

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Geldpolitik und Wachstumszahlen für das dritte Quartal im Fokus

Das Geschehen an den Devisenmärkten wird dieser Tage maßgeblich von weltweit steigenden Energiepreisen sowie Lieferengpässen bei einer Reihe von (Vor-) Produkten geprägt. Nachdem das Thema Inflation uns nun schon länger in Atem hält als noch zu Beginn des Jahres erwartet, steht mittlerweile schon recht präsent die Frage im Raum, ob der Inflationsanstieg tatsächlich temporärer Natur ist. Eng damit verbunden treibt den Markt auch immer mehr die Furcht um, welche konjunkturellen Spuren u.a. die Angebotsengpässe sowie die massiv steigenden Rohstoffpreise weltweit bereits hinterlassen haben, bzw. noch hinterlassen werden. Wenig verwunderlich, dass mittlerweile nicht mehr nur hinter vorgehaltener Hand „Stagflations Sorgen“ die Runde machen.

Und wer könnte da besser geeignet sein, Licht ins Dunkel zu bringen, als die Zentralbanken weltweit? Nicht nur, dass ihre Einschätzungen zu Inflation und Wachstum zum Ende des Jahres hin nach wie vor bei den Marktteilnehmern hoch im Kurs stehen sollten. Vielmehr dürfte es für die Währungshüter einiger Schwellenländer auch in den kommenden Wochen keine Frage des „ob“, sondern des „wieviel“ sein, wenn es um die weitere Straffung der geldpolitischen Zügel geht. Erinnern wir uns in diesem Zusammenhang z.B. an die tschechische Zentralbank, welche im September auf einen Schlag das Leitzinsniveau verdoppelt und zudem weitere deutliche Schritte in Aussicht gestellt hat. Aber auch ihre Amtskollegen u.a. aus Ungarn, Brasilien und Mexiko dürften zeitnah erneut an der Leitzinsschraube drehen, um der Inflationsentwicklung Herr zu werden. Unter den Zentralbanken der G10-Staaten steht am aktuellen Rand weiterhin besonders die Fed im Mittelpunkt des Marktinteresses. Das Protokoll zur jüngsten Sitzung des Entscheidungsgremiums legt den Schluss nahe, dass im Rahmen des Treffens Anfang nächsten Monats eine entsprechende Ankündigung erfolgt. Noch im November könnte, spätestens im Dezember sollte es losgehen; bis Mitte nächsten Jahres dürfte das Ankaufprogramm dann auslaufen.

Erste Hinweise, wie sich die Volkswirtschaften der G10-Staaten bzw. der Schwellenländer vor den Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Belastungsfaktoren geschlagen haben, geben uns die vorläufigen Wachstumszahlen für das dritte Quartal, die in einer Vielzahl von Staaten Ende Oktober bzw. in den ersten zwei Novemberwochen veröffentlicht werden. Den aktuellen Einschätzungen zufolge sollten die Volkswirtschaften zwar auch aufgrund von auslaufenden Basiseffekten sowie sonstiger Pandemie-bedingter Faktoren im Vorjahresvergleich deutlich weniger stark als im zweiten Quartal gewachsen sein. Hiervon sollte man sich jedoch nicht entmutigen lassen, dürften doch beispielsweise die Volkswirtschaften Deutschlands, Tschechiens und Norwegens auch ohne diese Sondereffekte 2022 noch eine Schippe drauflegen können. Das dynamischere Wachstumstempo zumindest weitgehend halten, sollten u.a. Polen, die Schweiz sowie mit kleinen Abstrichen auch die EWU.

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
21.10.2021 10:17 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EWU: Euro bleibt angeschlagen	2
USA: Markterwartung der US-Leitzinswende wandert zeitlich nach vorne	3
Japan: Globale Zinsdivergenz setzt dem Yen massiv zu	4
UK: Inflations Sorgen bei BoE, doch Zinserhöhung keine leichte Entscheidung	5
Schweiz: Inflationsfreier Raum?	6
Australien und Neuseeland: Leitzinserhöhung – Neuseeland macht den Anfang	7
Kanada: Solide wirtschaftliche Basis zeigt Wirkung	9
Skandinavien: Norges Bank: Nächste Leitzinsanhebung wohl im Dezember	10
SCHWELLENLÄNDER	12
Osteuropa: Wachstumszahlen für Q3 rücken in den Blickpunkt	12
Russland: Öl und Gas bringen Unterstützung	13
Türkei & Südafrika: Inflationsrisiken unterschiedlich stark ausgeprägt	14
China: Wachstumssorgen nehmen zu	16
Brasilien & Mexiko: Einkaufsmanagerindizes gehen unterschiedliche Wege	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	19
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	24
I. IMPRESSUM	25

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

EWU: Euro bleibt angeschlagen

Es klingt zugegebenermaßen etwas abgedroschen, aber die derzeitige Schwächephase der europäischen Gemeinschaftswährung geht zu einem nicht unerheblichen Teil auf Vertreter der Europäischen Zentralbank. Während Mitglieder anderer Notenbanken, beispielsweise in Großbritannien und den USA, zumindest den Anschein erwecken, den derzeit sehr hohen Preisdruck, die damit einhergehende Geldentwertung und mögliche Risiken nicht auf die leichte Schulter zu nehmen, klingen die Äußerungen aus den Reihen der hiesigen Währungshüter seit Monaten weitgehend identisch. Womöglich sind die Aussagen noch etwas lauter geworden, um der Einschätzung einer „lediglich vorübergehend erhöhten Inflationsrate“ Nachdruck zu verleihen. Was vor allem im Vergleich mit anderen bedeutenden Notenbanken hängen bleibt, ist der Eindruck, dass die Mitglieder des EZB-Rats Risiken für das primäre Ziel der Preisniveaustabilität mehrheitlich nicht mit der nötigen Aufmerksamkeit verfolgen und bei Bedarf mit geldpolitischen Instrumenten gegensteuern werden.

Fairerweise ist anzuerkennen, dass die EZB-Vertreter mit ihrer Ansicht gar nicht unbedingt falsch liegen müssen. Auch das DZ BANK Research geht davon aus, dass die Inflationsraten zu Beginn des nächsten Jahres spürbar zurückgehen werden. Für eine Zentralbank genügt es aber nicht, wenn sich ihre Prognosen im Nachhinein als richtig erweisen. Vielmehr sind sie angehalten, auf dem Weg dorthin den Finanzmarktteilnehmern und der Öffentlichkeit sowie deren (Inflations-) Erwartungen Halt und Sicherheit zu bieten. Dies dient nicht nur der Reputation und dem Vertrauen gegenüber einer Notenbank, sondern verleiht zudem der zugehörigen Währung Stabilität. Die EZB lässt es dieser Tage an diesem Halt vermissen – sehr zum Leidwesen der Gemeinschaftswährung, die sowohl auf handelsgewichteter Basis als auch gegenüber dem US-Dollar vergangene Woche zeitweise auf den tiefsten Stand seit Mitte 2020 gefallen ist.

Der Ton macht die Musik – das ist bei Zentralbankern und ihren Äußerungen zur Inflation nicht anders

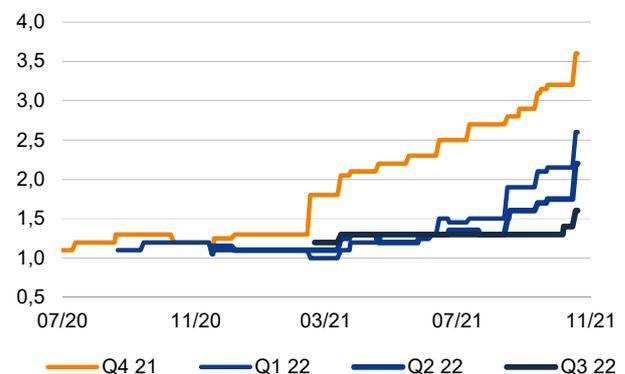
Es geht nicht nur – oder sogar kaum – darum, im Nachhinein recht gehabt zu haben; der Weg ist das Ziel

EURO UNTER ABGABEDRUCK – TIEFSTER STAND SEIT MITTE 2020
LS: EUR HANDELSGEWICHTET; RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg

WANN WIRD „VORÜBERGEHEND“ ZU „ÜBER LÄNGEREN ZEITRAUM“?
EWU-KONSENSINFLATIONSERWARTUNGEN IN % (J/J)



Quelle: Bloomberg

Es darf bezweifelt werden, dass die Inflations Sorgen der Marktteilnehmer zeitnah wieder verschwinden werden, solange die Energiepreise auf hohen Niveaus verharren. Hinzu kommen anhaltende Lieferengpässe bei bedeutenden Vorprodukten, die nicht nur den Preisdruck erhöhen, sondern darüber hinaus die konjunkturelle Erholung belasten. Ohne Rückendeckung durch seine Währungshüter dürfte sich am schweren Stand, dem sich der Euro derzeit ausgesetzt sieht, in den nächsten Wo-

Umfeld dürfte für den Euro schwierig bleiben; neue Jahrestiefststände voraus?

chen kaum etwas ändern. Neue Jahrestiefststände sind vor diesem Hintergrund nicht auszuschließen.

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

USA: Markterwartung der US-Leitzinswende wandert zeitlich nach vorne

Das Ergebnis des US-Arbeitsmarktberichts für September ist bestenfalls als durchwachsen zu bezeichnen. Einerseits wurden nur knapp 200.000 neue Stellen außerhalb des Agrarsektors und damit deutlich weniger als die im Vorfeld im Konsens erwarteten 500.000 Arbeitsplätze geschaffen. Andererseits dürfte dies zum Teil auf Schwierigkeiten bei der Saisonbereinigung zurückzuführen sein. Außerdem wurde der Wert für August merklich nach oben revidiert und die Arbeitslosenquote ging auf 4,8% zurück. Den marktseitigen Erwartungen an den Startpunkt einer Leitzinswende in den USA tat der Arbeitsmarktbericht unterdessen keinen Abbruch. Getrieben von einer anhaltend hohen Inflationsrate im Bereich von 5,5% (J/J) und Äußerungen aus den Reihen der Fed zugunsten einer zeitnah bevorstehenden, restriktiveren Ausrichtung der US-Geldpolitik rechnet die Mehrheit der Marktteilnehmer mittlerweile mit einer ersten Zinsanhebung spätestens im September 2022. Basierend auf den US-Geldmarkt-Futures könnte bereits im Dezember nächsten Jahres ein zweiter Schritt folgen.

Dem Greenback dürften diese – zugegebenermaßen unseres Erachtens bei weitem zu optimistischen – Erwartungen nur recht sein. Im dritten Quartal legte der Dollar gegenüber allen anderen G10-Währungen zu. Ausgehend von seinem Verlaufstief im Mai dieses Jahres bei gut 89,5 Punkten legte der USD-Index mehr als 5% zu und erreichte zuletzt den höchsten Stand seit September 2020.

US-Geldmarkt preist erste US-Zinserhöhung durch die Fed aktuell bereits für Sommer 2022 ein

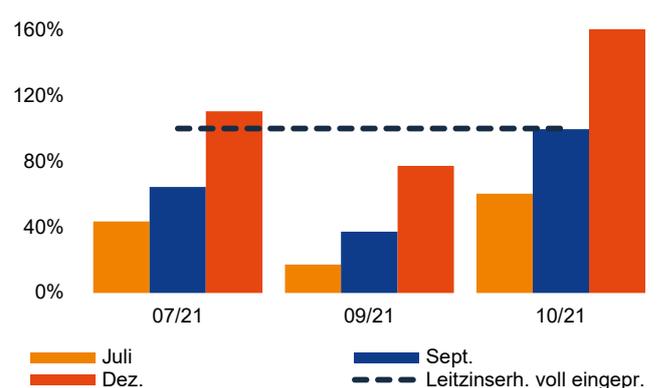
US-Dollar mit starkem dritten Quartal

USD-INDEX ERSTMALS SEIT NOVEMBER 2020 ÜBER 94 PUNKTEN
USD-INDEX



Quelle: Bloomberg

MEHRHEIT DER MARKTTEILNEHMER SIEHT ZINSWENDE MITTE 2022
IMPLIZITE WAHRSCHEINLICHKEIT EINER LEITZINSERHÖHUNG IN %*



Quelle: Bloomberg; *) Werte oberhalb von 100% signalisieren die Erwartung von mehr als einer Leitzinserhöhung bis zu diesem Zeitpunkt

Offiziell sind Leitzinserhöhungen für die Federal Reserve derzeit noch kein Thema. Hier steht weiterhin der Startpunkt für die Reduzierung des Anleiheankauftempo im Vordergrund. Das Protokoll zur jüngsten Sitzung des Entscheidungsgremiums legt den Schluss nahe, dass im Rahmen des Treffens Anfang nächsten Monats eine entsprechende Ankündigung erfolgt. Noch im November könnte, spätestens im Dezember sollte es losgehen; bis Mitte nächsten Jahres dürfte das Ankaufprogramm aus-

Ankündigung des „Fed-Tapering“ dürfte den US-Dollar nicht mehr nennenswert tangieren

laufen. Dem US-Dollar wird es auf wenige Wochen hin oder her dabei kaum ankommen. Für ihn ist das „Tapering“ bereits weitgehend abgehakt. Lediglich die Perspektive bereits im kommenden Frühjahr endender Anleihekäufe könnte ihn wohl noch hinter dem Ofen hervorlocken, würde dies doch – zumindest theoretisch – den Spielraum für eine frühere Anhebung des Leitzinses eröffnen.

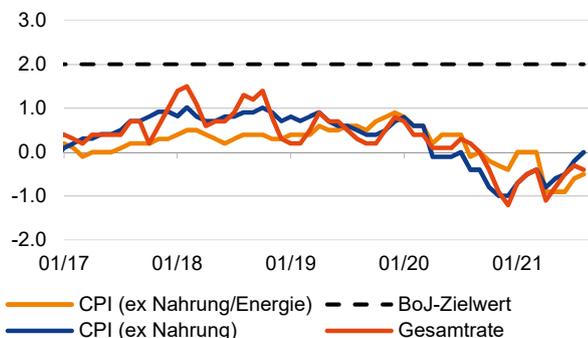
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

Japan: Globale Zinsdivergenz setzt dem Yen massiv zu

Gerade ist Japans Wirtschaft dabei, sich von den konjunkturellen Bremseffekten mit direktem Corona-Bezug zu befreien, da nähert sich schon das nächste große Problem. Die Impfkampagne, die zunächst sehr schleppend gestartet war, hat inzwischen rasante Fortschritte gemacht und ermöglicht den Ausstieg aus den Notstandsmaßnahmen. Der Gegenwind für den privaten Konsum durch die Corona-Unsicherheit droht aber nahtlos durch den Kaufkraftverlust durch die höheren Energiepreise ersetzt zu werden. Bislang ist der Inflationsdruck in den Konsumentenpreisen zwar noch nicht angekommen, aber im August waren die Preise erstmals seit einem Jahr nicht mehr gefallen, was ja bereits als Fortschritt gewertet werden muss (CPI-Gesamtrate -0,4%, geldpolitisch relevante Rate ohne Lebensmittel: +0,0%, Kernrate ohne Energie: -0,5%, jeweils J/J). Für die in Kürze anstehenden September-Daten könnte sogar eine Rückkehr in den niedrigen positiven Bereich erfolgen.

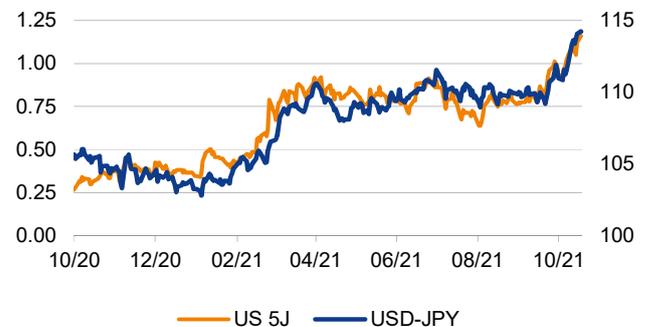
Kein echter Inflationsdruck, aber CPI-Entwicklung dürfte immerhin in den positiven Bereich zurückkehren

KAUM ÜBERWÄLZUNG DER HÖHEREN PREISE AUF KONSUMENTEN
CPI: DIVERSE ABGRENZUNGEN, IN % J/J



Quelle: Refinitiv

USD-JPY IN DEN HÄNDEN DER US-RENDITEN
USD-JPY (R.S.) UND US-STAATSANLEIHEN, 5J, RENDITE IN % (L.S.)



Quelle: Refinitiv

Dass die Überwälzung auf die Konsumenten nur mit großen Abstrichen gelingt, bedeutet aber auch, dass der Kostendruck durch höhere Importpreise und die Folgen der Angebotsknappheit weitgehend von den Unternehmen aufgefangen werden muss. Dies wiederum dürfte die Bank von Japan zu einer Verlängerung ihrer auslaufenden Corona-Hilfen bewegen. Statt über Tapering oder Rekalibrierung zu diskutieren, dürfte die Bank von Japan bei ihrer Sitzung am 28. Oktober daher den Wachstumsausblick mit weiteren Abwärtsrisiken versehen und insgesamt deutlich machen, wie wenig Interesse an einem Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik besteht. Dies wiederum ist Salz in die Wunden des Yen, der aufgrund seines Zinsnachteils gegenüber fast allen Währungen das Nachsehen hat. Am offenkundigsten ist dies gegenüber dem US-Dollar mit einem USD-JPY-Anstieg auf bis zu 114,69 JPY. Einer weiteren Yen-Schwäche dürften der neue Premier Kishida und sein Finanzminister

BoJ ohne Exit-Absichten – eine nachhaltige Belastung für den Yen

Suzuki aber nicht tatenlos oder gar wohlwollend zusehen. Sie haben bereits klargemacht, dass die Belastungen der Bevölkerung durch ohnehin bereits höhere Importpreise nicht noch durch eine Yen-Schwäche verstärkt werden sollten. Im Vorfeld der für 31. Oktober anstehenden Unterhauswahlen könnten Energiepreisschock und Yen daher zusätzlich politisiert werden.

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

UK: Inflationssorgen bei BoE, doch Zinserhöhung keine leichte Entscheidung

Im dritten Quartal 2021 befand sich das Pfund gegenüber dem US-Dollar in der Defensive, konnte aber gegenüber dem Euro etwas zulegen. Es ist jedoch völlig ungewiss, ob einer dieser Trends oder beide noch ins nächste Jahr hinein anhalten werden. Eines ist jedoch klar: Die Aussichten für Wirtschaft und Geldpolitik sind jetzt ungewisser und weniger berechenbar als in den vergangenen Monaten.

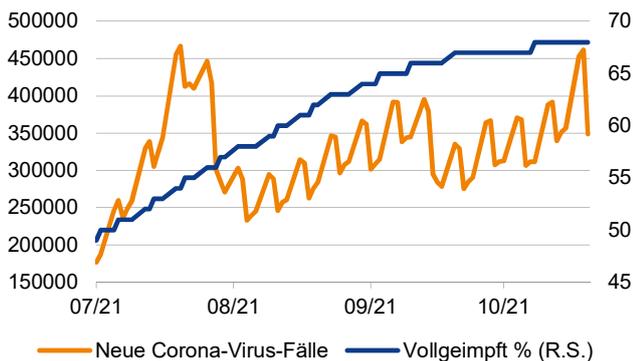
Es überrascht wenig, dass die ungewissen Aussichten zu einem Großteil pandemiebedingt sind. Obwohl Großbritannien in der ersten Hälfte dieses Jahres weltweit eines der Länder mit der höchsten Impfquote war und mittlerweile knapp 70% seiner Bevölkerung vollständig geimpft ist, ist es dem Land offenbar nicht gelungen, die Delta-Variante unter Kontrolle zu bringen. So verzeichnet Großbritannien pro Woche mehr Fälle als Deutschland, Frankreich und Italien zusammen. Sollten die Infektionszahlen in den Wintermonaten drastisch steigen, könnte dies zu erneuten Beschränkungen führen, die das Wirtschaftsleben hemmen würden.

Wirtschaft und Geldpolitik auch ins nächste Jahr hinein von hoher Ungewissheit geprägt

Coronavirus immer noch nicht völlig unter Kontrolle

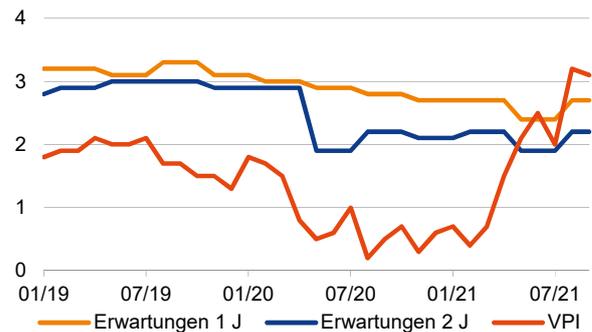
DELTA-VARIANTE DES CORONA-VIRUS TROTZ HOHER IMPFQUOTE NOCH NICHT BESIEGT

L.S.: NEUE FÄLLE PRO WOCHE; R.S.: ANTEIL DER BEVÖLKERUNG, DER VOLLSTÄNDIG GEIMPT IST



Quelle: Bloomberg

INFLATIONSERWARTUNGEN ALLGEMEIN DEUTLICH ÜBER CPI
INFLATIONSERWARTUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN EIN UND ZWEI JAHRE; VPI IN %



Quelle: Bloomberg

Hinzu kommen drei weitere Faktoren, die den Wirtschaftsaufschwung gefährden könnten: der Preisauftrieb allgemein, aber insbesondere der aktuelle Anstieg der Energiekosten (im August stieg der Teilindex für die Energiepreis-inflation mit einer Rate von 9,3% gegenüber dem Vorjahr, im September lag er bei 9,5%) sowie Lieferengpässe und die Entscheidung der Regierung, die Sozialversicherungsbeiträge zu erhöhen. Diese Faktoren belasten bereits Haushalte und Unternehmen. Zudem dürfte sich im Winter das Ende der Kurzarbeitsregelung in Großbritannien negativ auswirken. Zwar ist die Arbeitslosenrate seit Jahresbeginn stetig gesunken und lag

Lieferengpässe, Inflation (vor allem im Energiebereich) und Anhebung der Sozialabgaben bremsen Wirtschaftswachstum

im August bei 4,5%, doch wird das Auslaufen der Regelung diesen Trend voraussichtlich über mehrere Monate umkehren.

Was die wirtschaftliche Erholung betrifft, ist die Bank of England nach wie vor optimistisch, sorgt sich allerdings um den Preisdruck. Die Inflation liegt deutlich über der Zielmarke. Nachdem sie zu Jahresbeginn noch bei 0,7% (J/J) gelegen hatte, ist diese Messgröße für die Inflation seitdem stetig gestiegen und erreichte im August 3,2% (J/J) sowie 3,1% (J/J) im September. Die Bank of England geht mittlerweile davon aus, dass die Teuerungsrate länger als nur ein, zwei Monate über ein Niveau von 4% ansteigen und dass der VPI erst mit Abklingen kurzfristiger Verwerfungen sinken wird. Daher werden im Monetary Policy Committee bereits Stimmen laut, sehr viel früher als geplant in den Zinserhöhungszyklus einzusteigen. Noch vor ein paar Monaten hatte die BoE das dritte Quartal 2022 angepeilt, doch jetzt rechnen die Geldmärkte mit einem Zinsschritt von 25 Bp bereits im November 2021. Das MPC hat keine leichte Aufgabe: Einerseits will es die Inflationserwartungen im Griff behalten (darüber muss es sich derzeit keine allzu großen Sorgen machen – siehe Grafik oben rechts), andererseits wären mehrere Monate mit einem CPI von über 4% (J/J) doch sehr unliebsam. Wenn auch der genaue Zeitpunkt noch ungewiss ist, so ist innerhalb der nächsten drei Monate eine moderate Anhebung des Leitzinses zu erwarten. Damit soll signalisiert werden, dass die BoE dem Preisauftrieb nicht tatenlos zusieht. Die Entscheidung über eine Zinserhöhung dürfte mit heftigen Debatten auf den nächsten beiden MPC-Sitzungen einhergehen und wird wohl nicht widerspruchsfrei ausfallen.

Eine stärker anti-inflationäre Haltung des MPC würde aus hiesiger Sicht dem Pfund Sterling zugutekommen, wenn auch sein Aufwärtspotenzial aufgrund anderer Probleme begrenzt ist. Auf Sicht von sechs Monaten könnte GBP/USD durchaus ein Niveau von 1,40 USD erreichen, während EUR/GBP überwiegend auf einem niedrigeren Niveau von etwa 0,84 GBP verharren dürfte.

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

Teuerungsrate zwar zu hoch, doch baldige Zinserhöhung keine leichte Entscheidung für MPC

GBP gegenüber Dollar und Euro weiterhin gut positioniert

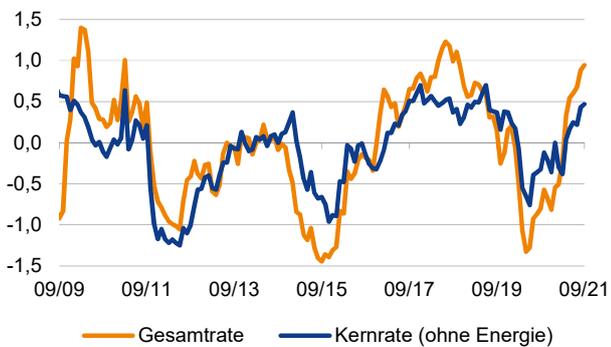
Schweiz: Inflationsfreier Raum?

Während sich der Rest der Welt über Inflationsschübe, Materialengpässe oder gar Stagflation sorgt, wirkt die Schweizer Volkswirtschaft wie eine abgeschiedene Insel der Glückseligkeit. Zwar signalisieren die Sentiment-Indikatoren, dass sich die konjunkturelle Erholung aus dem Pandemie-Tief verlangsamt, aber beispielsweise liegt das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, besser bekannt als KOF-Index, noch immer klar über seinem langjährigen Durchschnitt. Das Risiko einer aufgrund der bekannten Widrigkeiten nachlassenden Auslandsnachfrage dürfte sich in den kommenden Monaten allerdings als echte Belastung materialisieren. Deutlich entspannter sieht es an der Inflationsfront aus. Mit einer Teuerung von nur 0,9% (J/J) wirkt der Preisdruck in der Schweiz im Vergleich zu den meisten anderen Währungsräumen wie aus einer anderen Welt. Auch hier fordern die gestiegenen Energiepreise ihren Tribut, in der Kernrate ohne Energie lag die Inflation zuletzt nur bei 0,5% (J/J). Jedoch gibt es weder statistische Basiseffekte aus der Mehrwertsteuer wie in Deutschland noch einen Post-Corona-Nachfrageboom wie in den USA. Das DZ BANK Research veranschlagt auch weiterhin ein erfreulich unaufgeregtes Inflationsbild mit +0,5% für das laufende und +0,9% für das nächste Jahr (jeweils J/J). Dies ermöglicht es der Schweizer Notenbank, sich ganz auf ihre ande-

Globaler Preisdruck? Aber doch nicht in der Schweiz!

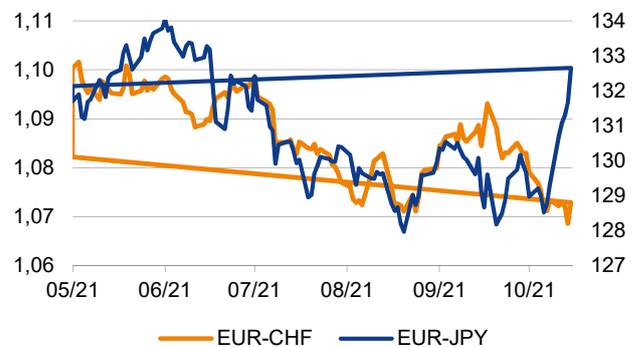
ren Baustellen zu konzentrieren, insbesondere die Entwicklung am Immobilienmarkt und natürlich beim Schweizer Franken.

INFLATIONSDRUCK? IN DER SCHWEIZ NOCH IMMER ÜBERSCHAUBAR CPI: GESAMT- UND KERNRATE OHNE ENERGIE, J/J IN %



Quelle: Refinitiv

UNGEWÖHNLICHES EIGENLEBEN DER SICHEREN HÄFEN EUR-CHF (R.S.) UND EUR-JPY (L.S.)



Quelle: Refinitiv

Traditionell gehen Schweizer Franken und Japanischer Yen eng Hand in Hand und folgen der globalen Risikoaversion. Am aktuellen Rand scheint diese Korrelation aber aufgebrochen: während der Yen merklich zur Schwäche neigt, ist der Franken weiter gefragt, zu erkennen am Herantasten von EUR-CHF an die wichtige Unterstützung bei 1,07 CHF. Eine saubere Begründung für diese Divergenz haben wir ehrlich gesagt nicht – an einer unterschiedlichen Beurteilung des geldpolitischen Ausblicks von SNB und BoJ kann es sicher nicht liegen, denn auch die Schweizer Währungshüter sind denkbar weit von einem Ausstieg aus ihrer Krisenpolitik entfernt. Auch weiterhin sehen diese eine übermäßige Franken-Aufwertung als Gefahr für die konjunkturelle Erholung und sollten sich daher dem EUR-CHF-Verfall in Kürze entschieden entgegenstellen. Wenn Verbalinterventionen nicht genügen, sind auch echte Eingriffe am Devisenmarkt nicht abwegig.

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

Gehen Franken und Yen künftig getrennte Wege?

Australien und Neuseeland: Leitzinserhöhung – Neuseeland macht den Anfang

Die Corona-Delta-Variante hat den Großraum Auckland, das kommerzielle Zentrum des Landes, zwar weitgehend lahmgelegt, doch hat sich die Regierung von der Null-Covid-Strategie verabschiedet. Inzwischen gilt es, so viele Menschen wie möglich zu impfen und zu lernen, mit dem Virus zu leben. Aktuell sind 51% der Bevölkerung vollständig geimpft, insofern kommt die Regierung mit ihrer Impfkampagne recht gut voran. Zudem liegt die Zahl der Neuinfektionen pro Woche unter dem Höchststand von Anfang September (siehe linke Grafik). Zwar bremst der Lockdown in Auckland den wirtschaftlichen Erholungsprozess, zum Erliegen gekommen ist er jedoch nicht. Außerdem birgt der Strategiewechsel politische Risiken für die Regierung, die zunächst von Erfolgen im Kampf gegen die Pandemie profitieren konnte.

Neuseeland kämpft immer noch mit Delta-Variante, aber Impfprogramm nimmt an Fahrt auf

Preisdruck macht sich bemerkbar: Im ersten Quartal 2021 stieg der VPI noch jährlich um 1,5%, im zweiten bereits um 3,3% und wird der Konsensprognose zufolge im dritten um 4,4% zugelegt haben. Faktoren wie die fundamentale Stärke der Wirtschaft, die Preisexplosion am Immobilienmarkt und der hohe Preisauftrieb rechtfertigen

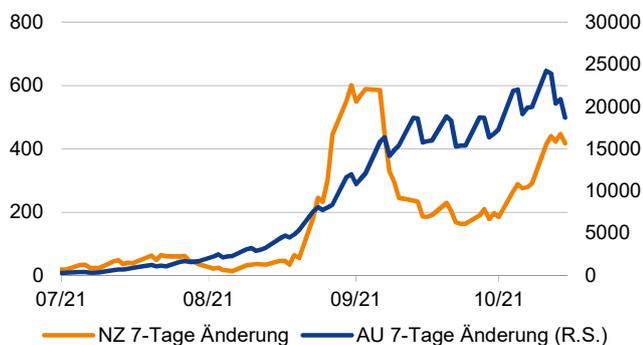
Zunehmender Preisauftrieb in Neuseeland – RBNZ hebt Leitzins im Oktober daher um 25 Bp. auf 0,50%

tigten die Entscheidung der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), den Leitzins Anfang Oktober um 25 Bp auf 0,50% anzuheben. Trotz gewisser Risiken für die Wirtschaft dürfte die RBNZ ihren Zinsstrafungskurs in den kommenden Monaten fortsetzen. Das DZ BANK Research erwartet auf Sicht von zwölf Monaten drei Zinsschritte um je 25 Bp.

Im vergangenen Quartal verharrte NZD/USD bei Niveaus um 0,70 USD, während EUR/NZD in die Defensive geriet und am 20.10.2021 mit 1,6174 NZD auf den tiefsten Stand seit 21.09.2017 rutschte. Mit Blick auf Anfang 2022 dürften die grundlegende Widerstandsfähigkeit der neuseeländischen Wirtschaft, der Preisdruck sowie die Aussicht auf eine weitere geldpolitische Straffung durch die RBNZ den Kiwi-Dollar stützen. Bis Ostern sollte sich der Kiwi auf NZD/USD 0,74 USD und EUR/NZD 1,59 NZD hochgearbeitet haben.

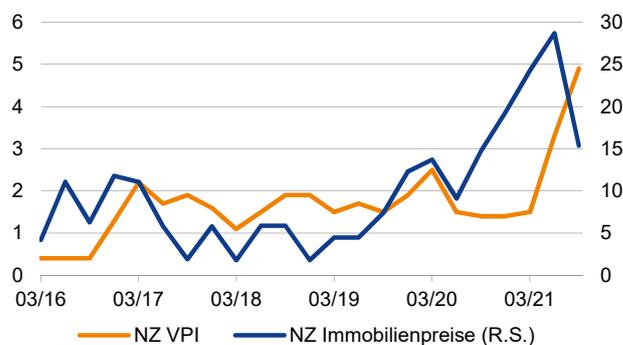
NZD hat nicht zuletzt dank RBNZ-Zinsentscheidung Aufwärtspotenzial gegenüber USD und EUR

**CORONA-VIRUS: DELTA-VARIANTE IST NOCH EINE HERAUSFORDERUNG SOWOHL IN AUSTRALIEN ALS AUCH IN NEUSEELAND
BESTÄTIGTE CORONA-FÄLLE**



Quelle: Bloomberg

**NEUSEELAND: DER VPI STEIGT, UND OBWOHL DER IMMOBILIENPREISINDEX WIEDER NIEDRIGER IST, IST DER MARKT ÜBERHITZT
IN PROZENT, QUARTALSDATEN**



Quelle: Bloomberg

In Australien ist der Ausbruch der Corona-Delta-Variante gravierender als auf der anderen Seite der Tasmanischen See. Zwar liegen die Impfraten in etwa gleichauf, doch verharrt die Zahl der Neuinfektionen annähernd auf dem Höchststand der letzten Wochen. Wirtschaftlich befindet sich Australien immer noch im Aufschwung, auch wenn sich die Dynamik nach einem starken ersten Quartal verlangsamt hat. Die Reserve Bank of Australia sieht diese Verlangsamung allerdings als vorübergehende Erscheinung und nicht als ein grundsätzliches Problem an. Entsprechend hat sie ihr Anleihekaufprogramm bis 2022 verlängert, anstatt es im November zu beenden. Nach Erwartung der RBA werden die Voraussetzungen für eine Zinserhöhung weder 2022 noch 2023 vorliegen. Allerdings trüben Faktoren wie die Inflation (überschießende Immobilienpreise!) diese Einschätzung. Das DZ BANK Research geht jedenfalls davon aus, dass die RBA den Leitzins auf Sicht von zwölf Monaten unverändert belassen wird.

Bis ins Jahr 2022 dürfte sich bei AUD/USD relativ wenig Bewegung abzeichnen: Wir rechnen mit einem Kurs um 0,74 USD. Da der Euro nicht mit Unterstützung von der EZB rechnen kann, dürfte der AUD perspektivisch auch weiterhin die Oberhand behalten.

Australien ist stärker von der Pandemie betroffen, doch Wirtschaftsaufschwung hält an

AUD dürfte perspektivisch gegenüber dem Euro zulegen

Kanada: Solide wirtschaftliche Basis zeigt Wirkung

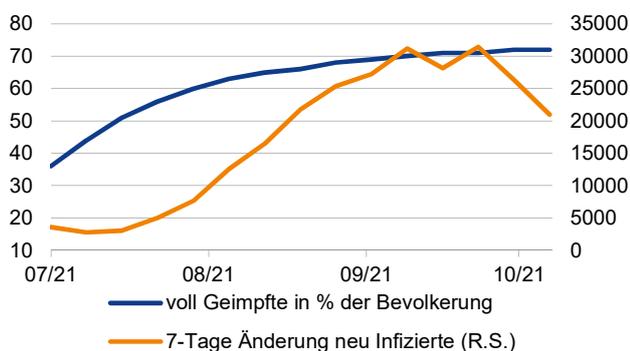
Die Tatsache, dass Premierminister Trudeau auch nach den Wahlen im September eine Minderheitsregierung führt, scheint die Devisenmärkte nicht weiter zu beunruhigen. Ende Oktober – vor Beginn einer vermutlich arbeitsreichen Legislaturperiode – wird Trudeau sein neues Kabinett vorstellen. Einer der wichtigsten Streitpunkte dürfte der Haushalt für 2022 sein, der dem Parlament allerdings erst am 12. November vorgelegt werden soll.

Die Zahl der neuen Corona-Virus-Fälle scheint bereits ihren Höhepunkt überschritten zu haben, doch ist das Land momentan weit davon entfernt, wieder seinen diesjährigen Tiefststand von unter 5.000 Neuinfektionen pro Woche zu erreichen. Zwar hat Kanada eine hohe Durchimpfungsrate, aber die wirtschaftliche Dynamik wird durch die Pandemie gebremst. Dennoch setzen einige der wichtigsten volkswirtschaftlichen Variablen ihren Aufwärtstrend fort, nachdem sie 2020 ihren Tiefststand erreichten: So stiegen die Einzelhandelsumsätze im Juli um 5,3% (J/J), während der Markt-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe seit 14 Monaten konsequent über der 50-Punkte-Marke liegt. Die Arbeitslosenquote ist stetig zurückgegangen und fiel im September auf 6,9% gegenüber 5,7% vor der Pandemie.

Trudeau führt weiterhin Minderheitsregierung

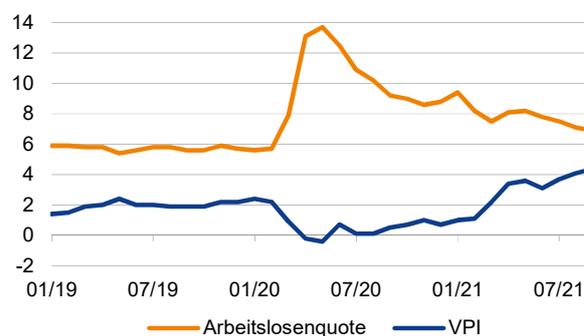
Delta-Variante weiterhin ein Problem – trotz erfolgreicher Impfkampagne

TROTZ HOHER IMPFQUOTE IST DIE DELTA-VARIANTE IMMER NOCH NICHT GÄNZLICH UNTER KONTROLLE GEBRACHT
LS: VOLLSTÄNDIG GEIMPFT IN PROZENT DER BEVÖLKERUNG; RS: NEUE CORONA-VIRUS-FÄLLE IN SIEBEN TAGEN



Quelle: Bloomberg

DER ERFREULICHE RÜCKGANG DER ARBEITSLOSENQUOTE KANN NICHT DARÜBER HINWEGTÄUSCHEN, DASS DIE INFLATION DEUTLICH ÜBER DEM ZIELWERT DER BOC LIEGT
IN PROZENT, MONATLICHE DATEN



Quelle: Bloomberg

Die Bank of Canada (BoC) befindet sich in der Zwickmühle: Einerseits liegt die Inflationsrate über dem Zielwert und dürfte dort wohl über die nächsten Monate verharren. Andererseits ist die Arbeitslosenrate immer noch höher als vor der Pandemie, und der Aufschwung verläuft uneinheitlich. Dennoch erklärte der Governor der BoC, Macklem, erst kürzlich, die Inflationserwartungen seien nach wie vor gut verankert. Für die BoC-Sitzung am 27.10.2021 dürfte die Situation insgesamt bedeuten, dass man es beim gegenwärtigen Zinsniveau belassen wird. Nachdem das QE-Programm jedoch im Sommer von 3 Mrd. CAD auf 2 Mrd. CAD pro Woche reduziert wurde, ist im Herbst ein ähnlicher Schritt auf 1 Mrd. CAD pro Woche denkbar.

Inflation über Zielwert, doch BoC hat es mit Zinserhöhung nicht eilig; QE soll ab Herbst zurückgefahren werden

Die Aussichten für USD/CAD dürften bis Anfang 2022 eng an die relative geldpolitische Entwicklung gekoppelt sein: Auf Sicht von sechs Monaten sollte das Währungspaar bei 1,25 CAD notieren. Da die Abgaben bei EUR/CAD zuletzt überzogen waren, lautet die Prognose für den gleichen Zeithorizont hier 1,4750 CAD.

Ausblick für kanadischen Dollar hängt von Entwicklung der relativen Geldpolitik ab

Skandinavien: Norges Bank: Nächste Leitzinsanhebung wohl im Dezember

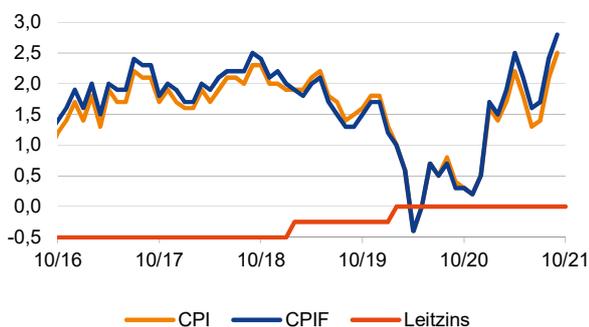
Auf der geldpolitischen Sitzung am 20. September hat das Direktorium der Riksbank beschlossen, den Reposatz unverändert bei null Prozent zu belassen und ist weiterhin der Ansicht, dass der Leitzins in den kommenden drei Jahren auf diesem Niveau bleiben wird. Für das laufende Jahr wird man weiterhin Wertpapiere ankaufen, im kommenden Jahr sollen die Bestände weitgehend unverändert bleiben. Zudem werden bestimmte Kreditfazilitäten, die während der Pandemie aufgelegt wurden, jetzt geschlossen. Die während der Pandemie gelockerten Anforderungen an die Sicherheiten, die die Banken bei der Kreditaufnahme bei der Riksbank stellen müssen, sollen zum Jahreswechsel auslaufen. Weniger erbaud zeigen sich die Währungshüter von der unerwartet hohen Inflation in den letzten Monaten. Die Inflationsprognose für das kommende Jahr wurde deutlich nach oben korrigiert, die CPIF-Inflation wird im kommenden Jahr bei 2,1% (J/J) erwartet. Für die Notenbank ist eine weiterhin expansive Geldpolitik eine notwendige Voraussetzung dafür, dass sich die Inflation dauerhaft dem Inflationsziel annähert. Die Zentralbank strebt eine Inflation von 2% an. Im Zuge der jüngsten, recht guten Konjunkturdaten konnte die Krone gegenüber dem Euro leichte Gewinne verbuchen. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt stabil präsentieren wird und die Konjunkturentwicklung intakt bleibt, dürfte die Krone weiteren leichten Aufwind erfahren.

Schwedens Notenbank unternimmt erste, kleine Schritte zur Normalisierung...

... ist aber noch weit davon entfernt, die geldpolitische Wende einzuleiten

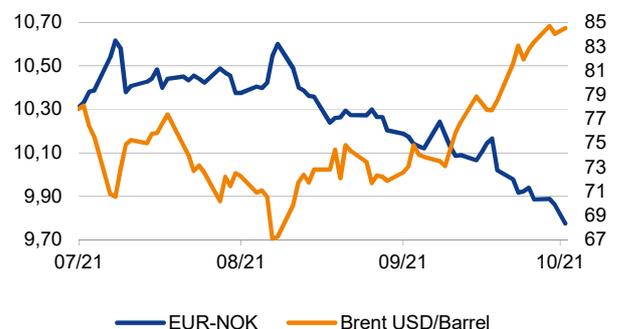
Schwedens Krone profitiert von guten Konjunkturdaten – wir rechnen mit weiterer, moderater Erholung

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



Quelle: Refinitiv

NOK-STÄRKE ÜBERWIEGEND ROHÖLPREISBEDINGT
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Der Abbau der Corona-Beschränkungen hat Norwegen einen deutlichen Aufschwung beschert. Die Wirtschaftsaktivität liegt jetzt über dem Niveau vor der Pandemie, die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig. Die sich normalisierende Wirtschaft hat die Norges Bank veranlasst, am 23. September den Leitzins von null auf 0,25% anzuheben. Eine weitere Anhebung im Dezember gilt nach Notenbankgouverneur Olsen als höchstwahrscheinlich. Bei der Parlamentswahl in Norwegen am 13. September wurden die Sozialdemokraten stärkste Kraft. Nachdem sich die Sozialistische Linkspartei, ein möglicher Koalitionspartner der Sozialdemokraten, aus den Verhandlungen über ein künftiges Mitte-links-Bündnis zurückgezogen hat, einigte man sich zusammen mit der Zentrumsparterie auf die Bildung einer Minderheitsregierung. Der neue Ministerpräsident ist seit dem 14. Oktober der Sozialdemokrat Jonas Gahr Støre. Rohöl und Erdgas sind die wesentlichen Exportartikel Norwegens. Im laufenden Jahr entfallen rund 54% der norwegischen Exporte auf die beiden Energieträger, deren Preise fulminant angestiegen sind. So zogen bei der Nordseesorte Brent seit Jahresbeginn die Notierungen um gut 64% an. Zwar dürften die Rohölpreise im kommenden Jahr wieder moderat nachgeben, mit erwarteten 68 USD je Barrel soll-

Norges Bank hebt den Leitzins an – weitere 25 Basispunkte dürften im Dezember folgen

Sozialdemokraten bilden mit der Zentrumsparterie eine Minderheitsregierung

ten diese auf einem Niveau bleiben, das die Krone-Notierungen nicht wesentlich beeinträchtigen dürfte. Ein großer Unterstützungsfaktor der Krone liegt in der Leitzinsdifferenz zur Eurozone. Bereits in Dezember dürfte diese auf 50 Basispunkte anwachsen und sich im kommenden Jahr weiter ausweiten. Beim Dreimonats-Interbankenzins beträgt der Aufschlag rund 120 Basispunkte und sollte ebenfalls weiter zulegen. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

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

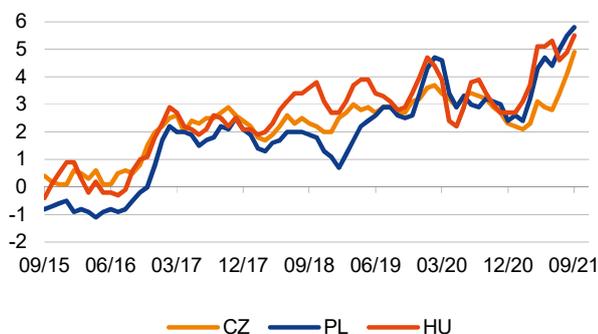
SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Wachstumsszahlen für Q3 rücken in den Blickpunkt

Steigende Energiepreise sowie Engpässe in den Lieferketten haben auch in den CE3-Staaten zusammen mit einer wieder steigenden privaten Nachfrage zu einem weiteren drastischen Anstieg der Inflationsraten geführt. Während die Teuerung in Ungarn derzeit „nur“ auf dem höchsten Stand seit Oktober 2012 anzutreffen ist, muss man in Tschechien bis Oktober 2008 und in Polen sogar bis Juni 2001 zurückblicken. Angesichts dieser Entwicklungen verwundert es wenig, dass die geldpolitische Gangart der dortigen Zentralbanken weiterhin maßgeblich das Wohl und Wehe von Zloty & Co. prägt. Diesbezüglich hat die tschechische Krone weiter die Nase vorne, verdoppelten doch ihre Währungshüter im September mit einem Zinsschritt von +75 Bp das dortige Leitzinsniveau auf einen Schlag und stellten mit Blick auf drohende Zweitrundeneffekte weitere umfangreiche Straffungsschritte in Aussicht. Am anderen Ende dieser Skala ist der polnische Zloty anzutreffen. Zwar hob auch die dortige Zentralbank (NBP) jüngst den Leitzins überraschend um 40 Bp auf nun 0,50% an. Allerdings ist hier ein verlässlicher geldpolitischer Ausblick Fehlanzeige, ließ die NBP doch den Worten ihres Vorsitzenden Glapinski zufolge diesen mit Absicht offen. Er selbst sieht die polnische Notenbank nun in abwartender Haltung. Der Zloty zeigte sich darüber wenig verwunderlich überaus enttäuscht, verwehrt ihm seine Zentralbank doch damit den aktuell so wichtigen, nachhaltigen geldpolitischen Support.

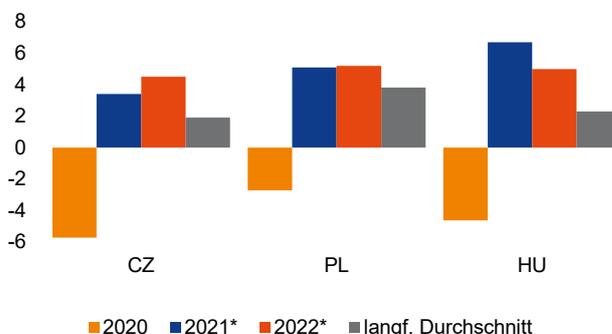
Inflationsrisiken haben in den CE3-Staaten weiter massiv zugenommen

PREISDRUCK NIMMT IN DEN CE3-STAATEN WEITER DEUTLICH ZU
NATIONALE INFLATIONSENTWICKLUNG, IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

ROBUSTE KONJUNKTURELLE ENTWICKLUNG ERWARTET
NATIONALE BIP-ENTWICKLUNG, IN % (J/J), LANGFRISTIGER DURCHSCHNITT (-10 JAHRE)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research; *Markterwartungen gemäß Bloomberg

Unserer Einschätzung zufolge dürfte den geldpolitischen Perspektiven aus Devisenmarktsicht auch in den kommenden Wochen eine überaus wichtige Rolle zukommen. Interessant sollte zudem wieder verstärkt die konjunkturelle Seite werden, rücken doch die nationalen Veröffentlichungen der vorläufigen Wachstumsszahlen für das dritte Quartal allmählich in den Fokus. Den Anfang macht hier Tschechien, wo die entsprechenden Werte bereits Ende Oktober zur Veröffentlichung anstehen. Ungarn und Polen folgen dann Mitte November. Den aktuellen Einschätzungen zufolge sollten die dortigen Volkswirtschaften zwar aufgrund von auslaufenden Basiseffekten sowie sonstiger Pandemie-bedingter Faktoren im Vorjahresvergleich deutlich weniger stark als im zweiten Quartal gewachsen sein. Hiervon sollte man sich jedoch nicht täuschen lassen, dürften doch zumindest die Volkswirtschaften Tschechiens und Polens auch ohne diese Sondereffekte 2022 noch eine Schippe drauflegen bzw.

Zuversichtlicher konjunktureller Ausblick

das robuste Wachstumstempo halten können. In Ungarn wird zwar im kommenden Jahr mit einem gegenüber 2021 wieder niedrigeren Wirtschaftswachstum gerechnet. Die marktseitig prognostizierte Rate von 5,0% (J/J) ist im historischen Vergleich jedoch nach wie vor als überaus solide zu betrachten. Die CE3-Währungen wären daher gut beraten, die - ungeachtet der momentan weltweit die Wachstumsaussichten belastenden Faktoren - weiterhin freundlichen konjunkturellen Aussichten angemessen zu würdigen.

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

Russland: Öl und Gas bringen Unterstützung

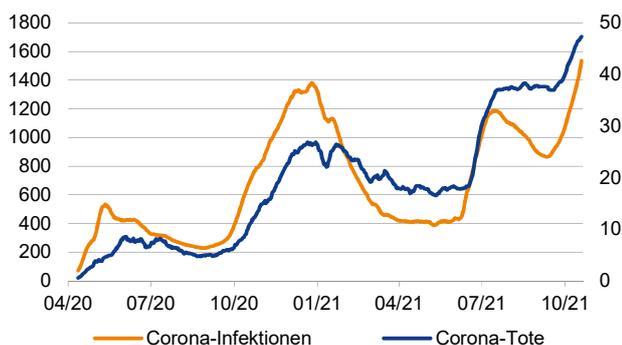
Russland steht am Energiemarkt im Fokus der Aufmerksamkeit. Gemeinsam mit der OPEC will das Land an den Plänen für das Wiederhochfahren der Ölförderung festhalten, trifft hiermit aber auf eine stärker gestiegene Nachfrage, was den Ölpreis weiter nach oben trieb. Die Ölförderländer können sich damit über einen unerwarteten Einnahmeschub freuen. Der Anreiz für außerplanmäßig höhere Fördermengen ist in diesem Umfeld eher gering. Noch turbulenter geht es aber auf den Gasmärkten zu. Von russischer Seite wurden hier frühere Marktliberalisierungen in Europa als Verursacher ausgemacht, während die von Russland präferierten langfristigen Lieferverträge diese Verwerfungen verhindert hätten, so die offizielle Lesart. Russland bekräftigt, alle Lieferverpflichtungen zu erfüllen und setzt darauf, künftig wieder verstärkt auf längerfristige Verträge bauen zu können. Zumindest bei einigen europäischen Abnehmern dürfte die Bereitschaft hierfür grundsätzlich gestiegen sein.

Russland ein gefragter Akteur am Energiemarkt

Weniger erfreulich sind dagegen die aktuellen Corona-Zahlen. Die Zahl der täglichen Corona-Toten und auch die Neuinfektionen erreichten in Russland neue Rekorde, was vor allem mit Blick auf den beginnenden Winter problematisch erscheint. Zwar begann das Land früher als andere mit der Impfkampagne, aufgrund einer weit verbreiteten Impfskepsis ist aber bisher erst knapp ein Drittel der Bevölkerung vollständig geimpft. Dies dürfte auch dazu beitragen, dass die Erholung der Wirtschaft lediglich zögerlich voranschreitet. Sichtbar ist dies vor allem bei den Einkaufsmanagerindizes, die sich lediglich im Bereich der Expansionsschwelle von 50 Punkten bewegen, während in Europa oder den USA deutlich höhere Indexstände verzeichnet werden.

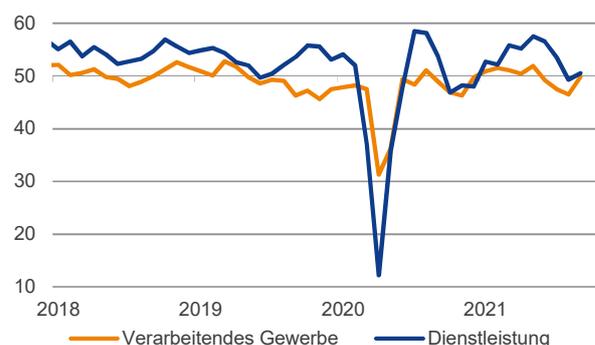
Nur mäßige Impfbereitschaft

RUSSLAND MIT ERNSTEN CORONA-PROBLEMEN
IN 1 WOCHE JE 1 MIO.; LS: NEUINFIZIERTE; RS: TOTE



Quelle: Bloomberg

KEINE DYNAMISCHE ERHOLUNG
MARKIT-EINKAUFSMANAGERINDIZES



Quelle: Bloomberg

Der Anstieg der Inflationsrate im September auf 7,4% (J/J) wird von der Notenbank mit Sorge betrachtet, zumal die Kernrate sogar auf 7,6% (J/J) zulegte. Weitere Zinserhöhungen sind daher keine Frage. Vielmehr ist bei der anstehenden Sitzung auch ein größerer Schritt um 50 Bp wahrscheinlicher geworden, dem noch einige weitere, dann wieder kleinere, folgen dürften. Derzeit gehen wir davon aus, dass früh im kommenden Jahr bei 7,75% die Spitze im Zinszyklus erreicht sein dürfte. Hierfür ist es aber notwendig, dass die Prognosen eines merklichen Rückgangs bei den Preissteigerungsraten auch tatsächlich eintreten. Der Rubel konnte gegenüber dem Euro dank der gestiegenen Energiepreise die höchste Bewertung seit Juli letzten Jahres erreichen. Wenn sich die Lage am Energiemarkt wieder entspannt, droht beim Wechselkurs allerdings ebenfalls eine Korrektur.

Notenbank wird auf die trüben Preiszahlen reagieren

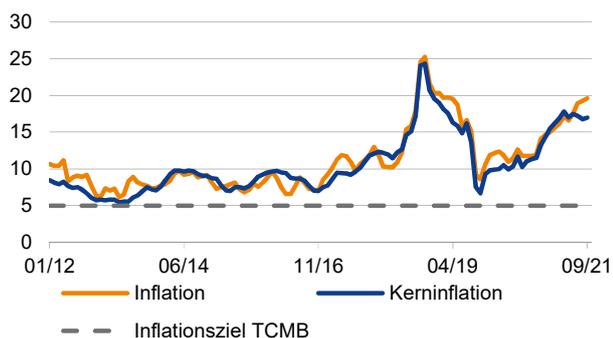
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

Türkei & Südafrika: Inflationsrisiken unterschiedlich stark ausgeprägt

Die türkische Lira fällt dieser Tage gegenüber dem US-Dollar von einem Allzeittief zum nächsten und markierte zuletzt sogar gegenüber dem Euro ein Rekordtief. Ursächlich für den aktuellen Schwächeanfall der türkischen Landeswährung ist das Zusammenspiel mehrerer Faktoren. Einerseits trägt das sich massiv eingetrübte Sentiment gegenüber risikosensitiven Schwellenländerwährungen zu der erneuten Abwertung der Lira bei. Der US-Dollar wird in diesem Umfeld hingegen verstärkt als sicherer Hafen nachgefragt. Dass die US-Notenbank zudem bald beginnen wird, ihren geldpolitischen Stimulus nach und nach zu reduzieren, trägt ebenfalls zu der Stärke der US-Devisen und zur nachlassenden Attraktivität von Investitionen in Schwellenländerwährungen bei. Andererseits machten zuletzt auch noch neuerliche geopolitische Risiken der türkischen Landeswährung das Leben schwer.

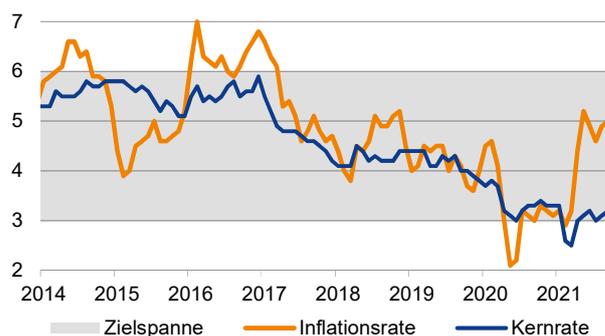
Zusammenspiel mehrerer Faktoren belastet die Lira

TÜRKEI: INFLATION AUßER GELDPOLITISCHER KONTROLLE
ALLE TÜRKISCHEN INFLATIONSWERTE IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

SÜDAFRIKA: PREISAUFTRIEB BLEIBT NOCH UNTER KONTROLLE
IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

So unschön die bislang genannten Belastungsfaktoren auch sein mögen, den Löwenanteil an der aktuell zu beobachtenden Unsicherheit der Lira trägt nach wie vor die dortige Geldpolitik. So sind doch zuletzt in einem Umfeld weiter zugenommener Inflationsrisiken marktseitig wieder Befürchtungen in den Vordergrund getreten, wonach die türkische Zentralbank (TCMB) auch unter den Vorzeichen eines perspektivisch nachlassenden Preisdrucks weiterhin zu locker ausgestaltet sein sollte. Neue Nahrung erhielten derartige Sorgen zuletzt durch Meldungen, wonach der türkische Staatspräsident Erdogan per Dekret drei Mitglieder des geldpolitischen Entschei-

Türkische Geldpolitik weiterhin der Belastungsfaktor Nr. 1 für die Lira

zungsgremiums der dortigen Notenbank entlassen hat, darunter auch der stellvertretende Vorsitzende. Der Grund hierfür dürfte deren kritische Haltung gegenüber dem Wunsch Erdogans gewesen sein, die Geldpolitik des Landes deutlich lockerer zu gestalten. Bereits vor kurzem kamen marktseitig Spekulationen auf, wonach der türkische Staatspräsident das Vertrauen in den erst seit dem Frühjahr amtierenden und von ihm eingesetzten Notenbankchef Kavcioglu verloren haben soll. Wenngleich Ankara entsprechende Berichte umgehend dementiert hat, so ist bei der Lira doch ein fahler Beigeschmack geblieben, der sich mit der Entlassung der drei TCMB-Mitglieder wenig verwunderlich nun noch verstärkt hat.

Unserer Einschätzung zufolge dürfte die Lira auch in den kommenden Monaten sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar unter Abgabedruck stehen. Dieser Einschätzung liegt maßgeblich unsere Erwartung zugrunde, wonach die türkische Notenbank die Leitzinsen in den kommenden Monaten erneut spürbar senken sollte, so dass es um die erfolgreiche Bekämpfung der Inflation weiterhin schlecht bestellt sein dürfte. Dies ist allerdings eine wesentliche Voraussetzung für nachhaltig wieder festere Lira-Notierungen.

Zwar hat sich auch in Südafrika die Inflationsrate zuletzt nach oben bewegt, mit 5,0% (J/J) blieb sie aber auch im September noch deutlich innerhalb der Zielspanne der Zentralbank von 3% bis 6%. Die Kernrate hielt sich zudem mit 3,2% (J/J) eher am unteren Ende dieser Spanne. Modelle der Notenbank legen zwar eine Normalisierung der Geldpolitik, sprich eine erste Zinserhöhung vom derzeitigen Rekordtief von 3%, bereits für dieses Jahr nahe. Die Preiszahlen lassen dies aber noch nicht notwendig erscheinen. Zudem bestehen weiterhin erhebliche Unsicherheiten bezüglich der weiteren Entwicklung der Corona-Epidemie. Die dritte Corona-Infektionswelle konnte zwar überwunden werden, noch ist aber weniger als ein Fünftel der Bevölkerung vollständig geimpft und das aktuelle Impftempo bringt hier nur langsame Fortschritte, so dass eine erneute Infektionswelle nicht unwahrscheinlich erscheint. Zunächst kann jedoch die Gelegenheit genutzt werden und wieder zu einer größeren Öffnung der Wirtschaft zurückgekehrt werden. Insbesondere im Schlussquartal 2021 sind daher wieder größere Wachstumsimpulse zu erwarten. Die Notenbank wird vor diesem Hintergrund jedoch eine vorsichtige Politik fahren und vermutlich erst im Laufe des ersten Quartals 2022 beginnen, den Leitzins langsam nach oben zu schleusen. Der Rand gehörte in den letzten Monaten in einem für Emerging Market Währungen insgesamt schwierigen Umfeld zu den stärkeren Währungen. Geholfen hat dabei neben dem bisher moderaten Preisauftrieb auch die traditionelle Abhängigkeit von den Rohstoffpreisen. Vor allem auf den letzteren Faktor sollte sich die Währung aber nicht dauerhaft verlassen können.

Von politischer Seite bestehen noch einige Unsicherheiten. Bei den Kommunalwahlen am 1. November kommt es auch zu einem Test für die Regierung unter Präsident Ramaphosa und dem dominierenden ANC. Bis zu den nächsten nationalen Wahlen (2024) besteht aber noch eine ausreichende Zeitspanne, um einen möglichen Dämpfer auszugleichen. Nachdem die Verhaftung von Ex-Präsident Zuma im Juli für umfangreiche Unruhen gesorgt hatte, ist er mittlerweile wieder auf freiem Fuß. Aufgrund gesundheitlicher Probleme wurde seine 15-monatige Gefängnisstrafe wegen Missachtung des Gerichts zunächst ausgesetzt. Daneben muss er sich aber auch einem Korruptionsverfahren stellen, was für erneute Spannungen sorgen könnte.

Lira mit weiterhin schwerem Stand

Preisauftrieb in Südafrika bisher unter Kontrolle

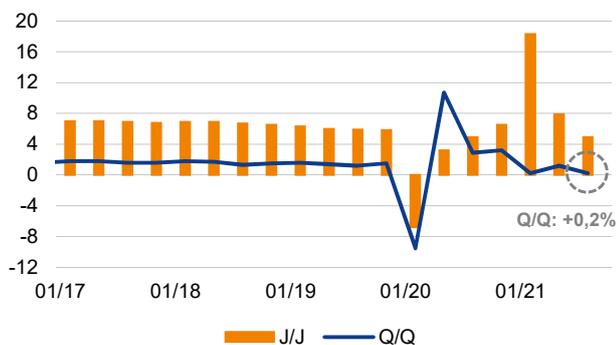
Politische Unsicherheiten im Umfeld der Kommunalwahlen und des Korruptionsprozesses gegen Ex-Präsident Zuma

China: Wachstumssorgen nehmen zu

Nicht nur, dass die explodierenden Energiepreise und diverse Flaschenhalseffekte auf der Angebotsseite den Märkten derzeit das Leben schwermachen, jetzt gibt es auch noch Hiobsbotschaften aus China, das doch so oft als Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft erhalten musste. Im dritten Quartal ist die chinesische Wirtschaft nur um 4,9% (J/J) und damit noch schwächer als bereits befürchtet gewachsen. Noch erschreckender ist der Blick auf die Quartalsrate: mit einem Mini-Plus von 0,2% (Q/Q) hat das BIP über die Sommermonate kaum mehr als stagniert. Die Gründe sind vielfältig, und nicht alle von ihnen dürften einmalige Sondereffekte gewesen sein. Die rigiden Eindämmungsmaßnahmen bei vereinzelt auftretenden Covid-19-Fällen (Hafenschließungen, Abriegelung von ganzen Wohngebieten, ...), aber auch die sich bereits im dritten Quartal abzeichnende Energieknappheit haben die Stimmung von Konsumenten und Unternehmen belastet.

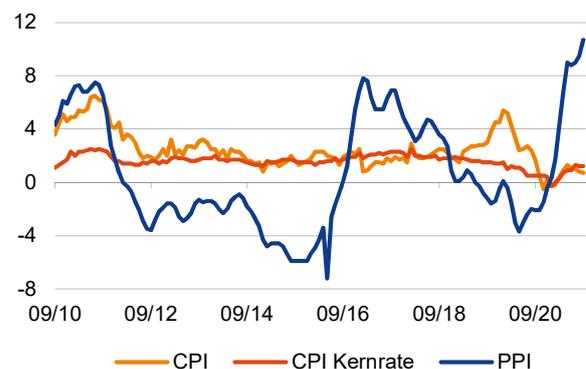
Pekings Herausforderung: Gleichgewicht zwischen Finanzmarktstabilität

CHINAS WIRTSCHAFT HAT ZULETZT PRAKTISCH STAGNIERT
BIP-WACHSTUM, IN %



Quelle: Refinitiv

IMPORTIERTER PREISDRUCK DURCH TEURE ENERGIEIMPORTE
KONSUMENTEN- UND PRODUZENTENPREISE, J/J IN %



Quelle: Refinitiv

Beim Thema Energie steht China nicht nur vor der globalen Herausforderung des massiven Preisanstiegs, es gibt tatsächlich einen echten Mangel, der im September zu wiederholten Stromabschaltungen geführt hatte. Die Zukunft des Immobilienriesens Evergrande ist noch immer ungeklärt, und die Zweifel sind schon jetzt groß genug, um dem ganzen Immobiliensektor (Wohnungsverkäufe, Bautätigkeit, ...) zuzusetzen. Für Peking geht damit der Drahtseilakt weiter, zwischen Konjunkturstabilisierung und Bekämpfung der Kreditblasen abwägen zu müssen. Wahrscheinlich wird die chinesische Wirtschaft auch im laufenden Quartal kaum wachsen. Das offizielle Wachstumsziel von 6% wird in diesem Jahr zwar nicht gefährdet sein. Das Vorjahreswachstum dürfte im Schlussquartal jedoch deutlich unter den Zielwert sinken und erst nächstes Jahr allmählich wieder anziehen. Doch selbst dann bleibt der Ausblick verhalten: wir haben unsere BIP-Prognose für 2022 aufgrund des schwierigen Umfelds von 5,4% (J/J) auf 5,1% (J/J) gesenkt. Einen Anlass zur Revision der Yuan-Prognose sehen wir dagegen nicht. Die Herausforderungen für die chinesische Wirtschaft sind zwar unbestreitbar, allerdings würde eine übermäßige Yuan-Abwertung das Problem mit den teuren Energie-Importen nur noch verschärfen. Daher dürfte Peking daran gelegen sein, den USD-CNY-Wechselkurs auf dem aktuellen Niveau bzw. in einer Spanne um etwa 6,40-6,50 CNY stabil zu halten.

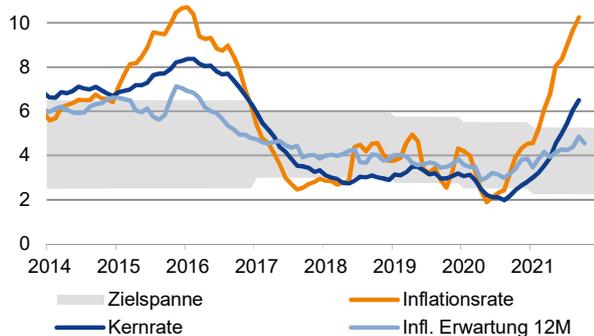
Neue BIP-Prognose: 2022: 5,1% statt 5,4%

Brasilien & Mexiko: Einkaufsmanagerindizes gehen unterschiedliche Wege

Die Inflationsrate in Brasilien stieg im September mit 10,3% (J/J) erstmals seit 2016 wieder in den zweistelligen Bereich. Ein großer Teil des beschleunigten Preisauftriebs geht dabei auf das Konto der Energie- und Nahrungsmittelpreise. Eine länger anhaltende Trockenheit sorgte für eine schlechte Ernte, führte aber auch zu Problemen bei der Stromerzeugung durch Wasserkraft, die eine große Bedeutung hat. Durch Preisaufschläge versuchen die Erzeuger hier, Sparanreize zu setzen. Die verschiedenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend trübten sich zuletzt allerdings ebenfalls ein, so dass es nicht verwundert, wenn die Inflationsprognosen für das kommende Jahr stetig angehoben werden. Mittlerweile wird in der wöchentlichen Umfrage der Notenbank für Ende des Jahres 2022 eine Inflationsrate von 4,2% (J/J) erwartet, deutlich über dem dann geltenden Inflationsziel von 3,5% (J/J). Entsprechend verwundert es nicht, dass die Geldpolitik versucht, energisch gegenzusteuern. Nach zuletzt zwei Schritten mit 100 Bp deutete die Banco Central do Brasil weitere Anhebungen in dieser Größenordnung an. Früh im kommenden Jahr dürfte dann auch ein Leitzinsniveau von 9,0% erreicht werden. Dies könnte dann die Spitze sein, wenn sich die Einschätzung von Notenbankgouverneur Campos Neto bewahrheitet, wonach der September den Inflationshöhepunkt markiert. Die steigenden Preise wurden von der Regierung auch als ein Faktor für die sinkenden Umfragewerte von Präsident Bolsonaro ausgemacht. Entsprechend wird darüber nachgedacht, die Energiesteuern zu senken oder ärmeren Haushalten eine Ausgleichszahlung zu leisten. Dies geht allerdings zu Lasten des öffentlichen Haushaltes, der durch die deutlich anziehenden Finanzierungskosten ohnehin bereits belastet wird. Für den Real sind dies keine günstigen Vorzeichen, ist das hohe Defizit doch ein entscheidender Belastungsfaktor für die Währung.

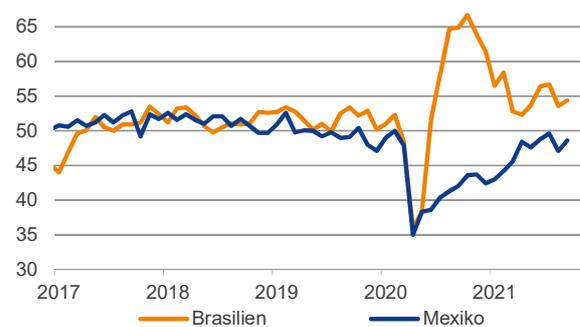
Preisauftrieb steht im Mittelpunkt fast aller Diskussionen in Brasilien

PREISAUFTRIEB IN BRASILIEN WEITER BESCHLEUNIGT
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg; Banco Central do Brasil; DZ BANK Research

DEUTLICH LANGSAMERE ERHOLUNG IN MEXIKO
MARKIT EINKAUFSMANAGERINDIZES VERARBEITENDES GEWERBE



Quelle: Bloomberg

In Mexiko hat sich die Corona-Lage gegenüber den trüben Zahlen aus dem August deutlich verbessert. Bei den Impffortschritten kommt das Land aber nicht an die Dynamik in Brasilien heran, so dass das Risiko einer neuerlichen Infektionswelle hier größer ist. Inzwischen befinden sich nahezu alle Bundesstaaten auf einer der beiden niedrigsten Covid-Warnstufen, was eine umfassende Öffnung der Wirtschaft erlaubt. Die Möglichkeit der Öffnung ist zwar das eine, tatsächlich die Wirtschaftstätigkeit auszuweiten aber das andere. So musste die wichtige Automobilindustrie angesichts der Knappheit bei Halbleitern zuletzt sogar ihre Produktion herunterfahren. Trotz vermutlich beeindruckender gesamtwirtschaftlicher Wachstumswahlen in diesem Jahr wird es daher noch eine Weile dauern, bis das Vor-Corona-Niveau wieder erreicht ist.

Mexikanische Wirtschaft kommt nur langsam in Fahrt

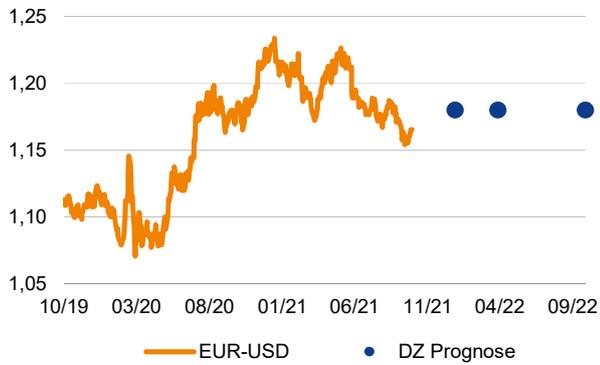
Aus Sicht internationaler Investoren ist die Politik der Regierung weiterhin wenig erfreulich. Nachdem die Regierung bereits für die Ölindustrie eine Rückkehr zu einer stärkeren staatlichen Kontrolle eingeleitet hat, soll dies nun auch bei der Stromversorgung versucht werden. Mit einem neuen Gesetzesentwurf würde die Reform der Vorgängerregierung in diesem Bereich weitgehend rückgängig gemacht werden. Ob dies gelingt, ist allerdings noch fraglich, da die Regierung nicht über die hierfür notwendige Mehrheit im Parlament verfügt und sie zumindest eine der größeren Oppositionsparteien in ihr Lager ziehen muss. Zudem dürften Teile des Gesetzesentwurfs dem Freihandelsabkommen mit den USA und Kanada widersprechen. Selbst wenn dieses Paket letztendlich scheitern würde, ist ein Schaden für den Investitionsstandort Mexiko bereits angerichtet. Bei den Direktinvestitionen und noch stärker bei den Portfolioinvestitionen kann Mexiko schon länger nicht an die früheren Erfolge anknüpfen. Die fehlende Anziehungskraft an den Kapitalmärkten ging aber (bisher) nicht zu Lasten der Währung, da die Überweisungen mexikanischer Arbeiter aus den USA von Rekord zu Rekord eilen und in diesem Jahr über 3% der Wirtschaftsleistung Mexikos erreichen dürften.

Kein Land für private Investoren

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

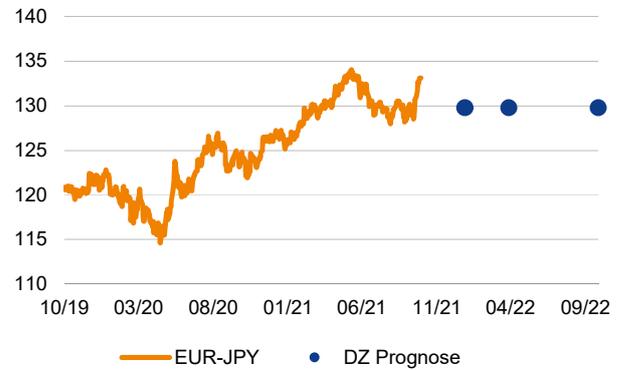
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



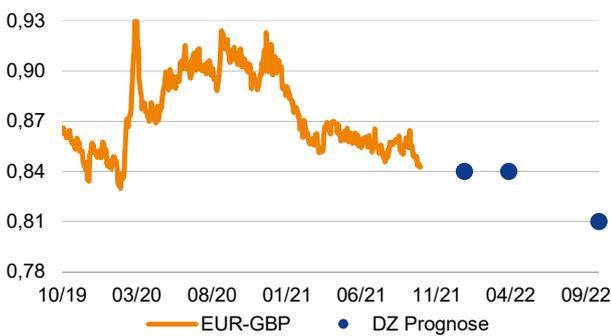
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



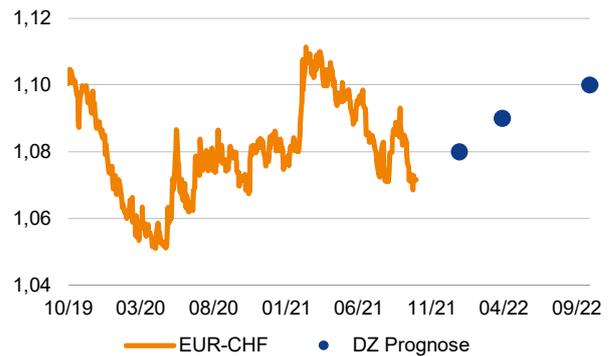
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



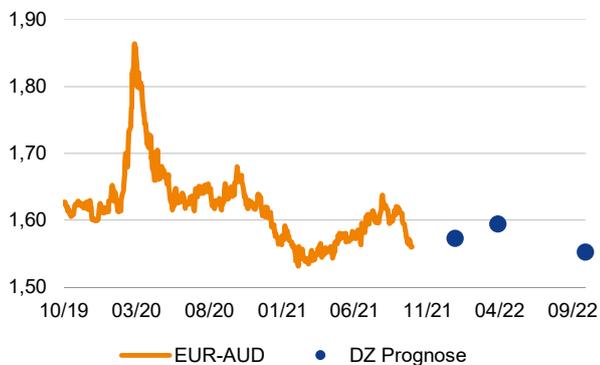
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



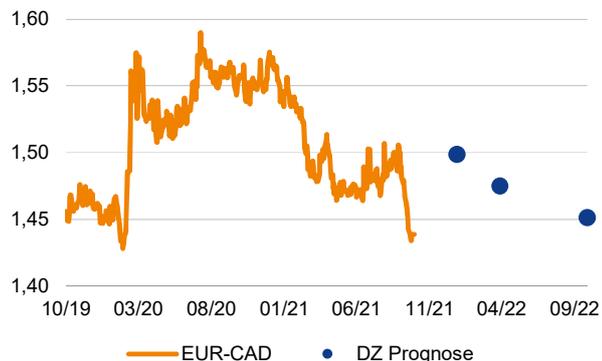
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK



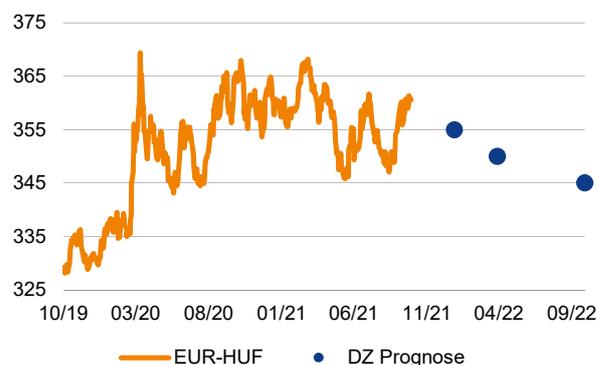
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK



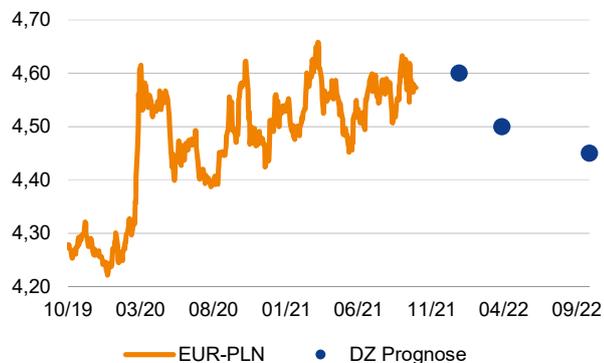
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-HUF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-PLN



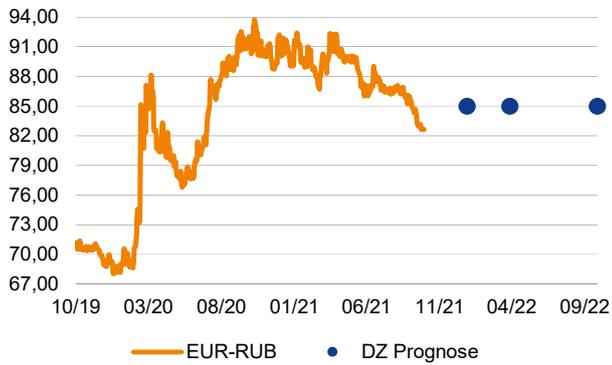
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CZK



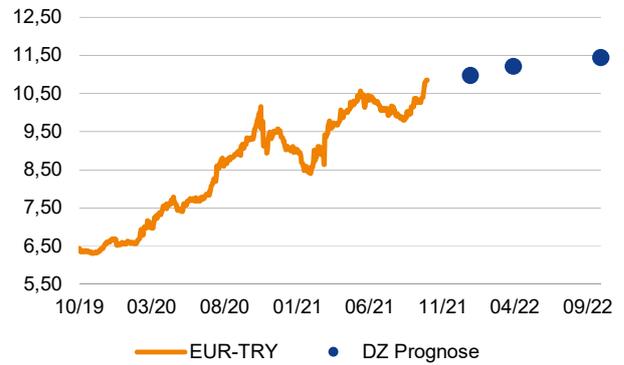
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-RUB



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-TRY



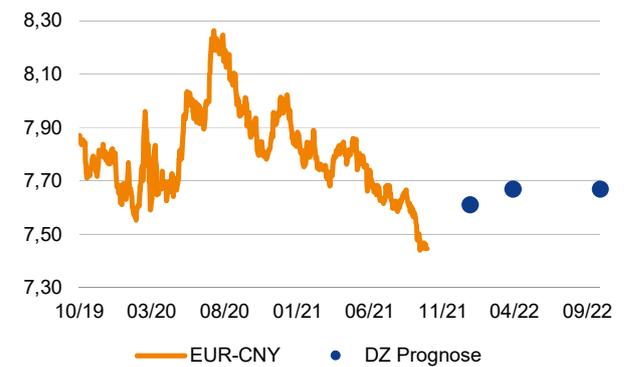
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR



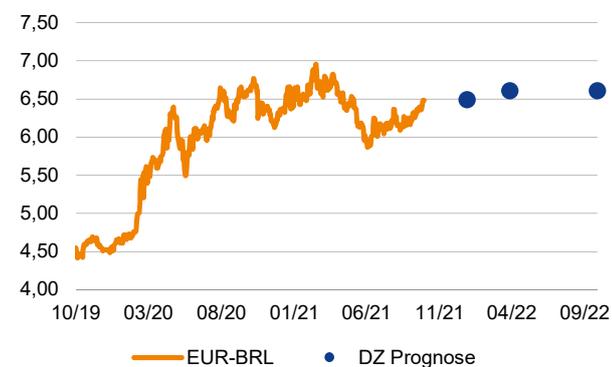
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY



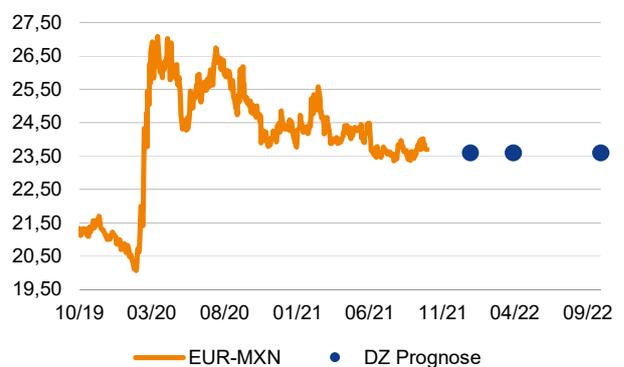
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

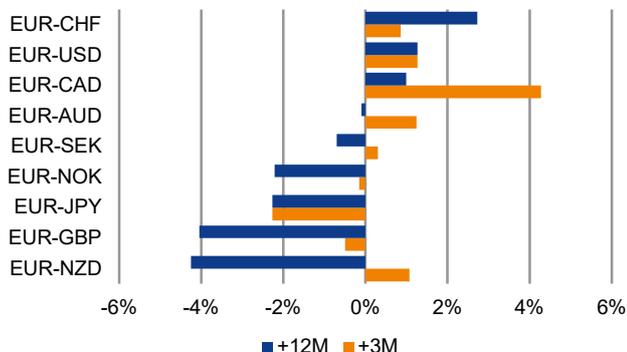
WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

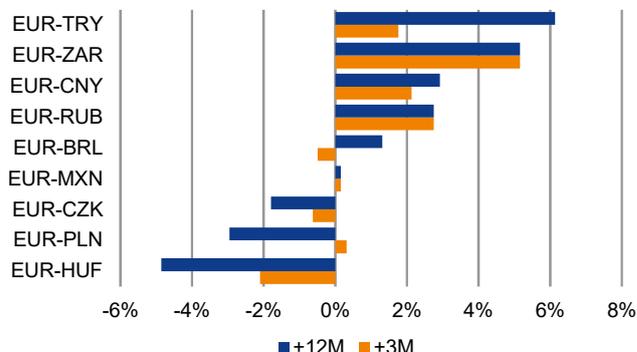
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1594	1.1800	1.1800	1.1800
EUR/GBP	0.8487	0.8400	0.8400	0.8100
EUR/JPY	131.30	129.80	129.80	129.80
EUR/CHF	1.0714	1.0800	1.0900	1.1000
EUR/AUD	1.5713	1.5733	1.5946	1.5526
EUR/NZD	1.6647	1.6389	1.5946	1.5526
EUR/CAD	1.4426	1.4986	1.4750	1.4514
EUR/NOK	9.8517	9.7000	9.6000	9.5000
EUR/SEK	10.0749	10.0500	10.0000	9.9500
EUR/PLN	4.5746	4.6000	4.5000	4.4500
EUR/CZK	25.39	25.40	25.30	25.10
EUR/HUF	360.07	355.00	350.00	345.00
EUR/RUB	83.54	85.00	85.00	85.00
EUR/TRY	10.5401	10.9740	11.2100	11.4460
EUR/ZAR	17.17	17.70	17.70	17.70
EUR/CNY	7.4388	7.6110	7.6700	7.6700
EUR/BRL	6.3976	6.4900	6.6080	6.6080
EUR/MXN	23.83	23.60	23.60	23.60

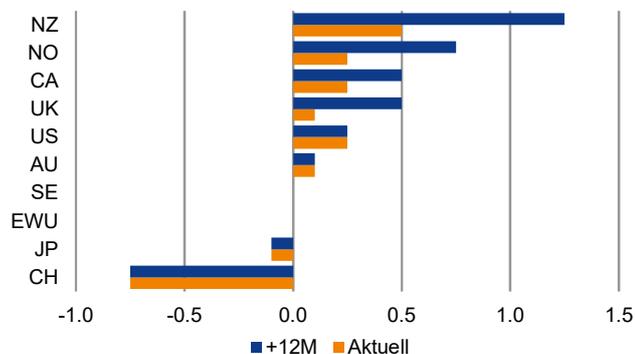
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1594	1.1800	1.1800	1.1800
GBP/USD	1.3659	1.4048	1.4048	1.4568
USD/JPY	113.25	110.00	110.00	110.00
USD/CHF	0.9242	0.9153	0.9237	0.9322
AUD/USD	0.7379	0.7500	0.7400	0.7600
NZD/USD	0.6964	0.7200	0.7400	0.7600
USD/CAD	1.2443	1.2700	1.2500	1.2300
USD/NOK	8.4953	8.2203	8.1356	8.0508
USD/SEK	8.6904	8.5169	8.4746	8.4322
USD/PLN	3.9448	3.8983	3.8136	3.7712
USD/CZK	21.89	21.53	21.44	21.27
USD/HUF	310.57	300.85	296.61	292.37
USD/RUB	72.03	72.03	72.03	72.03
USD/TRY	9.0884	9.3000	9.5000	9.7000
USD/ZAR	14.81	15.00	15.00	15.00
USD/CNY	6.4284	6.4500	6.5000	6.5000
USD/BRL	5.5166	5.5000	5.6000	5.6000
USD/MXN	20.55	20.00	20.00	20.00

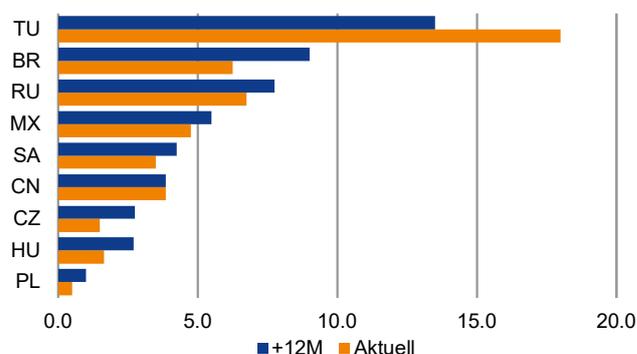
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2020	2021	2022	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-6,3	4,8	4,5	-1,2	14,3	3,1	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,3	2,3	1,9	1,1	1,8	2,8	3,7
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	5,7	4,0	0,5	12,2	5,2	5,3
Inflation (in % gg. Vj.)	1,2	4,4	3,0	1,9	4,8	5,3	5,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-15,8	-14,0	-6,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,9	-3,2	-2,8				
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.)	-9,7	6,5	4,1	-5,8	23,6	6,2	5,4
Inflation (in % gg. Vj.)	0,9	2,3	2,9	0,6	2,0	2,8	3,7
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	5,6	4,5	0,3	12,7	5,4	4,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	2,9	2,3	1,5	3,3	3,5	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10,5	-5,7	-2,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,8	0,5	-0,1				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,9	4,2	3,0	-0,2	9,5	3,8	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,5	1,8	1,7	1,5	1,8	1,7	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-2,1	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,7	5,2	5,2				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,8	3,4	3,7	-0,2	5,7	3,9	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	1,3	3,1	2,2	3,0	2,8	3,3	3,5
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	7,4	5,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,3	4,2	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-7,6	-5,7
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,2	-0,7	-0,5
Polen			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-2,7	5,0	5,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	4,5	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,0	-3,1	-2,6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	2,6	2,0
Tschechien			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-5,8	3,1	4,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,7	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,2	-7,8	-3,9
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,5	5,2	3,6
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	4,2
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	8,0	5,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	1,0	2,3
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	7,9	6,1
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	5,4	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,0	-3,1	-3,1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,4	0,9	0,0

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

- 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.
"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.
"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten**
Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

„**Übergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

„**Untergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage entspricht. Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihe-segmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihe-segmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihe-segmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

5.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag** der **Publikation**.

5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.

5.5 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, managed, 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 im 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 angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den 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 Dokumentes, 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 Luthlen
	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