



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

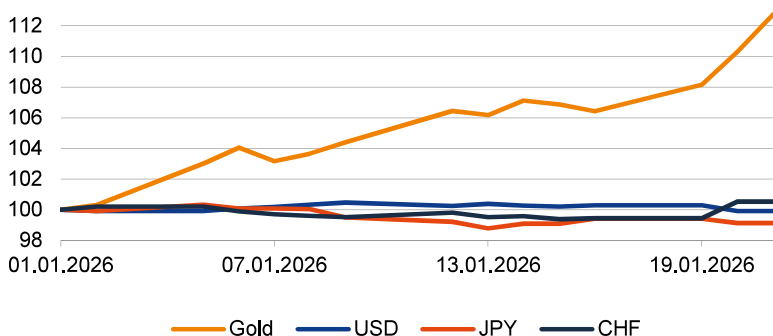
Monthly

Gold stiehlt Dollar, Yen und Franken die (Safe-Haven-)Show

Die Entführung des venezolanischen Staatschefs Maduro durch die USA, die Masendemonstrationen im Iran, Trumps Griff nach Grönland inklusive der jüngsten Zolldrohungen gegen europäische Staaten – **die geopolitische Bühne bestimmt das Weltgeschehen zu Jahresbeginn**. Der **US-Dollar** legte **zunächst einen beachtlichen Start** ins neue Jahr hin: Ob seine Kursgewinne jedoch angesichts der geopolitischen Gemengelage aus seiner Rolle als Sicherer Hafen resultierten oder vielmehr den **positiven US-Daten der letzten Wochen** waren, blieb zunächst unklar. Nachdem sich die Spannungen zwischen Washington und Brüssel in der „Grönland-Frage“ seit dem letzten Wochenende intensiviert hatten, gab es zu Beginn dieser Handelswoche **Anzeichen einer Kapitalflucht aus US-Assets**: Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen stiegen zwischenzeitlich deutlich an, während der **US-Dollar massiv unter Abgabedruck** geriet – von einem Sicherem Hafen konnte spätestens dann nicht mehr gesprochen werden. Der **japanische Yen wurde derweil Opfer von fiskalischen Risiken**, nachdem Premierministerin Takaichi Neuwahlen ausgerufen hat und Steuersenkungen als Wahlkampfgeschenke ohne Gegenfinanzierung versprochen hat. In diesem Umfeld hat sich zuletzt der **Schweizer Franken als „lachender Dritter“** unter den Safe-Haven-Währungen entpuppt. **In dem aktuellen Marktumfeld verzeichnete Gold allerdings einmal mehr die stärksten Kursgewinne**. Dass neben der Geopolitik das angeschlagene Vertrauen in den US-Dollar aktuell Marktthema ist, dürfte dem gelben Edelmetall ebenfalls in die Hände spielen. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Finanzmärkte trotz des turbulenten Weltgeschehens alles andere als risikoscheu in das neue Jahr gestartet sind. Von der Risk-On-Stimmung an den Aktienmärkten profitierten vor allem risikosensitive Währungen. Selbst die seit Anfang der Woche laufende Korrektur an den Aktienmärkten scheint diesen Währungen nichts anzuhaben. Die zuletzt auffällig niedrige (realisierte) Volatilität im Währungsuniversum scheint den risikosensitiven Währungen dabei aktuell in die Hände zu spielen.

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

Gold outperforms einmal mehr die Safe-Haven-Währungen
Gold sowie handelsgewichtete Währungsindizes, 1.1.26 = 100



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.1.2026 10:59 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
Eurozone: Gemeinschaftswährung sucht nach stärkeren Erholungsanzeichen	2
USA: Die vielen Seiten der Fed-Unabhängigkeit	3
Japan: Regierungschefin Takaichi riskiert Kernschmelze am JGB-Markt	5
Großbritannien: Vorsicht vor der rosaroten Brille!	6
Schweiz: Franken als letzter Sicherer Hafen? Nicht mit der SNB!	7
Australien & Neuseeland: AUD und NZD positiv gestimmt	8
Kanada: Konjunkturlage präsentiert sich zwar ruhig, aber nicht in Winterstarre	10
Skandinavien: Leitzinssenkungen nur noch in Norwegen	12
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Geldpolitische Änderungen im Blick	14
Türkei & Südafrika: Inflationsentwicklung im Blickpunkt der Geldpolitik	16
China: Rekordüberschuss verleiht dem Yuan Flügel	18
Brasilien & Mexiko: Das Jahr begann gut, aber Risiken drohen	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	22
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	26
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	27
I. IMPRESSUM	28

Editor:
Mario Schimmels, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

Eurozone: Gemeinschaftswährung sucht nach stärkeren Erholungsanzeichen

Ungeachtet der in den letzten Tagen heiß gelaufenen diplomatischen Drähte sollte man die konjunkturelle Entwicklung nicht aus den Augen verlieren. **Daten diesseits des Atlantiks haben in den letzten Wochen nämlich überwiegend auf der positiven Seite überrascht** – der Bloomberg Economic Surprise Index für den Euroraum hat folglich in dieser Woche erstmals seit gut einem Jahr wieder in den positiven Bereich gedreht. **In Deutschland verbesserte sich zuletzt insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe die Lage.** So stiegen die Industrieproduktion und die Auftragseingänge jeweils zum dritten Mal in Folge und dürften zur leichten Aufwärtsbewegung im Schlussquartal – und zum **Mini-Wachstum in 2025** insgesamt – beigetragen haben. Auch andere Früh- (Einkaufsmanagerindizes, ZEW-Umfragen) und harte Indikatoren (Einzelhandelsumsätze) aus der Eurozone geben Anlass zur **Hoffnung, dass die konjunkturelle Dynamik nun langsam anzieht.**

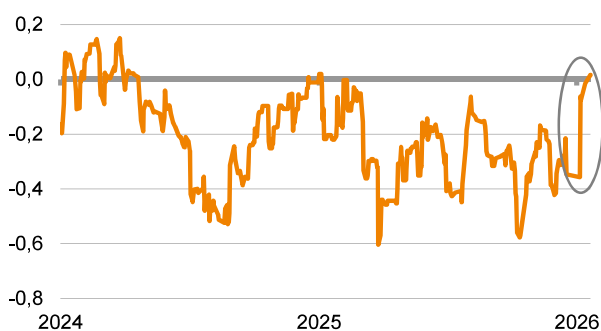
Positive Datenüberraschungen aus der Eurozone geben Anlass zur Hoffnung auf Konjunkturbelebung ...

Allerdings konnte der Euro keinen Profit aus der insgesamt positiven Datenlage schlagen und schien die Weihnachtstage eher schlecht verdaut zu haben: Von einem Dreimonatshoch von 1,1808 USD am Heiligabend bewegte sich EUR-USD in den letzten Wochen stets leicht abwärts bis zu Notierungen unterhalb der Marke von 1,16 USD (der **jüngste Vertrauensverlust des Dollars vor dem Hintergrund der Grönland-Frage machte jedoch einen Großteil dieser Abwärtsbewegung zunichte**, die überwiegend von der USD-Seite der Wechselkursmedaille getrieben wurde.). Die „Nicht-Reaktion“ auf positive Daten aus der Eurozone zeigt jedenfalls einmal mehr, dass **Marktteilnehmer für eine signifikante Euro-Aufwertung wohl noch deutlichere Erholungszeichen von der europäischen Konjunktur sehen wollen.** Würde sich die Erholung der deutschen (bzw. der europäischen) Wirtschaft verzögern, wäre der **Euro der Gefahr ausgesetzt**, dass Investoren ihren **massiven spekulativen EUR-Long-Überhang** an den Terminmärkten glattstellen. Nach dem gescheiterten „Herbst der Reformen“ befindet sich die Bundesregierung daher an einem Scheideweg, der auch die weitere Marschrichtung für die Gemeinschaftswährung bestimmen wird. In der „Mainzer Erklärung“ hat Bundeskanzler Merz im Januar daher einen Maßnahmenkatalog vorgeschlagen, der unter anderem Steuersenkungen, Bürokratieabbau und schnellere Genehmigungsverfahren fordert.

... allerdings konnte der EUR davon nicht profitieren

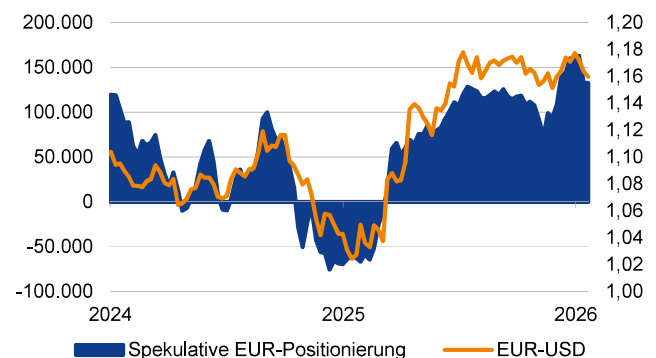
Massiver spekulativer EUR-Long-Überhang birgt Abwärtsrisiken für EUR

EUR konnte nicht von positiven Datenüberraschungen profitieren
Bloomberg Economic Surprise Index für die Eurozone, in Punkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Massiver spekulativer EUR-Long-Überhang birgt Abwärtsrisiken für EUR
EUR-Positionierung, Anz. der Kontrakte (L.S.); EUR-USD (R.S.)



Quelle: CFTC, Bloomberg, DZ BANK

Trotz der jüngsten Spannungen zwischen Europa und den USA, die zwischenzeitliche Zolldrohungen auslösten, halten wir an unserer Prognose für eine Konjunkturbelebung hierzulande – und somit auch an unserer **EUR-USD-Prognose von 1,22 USD auf Jahressicht** – fest. Die geplanten Fiskalpakete dürften fortan eine konjunkturelle Dynamik hierzulande entfalten, darauf deuten die ersten (Früh-) Indikatoren bereits hin. Unsere Prognosen für das **deutsche BIP-Wachstum von 1% (J/J) im Jahr 2026 bzw. 1, % (J/J) im Jahr 2027** spiegeln dennoch keine „Blühenden Landschaften 2.0“ wider, was auch das **Aufwertungspotenzial für einen noch stärkeren Euro limitiert**. Auch von Seiten der Geldpolitik dürfte die Gemeinschaftswährung **zunächst keine Schützenhilfe bekommen**, schließlich dürfte sich die Inflation in der Eurozone in diesem Jahr um das 2%-Ziel einpendeln, weshalb wir erst im kommenden Jahr mit ersten Zinserhöhungen rechnen.

EUR-USD-Prognose: 1,22 USD (+12M)

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

USA: Die vielen Seiten der Fed-Unabhängigkeit

Bis zur **US-Zolldrohung** gegenüber europäischen Staaten vor dem Hintergrund der **Grönland-Frage** und den Diskussionen in Brüssel über eine mögliche Gegenreaktion der EU (Einfrieren des Handelsdeals mit den USA, erstmaliger Einsatz des „Anti-Coercion-Instrument“), die den **USD-Index innerhalb eines Tages um knapp 1% einbrechen ließ**, hatte der **Dollar eigentlich seit einigen Wochen einen Lauf** gehabt. So **überraschten Datenveröffentlichungen aus den Vereinigten Staaten** tendenziell auf der positiven Seite, allen voran die mit 4,3% (Q/Q ann.) außerordentlich robusten BIP-Zahlen des dritten Quartals. aber auch **infolge der US-Militärschläge in Caracas konnte der Greenback aufgrund seiner Rolle als Sicherer Hafen profitieren**. Dennoch hat das Vertrauen in den Dollar in den letzten Tagen angesichts von Trumps erratischem und wieder einmal teils aggressivem Politikstil – und ausnahmsweise nicht wegen Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der Fed – einen erneuten Tiefschlag abbekommen.

USD bis zur bis Zolldrohung Trumps dank positiver US-Daten und Safe-Haven-Flows im Aufschwung

Apropos Unabhängigkeit der Fed: Neben den laufenden Ermittlungen gegen Fed-Präsident Powell wegen angeblich falscher Angaben zu den laufenden Renovierungsarbeiten am Hauptsitz der Zentralbank hörte der Supreme Court diese Woche Argumente im Fall Lisa Cook an: Die **obersten US-Richter sehen Trumps Entlassung der Fed-Gouverneurin im August skeptisch** und haben signalisiert, diese für unzulässig zu erklären. Dass die Skepsis von Richtern aus beiden politischen Lagern geäußert wurde, eine **Entlassung könne die Unabhängigkeit der Notenbank „schwächen oder sogar zerstören“**, ist eine **deutliche Niederlage für Trump**. Ein Sieg Cooks würde perspektivisch auch ein Sieg für die Unabhängigkeit der Fed über politische Einflussnahme bedeuten, womit ein **Stolperstein für den US-Dollar** aus dem Weg geräumt werden würde. Solange die Causa Powell aber noch auf dem Tisch der Verhandlungsrichter liegt, sollten sich Verfechter einer weiterhin unabhängigen US-Geldpolitik nicht zu früh freuen. Übrigens scheint **Trump die Entscheidung über Powells Nachfolge als Fed-Präsident bereits getroffen zu haben**, schon nächste Woche könnte die Personalie bekannt gegeben werden. Kevin Hassett, Trumps oberster nationaler Wirtschaftsberater, ist nach Äußerungen des US-Präsidenten aktuell nicht mehr der Favorit im Rennen. „**Der andere Kevin“ (Warsh)**, ehemaliger Fed-Gouverneur, ist laut Wettquoten nun klarer Favorit.

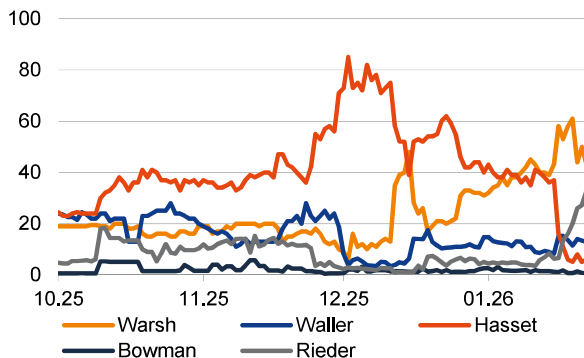
Skepsis der obersten US-Richter im Hinblick auf die Entlassung von Fed-Gouverneurin Lisa Cook ...

... ist eine herbe Niederlage für Trump und ein Sieg für die Unabhängigkeit der Fed

Trump hat Entscheidung über Powell-Nachfolger getroffen; Bekanntgabe wohl nächste Woche

Hassett stürzt ab, Warsh vorne, Rieder im Aufschwung

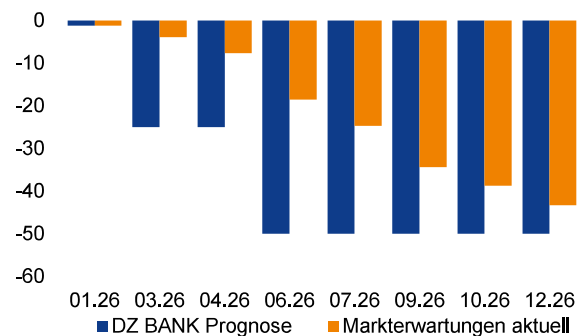
Wahrscheinlichkeit in % auf die Frage: „Wer wird als Nachfolger des FOMC-Vorsitzenden Powell nominiert?“



Quelle: polymarket.com, Bloomberg, DZ BANK

Früher als marktseitig erwartete Zinssenkungen dürften USD belasten

Fed-Zinssenkungserwartungen abgeleitet aus Fed Funds Futures, in Bp



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In den kommenden Wochen werden die konjunkturelle Entwicklung in den USA und der damit verbundene weitere geldpolitische Pfad der Fed im Fokus stehen. Der wochenlange „**Government Shutdown**“ dürfte für ein etwas gedämpftes **Wachstum im Schlussquartal gesorgt haben** (Prognose DZ BANK: +1,5% Q/Q ann.), zudem hat sich der US-Arbeitsmarkt im Dezember stärker als marktseitig erwartet abgekühlt. Dass der **Arbeitsmarkt im Laufe des vergangenen Jahres zunehmend Abkühlungstendenzen aufgewiesen hat**, zeigt sich auch daran, dass die Zahl der Arbeitslosen erstmals seit Anfang 2021 die Zahl der offenen Stellen etwas deutlicher übersteigt. Auch der **zuletzt deutlich nachgelassene Inflationsdruck öffnet prinzipiell die Tür für weitere Zinssenkungen der US-Notenbank**.

(Etwas) schwächeres US-Wachstum in Q4 erwartet, Arbeitsmarkt zeigt Abkühlungsanzeichen

All dies dürfte zwar nicht für die vierte Zinssenkung der Fed in Folge bei der Zinsentscheidung in der kommenden Woche reichen (zu groß scheint der Dissens innerhalb des FOMC angesichts zollbedingter, kurzfristiger Aufwärtsrisiken hinsichtlich der Inflation geworden zu sein). Wir **halten jedoch an unserer Prognose von zwei US-Zinssenkungen fest**, dafür spricht auch unsere etwas nach unten revidierte Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2026 (von 3,3% auf 3,0%; je J/J). Zwar preist der Markt die von uns erwarteten Zinssenkungen der Fed bis zum Jahresende mit aktuell -43 Bp fast vollständig ein, allerdings **implizieren die OIS-Forwards diese geldpolitischen Lockerungen erst in der zweiten Jahreshälfte**. Wir dagegen **rechnen bereits im ersten Halbjahr mit den zwei Zinssenkungen**, wodurch der **US-Dollar unter leichten Abgabedruck geraten sollte**.

Fed dürfte Leitzins im Januar unverändert lassen, Dissens innerhalb des FOMC aktuell groß

Perspektivisch nachlassender Inflationsdruck sollte Spielraum für zwei Zinssenkungen bieten

Auch wenn die zunehmende geldpolitische Divergenz zwischen EZB und Fed sowie die von uns erwartete leichte US-Wachstumsabschwächung EUR-USD-Notierungen oberhalb von 1,20 USD ermöglichen sollten, dürfte sich der Abwertungsspielraum des US-Dollars dennoch in Grenzen halten. Dafür sind die Wachstumsaussichten für das laufende Jahr mit 2,7% (J/J) dank der an dieser Stelle schon öfters diskutierten Treiber (KI-Investitionen, der robusten Ausgaben wohlhabender Verbraucher sowie der Steuersenkungen im Rahmen des „One Big Beautiful Bill Act“) einfach zu robust. Die nach wie vor solide Auslandsnachfrage nach USD-Assets – trotz eines kurzen Schreckmoments im Oktober, als ausländische Investoren US-Staatsanleihen im Wert von (netto) 60 Mrd. USD verkauft hatten – bleibt zudem ein struktureller Unterstützungsfaktor für den Greenback.

Moderate USD-Schwäche spricht für EUR-USD-Notierungen oberhalb von 1,20 USD

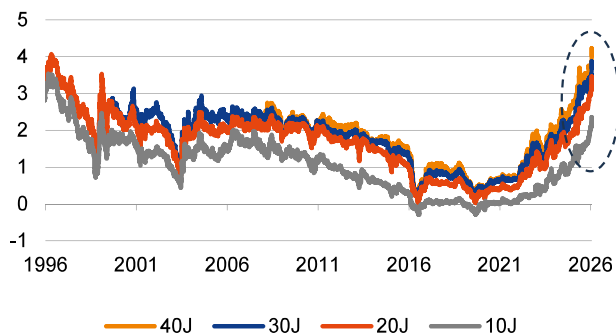
Robuste Wachstumsaussichten für 2026 sowie anhaltende Auslandsnachfrage nach USD begrenzt USD-Abwertungsspielraum

Japan: Regierungschefin Takaichi riskiert Kernschmelze am JGB-Markt

Japans Regierungschefin Takaichi hat für den **8. Februar vorgezogene Neuwahlen zum Unterhaus** ausgerufen. Sie befürwortet eine sehr expansive Ausgabenpolitik, die mit dem Startschuss zum Wahlkampf nochmals intensiviert wurde. Takaichi verspricht, die Umsatzsteuer auf Lebensmittel für zwei Jahre auszusetzen. In der inflationsgeplagten Bevölkerung darf sie auf Zustimmung hoffen. Dem Rentenmarkt gefallen die damit verbundenen Mehrkosten von jährlich 5 Bio. JPY (27 Mrd. EUR) dagegen gar nicht - nicht zuletzt, da Takaichi die Finanzierungsfrage bisher komplett offen lässt, was ihre **fiskalpolitische Disziplin in Frage stellt**. Die Reaktion der JGB-Renditen (Japanese Government Bonds) spricht Bände, vor allem am ultralangen Ende: 30jährige sind innerhalb von drei Handelstagen von unter 3,50% auf über 3,85% nach oben geschossen, 20jährige von 3,15% auf 3,45%, 10jährige von 2,18% auf 2,35%. Wichtig ist uns dabei die Unterscheidung **zwischen der nur temporären, politischen Risikoprämie und der übergeordneten, strukturellen Neuausrichtung des JGB-Marktes**. Näher gehen wir darauf in der Studie [„Wahlkampfgeschenke führen zu Kernschmelze am JGB-Markt“](#) ein.

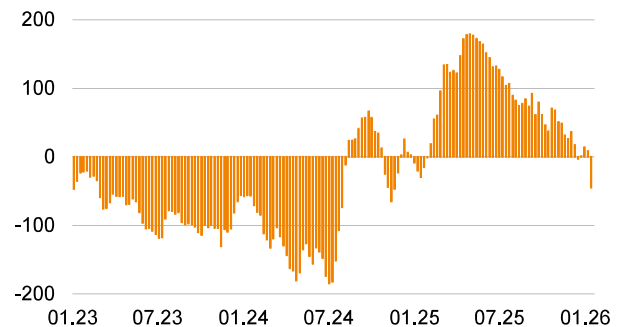
Unglaubliche Fiskalpolitik lässt Risikoprämie explodieren

Ausverkauf an Japans Rentenmarkt spitzt sich zu
JGB-Renditen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Stimmungswandel am Optionsmarkt
Spekulative JPY-Positionierung, Anzahl Kontrakte in Tsd.



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In der ganzen Unruhe der letzten Tage gibt es aber auch positive Nachrichten: Der **Yen hat sich nicht mit dem Schwächeanfall des Rentenmarktes infiziert**, sondern zeigt sich bemerkenswert stabil mit USD-JPY-Notierungen um 158 JPY. Eine Zutat hierzu ist fraglos die globale USD-Schwäche, die negative Impulse aus dem Yen neutralisiert. Doch auch auf japanischer Seite gibt es signifikante Punkte:

- 1. Interventionsangst:** Von Regierung bis zu mächtigen Gewerkschaften (Rengo) wird vor einem übermäßig schwachen Yen gewarnt. Eine offizielle Schmerzgrenze ist nicht ausgerufen, aber je näher die Marke bei 160 JPY kommt, desto ernster werden Interventionsdrohungen genommen.
- 2. Positionierung:** Der spekulative Markt hat einen radikalen Stimmungsumbruch vollzogen und ist jetzt netto-short. Während der Long-Überhang vom Sommer den Neuaufbau von Yen-Engagements hinfällig gemacht hat und damit einer Aufwertung entgegen stand, sind es jetzt die Short-Positionen, die eine potenzielle Abwertung bremsen.
- 3. Repatriierungen:** Intuitiv mag man beim Ausbruch einer Schuldenkrise an eine signifikante Währungsschwäche denken. In Japan könnte es umgekehrt sein: Gerade einmal 6,6% der japanischen Staatsanleihen sind in ausländischer Hand (12,3% einschließlich T-Bills), was vor Kapitalflucht und Yen-Abwertung schützt. Auf der anderen Seite haben Japans Institutionelle riesige Engagements im Ausland. Sollten sie gezwungen sein, diese anzuzapfen (sei es, um liquide zu sein, oder für Margin

Yen koppelt sich von Schuldensorgen ab

Calls in einem kollabierenden Markt), sollte eine plötzliche und zusätzlich destabilisierende Yen-Auf(!)wertung nicht verwundern.

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

Großbritannien: Vorsicht vor der rosaroten Brille!

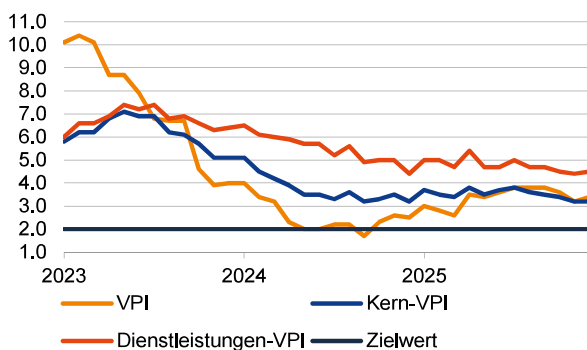
In den letzten Wochen hat sich die Stimmung am Markt gegenüber dem britischen Pfund und britischen Anlagewerten verbessert. Grund dafür ist die gestiegene Hoffnung, dass die jährliche Inflationsrate in den kommenden Monaten schneller auf das Ziel von 2% zurückgehen und das Haushaltsdefizit unter Kontrolle gebracht werden dürfte. Aus unserer Sicht gibt es jedoch keine ausreichenden Anhaltspunkte, um diese optimistische Einschätzung zu teilen. **Die Ökonomen der DZ BANK prognostizieren einen Rückgang der Inflation auf 2,3% zur Jahresmitte und einen Verbleib auf diesem Niveau. Das Haushaltsdefizit dürfte von 4,8% des BIP im Jahr 2025 auf 3,4% im Jahr 2026 sinken.** Dieser Rückgang wäre jedoch kaum beeindruckend.

Das GBP ist zwar solide ins Jahr gestartet, seine Stabilität ist jedoch fraglich

Die geldpolitische Lockerung der Bank of England (BoE) im Jahr 2025 in Form von vier Senkungen des Leitzinses um jeweils 25 Basispunkte basierte auf der Prognose, dass die Inflation mittelfristig wieder auf das Ziel von 2% (J/J) zurückgehen würde. Die jährliche Inflation hat sich jedoch als hartnäckig erwiesen und liegt aktuell immer noch bei 3,4%. Aus technischen und statistischen Gründen ist in der ersten Hälfte des Jahres 2026 ein deutlicher Rückgang nahezu garantiert. Das Erreichen des Ziels in diesem Jahr wäre dennoch eine Überraschung. Das Lohnwachstum von über 4% (J/J) gibt weiterhin Anlass zur Sorge – insbesondere angesichts eines Arbeitsmarktes, auf dem seit vielen Monaten die Nachfrage nachlässt, während das Angebot steigt.

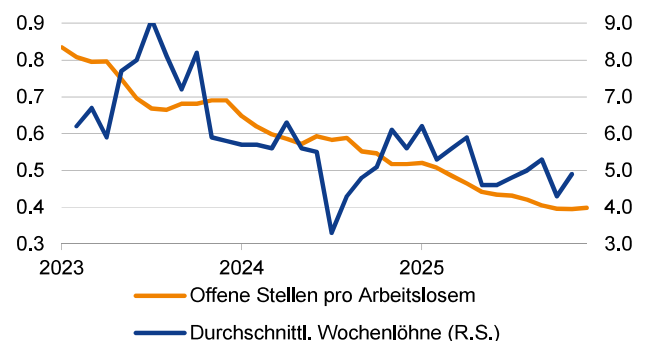
Die Inflation ist hartnäckig und dürfte auch im Jahr 2026 über dem Zielwert liegen

Wie schnell die Inflation das Ziel erreicht, wird ein entscheidender Faktor für die Geldpolitik im Jahr 2026 sein
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Arbeitsmarkt kühlt sich weiterhin allmählich ab, doch die Lohnsteigerungen bleiben für die BoE auf hohem Niveau
Lohnwachstumsrate in % (J/J) (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Daher prognostizieren wir für 2026 eine geringere Lockerung durch die BoE als 2025, mit lediglich einer Reduzierung um 25 Basispunkte in der ersten Jahreshälfte. Für das kommende Jahr wird erneut nur ein **Wirtschaftswachstum von knapp 1% gegenüber dem Vorjahr erwartet**. Zudem sind nach mehr als einem halben Jahr noch immer nicht alle Details des wichtigen Handelsabkommens mit den USA fertig ausgehandelt. Bei der Konjunktur

Verglichen mit 2025 werden 2026 deutlich weniger Zinssenkungen durch die BoE erwartet

überwiegen die Risiken eines niedrigeren Wirtschaftswachstums. Ein größeres Defizit im Haushalt und mehr Schulden dürften die Folge sein – in einer Zeit, in der der Spielraum für eine weitere Erhöhung der Steuerlast aufgrund der Steuererhöhungen der letzten beiden Haushalte begrenzt ist. Die Steuerlast befindet sich auf dem höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg.

Angesichts einer mehr oder weniger stagnierenden britischen Wirtschaft, moderater Zinssenkungen durch die BoE, die mit der Fed-Prognose der DZ BANK vergleichbar sind, sowie eines stabilen Kurses der EZB dürfte das britische Pfund gegenüber dem Euro etwas an Wert verlieren und auf einen Kurs von knapp über 0,90 GBP fallen. Demgegenüber scheint eine Seitwärtsbewegung des GBP-USD-Kurses bei knapp über 1,30 USD wahrscheinlich. Unerwartete geopolitische Spannungen könnten diese Prognose jedoch durchkreuzen und zu hoher Volatilität führen. Zuletzt war die Volatilität auf den niedrigsten Stand der letzten zwölf Monate gefallen. Der in den ersten Wochen des Jahres vorherrschenden optimistischen Sichtweise auf das Pfund und Großbritannien fehlt zweifellos eine solide Grundlage. Dadurch könnte das Pfund anfällig für Veränderungen der Anlegerstimmung werden.

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

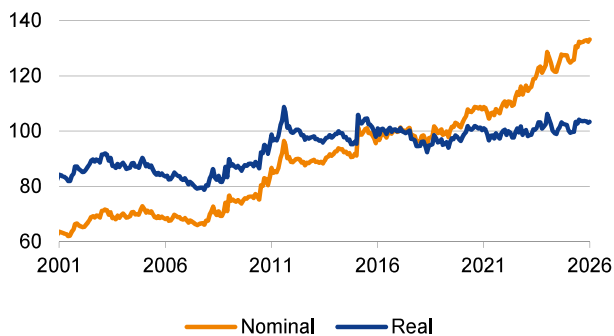
Die schleppende Konjunktur und die lockere Geldpolitik dürften das GBP 2026 kaum zu einer starken Währung machen

Schweiz: Franken als letzter Sicherer Hafen? Nicht mit der SNB!

Dem Schweizer Franken ist einfach keine Ruhe gegönnt. Gerade erst hat er sich von den Handelsstreitigkeiten des letzten Jahres erholt, jetzt ist er wieder in seiner Rolle als Sicherer Hafen gefragt ... und das mehr denn je. **Geopolitischer Größenwahn des US-Präsidenten, Zolldrohungen gegen die EU, Ausverkauf am japanischen Rentenmarkt ... um die anderen Safe-Haven-Währungen ist es nicht gut bestellt – und das diesmal auch noch gleichzeitig.** An globalen Turbulenzen hat es auch in den letzten Jahre nicht gefehlt, es gab aber mehr Zufluchtsorte als „nur“ den Schweizer Franken (und Gold). **Die Schweiz steht weder weltpolitisch im Epizentrum noch leidet sie unter einer haushaltspolitischen Schieflage.** Dass sie handelspolitisch im letzten August unter Beschuss kam, war eher ein Versehen aufgrund ungeschickter Diplomatie als erklärte Agenda des US-Präsidenten. Die jüngsten **Entwicklungen um Grönland könnten daher auch für den Schweizer Franken zur Grundsatzfrage werden: Wie viel Franken-Aufwertung aufgrund geopolitischer Risiken ist die Schweizer Notenbank bereit zu akzeptieren?** EUR-CHF ist bis 0,9255 CHF eingebrochen ... eine klare Richtung, aber sicher noch keine übermäßige Bewegung. Sollten sich die Spannungen allerdings nicht legen, dürften weitere Kursgewinne der Alpenwährung nahezu unausweichlich sein.

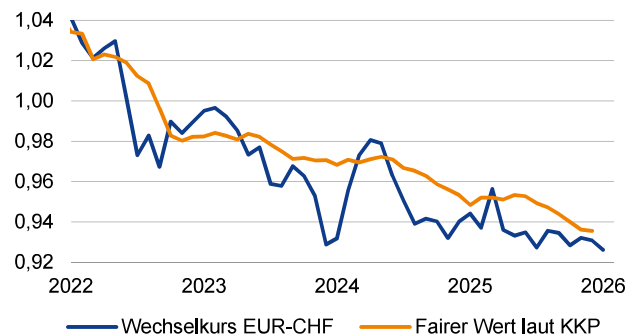
Ein Sicherer Hafen ohne Schuldenprobleme, Zollsorgen und unkalkulierbare Regierung

Eine Frage der Perspektive? SNB interpretiert den Franken als „stabil“ Handelsgewichteter Franken: reale und nominale Entwicklung



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Hier geht es fair zu! EUR-CHF und fairer Kurs gemäß Kaufkraftparität



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

An dieser Stelle kommen die Schweizer Währungshüter ins Spiel. Während wir aufgrund der importierten Deflationsgefahr durchaus besorgt sind, übt sich die SNB in Zweckoptimismus. Notenbankchef Schlegel räumt ein, dass es eine **hohe Wahrscheinlichkeit für einige negative Inflationswerte in diesem Jahr** gibt. In ein paar Monaten mit fallenden Preisen sehe er aber kein Problem, da das Inflationsziel mittelfristig ausgerichtet sei. Das Instrument negativer Leitzinsen will er sich für größere Schocks aufsparen. **Wir mutmaßen, dass die Sorge über die Preisentwicklung auch in den Reihen der SNB größer ist als diese Sätze suggerieren.** Vielleicht ein strategisch cleverer Schachzug, nicht nur die nächste **Zinssenkung, sondern auch (Verbal-)Interventionen gegen die Franken-Aufwertung aufzusparen, bis sie wirklich erforderlich werden, damit sie sich nicht abnutzen.** In den kommenden Wochen sollte EUR-CHF mit der globalen Risikoaversion steigen und fallen. In der langfristigen Perspektive sehen wir moderates Aufwärtspotenzial für das Währungspaar. Zwar dürfte sich der Euro am deutschen Fiskalpaket erfreuen und global zur Stärke neigen; dies schlägt sich aber nur mit Abstrichen in EUR-CHF nieder. **Ein Blick auf die Kaufkraftparität bestätigt unsere zurückhaltende 12M-Prognose von 0,95 CHF, die fast eine Punktlandung auf dem fairen Niveau impliziert.**

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

Zinssenkungen und (Verbal-) Interventionen = Instrumente für schlechtere Zeiten

Australien & Neuseeland: AUD und NZD positiv gestimmt

Seit Jahresbeginn sind der **australische und der neuseeländische Dollar die am stärksten performenden Währungen innerhalb der G10**. Insbesondere beim australischen Dollar wird ersichtlich, dass **dessen Kursgewinne** trotz der jüngsten geopolitischen Widrigkeiten vor allem durch die **Risk-on-Stimmung** an den Aktienmärkten getrieben wurden (der „Kiwi“ dürfte auch von den überwiegend positiven Datenveröffentlichungen aus Neuseeland profitiert haben; siehe unten). Zuvor wurde der „Aussie“ von der „hawkishen“ **Zinsentscheidung der Reserve Bank of Australia (RBA) im Dezember** und der anschließenden Glättstellung von spekulativen Short-Positionen (bzw. der Erhöhung von Long-Positionen) auf den Devisenterminmärkten beflügelt. Laut RBA-Gouverneurin Bullock sind weitere Zinssenkungen nicht nur unwahrscheinlicher geworden, vielmehr könnten auch Zinserhöhungen Thema für 2026 werden. Aktuell implizieren die Cash Rate Futures

AUD und NZD dominieren seit Jahresbeginn das G10-Ranking; Kursgewinne dank Risk-On-Stimmung

bis Dezember 2026 Zinserhöhungen um 50 Bp, sprich **zwei Zinserhöhungen sind vollständig in den Geldmarktterminalsätzen eingepreist.**

Wir halten diese **Einschätzung des Marktes allerdings für übertrieben** und sehen immer noch, wenngleich mit einer **geringeren Wahrscheinlichkeit, geldpolitischen Lockerungsspielraum**. Wir rechnen daher nach wie vor mit einer **finalen Zinssenkung** bis zu einer Terminal Rate von 3,35%, diese dürfte aber **frühestens in den Sommermonaten** erfolgen. Dies basiert vor allem auf einer wesentlich optimistischeren Prognose hinsichtlich des weiteren Disinflationsprozesses in den kommenden Monaten im Gegensatz zur Konsensschätzung und den RBA-Projektionen von November. So gehen wir davon aus, dass die Gesamtinflationsrate im zweiten Quartal 2026 mit 3,2% (alles J/J) nur noch knapp oberhalb des RBA-Inflationsziels liegen sollte, während die RBA mit 3,7% bzw. der Konsens aktuell mit 3,6% rechnet. Der erste **Rückgang im November sowohl der Gesamtinflation als auch der von der Notenbank beobachteten Trimmed-Mean-Inflation** seit Juni ist zumindest ein **Schritt in die richtige Richtung**. Sollten allerdings die Inflationszahlen im Schlussquartal (Veröffentlichung: 28. Januar) unsere Erwartungen deutlich übertreffen, könnte unsere aktuelle Inflationsprognose ins Schwanken geraten – und folglich auch die von uns unterstellte Zinssenkung unwahrscheinlicher werden. Die zuletzt starken Arbeitsmarktdaten von Dezember, bei der die **Arbeitslosenquote von 4,3% auf 4,1% sank**, bergen die Gefahr, **höheren Lohndruck zu erzeugen**.

Finale RBA-Zinssenkung, wenn Disinflationsprozess wie erwartet fortschreitet, weiterhin realistisch

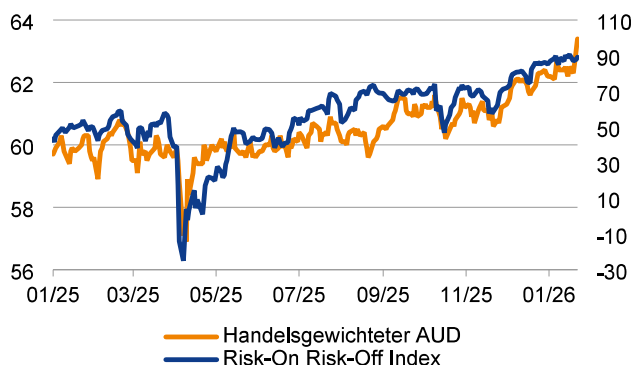
Gefahr von erhöhtem Lohndruck angesichts Resilienz des Arbeitsmarktes

Dem australischen Dollar trauen wir angesichts der weiterhin **sehr robusten Wachstumsaussichten (BIP-Prognose der DZ BANK für 2026: 2,5%)** gegenüber einem schwächelnden US-Dollar weiterhin Kursgewinne zu. Nach einem relativ schwachen BIP-Wachstum im dritten Quartal um +0,4% (Q/Q) dürfte die **konjunkturelle Dynamik in den kommenden Quartalen stetig zulegen**. Insbesondere die **jüngsten Anzeichen der Erholung des privaten Konsums** geben dabei Anlass zur Hoffnung. Das Auspreisen der unseres Erachtens übertriebenen Zinserhöhungsfantasien für die RBA sowie die für Chinas Verhältnisse relativ trüben Konjunkturaussichten in diesem Jahr begrenzen jedoch das Aufwertungspotenzial des „Aussies“.

AUD dürfte von starken Wachstumsaussichten profitieren

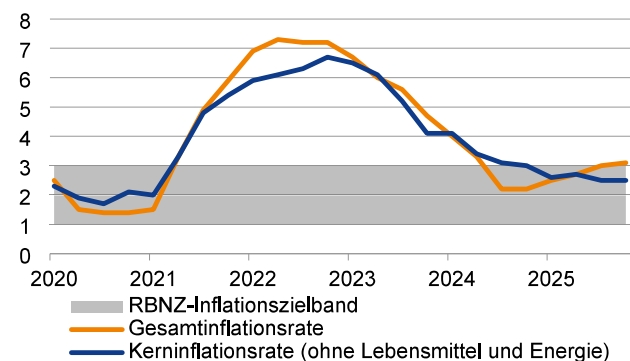
Auspreisen der übertriebenen Zinserhöhungserwartungen und trübere Konjunkturaussichten in China sind AUD-Belastungsfaktoren

AU: Australischer Dollar profitiert von Risk-On-Stimmung
Handelsgewichteter AUD (L.S.), Index für Risikoaversion (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Kerninflationsrate befindet sich weiterhin innerhalb des Inflationszielbandes
Inflationsraten je in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Neuseeland haben seit der letzten Zinsentscheidung, bei der die dortige Notenbank (RBNZ) bei einem Leitzinsniveau von 2,25% das Ende ihres Senkungszyklus signalisiert hatte, Datenveröffentlichungen überwiegend auf der positiven Seite überrascht. Allen voran **stieg das Bruttoinlandsprodukts** – nach dem deutlichen Rückgang im zweiten Quartal – **im dritten Quartal mit +1,1% (Q/Q) signifikant und stärker als marktseitig erwartet** (Konsens: +0,9% Q/Q) an. Aber auch ein Großteil der **(Früh-) Indikatoren für das Schlussquartal 2025 deutet auf eine weiterhin positive Konjunkturdynamik hin**: So stieg das **Geschäftsklima zuletzt auf den höchsten Stand seit 30 Jahren**, während sich die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deutlich erholten. Mittlerweile liegen sowohl der PMI für das Verarbeitende Gewerbe als auch der für die Dienstleistungen wieder über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Zudem zeigte der monatliche Beschäftigungsindikator im November den höchsten Anstieg seit April 2023 und weitere **Erholungsanzeichen des Arbeitsmarktes** lieferte die vierteljährliche Unternehmensumfrage (QSBO), bei denen die Einstellungsabsichten neuseeländischer Unternehmen einen deutlichen Anstieg verzeichneten. **Die Gesamtinflation hat sich zwar im Schlussquartal 2025 mit 3,1% von zuvor 3,0% (je J/J) entgegen den allgemeinen Markterwartungen beschleunigt**, dennoch sind wir überzeugt, dass die Inflation in Jahr 2026 sukzessive nachlassen sollte (siehe unten). Zumal verharrte die **Kerninflation ohne Lebensmittel und Energie unverändert bei 2,5% (J/J) und blieb somit innerhalb des RBNZ-Inflationszielbandes**.

Die Bandbreite an positiven Überraschungen haben in den letzten Wochen zum Einpreisen marktseitiger Zinserhöhungsfantasien für die RBNZ zum Ende des Jahres geführt, wovon auch der neuseeländische Dollar zeitweise profitieren konnte. Die seit dem 1. Dezember im Amt befindliche neue RBNZ-Gouverneurin Anna Brehm hat den Zinserhöhungserwartungen jedoch bereits einen ersten Dämpfer erteilt: „**Wenn sich die wirtschaftlichen Bedingungen wie erwartet entwickeln, dürfte der Leitzins noch einige Zeit auf seinem derzeitigen Niveau bleiben**“, so Brehm.

Angesichts unserer Erwartung einer nachlassenden Inflation über den gesamten Prognosehorizont halten wir die Zinserhöhungserwartungen ebenfalls für verfrüht. So dürfte der Preisdruck bei den Lebensmitteln, die einen hohen Anteil am neuseeländischen Verbraucherpreiswarenkorb ausmachen, in diesem Jahr weiter nachlassen. Aber auch die trotz der zuletzt anziehenden Konjunkturdynamik **negative Produktionslücke sollte den Disinflationsprozess** begünstigen. Folglich rechnen wir **erst ab kommendem Jahr mit den ersten Zinserhöhungen** durch die neuseeländischen Währungshüter. Was die weitere **Entwicklung des neuseeländischen Dollars betrifft, so sollten neben dem sich verbessernden makroökonomischen Umfeld** auch der Abbau des signifikanten NZD-Netto-Short-Überhangs als zusätzlicher Katalysator für Kursgewinne wirken (Stichwort: Short Squeeze).

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

Kanada: Konjunkturlage präsentiert sich zwar ruhig, aber nicht in Winterstarre

Zu Beginn des Winters gab es Anzeichen für eine Verlangsamung der kanadischen Wirtschaft: Während das monatliche BIP-Wachstum im Juli noch bei 1,3% (M/M) lag, betrug es im Oktober nur noch 0,4%. Dennoch zeigten die Einkaufsmanagerindizes

Neuseelands Wirtschaft wächst wieder

(Früh-) Indikatoren zeichnen positives Konjunktur Bild: Geschäftsklima auf 30-Jahres-Hoch, PMIs im expansiven Bereich

Gesamtinflation steigt in Q4 2025 unerwartet an, Kernrate weiterhin innerhalb des Inflationszielbandes

Frisch ernannte RBNZ-Gouverneurin Anna Brehm erteilt Zinserhöhungsfantasien einen Dämpfer

RBNZ dürfte Leitzins in 2026 unverändert bei 2,25% belassen

NZD dürfte von konjunktureller Erholung beflügelt werden

Anzeichen für eine konjunkturelle Belebung in den kommenden Monaten

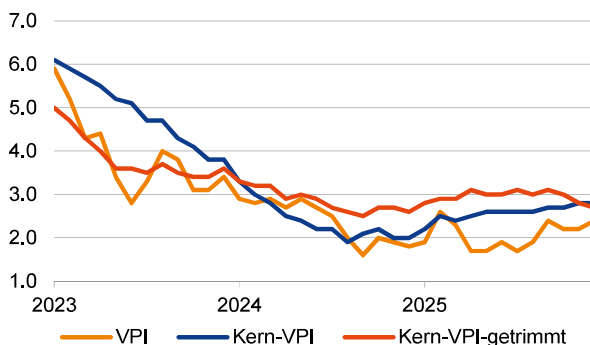
für Dezember einen Aufschwung sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor. Auch die Zinssenkungen der Bank of Canada (BoC) im Jahr 2025 haben sich noch nicht vollständig auf die Wirtschaft niedergeschlagen – wenn man davon ausgeht, dass die Hälfte der erwarteten Auswirkungen mit der üblichen Verzögerung von sechs Monaten eintritt. Nachdem die Zinsen im Herbst zweimal um jeweils 25 Basispunkte gesenkt wurden, werden sich die positiven Effekte für die Wirtschaft wohl erst im Jahr 2026 bemerkbar machen. **Auf handelspolitischer Ebene** sind die Beziehungen zur Trump Administration zwar weiterhin angespannt, doch sollen noch in diesem Jahr Verhandlungen zur Erneuerung des Freihandelsabkommens zwischen den USA, Mexiko und Kanada stattfinden. Währenddessen besuchte der kanadische Premierminister Carney Mitte Januar China (nach einer angespannten diplomatischen Beziehung seit 2017). Im Rahmen des strategischen Plans zur Verringerung der Abhängigkeit vom Handel mit den USA unterzeichnete Carney ein eingeschränktes Handelsabkommen. Auch wenn dies in diesem Jahr vermutlich keine wesentlichen Auswirkungen auf die kanadische Wirtschaft haben wird, so ist es doch ein Ausgangspunkt für bessere Handelsbeziehungen.

Auswirkungen der Zinssenkungen noch nicht spürbar

Was die Inflation und die Geldpolitik betrifft, so hielt die Bank of Canada die Inflation im Jahr 2025 innerhalb der Zielbandbreite von 1–3 % und wird dies voraussichtlich auch im Jahr 2026 erfolgreich tun. Basierend auf den aktuellen Prognosen der DZ BANK, die ein Wirtschaftswachstum von 1,2% (J/J), eine Inflation von 2,3% (J/J) sowie eine Arbeitslosenquote von 6,8% (gegenüber 7% in 2025) vorsehen, scheint es sehr wahrscheinlich, dass die BoC ihren Leitzins bis zum Ende des Jahres bei 2,25% belassen wird. **Die jüngste Mäßigung bei den Lohnabschlüssen trägt ebenfalls dazu bei, Sorgen über eine kosteninduzierte Inflation zu zerstreuen.**

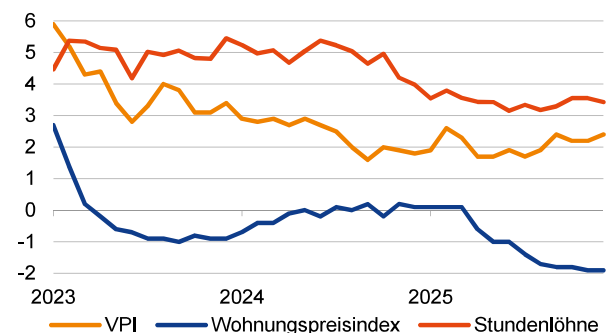
Die BoC kann ihre Geldpolitik unverändert lassen, da die Inflation unter Kontrolle ist

Die Inflation liegt innerhalb des Zielkorridors von 1–3 % und dürfte auch in 2026 dort verharren – eine gute Nachricht für die BoC
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die durchschnittlichen Stundenlöhne haben sich von ihrem Tiefstand in 2025 erholt, angesichts der erneut sinkenden Arbeitslosigkeit ist ein erheblicher Abwärtsdruck unwahrscheinlich
in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Diese Kombination verschiedener makroökonomischer Faktoren hat keine Auswirkung auf den kanadischen Dollar, was bedeutet, dass die relative Performance am Devisenmarkt derzeit eher von anderen Währungspaaren beeinflusst wird. **Hinzu kommen die geopolitischen Risiken im Zusammenhang mit dem US-Dollar. Dies dürfte in den kommenden Wochen zu volatilen Marktbedingungen führen.** Da die US-Notenbank jedoch voraussichtlich im Laufe des Jahres 2026 die Zinsen um weitere 50 Bp senken wird, könnte der US-Dollar gegenüber dem kanadischen Dollar auf 1,30 CAD fallen. Andererseits dürften die

Am Devisenmarkt werden die kanadischen Fundamentaldaten vermutlich keine große Rolle spielen

Prognosen für ein stärkeres Wirtschaftswachstum im Euroraum dazu beitragen, dass der EUR-CAD in den kommenden Monaten in Richtung 1,60 CAD ansteigt.

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

Skandinavien: Leitzinssenkungen nur noch in Norwegen

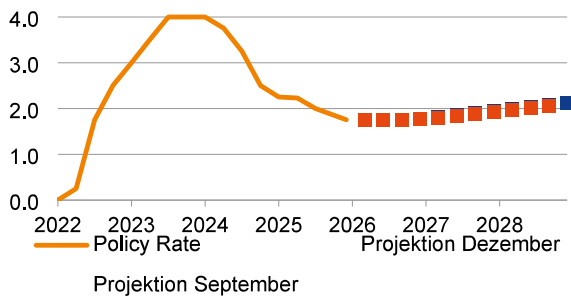
Im September hatte die Riksbank überraschend die Zinsen gesenkt und damit die zuvor für das Jahresende angekündigte Zinssenkung zeitlich vorgezogen. Notenbankchef Erik Thedéen stellte klar, dass der Zinspfad signalisiert, dass in diesem Zyklus keine Zinssenkung mehr kommen wird – also ein „hakwish cut“ mit der Ankündigung, dass der Zinssenkungszyklus beendet ist. **Der Zinspfad der schwedischen Notenbanker signalisiert sogar, dass der nächste Schritt nach oben gerichtet ist.** Denn die Prognose geht davon aus, dass der Leitzins bis zum letzten Quartal 2026 unverändert bleibt und dann langsam angehoben wird. Diese Haltung bestätigte die Riksbank auf ihrer Sitzung im November als auch im Dezember. Die Aussichten für die schwedische Wirtschaft haben sich verbessert, die Erholung ist in Gang gekommen und dürfte sich in den kommenden Quartalen fortsetzen, denn es gibt durchaus positive Signale. Die Einkaufsmanagerindizes sind in den letzten Monaten gestiegen und liegen nun deutlich über der 50-Punktemarke (Verarbeitendes Gewerbe 55,3 Punkte, Dienstleistungen 56,7 Zähler). Das Vertrauen unter den Verbrauchern und in der Industrie steigt, das Wachstum war im dritten Quartal mit 2,6% (J/J) überraschend stark und die Inflation liegt mit 2,1% (CPIF J/J) nur noch hauchdünn über der 2%-Zielmarke. Die Zinssenkungen der Riksbank von 4% auf mittlerweile 1,75% dürften zunehmend ihre Wirkung auf die Wirtschaft entfalten, genauso wie die expansive Fiskalpolitik im Vorfeld der Parlamentswahlen im September. **Die Inflationsentwicklung und der wirtschaftliche Ausblick rechtfertigen auf absehbare Zeit weder Zinssenkungen noch Zinserhöhungen, sofern keine externen Schocks auftreten.**

Ziel erreicht: Inflation an der 2%-Wunschmarke

Die schwedische Krone war in den letzten Quartalen einer der Outperformer unter den G10-Währungen. Sie hat ihre Unterbewertung der letzten Jahre zu einem guten Teil wettgemacht. Da aber auch die EZB auf absehbare Zeit stillhalten wird und in beiden Währungsräumen die Wirtschaft leicht anziehen dürfte, hat die Krone mittlerweile wohl das meiste Aufwärtspotenzial hinter sich. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Riksbank die Zinsen im Verlauf des Jahres 2026 unverändert belassen wird. **Trotz der jüngsten Erholung im Zuge der rückläufigen Risikoaversion erwarten wir, dass auf Sicht von drei Monaten die Krone bei 10,70 EUR-SEK notieren wird.**

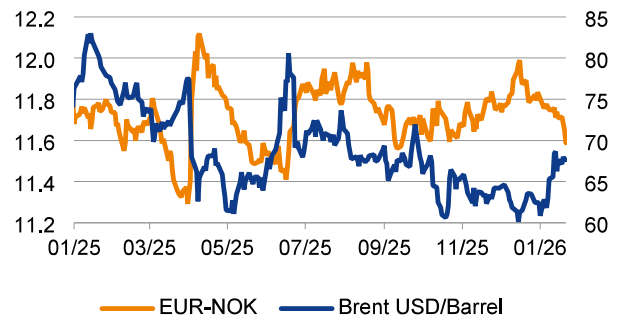
Schwedische Krone auf Sicht von drei Monaten bei 10,70 EUR-SEK erwartet

Schweden: Leitzinsprojektionen wieder aufwärtsgerichtet
in %



Quelle: Riksbank

Norwegens Krone wird vom Rohölpreisanstieg unterstützt
LS: EUR-NOK; RS: Brent USD/Barrel



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

In Norwegen sind die Grundlagen für ein robustes Wachstum in diesem Jahr weiterhin vorhanden und sollten der Wirtschaft helfen, die schwache Entwicklung im dritten Quartal abzuschütteln. Während dieses Zeitraums verzeichnete die Wirtschaft ohne die Offshore-Aktivitäten ein Miniwachstum von lediglich 0,1% (Q/Q). Eine lockere Fiskalpolitik wird sowohl den öffentlichen als auch den privaten Konsum unterstützen. Doch Unsicherheiten, die sich aus globalen Handelsstörungen ergeben, dürften die Unternehmensinvestitionen hemmen. Auf Jahresbasis stieg die Inflationsrate im Dezember um 0,2 Prozentpunkte auf 3,2%. Wir halten an unserer Prognose fest, dass die Gesamtinflation im Jahr 2026 auf 2,7% nachlässt. **Die Kerninflation, die zentrale Zielgröße für die Zentralbank, dürfte sowohl 2026 als auch 2027 über der zwei %-Marke bleiben.** Die gestrige geldpolitische Sitzung der Norges Bank verlief recht ereignislos. Wie wir erwartet hatten, beließ die Zentralbank den Leitzins bei 4% und bekräftigte ihre Absicht, keine übereilten geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen zu ergreifen. Gouverneurin Bache erklärte, die Zentralbank habe „keine Eile, die Zinsen zu senken. Die Kerninflation dürfte im Durchschnitt deutlich über dem Zielwert der Norges Bank von 2% liegen und die Konjunktur verbessere sich.“ **Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Norges Bank die Zinsen erst im Sommer erneut senken wird.** Der Rohölpreis ist in der ersten Januarhälfte angestiegen, zeitweise auf Notierungen über 68 USD/Barrel. Beim Rohölpreis dürfte sich auf Sicht der nächsten Monate ein Rückgang auf 65 USD einstellen, von der auch die Krone ein Stück weit belastet werden sollte. Auch bei Norwegens Krone hat die rückläufige Risikoaversion zu einer Aufwertung gegenüber dem Euro geführt. **Wir gehen auf Sicht von drei Monaten bei EUR-NOK aber wieder von Notierungen um 11,70 NOK aus.**

Kerninflation dürfte sowohl 2026 als auch 2027 über der zwei Prozent-marke bleiben

Norges Bank dürfte den Leitzins erst im Sommer weiter senken

Krone-Notierungen im Bereich von 11,70 EUR-NOK erwartet

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitische Änderungen im Blick

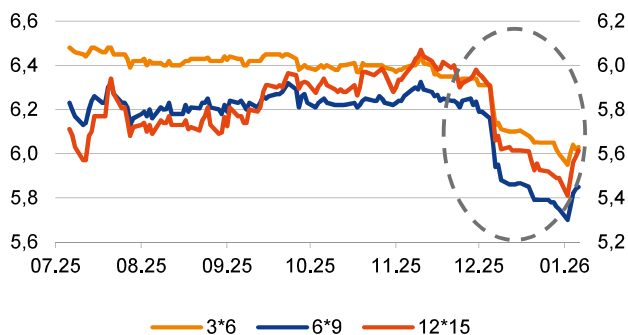
Auch zu Beginn des neuen Jahres präsentieren sich die CE3-Währungen gegenüber dem Euro in solider Verfassung. **Neben der weiteren Aufwertung von Euro-Dollar sind es nach wie vor die eingeschlagenen geldpolitischen Marschrichtungen der dortigen Notenbanken, welche das Geschehen von Zloty und Co. maßgeblich prägen.** Allerdings hat es mit Blick auf die erwarteten geldpolitischen Gangarten seit der Veröffentlichung des letzten Devisen-Monthlys Neuerungen gegeben, welche auch an den entsprechenden Währungen nicht spurlos vorüber gegangen sind.

Geldpolitik weiterhin mit spürbarem Einfluss

Nehmen wir diesbezüglich zunächst die ungarische Geldpolitik näher unter die Lupe. Hier hat die dortige Notenbank (MNB) bei ihrer letzten Sitzung im Dezember die Leitzinssenkungsgeister geweckt, nahm sie doch u.a. ihre Inflationsprojektionen für 2026 nach unten. Zudem schlug MNB-Chef Varga bei der anschließenden Pressekonferenz einen zurückhaltenderen Ton an und hob ebenfalls die niedrigeren Inflationserwartungen sowie die nun ausgewogeneren Risiken hervor. Dass die MNB, welche den Leitzins seit September 2024 unverändert bei 6,50% belässt, damit beginnen könnte, die geldpolitischen Zügel zeitnah etwas zu lockern, nahm der Forint in einer ersten Reaktion mit Unmut zur Kenntnis. So bot ihm doch der Leitzinsschutzschild über weite Strecken des vergangenen Jahres treue Dienste und ließ potenzielle HUF-belastende Faktoren wie z.B. das fragile Wachstum oder die fiskalischen Risiken an Schrecken verlieren. **Wir gehen nun davon aus, dass die MNB bei ihrer Sitzung am 27. Januar den ersten Senkungsschritt erneut verbal vorbereiten und dann im Rahmen der Zinssitzung am 24. Februar den Leitzins moderat um 25 Bp nach unten nehmen wird. Hierbei ist mit einem sog. „hawkish cut“ zu rechnen. Wenngleich diese umsichtige Lockerung aus fundamentaler Sicht gerechtfertigt ist, so dürften sich Spekulationen, dass dieser Schritt im Vorfeld der Parlamentswahl (April) auch politisch motiviert sein könnte, kaum vermeiden lassen. **Während auf kurze Sicht von geldpolitischer Seite nun ein Großteil eingepreist sein sollte, könnten die politische Unsicherheit im Vorfeld der Wahl und der politische Druck auf die MNB den Forint auf kurze Sicht erneut verunsichern.****

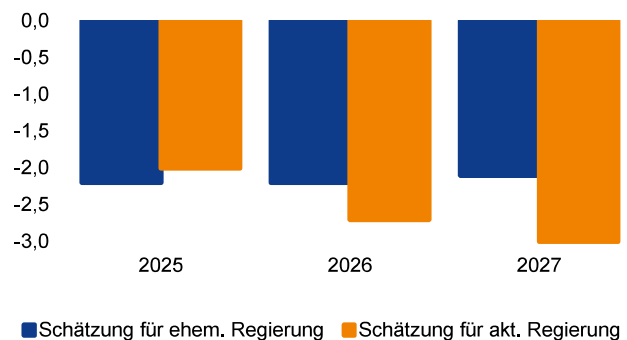
MNB hat die Leitzinssenkungsgeister geweckt

Ungarische Notenbank weckte Ende 2025 die Leitzinssenkungsgeister
Verschiedene HUF-FRA-Notierungen in %, LS: 3*6, 6*9, RS: 12*15



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Neue Babiš-Regierung: Umsetzung der Wahlversprechen kostet Geld
Tschechisches Budgetdefizit in %/BIP



Quelle: Oxford Economics, DZ BANK

Die polnische Notenbank (NBP) hat den Leitzins im Januar zwar unverändert bei 4,00% belassen, nachdem sie die geldpolitischen Zügel im vergangenen Jahr um insgesamt 175 Bp gelockert hatte. **Allerdings zeigte sich NBP-Chef Glapinski zu Beginn des neuen Jahres etwas „dovisher“.** So ließ er u.a. wissen, dass der zu beobachtende Rückgang der Inflation dauerhaft sei und dass es noch etwas Spielraum für weitere Leitzinssenkungen gebe. **Hierbei stellte er den Bereich um 3,50% als mögliches Zielniveau in Aussicht.** Marktseitig haben infolge dieser Einschätzungen die Leitzinssenkungserwartungen noch etwas an Kontur gewonnen, und auch wir haben unsere polnische Leitzinsprognose revidiert. Nachdem wir bislang davon ausgegangen waren, dass die auf Sicht von drei Monaten erwartete Senkung um weitere 25 Bp auf dann 3,75% die letzte gewesen sein dürfte, prognostizieren wir nun auf Sicht von sechs Monaten eine letzte Lockerung auf 3,50%. Damit sollte der Senkungszyklus zu Ende sein. **Was den Zloty betrifft, so dürfte er sich von den noch prognostizierten Leitzinssenkungen nicht nachhaltig verunsichern lassen.** Denn nicht nur, dass diese nach den Ausführungen von Glapinski bereits marktseitig weitgehend eingepreist sein sollten. Hinzu kommt, dass bei einem Ende des Senkungszyklus bei 3,50% das Leitzinsniveau im historischen Vergleich (das durchschnittliches Leitzinsniveau der letzten zehn Jahre lag bei knapp 3%) immer noch recht hoch und damit weiterhin Zloty-stützend wäre.

NBP-Chef Glapinski zeigte sich zuletzt etwas „dovisher“

Wir wenden uns nun der tschechischen Geldpolitik zu, wo jüngst ebenfalls eine Anpassung der Erwartungen erfolgte. Unsere bisherige Einschätzung ging davon aus, dass die tschechische Notenbank (CNB) ihr restriktives Leitzinsniveau angesichts der erhöhten Dienstleistungsinflation beibehalten würde. Gleichwohl erwarteten wir innerhalb eines Dreimonatszeitraums einen finalen moderaten Zinsschritt von 25 Basispunkten nach unten. Diese Prognose basierte auf zwei Hauptfaktoren: erstens der Annahme einer weiterhin starken Krone gegenüber dem Euro und zweitens unserer Erwartung, dass sich die Inflation im Jahresverlauf nahe der 2%-Marke (im Jahresvergleich) einpendeln würde. Obwohl wir grundsätzlich an unseren zugrunde liegenden Annahmen festhalten – nämlich einer anhaltend straffen Geldpolitik, einer robusten Krone und einer Inflation, die sich im Zielbereich der CNB bewegt – haben wir unsere dreimonatige Leitzinsprognose für revidiert. Konkret wurde der erwartete letzte Zinsschritt von 25 Bp gestrichen. **Wir sehen den Leitzinssenkungszyklus somit bereits auf dem aktuellen Niveau von 3,50% und damit früher als bislang erwartet als abgeschlossen an.**

Haushaltsrisiken beenden geldpolitischen Lockerungskurs

Die Anpassung unserer Prognose ist primär auf eine signifikante Zunahme der fiskalischen Risiken zurückzuführen. Diese Risiken, welche anfänglich als eher abstrakt zu bewerten waren, haben sich mit der Regierungsbildung und der Ablehnung des Haushaltsentwurfs der Vorgängerregierung durch die neue Koalition unter Ministerpräsident Babiš konkretisiert. Die aktuelle Regierungskoalition argumentiert, dass der von der ehemaligen Fiala-Regierung vorgelegte Haushaltsentwurf unzureichende Mittel zur Finanzierung zentraler Wahlversprechen bereitstellt. Diese Versprechen umfassen unter anderem substanzielle Mehrausgaben in den Bereichen Infrastruktur und Soziales sowie höhere Entlohnungen im öffentlichen Sektor. Schätzungen zufolge belaufen sich die zusätzlichen Ausgaben allein im laufenden Jahr auf etwa 100 Mrd. CZK. Parallel dazu ist mit einer Reduzierung der Steuereinnahmen zu rechnen, da die Babiš-Regierung nicht nur auf Steuererhöhungen verzichtet, sondern auch Steuerentlastungen, beispielsweise bei der Körperschaftssteuer für Unternehmen, in Aussicht gestellt hat. Daraus lässt sich ableiten, dass die Finanzierung dieser Wahlversprechen über die Legislaturperiode hinweg überwiegend durch eine höhere Neuverschuldung und weniger durch Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen erfolgen wird. **Trotz des erwarteten**

Höheres Budgetdefizit erwartet

Anstiegs des Budgetdefizits erachten wir eine erneute Straffung der geldpolitischen Zügel derzeit nicht für notwendig. Die tschechischen Staatsfinanzen bewegen sich weiterhin auf einem soliden Niveau, und die geplanten Mehrausgaben dienen nicht ausschließlich konsumtiven Zwecken, sondern weisen auch einen investiven Charakter auf, wie etwa Infrastrukturmaßnahmen.

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

Türkei & Südafrika: Inflationsentwicklung im Blickpunkt der Geldpolitik

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den Leitzins bei ihrer Januar-Sitzung um 100 Bp und damit etwas weniger als mehrheitlich marktseitig erwartet (-150 Bp) auf 37,00% gesenkt. Begründet wurde dieser Schritt mit dem weiter nachgelassenen Preisdruck, wobei zugleich u.a. die nach wie vor aus geldpolitischer Sicht zu hohen Inflationserwartungen als Risiko für den Disinflationsprozess hervorgehoben wurden. **Begleitet wurde die jüngste geldpolitische Entscheidung erwartungsgemäß erneut von einem „hawkishen“ Statement.** So wurde doch weiterhin die Notwendigkeit betont, die Geldpolitik so lange restriktiv zu belassen, bis Preisstabilität erreicht ist.

TCMB senkt Leitzins weniger als erwartet

Obwohl sich die Teuerung positiv entwickelt und ein weiterer Rückgang des Preisdrucks zu erwarten ist, dürfte die türkische Zentralbank (TCMB) ihren geldpolitischen Lockerungskurs mit Bedacht fortsetzen. Die aktuelle Teuerungsrate in der Türkei, die sowohl in der Gesamtrate als auch bei der Kerninflation bei etwa 31 % (im Jahresvergleich) liegt, ist nach wie vor erheblich vom Inflationsziel der Zentralbank von 5 % entfernt. Darüber hinaus wird für Januar generell mit einem vorübergehenden Anstieg der Preise gerechnet. Dieser dürfte neben saisonalen Lebensmittelpreissteigerungen auch durch die zum Jahreswechsel erhöhten Steuern auf Tabak, Alkohol und Kraftstoffe beeinflusst werden.

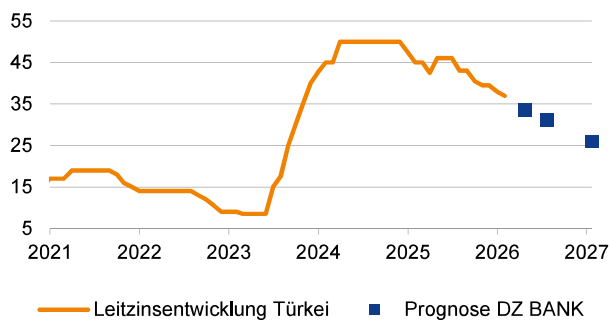
Inflation entwickelt sich in die richtige Richtung, dennoch bleibt geldpolitische Vorsicht geboten

Die türkische Lira hat die erneute Leitzinssenkung der TCMB letztendlich unbeeindruckt aufgenommen, wird doch marktseitig bereits seit längerem ein graduelles Voranschreiten des geldpolitischen Lockerungskurses erwartet. **Insgesamt prognostizieren wir für die Lira auch im laufenden Jahr eine defensive Haltung,** wobei der Wertverlust gegenüber dem US-Dollar voraussichtlich geringer ausfallen wird als im Vorjahr. Unsere Erwartung einer moderateren Abwärtsdynamik der Lira im Jahr 2026 ist primär auf die globale US-Dollar-Schwäche zurückzuführen. Jedoch werden weiterhin bekannte Einflussfaktoren wie die aus geldpolitischer Sicht weiterhin zu hohe Teuerung, der fortgesetzte Zyklus der Leitzinssenkungen sowie ein häufig volatiles Risikosentiment die Lira belasten. Zudem könnten im Jahr 2026 wiederholt Marktbedenken hinsichtlich der politischen Zukunft der Opposition und einer möglichen Einflussnahme von Staatspräsident Erdogan auf die Wirtschafts- und Geldpolitik des Landes aufkommen.

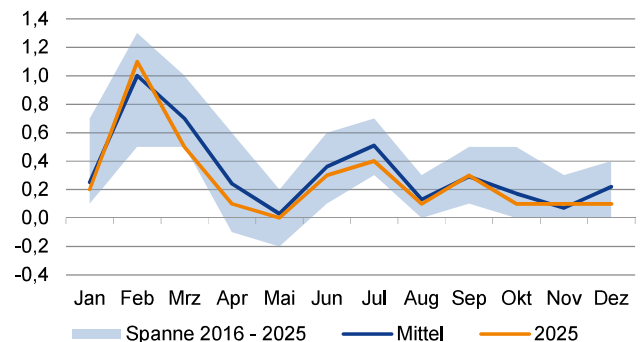
Abwärtsrisiken der Lira dürften weiterhin dominieren

TCMB dürfte ihren Leitzinssenkungskurs 2026 fortsetzen

Alle Werte in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Nächsten Monate für Erfolg von Südafrikas Inflationsziel entscheidend
Monatsveränderung in % der Kernrate ohne Energie, Nahrungsmittel

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrikas Geldpolitik steht vor drei wichtigen Monaten. Nachdem die South African Reserve Bank (SARB) Mitte letzten Jahres das neue **Inflationsziel** von 3,0% (J/J) nach zuvor 4,5% (J/J) ausgerufen hatte, muss sich nun zeigen, **wie glaubwürdig** dies ist. In einer vierteljährlichen Umfrage waren die Inflationserwartungen von Unternehmen und Gewerkschaften bereits deutlich gesunken, dies muss sich jedoch auch in den harten Zahlen niederschlagen. Üblicherweise erfolgen die gesamten Preisanpassungen im Laufe eines Jahres zu gut der Hälfte bereits in den ersten drei Monaten. Entsprechend müssten vor allem in den kommenden Monaten die Preiserhöhungen niedriger ausfallen als in der Vergangenheit. Die Notenbank steht bei ihrer Sitzung Ende des Monats vor der Frage, ob ihr die gesunkenen Inflationserwartungen für eine weitere Zinssenkung reichen. Die Inflationsrate selbst ist dagegen in den letzten Monaten tendenziell leicht gestiegen und erreichte im Dezember 3,6% (J/J) und die Kernrate legte auf 3,3% (J/J) zu. Diese Zahlen sprechen zwar eher für eine Pause, Notenbankgouverneur Kganyago sagte zuletzt jedoch, dass die Notenbank 2026 eine Inflationsrate im Bereich ihrer Zielgröße erwarte und weitere Zinssenkungen vom Inflationsausblick abhängen. Damit steht wohl **schon kurzfristig eine weitere Lockerung von derzeit 6,75% auf dem Programm**. Anschließend ist jedoch auch wieder eine Zinspause möglich. Bei den Inflationsaussichten sind wir nicht so optimistisch wie die Notenbank, sodass sich die SARB im Jahresverlauf bei etwas hartnäckigeren Preiszahlen mit weiteren Zinsschritten Zeit nehmen dürfte.

Schon bald Zinssenkung in Südafrika, gefolgt von längerer Pause

Für den Rand sind in den letzten Monaten **inländische Faktoren weniger wichtig** gewesen. Die Welt erscheint immer unsicherer und in ihrer Sorge um die Zukunft eilen immer mehr Anleger in die sicheren Anlagen. Franken und Yen sind dabei nicht mehr die uneingeschränkten alleinigen Profiteure. Einige Emerging Market Währungen, wie auch der Rand, die eigentlich in Phasen der Unsicherheit verlieren, gehören aktuell zu den Gewinnern. Als **erste Ursache für die Rand-Stärke lässt sich Gold ausmachen**, das mit einem Rekordstand nach dem anderen glänzt. Noch dynamischer als der Goldpreis haben sich in den letzten 12 Monaten die Preise für andere Edelmetalle nach oben bewegt. Während der Goldpreis in Dollar um rund 75% zulegen konnte, war der Anstieg bei Platin mehr als doppelt so groß (154%). Der kräftige Preisanstieg sorgt für steigende Exporteinnahmen und dafür, dass die südafrikanische Handelsbilanz und die Leistungsbilanz deutlicher ins Plus drehen. Unsere Fachleute sehen für den Goldpreis noch Potenzial bis auf 5000 USD je Unze zum Jahresende. Für den Rand bedeutet dies zwar grundsätzlich eine gute Nachricht. Allerdings könnten Belastungen aus anderen Bereichen künftig wieder schwerer wiegen. Die **südafrikanische Regierung macht sich immer wieder bei der US-Regierung unbeliebt** und sieht sich daher bereits einem Strafzoll von 30%

Gold kann nicht dauerhaft die Probleme im Inland überstrahlen

ausgesetzt. Dieser gilt zwar nicht durchgängig, da insbesondere Edelmetalle ausgenommen sind, belastet aber vor allem die Fahrzeugindustrie und Teile der Landwirtschaft. Der US-Kongress hat zuletzt zwar beschlossen, das im letzten September ausgelaufene Freihandelsabkommen mit ausgewählten afrikanischen Ländern um drei Jahre zu verlängern, ob dieses Abkommen auch Südafrika wieder einschließt, ist der „Willkür“ Trumps ausgeliefert. Südafrika unterhält nach Einschätzung der USA zu enge Beziehungen zu Ländern wie Russland, China und dem Iran. **Innenpolitische Risiken gehen auch in diesem Jahr von der „Regierung der Nationalen Einheit“ aus**, die vom ANC dominiert wird. Ende des Jahres stehen Kommunalwahlen an, die eine besondere Bedeutung haben, da es zusammen mit den nationalen Wahlen (zuletzt 2024) nur zwei große Wahltermine jeweils alle 5 Jahre gibt. Es drohen dabei weitere Einbußen für den ANC. Anschließend oder vielleicht schon vorher könnte Präsident Ramaphosa als Parteivorsitzender abgesägt werden. Nach aktuellem Zeitplan steht eine Entscheidung über die Nachfolge Ramaphosas allerdings erst ein Jahr später an.

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

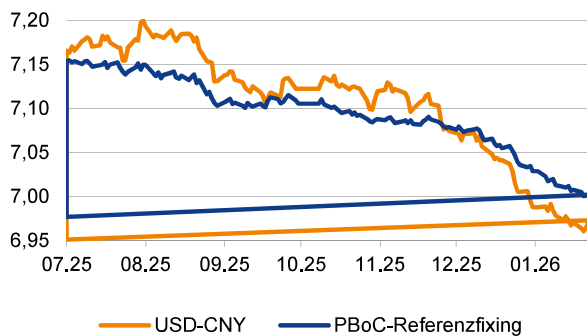
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Rekordüberschuss verleiht dem Yuan Flügel

Dank globaler USD-Schwäche und nachlassender Handelsspannungen kann Chinas Währung auf ein sehr erfolgreiches Jahr 2025 zurückblicken, das viele Yuan-Bären (uns eingeschlossen) eines Besseren belehrt hat. Zum Jahreswechsel hat **USD-CNY sogar die psychologisch wichtige Marke von 7,00 CNY unterschritten** und macht seitdem auch keine Anstalten, diesen Trend umkehren zu wollen. Verstärkt wurde die Entwicklung in den letzten Wochen durch eine **saisonal geprägte Jahresendnachfrage chinesischer Unternehmen nach Yuan**: Exporteure haben ihre USD-Einnahmen aus Auslandsgeschäften verkauft, u.a. für Bonuszahlungen vor dem chinesischen Neujahrsfest im Februar. Doch **auch die übergeordnete Yuan-Stärke seit Sommer hängt eng mit dem Exportsektor zusammen**. Im Jahr 2025 hat Chinas Außenhandel einen Rekordüberschuss von 1,2 Bio. USD erzielt, und das nicht trotz, sondern vielleicht gerade wegen des US-Handelsstreits. Der Außenhandel mit den USA ist zwar merklich eingebrochen, spielt aber längst nur noch eine untergeordnete Rolle. Stattdessen hat sich China neue Absatzmärkte erschlossen, wo eine Mischung aus Dumping-Preisen und Vorzieheffekten aus Angst vor neuen US-Zöllen die Lager gefüllt hat. Der Yuan profitiert nicht nur aus der eigentlichen Veröffentlichung der für die Märkte überraschend guten Exportzahlen, auch der stete Zustrom an Deviseneinnahmen bzw. der Umtausch dieser Einnahmen in heimische Währung führt zu einer Yuan-Nachfrage, die dem fundamentalen Umfeld der Volkswirtschaft eigentlich widerspricht.

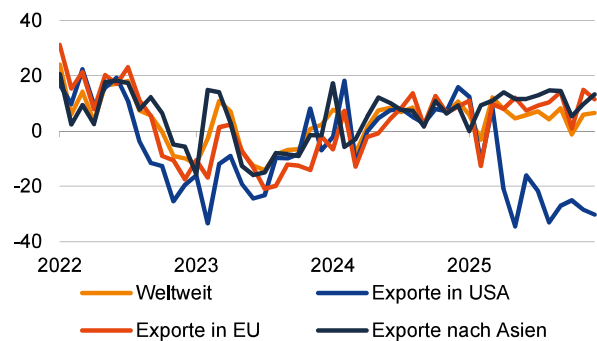
**Yuan-Aufwertung testet
Geduldsfaden der PBoC**

Peking versucht Aufwertung zu verlangsamen
Wechselkurs USD-CNY und täglicher Referenzkurs



Quelle: Bloomberg, PBoC, DZ BANK

Chinas subventioniertes Exportwunder sorgt für stetige CNY-Nachfrage
Exporte, in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

China hat sein offizielles Wachstumsziel von 5% im letzten Jahr erreicht; der Blick hinter die Kulissen dieser Daten offenbart jedoch eine weitaus fragilere Lage. Ohne die massiven, staatlich subventionierten Exportimpulse wäre die Wirtschafts- und Beschäftigungslage spürbar schwächer. **Um die Kreditvergabe zu beleben, könnte es in Kürze zu einer geldpolitischen Lockerung kommen.** Mitte Januar hatte die chinesische Notenbank (PBoC) auf die Notwendigkeit der Verstärkung antizyklischer Unterstützungsmaßnahmen hingewiesen und von „ausreichend Spielraum“ für eine flexible Umsetzung geldpolitischer Lockerungen gesprochen. Uns kommen dabei ganz konkret Senkung(en) der Mindestreservesätze sowie klassische Leitzinssenkung(en) in den Sinn. **Diese Lockerung könnte auch als wichtiges Signal gegen die stoische Yuan-Aufwertung verstanden werden.** Chinas Währungshüter bemühen sich bereits um eine Verlangsamung des Marktdrucks, etwa durch Verbalinterventionen oder das tägliche Referenzfixing. Eine Zinssenkung wäre ein weiterer Versuch, die Währungsstärke einzufangen, die die fragile Wirtschaft zunehmend zu belasten droht. Am 24. Februar steht die nächste Zinsentscheidung an – ein symbolstarker Zeitpunkt, da am 17. Februar das neue Jahr in China beginnt.

Symbolträchtige Zinssenkung zum Auftakt des neuen Jahrs denkbar

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

Brasilien & Mexiko: Das Jahr begann gut, aber Risiken drohen

Die Beziehungen Brasiliens zu den USA haben sich in den letzten Monaten Zug um Zug normalisiert, wobei dies eher der standhaften Haltung der brasilianischen Regierung sowie den steigenden Preisen für US-Verbraucher geschuldet sein dürfte. Bei Fleisch und Kaffee ist Brasilien ein wichtiger Lieferant für die USA und die Strafzölle von 50% aus dem letzten Jahr drohten die Verbraucherpreise in diesem Bereich deutlich nach oben zu treiben. Aufgrund dieser Sorge wurden die **Zölle bei diesen Produkten wieder zurückgenommen.** Und dies, ohne dass sich am Auslöser der Strafzölle, der „schlechten“ Behandlung von Ex-Präsident Bolsonaro, etwas geändert hat. Ganz im Gegenteil: Dieser ist nunmehr nicht mehr nur unter Hausarrest, sondern sitzt seine Strafe wegen des Aufrufs zum Umsturz im Gefängnis ab. Auch von einer neuen Politik in Venezuela könnte Brasilien und die Regierung profitieren. Präsident Lula da Silva hat zwar energisch gegen die Entführung Maduros protestiert, eine perspektivisch verbesserte Wirtschaftslage bei dem

Standhaftigkeit zahlt sich für Brasilien aus

nördlichen Nachbarn wäre aber auch für Brasilien positiv. Zudem sollte sich die Flüchtlingsproblematik etwas entschärfen. Aufgrund der gemeinsamen Zugehörigkeit zum linken Lager fiel es Präsident Lula schwer, sich klar von Maduro abzugrenzen, was immer ein Ansatzpunkt für scharfe Kritik aus dem bürgerlichen Lager war. Mit Blick auf die Wahlen im kommenden Oktober würde sich damit ein Faktor im Wahlkampf entschärfen.

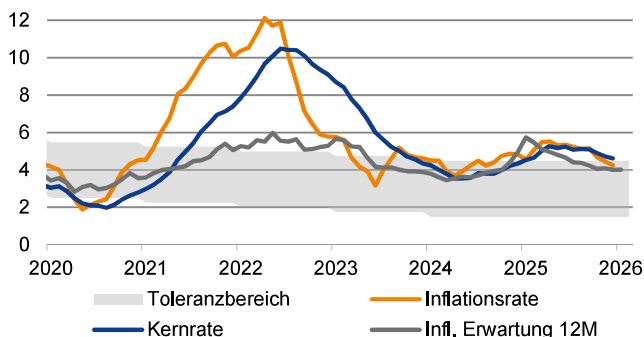
Lula strebt die Wiederwahl an und ist im linken Lager der unbestrittene Kandidat. Im rechten Lager deutet alles auf den Senator Flavio Bolsonaro hinaus, der mit dem Segen seines Vaters, des Ex-Präsidenten seine Kandidatur erklärt hat. In den jüngsten Umfragen liegt weiter Lula vorn, Flavio Bolsonaro hat aber seinen Rückstand verringern können. Alle anderen möglichen Bewerber haben vermutlich keine Chance in die Entscheidung einzugreifen. Der sich in den nächsten Monaten aufheizenden Wahlkampf könnte sich zu einem Belastungsfaktor für die Währung entwickeln.

Real dürfte unter polarisierendem Wahlkampf leiden

Die jüngsten Konjunkturdaten aus Brasilien fielen positiver als vermutet aus, was darauf deutet, dass sich das Wachstum im Schlussquartal 2025 nicht weiter verlangsamt hat. Vielmehr ist gegenüber dem schwachen dritten Quartal (+0,1% Q/Q) sogar wieder eine leichte Verbesserung möglich geworden. Dies nimmt der Geldpolitik den Druck zu einer schnellen Einleitung eines Lockerungskurses. Die Chancen, dass bereits Ende des Monats eine erste Zinssenkung erfolgt, werden am Geldmarkt als sehr gering eingeschätzt. Die verbesserten Preiszahlen gäben jedoch Spielraum. Die Inflationsrate rutschte im Dezember auf 4,3% (J/J), dem niedrigsten Wert seit September 2024, von zuvor 4,5% (J/J). Etwas hartnäckiger zeigten sich aber die Indikatoren für den Preistrend, die mit durchschnittlich 4,6% noch knapp oberhalb der Toleranzspanne von 1,5% bis 4,5% blieben. Die Banco Central do Brasil (BCB) will daher eher auf der „hawkishen“ Seite überraschen. Bei der dann folgenden Sitzung im März könnte es aber so weit sein und eine erste Lockerung erfolgen. Angesichts des hohen Zinsniveaus von 15% besteht ein erheblicher Spielraum nach unten und Ende des Jahres sollte ein Satz von 12% nicht überraschen. Dies wäre etwas mehr als derzeit am Markt eingepreist ist.

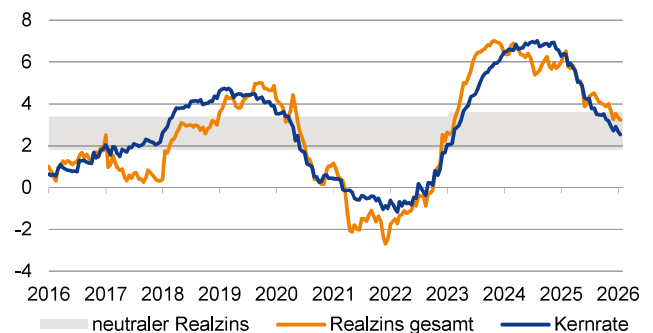
Deutliche Zinssenkungen voraus, aber noch nicht im Januar

Preisauftrieb in Brasilien lässt nur langsam nach
in % (J/J); Kernrate: Mittel aus 5 Indikatoren



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Geldpolitik in Mexiko ist weitgehend neutral
in %; Realer Leitzins mit Inflationsrate insgesamt und Kernrate berechnet. Schätzung der Banco de México für den neutralen Realzins



Quelle: Banco de México, Bloomberg, DZ BANK

Nach einem bereits erfreulichen Jahr 2025 begann der Peso auch 2026 stärker. Erstmals notiert der Peso gegenüber dem Dollar damit sogar im Zehnjahresvergleich etwas fester. Eine solch lange Periode ohne eine größere Abwertung gab es zuletzt im Festkurssystem von 1954 bis 1976. Zwar hatte Mexiko in den letzten zehn Jahren

Langfristige Stabilität des Peso bemerkenswert

systematisch höhere Inflationsraten als die USA zu verzeichnen, der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den USA hielt sich aber gleichwohl in Grenzen. Von dieser Seite erscheint eine scharfe Korrektur daher noch nicht zwingend, die Luft wird aber dünner.

Mexikos Präsidentin Sheinbaum verurteilte, wie viele andere lateinamerikanische Regierungen auch, die Verhaftung Maduros scharf und verbat sich ebenfalls den Einsatz von US-Streitkräften in Mexiko. Trump hatte wiederholt einen Einsatz gegen die Kartelle in Mexiko angedroht. Eine solch **klare Haltung ist allerdings immer mit dem Risiko verbunden, den Zorn Trumps zu erwecken**, der auch mit Zolldrohungen einhergehen würde. Hier hat Mexiko aufgrund der engen Handelsbeziehungen viel mehr zu verlieren als die meisten anderen Länder. In diesem Jahr wird das Freihandelsabkommen mit den USA und Kanada (T-MEC in Mexiko, USMCA in den USA) überprüft, das in der ersten Amtszeit Trumps abgeschlossen wurde. Nachdem es damals noch „das beste Abkommen, das wir je gemacht haben“ war, behauptet Trump nun, dass das Abkommen „keinen wirklichen Vorteil“ für die USA biete und für ihn „irrelevant“ sei. Diese Kommentare dürften aber wieder einmal nur Verhandlungsgetöse sein. Ein ersatzloses Auslaufen erscheint zwar wenig wahrscheinlich, die Sorglosigkeit an den Finanzmärkten und beim Peso wirkt aber dennoch leichtsinnig. Trump dürfte sich die Gelegenheit kaum entgehen lassen, günstigere Bedingungen auszuhandeln.

Beziehungen zu den USA bleiben „speziell“ und könnten auch den Peso wieder belasten

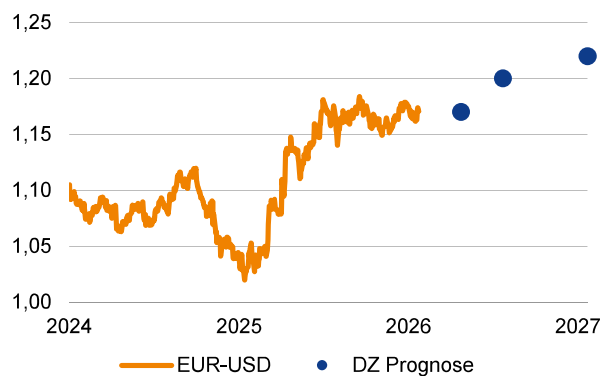
Die Banco de México hat in der letzten Sitzung des Jahres den Leitzins um weitere 25 Bp auf 7,0% gesenkt. In ihrer Stellungnahme deutete sie nun auch die Möglichkeit einer Pause bei ihrer nächsten Sitzung Anfang Februar an. Damit würde sie auch der US-Notenbank folgen. Ohnehin scheint es Zeit für eine Atempause zu sein, nachdem im letzten Jahr der Leitzins um insgesamt 300 Bp gesenkt wurde. Zudem liegt der Preisauftrieb hartnäckig oberhalb der Zielmarke von 3%. Zum Jahresauftakt wurden einige indirekte Steuern angehoben und neue Zölle auf Importe aus Ländern, mit denen kein Handelsabkommen besteht, eingeführt. So werden nun Autoimporte aus China mit 50% belastet. In der ersten Januarhälfte stieg die Inflationsrate nur leicht auf 3,8% und in der Kernrate auf 4,8% (je J/J). erwartet worden war sogar noch ein etwas deutlicherer Anstieg. Ob damit bereits der gesamte Preisschub der Maßnahmen vom Jahresauftakt vollzogen ist, erscheint zweifelhaft. Die Notenbank geht jedoch davon aus, dass es sich um einen einmaligen Schub handelt und es nicht zu Zweitrundeneffekten kommt. **Die im Jahresverlauf noch zu erwartenden Zinssenkungen der Fed um insgesamt 50 Bp dürften von der Banco de México nachvollzogen werden.** Damit sollte der Zinssenkungszyklus jedoch beendet sein. Bereits jetzt liegt der reale Leitzins im neutralen Bereich und eine expansive Geldpolitik erscheint angesichts der, wenn auch nur moderaten, Wachstumsaussichten nicht notwendig.

Nur noch wenige Zinssenkungen

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

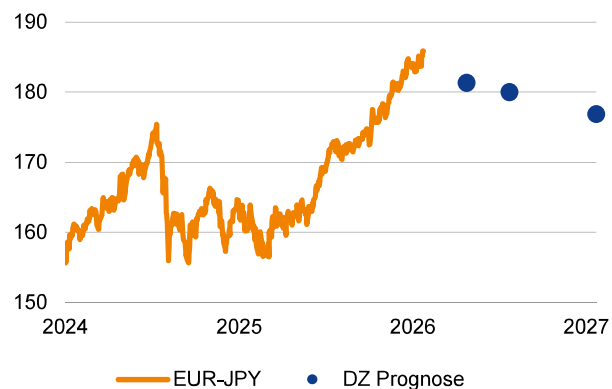
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



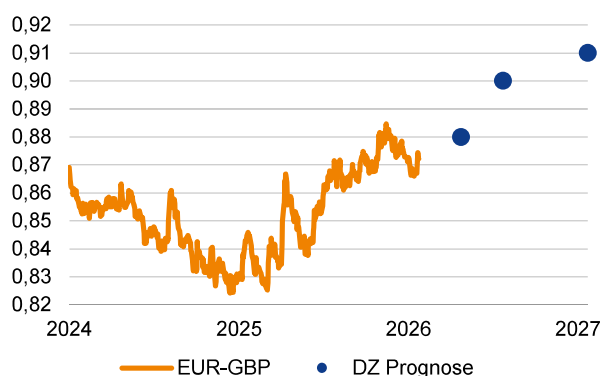
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



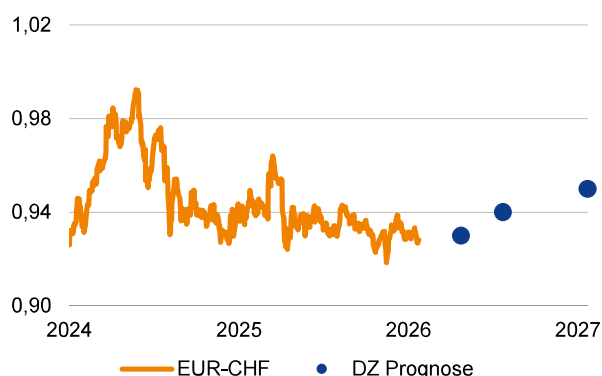
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



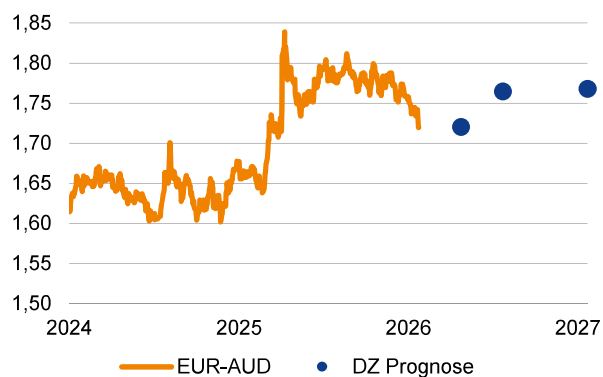
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



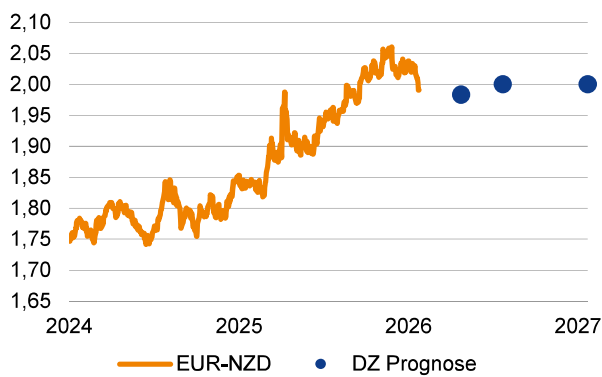
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



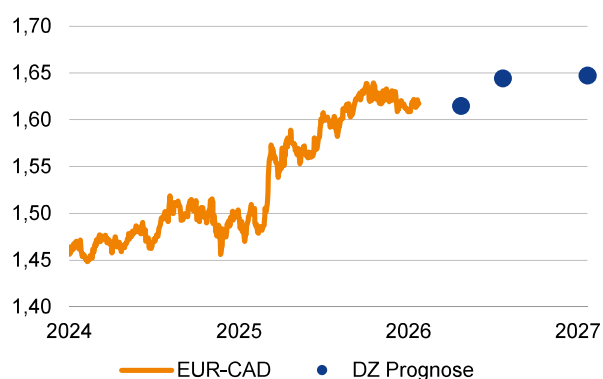
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



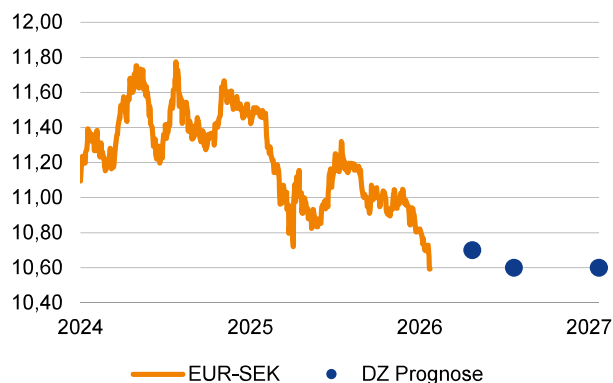
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



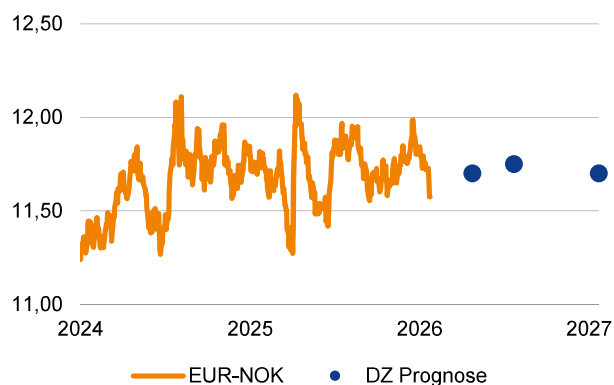
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



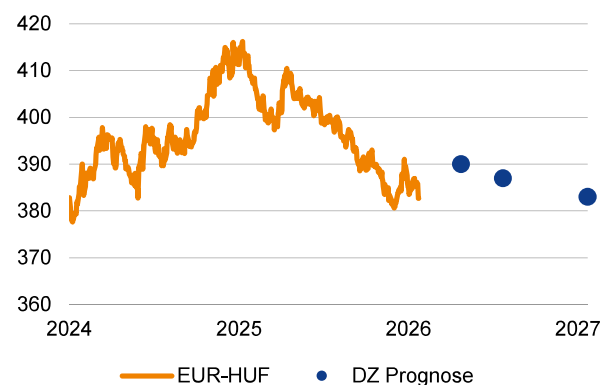
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



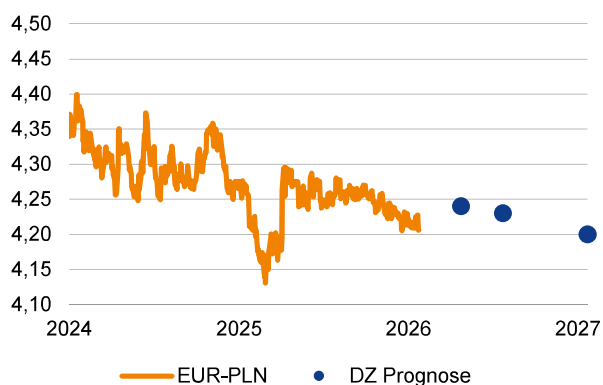
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



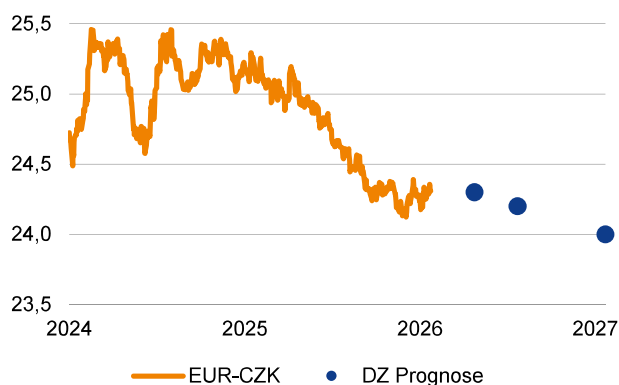
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



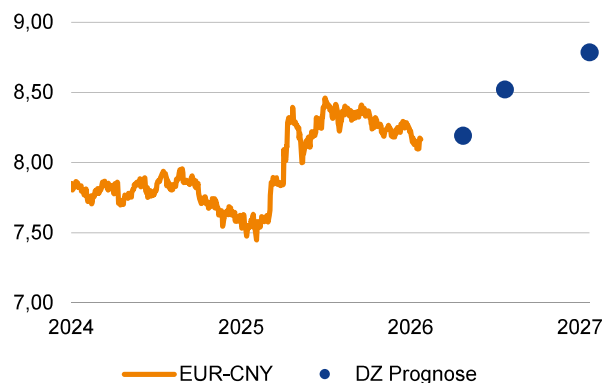
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



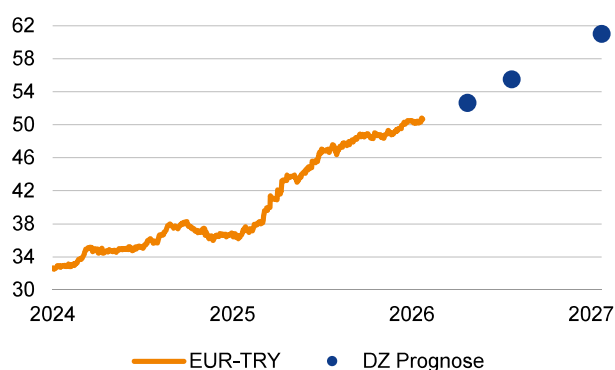
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



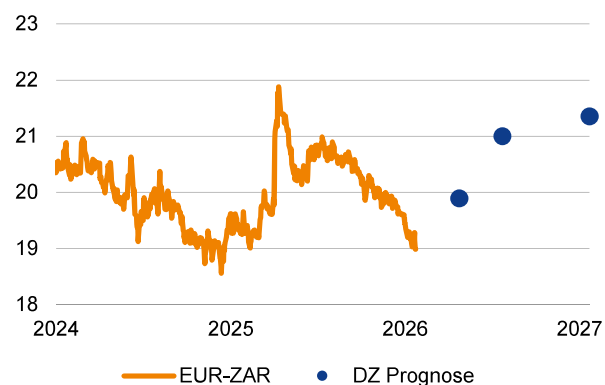
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



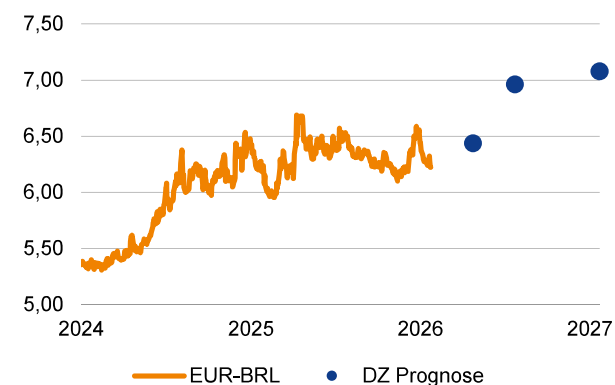
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



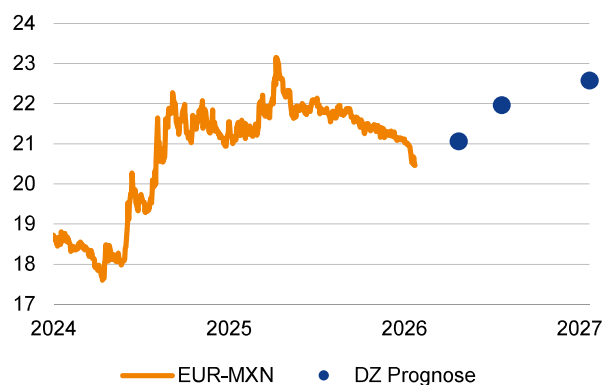
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

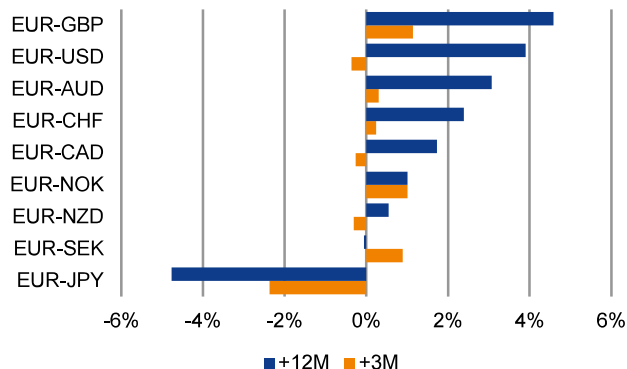
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

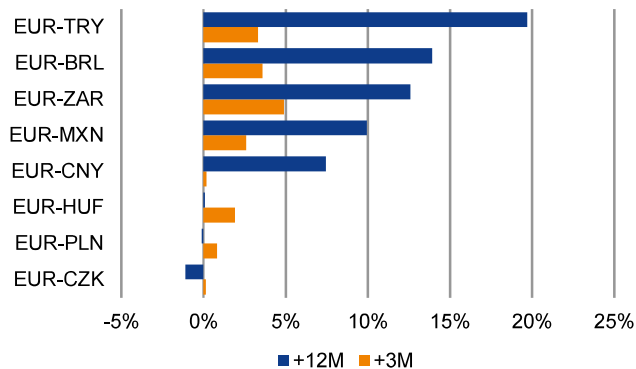
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

FX-Prognose G10-Länder (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1742	1,17	1,20	1,22
EUR/GBP	0,8701	0,88	0,90	0,91
EUR/JPY	185,75	181	180	177
EUR/CHF	0,9278	0,93	0,94	0,95
EUR/AUD	1,7154	1,72	1,76	1,77
EUR/NZD	1,9891	1,98	2,00	2,00
EUR/CAD	1,6189	1,61	1,64	1,65
EUR/NOK	11,58	11,70	11,75	11,70
EUR/SEK	10,61	10,7	10,6	10,6
EUR/PLN	4,2052	4,24	4,23	4,20
EUR/CZK	24,27	24,3	24,2	24,0
EUR/HUF	382,7	390	387	383
EUR/TRY	50,96	52,7	55,5	61,0
EUR/ZAR	18,96	19,9	21,0	21,4
EUR/CNY	8,1758	8,19	8,52	8,78
EUR/BRL	6,2121	6,44	6,96	7,08
EUR/MXN	20,53	21,1	22,0	22,6

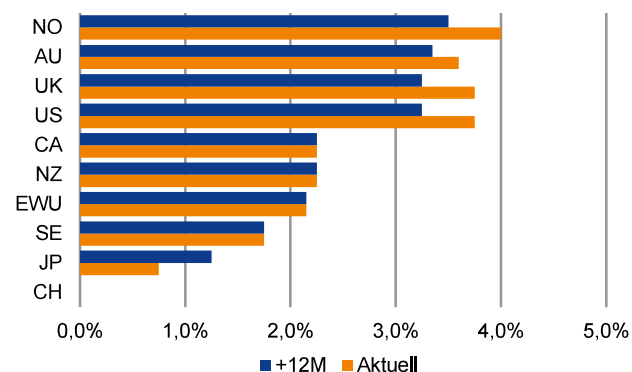
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1742	1,17	1,20	1,22
GBP/USD	1,3496	1,33	1,33	1,34
USD/JPY	158,19	155	150	145
USD/CHF	0,7901	0,79	0,78	0,78
AUD/USD	0,6845	0,68	0,68	0,69
NZD/USD	0,5903	0,59	0,60	0,61
USD/CAD	1,3787	1,38	1,37	1,35
USD/NOK	9,86	10,00	9,79	9,59
USD/SEK	9,03	9,1	8,8	8,7
USD/PLN	3,5813	3,62	3,53	3,44
USD/CZK	20,67	20,8	20,2	19,7
USD/HUF	325,9	333	323	314
USD/TRY	43,40	45,0	46,3	50,0
USD/ZAR	16,15	17,0	17,5	17,5
USD/CNY	6,9629	7,00	7,10	7,20
USD/BRL	5,2905	5,50	5,80	5,80
USD/MXN	17,48	18,0	18,3	18,5

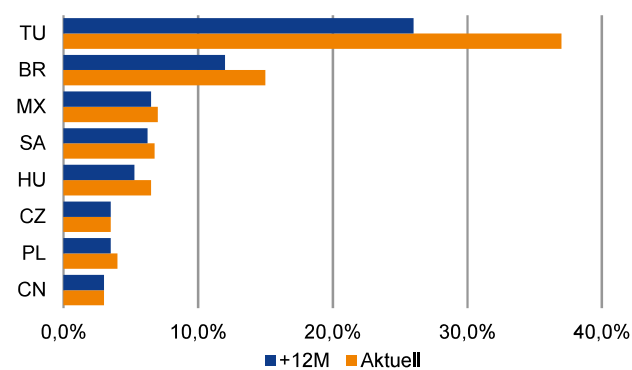
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,4	1,0	1,4	1,2	0,8	1,0	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	1,9	2,1	2,0	1,7	1,7	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,3	-3,2	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,7	2,7	2,7				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,2	2,7	2,1	2,2	3,1	2,9	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	3,0	2,6	2,7	2,8	3,2	3,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,5	-7,0	-6,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,1	-3,4	-3,1				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,7	0,9	0,1	0,4	0,2	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,1	1,9	2,7	2,3	2,1	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,0	-3,0	-3,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,8	4,9	4,5				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,1	1,2	1,0	0,8	0,9	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	2,5	2,1	3,5	3,2	2,4	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,8	-3,4	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,6	-2,4				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,8	1,7	0,5	0,0	0,3	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,0	-0,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,0	5,5	5,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,1	2,6	3,5	3,4	3,2	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,3	-2,2	-1,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,8	-5,1	-5,2				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,8	2,4	2,9	1,7	1,3	2,9	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	2,2	2,1	2,9	2,3	2,2	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-2,8	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,1	-4,3	-5,4				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,7	1,2	1,8	0,8	1,2	1,6	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	2,3	2,2	2,2	2,1	2,5	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-2,9	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-1,6	-1,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	2,4	1,7	2,3	2,9	2,6	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,8	0,8	1,7	0,9	1,1	0,5	0,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,1	-1,7	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,8	5,1	5,1				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	2,2	1,2	3,2	3,2	2,5	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,1	2,7	2,1	3,2	2,9	2,7	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	11,7	9,5	9,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,6	9,8	7,7				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,3	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,9	3,0	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,8	-6,6	-5,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,1	-0,8	-0,7				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	2,2	2,6	0,9	1,7	1,8	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,6	3,6	3,2	4,4	3,7	3,7	3,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-4,7	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,9	3,1	2,4				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	2,5	2,6	2,0	2,1	2,4	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,4	-2,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,1	0,6	0,5				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	3,3	3,7	3,1	3,4	2,7	3,4
Inflation (in % gg. Vj.)	35,2	25,2	18,5	31,7	29,4	26,1	23,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,7	-1,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-1,3	-1,4				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,6	1,8	1,7	2,0	1,5	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	3,5	3,6	3,7	3,5	3,5	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-3,9	-4,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	0,4	0,6				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,9	4,3	4,0	4,3	4,1	4,0	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	0,6	1,1	0,6	0,5	0,5	0,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,6	-8,5	-8,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	1,6	1,3				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,6	1,5	2,2	2,0	1,0	1,3	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	4,0	3,6	4,5	4,2	4,1	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,5	-10,2	-8,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-2,8	-2,6				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	1,4	2,2	0,5	0,8	0,9	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,8	3,6	3,7	3,9	3,6	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,3	0,0	-0,5				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender),
Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi,
Johannes Koch, Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Sonstige Research-Informationen sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

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

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

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht.

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittsperren und die 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 gecovert 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 oder in Österreich 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. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

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

Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Dieses Dokument darf im Ausland nur im Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und 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 Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher

Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings („Inhalte“) in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten („Inhaltsanbieter“) übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter		N.N.
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Vertrieb Eigengeschäft	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Eigengeschäft und Geldmarkt	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Christian Thomas
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 14 39	Jannis Wrackmeyer
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region Nord	+49 – (0)40 – 35900- 185	Sven Wucherpfennig
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 57 487	Bernd Loder
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de