

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Beschleunigter Preisauftrieb aber unterschiedliche Reaktion der Geldpolitik

Inflation und die Frage wie dauerhaft der zu beobachtende Anstieg der Inflationsraten weltweit sein könnte, ist eines der beherrschenden Themen an den Finanzmärkten weltweit. Die Antwort auf diese Frage bestimmt die künftige Notenbankpolitik und damit zu einem großen Teil auch die Entwicklung an den Devisenmärkten. Wie groß die Inflationsüberraschung in diesem Jahr ist, divergiert dabei deutlich zwischen den einzelnen Währungsräumen. Auch im Euroraum wurden die Inflationsprognosen (Bloomberg-Konsens) seit Jahresanfang merklich angehoben, noch ausgeprägter war die Inflationsüberraschung allerdings in den USA. Der Dollar zeigte sich hiervon jedoch unbeeindruckt und präsentierte sich insgesamt fester. Für die Geldpolitik ist allerdings entscheidend wie dauerhaft der Preisauftrieb in Relation zum Inflationsziel ausfällt und hier wird für den Euroraum schon im kommenden Jahr wieder ein Rückfall unter die Zielmarke vermutet, während in den USA der Preisauftrieb über 2% (J/J) bleiben sollte. Dass die Fed zinspolitisch früher als die EZB agieren wird, sollte vor diesem Hintergrund zwar klar sein, allerdings wird auch in den USA ein erster Zinsschritt noch einige Zeit auf sich warten lassen. Entsprechend bestimmt zunächst die Frage der Wertpapierkäufe, bzw. deren Reduzierung die Diskussion. Mit einigem Geschick schaffte es EZB-Präsidentin Lagarde zuletzt, eine zugegebenermaßen kleine Reduzierung der Anleihekäufe als grundsätzlich expansiv zu verkaufen und verhinderte damit eine freundlichere Euro-Stimmung. Der Greenback konnte zuletzt auch andere, eigentlich belastende Nachrichten abschütteln. So halten sich die Corona-Infektionszahlen in den USA auf einem merklich höheren Niveau als in den Euroländern. Auch wenn dies vor allem Bundesstaaten betrifft, die keinen großen Wert auf Einschränkungen der Wirtschaft legen, führt es doch zu einer gewissen Zurückhaltung bei den Verbrauchern, so dass die Erholung weniger dynamisch verläuft als zunächst vermutet. Für den Euroraum wurden die Wachstumsprognosen dagegen in den letzten Monaten eher nach oben angepasst.

Während die Finanzmärkte den Notenbanken der meisten Industrieländer vertrauen, dass der Inflationsschub nur vorübergehend ist, und die Geldpolitik daher die Erholung der Wirtschaft weiter besonders im Blick halten kann, stellt sich die Lage in den Emerging Markets schwieriger dar. Hier ist der Ruf der Notenbanken nicht so gefestigt und ein einmaliger Preisschub kann sich daher schnell verfestigen, so dass eine frühzeitige Reaktion der Geldpolitik gefordert ist. Zudem schlägt in diesen Ländern der besondere deutliche Anstieg der Lebensmittelpreise aufgrund ihrer höheren Gewichtung stärker durch. Die Notenbanken sind daher (meist widerwillig) gezwungen, mehr oder weniger deutlich an ihrer Zinsschraube zu drehen. Wo dies nicht, oder nur zurückhaltend geschieht, zeigen sich die Währungen eher schwächer. Umgekehrt wird dann aber eine Neuorientierung der Geldpolitik, wie wir sie zum Beispiel für Polen erwarten, auch für die Währung zu einer Chance auf einen Neuanfang.

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

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.9.2021 14:43 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Europäische Zentralbank macht Euro das Leben schwer	2
USA: Der „Teflon-Dollar“	3
Japan: Entscheidung über LDP-Parteispitze steht bevor	4
Großbritannien: Delta-Mutation und Inflation trüben die Aussichten bis in den Herbst hinein ein	5
Schweiz: SNB bestätigt Geldpolitik – Deutsche Bundestagswahl als Risiko?	7
Australien und Neuseeland: Relativer Erfolg bei der Corona-Bekämpfung stärkt NZD	8
Kanada: Wahl bringt politische Unsicherheit mit sich und könnte den kanadischen Dollar leicht untergraben	10
Skandinavien: Norges Bank leitet geldpolitische Wende ein	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Zloty im geldpolitischen Fokus	13
Russland: Duma-Wahlen „erfolgreich“ absolviert	14
Türkei & Südafrika: Notenbanken wollen abwarten	15
China: Kann Peking Turbulenzen wegen Evergrande weiter in Schach halten?	16
Brasilien & Mexiko: Aktuell Entspannung bei Corona aber niedrige Impfquoten	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	20
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Europäische Zentralbank macht Euro das Leben schwer

Die Entwicklung der europäischen Gemeinschaftswährung gleicht dieser Tage einem Trauerspiel. Exemplarisch hierfür ist die jüngste EZB-Ratssitzung. Da entscheiden die Währungshüter, das Ankauftempo im Rahmen des Notfallprogramms PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) im vierten Quartal zu reduzieren, und der Euro präsentiert sich dennoch verunsichert. Zudem mag die Delta-Variante zwar weiterhin als Unsicherheitsfaktor für die Konjunkturerholung im Euroraum wahrgenommen werden. Diverse Stimmungsindizes, darunter die Umfragen unter Einkaufsmanagern, halten sich jedoch auf erhöhten Niveaus. Die Impfquoten gemessen an der Bevölkerung, bei denen beispielsweise Portugal, Spanien, Irland, Finnland und Italien an der Weltspitze mitmischen, sprechen zudem nicht dafür, dass die EWU schlechter auf den Herbst vorbereitet ist als andere Länder. All dies lässt den Euro kalt. Sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch auf handelsgewichteter Basis hält er sich nur knapp oberhalb der bisher verzeichneten Jahrestiefstände.

Tatsächlich sind es vor allem die Europäische Zentralbank und ihre Präsidentin Lagarde, die der Gemeinschaftswährung jeglichen Mut rauben. Den noch vor wenigen Monaten vorherrschenden Spekulationen zugunsten einer Anhebung des PEPP-Volumens erteilten die Währungshüter mit der „Rekalibrierung“ des monatlichen Ankauftempo zwar eine Absage. Lagarde legte jedoch größten Wert darauf, dass die geldpolitische Ausrichtung der Notenbank marktseitig weiterhin als sehr expansiv wahrgenommen wird. Besonders hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang auch ein Zeitungsbericht zu möglichen Äußerungen von EZB-Chefvolkswirt Lane. Dieser soll vor Marktteilnehmern davon gesprochen haben, dass das Inflationsziel von 2% (J/J) im Jahr 2025 erreicht werden könnte, woraufhin Spekulationen über eine potenzielle Leitzinserhöhung auf Sicht von zwei Jahren die Runde machten. Das nur kurze Zeit später folgende und zu erwartende Dementi der Zentralbank ist das eine. Dass sich aber im Nachgang gleich mehrere Mitglieder des EZB-Rats gezwungen sahen, die Fortsetzung der ultra-expansiven Geldpolitik in ihren Statements hervorzuheben, führt die offenkundig vorherrschende Unsicherheit unter den hiesigen Währungshütern eindrucksvoll vor Augen – in 2022 fortschreitende wirtschaftliche Erholung hin, komfortabel über 1% (J/J) liegende Inflationsrate her.

Euro wagt sich nicht aus der Deckung,...

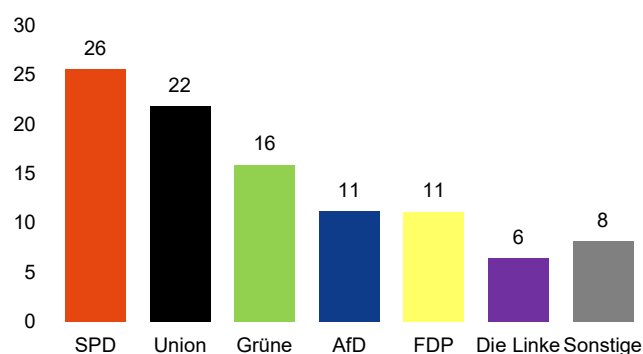
... woran die EZB einen erheblichen Anteil trägt

EURO KOMMT NICHT IN DIE GÄNGE
EUR HANDELSGEWICHTET



Quelle: Bloomberg

BUNDESTAGSWAHL IN DEUTSCHLAND BLEIBT EIN OFFENES RENNEN
AKTUELLE, DURCHSCHNITTliche UMFRAGEWERTE IN %



Quelle: Statista.com

Solange die Europäische Zentralbank auch nur den Hauch von geldpolitischem Rückenwind für die Gemeinschaftswährung im Keim erstickt, dürfte es für sie schwer bis unmöglich werden, aus eigener Kraft Boden gutzumachen. Wir haben unsere Euro-Dollar-Prognose daher zuletzt nach unten revidiert und erwarten nun auf Jahres-sicht eine Seitwärtsbewegung um die Marke von 1,18 USD. Sogar mit zumindest vorübergehendem Gegenwind muss die Gemeinschaftswährung angesichts des derzeit unsicheren Ausgangs der Bundestagswahl und einer möglicherweise lang andauernden Suche nach einer neuen Regierung in Deutschland sowie der bevorstehenden Präsidentschaftswahl in Frankreich rechnen.

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

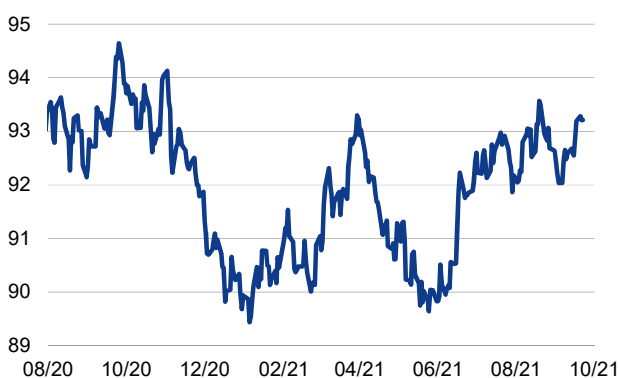
Update der Euro-Dollar-Prognose: Seitwärts um die Marke von 1,18 USD auf Jahressicht

USA: Der „Teflon-Dollar“

Gründe, die für einen deutlich schwächeren US-Dollar sprechen würden, gab es in den vergangenen Wochen mehr als genug. Die Delta-Variante des Corona-Virus stellt nach vorherrschender Meinung mittlerweile nicht mehr nur ein Risiko für die Weltwirtschaft im Allgemeinen, sondern auf für den konjunkturellen Aufschwung in den USA dar. Dies hat sich mittlerweile auch in den heiligen Hallen der Federal Reserve herumgesprochen, so dass die Äußerungen der Anhänger einer weniger expansiven geldpolitischen Ausrichtung zuletzt etwas zurückhaltender aufgetreten sind. In der Konsequenz wurde im Zuge der gestrigen Sitzung des Offenmarktausschusses – entgegen der bis zuletzt vorherrschenden Hoffnungen bei vielen Marktteilnehmern – noch kein Fahrplan für die Rückführung der Anleihekäufe vorgestellt. Am Greenback perlen diese Belastungsfaktoren weitestgehend ab, ohne nennenswerte Spuren zu hinterlassen. Der „Teflon-Dollar“ bewegt sich auf handelsgewichteter Basis nur knapp unterhalb des im August verzeichneten Jahreshöchststands.

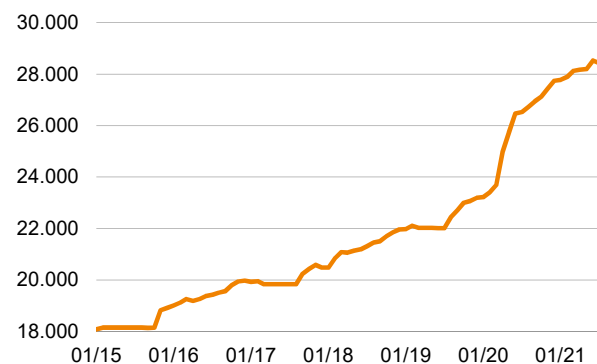
US-Dollar trotz allen Belastungsfaktoren

US-DOLLAR HÄLT SICH AUF HOHEM NIVEAU
USD-INDEX LAUT BLOOMBERG (IN PKT.)



Quelle: Bloomberg

US-STAAATSVerschuldung WÄCHST UND WÄCHST
Verschuldung des US-Staates in Mrd. USD



Quelle: Bloomberg

Als ob die Corona-Pandemie nicht schon für genug Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten sorgen würde, droht darüber hinaus dem US-amerikanischen Staat die Zahlungsunfähigkeit. Mit markigen Worten hatte US-Finanzministerin Yellen zuletzt davor gewarnt, dass bereits im Oktober das Geld ausgehen wird, um fällige Zahlungen zu begleichen. Hintergrund ist der anhaltende Streit zwischen Demokraten und Republikanern über eine Anhebung der Schuldenobergrenze. Sollte kei-

**Und täglich grüßt das Murmeltier...
in den USA droht mal wieder die
Zahlungsunfähigkeit des Staates**

ne Einigung erzielt werden, sei laut Yellen mit einer „breitangelegten wirtschaftlichen Katastrophe“ zu rechnen.

Aufgrund der vorherrschenden Mehrheitsverhältnisse besteht für die Demokraten zwar grundsätzlich die Möglichkeit, eine Anhebung der Schuldenobergrenze ohne die Zustimmung der Republikaner im Senat durchzusetzen. Die Biden-Administration legt allerdings großen Wert darauf, die Verantwortung für diesen Schritt auf beide Schultern der Parteienlandschaft zu verteilen. Unterdessen zeigt die republikanische Seite – bislang jedenfalls – wenig Begeisterung dafür, den Demokraten diesen Gefallen zu tun, wenngleich Kevin Brady, republikanisches Mitglied des Haushaltsausschusses im Repräsentantenhaus, zuletzt einen eigenen Lösungsvorschlag angekündigt hat. Ein rascher Kompromiss ist derzeit nicht in Sicht. Dennoch lehrt uns die Vergangenheit, dass weder Republikaner noch Demokraten ein Interesse daran haben, die Reputation der Solvenz der USA in Frage zu stellen. Früher oder später, vor allem aber rechtzeitig, sollte daher ein Weg aus der verfahrenen Situation gefunden werden. Diese Erwartung darf indes nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine Lösung aufgrund der starren politischen Positionen womöglich erst in letzter Minute erzielt wird. Dies kann durchaus zu einer gewissen kurzfristigen Volatilität an den Finanzmärkten führen.

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

Japan: Entscheidung über LDP-Parteispitze steht bevor

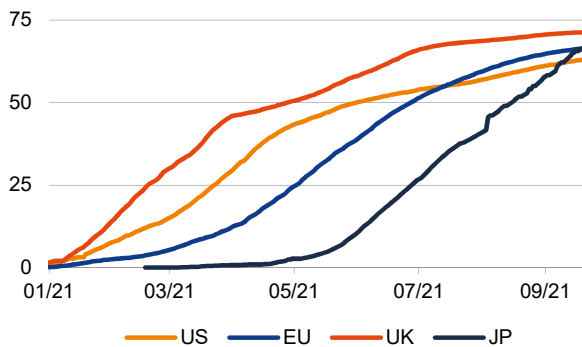
Nicht nur aufgrund der zeitlichen Nähe stand die Sitzung der Bank von Japan ganz im Schatten der US-Notenbank. Auch was die Inhalte angeht, konnte die BoJ nicht annähernd mithalten. Erwartungsgemäß wurden die geldpolitischen Parameter (kurzfristige Policy Rate Balance und Zinsziel für 10jährige JGBs bei minus 0,1%) sowie die Bereitschaft bekräftigt, dies durch Wertpapierkäufe zu garantieren. Nicht ganz so offensichtlich ist, dass die Notenbank an ihrer offiziellen Einschätzung festhält, dass sich konjunkturelle Erholung im Trend fortsetzt. Auf die Belastungen der Angebotsseite durch Lieferengpässe wird nur am Rande hingewiesen. Als relevante neue Entwicklung möchten wir dagegen die Impfkampagne erwähnen, die inzwischen deutlich an Fahrt aufgenommen hat. Nachdem das Land über viele Monate weit abgeschlagen nicht nur hinter vergleichbaren Industrieländern lag, sondern im Impftempo sogar von Schwellenländern überholt wurde, wird seit Ende des Sommers der „Impfturbo“ eingelegt. Mit einem Bevölkerungsanteil von 66% Geimpfter liegt Japan etwa auf dem Niveau der Eurozone und konnte die USA überholen.

Bislang wurde immer eine Lösung gefunden, das sollte auch dieses Mal der Fall sein

Bank von Japan hält unbeirrt an Lagebeurteilung fest und ignoriert Lieferengpässe

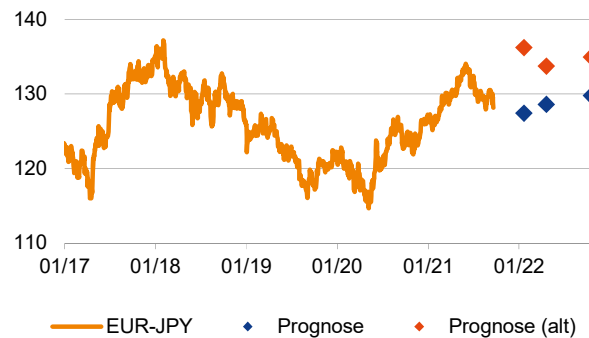
Japan legt den Impfturbo ein

JAPAN LEGT DEN IMPFTURBO EIN GEIMPFT, IN% DER BEVÖLKERUNG



Quelle: Refinitiv

NEUES EUR-USD-BILD TANGIERT AUCH EUR-JPY EUR-JPY: PROGNOSE DZ BANK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

In Sachen Innenpolitik bewegt sich zwar derzeit einiges in Japan, jedoch sind zum jetzigen Zeitpunkt keine wechsellkursrelevanten Aspekte auszumachen. Der größte Impuls war vermutlich, dass der scheidende Premier Suga durch seinen freiwilligen Rückzug eine Niederlage der Regierungspartei LDP verhindert haben dürfte. (Seine Beliebtheit in der Bevölkerung war auf so gefährlich niedrige Werte gesunken, dass sogar ein Sieg der Opposition nicht mehr auszuschließen war. Die LDP stellt seit 1955 die Regierung, nur die Jahre 1993 bis 1994 und 2009 bis 2012 waren hier eine Ausnahme. Entsprechend groß wäre die Irritation für die Märkte gewesen.) Die derzeit diskutierten Kandidaten Kono und Kishida sowie die Kandidatin Takaichi haben zwar durchaus unterschiedliche wirtschaftspolitische Programme, gerade mit Blick auf die BoJ-Politik bzw. das Erreichen des Inflationsziels. Doch auch das Versprechen einer noch expansiveren Geldpolitik dürfte den Yen kaum tangieren. Sein Interesse für den gegenwärtigen Expansionsgrad grenzt schließlich fast schon an Ignoranz, da er die Bank von Japan als zahnlosen Tiger ohne geldpolitischen Biss betrachtet. Sehr wohl einen Einfluss hat dagegen das neue EUR-USD-Bild, das auf Seite 3 dieser Publikation vorgestellt wurde. Hieraus ergeben sich für EUR-JPY etwas niedrigere neue Prognosen von 127,40 JPY (+3M), 128,60 JPY (+6M) und 129,80 JPY (+12M).

Japanische Innenpolitik und der Yen

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

Großbritannien: Delta-Mutation und Inflation trüben die Aussichten bis in den Herbst hinein ein

Die wirtschaftliche Erholung im Vereinigten Königreich hat in den Sommermonaten aufgrund der Delta-Variante an Schwung verloren. Allein im Juli und August infizierten sich rund 2 Millionen Menschen - und das, obwohl zu diesem Zeitpunkt durchschnittlich 60% der Bevölkerung vollständig geimpft waren. Es ist daher wenig überraschend, dass die Einzelhandelsumsätze (ohne Autokraftstoff) im Juli um 2,4% (J/J) zurückgingen und das Verbrauchervertrauen sowohl im Juli als auch im August sank. Die Industrieproduktion konnte hingegen den positiven Trend des Jahres 2021 fortsetzen. Insgesamt hat die Delta-Variante den Aufschwung zwar gebremst, aber nicht gestoppt.

Wirtschaftliche Erholung hat wegen Delta-Variante an Schwung verloren

Trotz der oben genannten Probleme ging die Arbeitslosigkeit weiter zurück und lag im Juli bei 4,6%, verglichen mit dem Tiefstand von 3,7% vor der Corona-Krise. Die Inflation, die sowohl der Bank of England (BoE) als auch dem Finanzministerium die größte Sorge bereiten dürfte, setzte ihren raschen Anstieg jedoch fort. Im Vergleich zum Juli erhöhte sich die jährliche Teuerungsrate im August um mehr als einen vollen Prozentpunkt auf 3,2% und damit auf den höchsten Stand seit 2012. Wie andere Zentralbanken auch führt die BoE dies auf eine Reihe vorübergehender Faktoren zurück, u.a. höhere Energiekosten. Die Bank geht jedoch davon aus, dass die Inflation erst im Winter ihren Höhepunkt erreichen wird - mit einer Rate von 4%, dem höchsten Wert seit dem Anstieg von 4,2% im Dezember 2011. Danach sollte der Preisdruck nach Ansicht der BoE allerdings wieder nachlassen, so dass die Teuerungsrate im Jahr 2022 auf 2,5% (J/J) zurückgehen und 2023 wieder den Zielwert von 2% erreichen dürfte. Solange sich die Inflationserwartungen nicht verschieben oder sich Zweitrundeneffekte manifestieren, ist die BoE bereit, über einige Monate mit höherer Inflation hinwegzusehen. Auch wenn seitens der Geldpolitik nun eine Zinserhöhung in der ersten Jahreshälfte 2022 nicht ausgeschlossen ist, und dies einen Schritt bevor der Ausstieg aus der quantitativen Lockerung begonnen hat.

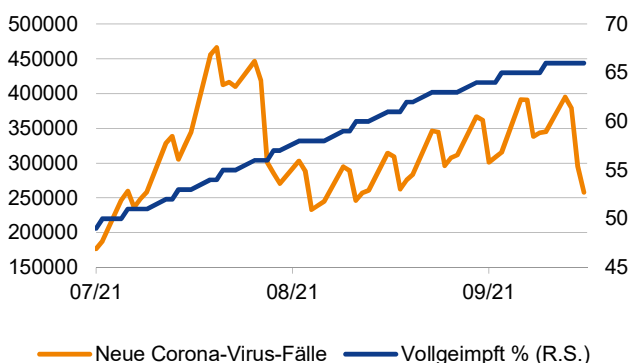
Der Preisdruck wird in den kommenden Monaten zunehmen aber in den Jahren 2022 und 2023 allmählich nachlassen

Unter den Mitgliedern des geldpolitischen Ausschusses (MPC) ist die Debatte darüber, wann der richtige Zeitpunkt für eine Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik gekommen ist, in vollem Gange. Auf der Septembersitzung gab es erneut Gegenstimmen: Ramsden und Saunders wollten das Zielvolumen für den Ankauf von Staatsanleihen auf 840 Mrd. GBP reduzieren, anstatt es bei 875 Mrd. GBP zu belassen. Aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Delta-Variante wird sich jedoch bis Ende des Jahres am Kurs der BoE nichts ändern. Allerdings geht die Zentralbank nun davon aus, dass sie ihren Leitzins vielleicht schon im ersten Halbjahr 2022 auf 0,2% anheben wird. Und auch wenn die Prognosen der DZ Bank für die britische Wirtschaft immer noch nicht so optimistisch sind wie die der BoE (Anstieg des BIP um 5,9% im Jahr 2021 und 4,7% im Jahr 2022, bei einer Teuerungsrate von 2,2 bzw. 2,3%), ist zu erwarten, dass der Leitzins Anfang des zweiten Halbjahres 2022 um 0,10% angehoben wird. Eine rasche Folge von Zinsschritten halten wir jedoch für unwahrscheinlich. Am Markt für britische Staatsanleihen hat sich die Renditekurve abgeflacht: Während sich am kurzen Ende kaum Bewegung zeigte, sind die Renditen für zehnjährige Anleihen gestiegen, so dass letztere jetzt um die 0,75%-Marke gehandelt werden.

Die Politik der BoE bleibt vorerst unverändert, aber für H1 2022 ist eine Zinserhöhung vorgesehen

IMPFDYNAMIK LÄSST NACH, DELTA-MUTATION NACH DEM STARKEN ANSTIEG IM JULI WEITERHIN EIN PROBLEM

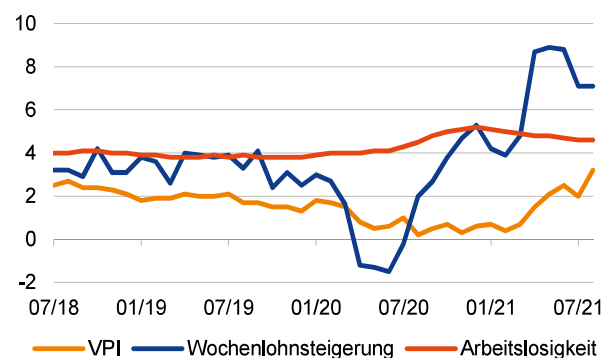
LS: VERÄNDERUNG DER FÄLLE IN VERGLEICH MIT VORWOCHE; RS: VOLLSTÄNDIG GEIMPFTER ANTEIL DER BEVÖLKERUNG IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

DEUTLICH ANZIEHENDE LÖHNE UND GLEICHZEITIGER ANSTIEG DER TEUERUNGSRATE DÜRFTEN DIE BOE BESORGT STIMMEN

ALLE ANGABEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg

Was die Aussichten für das Pfund in den nächsten Monaten anbelangt, so dürfte sich das Währungspaar GBP-USD weiter in seiner Sommerspanne von 1,3572 bis 1,4248 USD bewegen. Vieles wird jedoch davon abhängen, wie sich die Abkehr der Fed von ihrer ultraexpansiven Geldpolitik auswirkt und ob die BoE auf einen etwas weniger lockeren geldpolitischen Kurs einschwenkt. Mit Blick auf Euro-Pfund könnte es sein, dass der Euro leichte Verluste in Richtung der 0,84-GBP-Marke hinnehmen muss, da die EZB an ihrer lockeren Geldpolitik festzuhalten scheint.

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Perspektiven für das Pfund hängen von Geldpolitik ab, aber kleine Verlust für EUR-GBP erwartet

Schweiz: SNB bestätigt Geldpolitik – Deutsche Bundestagswahl als Risiko?

Vor wenigen Stunden ist die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung zusammengekommen und hat ihre gegenwärtige Politik durchweg bestätigt. Eine leichte Veränderung ist die stärkere Betonung der Risiken vom Immobilienmarkt. Wir rechnen in den kommenden Monaten deswegen mit einer Reaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers (bzw. der Antrag hierzu beim Bundesrat), der über erhöhte Eigenkapitalanforderungen an die Banken den Exzessen am Immobilienmarkt entgegenwirken soll. Die wesentliche Aussage zur traditionellen Geldpolitik ist, dass die SNB den Franken auch weiterhin als „hoch“ bewertet ansieht. Dies unterstreicht die Drohkulisse, jederzeit wieder am Devisenmarkt zu intervenieren, auch wenn dies in der letzten Zeit nicht mehr erforderlich war.

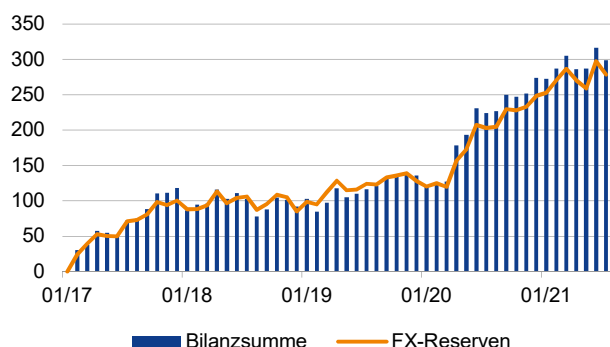
SNB behält Politik der ruhigen Hand bei

Franken weiterhin „hoch bewertet“

Auf eine „Rekalibrierung“ wie jüngst bei der EZB oder einen „Tapering-Fahrplan“ wie bei der Fed werden die Marktbeobachter auch weiterhin vergeblich warten müssen. Ein QE-Wertpapierankaufprogramm, wie wir es von anderen Notenbanken kennen, ist in der Schweiz aufgrund der geringen Größe des inländischen Marktes nie eingeführt worden. Insofern muss die SNB auch nicht über eine Reduzierung ihrer regelmäßigen, monatlichen Bond-Käufe diskutieren. Seit der Leitzinssenkungsspielraum mit der letzten Senkung im Jahr 2015 erschöpft war, waren Interventionen am Devisenmarkt das geldpolitische Mittel der Wahl. Diese sind aber nicht nach einem festen Zeitplan erfolgt (beispielsweise 20 oder 50 Mrd. CHF pro Monat), sondern immer als diskretionäre Einzelfallentscheidung – und davon muss man sich naturgemäß auch nicht durch einen konkret quantifizierbaren Tapering-Fahrplan verabschieden. Und dennoch ist die SNB de facto bereits in Sachen Normalisierung unterwegs, auch wenn die Währungshüter selber dies vermutlich anders sehen würden. Da seit einigen Monaten nicht mehr nennenswert interveniert wurde, hat die SNB die zusätzliche Liquiditätsbereitstellung eingestellt. Die Bilanzausweitung setzt sich derzeit nicht fort, und das Geldmengenwachstum (als Ergebnis der nicht-sterilisierten Interventionen) hat sich klar verlangsamt.

Interventionen (als diskretionäre Einzelfallentscheidung) brauchen keinen Tapering-Fahrplan

VERZICHT AUF INTERVENTIONEN - BILANZ WÄCHST NICHT WEITER SNB: BILANZSUMME UND RESERVEN: VER. SEIT 01/2017, IN MRD. CHF



Quelle: Refinitiv

EUR-CHF WIEDER ANGRIFFLUSTIGER, DOCH NICHT MEHR LANG EUR-CHF UND PROGNOSE



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Seit einigen Tagen zeigt sich EUR-CHF wieder etwas angriffslustiger, was der SNB mehr als willkommen sein dürfte. Bislang konnte das Währungspaar bis knapp 1,0940 CHF zulegen und sich damit von den krisenbedingten Tiefs vom August lösen. Allerdings sollte dieser Höhenflug schon in Kürze auslaufen, wenn der Markt auf das Ereignisrisiko der deutschen Bundestagswahl am Wochenende blickt. Wir rechnen zwar nicht mit einem „Wahlschock“, bei dem Investoren massiv in den Schweizer Franken fliehen. Jedoch wäre eine leicht erhöhte Nachfrage nicht auszuschließen, falls sich eine aus Finanzmarktsicht ungünstige Konstellation abzeichnen sollte (rot-rot-grün) oder die Regierungsbildung aufgrund unklarer Mehrheitsverhältnisse und langwieriger Koalitionsverhandlungen länger auf sich warten lassen würde. Eine wochenlange Hängepartie mit sich hinziehender Stimmauszählung wie im letzten Jahr in den USA ist aufgrund der deutschen Regelungen zur Briefwahl dagegen praktisch unmöglich.

**Ereignisrisiken dürften aktuellem
EUR-CHF-Höhenflug ein Ende setzen**

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

Australien und Neuseeland: Relativer Erfolg bei der Corona-Bekämpfung stärkt NZD

Australien wird oft als „lucky country“ bezeichnet, doch was den aktuellen Coronavirus-Ausbruch betrifft, hatte das Land bisher weniger Glück als sein Nachbar Neuseeland: Während es dem „Land der langen weißen Wolke“ gelungen ist, den Ausbruch der Delta-Variante unter Kontrolle zu bringen, tut sich Australien schwer (siehe Grafik unten). Laut den jüngsten Konjunkturdaten setzt sich der Erholungskurs in beiden Ländern fort, wenn auch deutlicher in Neuseeland. Australien verbuchte im zweiten Quartal ein Wirtschaftswachstum von 0,7% (Q/Q) – Neuseeland zeichnete sich demgegenüber durch ein wesentlich kräftigeres Wachstum von 2,8% (Q/Q) aus.

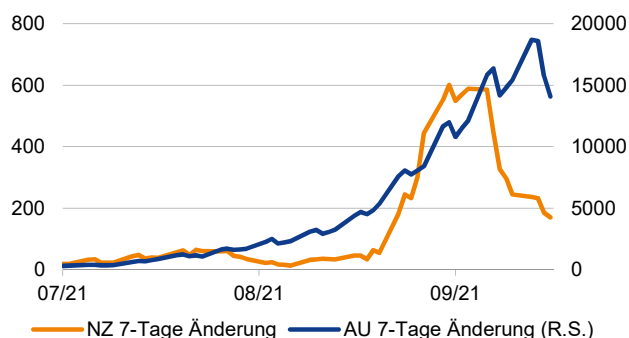
Neben einer aktuell dynamischeren Konjunktur verzeichnet Neuseeland seit ein paar Jahren auch einen etwas stärkeren Preisauftrieb als Australien. Insofern machen der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) nicht nur die Verbraucherpreise, sondern auch die Hauspreisinflation Sorge. Allein im zweiten Quartal 2021 stiegen die Preise auf dem von Knappheit geprägten Markt um 28,7% (J/J) und damit im vierten Quar-

**Neuseeland gelingt es besser als
Australien, die Delta-Variante unter
Kontrolle zu bringen**

**Neuseelands Wirtschaft wächst
schneller; weiter steigender Auf-
wärtsdruck auf Immobilienpreise**

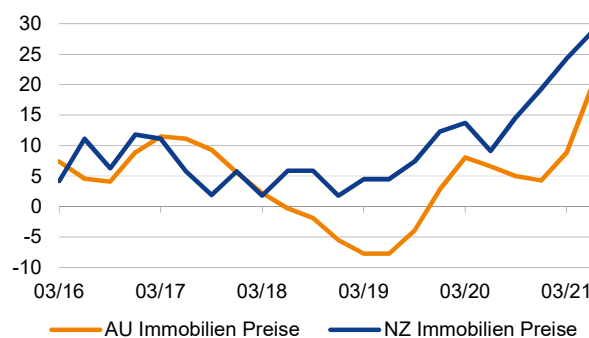
tal in Folge im zweistelligen Bereich. Die RBNZ hat daher bereits zu Gegenmaßnahmen gegriffen und wird demnächst wohl ihre Geldpolitik straffen müssen.

CORONA-VIRUS: DELTA-VARIANTE UNTER KONTROLLE IN NEUSEELAND, ABER NOCH NICHT GANZ SO IN AUSTRALIEN BESTÄTIGTE FÄLLE



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

RISIKO EINES ÜBERHITZTEN IMMOBILIENMARKTES GRÖßER IN NEUSEELAND ALS IN AUSTRALIEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

Man geht allgemein davon aus, dass die RBNZ bei ihrer nächsten Sitzung Anfang Oktober den Leitzins von 0,25 auf 0,50% anheben wird. Eine zusätzliche Straffung im weiteren Jahresverlauf ist durchaus zu erwarten. Dank robuster Wachstumszahlen, über dem Zielwert liegenden Teuerungsraten und einer restriktiveren Geldpolitik verfügt der Kiwi-Dollar über Aufwärtspotenzial gegenüber Greenback und Euro.

Auf der anderen Seite der Tasmanischen See leidet die Wirtschaft unter den Folgen der Delta-Variante und den damit einhergehenden Lockdowns und Beschränkungen. Die jüngsten Daten deuten allerdings darauf hin, dass der Ausbruch allmählich unter Kontrolle kommt. Die Zentralbank betrachtet die aktuelle Pandemielage als etwas, das die Wirtschaft zwar hemmt, aber nicht zum Entgleisen bringt. Im laufenden Quartal ist nur mit einem sehr mageren Zuwachs beim BIP zu rechnen und anschließend sollte sich die Wirtschaft dann zunehmend erholen. In der zweiten Jahreshälfte 2022 dürfte das BIP wieder sein Vor-Corona-Niveau erreichen.

Die Reserve Bank of Australia (RBA) will zur Stützung der Konjunkturerholung an einer äußerst expansiven Geldpolitik festhalten. Bei ihrer September-Sitzung beließ es die RBA im Wesentlichen bei ihrer aktuellen geldpolitischen Marschrichtung, signalisierte jedoch eine eher dovische Ausrichtung, indem sie ihr QE-Programm von November bis mindestens Februar verlängerte. Im Zuge ihrer aktuellen Prognosen geht die RBA nicht von einer Anhebung des Leitzinses vor 2024 aus. Aus unserer Sicht spricht jedoch einiges dafür, dass die RBA mit zunehmender wirtschaftlicher Erholung bereits 2023 aktiv wird. Bis Anfang 2022 dürfte der Aussie-Dollar gegenüber US-Dollar und Euro überwiegend seitwärts tendieren.

RBNZ dürfte Leitzins bei ihrer Oktober-Sitzung um 25 Bp. anheben und damit den NZD stärken

Delta-Variante noch nicht völlig unter Kontrolle in Australien, sondern bremst bislang die wirtschaftliche Erholung

RBA wird vor 2024 wohl keinen straffen geldpolitischen Kurs einschlagen. AUD dürfte seitwärts tendieren

Andy Cossor, ANALYST, +49 (069) 7447 99764

Kanada: Wahl bringt politische Unsicherheit mit sich und könnte den kanadischen Dollar leicht untergraben

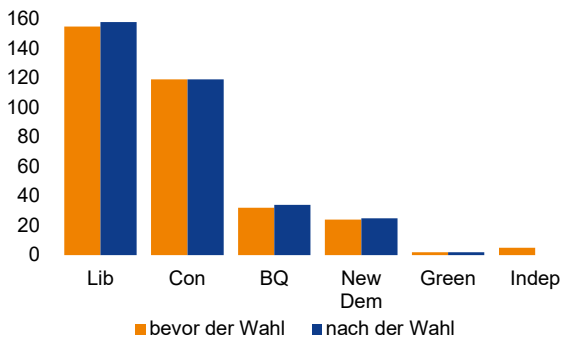
Im August hatte Kanadas Premierminister Trudeau entschieden, die Parlamentswahl um zwei Jahre vorzuziehen. Am 20.09.21 haben die Wähler ihre Stimme abgegeben, aber die politische Landschaft hat sich nicht wesentlich verändert. In den Meinungsumfragen hatte sich bereits abgezeichnet, dass keine Partei ein klares Mandat für eine Mehrheitsregierung erhalten würde. Dies hat sich jetzt bewahrheitet. Die größte Einzelpartei sind Trudeaus Liberale (mit erwarteten 158 Sitzen), während die Konservativen mit 119 Sitzen in der Opposition bleiben (obwohl sie stimmenmäßig vorn liegen). Um eine funktionierende Mehrheit (mindestens 170 Stimmen) zu erreichen, müssten die Liberalen entweder mit den New Democrats oder, deutlich unwahrscheinlicher, dem Bloc Québécois (BQ) eine Einigung erzielen. Zum jetzigen Zeitpunkt ist noch unklar, wie sich die Wahl auf die Politik und insbesondere die Steuerpolitik auswirken wird. Dass es in absehbarer Zeit zu einer restriktiveren Steuerpolitik kommen wird ist jedoch eher unwahrscheinlich.

Abgesehen von der Politik spiegeln sich in den jüngsten Konjunkturdaten die Auswirkungen der Delta-Variante wider, wobei einige der Daten für August hinter den Konsenserwartungen zurückblieben. Dennoch wird die konjunkturelle Abschwächung als vorübergehend angesehen, nicht zuletzt, weil 70 % der Kanadier vollständig geimpft sind, wodurch die vierte Corona-Welle aufgehalten werden sollte.

Wohl wieder keine Mehrheitsregierung nach vorgezogener Neuwahl

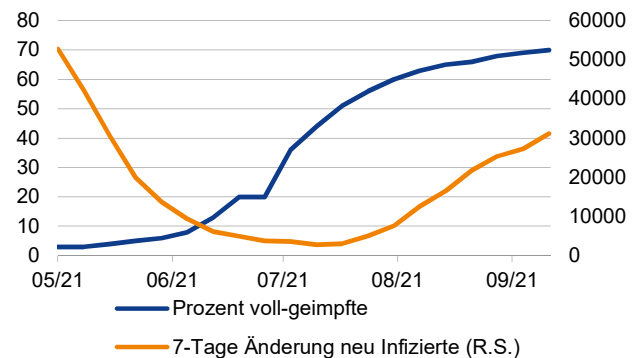
Einige der jüngsten Wirtschaftsdaten sind eher schwach ausgefallen

PARLAMENT VOR DER WAHL IST PARLAMENT NACH DER WAHL
ABGEORDNETE (NOCH NICHT ENDGÜLTIG BESTÄTIGT)



Quelle: CBC

DIE DELTA-VARIANTE SCHLÄGT AUCH IN KANADA NOCH DURCH
LS: VOLLSTÄNDIG GEIMPFT IN PROZENT DER BEVÖLKERUNG; RS: NEUE CORONA-VIRUS-FÄLLE IN SIEBEN TAGEN



Quelle: Bloomberg

Auch wenn die Bank of Canada (BoC) mit der wirtschaftlichen Erholung des Landes im Großen und Ganzen zufrieden ist, nicht zuletzt wegen des höheren Beschäftigungsniveaus, bereitet ihr der stark zunehmende Preisdruck Sorge. Die jährliche Inflationsrate kletterte im August um 0,4 Prozentpunkte auf 4,1% und damit auf den höchsten Wert seit März 2003 (4,2% (J/J)). Die BoC führt den Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) auf Basiseffekte, Versorgungsengpässe und höhere Kraftstoffpreise zurück. Es ist zwar davon auszugehen, dass diese Einflüsse in nächster Zeit abklingen werden, doch noch ist unklar, wann dies der Fall sein wird. Im Zuge ihrer aktuellen Prognosen geht die Zentralbank davon aus, dass vor der zweiten Jahreshälfte 2022 keine Notwendigkeit für eine Zinserhöhung bestehen wird. Im Hinblick auf ihr Anleihekaufprogramm zeigt sich die BoC weiterhin flexibel und will Anpassungen zu dem Zeitpunkt und in dem Maße vornehmen, wie sie dies für erforderlich

Die wirtschaftliche Erholung des Landes hat die Inflation angeheizt, was der BoC Sorge bereitet

hält. Ein entsprechender Schritt gegen Ende des Jahres ist daher durchaus zu erwarten.

Am Devisenmarkt wird die politische Unsicherheit bis zum Früherbst andauern. Allerdings wird dies voraussichtlich nicht dafür ausreichen, dass das Währungspaar USD-CAD seine Spanne der letzten zwölf Monate verlassen wird. Vielmehr steht zu erwarten, dass USD-CAD im letzten Quartal des Jahres nahe der Marke von 1,27 CAD gehandelt wird. Beim Währungspaar EUR-CAD sieht es ähnlich aus, hier ist mit einer Seitwärtsbewegung um 1,50 CAD zu rechnen.

Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Kanadischer Dollar dürfte seitwärts tendieren

Skandinavien: Norges Bank leitet geldpolitische Wende ein

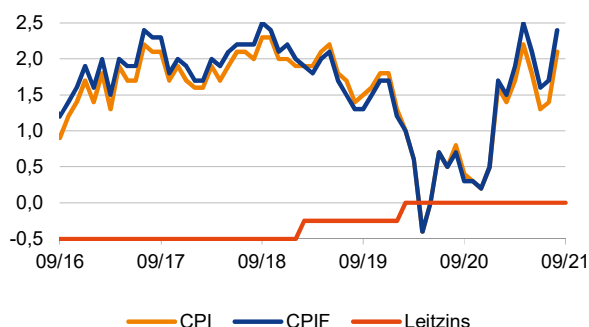
Recht überraschend hat Schwedens Regierungschef Stefan Löfven am 22. August seinen Rücktritt angekündigt. Er werde sein Amt als Parteivorsitzender der Sozialdemokraten zum Parteitag im November niederlegen und danach auch als Ministerpräsident zurücktreten. Löfvens Rücktritt könnte die ohnehin schon schwierige politische Situation noch deutlich komplizierter machen, da die Regierung zurücktreten müsste, wenn der neue Kandidat für das Amt des Ministerpräsidenten vom Reichstag nicht akzeptiert wird. Ob die rot-grüne Minderheitsregierung hierfür genügend Zustimmung erhält, ist noch offen. Beschlossen ist dagegen, dass aufgrund der Fortschritte der schwedischen Impfkampagne Ende September so gut wie alle Corona-Einschränkungen aufgehoben werden. Das Ende der Beschränkungen wird das ohnehin starke Wachstum in diesem Jahr zusätzlich unterstützen. Nachdem die Inflation im April mit 2,5% (J/J) ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht hat, verlangsamten sich die Preisanstiege zunächst sukzessive. Der für die Notenbank relevante CPIF stieg im August jedoch aufgrund sprunghaft gestiegener Energie- und Bekleidungspreise wieder um 2,4% (J/J) und damit erneut stärker als im Vormonat (+1,7% J/J) an. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% an. Der PMI hat zwar den vierten Monat infolge nachgegeben, signalisiert aber mit 60,1 Punkten weiteres Wachstum, welches sich im Jahresverlauf fortsetzen sollte. Insgesamt erwarten wir, dass die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr wieder das Niveau von 2019 erreichen wird.

Schwedens Regierungschef kündigt Rücktritt an

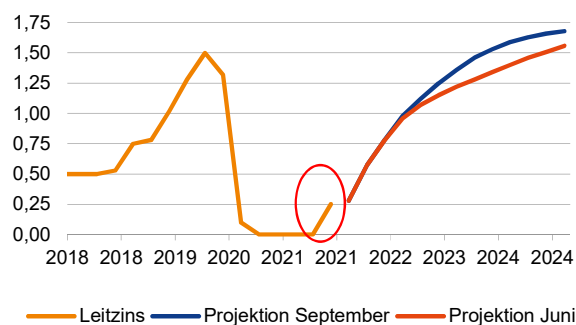
Riksbank weit davon entfernt die geldpolitische Wende einzuleiten

Ähnlich wie die EZB dürfte auch die Riksbank vorerst durch jeden vorübergehenden Anstieg der Verbraucherpreise „hindurchschauen“. Die aktuellen Entwicklungen dürften die Riksbank zunächst nicht von ihrem Plan abbringen den Repsatz in den kommenden drei Jahren unverändert bei null Prozent zu belassen. Im Zuge der jüngsten recht guten Konjunkturdaten konnte die Krone gegenüber US-Dollar und Euro leichte Gewinne verbuchen. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt stabil präsentieren wird und die Konjunkturentwicklung intakt bleibt, dürfte die Krone leichten Aufwind erfahren.

Schwedens Krone profitiert von guten Konjunkturdaten – wir rechnen mit weiterer, moderater Erholung

SCHWEDEN: INFLATION BESCHLEUNIGT SICH WIEDER
 CPI, CPIF J/J IN PROZENT; LEITZINS IN PROZENT


Quelle: Refinitiv

NORGES BANK STARTET DIE NORMALISIERUNG
 LEITZINS IN %


Quelle: Norges Bank

Wie erwartet hat die Norges Bank am 23. September den Leitzins von null auf 0,25% angehoben. Eine weitere Anhebung im Dezember gilt nach Notenbankgouverneur Olsen als höchstwahrscheinlich. Die Norges Bank gehört damit zu den ersten großen Zentralbanken, die die Zinswende einleiten. Dieser Schritt ist auch eher auf die Besorgnis über die Immobilienpreise als auf die Verbraucherpreisinflation zurückzuführen, die in den kommenden Jahren wahrscheinlich unter dem Notenbankziel bleiben wird. Die Parlamentswahl Mitte September hat Norwegen einen Regierungswechsel beschert. Die Regierungsbildung läuft auf ein Mitte-Links-Bündnis unter der Führung der sozialdemokratischen Arbeiterpartei hinaus. Der Wahlausgang sollte aber kaum größere Auswirkungen auf die norwegische Wirtschaft insgesamt und auf die Fiskal- und Geldpolitik in den kommenden Jahren haben. Die Delta-Variante hat die Regierung dazu veranlasst, die endgültige Öffnung der Wirtschaft erneut zu verschieben, was das Wachstum im dritten Quartal belasten könnte. Nachdem die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal noch schrumpfte, war im zweiten Quartal ein Anstieg um 1,4% (Q/Q) zu verzeichnen.

Norges Bank hebt den Leitzins an
Parlamentswahl führt zu Regierungswechsel

Die Kerninflationsrate hat sich weiter verlangsamt und liegt nun deutlich unter dem Zielwert von 2%. Beschleunigt hat sich dagegen die allgemeine Teuerungsrate auf nunmehr 3,4% (J/J). Dies ist vor allem auf die stark gestiegenen Strom- und Energiepreise zurückzuführen. Die höhere globale Inflation und höhere Inflationserwartungen vergrößern die Unsicherheit über den künftigen Inflationsverlauf. Gewisse Sorgen bereitet den Notenbankern zudem der deutliche Anstieg der Immobilienpreise, deren aktuelle Jahresrate immer noch bei 9,4% liegt. Mit ihren frühzeitigen Zinserhöhungen will die Notenbank auch hier dämpfend eingreifen. Die Krone hat sehr positiv auf die Leitzinsentscheidung und auf den Tenor der Notenbanksitzung reagiert. Das grundsätzlich positive Umfeld für die norwegische Währung sollte bestehen bleiben.

Der Leitzinsanhebungszyklus spricht für Norwegens Krone

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 (0)69 7447 6401

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Zloty im geldpolitischen Fokus

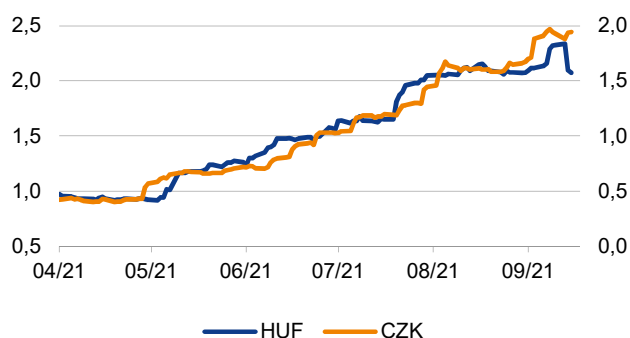
Was die wesentlichen Einflussfaktoren von Zloty, Forint und tschechische Krone betrifft, hat sich in den vergangenen Wochen wenig geändert. Vielmehr bestimmen die nationalen geldpolitischen Perspektiven nach wie vor maßgeblich über das Wohl und Wehe der CE3-Währungen. Diesbezüglich geht es bei der tschechischen und der ungarischen Landeswährung lediglich um die Frage, wie stark die in nächster Zeit noch zu erwartenden Leitzinsanhebungen ausfallen werden. Die jüngste etwas kleiner als erwartete Zinserhöhung der ungarischen Notenbank ist dabei nicht als der Anfang vom Ende der Straffung zu interpretieren. Die polnische Währung durchlebt hingegen eine wahre geldpolitische Achterbahnfahrt der Gefühle. So wechseln sich doch für den Zloty diese Hoffnungen und Enttäuschungen derzeit in beinahe schon atemberaubenden Tempo ab.

Wenngleich dieser Tage der geldpolitische Unmut den Zloty erneut im Griff hat, sollte die polnische Landeswährung unserer Ansicht nach derartige Hoffnungen noch nicht begraben. Vielmehr sind wir zuversichtlich, dass die polnische Notenbank (NBP) angesichts des unerwartet starken und mittlerweile schon länger als zunächst gedacht anhaltenden Preisdrucks bei ihrer November-Sitzung im Umfeld der Vorstellung ihres revidierten Inflationsberichts Hinweise geben sollte, die auf eine erste umsichtige Leitzinsanhebung im Frühjahr 2022 schließen lassen. Neben der Inflationsentwicklung dürfte auch die weiter an Fahrt gewinnende konjunkturelle Erholung Polens der grundsätzlich geldpolitisch „dovish“ aufgestellten Zentralbank Spielraum für eine erste moderate Straffung der geldpolitischen Zügel geben. Sollte sich diese Einschätzung als korrekt erweisen, dürfte der Zloty zum Ende des Jahres hin auch wieder nachhaltigere Kursgewinne verbuchen. Euro-Zloty sehen wir unter diesen Vorzeichen dann wieder im Bereich von 4,48 PLN. Belehrt uns die polnische Notenbank geldpolitisch im November jedoch eines Besseren und hält weiterhin an ihrer überaus „dovishen“ Marschrichtung fest, so sollte der Zloty auch in das Jahr 2022 hinein einen schweren Stand haben. Eine entsprechende PLN-Prognoserevision unsererseits würde dann unumgänglich werden. Bislang ist dies jedoch nicht unser Hauptszenario.

Geldpolitische Perspektiven geben nach wie vor den Takt vor

Zloty sollte geldpolitische Hoffnungen noch nicht begraben

MARKT SETZT AUF WEITERE ZEITNAHE LEITZINSANHEBUNGEN IN UNGARN UND TSCHEDIEN ...
VERSCHIEDENE 3*6-FRA-NOTIERUNGEN, LS: HUF, RS: CZK, IN %



Quelle: Bloomberg

... IN POLEN BESTEHT DIESBEZÜGLICH JEDOCH SPÜRBARE UNSICHERHEIT
3*6-PLN-FRA-NOTIERUNGEN, IN %



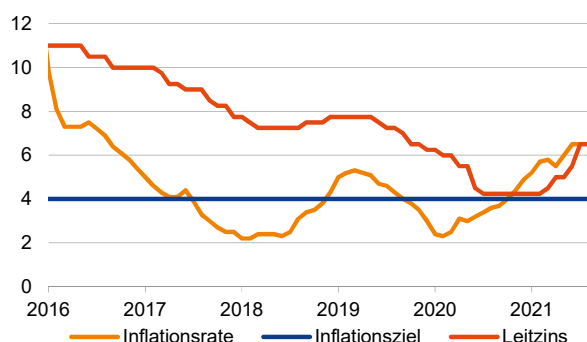
Quelle: Bloomberg

Russland: Duma-Wahlen „erfolgreich“ absolviert

Bei den Parlamentswahlen hat die Partei von Präsident Putin „Einiges Russland“ erwartungsgemäß ihre Position in der Duma nahezu verteidigen können. Mit 324 von 450 Sitzen wurden nur wenige Mandate gegenüber der vorherigen Wahl von 2016 verloren (343 Sitze). Allerdings gingen die Wahlen mit massiven Manipulationsvorwürfen, sowohl im Vorfeld als auch bei der eigentlichen Wahl, einher. Bereits vor fünf Jahren ließ sich die Regierung hiervon aber kaum beeindrucken, so dass davon auszugehen ist, dass nun wieder zum politischen Tagesgeschehen übergegangen wird. Die Corona-Impfkampagne verläuft in Russland weiterhin eher zögerlich und weniger als ein Drittel der Bevölkerung ist vollständig geimpft. Damit bestehen die Risiken bezüglich der Rückschlaggefahren durch Corona-Begrenzungen fort. Zu den positiven Faktoren für die russische Wirtschaft zählt zweifelsohne das auskömmliche Preisniveau bei den Rohölpreisen. Hinzu kommt die Vereinbarung mit der OPEC die Fördermengen wieder langsam aufzustocken, so dass auch von dieser Seite ein positiver Beitrag für die außenwirtschaftlichen Einnahmen zu erwarten ist.

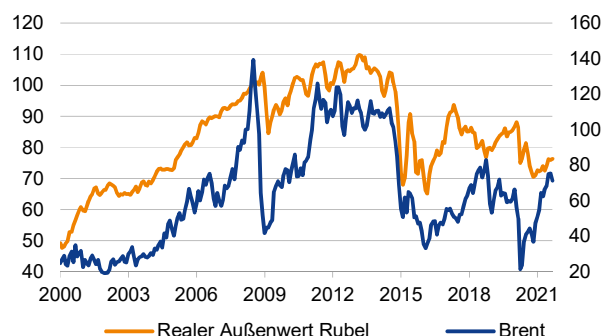
Nach der Wahl wieder Besinnung auf Corona

ZINSERHÖHUNGEN HALTEN LEDIGLICH MIT INFLATION SCHRITT GEGENÜBER VORJAHR IN % BZW. %



Quelle: Bloomberg

ÖLPREIS EIN DOMINIERENDER FAKTOR FÜR RUBELBEWERTUNG LS: AUSSENWERT RS: ÖLPREIS IN USD



Quelle: Bloomberg

Zuletzt blieb die Notenbank zwar mit einer Zinserhöhung um 25 Bp hinter den Markterwartungen zurück, Notenbankgouverneurin Nabiullina stellte allerdings fest, dass sich die wirtschaftlichen Verhältnisse in einem ausreichenden Maße normalisiert hätten, und es daher möglich sei, wieder zu der üblichen zinspolitischen Schrittgröße zurückkehren. Für die kommenden Notenbanksitzungen deutete sie zudem weitere Zinsschritte an. Diese erscheinen auch notwendig, legte die Inflationsrate doch in den letzten Monaten spürbar zu und erreichte im August 6,7% (J/J) sowie in der Kernrate sogar 7,1% (J/J), was zeigte, dass sich der Preisauftrieb auf weite Teile des Warenkorbes erstreckt. Entsprechend dürften in den kommenden Monaten die Zinsen weiter nach oben geschleust werden, um zumindest einen positiven Realzins zu erreichen. Für den Rubel bleibt der Rohölpreis ein entscheidender Faktor. Dass die deutliche Preiserholung der letzten Monate sich nicht stärker unterstützend für den Rubel bemerkbar gemacht hat, dürfte nicht zuletzt eine Folge der anhaltenden Sanktionen des Westens sein. Eine Entspannung ist hier aber nicht abzusehen, so dass der Rubel seine Chancen auch weiter kaum nutzen können.

Notenbank möchte mit kleinen Schritten auskommen

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

Türkei & Südafrika: Notenbanken wollen abwarten

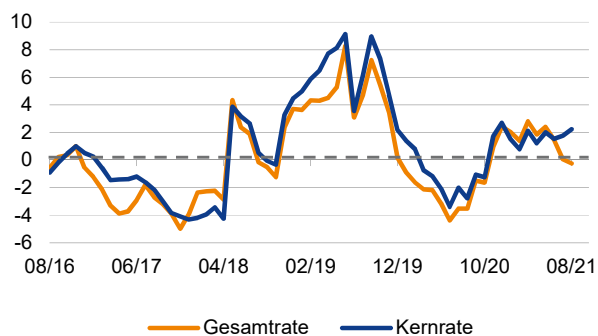
Nachdem es zuletzt vergleichsweise still um die türkische Lira geworden war, ist sie Anfang des Monats sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Greenback wieder unter Abgabedruck geraten. Verantwortlich hierfür war in erster Linie wieder einmal die türkische Notenbank (TCMB), konkret waren es Äußerungen des obersten Währungshüters Kavcioglu. Dieser ließ wissen, dass sich die dortige Geldpolitik künftig verstärkt an der Entwicklung der Kerninflationsrate orientieren werde. Zudem betonte er den seiner Ansicht nach temporären Charakter des zuletzt weiter deutlich zugenommenen Preisdrucks, stieg doch die türkische Inflationsrate in der Gesamtrate im August auf 19,25% (J/J) und damit stärker als marktseitig erwartet an. Dass die Lira nun mit Unmut auf die Worte ihres Notenbankchefs reagiert, dürfte dem Umstand geschuldet sein, dass man sich marktseitig nicht des Eindrucks erwehren konnte, dass der Notenbankoberste im aktuellen Umfeld alles versucht, um die Leitzinsen nicht anheben zu müssen. So versprach doch die TCMB unter ihrem neuen Vorsitzenden, den realen Leitzins im positiven Terrain zu halten. Nach dem jüngsten Anstieg der Gesamtinflationsrate und einem Leitzinsniveau von 19% konnte dieses Versprechen zuletzt nicht mehr gehalten werden. Konsequenterweise gedachte, wäre eine Leitzinsanhebung die Folge. Dass dies unter den aktuellen (geld-) politischen Rahmenbedingungen wenig wahrscheinlich erscheint, darüber dürfte man sich zwar marktseitig einig gewesen sein. Zugleich schien aber zumindest eine lockerere Geldpolitik erst einmal vom Tisch zu sein, was der wahrlich geldpolitisch nicht verwöhnten Lira bereits gereicht hat.

Fokussiert sich die TCMB nun künftig verstärkt auf die Kerninflationsrate, sieht die Sache zum Leidwesen der Lira anders aus. Denn im Gegensatz zur Gesamtrate verzeichnete die Kernrate im August den zweiten Monat in Folge einen Rückgang, wenngleich weiterhin auf sehr hohem Niveau. Mit aktuell 16,76% bei einem Leitzinsniveau von 19% ergibt sich unter dem Strich ein nach wie vor positives Realzinsniveau. Unserer Einschätzung zufolge versucht die TCMB mit der Fokussierung auf die Kerninflationsrate ihr Versprechen eines positiven realen Leitzinses auf dem Papier zu halten. Dass die Notenbank ihren Leitzins nun sogar auf 18% gesenkt hat, kam dann aber doch sehr überraschend und hat die Sorge befeuert, dass die Geldpolitik zu locker ausgestaltet sein könnte, um dem anhaltend hohen Preisdruck erfolgreich zu begegnen. Die Lira reagierte entsprechend deutlich verschnupft auf diese Entscheidung.

TCMB will künftig bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Kernrate stärker im Auge behalten

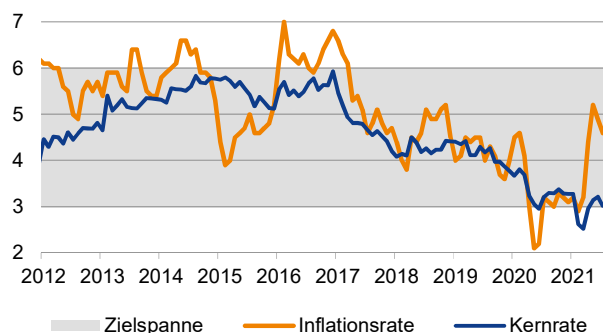
Türkische Notenbank belässt Leitzins unverändert bei 19%; Sorgen über perspektivisch zu lockere Geldpolitik bleiben bestehen

TCMB: FOKUSSIERUNG AUF DIE KERNRATE LÄSST RAUM ZUR SPEKULATION
REALER LEITZINS TÜRKIE (BERECHNET AUF BASIS VON GESAMT- UND KERNINFLATION), IN %



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

SÜDAFRIKANISCHER PREISAUFTRIEB NOCH ENTSPANNT
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; DZ BANK Research

Anders als viele Länder aus dem Emerging Market Segment braucht sich Südafrika nicht mit einer ausufernden Inflationsrate herumzuschlagen. Zwar stieg auch hier die Jahresrate seit Jahresanfang ein gutes Stück an, mit zuletzt 4,9% (J/J) liegt sie aber weitgehend in der Mitte der Zielspanne der Notenbank von 3% bis 6%. Dieser Anstieg ging zudem lediglich auf das Konto von Nahrungsmitteln und Energie, während die Kernrate ohne diese Komponenten mit 3,1% sogar an der unteren Grenze dieser Spanne verharrt. Dies ermöglicht auch der Geldpolitik eine entspannte Haltung einzunehmen und länger an dem, für südafrikanische Verhältnisse, außerordentlich niedrigen Leitzinsniveau von 3,5% festzuhalten. Gleichwohl könnten auch hier zum Ende des ersten Quartals 2022 die Bedingungen für eine erste Zinserhöhung gegeben sein.

Risiken für die Wirtschaftsentwicklung gehen vor allem auch in Südafrika noch von der weiteren Corona-Entwicklung aus. Wie der übrige Kontinent hängt Südafrika weit hinter den Impffortschritten in den Industrieländern her. Der derzeit abflauenden dritten Infektionswelle wird daher aller Voraussicht nach eine weitere folgen. Allerdings hatten bereits die letzten beiden Wellen bei den Wirtschaftszahlen deutlich geringere Spuren hinterlassen als der erste Ausbruch. Die sehr schwachen Juli-Zahlen bei Industrieproduktion (-8,0% M/M) und Einzelhandel (-11,2% M/M) gingen eher auf das Konto der Unruhen in der ersten Monathälfte. Diese standen im Zusammenhang mit der Inhaftierung von Ex-Präsident Zuma wegen Missachtung des Gerichts und zeigten die mögliche Brisanz des laufenden Korruptionsverfahrens, das Aufgrund einer Erkrankung Zumas zunächst verschoben wurde. Ein sauberer Prozess mit einem von allen Seiten zumindest hingenommenen Urteil, mit dem ein klarer Schlussstrich unter die Regierungszeit Zumas gezogen wird, wäre ein ideales Szenario. Die Welt ist allerdings nicht ideal, so dass diesbezüglich noch mit einigen Turbulenzen zu rechnen ist, und auch der Rand mit einigen Gegenwind wird kämpfen müssen.

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Preisaufrtrieb in Südafrika moderater als anderswo

Pulverfass Korruptionsprozess gegen Ex-Präsident Zuma

China: Kann Peking Turbulenzen wegen Evergrande weiter in Schach halten?

Nachdem die chinesische Wirtschaft weit früher als der Rest der Welt vom Post-Corona-Boom profitieren konnte, gibt die aktuelle Lage gleich in mehreren Punkten Anlass zu erhöhter Wachsamkeit. Zum einen haben die auslaufenden Basiseffekte und das Ende der Export-Sonderkonjunktur erwartungsgemäß zu einer geringeren Wachstumsdynamik geführt. Zum anderen bremsen aber zunehmend auch die globale Rohstoffknappheit und die strikte Corona-Eindämmungspolitik die Stimmung von Unternehmen bzw. Konsumenten. Entsprechend verhalten sind die Konjunkturaussichten für die zweite Jahreshälfte. Die BIP-Daten für das dritte Quartal werden am 18. Oktober, also kurz vor der Veröffentlichung des nächsten Devisen Monthly erwartet.

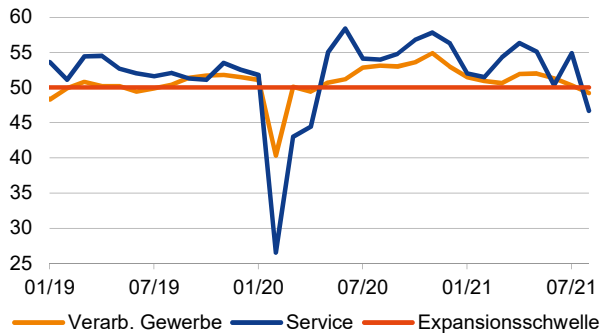
Im Mittelpunkt des globalen Interesses stehen derzeit allerdings weniger das konjunkturelle Risiko noch die Implikationen der Zero-Covid-Politik für die weltweiten Lieferketten, sondern der chinesische Immobilienentwickler Evergrande. Es wird über drohende Zahlungsausfälle spekuliert und aufgrund der Größe des Konzerns und der Überhitzung am Immobilienmarkt wurde zeitweise sogar eine Kettenreaktion im Stil von Lehman befürchtet. Evergrandes Schuldenlast wird mit gut 300 Mrd. USD beziffert, die zu 90% von chinesischen Banken gehalten wird. Dies ist ein wichtiger Unterschied zu den globalen Schockwellen der Lehman-Krise, da das Ausfallrisiko

Nur noch verhaltene Aussichten für das zweite Halbjahr

Evergrande als chinesisches Lehmann? Wahrscheinlichkeit für systemische Krise nicht vergleichbar

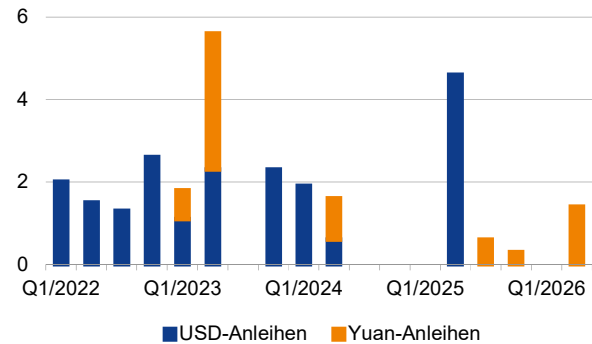
zwar für China elementar ist, aber es eben keine internationalen Verflechtungen mit Beteiligung europäischer oder US-Banken gibt.

STIMMUNG BEI UNTERNEHMEN UND VERBRAUCHERN BRICHT EIN
EINKAUFSMANAGERINDEX



Quelle: Refinitiv

ANGST VOR ZAHLUNGS AUSFALL GESUNKEN, ABER NICHT GEBANNT
FÄLLIGKEITEN VON EVERGRANDE-ANLEIHEN, IN MRD. USD



Quelle: Bloomberg

Wird Peking eine Umschuldung oder eine Aufspaltung des Unternehmens unterstützen? Oder eine Pleite zulassen und versuchen, die Folgen für Banken und Immobilienmarkt aufzufangen? Angesichts des erklärten Ziels der Regierung, gegen die Kreditexzesse und die Überschuldung der Unternehmen vorzugehen, wird dies eine richtungsweisende Entscheidung. Zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses ist der Ausgang noch offen. Evergrande hat zumindest für eine der zur Diskussion stehenden Anleihen die anstehenden Zinszahlungen zugesagt, die chinesische Notenbank hat mit Liquiditätsspritzen die Gemüter ebenfalls beruhigt. Doch selbst wenn eine Eskalation zum gegenwärtigen Zeitpunkt vermieden werden sollte, bleibt das Thema grundsätzlich präsent. Was zunächst nach einem elementaren Risiko für den Wechselkurs aussieht, könnte sich paradoxerweise sogar als Stabilitätsanker erweisen. Die Gefahren für die Finanzmarktstabilität sind bereits so hoch, dass Peking kaum eine zusätzliche Währungskrise riskieren wird. Zudem spricht das fehlende Engagement ausländischer Investoren gegen eine plötzliche Kapitalflucht aus dem Land. Eine leichte Irritation mag im Yuan vorerst vorhanden sein, aber es sieht derzeit nicht nach Kursabschlägen aus, die dem zugrundeliegenden Risiko angemessen wären.

Investorengemüter beruhigen sich, aber Gefahr ist noch nicht gebannt

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

Brasilien & Mexiko: Aktuell Entspannung bei Corona aber niedrige Impfquoten

Der Preisauftrieb in Brasilien hat sich im August weiter beschleunigt und die Inflationsrate verfehlte mit 9,7% (J/J) nur knapp die 10%-Marke. Ab Oktober könnte es bei dieser Größe aufgrund eines günstigen Basiseffekts zu einer leichten Entspannung kommen. Bei den verschiedenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend, die zuletzt im Durchschnitt 6,1% (J/J) erreicht hatten, ist dagegen eine weitere Beschleunigung zu erwarten. Mit der letzten Zinserhöhung um erneut 100 Bp auf nunmehr 6,25% schaffte es die Banco Central do Brasil zumindest mit der Eintrübung des Preisklimas Schritt zu halten. Für ein echtes geldpolitisches Bremsen sind dagegen noch weitere erhebliche Zinsschritte erforderlich, die entsprechend in den kommenden Monaten vollzogen werden sollten. Der Leitzins dürfte dann in den ersten Monaten des kommenden Jahres sogar 9% erreichen. Zwar bedeutet eine solch

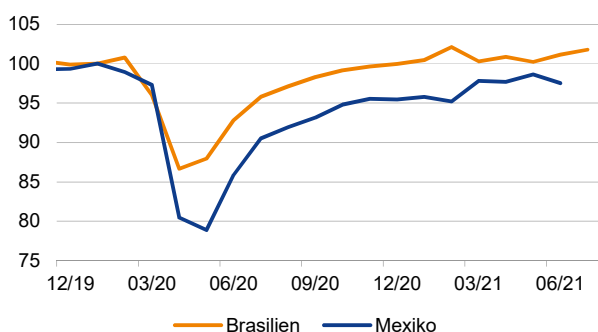
Notenbank will mit Preisauftrieb Schritt halten

konsequente Geldpolitik theoretisch auch eine merkliche Unterstützung für die Währung, dies schlägt sich aber nicht in den Wechselkursen nieder, da von Seiten der Politik immer wieder Gegenwind kommt. Ein Beispiel hierfür ist der schwelende und immer wieder aufflammende Konflikt zwischen Präsident Bolsonaro und dem Obersten Gerichtshof. Bolsonaro weckt dabei zum einen Zweifel an der Legitimität der Gerichtsentscheidungen und zudem übt er Kritik an dem Wahlverfahren. Auch wenn sich seine Umfragewerte in den letzten Monaten verschlechtert haben, kann Bolsonaro noch immer beeindruckende Menschenmengen zu seiner Unterstützung auf die Straßen bringen. Nach derzeitigem Stand der Umfragen müsste Bolsonaro gegen Ex-Präsident Lula da Silva in einer Stichwahl antreten und würde dort klar verlieren. An den Finanzmärkten dürfte eine Rückkehr da Silvas in den Präsidentenpalast auf keine große Freude stoßen. Im Vorfeld seines ersten Wahlsieges im Herbst 2002 hatte der Real deutliche Verluste erlitten. Allerdings konnte die Währung im Laufe der Amtszeit Lulas diese Verluste dann wieder wettmachen.

Die Regierungspolitik hat immer die Wiederwahlchancen bei den Präsidentschaftswahlen im Oktober kommenden Jahres im Blick, was für die öffentlichen Haushalte zu einer andauernden Belastung führen dürfte. Ob die jüngste Anhebung der Finanztransaktionssteuer zur Finanzierung der erhöhten Ausgaben ausreicht, ist zumindest zweifelhaft. Angesichts dieser Negativfaktoren fällt es schwer eine positive Einschätzung zur Währung zu finden.

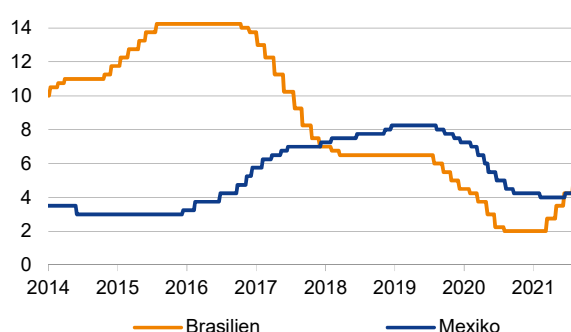
Zweifel an brasilianischer Fiskalpolitik

BRASILIEN MIT VORTEILEN BEI DER WIRTSCHAFTSLEISTUNG
BIP-INDIKATOR JAN 2020 = 100



Quelle: Bloomberg; DZ BANK Research

NOTENBANK IN BRASILIEN AKTIVER, NICHT OHNE GRUND
LEITZINSEN IN %



Quelle: Bloomberg; DZ BANK Research

Bei den Corona-Zahlen hat sich die Lage in Brasilien in den letzten Monaten allerdings erheblich entspannt und die Infektions- und Todeszahlen sind auf den niedrigsten Stand seit über einem Jahr gefallen. Auch wenn dies noch keine Entwarnung bedeuten kann, da erst etwas mehr als ein Drittel der Bevölkerung einen vollständigen Impfschutz genießt, eröffnet sich zumindest die Chance auf eine dynamischere Erholung der Wirtschaft. Grundsätzlich ist zwar Ähnliches für Mexiko zu konstatieren, allerdings wurden hier die Hochpunkte der letzten Welle erst Ende August erreicht, so dass für Mexiko noch einige von Covid eingetrübte Daten zu erwarten sind und eine Rückkehr der Wirtschaftsleistung zum Vor-Corona-Niveau noch eine längere Zeit auf sich warten lassen wird. Zudem hinkt Mexiko bei den Impffortschritten sogar noch hinter Brasilien her, mit den entsprechenden Risiken für die weitere Wirtschaftsentwicklung.

Corona-Entspannung vor allem in Brasilien

Auch in Mexiko bereitet die Inflationsentwicklung der letzten Monate Sorgen, wenn auch in einem deutlich geringeren Ausmaß als in Brasilien. Während sich in der Gesamtrate die Lage stabilisiert hat und im August die Jahresrate sogar auf 5,6% (J/J)

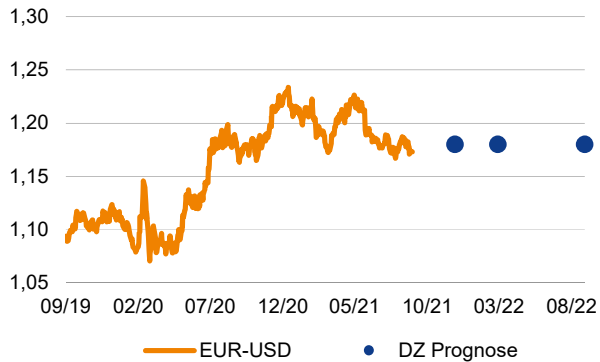
Mexiko nur mit kleinen Zinsschritten

abbröckelte, ist in der Kernrate die Dynamik weiter aufwärts gerichtet. Dies dürfte die Geldpolitik dazu veranlassen, an den zuletzt gesehenen kleinen Zinsschritten nach oben festzuhalten. Die Entscheidung für Zinserhöhungen war zuletzt aber jeweils sehr knapp ausgefallen. Ein Stimmungsumschwung in der Notenbank zugunsten einer Zinspause ist nicht ausgeschlossen, würde dem Peso aber nicht gut bekommen. Damit eine Pause ohne Belastung der Währung verkraftet werden kann müsste sich zunächst das Preisklima aufhellen, was zumindest in der Kernrate noch nicht absehbar ist.

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

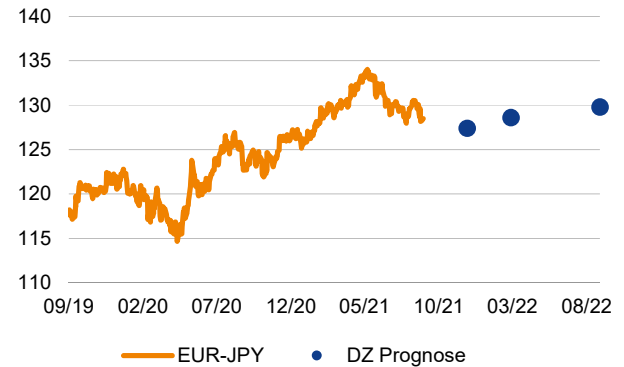
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



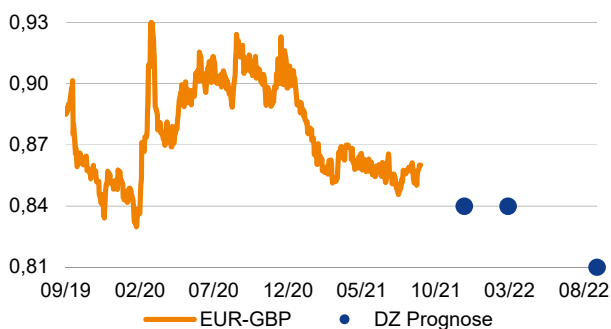
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



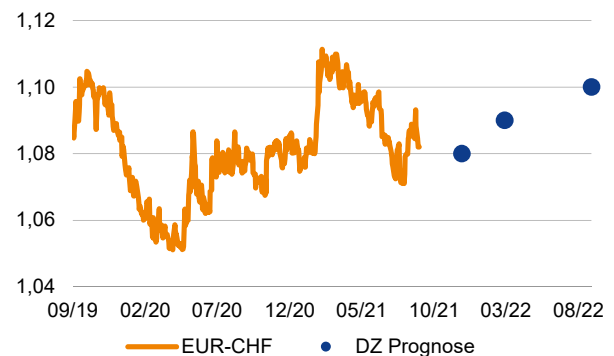
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



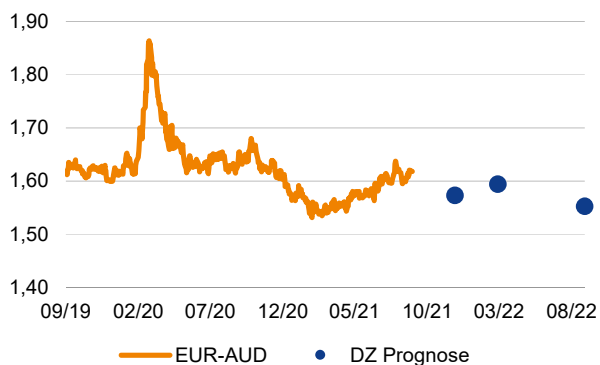
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



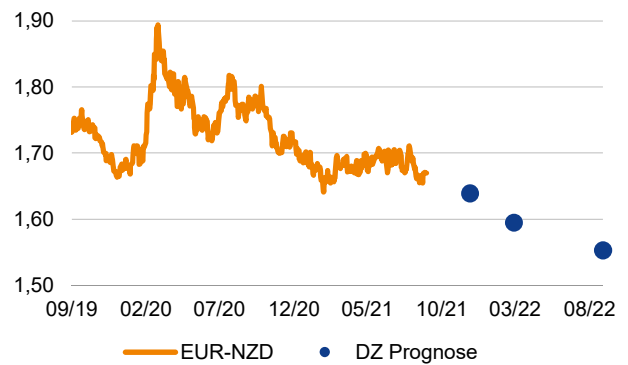
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



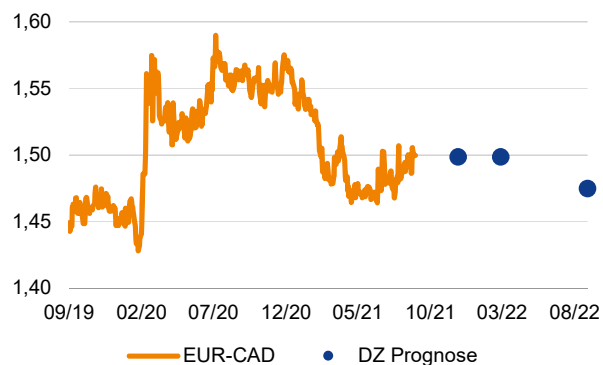
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



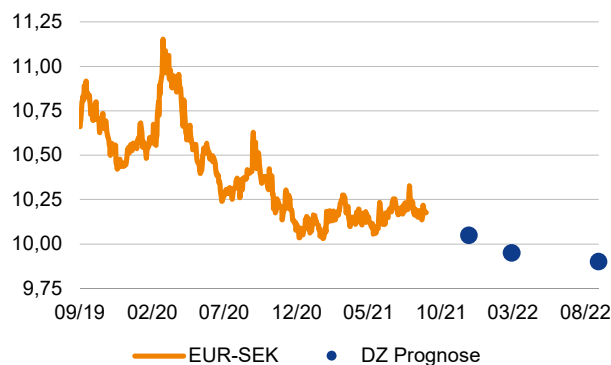
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



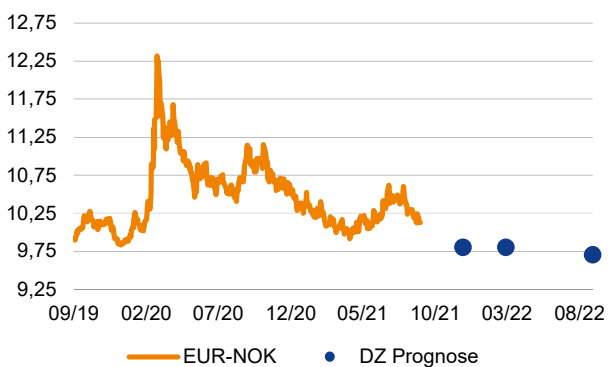
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



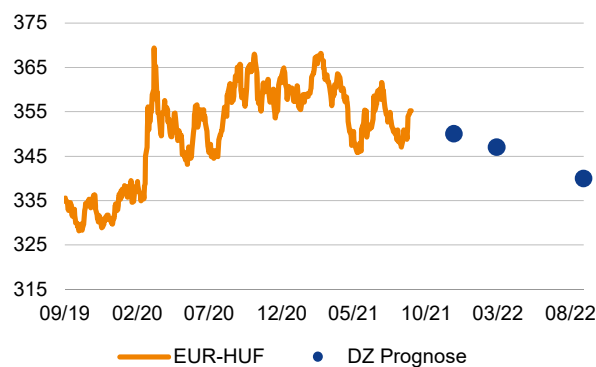
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



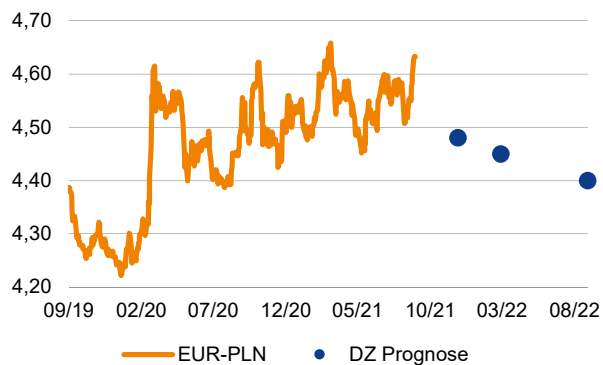
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



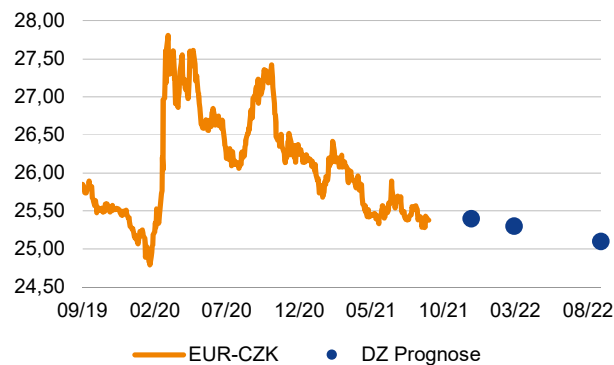
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN

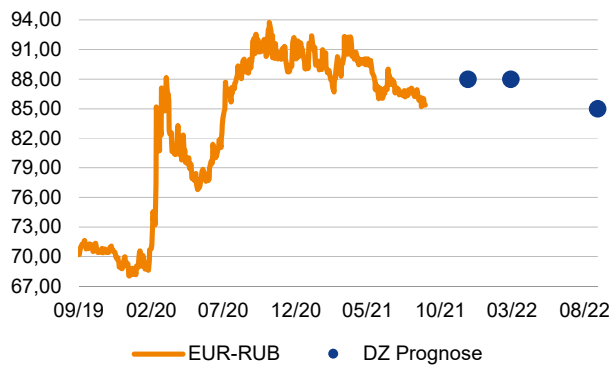


Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

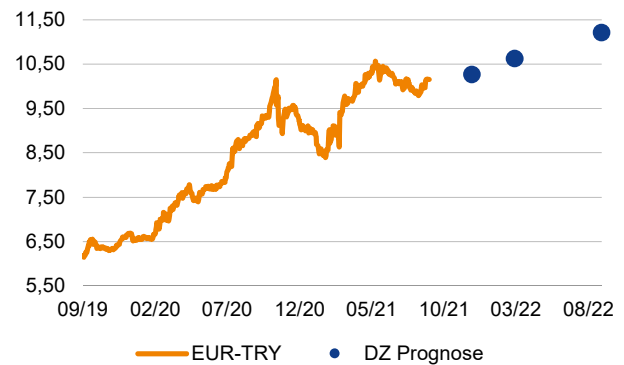
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



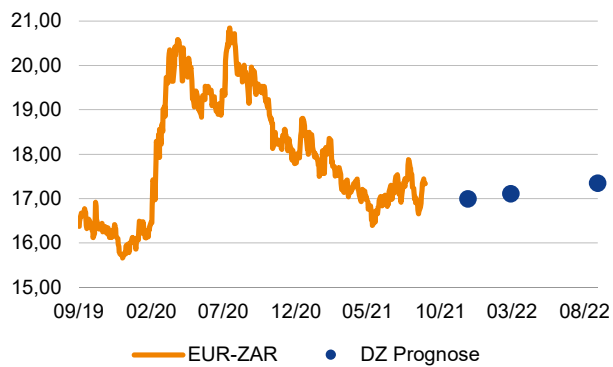
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB

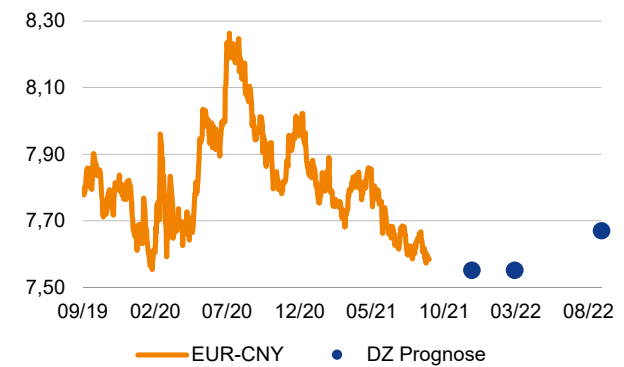
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY

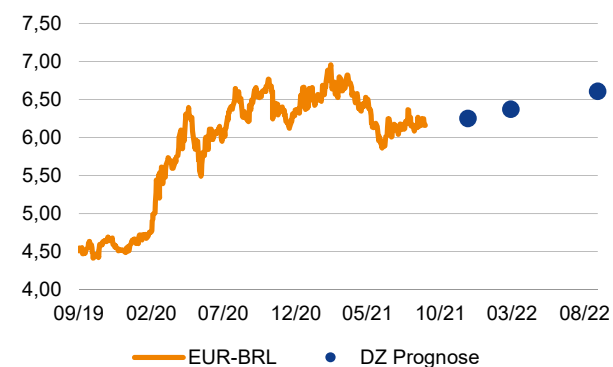
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR

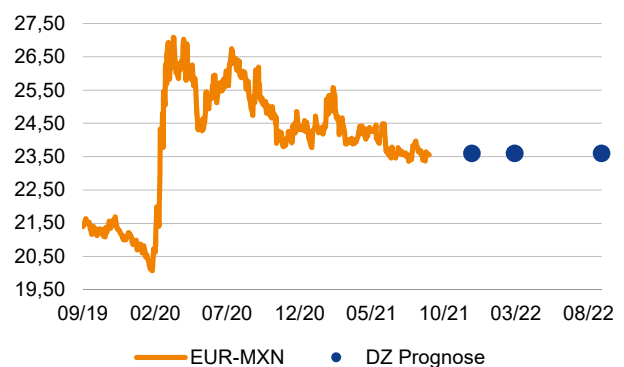
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL

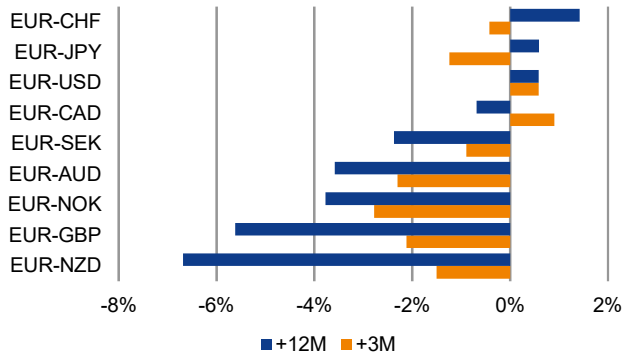
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

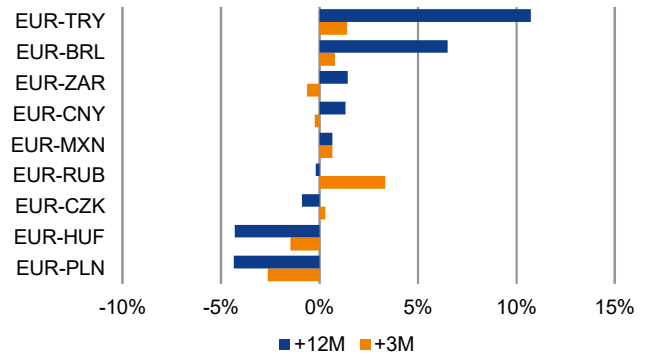
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1687	1.1800	1.1800	1.1800
EUR/GBP	0.8582	0.8400	0.8400	0.8100
EUR/JPY	128.32	127.44	128.62	129.80
EUR/CHF	1.0826	1.0800	1.0900	1.1000
EUR/AUD	1.6129	1.5733	1.5946	1.5526
EUR/NZD	1.6681	1.6389	1.5946	1.5526
EUR/CAD	1.4928	1.4986	1.4986	1.4750
EUR/NOK	10.1215	9.8000	9.8000	9.7000
EUR/SEK	10.1681	10.0500	9.9500	9.9000
EUR/PLN	4.6220	4.4800	4.4500	4.4000
EUR/CZK	25.40	25.40	25.30	25.10
EUR/HUF	355.23	350.00	347.00	340.00
EUR/RUB	85.30	88.00	88.00	85.00
EUR/TRY	10.1198	10.2660	10.6200	11.2100
EUR/ZAR	17.31	16.99	17.11	17.35
EUR/CNY	7.5857	7.5520	7.5520	7.6700
EUR/BRL	6.1828	6.2540	6.3720	6.6080
EUR/MXN	23.48	23.60	23.60	23.60

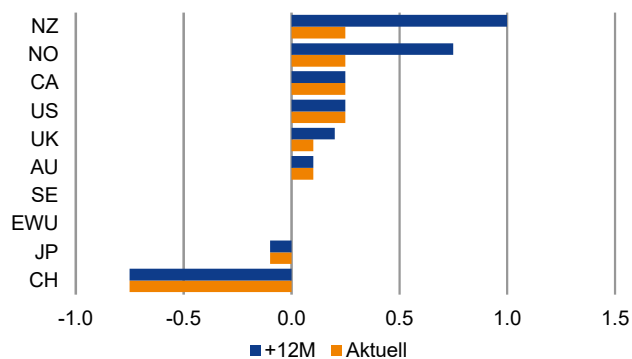
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1687	1.1800	1.1800	1.1800
GBP/USD	1.3622	1.4048	1.4048	1.4568
USD/JPY	109.78	108.00	109.00	110.00
USD/CHF	0.9257	0.9153	0.9237	0.9322
AUD/USD	0.7247	0.7500	0.7400	0.7600
NZD/USD	0.7009	0.7200	0.7400	0.7600
USD/CAD	1.2772	1.2700	1.2700	1.2500
USD/NOK	8.6605	8.3051	8.3051	8.2203
USD/SEK	8.7000	8.5169	8.4322	8.3898
USD/PLN	3.9548	3.7966	3.7712	3.7288
USD/CZK	21.74	21.53	21.44	21.27
USD/HUF	303.94	296.61	294.07	288.14
USD/RUB	73.01	74.58	74.58	72.03
USD/TRY	8.6550	8.7000	9.0000	9.5000
USD/ZAR	14.81	14.40	14.50	14.70
USD/CNY	6.4622	6.4000	6.4000	6.5000
USD/BRL	5.2899	5.3000	5.4000	5.6000
USD/MXN	20.09	20.00	20.00	20.00

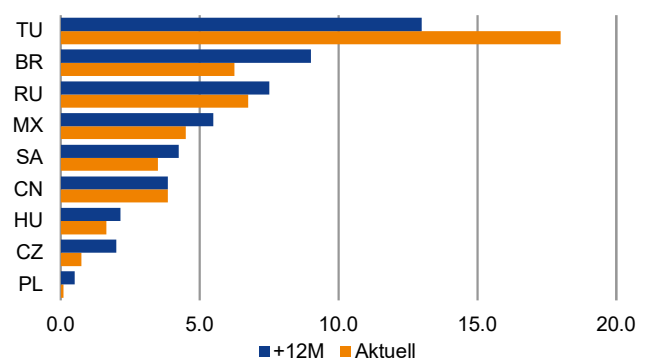
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINS-PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6,3	4,5	4,5	-1,2	14,3	2,6	3,9
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	2,3	1,4	1,1	1,8	2,8	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,2	-7,2	-5,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,0	3,2	3,3				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,4	6,0	4,4	0,5	12,2	5,6	6,1
Inflation (in % gg. Vj.)	1,2	4,3	2,4	1,9	4,8	5,3	5,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15,8	-15,0	-6,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,9	-3,5	-2,6				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-4,7	2,4	2,4	-1,3	7,7	2,9	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	-0,3	0,3	-0,5	-0,8	-0,1	0,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,7	-9,2	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,2	3,2	3,2				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-9,8	5,9	4,7	-6,1	22,2	5,5	5,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,2	2,3	0,6	2,0	2,8	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-13,1	-11,0	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,5	-3,7	-3,7				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,5	3,4	3,5	-0,7	7,7	2,9	3,9
Inflation (in % gg. Vj.)	-1,6	0,5	0,9	-0,4	0,5	0,8	1,1
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	1,3	9,6	4,0	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,6	2,2	1,1	3,8	2,8	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9,9	-5,9	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	2,9	0,6				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-1,1	5,4	3,3	3,8	17,0	-1,8	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	1,7	2,7	2,2	1,5	3,3	3,0	2,8
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	5,7	3,9	0,3	12,7	5,6	5,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	2,8	2,4	1,5	3,2	3,3	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-6,2	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	0,2	-0,2				
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	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-2,5	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,7	4,7	4,4				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,8	3,1	3,9	-0,2	5,7	3,3	3,8
Inflation (in % gg. Vj.)	1,3	2,9	1,9	3,0	2,8	2,9	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	4,1	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-7,4	-5,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	0,8	0,4
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.)	-5,8	3,6	4,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,5	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-7,9	-3,8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	5,3	3,7
Russland			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-3,0	3,5	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	5,9	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-1,1	-1,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,4	2,6	1,8
Türkei			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	8,7	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	12,3	17,6	14,0
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.)	-6,4	4,5	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	4,5	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-12,3	-11,0	-9,4
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,0	2,0	-0,5
China			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	8,4	5,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	1,2	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	7,2	5,6
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	6,5	3,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	5,5	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,1	-2,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,4	0,4	-0,2

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthausen, 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 im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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 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 Per-

sonen, 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. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

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 Unterneh-

men 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 gegebenenfalls 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 Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokumentes 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 / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
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