

# Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Monthly

### Ausblick 2022: Hoffnung auf Verbesserung

Anfang des Jahres war die Hoffnung groß, dass erfolgreiche Impfkampagnen und die daraus resultierende Herdenimmunität vielen Ländern eine nachhaltige Erholung aus der Corona-Krise ermöglichen würden. Zwölf Monate später wird uns nun mehr als deutlich vor Augen geführt, wie optimistisch diese Annahmen waren. Zu niedrige Impfquoten und die Erkenntnis, dass auch eine vollständige Impfung nicht vollkommen gegen Corona schützt, bescheren uns erneut einen schwierigen Winter. Die Fallzahlen klettern und Regierungen sehen sich wieder mit unbequemen Entscheidungen konfrontiert. Lockdown? Lockdown für Ungeimpfte? Impfpflicht? Durchseuchung? So gerechtfertigt die Kritik am Krisenmanagement vieler Regierungen sicherlich ist, in ihren Schuhen möchte man derzeit wohl lieber nicht stecken.

Für den Finanzmarkt bedeutet das aktuelle Infektionsgeschehen vor allem zusätzliche Unsicherheit, die sich in den vergangenen Wochen auch in einem spürbaren Rückgang des Risikoappetits niedergeschlagen hat. Zwar blicken viele (so auch wir) hoffnungsvoll auf den nächsten Sommer – bis dahin, so die Erwartung, sollten weitere Impffortschritte, die Zulassung von Totimpfstoffen und hoffentlich die Entwicklung effektiverer Medikamente zur Behandlung von Corona, die Lage nachhaltiger entspannen. Doch die Erfahrung des Jahres 2021 ist leider nicht ganz von der Hand zu weisen und die Angst vor erneuten Rückschlägen und Enttäuschungen sitzt tief.

Neben Corona beschäftigt den Markt vor allem die Frage, wie die Inflationsentwicklung im kommenden Jahr aussehen wird. Wie so häufig fällt es dem Markt schwer, sich vom aktuellen Ist-Zustand zu lösen und in den Handelsräumen wird eine anhaltend hohe Inflationsdynamik auch für das kommende Jahr prophezeit. Ganz anders schätzen Zentralbanken und Ökonomen die Lage ein: sie sind überzeugt, dass die Inflation im Jahr 2022 wieder sehr deutlich fallen wird. Auch wir teilen diese Einschätzung – es wird eben nur geraume Zeit dauern, bis sich dies auch in harten Daten widerspiegelt und der Markt sich langsam von seiner Inflationsangst lösen kann. Aus Sicht der Zentralbanken hängt alles von der Inflationsentwicklung ab. Wenn die Inflation wie erwartet sinkt, ist der Weg frei für eine langsame und kontrollierte Abkehr von der ultra-expansiven Politik der vergangenen Jahre. Bleibt die Inflation hoch, stünden sie vor einem fast unlösbaren Dilemma: fahren sie eine restriktivere Politik, die das Wachstum bremsen und wahrscheinlich wenig gegen die primär angebotsseitig getriebene Inflation ausrichten würde, oder bleiben sie expansiv und riskieren im schlimmsten Fall, die Kontrolle über die Inflationserwartungen zu verlieren?

Im Umfeld dieser massiven Unsicherheiten, dürften die Währungsmärkte zunächst stark nachrichtengerieben und volatil bleiben. Sichere Häfen werden phasenweise profitieren, gleichzeitig spricht eine weiterhin expansive Geldpolitik für risikofreudige Investoren, die nach wie vor Risiko in Kauf nehmen müssen, um Rendite zu erwirtschaften.

## WÄHRUNGEN

monatlich  
Fertiggestellt:  
25.11.2021 13:53 Uhr

## INHALT

<b>AUSBLICK 2022: INFEKTIONEN, INZIDENZEN UND INFLATION</b>	<b>2</b>
Geldpolitik auf dem schwierigen Weg zurück in die Normalität	3
Währungen im Jahr 2022	5
Risikoszenarien: Inflation und Corona	7
<b>G10 WÄHRUNGEN</b>	<b>8</b>
EWU: Der Falke Weidmann geht, das muss für den Euro nicht schlecht sein	8
USA: Dollar unstoppable, zumindest vorerst	9
Japan: Premier Kishida widerlegt seinen Ruf als Geizhals	10
UK: MPC auf dem Drahtseil – mit dem Pfund im Schlepptau	11
Schweiz: Franken segelt im perfekten Sturm	12
Australien, Neuseeland & Kanada: Inflation und Geldpolitik im Vordergrund	13
Kanada: CAD profitiert von soliden Rahmendaten wohl auch über den Jahreswechsel hinaus	15
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	<b>19</b>
Osteuropa: Notenbanken stehen weiterhin im Mittelpunkt	19
Russland: Corona-Welle trifft auf Zinsschub	20
Türkei & Südafrika: Geldpolitischer Support ist nicht selbstverständlich	21
China: Yuan als Feld in der Brandung	23
Brasilien & Mexiko: Politisch schwierige Zeiten	24
<b>JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK</b>	<b>27</b>
<b>PROGNOSEN IM ÜBERBLICK</b>	<b>30</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN</b>	<b>31</b>
<b>VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN</b>	<b>32</b>

Editor:  
Sonja Marten, ANALYSTIN

## AUSBLICK 2022: INFEKTIONEN, INZIDENZEN UND INFLATION

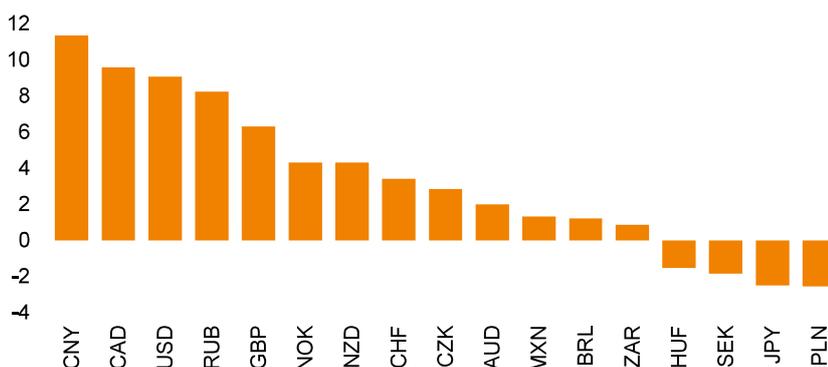
Der Beginn des Jahres 2021 war von Hoffnung geprägt. „Das Jahr 2021 dürfte ganz im Zeichen der Erholung nach der Krise stehen. Die DZ-BANK-Volkswirte rechnen mit einem kräftigen Weltwachstum von 5% (J/J), das vor allem durch einen weltweiten Post-Corona-Boom in der zweiten Jahreshälfte getrieben wird. Genährt von der Hoffnung auf den effektiven Einsatz neuer Impfstoffe sowie dem Vertrauen in eine expansive Fiskal- und Geldpolitik dürfte die Stimmung an den Finanzmärkten positiv bleiben. Derzeit setzt der Markt eindeutig darauf, dass es Regierungen und Zentralbanken gelingen wird, einen sicheren Weg aus der Krise zu navigieren“ („Ausblick 2021: Märkte im Dornröschenschlaf“, 26.11.2020). Vieles davon hat sich bewahrheitet. Das Wirtschaftswachstum ist im Zuge des Post-Corona-Booms in vielen Ländern dynamisch angestiegen, Zentralbanken ist es gelungen, sich einem Exit aus ihrer ultra-expansiven Politik anzunähern (in manchen Fällen sogar bereits schon einzuläuten) ohne größere Verwerfungen am Rentenmarkt auszulösen und die Gesamtstimmung am Finanzmarkt bleibt positiv.

Eine der großen Überraschungen des Jahres 2021 war fraglos der äußerst dynamische Anstieg der Inflation. Zwar hatte sich schon in den ersten Monaten des Jahres gezeigt, dass die Inflation deutlich zunehmen würde, mit Raten von 4-6% (J/J), wie wir sie derzeit beobachten, hatte jedoch wohl niemand gerechnet. Die zweite Überraschung war die enttäuschende Erkenntnis, dass auch geimpfte Personen sich mit Corona infizieren und den Virus weitergeben können. Der Eintritt in das Jahr 2022 steht nun ganz im Zeichen der Inflation und des Infektionsgeschehens. Beide Themen werden im kommenden Jahr den Takt für die Geldpolitik und damit auch für die Devisenmärkte vorgeben.

**Die Hoffnung auf eine insgesamt positive Marktstimmung im Jahr 2021 hat sich zwar bewahrheitet...**

**...der rapide und äußerst aggressive Anstieg der Inflation kam jedoch überraschend**

**WÄHRUNGEN IM JAHR 2021: RISIKO UND ROHSTOFFE SIND TRUMPF**  
% VERÄNDERUNG VS. EUR SEIT ANFANG 2021



Quelle: Bloomberg

### Inflationsangst macht sich breit

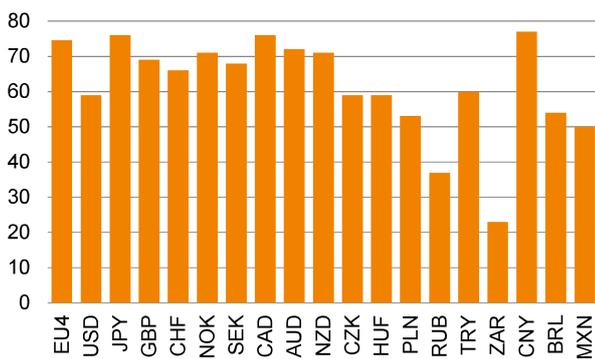
Die durchschnittliche Inflationsrate der G10-Länder ist seit Beginn des Jahres von 0,4% auf 3,5% gestiegen. Spitzenreiter ist derzeit die USA mit einer Rate von über 6% (J/J), doch auch die Eurozone vermeldet ein stolzes Plus von 4,1% (J/J). Unter den von uns betrachteten Schwellenländern ist die Lage kaum weniger dramatisch, hier sind die Inflationsraten im Verlauf des Jahres im Schnitt um vier Prozentpunkte angestiegen. Waren Investoren über den Sommer hinweg noch willens, dem Mantra der Zentralbanken, die immer wieder betonen, dass die Inflation durch temporäre Faktoren befeuert wird, zu glauben, mehrte sich zuletzt die Sorge, dass die Inflation dauerhaft hoch bleiben wird. Dies ist angesichts der aktuellen Inflationsentwicklung

**Sowohl im G10-Universum als auch in den Schwellenländern ist die Inflation in diesem Jahr massiv angestiegen**

nicht verwunderlich, dennoch bleiben auch die Volkswirte der DZ BANK bei ihrer Überzeugung, dass der Preisdruck im kommenden Jahr wieder deutlich nachlassen wird. Die Sondereffekte, die zum Großteil aus dem Post-Corona-Boom entstanden sind, werden nach und nach aus der Inflationsgleichung verschwinden (für mehr Informationen über den Ausblick für Inflation und Wachstum: „[Konjunktur Prognose](#)“ vom 11.11.2021). Spätestens im Frühjahr 2022 sollte sich dies in rückläufigen Inflationsraten niederschlagen und die Angst vor einer anhaltenden Inflationsspirale dämpfen.

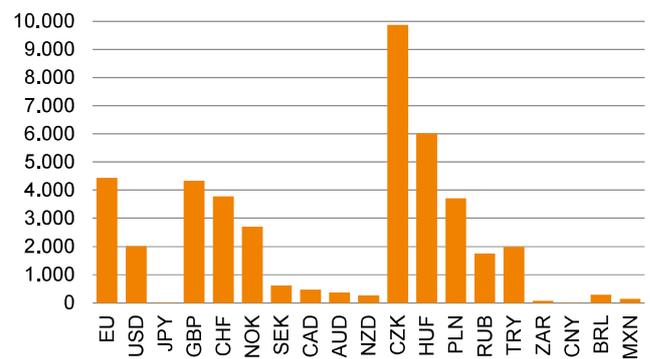
**2022 sollte sich dieser Trend jedoch wieder wenden und der Preisdruck deutlich nachlassen**

#### STARKE UNTERSCHIEDE BEI DEN IMPFFORTSCHRITTEN ANTEIL VOLLSTÄNDIG GEIMPFTER IN %



Quelle: Bloomberg

#### NEUE CORONA-WELLE VOR ALLEM IN EUROPA NEUINFESTIONEN IN EINER WOCHE JE 1 MIO.



Quelle: Bloomberg

Gleichzeitig sollte sich das Wirtschaftswachstum auf soliden Niveaus stabilisieren. Während die Wachstumsdynamik im Jahr 2021 noch sehr stark von der Entwicklung der Pandemie getrieben war, erwarten wir für das kommende Jahr einen stabileren Verlauf. Der Winter 2021/2022 verspricht zwar erneut, ein schwieriger zu werden und die aktuelle Infektionslage ist in vielen Ländern dramatisch. Wir setzen jedoch darauf, dass der zunehmende Impffortschritt und die erfolgreiche Entwicklung von wirksamen Medikamenten die Pandemie im kommenden Jahr zunehmend in den Hintergrund drängen werden.

**Das Wirtschaftswachstum sollte im Jahr 2022 solide und stabil sein**

#### Geldpolitik auf dem schwierigen Weg zurück in die Normalität

Zentralbanken befinden sich derzeit fraglos in einem äußerst schwierigen Umfeld. Sie sind gefangen zwischen hohen Inflationsraten und dem daraus resultierenden Handlungsdruck auf der einen, und weiterhin bestehenden wirtschaftlichen Risiken auf der anderen Seite. Für sie ist nun vor allem entscheidend, wie sie die weitere Entwicklung der Inflation einschätzen. Während unter den G10-Zentralbanken insgesamt eine vorsichtiger Herangehensweise favorisiert wird (hier setzen viele der Zentralbankoberen ganz eindeutig darauf, dass der Inflationsdruck nachlassen wird und sie die Inflationserwartungen auch ohne konkrete restriktive Maßnahmen unter Kontrolle halten können), gehen die Zentralbanken in den Schwellenländern derzeit geldpolitisch zum Teil sehr aggressiv vor. Zinserhöhungen von 150 Basispunkten auf einer Sitzung waren hier zuletzt keine Seltenheit. Wie schätzen wir also die Entwicklung der globalen Geldpolitik im Jahr 2022 ein?

**Steigende Inflation und die andauernde Krise stellen Zentralbanken vor große Herausforderungen**

## EZB: Die Zurückhaltende

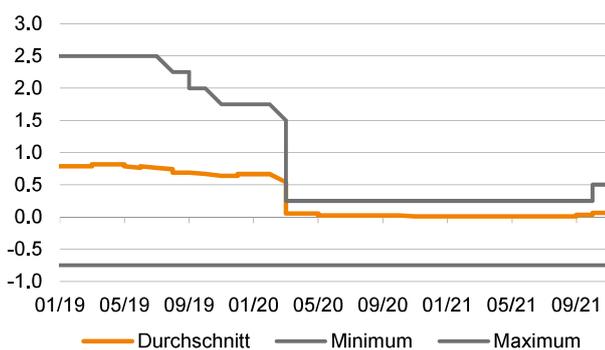
EZB-Chefin Christine Lagarde wird nicht müde zu betonen, dass die aktuellen Inflationsstreiber temporärer Natur sind und es daher die Aufgabe der Zentralbank ist, durch den Inflationsschub hindurchzuschauen. Zuletzt wurde man zwar den Eindruck nicht los, dass der Glaube an dieses Mantra selbst innerhalb der EZB schwindet (und angesichts der aktuellen Inflationsraten und der weiterhin bestehenden Lieferengpässe wäre dies sicherlich nicht verwunderlich). Nicht vollkommen aus den Augen verlieren sollte man jedoch die Tatsache, dass die EZB die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen sehr genau im Blick haben muss. Diese sind zwar bislang „nur“ auf 2% angestiegen und bewegen sich damit in einem durchaus akzeptablen Rahmen. Die EZB wird jedoch verhindern wollen, dass es hier zu einer weiteren, deutlichen Aufwärtsbewegung kommt. Zu „dovish“ darf sich die EZB daher auch nicht präsentieren und muss den aktuellen Preisentwicklungen in ihrer Kommunikation Rechnung tragen.

Mit Blick auf das kommende Jahr unterstellen wir der EZB durchaus den Willen und die Bereitschaft, eine geldpolitische Normalisierung anzugehen. Allerdings wird ihre Aufgabe durch die hohe Abhängigkeit der Staaten von den Anleihekauftprogrammen deutlich erschwert. Ein abruptes Ende der Käufe im Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) ist daher nicht zu erwarten. Vielmehr unterstellen wir, dass die EZB ihre PEPP-Käufe im Verlauf des Frühjahrs und Sommers langsam reduziert (Tapering), bevor sie im Herbst auf das weiterhin bestehende Asset Purchase Programme (APP) zurückgreift. Um auch in Zukunft für den Notfall einer erratischen, also nicht fundamental gerechtfertigten, Spreadausweitung im EWU-Staatsanleihenmarkt gewappnet zu sein, wird die EZB u.E. noch ein weiteres Notfallankaufprogramm (APP 2.0) im Volumen von 500 Mrd. Euro ins Leben rufen. Erste Zinserhöhungen erwarten wir von der EZB dann erst im Jahr 2023.

**Die EZB hält an ihrer Erwartung fest, dass die Inflation 2022 nachlässt und wird keinen abrupten Ausstieg aus ihrer expansiven Politik riskieren**

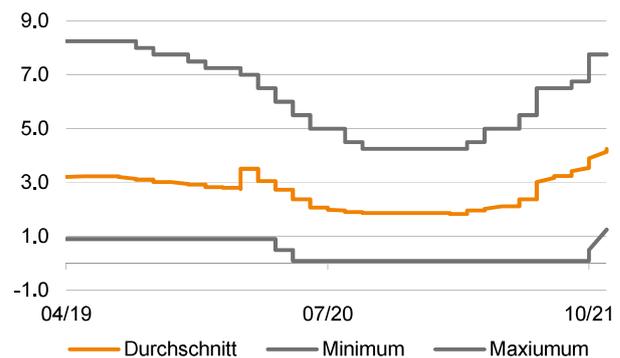
**Stattdessen gehen wir davon aus, dass die EZB sich dem Exit aus der ultra-expansiven Politik nur sehr langsam annähern wird**

**G10: BISHER NOCH VORSICHTIG, ABER ES BAHNT SICH EINIGES AN**  
LEITZINSENTWICKLUNG IM ÜBERBLICK



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

**EM-NOTENBANKEN MIT KLAREN ANSAGEN**  
LEITZINSENTWICKLUNG IM ÜBERBLICK (EX-TÜRKEI)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

## Fed: Siebenmeilenstiefel bleiben im Schrank

Im Gegensatz zur EZB wird die Fed nicht durch eine zu hohe Abhängigkeit der Staatsfinanzierung behindert. Tatsächlich hat die Fed bereits begonnen, ihre Anleihekäufe zurückzufahren und wird ihr Tapering wohl im Sommer 2022 beenden. Mit Blick auf die Fed dreht sich die aktuelle Marktspekulation vorrangig um den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung. Derzeit preist der Markt fast drei Zinsschritte für das kommende Jahr ein. Da wir jedoch davon ausgehen, dass die Inflationsrate auch in den USA deutlich rückläufig sein wird, erwarten wir eine erste Zinserhöhung erst gegen

**Die Fed hat ihr Tapering-Programm bereits angestoßen und wird u.E. nach Ende 2022 den Leitzins anheben**

Ende des kommenden Jahres und damit ein halbes Jahr später als der Markt. Auch bei der Fed gehen wir damit von einer insgesamt vorsichtigen Herangehensweise aus.

### **Die restliche G10**

Am aggressivsten unter den G10-Währungen stechen fraglos die Bank of England, die Reserve Bank of New Zealand und die Norges Bank hervor. Die letzten beiden haben bereits begonnen, ihren Leitzins anzuheben. Ihre britischen Kollegen dürften bald folgen. Auch die Bank of Canada bewegt sich auf den geldpolitischen Exit zu. Sie hat mit ihrem Tapering bereits im vergangenen Herbst begonnen und diesen Prozess im Oktober 2021 abgeschlossen. Eine erste Zinserhöhung steht für das kommende Jahr nun klar auf dem Programm. Die Zentralbanken Japans und der Schweiz bleiben offiziell zwar ihrer sehr expansiven Linie treu, ein Blick hinter die Kulissen zeigt jedoch, dass die Bilanzausweitung in beiden Fällen schon vor geraumer Zeit zum Erliegen gekommen ist. Zu den Nachzüglern unter den G10 gehören sicherlich Australien und Schweden: beide Zentralbanken bleiben auf expansivem Kurs.

**Die Bank of England, die Reserve Bank of New Zealand, die Norges Bank und die Bank of Canada werden im kommenden Jahr die Zinsen (weiter) anheben**

### **Schwellenländer: Zinserhöhungen wohin das Auge reicht**

Im Segment der Schwellenländer ging es zuletzt Schlag auf Schlag. Zentralbanken haben sich mit Zinserhöhungen quasi überboten. Ihr Fokus liegt eindeutig auf der Inflation und hier teilt man offenbar nicht die Meinung der Kollegen aus Frankfurt oder Washington, dass die aktuellen Inflationstreiber temporärer Natur sein werden. Sie müssen sich natürlich auch mit der Tatsache auseinandersetzen, dass das Vertrauen der Märkte bzw. Investoren in ihre Inflationsbekämpfungsfähigkeiten leider nicht so hoch wie unter den G10-Zentralbanken ist. Im kommenden Jahr ist daher damit zu rechnen, dass das Leitzinsniveau in vielen Schwellenländern deutlich weiter steigen wird. Die große Ausnahme bildet die Türkei - hier setzt der Staat weiterhin auf *Leitzinssenkungen* zur Bekämpfung der Inflation. (Einen ausführlicheren Überblick über die globalen geldpolitischen Entwicklungen finden Sie in unserer Studie [„Globale Geldpolitik: Die Wende ist längst vollzogen“](#) vom 11.11.2021)

**Die Zentralbanken der Schwellenländer gehen wesentlich aggressiver vor**

### **Währungen im Jahr 2022**

Eins dürfte klar sein: auch das Jahr 2022 beginnt unter dem Schatten massiver Unsicherheiten. Dies betrifft sowohl den weiteren Verlauf der Pandemie, als auch den Ausblick für das Wachstum, die Inflation und (damit eng verzahnt) die globale Geldpolitik. Für den Devisenmarkt bedeutet dies vor allem, dass die Entwicklung der Wechselkurse weiterhin stark nachrichtengetrieben sein wird.

**Währungsmarkt wird 2022 extrem nachrichtengetrieben bleiben**

### **EUR-USD: Enttäuschung vs. Enttäuschung**

Der EUR-USD-Kurs ist zuletzt stark gefallen und handelte im Tief auf Kursen knapp unter der Marke von 1,13 USD. Vor allem die überraschend hohe US-Inflationsrate (Oktober) und die damit einhergehenden Spekulationen über eine aggressivere Vorgehensweise der Fed hat den USD beflügelt. Der Euro hingegen leidet unter dem aktuellen Corona-Infektionsgeschehen in Teilen der Eurozone. Auf Sicht von drei Monaten dürfte sich an diesen Vorgaben zunächst wenig ändern und wir rechnen nicht damit, dass der Euro sich erholen wird. Auf Sicht von sechs Monaten dürfte sich das Bild jedoch gewandelt haben. Mitte 2022 sollten keine Zweifel mehr bestehen, dass die hohen Inflationsraten aus dem Jahr 2021 der Vergangenheit angehören. Klar wird auch sein, dass die Fed nicht so aggressiv vorgehen wird, wie derzeit angenommen, während die EZB sich inmitten ihres eigenen Tapering-Programms befinden wird. Solche Wachstumsraten aus der Eurozone sollten ebenfalls ihren Bei-

**Von dem aktuellen Rückschlag in die Region um 1,13 USD wird sich EUR-USD in den kommenden Monaten wahrscheinlich nicht erholen können**

**Auf Sicht von 6-12 Monaten erwarten wir jedoch wieder Kurse um 1,18 USD**

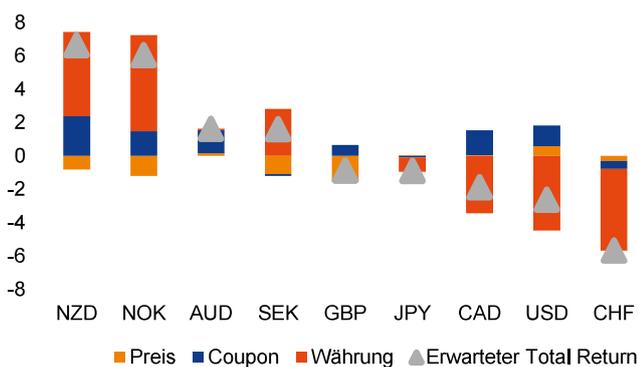
trag dazu leisten, dass der Euro wieder festeren Boden unter die Füße bekommt. Unsere 12-Monats-Prognose von 1,18 USD hat daher weiterhin Bestand.

### Sterling: Bank of England ebenfalls mit Enttäuschungspotenzial

Auch in Großbritannien dreht sich derzeit alles um die Inflation und den geldpolitischen Ausblick. Und der Markt erwartet Großes von der BoE: bis November 2022 sind derzeit ganze vier(!) Zinserhöhungen eingepreist. Auch hier sind die Markterwartungen extrem vom aktuellen Inflationsgeschehen getrieben und auch hier schätzen wir die Erwartungen für eine restriktivere Geldpolitik als massiv übertrieben ein. Wir gestehen der Bank of England im kommenden Jahr eine kleine (15 Basispunkte) und zwei volle Zinserhöhungen zu, womit der Leitzins auf 0,75% steigen würde (Markterwartung: 1,15%). Gegenüber dem Dollar sollte diese Vorgehensweise dem Pfund zwar durchaus weiterhin soliden Boden unter den Füßen verschaffen, eine Rückkehr in die Region über 1,40 USD erachten wir jedoch nicht als gerechtfertigt.

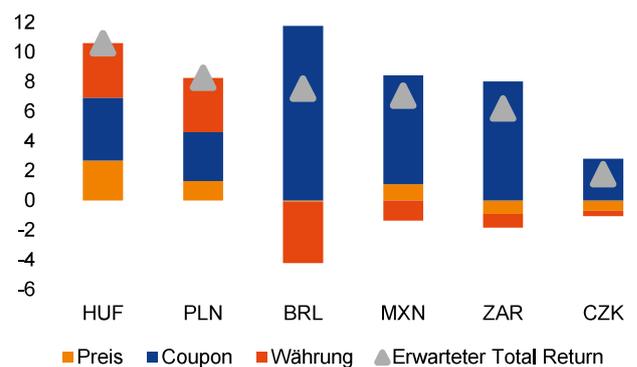
**Die Bank of England dürfte den Leitzins nächstes Jahr drei Mal anheben und dem Pfund damit soliden Boden unter den Füßen bescheren**

**G10-WÄHRUNGEN: NOK UND NZD UNTER DEN VORREITERN**  
RETURN ERWARTUNGEN AUF SICHT VON 12M VS. EURO



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**EM: HUF UND PLN BLEIBEN ATTRAKTIV**  
RETURN ERWARTUNGEN AUF SICHT VON 12M VS. EURO



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

### JPY & CHF: Die sicheren Häfen – die keiner will

Sowohl der Yen als auch der Franken hatten im Jahr 2021 keinen leichten Stand. Die fast durchweg positive Stimmung am Finanzmarkt hat die Nachfrage nach sicheren Häfen über weite Teile des Jahres gedämpft und daran dürfte sich auch im kommenden Jahr wenig ändern. Dennoch erwarten wir recht unterschiedliche Entwicklungen für die beiden Währungen. Während der Yen gegenüber dem Euro in Ermangelung neuer Impulse eher seitwärts tendieren dürfte, erwarten wir eine Abwertung des Franken. Diese dürfte vor allem von der Erkenntnis getrieben sein, dass die SNB (in Gegensatz zu den aktuellen Markterwartungen) keine aktiv restriktivere Politik fahren wird. Wir erwarten daher eine Rückkehr des EUR-CHF-Kurses in Richtung der Marke von 1,10 CHF.

**Während wir für EUR-JPY eine Seitwärtsbewegung erwarten, prognostizieren wir eine erneute Abwertung des Schweizer Franken**

### Der „Rest“ der G10

Wenig überraschend gestehen wir Währungen wie NOK und NZD, deren Zentralbanken sich im kommenden Jahr von ihrer aggressiven Seite zeigen dürften, signifikantes Aufwertungspotenzial zu. Der CAD dürfte sich solide gegenüber dem USD halten können, da wir davon ausgehen, dass die Bank of Canada ebenso wie die Fed Ende des Jahres ihren Leitzins anheben wird. In ruhigen Fahrwassern dürfte sich der AUD aufhalten, der zwar von einem insgesamt positiven Marktumfeld profitieren könnte, gleichzeitig aber durch die sehr vorsichtige Herangehensweise der

**Dem NOK und NZD gestehen wir 2022 Aufwertungspotenzial zu**

RBA zurückgehalten wird. Ähnlich dürfte es der schwedischen Krone ergehen, der wir allerdings etwas mehr zutrauen, da die Riksbank im Verlauf des Jahres etwas mutiger werden dürfte.

### Schwellenländerwährungen

Wie oben bereits beschrieben gehen die Zentralbanken in vielen Schwellenländern derzeit sehr aggressiv vor und werden dies auch im kommenden Jahr tun. Grundsätzlich sollte dies für die Währungen positiv sein, allerdings deuten heimische Sonderfaktoren (gerne politischer Natur) oft in die andere Richtung. In Brasilien steht im kommenden Herbst die Präsidentschaftswahl an, die extrem polarisierend zu werden droht und damit für den Real ein echter Belastungsfaktor (trotz der von uns veranschlagten 350 Basispunkte an weiteren Zinserhöhungen) ist. Im Mexiko muss sich der Peso mit einem Wechsel an der Spitze der Zentralbank und einer wenig marktfreundlichen Regierung auseinandersetzen. In Osteuropa bleiben der Zloty und der Forint attraktiv, während in Tschechien u.E. bereits viele gute Nachrichten eingepreist sind. Der Rubel dürfte sich angesichts einer umsichtig agierenden Zentralbank zwar gut schlagen, ihn wird jedoch fraglos der von uns unterstellte erneute Rückgang der Rohstoffpreise immer wieder belasten. Insgesamt betrachtet wird natürlich auch die Politik der Fed für das Schwellenländersegment wegweisend sein. Eine aggressivere Herangehensweise seitens der Fed hätte fraglos das Potenzial, diese Währungen spürbar zu belasten.

### Risikoszenarien: Inflation und Corona

Unser Ausblick für das Jahr 2022 ist vor allem von zwei Vorgaben bzw. Annahmen geprägt: zum einen gehen wir davon aus, dass die Pandemie im kommenden Jahr zunehmend in den Hintergrund rückt und zum anderen erwarten wir, dass der Inflationsdruck deutlich nachlassen wird. Dies sollte Zentralbanken die Möglichkeit geben, sich langsam in Richtung einer geldpolitischen Normalisierung zu bewegen – ohne damit größere Verwerfungen am Markt auszulösen. Die Hauptrisikoszenarien sind somit wie folgt zu definieren: ein anhaltend hohes Infektionsgeschehen bzw. eine nachhaltig dynamische Inflationsentwicklung. Im schlimmsten Fall könnten sich diese beiden Entwicklungen vermischen und die Welt in ein Stagflationsszenario rutschen, also eine Kombination aus Pandemie-bedingtem niedrigem Wachstum und gleichzeitig hoher, angebotsseitig getriebener Inflation.

Für Zentralbanken würde dies ein fast unlösbares Dilemma darstellen. Hohe Inflationsraten würden streng genommen eine restriktivere Ausrichtung rechtfertigen, die Natur der Inflationstreiber und die wirtschaftlichen Unsicherheiten bzw. Risiken jedoch eine nach wie vor expansive Haltung favorisieren. Wie unterschiedlich Zentralbanken möglicherweise mit diesem Szenario umgehen könnten, zeigt sich bereits am aktuellen Rand. Im Schwellenländersegment hat die Bekämpfung der Inflation (und der Inflationserwartungen) oberste Priorität, die G10-Zentralbanken setzen hingegen insgesamt auf eine vorsichtiger Herangehensweise. Sollte sich der Graben zwischen Wachstum und Inflation im kommenden Jahr tatsächlich weiter auftun, wäre sicherlich damit zu rechnen, dass auch die geldpolitische Divergenz zunimmt. Wie einzelne Währungen in diesem Umfeld reagieren, dürfte dann vor allem von der Glaubwürdigkeit der Strategie der jeweiligen Zentralbank abhängen.

**Die zum Teil aggressiven Zinserhöhungen sollten die Schwellenländerwährungen zwar stützen, lokale politische Risiken sind jedoch nicht von der Hand zu weisen**

**Inflation und Corona stellen fraglos die größten Risiken dar**

**In Kombination könnten sie Zentralbanken vor ein fast unlösbares Dilemma stellen**

## G10 WÄHRUNGEN

### EWU: Der Falke Weidmann geht, das muss für den Euro nicht schlecht sein

Der Euro hatte sich die letzten Monate des Jahres sicherlich anders vorgestellt. Konnte er sich gegenüber dem US-Dollar bis Mitte September noch im Bereich der Marke von 1,18 USD halten, ging es bis Mitte Oktober bis auf Kurse um 1,16 USD bergab. Im November bekam die Abwärtsbewegung neuen Schwung. Getrieben von Corona-bedingten Konjunktursorgen auf der Euro- und unerwartet hohen Inflationsraten auf der Dollar-Seite fiel das Währungspaar erstmals seit Mitte 2020 zeitweise wieder unter die Schwelle von 1,12 USD. Insbesondere vor dem Hintergrund des Jahresbeginns, als sich der Euro noch in Gefilden oberhalb von 1,22 USD bewegte, dürfte seine Bilanz für das Jahr 2021 wenig euphorisch ausfallen.

Trösten kann sich die Gemeinschaftswährung zum einen mit der Kursentwicklung, die ziemlich genau vor einem Jahr zu beobachten war. Damals hatte der Euro bewiesen, dass es für ihn auch schnell bergauf gehen kann. Mehr als fünf Big Figure legte das Währungspaar damals binnen etwa eineinhalb Monaten zu. Zum anderen dürften sich Ansatzpunkte, um Anlauf gen Norden zu nehmen, mittelfristig durchaus finden, darunter vor allem der rückläufige Preisdruck und die spätestens mit höheren Temperaturen im Frühjahr wieder nachlassende Brisanz der Corona-Lage in Europa.

**Euro dürfte mittlerweile froh sein, wenn das Jahr rum ist**

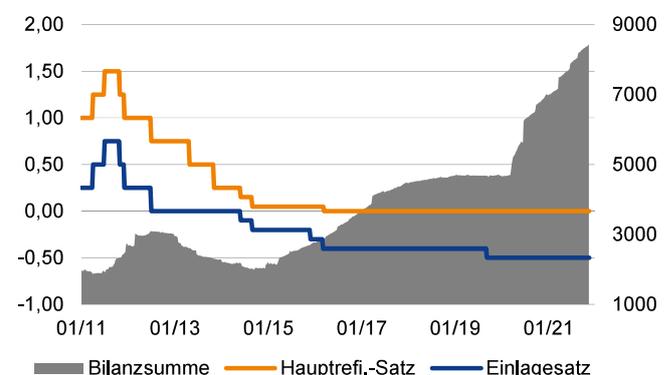
**Es sollten aber auch wieder besser Zeiten kommen**

**EURO IN 2021: STARK ANGEFANGEN, STARK NACHGELASSEN**  
EUR-USD



Quelle: Bloomberg

**EZB-GELDPOLITIK IN DER ÄRA WEIDMANN: AUS ALLEN ROHREN**  
LS: EZB-LEITZINSEN (IN %); RS: BILANZ (IN MRD. EUR); JEW. AB 05/11



Quelle: Bloomberg

Auf einen treuen Weggefährten wird der Euro ab dem kommenden Jahr verzichten müssen. Eher unerwartet ließ Bundesbankpräsident Weidmann wissen, dass er sein Amt Ende des Jahres niederlegen wird. Auf den ersten Blick erscheint die Entscheidung des deutschen Vertreters im EZB-Rat zwar schmerzlich. Weidmann hatte sich stets für eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik eingesetzt und die ultra-expansive Ausrichtung der Notenbank immer wieder öffentlich kritisiert. Bei genauem Hinsehen ist jedoch zu erkennen, dass sich der Einfluss des Bundesbankpräsidenten auf die Entscheidungen des EZB-Rats in sehr engen Grenzen hielt. Derzeit ist noch unklar, wer den Posten übernehmen soll. Durchgesickert ist lediglich, dass sich die Sozialdemokraten um den ehemaligen Finanzminister und designierten Bundeskanzler Scholz das Vorschlagsrecht gesichert haben. Die beste Wahl aus Euro-Sicht wäre wohl eine Person, der es tendenziell gelingt, die stabilitätsorientierte geldpolitische Tradition der Bundesbank mit diplomatischem Geschick zu verbinden.

**Nachfolge an Spitze der Bundesbank gesucht: leise und zielgerichtet, anstatt laut und ohne Einfluss?**

## USA: Dollar unstoppable, zumindest vorerst

Eine anziehende konjunkturelle Dynamik, robuste Arbeitsmarktdaten, eine hohe Inflationsrate und überschaubare Corona-Neuinfektionen – das ist der Stoff aus dem dieser Tage US-Dollar-Träume gemacht werden. Garniert wird diese Mixtur mit passenden Äußerungen vonseiten einiger US-Notenbankvertreter. Laut Protokoll zur November-Sitzung gehen diverse Mitglieder des Entscheidungsgremiums davon aus, dass eine höhere Geschwindigkeit bei der Reduzierung der Anleihekäufe und frühere Leitzinsanhebungen notwendig werden könnten. Zusammengenommen bescherten diese Zutaten dem US-Dollar-Index ein Plus von rund 8% in weniger als sechs Monaten. Keine der G10-Währungen hatte auch nur den Hauch einer Chance, dem US-Dollar seit Ende Mai das Wasser zu reichen. Am besten konnte sich der Schweizer Franken mit einem immer noch stolzen Minus von knapp 4% behaupten. Schlusslicht bildet die Schwedische Krone mit Verlusten von rund 9%.

Der US-Dollar hat gute Chancen, dass die genannten Faktoren in den nächsten Wochen weiter ihre Wirkung entfalten werden. Für eine Fortsetzung der jüngsten Dynamik dürfte das zwar kaum reichen, ist die Luft gerade mit Blick auf die laut US-Geldmarkt eingepreisten Leitzinserhöhungen doch mittlerweile äußerst dünn geworden. Eine übergeordnete Seitwärtsbewegung auf den erreichten Niveaus sollte der Greenback aber als versöhnlichen Abschluss eines teils durchwachsenen Jahres betrachten können.

## Der Greenback ist die Währung der Stunde

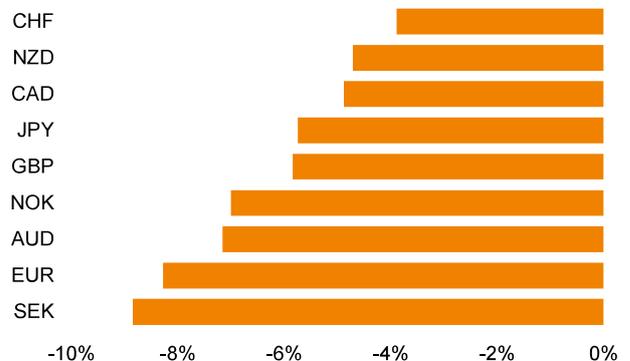
## Mit einer Konsolidierung zum Jahresende hin sollte der US-Dollar gut leben können

US-DOLLAR-INDEX ZULETZT MIT DYNAMISCHEN KURSGEWINNEN  
USD-INDEX



Quelle: Bloomberg

KEINE WÄHRUNG KONNTE MIT DEM USD SEIT ENDE MAI MITHALTEN  
KURSVERÄNDERUNG GGÜ. USD, IN %



Quelle: Bloomberg

Eine Konstante für den Dollar im Jahr 2022 steht bereits so gut wie fest. An der Spitze der US-Notenbank dürfte auch weiterhin Jerome Powell stehen, nachdem dieser vor wenigen Tagen von US-Präsident Biden für eine zweite Amtszeit nominiert wurde. Seine Herausforderin Lael Brainard soll den Posten der Stellvertretenden Vorsitzenden erhalten. Zweifel an der Bestätigung Powells durch den Senat gibt es kaum. Der von US-Präsident Trump eingesetzte Zentralbankchef ist Republikaner und dürfte daher nicht nur Stimmen aus den Reihen der Demokraten erhalten. Mit deutlich mehr Gegenwind rechnen muss Brainard. Mit ihren öffentlichkeitswirksamen Forderungen nach einer strikteren Regulierung der Finanzbranche dürfte sie sich gerade bei marktliberalen Republikanern keine Freunde gemacht haben.

## Jerome Powell bleibt dem Dollar sehr wahrscheinlich auch 2022 erhalten

Für den Dollar wurde die Ernennung Powells marktseitig mehrheitlich als positiv wahrgenommen. Zum einen sei dieser hinsichtlich seiner geldpolitischen Vorlieben verglichen mit Brainard etwas weniger expansiv eingestellt. Zum anderen hätten Än-

## Irgendwann wird der Dollar seine rosarote Brille wieder abnehmen müssen

derungen an der Spitze der US-Notenbank als (moderater) Unsicherheitsfaktor wahrgenommen werden können. Zur Wahrheit gehört außerdem, dass dieser Tage eigentlich alles, was passiert und den Greenback auch nur im Entferntesten tangiert, dollar-stützend interpretiert wird. Zumindest das sollte sich in 2022 mit hoher Wahrscheinlichkeit wieder ändern – eher früher als später.

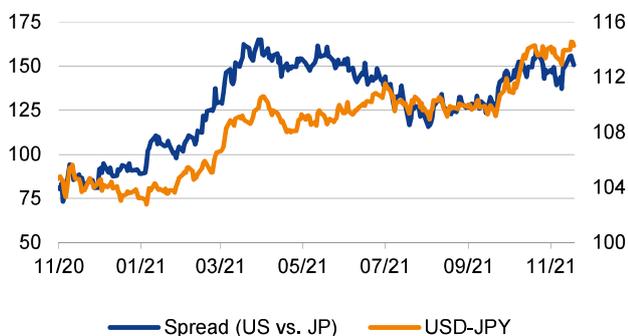
Sören Hettler, ANALYST, +49 (0)69 7447 2259

### Japan: Premier Kishida widerlegt seinen Ruf als Geizhals

Der neue Premierminister Kishida nutzt die ersten Wochen seiner Amtszeit, um seinen Ruf als konservativer, wenn nicht sogar geiziger Fiskalpolitiker eindrücklich zu widerlegen. Sein in der letzten Woche vorgestelltes Fiskalpaket liegt mit dem Gesamtumfang von 78,9 Bio JPY klar über den Markterwartungen. Es enthält direkte Ausgabenpläne im rekordverdächtigen Wert von 55,7 Bio JPY, die auf vier Säulen beruhen: 22,1 Bio JPY zum Ausbau der Kapazitäten in Krankenhäusern, 9,2 Bio JPY zur Weiterentwicklung von Impfstoffen und andere Vorbereitungen auf die nächste Pandemiewelle, 19,8 Bio JPY als direkte Auszahlung an Haushalte und Unternehmen sowie 4,6 Bio JPY für weitere öffentliche Projekte. Zur Finanzierung soll ein Nachtragshaushalt über 31,9 Bio JPY aufgelegt werden, der Rest wird aufs nächste Haushaltsjahr übertragen.

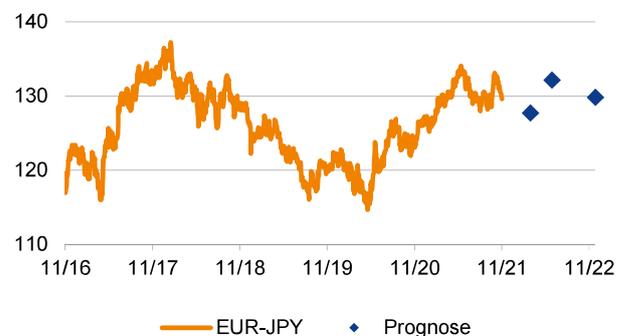
### Neues Ausgabenpaket im Rekordvolumen gegen den globalen Trend

**DIE GLOBALE ZINSDIVERGENZ GIBT DEN TAKT VOR**  
USD-JPY (R.S.) UND SPREAD US VS. JP 10J IN BP (L.S.)



Quelle: Refinitiv

**UNENTSCHEIDEN ZWISCHEN ZWEI ANGESCHLAGENEN GIGANTEN**  
HISTORIE UND PROGNOSE EUR-JPY (L.S.)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Damit stellt sich Japan gegen den globalen Trend, die fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen zur Pandemiebekämpfung zu reduzieren oder ganz auslaufen zu lassen. Dank der Bank von Japan muss die Finanzierungsfrage nicht gestellt werden, obwohl Japans Schuldenstand schon lange vor der Pandemiebekämpfung ausgesprochen angespannt war. Diese Abhängigkeit von der (inoffiziellen) monetären Staatsfinanzierung dürfte die Notenbank auch längerfristig von einem breit angelegten geldpolitischen Exit abhalten, wie er in anderen Ländern diskutiert wird. Zwar konnte die BoJ ihren Expansionsgrad zuletzt deutlich zurücknehmen, aber eine aktive Bilanzverkürzung über den Verkauf von JGBs dürfte auf absehbare Zeit undenkbar bleiben. Damit sind wir beim Schlüssel der Yen-Entwicklung: der geldpolitischen Divergenz. Solange der US-Dollar sich im Glanze der US-Zinsspekulationen sonnt, kann ihm der Yen nichts entgegenhalten; nicht einmal seinen Trumpf als Safe-Haven-Währung kann er gegen den übermächtigen Dollar ausspielen. Gegenüber

### Chancengleichheit in EUR und JPY

dem aktuell ähnlich kraftlosen chancenlosen Euro sieht es dagegen schon wieder besser aus – oder vielleicht sollten wir sagen ähnlich schlecht. Diese Chancengleichheit dürfte perspektivisch dafür sorgen, dass sich das Kursgeschehen in EUR-JPY weiterhin in einer engen Range abspielt.

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

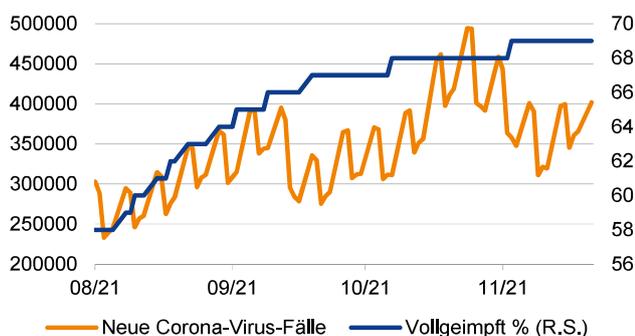
## UK: MPC auf dem Drahtseil – mit dem Pfund im Schlepptau

Die Coronavirus-Pandemie hat Großbritannien weiter im Griff. Wenn auch die Zahl der Neuinfektionen pro Woche seit ihrem Höchstwert im Oktober (knapp 500.000) auf nunmehr 402.000 gefallen ist, so ist doch klar, dass sich die Pandemie nahezu ungehemmt ausbreitet. Zudem schwindet allmählich der Vorsprung, den das Land als „first mover“ mit den frühen Erfolgen seiner Impfkampagne genoss. Angesichts der nachlassenden Wirksamkeit der Impfungen werden Millionen Briten noch in diesem Winter Booster-Impfungen benötigen. Den Erfolg dieser Kampagne vorausgesetzt, kann das Land unter Umständen auf weitere Lockdowns und sonstige Restriktionen verzichten – sei es, weil die meisten potenziellen Virenträger entweder bereits genesen sind (das gilt für über 8,25 Millionen Menschen) oder weil sie geimpft sind. Kurzum, die epidemiologischen Aussichten für 2022 sind in Großbritannien nicht wesentlich schlechter als in anderen G7-Ländern. Dennoch bestehen nach wie vor Unwägbarkeiten, die die geldpolitische Entscheidungsfindung erschweren.

**Coronavirus immer noch nicht völlig unter Kontrolle – das erschwert geldpolitische Entscheidungsfindung**

### CORONAVIRUS TROTZ HOHER IMPFQUOTE NOCH NICHT UNTER KONTROLLE

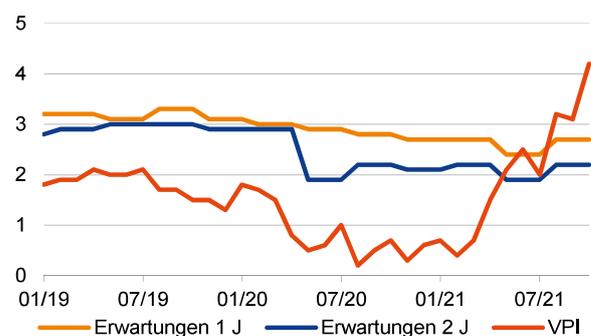
L.S.: NEUE FÄLLE PRO WOCHE; R.S.: % DER BEVÖLKERUNG, DER VOLLSTÄNDIG GEIMPT IST



Quelle: Bloomberg

### INFLATIONSERWARTUNGEN LAGEN FRÜHER IM ALLGEMEINEN DEUTLICH ÜBER AKTUELLEM VPI

INFLATIONSERWARTUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN EIN UND ZWEI JAHRE; VPI IN %



Quelle: Bloomberg

Was die Konjunktur betrifft, so soll ein überraschend solides Jahr 2021 (geschätzte Wachstumsrate von 6,7% J/J) den DZ-BANK-Prognosen zufolge einer – immer noch über dem Trend liegenden – Zuwachsrate von 4,2% (J/J) weichen. Mit dem Aufschwung ist auch die Arbeitslosenrate zurückgegangen und lag im September – gegenüber dem Zweijahreshoch von 5,2% im Dezember 2020 – bei 4,3%. Den niedrigsten Stand in zwei Jahrzehnten erreichte die Arbeitslosenrate bei 3,8% im März 2019. Mit Herbstbeginn endete allerdings die staatliche Kurzarbeitsregelung, was eine Einschätzung der realen Lage am Arbeitsmarkt momentan erschwert. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung hat auch die Inflation zugelegt. So kletterte der VPI im Oktober auf 4,2% (J/J) und liegt damit weit über dem Zielwert der BoE (2% J/J). Das liegt zum Teil am steilen Anstieg der Energiepreise, der sich bis ins neue Jahr hinein

**Robuste Wirtschaftsleistung für 2022 prognostiziert, doch VPI bleibt über 2%-Zielwert**

in den Stromrechnungen der Haushalte niederschlagen wird. Aber auch Lieferengpässe tragen zur aktuellen Inflationsentwicklung bei. Wir prognostizieren einen VPI der klar über dem Zielwert der BoE in 2022 und 2023 liegt. Angesichts solcher Zahlen muss die BoE handeln, um die Teuerung einzudämmen.

Das Monetary Policy Committee (MPC) steht in den nächsten zwölf Monaten vor zahlreichen Herausforderungen. Im Kern muss das MPC die Faktoren Pandemie, Wirtschaftswachstum, Inflation und Arbeitsmarkt abwägen und auf dieser Basis eine Geldpolitik fahren, die die Inflationsrate binnen zwei Jahren wieder auf den Zielwert drückt. Für die Bank ist es wichtig, dass die Inflationserwartungen nicht wesentlich über ihr normales Niveau der letzten paar Jahre steigen. Das ist bislang der Fall. Nach Einschätzung der BoE ist der aktuelle Anstieg der Inflationsrate vorübergehender Art bzw. durch Lieferengpässe bedingt. Die Tatsache, dass die Geldpolitik an Letzterem kaum etwas ändern kann, lag der MPC-Entscheidung bei ihrer November-Sitzung zugrunde, es bei den gegenwärtigen Zinsniveaus zu belassen. Im Hinblick auf die MPC-Sitzung Anfang Februar wird indes mit einer kleinen Leitzinserhöhung von 0,10% auf 0,25% gerechnet. Im zweiten bzw. dritten Quartal sollen dann zwei weitere Zinserhöhungen um 25 Basispunkte folgen.

Eine stärker anti-inflationäre Haltung des MPC – ebenso wie der erwartete Verlauf der Pandemie – würden aus hiesiger Sicht dem Pfund Sterling zugutekommen. Hinzu kommt, dass der Greenback bereits zahlreiche gute Nachrichten eingepreist hat. Auf Sicht von sechs Monaten könnte GBP/USD durchaus ein Niveau von 1,40 USD erreichen, während EUR/GBP überwiegend bei 0,83 bis 0,84 GBP verharren dürfte.

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

**MPC steht vor schwieriger Aufgabe; erste Zinserhöhung im Februar 2022 erwartet**

**GBP dürfte sich ggü. EUR behaupten und ggü. USD an Boden gewinnen**

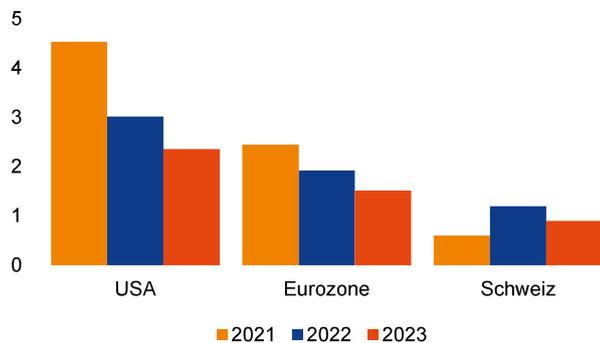
### Schweiz: Franken segelt im perfekten Sturm

Aktuell segelt der Schweizer Franken im perfekten Sturm. Die Flucht in den sicheren Hafen vor der globalen Inflationspanik, Spekulationen auf eine SNB-Zinswende und dazu noch eine gegenüber der Franken-Entwicklung überraschend tolerante Notenbank ... das sind die Zutaten, aus denen die Alpenwährung ihre Kraft zieht. Da zudem auch noch der Euro insgesamt zur Schwäche neigt, dürfen uns die aktuellen EUR-CHF-Notierungen unterhalb der Marke von 1,05 CHF wohl nicht mehr wundern, obwohl die meisten Marktbeobachter (uns eingeschlossen) diese Schwelle eigentlich als Schmerzgrenze der SNB betrachtet hatten. Wir halten den Franken fundamental (auf Basis der Kaufkraftparität) *eigentlich* weiterhin für überbewertet, auch kann die Notenbank *eigentlich* kein Interesse an einer ungebremsen weiteren Aufwertung haben kann und *eigentlich* sollten sich auch die Zinsspekulationen in Kürze wieder auflösen. Dennoch macht es zum gegenwärtigen Zeitpunkt (*ganz uneigentlich*) wenig Sinn, in das fallende EUR-CHF-Messer zu greifen.

**Noch zu früh, um ins fallende EUR-CHF-Messer zu greifen**

### INFLATION? FÜR DIE SCHWEIZ DOCH KEIN PROBLEM

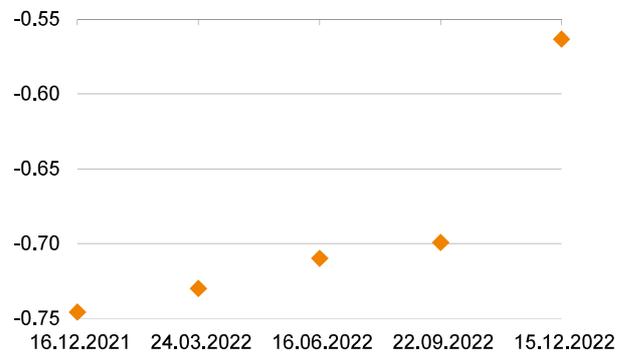
CPI (J/J, IN %)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

### SPEKULATIONEN AUF SNB-ZINSWENDE DEPLATZIERT

VOM MARKT EINGEPREISTER LEITZINS ZU SNB-TERMINEN, IN %



Quelle: Refinitiv

Mit Blick auf das kommende Jahr werden die Karten aber neu gemischt. Das DZ BANK Research geht in seinem übergeordneten Bild davon aus, dass sich der globale Preisdruck mittelfristig wieder legen wird, wodurch auch die erhöhte Risikoaversion als Franken-Impuls verschwinden dürfte. Zudem sollte sich schon bald zeigen, dass auch die Schweizer Wirtschaft nicht ungeschoren durch die aktuelle Krise kommt. Die Probleme mit den internationalen Lieferketten dämpfen die Industrieaktivitäten bereits jetzt; sowohl steigende Einkaufspreise als auch längere Lieferfristen sind bekannte Herausforderungen. Zudem gelingt eine Überwälzung der höheren Kosten auf die Käufer nicht, so dass die Schweizer Wirtschaft insgesamt auf eine zusätzliche Bürde in Form einer zu festen Währung sicher gerne verzichten kann. In diesem Zusammenhang spielt die kommende Sitzung am 16. Dezember eine wichtige Rolle. Sollte sich die Notenbank weder gegen den aktuellen EUR-CHF-Trend positionieren noch ein Machtwort in Sachen verfrühter Leitzinsspekulationen sprechen, käme dies einer Wende in ihrer jahrelangen ultra-expansiven Politik gleich. Wir hoffen, dass die SNB einen solchen Kontrollverlust vermeiden wird.

**Die Karten werden 2022 neu gemischt**

**Dezember-Sitzung der SNB mit zentraler Weichenstellung**

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

### Australien, Neuseeland & Kanada: Inflation und Geldpolitik im Vordergrund

Zwar war es Australien und Neuseeland gelungen, das Coronavirus bis August in Schach zu halten. Doch dann kam es bis in den November hinein in beiden Ländern zu Ausbrüchen infolge der Delta-Variante. Zeitgleich fanden aber auch gezielte Impfkampagnen statt, die den Anteil der doppelt geimpften Einwohner – zuvor einer der niedrigsten unter den Industrieländern – auf knapp über 70% katapultierten. In Kombination mit weiteren Maßnahmen konnten so die Fallzahlen gesenkt werden. Insofern steht das kommende Jahr unter guten Vorzeichen, aber für eine Entwarnung ist es noch zu früh.

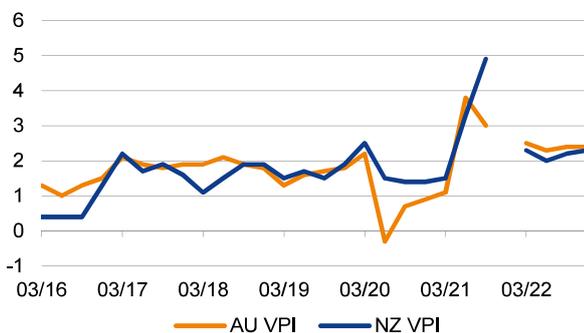
**Covid-19 in Australien und Neuseeland unter Kontrolle**

Der wirtschaftliche Aufschwung in Neuseeland setzt sich voraussichtlich 2022 fort. Nach Prognosen der DZ BANK wird sich das Wachstum 2022 zwar auf 3,3% (J/J) verlangsamen, nachdem die Wirtschaftsleistung 2021 um 5,4% (J/J) zugelegt hatte, aber auch damit liegt Neuseeland immer noch über dem Durchschnitt. Nach Einschätzung der RBNZ sind Kapazitätsengpässe der Grund für den Aufwärtsdruck auf die Preise. Bei 3,4% (Q3 2021) nähert sich die Arbeitslosenrate dem niedrigsten

**Solide Rahmendaten in Neuseeland, aber Inflation bereitet Sorge: RBNZ strafft die Zinszügel**

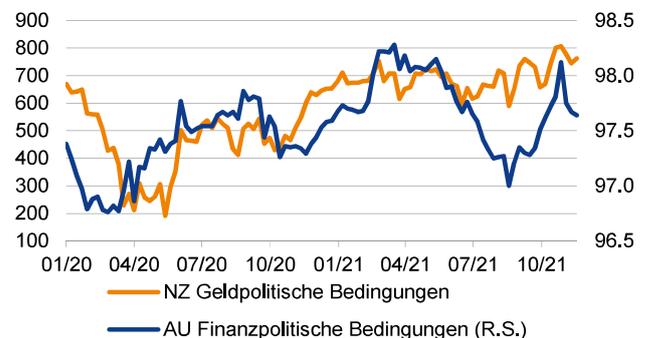
Stand der letzten zwanzig Jahre. Auch dies legt nahe, dass die RBNZ die Inflationsentwicklung nicht aus den Augen lassen darf, selbst wenn die aktuell extremen VPI-Werte im Frühjahr 2022 sinken werden. Eine weitere geldpolitische Straffung ist geboten. Auf Sicht von zwölf Monaten wird die RBNZ den Leitzins voraussichtlich von aktuell 0,5% auf 1,75% anheben, wobei mit dem nächsten Zinsschritt von 25 Bp. in den nächsten drei Monaten zu rechnen ist. Im Vergleich zum Geldmarkt (2,37% auf Jahressicht) sind unsere Prognosen in dieser Hinsicht weniger aggressiv. Das liegt vor allem an unseren niedrigeren Inflationsprognosen für 2022 und 2023: 2,2% bzw. 1,8% (J/J) ggü. den Konsensprognosen von 2,7% bzw. 2,2% (J/J).

**VPI IN AUSTRALIEN & NZ DEUTLICH ÜBER ZIELWERT**  
VERBRAUCHERPREISINDIZES (J/J) IN %; DZ-BANK-PROGNOSEN FÜR 2022



Quelle: Bloomberg

**GELDPOLITISCHES UMFELD IN NZ NOCH(!) LOCKERER ALS IN AU**  
L.S. NZ GELDPOLITISCHE BEDINGUNGEN; R.S. GOLDMAN SACHS FINANZPOLITISCHE BEDINGUNGEN



Quelle: Bloomberg

Solides Wirtschaftswachstum, die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik sowie die erfolgreiche Eindämmung der Pandemie dürften den Kiwi-Dollar bis ins nächste Jahr hinein sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Greenback stützen. Auf Sicht von zwölf Monaten erwarten wir einen Rückgang von EUR/NZD auf NZD 1,53, während NZD/USD auf USD 0,77 klettern könnte

**Wirtschaftliche und geldpolitische Perspektiven stützen NZD**

Auf der anderen Seite der Tasmanischen See, in Australien, ist die Situation ähnlich: anhaltende wirtschaftliche Erholung, sinkende Arbeitslosenzahlen, Inflation über dem Zielwert und Erfolg beim Kampf gegen die Pandemie.

**Auch Australiens Wirtschaft in guter Verfassung**

Was die Straffung der Geldpolitik angeht, hat es die Reserve Bank of Australia (RBA) jedoch nicht eilig. So soll das aktuelle QE-Programm mit Anleihekäufen von AUD 4 Mrd. pro Woche mindestens bis Februar 2022 fortgesetzt werden. Nach den Worten von Governor Philip Lowe will die Zentralbank die äußerst akkommodative Geldpolitik vorerst beibehalten, um Vollbeschäftigung sowie eine Inflationsrate entsprechend dem Zielwert zu erreichen. Zwar läge die unbereinigte Inflationsrate über dem Zielwert, doch sei die Kerninflationsrate niedrig (Q3: Verbraucherpreisanstieg 3,0% J/J bei einer getrimmten Durchschnittsrate von nur 2,1% J/J). Im Hinblick auf das Timing der ersten Zinsanhebung verlautete von der RBA, man werde damit warten, bis die Teuerungsrate wieder auf Dauer innerhalb des Zielkorridors von 2-3% (J/J) angekommen sei. Dazu sei ein höheres Lohnwachstum erforderlich. Es scheint, als werde die RBA in den kommenden sechs Monaten nicht an der Zinsschraube drehen und auch dann nur ganz allmählich.

**RBA hat es mit der Zinsstraffung jedoch weniger eilig**

Der australische Dollar dürfte sich vor diesem Hintergrund über den Jahreswechsel gegenüber dem Euro festigen. Nach unserer Einschätzung wird die RBA sich 2022

**Aussie-Dollar mit gemischten Aussichten ggü. EUR und USD**

nicht wesentlich hawkischer als die EZB verhalten. Insofern prognostizieren wir ein Niveau von AUD 1,55 auf Jahressicht, also kaum eine Veränderung gegenüber dem aktuellen Niveau. Der US-Dollar hat bereits eine Vielzahl positiver Faktoren eingepreist und könnte daher bei einem auch nur relativ leichten Stimmungsumschwung an Boden verlieren. AUD/USD könnte die Verluste von 2021 dann zum Teil wieder wettmachen und sich in Richtung USD 0,76 bewegen.

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

### Kanada: CAD profitiert von soliden Rahmendaten wohl auch über den Jahreswechsel hinaus

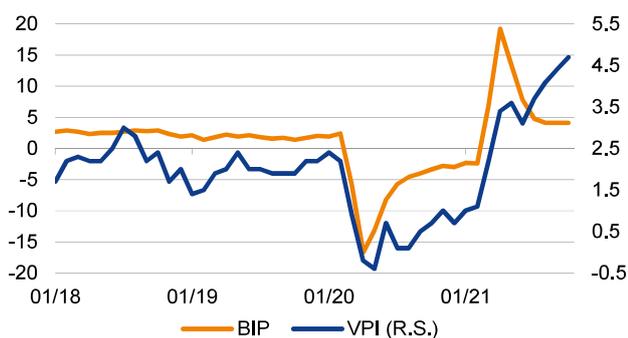
Kanada führt die G7 an, was die Impfquote betrifft: Über 75% der kanadischen Bevölkerung sind vollständig geimpft – auf der anderen Seite der Grenze, in den USA, sind es nur rund 60%. Die Daten der letzten Wochen deuten zudem darauf hin, dass die durch die Delta-Variante bedingte Corona-Welle des Sommers im Herbst eingedämmt werden konnte. Wie für die meisten Länder gilt auch für Kanada: Perspektivisch muss man lernen, mit dem Virus zu leben – eine „Zero Covid“-Strategie ist mit zu vielen Restriktionen verbunden, um langfristig erfolgreich zu sein.

Die Parlamentswahlen im September 2021 haben die politische Landschaft nicht wesentlich verändert. Es bleibt abzuwarten, ob Trudeau und seine Liberale Partei sich der Unterstützung durch die New Democratic Party, eine Partei links der Mitte, versichern können. Damit hätten sie jedenfalls eine reale Chance, auch als Minderheitsregierung ihr Wahlprogramm umzusetzen. Bis auf Weiteres ist aber wohl nicht mit einer deutlich großzügigeren Haushaltspolitik zu rechnen.

### Kanada im Kampf gegen Covid-19 gut aufgestellt: 75% der Bevölkerung geimpft

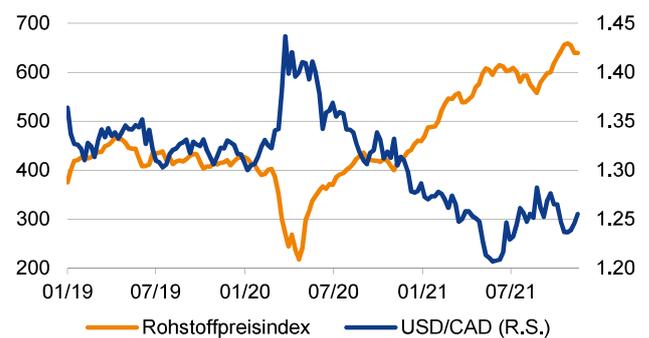
### Wahlen im September: erneut Minderheitsregierung der Liberalen

KANADAS WIRTSCHAFT IN 2021 AUF GUTEM WEG, DOCH INFLATION LIEGT WEIT ÜBER DEM 2%-ZIEL DER BANK OF CANADA  
REALES BIP (Q/Q, SB. ANN.) UND VPI (J/J), BEIDE IN PERZENT



Quelle: Bloomberg

STEIGENDE ROHSTOFFPREISE IN ZWEITER JAHRESHÄLFTE 2021 FÜR USD GÜNSTIGER ALS FÜR CAD  
BOC-ROHSTOFFPREISINDEX IN PUNKTEN



Quelle: Bloomberg

Nach einer insgesamt guten Leistung im laufenden Jahr mit einer – nach DZ BANK Schätzungen – Wachstumsrate von 5,2% p.a., sind die Aussichten für 2022 mit 4,7% (J/J) etwas weniger robust, liegen aber immer noch über dem Langfristtrend und der Konsensprognose von 4%. Wie in vielen anderen großen Volkswirtschaften ist auch in Kanada die Inflationsrate in den letzten zwölf Monaten deutlich gestiegen. Nach Einschätzung der Bank of Canada, die wir teilen, liegt das vor allem an der Energiepreisentwicklung sowie Lieferengpässen. Zwar dürfte die Wirkung dieser Faktoren auf die Inflationsentwicklung 2022 zurückgehen, doch könnte das länger dauern, als

### Kanadische Wirtschaft dürfte 2022 abermals solide abschneiden

### Inflation macht jedoch Sorge

man noch im Sommer erwartet hatte. Entsprechend wird sich die Inflationsrate wohl nicht so bald dem Zielwert der Bank wieder annähern. Für 2022 insgesamt prognostiziert DZ BANK eine jährliche Inflationsrate von 2,8%, wobei das Inflationsziel von 2% erst im letzten Quartal des Jahres erreicht wird.

Bei ihrer Sitzung im Oktober 2021 verabschiedete sich die kanadische Notenbank von der quantitativen Lockerung (QE) und damit vom Kauf weiterer Staatsanleihen. Mit einem monatlichen Volumen von CAD 4 bis 5 Mrd. werden Reinvestitionen indes anhalten und zwischen Primär- und Sekundärmarkt aufgeteilt. Auf den Primärmarkt entfällt dabei ein etwas höherer Anteil von rund CAD 2,5 bis 3,5 Mrd. pro Monat. Die Reinvestitionen sollen mindestens so lange anhalten, bis die BoC den Leitzins anhebt. Bei ihrer geldpolitischen Sitzung im Oktober unterstrich die BoC ihre Erwartung, dass die freien Kapazitäten in die Wirtschaft wohl Mitte 2022 ausgelastet sein werden. Das würde dann die Tür für eine Zinserhöhung öffnen. Auf Basis unserer Wirtschaftsprognosen halten wir eine Zinserhöhung von 0,25 bis 0,50% Mitte des Jahres für wahrscheinlich. Mit einem weiteren Zinsschritt gleichen Umfangs, der das Zinsniveau auf 0,75% heben würde, ist im letzten Quartal zu rechnen. Das wäre allerdings immer noch sehr viel niedriger als das durchschnittliche Leitzinsniveau der letzten beiden Jahrzehnte (1,75%), ganz zu schweigen von der Rate, die die Taylor-Regel impliziert (aktuell 7,45%!).

Was die weitere Entwicklung des kanadischen Dollar betrifft, so dürfte USD/CAD 2022 um die Marke CAD 1,25 weitgehend seitwärts tendieren. Sowohl Fed als auch BoC steigen allmählich aus der extrem lockeren Geldpolitik aus. Es ist jedoch bezeichnend, dass der kanadische Dollar in den vergangenen sechs Monaten nicht im gleichen Maße von den höheren Rohstoffpreisen profitiert hat wie im Zeitraum Frühjahr 2020 bis Sommer 2021. Der Euro hat die negativen Nachrichten bereits größtenteils eingepreist. Daher dürfte sich der EUR/CAD-Wechselkurs von den Verlusten dieses Jahres zumindest teilweise erholen und sich im Jahresverlauf auf CAD 1,4750 festigen.

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

## Skandinavien: Regierungschao in Schweden

Das schwedische Parlament hat am 24. November die derzeitige Finanzministerin Magdalena Andersson zur Ministerpräsidentin des Landes gewählt. Acht Stunden später muss Andersson wieder zurücktreten, da der Haushalt ihrer rot-grünen Minderheitsregierung keine Zustimmung im Parlament findet. Die Grünen kündigen daraufhin das Regierungsbündnis auf. Der Parlamentspräsident wird in den kommenden Tagen entscheiden, ob er Andersson noch einmal den Auftrag zur Bildung einer Regierung geben wird. Alternativ könnte er auch den Vorsitzenden der Konservativen, Ulf Kristersson, mit der Bildung einer Regierung beauftragen. Bei ansonsten anstehenden Neuwahlen sähe es für Rot-Grün nicht allzu rosig aus. Die Sozialdemokraten haben derzeit mit schlechten Umfrageergebnissen zu kämpfen, die Grünen könnten sogar an der Vierprozent-Hürde scheitern.

Nicht nur politisch, sondern auch wirtschaftlich sieht es in Schweden derzeit schwierig aus. Schwedens Wirtschaftswachstum ist im dritten Quartal mit 1,8% (Q/Q) überraschend stark ausgefallen. Der Ausblick für die Konjunktur bleibt angesichts der hohen Imprate und dem Wegfall sämtlicher Beschränkungen freundlich. Allerdings muss auch Schweden in der Corona-Politik wieder gegensteuern und führt ab 1. De-

**QE geht in Reinvestitionsphase über, Zinserhöhung voraussichtlich zur Jahresmitte**

**CAD dürfte gegenüber USD seitwärts tendieren, aber gegenüber dem EUR an Boden verlieren**

**Die neue Regierungschefin Magdalena Andersson kann ihren Haushalt nicht verabschieden, verliert daraufhin ihren Koalitionspartner und tritt kurz nach ihrer Ernennung wieder zurück**

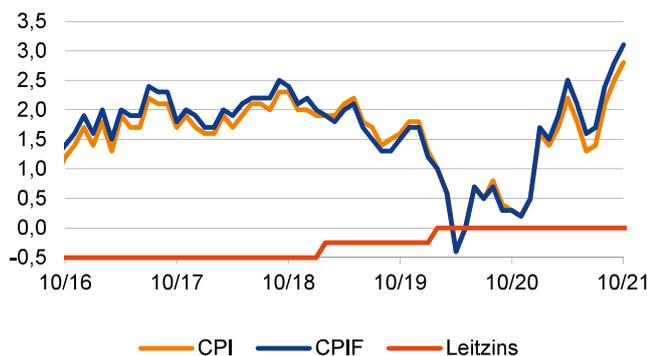
**Schweden muss in der Corona-Politik wieder zurückrudern**

zember Impfpasskontrollen und Besuchsbeschränkungen ein. Schwedens Wirtschaft hat mit anhaltenden Lieferkettenengpässen in der Industrie und steigenden Energiepreisen zu kämpfen. Die Arbeitslosenquote ist im Oktober auf 7,4 % gesunken und entspricht damit wieder dem Durchschnitt unmittelbar vor dem Ausbruch der Pandemie. Der im Fokus der Notenbank stehende Preisindex CPIF ist im Oktober mit 3,1% (J/J) auf den höchsten Stand seit 13 Jahren gestiegen.

Nach der geldpolitischen Sitzung hat das Direktorium der Riksbank am 25. November bekannt gegeben, den Reposatz unverändert bei null Prozent zu belassen und man ist weiterhin der Einschätzung, dass der Leitzins in den kommenden drei Jahren auf diesem Niveau bleiben wird. Im kommenden Jahr sollen die Anleihebestände weitgehend unverändert bleiben. Der scharfe Anstieg der Corona-Infektionen in Europa hat dazu geführt, dass sich Anleger wieder in die sicheren Häfen flüchten. Für die Krone hatte dies das Ende der gut zwei Monate andauernden Aufwertungsphase zur Folge. Seit Anfang November hat Schwedens Währung knapp 3% zum Euro abgewertet. Da wir damit rechnen, dass der Euro sich insgesamt stabil präsentieren wird und die gute Konjunktorentwicklung intakt bleibt, dürfte die Krone wieder leichten Aufwind erfahren.

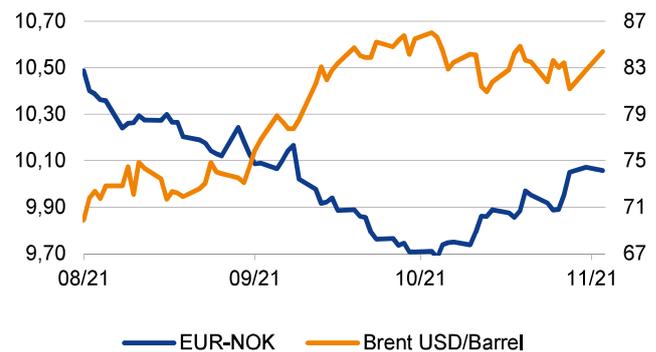
**Riksbank ist noch weit davon entfernt die geldpolitische Wende einzuleiten**

**SCHWEDEN: INFLATION AUF DREIZEHN-JAHRESHOCH**  
CPI, CPIF J/J IN PROZENT; LEITZINS IN PROZENT



Quelle: Refinitiv

**ROHÖLPREIS: DER DOMINIERENDE FAKTOR FÜR NOK**  
LS: EUR-NOK; RS: BRENT USD/BARREL



Quelle: Refinitiv

Die Parlamentswahlen im September 2021 beendeten die achtjährige Regierungszeit der Mitte-Rechts-Koalition in Norwegen. Jonas Gahr Støre von der Arbeiterpartei wurde Anfang Oktober Ministerpräsident, allerdings als Vorsitzender einer Minderheitsregierung mit der Zentrums- und Sozialistischen Linken, da die Koalitionsgespräche mit der sozialistischen Linken gescheitert waren. Neben der wirtschaftlichen Erholung wird sich die neue Regierung mit dem Klimawandel und einem beschleunigten Zeitplan zur Verringerung der Abhängigkeit vom Erdöl beschäftigen.

**Neue Minderheitsregierung unter Führung der Arbeiterpartei im Amt**

Die Covid-Pandemie hat in Norwegen zu einem weniger ausgeprägten Wirtschaftsabschwung und geringeren Verlusten in der Kreditwirtschaft geführt als bislang befürchtet. Der Abbau der Corona-Beschränkungen hat die Situation in der norwegischen Wirtschaft verbessert und die pandemiebedingte Unsicherheit ist zurückgegangen. Das Wiederaufflammen der Pandemie könnte jedoch den Wirtschaftsaufschwung dämpfen. Sorge bereitet den Währungshüter die hohe Verschuldung der privaten Haushalte, die das Finanzsystem beeinträchtigen könnten. 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 Olesen als höchstwahrscheinlich. Nach dem fulminanten Anstieg

**Norges Bank hat die Leitzinswende eingeleitet – eine weitere Anhebung um 25 Basispunkte dürfte im Dezember folgen**

der Rohölpreise im laufenden Jahr dürften die Notierungen im kommenden Jahr wieder moderat nachgeben. Mit erwarteten 68 USD/Barrel auf Sicht von zwölf Monaten sollten 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 140 Basispunkte und sollte ebenfalls weiter zulegen. Für die norwegische Währung dürfte das grundsätzlich positive Umfeld bestehen bleiben.

**Der Leitzinsanhebungszyklus  
spricht für Norwegens Krone**

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

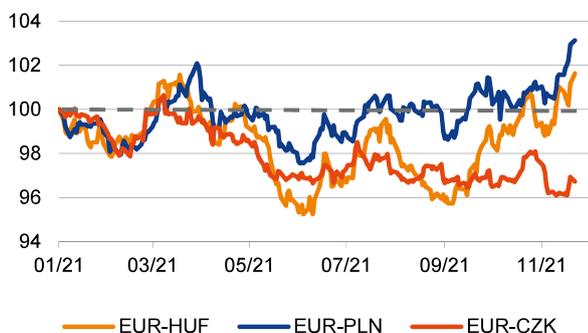
## SCHWELLENLÄNDER

### Osteuropa: Notenbanken stehen weiterhin im Mittelpunkt

Das Jahr 2021 neigt sich dem Ende zu, Zeit auch für die CE3-Währungen Bilanz zu ziehen. Und diese dürfte höchst unterschiedlich ausfallen, kann doch lediglich die tschechische Krone mit ihrer Entwicklung in den vergangenen knapp zwölf Monaten zufrieden sein. Dem polnischen Zloty und dem ungarischen Forint dürfte das 2. Corona-Jahr hingegen in unguter Erinnerung bleiben. Dass sich die CE3-Währungen unter den gleichen globalen Rahmenbedingungen unterschiedlich geschlagen haben, ist maßgeblich nationalen Faktoren und hierbei allen voran der dortigen Geldpolitik geschuldet.

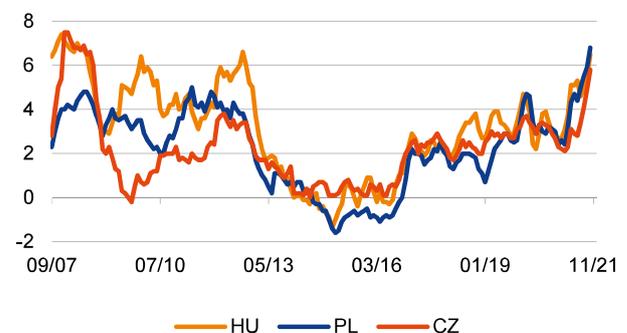
**CE3-Währungen sind 2021 mit den herausfordernden globalen Vorgaben unterschiedlich zurechtgekommen**

**ZLOTY UND FORINT HABEN 2021 ENTtäUSCHT; KRONE HAT SICH HINGEGEN WACKER GESCHLAGEN**  
INDEXIERT, 01.01.2021 = 100



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

**CE3-STAAATEN: INFLATIONSRISEN RUFEN NOTENBANKEN AUF DEN PLAN**  
ALLE CPI-WERTE (GESAMTRATE) IN %, J/J



Quelle: Bloomberg

Während die tschechische Notenbank unter den Vorzeichen einer sich abzeichnenden konjunkturellen Belebung verlässlich und frühzeitig mit der Bekämpfung der Inflationsrisiken (sprich: Leitzinsanhebungen) begonnen hat, verringerten ihre ungarischen Amtskollegen ausgerechnet den Umfang ihrer Leitzinsanhebungen, als die Inflation weiter immer weiter angestiegen ist. Wenngleich die Zentralbank ihren zurückhaltenderen geldpolitischen Kurs zwischenzeitlich wieder korrigiert hat, so ist beim Forint dennoch eine gewisse Unsicherheit auch mit Blick auf die noch zu erwartenden Leitzinsanhebungen zurückgeblieben. Hochgradig geldpolitisch verunsichert blickt jedoch besonders der Zloty in das nächste Jahr. Denn nicht nur, dass seine Währungshüter als letzte im CE3-Universum begonnen haben, die Leitzinsen anzuheben. Vielmehr ist eine vorausschauende Geldpolitik, die der Zloty so dringend benötigen würde, in Polen derzeit Fehlanzeige, verzichtet die dortige Zentralbank nach Angaben ihres Vorsitzenden Glapinski doch bewusst auf eine sog. „Forward Guidance“. Und als ob dies unter den belastenden globalen Vorzeichen nicht schon genug Ballast für den risikosensitiven Zloty gewesen wäre, eskalierte in den vergangenen Monaten auch noch der seit Jahren währende politische Konflikt zwischen Brüssel und Warschau unerwartet deutlich.

**Geldpolitik als Zünglein an der FX-Waage**

In den noch verbleibenden Wochen des Jahres dürfte der CE3-Fokus weiterhin auf die dortigen Notenbanken gerichtet sein. Unserer Ansicht nach sollten alle drei die geldpolitischen Zügel im Dezember weiter straffen. Ob sie ihren Währungen damit unter die Arme greifen können, dürfte maßgeblich vom geldpolitischen Ausblick abhängen. Diesbezüglich sollten die tschechische Krone und der ungarische Forint einen guten Stand haben, gehen wir doch davon aus, dass beide Zentralbanken für

**Alle CE3-Notenbanken dürften die Leitzinsen im Dezember erneut anheben**

2022 zunächst noch weitere geldpolitische Straffungen in Aussicht stellen werden. Der Zloty wird hingegen wohl auch zum Ende des Jahres größtenteils im geldpolitischen Nebel stochern müssen.

Nachdem der Forint zuletzt gegenüber dem Euro auf ein Rekordtief gefallen war und sich auch der Zloty gegenüber der Gemeinschaftswährung mit dem niedrigsten Stand seit 2009 konfrontiert gesehen hat, sind marktseitig Spekulationen aufgekommen, wonach die dortigen Notenbanken zugunsten ihrer Währungen am Devisenmarkt intervenieren könnten. So verschärft doch die immense Schwäche von Forint und Zloty das Inflationsproblem zusätzlich (Stichwort: importierte Inflation). Und in der Tat äußerte sich der polnische Notenbankchef Glapinski Mitte der Woche entsprechend und intervenierte verbal zugunsten seiner Landeswährung. So ließ er wissen, dass eine weitere Zloty-Abwertung nicht mehr mit dem fundamentalen Umfeld Polens vereinbar sei. Zudem machte er deutlich, dass weitere Leitzinsanhebungen dem Zloty unter die Arme greifen sollten. Wenngleich der Zloty auf diese verbale Schützenhilfe positiv reagiert hat, so bedarf es unserer Ansicht nach jedoch mehr, um dem Zloty nachhaltigen Auftrieb zu verleihen. Neben weiteren Verbalinterventionen wäre es unserer Ansicht nach angebracht, wenn sich die polnische Notenbank endlich in ihre geldpolitischen Karten schauen lässt und sich klar zu einem Leitzinserhöhungszyklus bekennt. Wenngleich Verbalinterventionen von Seiten der ungarischen Währungshüter bislang ausgeblieben sind, so schließen wir diese angesichts dessen, dass der Forint jüngst gegenüber dem Euro auf neue Rekordtiefs gefallen ist, ebenfalls nicht mehr aus. Damit diese jedoch im aktuellen Umfeld von Erfolg gekrönt sein sollten, bedarf es unserer Ansicht nach jedoch ebenfalls mehr. Weitere beherzte Leitzinsanhebungen flankiert von einer nach wie vor „hawkishen“ Tonspur könnten der Schlüssel sein.

#### **Stehen FX-Interventionen bevor?**

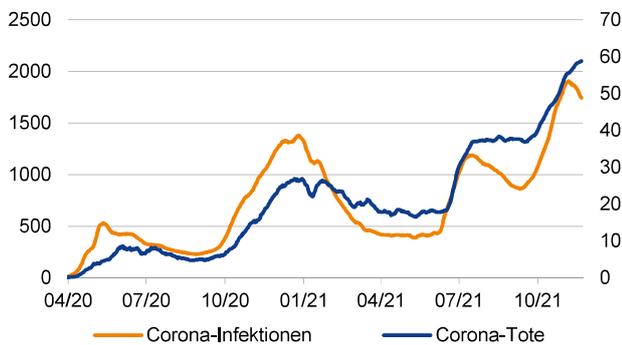
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

#### **Russland: Corona-Welle trifft auf Zinsschub**

Die Corona-Welle bestimmte zuletzt die wichtigsten innenpolitischen Entscheidungen in Russland. Mit einem einwöchigen landesweiten Urlaub Ende Oktober/Anfang November sollte die Explosion der Corona-Zahlen gestoppt werden. Einige Regionen griffen auch zu weitergehenden bzw. länger dauernden Maßnahmen. Zumindest bei den Neuinfektionen zeigt sich am aktuellen Rand auch eine leichte Besserung, während die Zahl der Corona-Toten weiter von Rekord zu Rekord eilt. Hintergrund für die unbefriedigenden Zahlen ist vor allem die lange Zeit niedrige Impfbereitschaft, so dass noch immer weniger als 40% der Bevölkerung vollständig geimpft sind. Für das dritte Quartal lag die Wirtschaftsleistung um 4,3% über dem Vorjahresniveau, was zwar eine deutlich geringere Dynamik als im zweiten Quartal (+10,5% J/J) bedeutete, dieses war jedoch durch die Aufholbewegung nach dem Corona-Schock von 2020 geprägt. Mobilitätsdaten deuten darauf hin, dass es in der ersten Novemberhälfte mit den Corona-Beschränkungen zu einem deutlichen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivitäten gekommen ist, was sich dann auch in den entsprechenden Wirtschaftszahlen niederschlagen sollte.

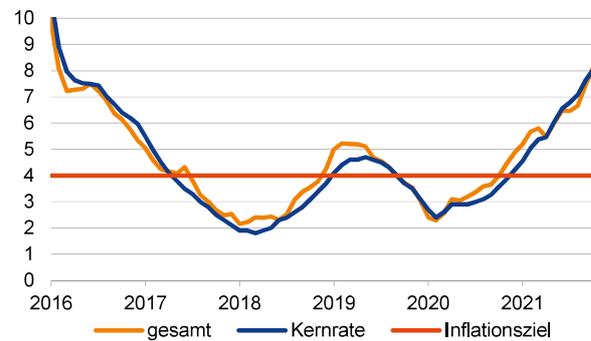
#### **Corona-Restriktionen belasten Wirtschaft**

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



Quelle: Bloomberg

**BESCHLEUNIGTER PREISAUFTRIEB ERFORDERT REAKTION**  
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

Neben den Corona-Zahlen bereitet vor allem der beschleunigte Preisauftrieb Sorgen. Im Oktober stieg die Inflationsrate auf 8,1% (J/J) und auch Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend zeigten klar nach oben. Das Inflationsziel von 4% ist damit in diesem Jahr nicht mehr zu erreichen und auch für das kommende Jahr wird die Zielerreichung deutlich schwieriger. Die Notenbank hat diese Hoffnung jedoch nicht aufgegeben. Vertreter der Bank of Russia betonten beim letzten Zinstreffen des Jahres über eine weite Spanne möglicher Zinserhöhungen nachzudenken. Ein 50 Bp Schritt sollte daher das Mindeste sein, was zu erwarten ist. Dabei scheint die die Bank of Russia nach der Maxime zu handeln, lieber schnell und heftig als stetig und langsam. Entsprechend dürfte das Leitzinshoch bereits früh im kommenden Jahr erreicht werden, wobei wir derzeit noch von einem Niveau von 8,5% ausgehen. Sollte es noch deutlicher nach oben gehen, dürfte auf Jahressicht auch bereits wieder eine Senkung der Zinsen auf die Tagesordnung kommen.

### Inflations Sorgen treiben die Notenbank

Für den Rubel ist eine solche energische Geldpolitik grundsätzlich positiv, auch wenn über das Ausmaß der Zinsschritte eine erhebliche Unsicherheit besteht. Wichtige weitere Faktoren für die Währung bleiben aber die Rohstoffpreise und die außenpolitische Lage. In diesem Jahr konnten der Rubel spürbar von den gestiegenen Öl- und Gaspreisen profitieren. Ob sich dies im kommenden Jahr wiederholen kann ist jedoch fraglich. Allerdings wäre das Ausmaß des Anstiegs der Energiepreise eigentlich für einen noch stärkeren Rubel gut gewesen. Nicht zuletzt das erneute Säbelrasseln an der Grenze zur Ukraine hat eine bessere Währungsentwicklung verhindert. Eine Verbesserung der internationalen Beziehungen ist entsprechend umgekehrt immer auch ein Hoffnungsfaktor für die russische Währung.

### Rubel zwischen Energiepreisen und außenpolitischen Spannungen

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

### Türkei & Südafrika: Geldpolitischer Support ist nicht selbstverständlich

Die türkische Lira kommt weiterhin nicht zur Ruhe. Vielmehr gewann ihre ohnehin ausgeprägte Abwärtsbewegung zuletzt weiter spürbar an Dynamik. Wenngleich die Aussicht auf eine geldpolitisch weniger expansiv werdende US-Notenbank ebenfalls ihren Anteil an der Lira-Schwäche haben dürfte, so ist der wesentliche Teil doch weiterhin auf die politisch motivierte, viel zu lockere Geldpolitik des Landes zurückzuführen. Eng damit verbunden sind immer wieder entsprechende Äußerungen von Staatspräsident Erdogan. Und so waren es auch jüngst wieder einmal seine Worte, die der Lira massiv zugesetzt haben. So lobte er zuletzt die jüngste Leitzinssenkung

### Türkische Lira verliert weiter massiv an Wert – Staatspräsident Erdogan erweist ihr erneut einen Bärendienst

der türkischen Zentralbank (TCMB) und verteidigte sein Streben nach niedrigeren Zinsen mit der Begründung, eine „wettbewerbsfähige“ Lira werde Investitionen und Arbeitsplätze fördern. Zudem erklärte Erdogan, sein Land führe einen „wirtschaftlichen Unabhängigkeitskrieg“.

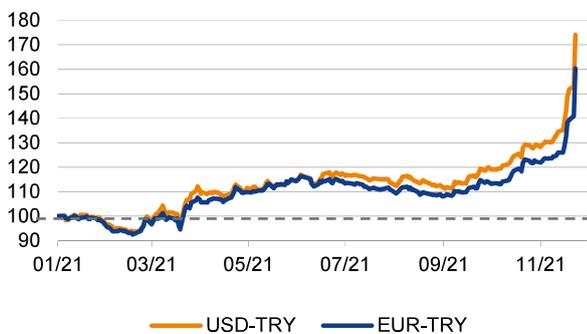
Einmal mehr führen diese Aussagen – und das macht sie für die Lira so belastend – vor Augen, dass sich an der auf Leitzinssenkungen ausgerichteten türkischen Geldpolitik in nächster Zeit wenig ändern sollte. Und dies ungeachtet einer sich im Vorjahresvergleich der 20%-Marke nähernden Inflationsrate, dem Problem der importierten Inflation sowie den immer weiter in den negativen Bereich abtauchenden Realzinsen und dem mäßigen Bestand an Fremdwährungsreserven.

Am 16. Dezember kommt nun die türkische Notenbank zu ihrer letzten regulären Zinssitzung in diesem Jahr zusammen. Der oberste Währungshüter, Kavcioglu, hat für diese Sitzung angekündigt, das Ende der Leitzinssenkungen überprüfen zu wollen. Angesichts der (geld-)politischen Erfahrungen der letzten Zeit sowie aufgrund unserer Erwartungen eines 2022 auch in der Türkei allmählich nachlassenden Preisdrucks fällt es uns schwer zu glauben, dass die TCMB ihren Leitzinssenkungskurs tatsächlich einstellen wird. Vielmehr gehen wir davon aus, dass sie nach einem temporären Innehalten im kommenden Jahr ihre geldpolitischen Lockerungen, notfalls auch unter einem neuen TCMB-Vorsitzenden, fortführen werden. Die türkische Lira wäre daher gut beraten, sich auch 2022 auf (geld-)politisch bedingte Kursverluste einzustellen.

### Die Probleme häufen sich

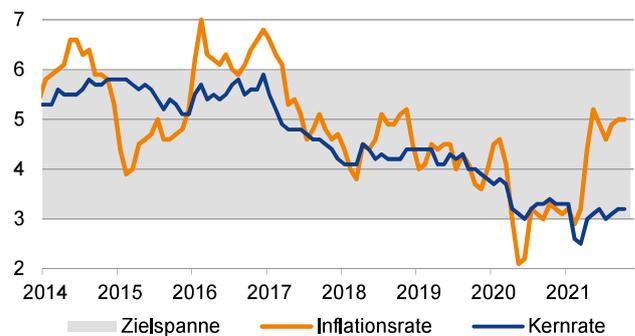
### Ein Ende der Leitzinssenkungen erscheint wenig wahrscheinlich

**TÜRKISCHE LIRA IM FREIEN FALL**  
INDEXIERT, 01.01.2021=100



Quelle: Bloomberg, Berechnungen DZ BANK Research

**PREISAUFTRIEB IN SÜDAFRIKA NOCH MODERAT**  
GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Bloomberg

Die BIP-Zahlen für das dritte Quartal werden in Südafrika erst Anfang Dezember veröffentlicht. Sie können das aktuelle konjunkturelle Bild in dem Land aber nur sehr unzureichend darstellen, war das vergangene Vierteljahr doch durch einige markante Bewegungen geprägt. Im Juli sorgten die Unruhen im Gefolge der Verhaftung von Ex-Präsident Zuma für erhebliche wirtschaftliche Einbußen. Zudem drückten die zu diesem Zeitpunkt wirksamen Corona-Maßnahmen auf die Wirtschaftsleistung. Anschließend gelang jedoch wieder eine merkliche Erholung, die durch die deutlich nachlassenden Corona-Zahlen unterstützt wurden. Mit Blick auf das laufende Quartal dürften die Wachstumszahlen damit wieder merklich höher ausfallen. Angesichts der weiterhin sehr niedrigen Impfquote kann allerdings für Südafrika keine Entwarnung gegeben werden. Der wirtschaftliche Aufholprozess ist noch nicht abgeschlossen und erst im kommenden Jahr dürfte die Wirtschaftsleistung wieder das Vor-Corona-Niveau erreichen.

### Nach einem unruhigen dritten Quartal geht es in Südafrika wieder aufwärts

In einer knappen Entscheidung hat sich die South African Reserve Bank in der letzten Sitzung des Jahres zu einer ersten Zinserhöhung um 25 Bp auf nunmehr 3,75% entschlossen. Damit folgte sie der deutlichen Mehrheit der Notenbanken aus den Emerging Markets, die in den letzten Monaten zu einer strafferen Zinspolitik übergingen. Anders als in vielen anderen Ländern bestand in Südafrika allerdings keine unmittelbare Notwendigkeit durch einen stark beschleunigten Preisauftrieb. Zwar hat sich auch hier die Inflationsrate in diesem Jahr von 3,2% (J/J) zum Jahresauftakt auf zuletzt 5,0% erhöht, die Kernrate blieb mit 3,2% im Oktober aber stabil im unteren Bereich der Zielspanne von 3,0% bis 6,0%. Auch für das kommende Jahr deutete die Notenbank weitere Zinserhöhungen an. Diese dürften allerdings moderat bleiben und sind eher als langsame Normalisierung der Geldpolitik denn als Straffung zu interpretieren. Für den Rand bedeutet dies, zwar lediglich eine langsam zunehmende Zinsunterstützung, diese sollte aber ausreichen, um mögliche Belastungen durch eine näher rückende Zinserhöhung in den USA auszugleichen.

**Geldpolitische Wende auch in Südafrika eingeleitet**

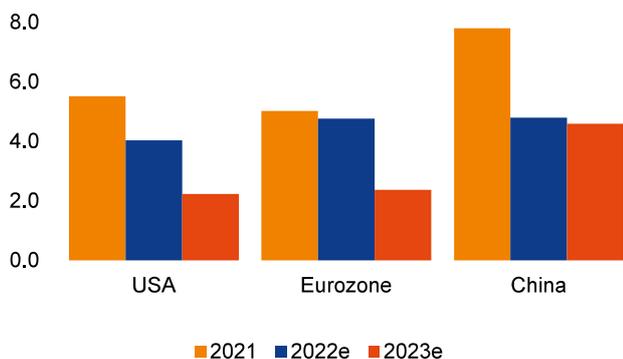
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082  
 Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

**China: Yuan als Feld in der Brandung**

Auch Chinas Wirtschaft steht derzeit unter keinem guten Stern. Nicht nur der globale Energiepreisschub und die bekannten Lieferengpässe belasten die Aktivitäten, dazu kommen noch hausgemachte Herausforderungen. Die Turbulenzen um den Immobilienentwickler Evergrande, schwerwiegende Engpässe in der Stromversorgung sowie die Corona-Null-Toleranzpolitik der Regierung mit weitreichenden Eindämmungsmaßnahmen bei regionalen Covid-19-Ausbrüchen führen zu anhaltender Unsicherheit. Die Exportkonjunktur wirkt zwar derzeit noch stabilisierend; mit Blick auf das kommende Jahr und das Auslaufen der Corona-Sonderkonjunktur droht hier aber auch ein Abflauen. Unsere China-Volkswirtin rechnet für 2022 und 2023 vor dem Hintergrund der nachlassenden Exportsonderkonjunktur, Konsolidierungen am Immobilienmarkt, längerfristigen Folgen der Abschottungspolitik Chinas sowie der demographischen Probleme, nicht mehr dauerhaft mit Wachstumsraten jenseits der fünf Prozent. Dies ist nicht nur für China wenig, sondern auch im internationalen Vergleich, wo die Post-Corona-Nachholeffekte zumeist noch in vollem Gange sind.

**Denkbar schwieriges Umfeld für Chinas Wirtschaft**

**CHINAS WACHSTUMSVORSPRUNG SCHMILZT DAHIN**  
 BIP-WACHSTUM IM INTERNATIONALEN VERGLEICH, IN % (J/J)



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

**CHINA SUCHT SEIN HEIL NICHT MEHR IN ABWERTUNGSPOLITIK**  
 USD-CNY UND PROGNOSE DZ BANK RESEARCH



Quelle: Refinitiv, DZ BANK Research

Umso überraschender mutet daher zunächst der Blick auf den USD-CNY-Kurs an. Er ignoriert nicht nur die verhaltenen Wachstumsperspektiven, sondern lässt auch keine Spur der sonst so omnipräsenten globalen USD-Stärke erkennen und zeigt sogar einen hauchdünnen Vorsprung des Yuan. Verkehrte Welt? Auf jeden Fall eine eigene Welt für Chinas Währung, die dabei ist, sich ein eigenes Imperium im asiatischen Raum zu erschaffen, in dem sie als Sicherer Hafen für die Region fungiert und dem globalen Safe-Haven Nummer Eins, dem US-Dollar, dessen Rang streitig macht. Daher führen weder die konjunkturellen Sorgen noch die weiter ungeklärte Lage am fragilen Immobilienmarkt (Stichwort Evergrande) zu einer nachhaltigen Yuan-Schwäche.

**Yuan trotz allen Widrigkeiten und wird zum regionalen Safe Haven**

Zudem hat in Sachen Währungspolitik ein klares Umdenken stattgefunden. China sieht sich nicht mehr als reine Exportnation, die von einem schwachen Wechselkurs profitiert und sich durch eine gezielte Abwertungspolitik aus der Krise exportieren kann. Stattdessen sollen der Strukturwandel und die Förderung der Binnenwirtschaft vorangetrieben werden. Zum Konzept der zwei Wirtschaftskreisläufe („Dual Circulation“), das spätestens seit dem 14. Fünf-Jahresplan vom Oktober 2020 ein zentraler Eckpfeiler der Politik ist, passt eine solche Weichwährungspolitik nicht mehr. Gerade im aktuellen Inflationsumfeld bringt vielmehr eine feste Währung den Vorteil, die nach oben schießenden Importkosten zu dämpfen. Dies entlastet nicht nur die Unternehmen, sondern wirkt auch auf die Kaufkraft der Konsumenten tendenziell positiv. Zwar ist China noch weit von seinem Pendant zur expliziten „Strong-Dollar-Policy“ der USA entfernt, wir gehen aber davon aus, dass Peking auch im kommenden Jahr alles daransetzen wird, den Yuan in einer stabilen Range zu halten. Angesichts des skizzierten Balanceakts zwischen Exportförderung und Inflationsbekämpfung dürfte USD-CNY in einer Handelsspanne um 6,40-6,50 CNY gut aufgehoben sein.

**Abwertungspolitik hat in der Strategie der zwei Kreisläufe keinen Platz**

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

### **Brasilien & Mexiko: Politisch schwierige Zeiten**

Die Banco Central do Brasil bewegt sich geldpolitisch mit einer Zinserhöhung in diesem Jahr um bisher 575 Bp in eigenen Sphären. Im Dezember werden wohl noch mindestens 150 Bp hinzukommen und nach den jüngsten Preiszahlen ist die Wahrscheinlichkeit für einen 200 Bp Schritt sogar gewachsen. Das Ausmaß dieser Zinserhöhungen ist allerdings auch ein Ausdruck des niedrigen Ausgangsniveaus. Vor allem mit den Zinssenkungen im Zuge der Corona-Krise in der ersten Hälfte 2020 auf ein Rekordtief von 2% scheint es die Notenbank im Rückblick etwas zu gut gemeint zu haben. Der Preisschub der letzten Monate, der die Inflationsrate im Oktober bis auf 10,7% (J/J) nach oben getrieben hat, erstreckt sich nicht mehr nur auf einzelne Sonderfaktoren, sondern ist auch bei den verschiedenen Indikatoren für den grundsätzlichen Preistrend zu erkennen. Das Preisziel der Notenbank dürfte daher nicht nur in diesem Jahr, sondern auch im kommenden Jahr (Jahresende 3,5% J/J) klar verfehlt werden. In den kommenden Monaten sind daher noch weitere deutliche Zinserhöhungen zu erwarten und ein zweistelliger Leitzins wird schon früh im nächsten Jahr erreicht werden. Bis zu welchem Niveau es nach oben geht, ist ein eifrig diskutiertes Thema. In jedem Fall dürfte die scharfe geldpolitische Straffung spürbar auf die Wirtschaft drücken, so dass sich so manche Wachstumshoffnung zerschlagen sollte. Dabei musste das Land bereits in der zweiten Jahreshälfte einige Wachstumsenttäuschungen hinnehmen. Bei den Anfang Dezember zur Veröffentlichung anstehenden BIP-Zahlen für das dritte Quartal deutet der monatliche Indikator für die

**Preisauftrieb steht im Mittelpunkt fast aller Diskussionen in Brasilien**

Wirtschaftsleistung auf eine Stagnation hin, nachdem es bereits im zweiten Quartal zu einer kleinen BIP-Schrumpfung um 0,1% (Q/Q) gekommen war. Aufgrund eines guten Jahresauftakts wird Brasilien für dieses Jahr zwar im Durchschnitt ein beeindruckend hohes Wachstum von rund 5% (J/J) ausweisen können, umso bitterer dürfte dann der Rücksetzer im kommenden Jahr sein, für das wir lediglich ein Plus von 1,4% erwarten.

Das wichtigste Thema für das kommende Jahr dürfte in Brasilien allerdings die Präsidentschafts- und die Parlamentswahl im Oktober sein. Trotz derzeit schwacher Umfragewerte macht sich Präsident Bolsonaro noch Hoffnungen auf eine zweite Amtszeit. Hierfür wäre ein aufgehelltes fundamentales Umfeld hilfreich. Dazu gehört zum einen, dass es zu keiner weiteren Corona-Welle kommt. Hier haben sich die Aussichten zuletzt verbessert, da das Impftempo wieder zunahm. Mit den höheren Zahlungen eines neuen Sozialprogramms „Auxilio Brasil“ erhofft sich Bolsonaro vor allem eine größere Unterstützung in den ärmeren Bevölkerungskreisen, die ansonsten eher dem vermutlichen Herausforderer, Ex-Präsident (2003 bis 2010) Lula da Silva von der linken Arbeiterpartei, zugeneigt sind. Für die neuen Hilfen ist es allerdings erforderlich, dass die verfassungsmäßig verankerte Ausgabenobergrenze angepasst wird. Noch fehlt hierfür allerdings die Zustimmung im Senat.

Zwischen den beiden Extremen des politischen Spektrums Bolsonaro und da Silva gelang es der politischen Mitte noch nicht einen gemeinsamen Kandidaten aufs Schild zu heben. Bisher zeichnet sich unter den vielen potenziellen Bewerbern niemand ab, der es in eine Stichwahl der zwei führenden Kandidaten schaffen könnte. Sollte sich in den kommenden Monaten klarer bestätigen, dass der derzeit in den Umfragen deutlich führende da Silva wieder in den Präsidentenpalast einziehen darf, dürfte dies an den brasilianischen Finanzmärkten zumindest für einige Unruhe sorgen. Im Vorfeld seiner ersten Amtsübernahme hatte der Real im Jahr 2002 ein Drittel seines Wertes gegenüber dem Dollar verloren. Allein die Erinnerung daran dürfte für eine gewisse Zurückhaltung sorgen, auch wenn der Real während der Amtszeit da Silvas dann wieder deutlich fester tendierte. Unter Bolsonaro hatte der Real dagegen bisher einen sehr schlechten Stand. Aufgrund der Corona-Belastungen ist ein solcher Vergleich aber nicht ganz fair.

## Präsidentschaftswahlen rücken ins Blickfeld

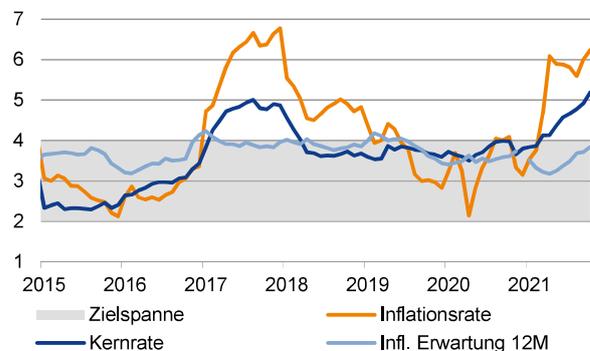
## Real mit gemischten Erinnerungen an da Silva

**BRASILIENS GELDPOLITIK WIRD BALD BREMSEND WIRKEN**  
IN %; REALER LEITZINS MIT PREISERWARTUNGEN 12M



Quelle: Bloomberg

**PREISAUFTRIEB IN MEXIKO BESCHLEUNIGT**  
J/J IN %



Quelle: Bloomberg; Banco de México

Für die Notenbanken aus den Emerging Markets stellt sich zum einen die Frage, wie auf den allgemeinen Inflationsanstieg zu reagieren ist. Zum anderen muss eine angemessene Antwort auf die wahrscheinlich näher rückende erste Zinserhöhung in den USA gefunden werden. Oftmals gehen steigende US-Zinsen mit schwächeren

## Geldpolitik in Mexiko vor Herausforderungen

EM-Währungen einher. Besonders genau werden die Notenbanker in Lateinamerika auf die Fed schauen, wobei hier naturgemäß Mexiko nicht nur wirtschaftlich, sondern auch geldpolitisch besonders von den US-Vorgaben abhängig ist. Bei der Betrachtung der mexikanischen Geldpolitik kommt als Unsicherheitsfaktor hinzu, dass die Notenbankführung zum Jahreswechsel wechselt. Für das Amt wurde die Staatssekretärin im Finanzministerium Victoria Rodríguez nominiert. Zwar ist grundsätzlich nicht mit einer deutlichen Richtungsänderung zu rechnen, Fragezeichen hinter der künftigen Politik der Banco de México sind aber angebracht, da die neue Spitze geldpolitisch ein unbeschriebenes Blatt ist. Der Preisauftrieb hat sich in den letzten Monaten deutlich beschleunigt und in der Kernrate wurde zuletzt der größte Preisanstieg seit 2009 verzeichnet. Dennoch verzichtete die Notenbank bisher darauf das Tempo bei den Zinserhöhungen anzupassen. Mit vier Schritten von jeweils 25 Bp wurde der Leitzins mittlerweile auf 5,0% angehoben. Noch-Notenbankchef Diaz de Leon versuchte zudem mit dem Verweis darauf, dass Mexiko höhere Leitzinsen habe, als die meisten anderen Länder der Region, die zunehmenden Leitzinserwartungen einzufangen. Ermöglicht wird diese zurückhaltende Gangart vor allem dadurch, dass sich die Inflationserwartungen trotz eines Anstiegs in den letzten Monaten noch relativ moderat zeigen. Gleichwohl sollte die Notenbank auch in den kommenden Monaten den Leitzins noch weiter nach oben schleusen, nicht zuletzt um möglichen Belastungen für die Währung durch eine näher rückende erste Zinserhöhung in den USA bereits vorab zu begegnen.

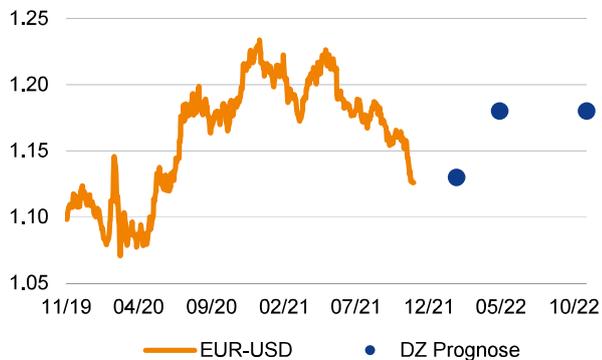
Das von Präsident Lopez Obrador (AMLO) versprochene Referendum über eine Fortsetzung seiner Amtszeit soll im März kommenden Jahres stattfinden. Zwar bröckelten die Zustimmungswerte für AMLO in den letzten Monaten etwas ab, dass die Wähler ihn aus dem Amt jagen, ist aber wenig wahrscheinlich. Ein positives Votum könnte dem Präsidenten auch im politischen Tagesgeschäft wieder Rückenwind verschaffen. Auf politischer Ebene werden auch die nächsten Wochen von der Diskussion um die Reform des Energiesektors bestimmt werden. Faktisch ist der Gesetzentwurf weitgehend eine Rückabwicklung der Reformen von 2013 und ein Zurück zu stärkerer staatlicher Kontrolle. Ob die hierfür notwendige Zweidrittelmehrheit in Abgeordnetenhaus und Senat gefunden werden kann, ist derzeit noch offen. Zudem könnten zumindest Teile des Entwurfes den Regeln des neuen Freihandelsvertrags mit den USA und Kanada widersprechen. Die Politik ist daher für den Peso ein anhaltender Belastungsfaktor, die auch Investitionen abschreckt. Verlassen kann sich die Währung dagegen auf einen stetigen Finanzstrom mexikanischer Arbeiter in den USA, die auch in diesem Jahr wieder in einem Rekordumfang Geld in die alte Heimat überweisen werden.

**AMLO wird weitermachen dürfen**

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

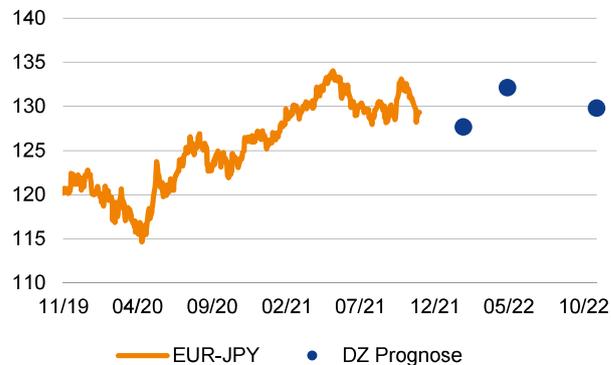
## JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-USD



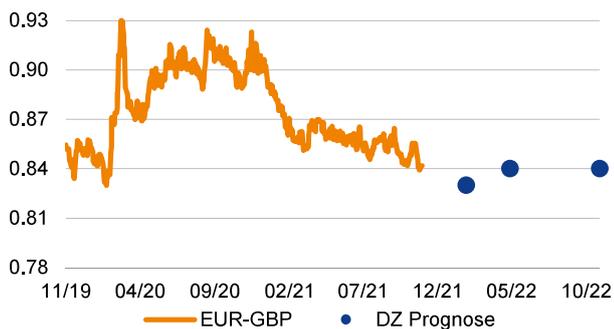
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-JPY



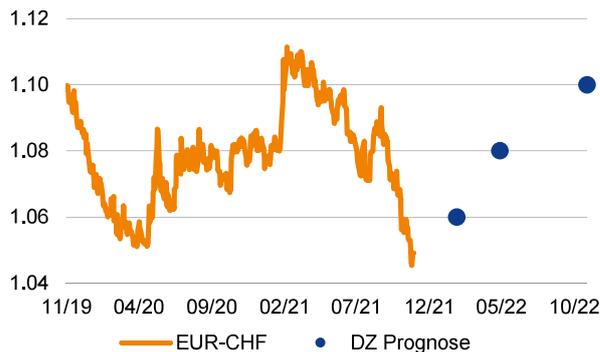
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CHF



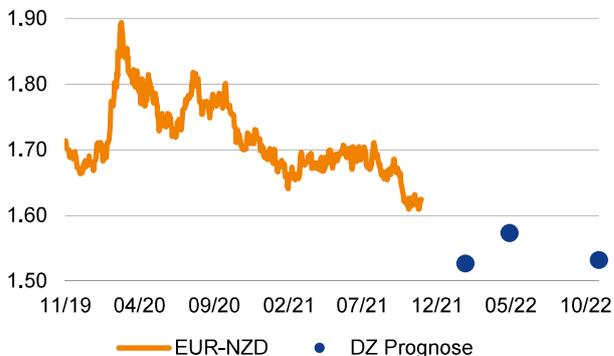
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-AUD



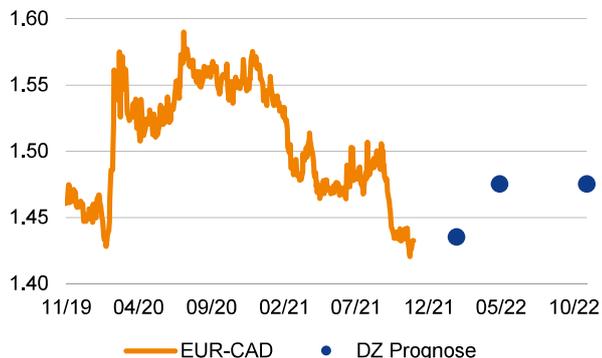
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NZD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CAD**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-SEK**



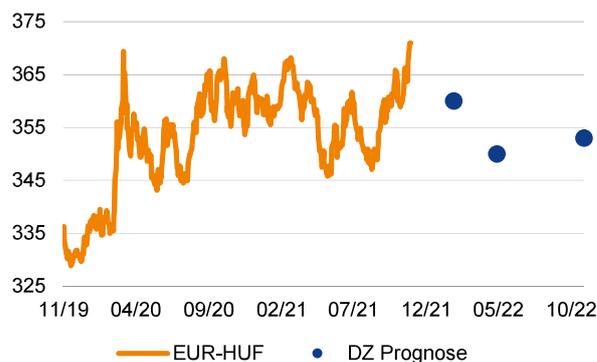
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-NOK**



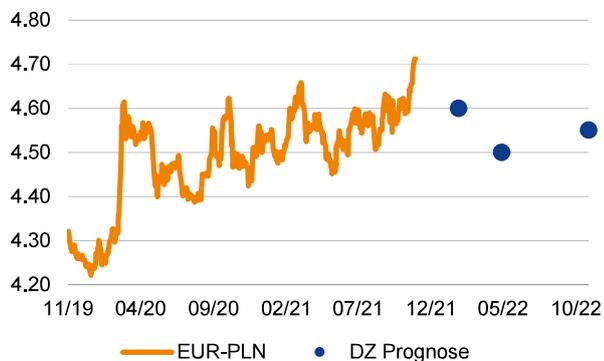
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**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**



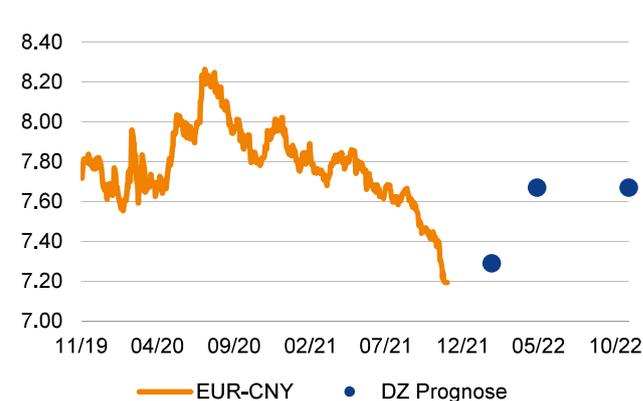
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-ZAR**



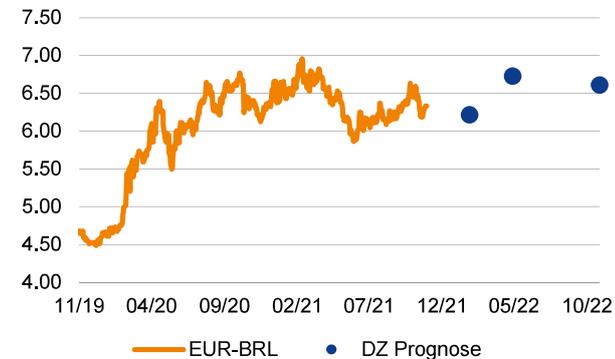
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-CNY**



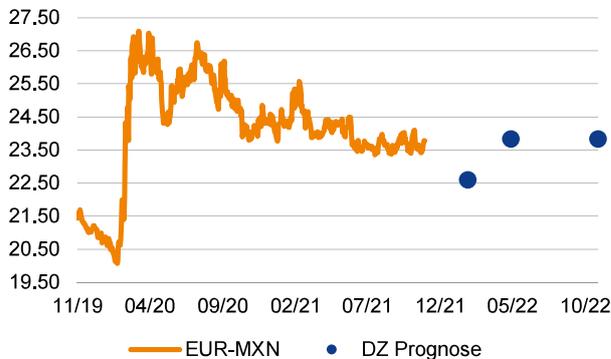
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-BRL**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

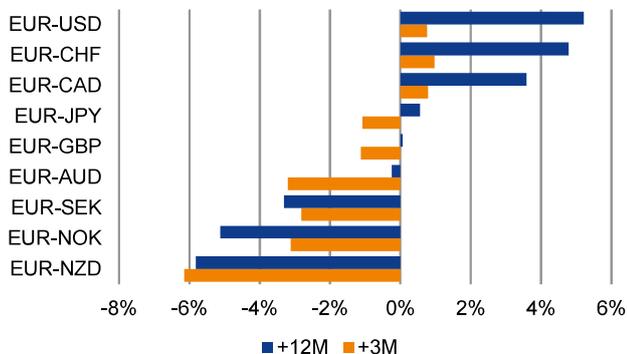
**WECHSELKURSENTWICKLUNG: EUR-MXN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

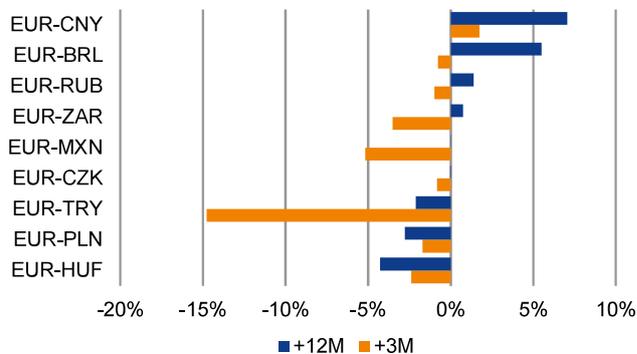
## PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1.1248	1.1300	1.1800	1.1800
EUR/GBP	0.8408	0.8300	0.8400	0.8400
EUR/JPY	129.51	127.69	132.16	129.80
EUR/CHF	1.0498	1.0600	1.0800	1.1000
EUR/AUD	1.5563	1.5067	1.5733	1.5526
EUR/NZD	1.6189	1.5270	1.5733	1.5325
EUR/CAD	1.4252	1.4351	1.4750	1.4750
EUR/NOK	10.0091	9.7000	9.6000	9.5000
EUR/SEK	10.1732	9.9000	9.9000	9.8500
EUR/PLN	4.7027	4.6000	4.5000	4.5500
EUR/CZK	25.51	25.30	25.20	25.50
EUR/HUF	370.05	360.00	350.00	353.00
EUR/RUB	83.65	83.00	83.00	85.00
EUR/TRY	14.4160	11.3000	12.3900	12.9800
EUR/ZAR	17.81	17.18	17.94	17.94
EUR/CNY	7.1897	7.2885	7.6700	7.6700
EUR/BRL	6.2905	6.2150	6.7260	6.6080
EUR/MXN	23.87	22.60	23.84	23.84

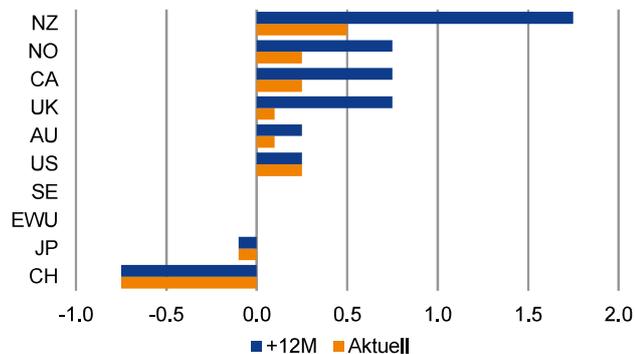
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

FX-PROGNOSEN VS. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1.1248	1.1300	1.1800	1.1800
GBP/USD	1.3378	1.3614	1.4048	1.4048
USD/JPY	115.14	113.00	112.00	110.00
USD/CHF	0.9329	0.9381	0.9153	0.9322
AUD/USD	0.7228	0.7500	0.7500	0.7600
NZD/USD	0.6949	0.7400	0.7500	0.7700
USD/CAD	1.2670	1.2700	1.2500	1.2500
USD/NOK	8.8978	8.5841	8.1356	8.0508
USD/SEK	9.0447	8.7611	8.3898	8.3475
USD/PLN	4.1805	4.0708	3.8136	3.8559
USD/CZK	22.67	22.39	21.36	21.61
USD/HUF	328.93	318.58	296.61	299.15
USD/RUB	74.37	73.45	70.34	72.03
USD/TRY	12.8238	10.0000	10.5000	11.0000
USD/ZAR	15.84	15.20	15.20	15.20
USD/CNY	6.3920	6.4500	6.5000	6.5000
USD/BRL	5.5909	5.5000	5.7000	5.6000
USD/MXN	21.22	20.00	20.20	20.20

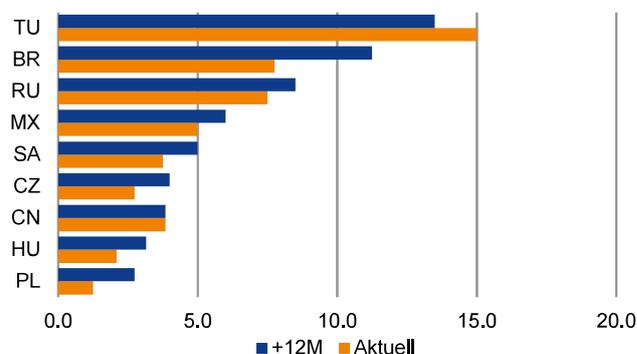
Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE G10-LÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

LEITZINSPROGNOSE SCHWELLENLÄNDER (ZINSNIVEAU, IN %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
<b>Euroraum</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	4.8	2.4	5.9	5.1	4.0	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	2.5	1.9	1.5	3.1	2.2	1.4	1.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.2	-5.2	-4.8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.1	3.3	3.2				
<b>USA</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.5	4.0	2.2	4.3	3.9	4.3	3.7
Inflation (in % gg. Vj.)	4.5	3.0	2.4	5.1	3.3	2.2	1.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-14.0	-6.5	-4.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.1	-2.8	-2.5				
<b>Japan</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2.1	2.3	2.2	1.8	2.0	2.6	2.6
Inflation (in % gg. Vj.)	-0.2	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-9.2	-3.8	-3.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3.4	3.4	3.4				
<b>Großbritannien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	6.7	4.2	2.3	7.8	3.1	2.8	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	2.3	3.2	2.3	3.7	3.5	3.1	2.7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-10.6	-3.4	-2.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.7	-3.6	-3.7				
<b>Schweiz</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.4	3.5	1.7	5.1	3.9	2.7	2.2
Inflation (in % gg. Vj.)	0.6	1.2	0.9	1.5	1.4	1.0	0.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.5	-0.5	1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	9.0	9.0	9.0				
<b>Australien</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.5	3.5	3.2	3.7	3.0	3.1	2.8
Inflation (in % gg. Vj.)	2.7	2.4	2.2	2.5	2.3	2.4	2.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.9	-4.5	-3.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.9	0.6	0.0				
<b>Neuseeland</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.4	3.3	2.9	4.0	2.0	4.0	2.8
Inflation (in % gg. Vj.)	2.7	2.2	1.8	2.3	2.0	2.2	2.3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.1	-2.0	-2.0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.2	-1.9	-1.5				
<b>Kanada</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.2	4.7	2.8	3.8	5.3	5.1	4.5
Inflation (in % gg. Vj.)	3.1	2.8	2.4	3.7	3.1	2.5	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.8	-2.7	-2.2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.6	-0.6	-0.9				
<b>Schweden</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.1	3.2	2.1	4.0	3.7	2.9	2.4
Inflation (in % gg. Vj.)	2.0	2.1	1.9	2.7	2.4	1.9	1.5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.8	-0.9	-0.5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.7	5.0	5.2				
<b>Norwegen</b>							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.6	3.5	1.7	5.4	4.8	2.0	1.9
Inflation (in % gg. Vj.)	3.6	1.5	1.7	2.5	2.5	1.1	0.1
Budgetsaldo (in % des BIP)	1.8	0.0	1.3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7.3	3.9	3.9				

Quellen: Bloomberg, EIU, DZ BANK Research

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2021	2022	2023
<b>Ungarn</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.0	5.2	4.0
Inflation (in % gg. Vj.)	4.4	3.3	3.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.5	-5.7	-4.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2.9	-0.9	0.2
<b>Polen</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.9	4.7	4.2
Inflation (in % gg. Vj.)	4.8	5.4	3.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2.4	-2.1	-1.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.4	0.1	0.3
<b>Tschechien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.1	4.7	3.3
Inflation (in % gg. Vj.)	3.2	2.3	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.7	-5.0	-3.6
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.8	1.8	1.4
<b>Russland</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3.6	2.6	2.1
Inflation (in % gg. Vj.)	6.3	4.6	3.4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1.1	-1.6	-1.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2.5	1.8	1.9
<b>Türkei</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	8.7	4.2	3.5
Inflation (in % gg. Vj.)	17.9	15.5	12.2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.5	-3.6	-3.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3.3	-2.4	-2.3
<b>Südafrika</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4.5	2.9	2.3
Inflation (in % gg. Vj.)	4.5	5.0	4.9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6.5	-7.6	-7.3
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5.7	4.1	1.1
<b>China</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	7.8	4.8	4.6
Inflation (in % gg. Vj.)	1.0	2.3	2.0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7.5	-6.5	-5.8
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1.4	1.0	0.8
<b>Brasilien</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5.0	1.4	1.9
Inflation (in % gg. Vj.)	8.1	7.9	3.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5.1	-6.1	-6.1
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0.5	-1.6	-1.7
<b>Mexiko</b>			
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	6.0	2.6	2.2
Inflation (in % gg. Vj.)	5.5	4.1	3.6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3.1	-3.1	-2.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0.3	-0.1	-0.4

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

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto: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](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

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

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

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

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

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

#### 4.3 Aktienindizes

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

#### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

#### 4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

#### 1. Gesamtmarktstrategie

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

#### 2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

#### 3. Strategie Covered Bonds

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors and 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.**

## III. RECHTLICHE HINWEISE

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

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **Finanzanalyse** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Per-

sonen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, und / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **‚Sonstige Research-Information‘** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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

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

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

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

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte 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 Umsatzziele, 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.

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