven Niveaus sollte unserer Ansicht nach allerdings nur eine Frage der Zeit sein.

Russische Notenbank dürfte die geldpolitischen Zügel perspektivisch in das restriktive Niveau hinein straffen

Was den Rubel betrifft, so ist dieser ungeachtet des deutlichen Ölpreisanstiegs sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar mit erneuten Kursverlusten in das zweite Halbjahr 2021 gestartet. Ursächlich dafür ist die global wieder vorherr-

Delta-Sorgen belasten das EM-Segment und damit auch den Rubel

schende Risikoaversion zu nennen, welche besonders den risikosensitiven Schwellenländerwährungen, zu denen auch der russische Rubel zählt, zu schaffen macht. Dass der Markt nun wieder deutlich vorsichtiger agiert, ist neben den jüngst aufgetretenen US-Leitzinserhöhungserwartungen maßgeblich der sich weltweit rasch ausbreitenden Corona-Delta-Variante sowie der damit einhergehenden Konjunkturrisiken geschuldet.

Die politisch Verantwortlichen in Russland arbeiten unterdessen daran, dem Rubel eine andere Last von den Schultern zu nehmen: die Furcht vor neuen US-Sanktionen. Um entsprechende Risiken zu minimieren, hat das Finanzministerium in Moskau jüngst mitgeteilt, dass die US-Dollar-Bestände im Staatsfonds auf null Prozent reduziert wurden. Auch das Engagement im britischen Pfund wurde gesenkt, lag dessen Anteil Anfang Juli nur noch bei 5%. Stattdessen setzt man in Moskau nun verstärkt auf die europäische Gemeinschaftswährung, den chinesischen Yuan sowie auf Gold. Konkret wurde der Euro-Anteil im russischen Staatsfonds nach Angaben des dortigen Finanzministeriums auf 40%, der des Yuans auf 30% und der des Golds auf 20% angehoben. Zudem ist der Anteil der in US-Dollar abgerechneten russischen Exporte nach Angaben von Bloomberg im April erstmals unter 50% gefallen.

Russischer Staatsfonds löst sich vom US-Dollar

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

Türkei & Südafrika: Diverse Parallelen erkennbar

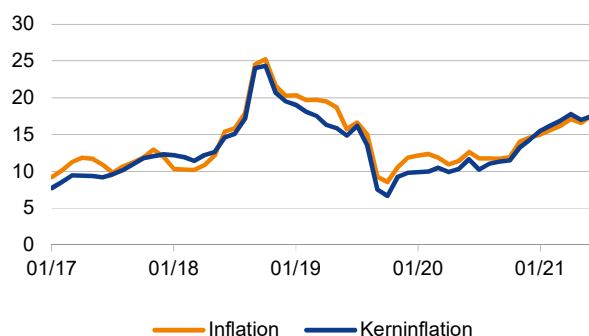
Es gibt sie, die Parallelen zwischen der Türkei und den USA, trotz aller wirtschaftlichen, politischen, gesellschaftlichen und kulturellen Differenzen. In beiden Ländern ist die Inflationsrate momentan deutlich über dem von den Notenbanken mittelfristig angestrebten Niveau. Und sowohl am Bosphorus als auch jenseits des Atlantiks verfolgen Marktteilnehmer die Preisentwicklung sehr genau, um Spekulationen über den Zeitpunkt bevorstehender Schritte der Notenbanken anzustellen. Der entscheidende Unterschied zwischen beiden Ländern liegt vor allem darin, dass die nächste Maßnahme der Federal Reserve eine Reduzierung der expansiven Maßnahmen sein dürfte, während die Währungshüter in der Türkei in den Startlöchern stehen, den Leitzins ausgehend von derzeit 19% zu senken. Von dieser Idee endgültig abgebracht haben dürfte Kavcioglu und seine Kollegen wohl erst die Veröffentlichung der Inflationszahlen für Juni Anfang des Monats. Mit 17,5% (J/J) erreichten diese den höchsten Stand seit Mitte 2019. Mit Blick auf die Kerninflation und viel gutem Willen lassen sich zwar mögliche erste Hinweise auf eine Stabilisierung des Preisauftriebs auf hohem Niveau erkennen. Eine expansivere geldpolitische Gangart ließe sich angesichts eines realen Leitzinses von lediglich rund 1,5% damit allerdings noch lange nicht rechtfertigen.

Hohe Inflation und Fokus auf die Geldpolitik - wo sich die USA und die Türkei ähneln

Die Lira dürfte beide Notenbanken sehr genau im Blick behalten. Proaktives Handeln in näherer Zukunft, egal ob zuhause in Form niedrigerer Leitzinsen oder in den USA durch eine Reduzierung der Anleiheankäufe, kann nicht in ihrem Sinne sein. Angesichts des ohnehin niedrigeren Kursniveaus, auf dem sich die türkische Landeswährung momentan bewegt, wäre das mit einer solchen Entwicklung einhergehende Risiko neuer historischer Tiefststände alles andere als vernachlässigbar.

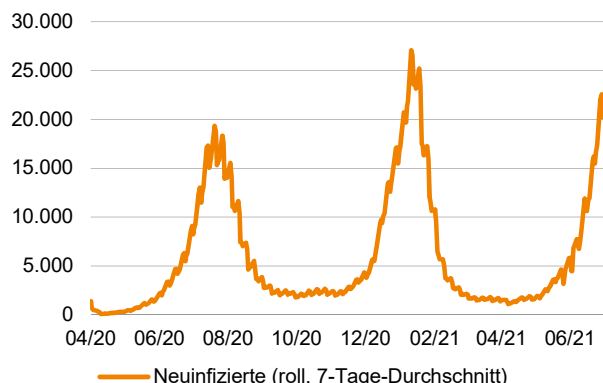
Niedrigere Leitzinsen in der Türkei und weniger expansive Gangart der Fed? Ein Albtraum für die Lira!

TÜRKISCHE KERNINFLATION AUF STABILISIERUNGSKURS? INFLATION UND KERNINFLATION (J/J) IN %



Quelle: Bloomberg

IN SÜDAFRIKA WÜTET DIE DRITTE CORONA-WELLE CORONA-NEUINFIZIERTE PRO TAG (7-TAGE-DURCHSCHNITT)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

In Südafrika ist die Landeswährung von historischen Tiefs ein sehr gutes Stück entfernt. Außerdem kann sie sich auf ihre Zentralbank verlassen, verfügt diese doch verglichen mit Notenbanken anderer Schwellenländer über eine hervorragende Reputation. Eine eher schlechte Figur gibt derzeit hingegen die Staatsführung um Präsident Ramaphosa ab. Die dritte Corona-Welle ist in vollem Gange, die Zahl der Neuinfektionen kürzlich auf einen neuen Rekordwert gestiegen. Zudem kommt die Impfkampagne nur sehr schleppend voran. Der Anteil der mindestens einmal Geimpften gemessen an der Bevölkerung lag zuletzt weiterhin im einstelligen Bereich. Über den vollen Impfschutz verfügt am Kap kaum jemand. Beobachtern zufolge trägt die Regierung hieran zumindest eine Mitschuld. Zu wenige Impfstoffdosen wurden zu spät bestellt. Darüber hinaus fühlen sich offenbar viele Südafrikanerinnen und Südafrikaner über die Kampagne schlecht informiert und stehen einer Impfung daher skeptisch gegenüber.

Anzahl der Corona-Neuinfektionen erreicht in Südafrika neuen Rekord, Impfkampagne läuft nur schleppend

Wenig Begeisterung dürfte bei Präsident Ramaphosa auch die Diskussion über die Angemessenheit einer Haftstrafe für das ehemalige Staatsoberhaupt Zuma auslösen. Da der Ex-Präsident weiterhin über Einfluss in der Regierungspartei ANC verfügt, ist in den Medien von einem Test für Rechtsstaat und Demokratie die Rede. Viel zu gewinnen haben dürften bei dieser Prüfung weder der amtierende Staatschef noch die Währung des Landes. Letztere sollte sich ohnehin – und hier wäre dann auch die Parallele zur Türkei – auf den weiteren Pfad der US-Geldpolitik und das globale Sentiment konzentrieren.

Ex-Präsident Zuma testet den Rechtsstaat

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

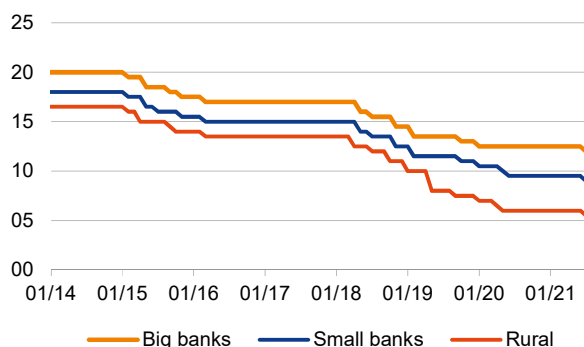
China: Schleichende Yuan-Aufwertung ebbt ab – Event Risk August?

Nach dem Rekordstart ins Jahr 2021 mit einer Expansion um 18,9% (J/J) ist Chinas Wirtschaft im zweiten Quartal „nur“ noch um 7,9% (J/J) gewachsen. Nicht nur die konjunkturelle Dynamik hat nachgelassen, vor allem die verzerrenden statistischen Basiseffekte bei den Indikatoren laufen aus und ermöglichen jetzt einen unvernebelten Blick auf die Aktivitäten. Südostasiatische Länder wie Indonesien, Malaysia und Thailand, Vietnam oder die Philippinen waren bislang mit relativ niedrigen Fall-

Chinas Wirtschaft verlangsamt sich in Q2

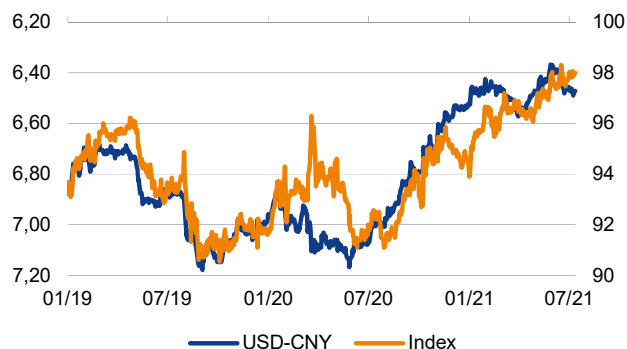
zahlen durch die Pandemie gekommen, werden aktuell aber massiv von der Delta-Welle erfasst. Dies hat das DZ BANK Research nicht nur zu einer Abwärtsrevision der dortigen Wachstumsprognosen veranlasst, die Situation in den Nachbarländern belastet auch unterschwellig das Sentiment für Chinas Märkte, ohne dass es dort zu hohen Inzidenzen kommen würde.

POLITISCHER SCHRITT KEIN STARTSCHUSS ZU SENKUNGSZYKLUS MINDESTRESERVESATZ IN %, GESTAFFELT NACH GRÖÖE DER BANK



Quelle: Refinitiv

LÄUFT DIE YUAN-AUFWERTUNG AUS? USD-CNY (L.S., INVERS) UND HANDELSGEWICHTETER YUAN (R.S.)



Quelle: Refinitiv

Zwar nicht abwegig, aber im Tempo doch etwas überraschend erscheint die Senkung der Mindestreservesätze durch Chinas Notenbank aus der vergangenen Woche. Die Lockerung um 50 Basispunkte soll rund 1 Bio CNY freisetzen und besonders für die kleineren Unternehmen eine Entlastung aufgrund der gestiegenen Rohstoffkosten bringen. (Ja, ganz recht: China Notenbank reagiert auf höhere Preise mit sinkenden Zinsen.) Wir sehen hierin in erster Linie einen symbolischen Schritt aus Peking und keinen Startschuss für einen Zinssenkungszyklus entgegen des globalen Trends.

In diesem Umfeld ist die Fortsetzung der schleichenden Yuan-Abwertung zunächst naheliegend. Der Blick auf USD-CNY und die zaghaften Annäherungsversuche an die Marke von 6,50 CNY (vgl. mit 6,35 CNY Anfang Juni) sind dabei aber nur die halbe Wahrheit. Auf handelsgewichteter Basis strebt der Yuan noch immer nach Höherem und hält sich nahe Niveaus, die wir von Mitte 2018 kennen. Da Chinas Währungshüter ihre Wechselkurspolitik nicht mehr am US-Dollar ausrichten, sondern am Korb aus allen relevanten Währungen, dürfte die Politik der feinen Nadelstiche zum Ausbremsen des Yuan Bestand haben.

Besonders nervös (wenn auch zu Unrecht) dürften die chinesischen FX-Händler im Umfeld des 5. sowie 11. Augusts werden, den Jahrestagen der großen Yuan-Abwertungen von 2019 bzw. 2015, als der tägliche Referenzkurs drastisch abgewertet wurde, um gestiegenen Konjunkturrisiken Rechnung zu tragen. Wir halten die Angst vor einer plötzlichen Kursanpassung für unbegründet: weder befinden wir uns heute mitten in der Eskalation des US-chinesischen Handelsstreits wie 2019 noch muss USD-CNY aus seinem künstlichen Koma geweckt werden, wie es 2015 der Fall war. Sollte Peking den Wunsch nach einem moderat schwächeren Yuan verspüren, dürfte dies u.E. in einer geschmeidigeren Gangart ablaufen.

Zinssenkung aufgrund höherer Inflation? Irritierende Realität

Politik der feinen Nadelstiche setzt sich fort

Der Monat August: immer für eine Abwertung gut

Brasilien & Mexiko: Weitere Leitzinsanhebungen erwartet

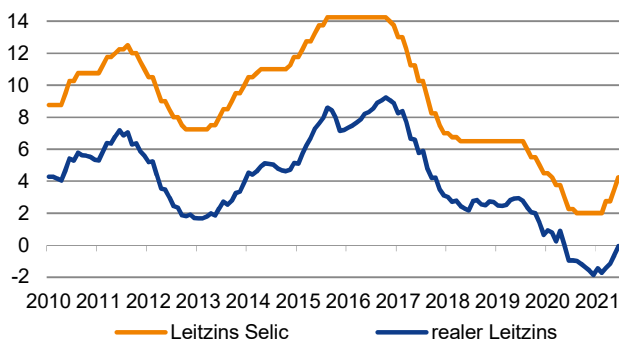
Die Banco Central do Brasil ist auf dem Weg zurück zur geldpolitischen Normalität. Zumindest die Leitzinsen sollen wieder auf ein neutrales Niveau angehoben werden. Die dritte Zinserhöhung um 75 Bp im Juni auf einen Satz von nunmehr 4,25% war dabei nur ein Zwischenschritt. Das Protokoll dieser Sitzung zeigte, dass die Notenbankvertreter sogar über einen größeren Schritt nachgedacht haben. Ein solcher wird auch für die nächste Sitzung Anfang August nicht ausgeschlossen. Aber auch mit lediglich 75 Bp Schritten wandelt sich das geldpolitische Umfeld massiv. Im März lag die Zielmarke für Tagesgeld noch bei einem Rekordtief von 2,0%. Angesichts der verbesserten Wirtschaftsaussichten und des gestiegenen Preisauftriebs plant die Notenbank eine Rückkehr des Leitzinses auf ein neutrales Niveau. Wo dieses liegt ist allerdings die große Frage und nicht genau zu bestimmen. Sicher dürfte aber sein, dass der neutrale Leitzins aufgrund struktureller Verschiebungen in den letzten Jahren merklich gesunken ist. Nach einigen weiteren deutlichen Zinserhöhungen dürfte die Notenbank daher wieder auf einen neutraleren Kurs umschwenken, um zunächst die Reaktion der Wirtschaft zu beobachten. Hier bietet sich ein Niveau von 6,5% an, das zum einen in der wöchentlichen Umfrage der Notenbank bei Wirtschaftsexperten im Durchschnitt als langfristiges Zinsziel genannt wird und zum anderen hatte die Banco Central do Brasil hier auch von 2018 bis 2019 eine längere Zinspause eingelegt. Bei weiteren 75 Bp Zinsschritten wäre dieses Niveau bereits im Oktober erreicht. Sollten sich die Inflationserwartungen deutlicher eintrüben, dürfte die Notenbank zu schnelleren und deutlicheren Zinserhöhungen greifen.

Der Währungsausschuss, in dem die Regierung das entscheidende Wort hat, hat das Inflationsziel für 2024 mit 3% (J/J) festgesetzt. Damit wurde der seit einiger Zeit beschrittene Weg fortgesetzt, das Ziel auf ein ähnliches Niveau wie in vielen anderen Emerging Markets zu bringen. Die akzeptierte Spanne wurde mit +/- 1,5 Prozentpunkte bestätigt. Angesichts des derzeit erhöhten Preisauftriebs ist auch dies ein Argument für eine zunächst schärfere Geldpolitik. Langfristig soll dann der Lohn in Form niedrigerer Zinsen und einer stabileren Währung geerntet werden.

Banco Central do Brasil zeigt sich entschlossen

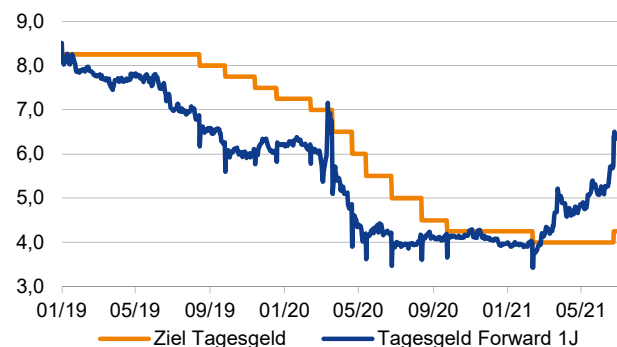
Währungsausschuss legt Inflationsziel für 2024 bei 3% (J/J) fest

WEITERE LEITZINSERHÖHUNGEN IN BRASILIEN ZU ERWARTEN
REALER LEITZINS MIT PREISERWARTUNGEN 12M, IN %



Quelle: Bloomberg

MARKT PREIST DEUTLICHE ZINSERHÖHUNGEN IN MEXIKO EIN
IN %



Quelle: Bloomberg

Die Banco de Mexico hat mit einer ersten Zinserhöhung um 25 Bp auf nunmehr 4,25% überrascht. Dabei fiel die Entscheidung mit drei zu zwei Stimmen sehr knapp aus. Mit der Erfahrung, dass einer Erhöhung meist auch weitere folgen werden, stiegen die Geldmarktsätze noch deutlicher an und bei den Terminkontrakten wird mittlerweile auf Jahressicht ein Tagesgeldsatz von über 6% eingepreist. Um solch aus-

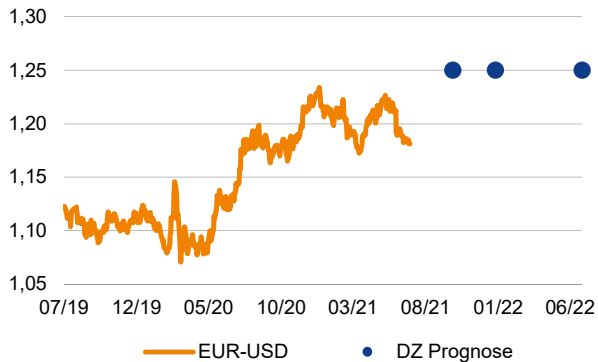
Erste Zinserhöhung in Mexiko sollte nicht die letzte geldpolitische Straffung gewesen sein

geprägte Zinserhöhungen zu rechtfertigen, müsste der Preisauftrieb jedoch anhaltend hoch bleiben, wovon wir nicht ausgehen. Angesichts der Widerstände in der Notenbankführung dürfte es zunächst lediglich in kleineren Schritten weiter nach oben gehen. Damit würde auf der einen Seite die Wachsamkeit der Geldpolitik demonstriert und auf der anderen Seite aber auch die wirtschaftliche Erholung nicht beeinträchtigt. Zum Jahresende steht zudem ein Wechsel an der Spitze der Banco de México an. Nach Ende der Amtszeit von Notenbankgouverneur Díaz de León soll der derzeitige Finanzminister Herrera das Amt übernehmen. Zumindest mit seinen bisherigen Äußerungen wies er sich eher als ein Freund niedriger Leitzinsen aus. Wenn erkennbar wird, dass die mexikanische Inflationsrate im kommenden Jahr wieder unter 4% (J/J) rutscht, wovon wir angesichts der hohen Unterauslastung der Wirtschaft ausgehen, dürfte die Geldpolitik bei einem Leitzins von etwa 5% eine Pause einlegen.

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

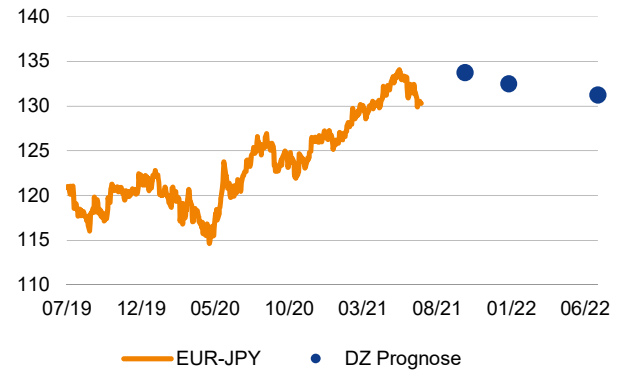
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



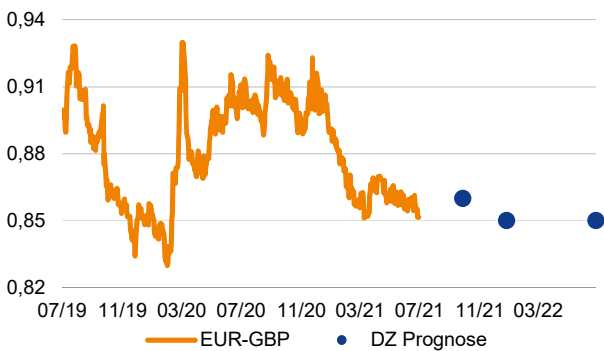
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



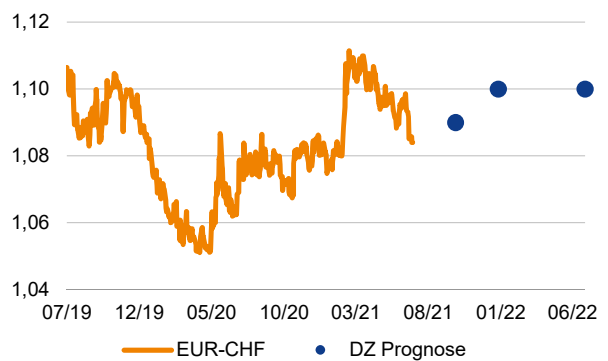
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



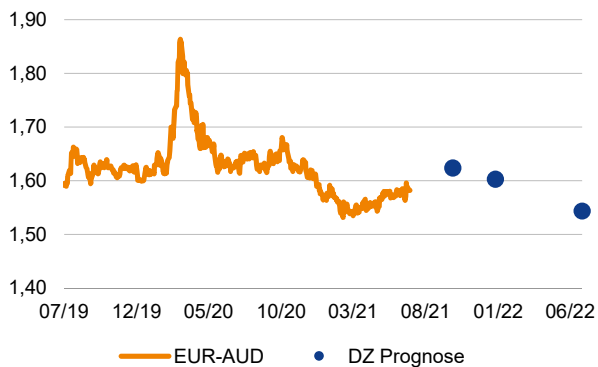
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



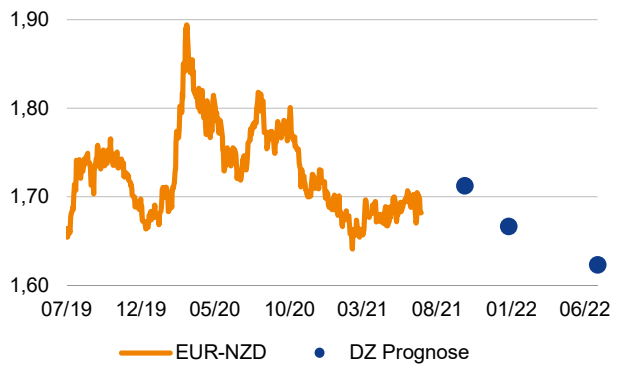
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



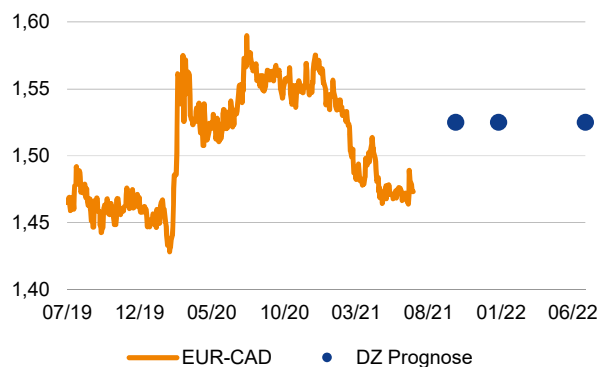
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



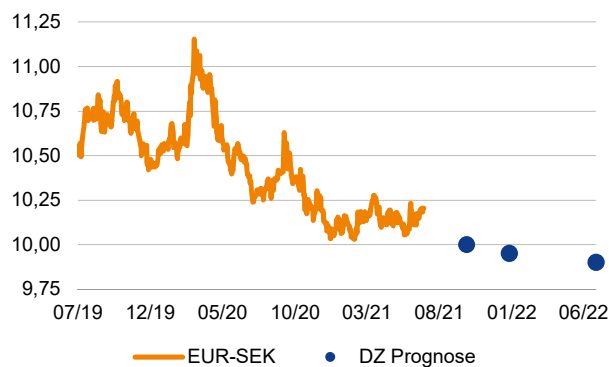
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



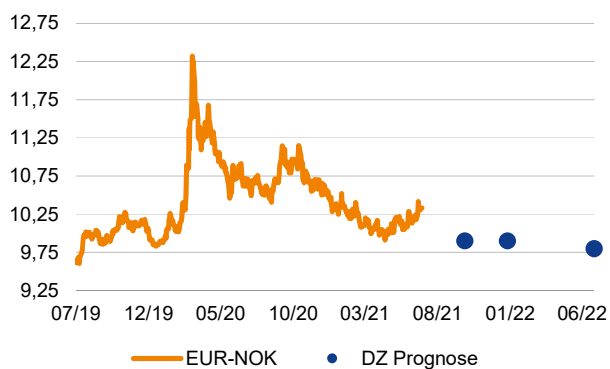
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



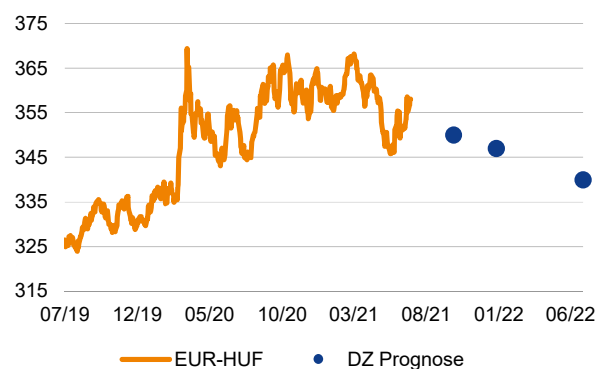
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



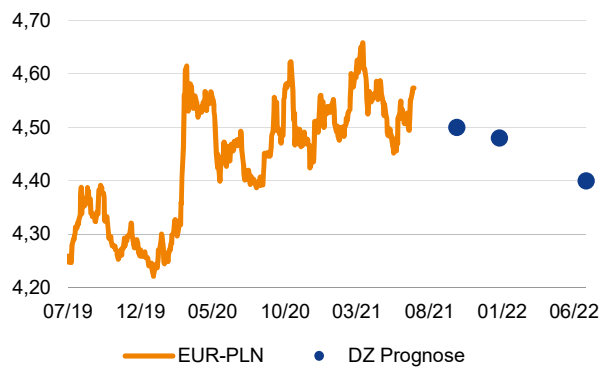
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



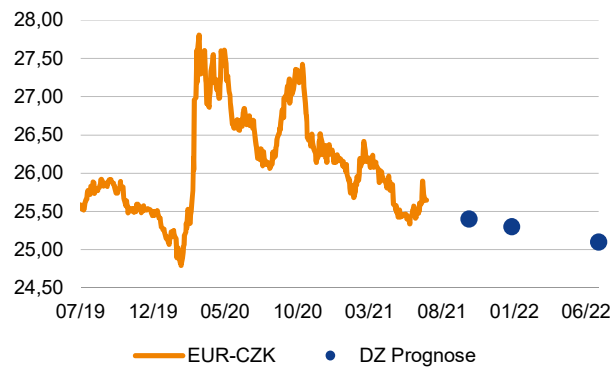
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN

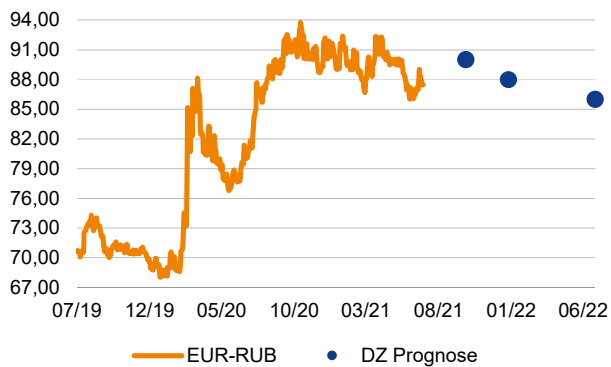


Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

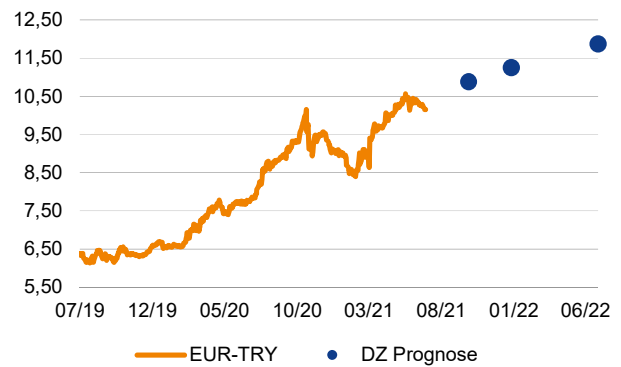
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



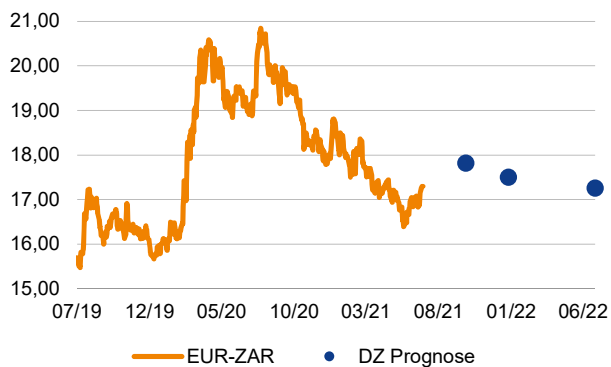
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB

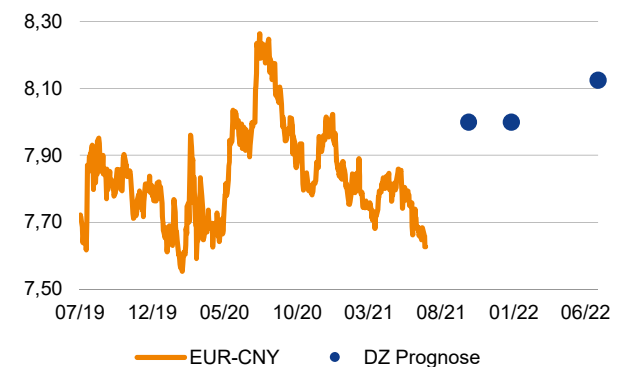
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY

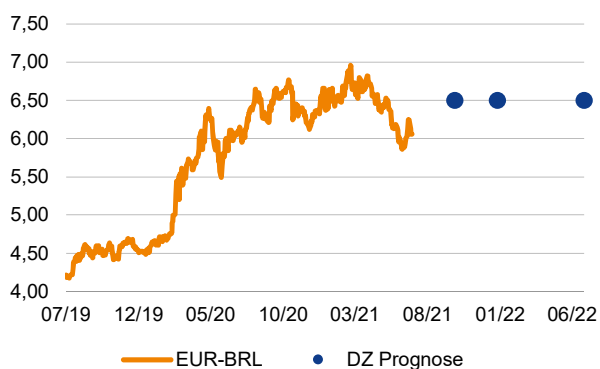
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR

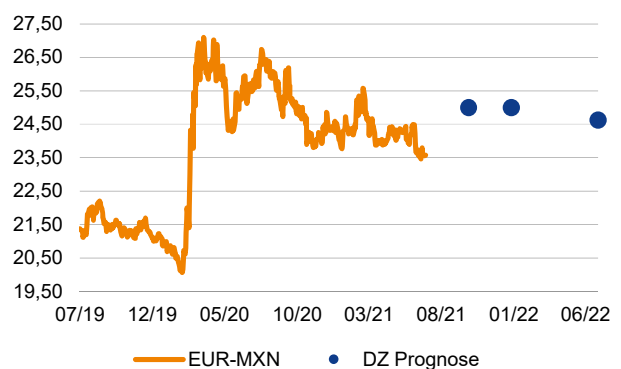
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL

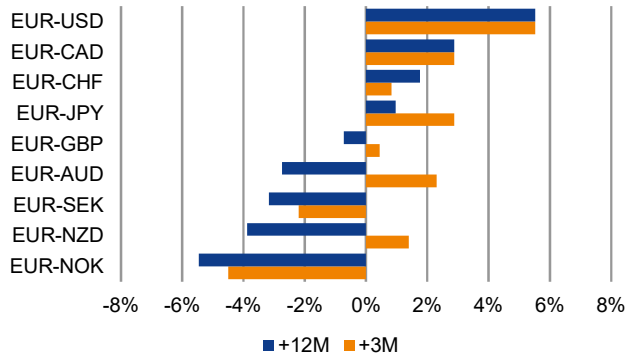
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

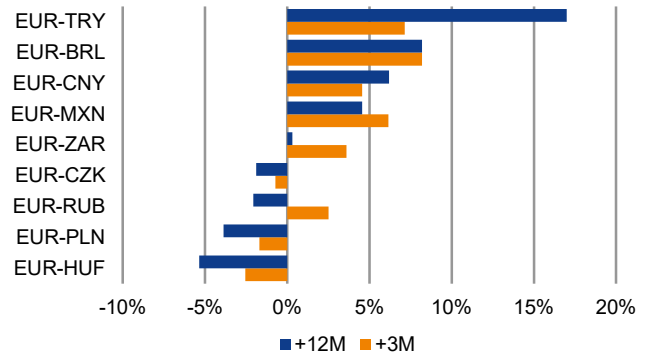
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,1776	1,2500	1,2500	1,2500
EUR/GBP	0,8525	0,8600	0,8500	0,8500
EUR/JPY	130,29	133,75	132,50	131,25
EUR/CHF	1,0819	1,0900	1,1000	1,1000
EUR/AUD	1,5814	1,6234	1,6026	1,5432
EUR/NZD	1,6952	1,7123	1,6667	1,6234
EUR/CAD	1,4736	1,5250	1,5250	1,5250
EUR/NOK	10,3416	9,9000	9,9000	9,8000
EUR/SEK	10,1941	10,0000	9,9500	9,9000
EUR/PLN	4,5775	4,5000	4,4800	4,4000
EUR/CZK	25,65	25,40	25,30	25,10
EUR/HUF	357,20	350,00	347,00	340,00
EUR/RUB	87,58	90,00	88,00	86,00
EUR/TRY	10,1677	10,8750	11,2500	11,8750
EUR/ZAR	17,34	17,81	17,50	17,25
EUR/CNY	7,6425	8,0000	8,0000	8,1250
EUR/BRL	6,0801	6,5000	6,5000	6,5000
EUR/MXN	23,61	25,00	25,00	24,63

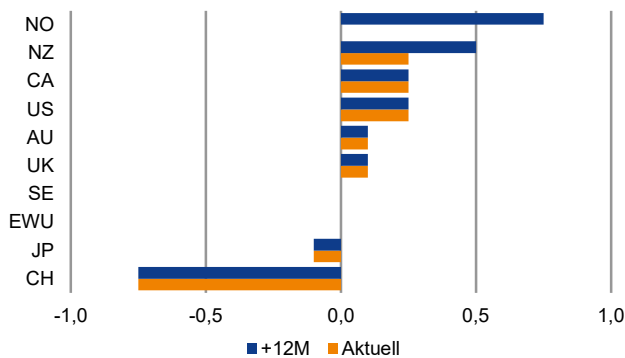
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1776	1,2500	1,2500	1,2500
GBP/USD	1,3814	1,4535	1,4706	1,4706
USD/JPY	110,63	107,00	106,00	105,00
USD/CHF	0,9183	0,8720	0,8800	0,8800
AUD/USD	0,7447	0,7700	0,7800	0,8100
NZD/USD	0,6948	0,7300	0,7500	0,7700
USD/CAD	1,2513	1,2200	1,2200	1,2200
USD/NOK	8,7819	7,9200	7,9200	7,8400
USD/SEK	8,6572	8,0000	7,9600	7,9200
USD/PLN	3,8872	3,6000	3,5840	3,5200
USD/CZK	21,78	20,32	20,24	20,08
USD/HUF	303,32	280,00	277,60	272,00
USD/RUB	74,36	72,00	70,40	68,80
USD/TRY	8,6262	8,7000	9,0000	9,5000
USD/ZAR	14,73	14,25	14,00	13,80
USD/CNY	6,4688	6,4000	6,4000	6,5000
USD/BRL	5,1634	5,2000	5,2000	5,2000
USD/MXN	20,05	20,00	20,00	19,70

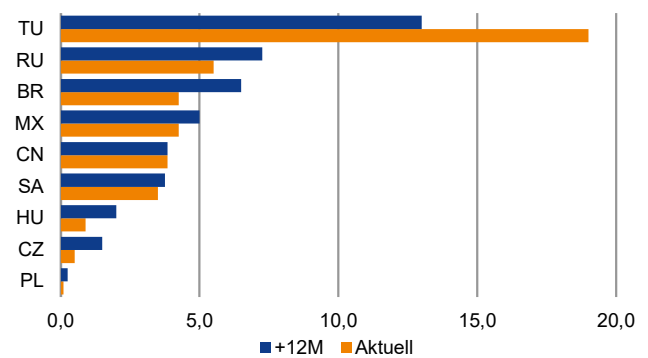
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

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
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6,5	4,0	4,9	-1,3	12,3	2,0	4,4
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	2,3	1,4	1,1	1,8	2,9	3,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,2	-7,2	-5,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,0	3,1	3,2				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,5	6,7	4,4	0,4	13,0	6,8	7,0
Inflation (in % gg. Vj.)	1,2	4,1	2,6	1,9	4,7	4,9	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15,8	-17,0	-9,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,9	-3,5	-2,6				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4,7	2,4	2,4	-1,5	7,4	3,0	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,8	-6,7	-5,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,2	3,2	3,2				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-9,8	5,9	4,7	-6,1	21,8	5,6	5,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,0	2,2	0,6	1,9	2,5	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-14,0	-12,0	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,5	-4,5	-3,9				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,7	3,1	3,5	-0,5	7,7	2,2	3,2
Inflation (in % gg. Vj.)	-0,7	0,4	0,9	-0,4	0,5	0,6	1,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,0	-1,5	-0,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	8,5	9,0	9,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,4	4,7	3,5	1,1	8,5	6,0	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,1	1,7	1,1	3,3	2,2	1,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,9	-5,9	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,6	2,7	0,4				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1,2	4,0	3,3	3,6	9,5	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				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,3	6,8	3,5	0,3	14,1	7,1	6,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	2,7	2,3	1,5	3,2	3,2	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-6,4	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	0,4	-0,4				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,9	4,4	2,7	-0,1	10,2	3,8	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,5	1,8	1,7	1,5	2,0	1,9	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-2,5	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,2	3,9	3,8				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,8	3,7	3,2	-0,2	6,4	4,3	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	1,3	2,8	1,9	3,0	2,8	2,7	2,7
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
Ungarn			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,1	7,0	4,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	4,0	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-7,4	-5,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,1	1,0	0,6
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,7	4,9	5,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,8	3,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,1	-2,6	-1,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	4,2	3,6
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,6	3,0	4,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,4	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-6,7	-3,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,6	4,2	3,1
Russland			
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
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	6,0	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	12,3	16,4	11,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,5	-3,5	-3,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-5,2	-3,2	-2,4
Südafrika			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-7,0	3,5	3,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	4,3	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-11,0	-9,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,0	2,0	-0,5
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	8,8	5,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	1,6	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,3	-6,1	-5,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	1,0	0,6
Brasilien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4,4	5,5	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	6,6	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13,6	-7,0	-6,5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,7	-1,4	-2,2
Mexiko			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-8,5	6,0	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	5,0	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,3	-2,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,4	0,2	0,0

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

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

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

„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente 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 Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: 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 Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

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

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

- 5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung.
 Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.
- 5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:
- | | |
|---|------------------------|
| Nachhaltigkeitsanalysen: | zwölf Monate |
| Analysen nach dem Value-Ansatz: | ein Monat |
| Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio): | ein Monat |
| Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): | ein Monat |
| Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): | drei Monate |
| Aktienindizes (fundamental): | drei Monate |
| Währungsräume: | sechs bis zwölf Monate |
| Gewichtung von Marktsegmenten: | sechs Monate |
| Gesamtmarktstrategie | sechs Monate |
| Branchenstrategie Unternehmensanleihen | sechs Monate |
| Strategie Covered Bonds: | sechs Monate |
| Derivate | |
| (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): | ein Monat |
| Rohstoffe: | ein Monat |
- 5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.
- 5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.
6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten
- 6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen ge-covert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.
- 6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte abgegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

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

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

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

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