



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Fed bewegt auch 2026 den Devisenmarkt

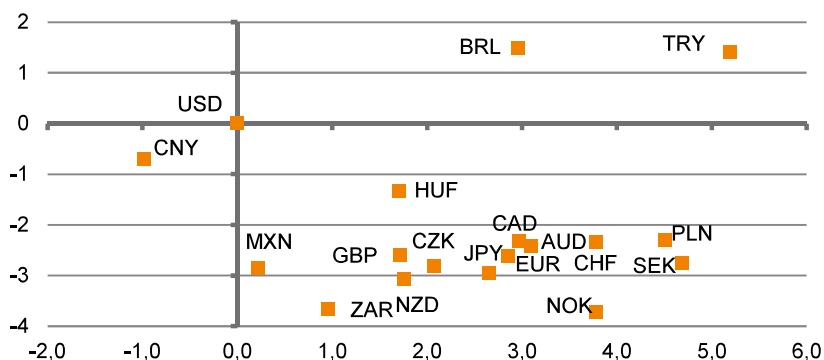
Die US-Notenbank gilt traditionell als ein entscheidender Akteur für den Devisenmarkt. Dies war in diesem Jahr bisher nicht anders. **Auch wenn sie selbst nicht an der Zinsschraube drehte, sorgten doch die sich im Jahresverlauf verschiebenden Erwartungen zu den künftigen US-Leitzinsen für entscheidende Impulse am Devisenmarkt.** Zwar dürfte der neue Fed-Chef Warsh auch dazu beigetragen haben, die Zinserwartungen zu formen, allerdings hat er im Offenmarktausschuss auch nur eine Stimme, so dass sich kein klarer geldpolitischer Kurswechsel unter Warsh ausmachen lässt. Wurde am Jahresanfang noch fest mit rund zwei Zinssenkungen in diesem Jahr gerechnet, schwand diese Aussicht relativ bald mit Beginn des Krieges am Persischen Golf.

Als weitere wichtige Termine, an denen sich die Einschätzungen bezüglich der künftigen US-Zinsen drehten, lassen sich grob verschiedene Sitzungen des Offenmarktausschusses der Fed ausmachen. Nach der April-Sitzung wurden zunehmend Zinserhöhungen in diesem Jahr eingepreist, was am Devisenmarkt zu einem auf breiter Front festeren US-Dollar führte (im Chart liegen die Währungen im positiven Bereich der X-Achse, der Kurs von USD-XXX steigt. Ausnahme: CNY). Ab der Juli-Sitzung schwanden die Erhöhungserwartungen dann zumindest teilweise wieder und der Dollar zeigte sich schwächer (negative Werte Y-Achse, Ausnahme hier TRY und BRL). Diese Betrachtung der letzten Monate zeigt zum einen die insgesamt große Bedeutung der US-Zinserwartungen, aber auch, dass individuelle Faktoren dies überlagern können. Da wir nicht von einer Zinserhöhung der Fed ausgehen, besteht bei den Erwartungen in den kommenden Monaten noch Anpassungsbedarf, der grundsätzlich auf einen schwächeren Dollar deutet.

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

Drehende Zinserwartungen sorgen für drehende Devisenmärkte

Veränderung USD-XXX in % X-Achse 28.4.2026 bis 28.7.2026, Y-Achse 28.4.26 bis aktuell



Quelle: DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich

Fertiggestellt:

21.8.2026 11:08 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
Eurozone: Euro(zone) bleibt trotz Hitze und Inflation resilient	2
USA: Greenback in der Sackgasse	3
Japan: „Whatever it takes“ – Interventionen in epischem Ausmaß	4
Großbritannien: Energiepreise und Inflation bis zum Herbst im Fokus	6
Schweiz: Monetäre Divergenz zwischen SNB und EZB	7
Australien & Neuseeland: Pausierende RBA trifft auf graduelle RBNZ-Straffung	8
Kanada: Die Bank of Canada hat weiterhin mit Schwierigkeiten zu kämpfen	10
Skandinavien: Riksbank wartet ab – Norges Bank dürfte demnächst anheben	12
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Notenbanken am Steuer	14
Türkei & Südafrika: Notenbanken müssen vorsichtig bleiben	15
China: Peking lässt nur kontrollierte Yuan-Aufwertung zu	18
Brasilien & Mexiko: Divergierende Latinos	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	21
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	26
I. IMPRESSUM	27

Editor:
Stefan Grothaus, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

Eurozone: Euro(zone) bleibt trotz Hitze und Inflation resilient

Seit der letzten Monthly-Ausgabe konnte EUR-USD um mehr als drei Big Figure (von 1,1365 USD auf zwischenzeitlich 1,1710 USD) zulegen. Auch wenn die USD-Seite der Währungsmedaille – wieder einmal – für den Großteil der Kursbewegung verantwortlich war (siehe Text zum US-Dollar), belegen die **Kursgewinne des Euro auf handelsgewichteter Basis**, dass auch **positive Impulse aus dem Euroraum** zum Tragen kamen. Trotz der anhaltenden Spannungen im Mittleren Osten und der Sperrung der Straße Hormus, die nach wie vor für Ölpreisnotierungen (Brent) um die Marke von 90 USD je Barrel sorgen, hat sich die Eurozonen-Konjunktur bislang überraschend robust gezeigt: So wuchs nicht nur das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um 0,4% (Q/Q) und übertraf damit die Konsensschätzung von 0,2% (Q/Q), wenngleich ein Teil des Wachstums auf dem kräftigen Zuwachs Irlands¹ basiert. Auch das erste Quartal wurde von einem Rückgang um 0,2 % (Q/Q) auf Stagnation nach oben revidiert. Es bleibt zwar abzuwarten, wie stark die Folgen des Hitzesommers in Europa auf die Realwirtschaft durchschlagen. **Bislang zeigen sich die jüngsten (Früh-)Indikatoren trotz Rekordtiefständen der Binnengewässer, Ernteverlusten und Produktionsausfällen aber unbeeindruckt:** Die Erwartungskomponenten des ifo- und des ZEW-Index haben den zweiten bzw. dritten Monat in Folge zugelegt.

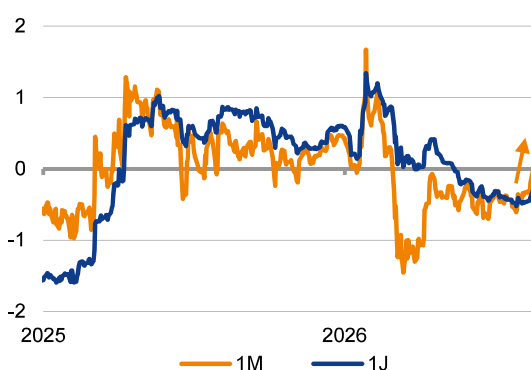
Die jüngsten Entwicklungen haben dazu geführt, dass **Optionsmarktteilnehmer** – zumindest auf kurze Sicht – **nicht mehr EUR-bearish eingestellt** sind. Die Risk Reversals (25D) im unterjährigen Laufzeitenbereich sind nun (überwiegend) positiv, was bedeutet, dass (OTM-)Call-Optionen stärker nachgefragt sind als spiegelbildliche Put-Optionen.

Robuste Entwicklung der Konjunktur trotz Hitzesommer

Optionsmarktteilnehmer sind auf kurze Sicht nicht mehr EUR-negativ eingestellt

Optionsmarktteilnehmer sind auf kurze Sicht nicht mehr EUR-bearish gestimmt

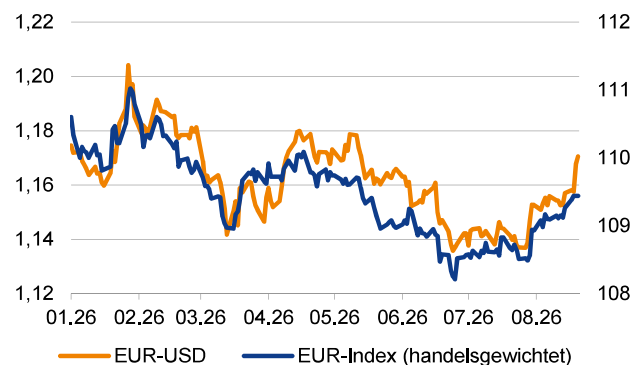
EUR-USD Risk Reversals (25D); positive Werte = EUR-positiv



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auf handelsgewichteter Basis konnte der Euro seit Ende Juni zulegen

L.S.: EUR-USD, R.S.: handelsgewichteter EUR-Index (2020 = 100)



Quelle: BIZ, Bloomberg, DZ BANK

Während die Konjunktur also eine unerwartete Resilienz zeigt, erweist sich der **anhaltende Preisdruck als das drängendere Problem**. Im Juli haben sowohl die Headline-Inflation (auf 2,9% von zuvor 2,8%; je J/J) als auch die Kernrate (auf 2,5% von zuvor 2,4%; je J/J) leicht zugenommen. Angesichts der zuletzt wieder höher tendierenden Energiepreise und der steigenden Transportkosten auf den euro-

EUR dürfte nicht von EZB-Zinserhöhung profitieren, da dieser Schritt bereits vollständig eingepreist ist

¹ Das Bruttoinlandsprodukt Irlands unterliegt wegen der Bilanzierung multinationaler Konzerne häufig starken Schwankungen.

päischen Wasserstraßen dürfte die Teuerungsrate im Euroraum im August noch einmal zulegen. Vor diesem Hintergrund wird die EZB bei ihrer Zinsentscheidung im September wohl erneut an der Zinsschraube drehen. **Da dieser Zinsschritt, der den Einlagesatz auf 2,50% anheben würde, seit geraumer Zeit nahezu vollständig eingepreist ist, dürfte dies den Euro nicht stützen.** Erleichterung für die Währungshüter dürfte die Tatsache schaffen, dass bislang weder Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale vorliegen noch nennenswerte Zweitrundeneffekte auf andere Preiskomponenten des Warenkorbs zu beobachten sind. Was den weiteren geldpolitischen Pfad betrifft, rechnen wir daher – entgegen der Markterwartung – auf Jahressicht bereits mit einer vorsichtigen Zinssenkung. Da zu diesem Zeitpunkt die fiskalisch gestützte Konjunkturbelebung in der Eurozone voll im Gang sein sollte, dürfte dies den Euro nicht belasten. **In Kombination mit einem schwächelnden US-Dollar rechnen wir auf Jahressicht mit EUR-USD-Notierungen um 1,18 USD.**

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

USA: Greenback in der Sackgasse

Der US-Dollar präsentiert sich am aktuellen Rand sichtlich angeschlagen: Die Liste der Belastungsfaktoren, die den Greenback seit Ende Juli auf breiter Front unter Druck setzen, ist in den vergangenen Wochen sukzessive länger geworden. Einen **ersten Dämpfer erhielt die US-Valuta nach der Fed-Zinsentscheidung** vor gut drei Wochen, bei der die Währungshüter die Leitzinsen zwar unverändert beließen, der Markt zu diesem Zeitpunkt jedoch eine Zinserhöhung zu etwa einem Drittel eingepreist hatte. Die **koordinierte Devisenmarktintervention zwischen Japan und den USA setzte dem Dollar weiter spürbar zu** – auch wenn die US-Behörden kurz darauf klarstellten, dass sie zur Yen-Stützung Euro statt US-Dollar veräußert hatten. **Flankiert wurde diese Entwicklung von einer Serie enttäuschender US-Konjunkturdaten:** Das BIP-Wachstum im zweiten Quartal blieb mit 1,5% (Q/Q annualisiert) hinter den Erwartungen zurück (Konsens: 2,0%), während der Arbeitsmarkt mit einem Stellenabbau im Juli (-23.000) sowie deutlichen Abwärtsrevisionen der Vormonate spürbare Risse offenbarte. Da zudem der Preisdruck – insbesondere bei den Produzentenpreisen – schneller als gedacht nachließ und sich die privaten Haushalte gemäß der jüngsten Einzelhandelsumsätze konsummüde zeigten, setzte das **Auspreisen der Zinserhöhungserwartungen den US-Dollar unter Druck.**

Den jüngsten Schlag bekam der Greenback mit der **überraschenden Ankündigung des US-Finanzministeriums, das Rückkaufprogramm von längerläufigen (10-30 Jahre) US-Staatsanleihen auszuweiten.** Die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen sank zwischenzeitlich von ihrem Höchststand (rund 5,30%) seit 2007, große Wirkung zeigte das vom Markt als Versuch einer Art Steuerung der Renditestrukturkurve interpretierte Vorhaben bislang aber nicht. Finanzminister Bessent will mit dem verstärkten Rückkauf von sogenannten „Off-the-Run“-Staatsanleihen das unmissverständliche Signal an die Märkte senden, dass er mit dem aktuellen Renditeniveau unzufrieden ist und einen weiteren Anstieg um jeden Preis verhindern will. **Getrieben von den Sorgen hinsichtlich der Tragfähigkeit der US-Staatsfinanzen, erfuhren die UST-Renditen am (ultra-)langen Ende durch das FOMC-Treffen Ende Juli den entscheidenden Impuls für den jüngsten Anstieg am aktuellen Rand.** Nachdem das 2%-Inflationsziel fünf Jahre in Folge verfehlt wurde, nährt dies am Markt zunehmend die Sorge, die Fed befinde sich ‚hinter der Kurve‘. Dies schürt

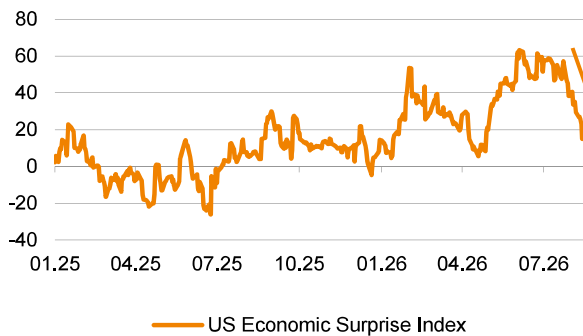
Der US-Dollar hatte in den letzten Wochen gleich mit mehreren Belastungsfaktoren zu kämpfen

Bessent will Renditeanstieg am (ultra-)langen Ende um jeden Preis verhindern

Jüngste Fed-Zinsentscheidung für „Twist-Steepening“ der UST-Kurve verantwortlich; Markt nährt Zweifel an Erreichen des Inflationsziels

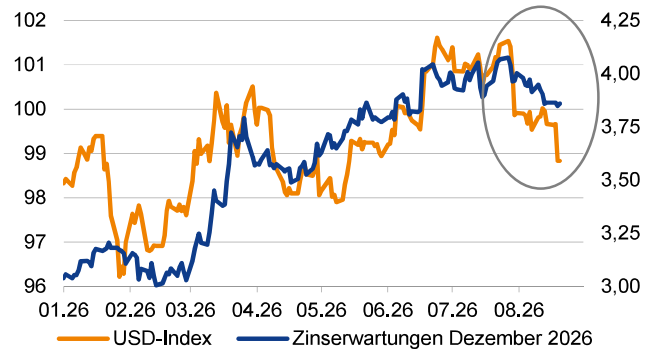
die Erwartung, dass zu einem späteren Zeitpunkt umso aggressivere Straffungen erforderlich werden könnten.

Unerwartet schwache US-Daten belasteten zuletzt den Greenback
Werte > 0 = Datenveröffentlichungen überraschen im 3M rollierenden Zeitfenster auf der positiven Seite (und vice versa)



Quelle: Bloomberg, Citi, DZ BANK

US-Zinserhöhungserwartungen wurden etwas zurückgeschraubt
L.S.: USD-Index in (Pkt.), R.S.: Implizite Zinserwartungen (in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Finanzminister Bessent und Fed-Chef Warsh haben den US-Dollar damit in eine Sackgasse getrieben: Schafft es das US-Finanzministerium längerläufige US-Renditen künstlich zu drücken, verliert der Greenback seine Unterstützung durch den sinkenden Renditevorteil. Sind sie mit ihrer Strategie allerdings nicht erfolgreich, könnte der bereits entstandene Schaden für die fiskalische Glaubwürdigkeit der USA noch größer werden, was den US-Dollar ebenfalls belasten würde.

„Lose-Lose“-Situation für den Dollar

Warsh hätte beim alljährlichen **Treffen der geldpolitischen Schwergewichtete in Jackson Hole Ende August** jedenfalls die Möglichkeit, die Glaubwürdigkeit der US-Notenbank wiederherzustellen. Ein klares Bekenntnis zum 2%-Inflationsziel gepaart mit einem „hawkishen“ Grundtenor sowie eine Distanzierung vom Vorhaben des US-Finanzministeriums, dass die **Fed keine fiskalische Dominanz zulassen** würde, wären an dieser Stelle angebracht – unser Hauptszenario ist dies allerdings nicht. Was die **Zinsentscheidung der US-Notenbank im September** betrifft, halten wir an unserer Prognose **unveränderter Leitzinsen** fest. Zwar dürfte der Preisdruck vor dem Hintergrund der zuletzt wieder gestiegenen Energiepreise noch einmal zulegen, der schwächelnde Arbeitsmarkt rechtfertigt unseres Erachtens jedoch ein Stillhalten der Fed. Angesichts unserer **Erwartung einer Deeskalation im Mittleren Osten**, was den energiepreisbedingten Preisdruck senken dürfte, halten wir zudem an unserer Einschätzung fest, dass die **Fed auf Jahressicht** entgegen der Markterwartung eine **vorsichtige Zinssenkung** vornehmen dürfte. In Kombination mit einer nachlassenden konjunkturellen Dynamik jenseits des Atlantiks sollte der US-Dollar folglich weiter unter Abgabedruck geraten.

Auspreisen der US-Zinserhöhungsfantasien dürfte Greenback weiter unter Druck setzen

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

Japan: „Whatever it takes“ – Interventionen in epischem Ausmaß

Die ausufernde Yen-Schwäche hat die Geduld der japanischen Währungsbeamten überstrapaziert und Ende Juli zu **Markteingriffen in bislang ungekanntem**

Markteingriffe in historischem Ausmaß

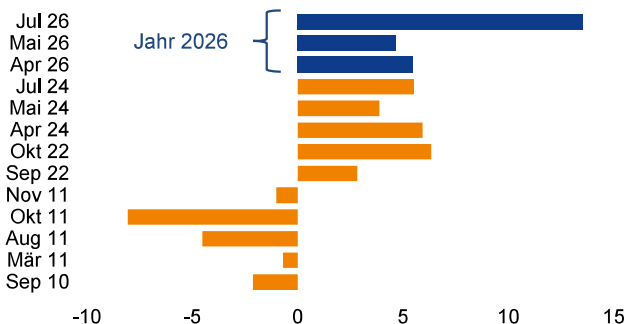
Ausmaß geführt. Die offiziellen Daten stehen noch aus, es wird aber geschätzt, dass an zwei Tagen mit 85 Mrd. USD zur Yen-Stützung interveniert wurde. Damit würde sich das **Gesamtvolumen für dieses Jahr auf unfassbare 160 Mrd. USD summieren.** Nicht nur das Volumen ist signifikant, bemerkenswert ist auch die Beteiligung der USA. **Eine solche „konzertierte Aktion“ zugunsten des Yen gab es zuletzt 1998.** Zwar hatten die USA und Japan auch 2011 gemeinsam interveniert, dabei ging es jedoch um die unerwünschte Yen-Aufwertung im Zuge der Fukushima-Katastrophe.

Bei der US-Seite geht es primär um die Symbolik, das eigentliche Volumen ist mit „nur“ 500 Mio. USD zu vernachlässigen. Die Feinheiten der US-Intervention decken die Brisanz der Kooperation auf: Angeblich soll nicht im weltweit richtungsweisenden Währungspaar USD-JPY, sondern in EUR-JPY interveniert worden sein. Dies widerspricht den globalen Gepflogenheiten, sich nicht in die Währungspolitik Unbeteiligter einzumischen (hier: Eurozone). Die USA konnten über diesen Umweg ihrem Wunsch nach einem festeren Yen Ausdruck verleihen, ohne sich dem Vorwurf auszusetzen, den US-Dollar künstlich zu schwächen. Dass sich die US-Administration für Japans Währung interessiert, dürfte alles andere als selbstlos sein. **Solange Japan im Alleingang in USD-JPY interveniert, muss es zur Finanzierung US-Staatsanleihen aus seinem Bestand auf den Markt werfen.** Für den ohnehin angeschlagenen US-Treasury-Markt kommt dies zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt. Daher tauchte die eher unbekannte **FIMA-Repo-Fazilität** der Fed aus der Versenkung auf. Tatsächlich hat Japan diese Fazilität zwar nicht genutzt, aber angekündigt, dies künftig tun zu wollen. Diese Diskussion und die Pläne der US-Regierung, die FIMA-Limite anzuheben, unterstreichen die unterschwellige Sorge um die Anfälligkeit des US-Anleihemarktes.

US-Beteiligung: klein im Volumen, aber groß in der Signalwirkung

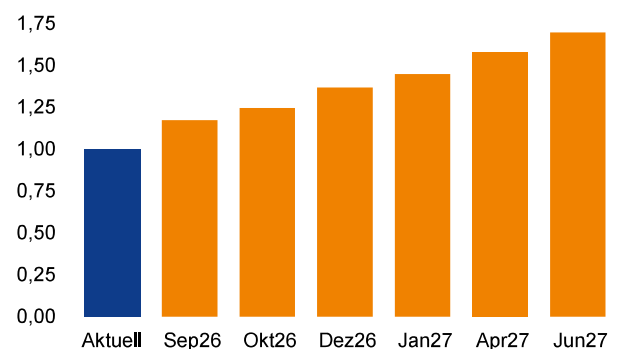
FIMA: Latente Sorgen um US-Treasury-Markt könnten traditionellen Interventionsprozess strukturell ändern

„Whatever it takes“: Interventionen in bislang ungekanntem Ausmaß
Offizielle Eingriffe am Devisenmarkt (Käufe/-Verkäufe p.m.), in Bio. JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

BoJ-Zinserhöhungsspekulationen gewinnen an Fahrt
Eingepreistes Leitzinsniveau zu BoJ-Sitzungsterminen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

An der Entschlossenheit Japans sollten damit keine Zweifel mehr bestehen; vielleicht könnte man sogar von einem „**Whatever-it-takes**“-Moment der japanischen **Währungspolitik** sprechen. Allerdings dürfte ein dauerhafter **Stabilisierungseffekt auf den Yen ausbleiben, solange sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und Japan nicht verringert** – sei es durch Zinserhöhungen in Japan oder durch niedrigere Zinserwartungen in den USA. Während unsere Kritik an den überzogenen Fed-Leitzinserhöhungserwartungen inzwischen hinreichend bekannt sein dürfte, kommt in Japans Geldpolitik neue Bewegung. **Die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung der Bank von Japan ist nach der jüngsten Interventionswelle auf über 75% gestiegen.** Flankiert wurde diese Entwicklung von hawkishen

Ohne Einengung der Zinsdivergenz nur wenig Hoffnung für den Yen

Äußerungen von BoJ-Gouverneur Ueda und seiner Sorge um eine durch die Yen-Schwäche importierten Inflation. Wir hegen Zweifel, dass es bereits im September zum nächsten Zinsschritt reicht; aber für den weiteren Jahresverlauf sollte die nächste Straffung fest einkalkuliert werden. **Das von Japans Geld- und Währungspolitik aufgebaute Bollwerk sollte vorerst genügen, um den Yen vor einer Rückkehr zu seinen Tiefs abzuhalten. Für eine nachhaltige Trendumkehr zu seinen Gunsten blicken wir jedoch auch weiterhin hilfeschend Richtung US-Notenbank.**

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

Großbritannien: Energiepreise und Inflation bis zum Herbst im Fokus

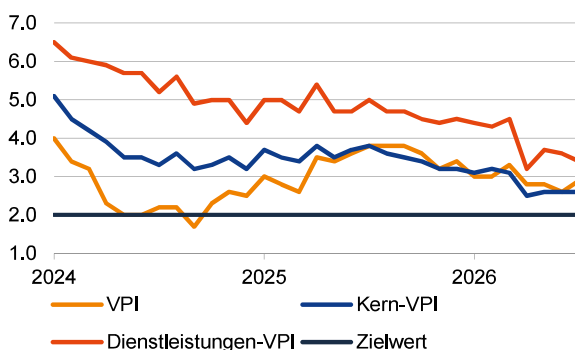
Mitte August wurden die neuesten Daten zur Industrieproduktion und zum BIP veröffentlicht. Die Zahlen zeigen, dass sich die Wirtschaft nicht nur im ersten, sondern auch im zweiten Quartal besser als erwartet entwickelte, wobei das vierteljährliche Wachstum in Q2 bei 0,4% (Q/Q) lag, verglichen mit 0,6% in Q1. Die Jahresrate stieg von 0,9% auf 1,2%, was zwar eine erfreuliche Verbesserung darstellt, aber kaum von einer dynamischen Wirtschaft zeugt.

Die Konjunktur lief in Q2 besser als erwartet, doch dieser Trend setzt sich möglicherweise in Q3 nicht fort

Obwohl die Bank of England (BoE) die Zinssätze in diesem Jahr bislang unverändert gelassen hat, hatten bei der letzten Sitzung des Gremiums drei Mitglieder für eine Anhebung des Leitzinses um 25 Bp votiert. Die Inflation liegt weiterhin deutlich über dem Zielwert, und es besteht die Gefahr, dass sich dies zunehmend in den Lohnforderungen niederschlägt. Im Herbst dürfte es erneut zu einem Aufwärtsdruck auf die Inflation im Vereinigten Königreich kommen, zum Teil aufgrund der Auswirkungen der Trockenheit auf die Lebensmittelpreise, aber auch wegen der Ausgestaltung der Energiepreisobergrenze für Verbraucher, bei der im Oktober eine Anpassung (nach oben) ansteht. Bislang hat die BoE die höheren Energiekosten infolge des Iran-Kriegs ignoriert, doch **je länger Energietransporte die Straße von Hormus nicht ungehindert passieren können, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Energiepreise steigen und die Inflation weiter anheizen.** Dies könnte die BoE unter Zugzwang setzen.

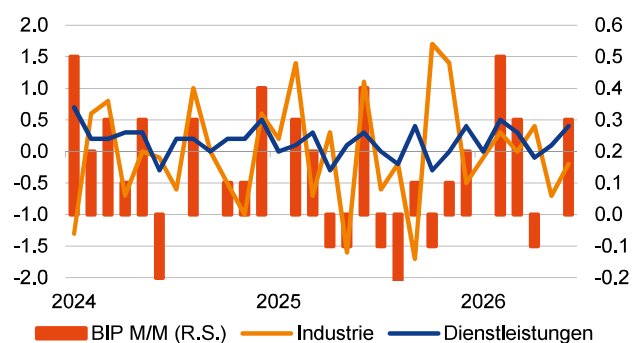
Die BoE hat die Zinsen trotz einer deutlich über dem Zielwert liegenden Inflation unverändert gelassen

Die Inflation mag zwar nachlassen, doch bis in den Herbst hinein könnten Energie- und Lebensmittelpreise für Aufwärtsdruck sorgen
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Das BIP-Wachstum fiel in Q2 etwas besser aus als erwartet, es deutet in Industrie und Dienstleistungssektor aber nichts auf eine weitere positive Überraschung in Q3 hin
Industrie und Dienstleistungen in % M/M (L.S.); BIP in % M/M (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Das Pfund ist jedenfalls mit etwas Unterstützung durch das besser als prognostizierte Wirtschaftswachstum sowie die vorsichtig optimistische Reaktion auf die neue Regierung unter der Führung von Andy Burnham in den Frühherbst gestartet. Aus wirtschaftlicher Sicht gibt es allerdings nach wie vor zahlreiche Probleme, darunter das Haushaltsdefizit und die Verschuldung. Da die BoE die Zinsen voraussichtlich nicht vor dem letzten Quartal des Jahres anheben wird, dürfte das Pfund keine nennenswerte zusätzliche Unterstützung aufgrund von Zinsdifferenzen erhalten. Vielmehr **werden die Ereignisse im Mittleren Osten wahrscheinlich weiterhin erheblich die Nachfrage nach US-Dollar beeinflussen, was sich natürlich auch auf die Wechselkurse anderer wichtiger Währungen auswirkt.** Tatsächlich weist das Pfund weder hinsichtlich seines Kreditratings noch im Hinblick auf eine starke positive internationale Vermögensposition sowie Tiefe und Liquidität der Märkte die Merkmale eines sicheren Hafens auf. **Zwar erhielt das Pfund in diesem Jahr Unterstützung durch internationale Übernahmen britischer Unternehmen** (von denen einige im internationalen Vergleich als relativ günstig angesehen werden), doch wie nachhaltig dies ist, bleibt abzuwarten. Schon wenige weitere unternehmensfeindliche Maßnahmen im Herbsthaushalt (für die Labour in den letzten zwei Jahren bereits einige Beispiele geliefert hat) würden ausreichen, um diese Quelle für Pfund-Käufer versiegen zu lassen.

Ohne weitere Unterstützung durch Renditevorteile dürfte das Pfund Sterling bis in den Herbst hinein weitgehend seitwärts tendieren

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

Schweiz: Monetäre Divergenz zwischen SNB und EZB

Schleichend, aber letztlich unbestreitbar hat sich der Schweizer Franken in den letzten Wochen von seinen (zu) hohen Notierungen verabschiedet und einen Großteil seiner kriegsbedingten Safe-Haven-Gewinne abgegeben. Anfang Juni hat sich ein EUR-CHF-Aufwärtstrend etabliert, der das Währungspaar seitdem von rund 0,9090 CHF bis über 0,94 CHF begleitet hat. **Mit Erreichen des 12M-Hochs dürfte die Dynamik allerdings nahezu ausgereizt sein.** Als fundamentaler Anker unserer Prognose dient die Kaufkraftparität (KKP), die für EUR-CHF einen fairen Wert um 0,94 CHF nahelegt – eine Punktlandung wie im Lehrbuch.

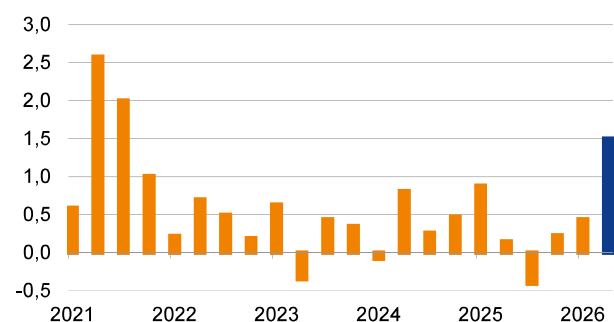
EUR-CHF mit KKP als Anker

Schweizer Franken hat seine Safe-Haven-Gewinne abgegeben
EUR-CHF



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Starkes Wachstum der Schweizer Wirtschaft in Q2
Schweizer BIP (saison- und Sportevent-bereinigt), in % Q/Q



Quelle: SECO, DZ BANK

Ohne frische Safe-Haven-Impulse hat die monetäre Divergenz die Leitrolle übernommen: **Das geldpolitische Stillhalten der SNB traf auf die Erwartung eines EZB-Zinsschritts im September und hat die moderate Abwertung der Alpenwährung gegenüber dem Euro begünstigt.** Apropos SNB: Die nächste geldpolitische Lagebeurteilung steht am **24. September** an. Die Währungshüter dürften sich bei dieser Gelegenheit zuversichtlich präsentieren: **Der Inflationsdruck ist trotz Ölpreis-Verwerfungen in der Schweiz moderat geblieben, und auch die (aus SNB-Sicht) unerwünschte Franken-Aufwertung gehört offenbar der Vergangenheit an.** Anlass für einen neuen Handlungsauftrag dürfte die SNB somit im kommenden Monat kaum sehen. Dass für den Sommer kommenden Jahres noch immer eine Leitzinserhöhung vom Markt eingepreist wird, halten wir für überzogen; ob die SNB aber bereits bei dieser Sitzung gegen diese Spekulationen vorgehen wird, erscheint fraglich. Abgesehen von besagtem SNB-Treffen ist die Veröffentlichung der BIP-Daten für das zweite Quartal am 3. September das Highlight der kommenden Wochen. **Die Vorabschätzung hatte bereits ein starkes Wachstum der Schweizer Wirtschaft von 1,5% (Q/Q) gemeldet.** Der Industriesektor lieferte den maßgeblichen Wachstumsbeitrag, getragen insbesondere von Chemie und Pharma, aber auch der Dienstleistungssektor wuchs in der Summe.

Monetäre Divergenz: SNB vs. EZB

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

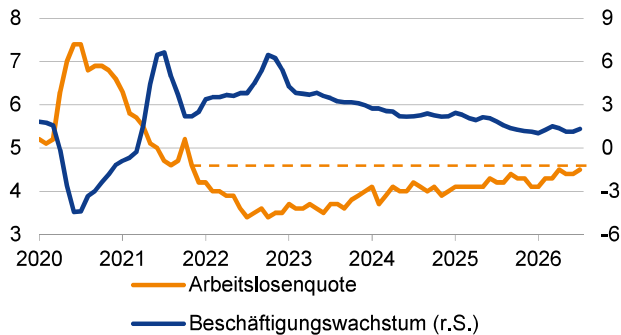
Australien & Neuseeland: Pausierende RBA trifft auf graduelle RBNZ-Straffung

Wie erwartet hat die australische Notenbank (RBA) bei ihrer Zinsentscheidung im August ihren Leitzins zum zweiten Mal in Folge unverändert bei 4,35% belassen. Zuvor fielen die **Inflationsdaten schwächer aus als marktseitig vermutet** und somit war die Hürde für eine Straffung der Zinszügel äußerst hoch. Während die Gesamtinflationsrate im zweiten Quartal durch den Rückgang der Preise für Versorgungsleistungen und Kraftstoffe auf 3,9% von zuvor 4,1% (je J/J) nachgab, stieg die von der RBA präferierte Trimmed-Mean Inflation nur leicht auf 3,6% (J/J) – die RBA hatte im Mai noch eine Teuerungsrate von 3,8% (J/J) prognostiziert. Der geldpolitische Beschlusstext sowie die Abwärtsrevision der Inflations-Projektionen wurden zunächst als „dovish“ interpretiert, bevor RBA-Gouverneurin Bullock auf der anschließenden Pressekonferenz einen „hawkishen“ Ton anschlug. Bullock betonte wiederholt, dass die Inflationsrisiken weiterhin nach oben gerichtet seien, und erklärte, dass die Währungshüter bei der Sitzung auch über eine Zinserhöhung diskutiert hätten. **Wir rechnen weiterhin mit einer unveränderten Geldpolitik auf Jahressicht,** schließlich gehen wir trotz des jüngsten Ölpreisanstiegs **aufgrund unserer Erwartung einer etwas schwächeren konjunkturellen Dynamik im weiteren Jahresverlauf (DZ BANK Prognose: 1,7% in Q2 2026, 1,8% in Q3, 1,4% in Q4; je J/J) von einem nachlassenden Preisdruck aus.** Dabei würden die von der RBA seit geraumer Zeit zitierten Kapazitätsengpässe innerhalb der australischen Wirtschaft durch Wachstumsraten unterhalb des Potenzialwachstums von schätzungsweise 2% (J/J) abgebaut werden und somit preisdämpfend wirken. Auch der zuletzt schwächelnde Arbeitsmarkt – **im Juli kam es zu einem unerwarteten Stellenabbau und die Arbeitslosenquote stieg auf 4,5% –** spricht für einen unveränderten Leitzins.

Nachlassende konjunkturelle Dynamik im weiteren Jahresverlauf dürfte preisdämpfend wirken...

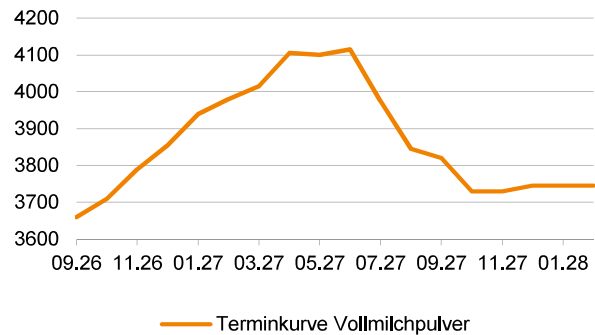
... und spricht unseres Erachtens für einen unveränderten Leitzins auf Jahressicht

AU: Anzeichen einer Abkühlung des Arbeitsmarkts bleiben intakt
L.S.: in %, R.S.: 3M gleitender Durchschnitt in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Der neuseeländische Dollar dürfte von höheren Milchpulverpreisen Unterstützung finden
in USD/t



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Abgesehen von den schwachen Arbeitsmarktdaten zeigt ein **Großteil der jüngsten Konjunkturdaten aus Australien bislang keine Anzeichen einer Abkühlung**: So lagen die Einkaufsmanagerindizes im Juli und August klar oberhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten und auch die Ausgaben der **privaten Haushalte fielen im Juni überraschend robust aus**. Letztere dürften unseres Erachtens vor dem Hintergrund des seit einigen Monaten zu beobachtenden **Rückgangs der Immobilienpreise** jedoch einen Dämpfer erleiden und so **für eine nachlassende konjunkturelle Dynamik** sorgen. Im Juni und Juli verzeichneten die Preise für Immobilien den stärksten Rückgang seit Dezember 2022. Angesichts der Tatsache, dass in Australien rund 55-60% des gesamten privaten Haushaltsvermögens in Immobilien gebunden ist, was im internationalen Vergleich außergewöhnlich hoch ist, würde ein negativer Vermögenseffekt wesentlich stärker auf den privaten Konsum durchschlagen als in Ländern mit diversifizierteren Vermögensstrukturen.

In diesem Umfeld sehen wir AUD-USD auf kurze (+3M) bzw. mittlere Sicht (+6M) seitwärtsgerichtet: Die durch das Auspreisen der US-Zinserhöhungserwartungen induzierte USD-Schwäche trifft dabei auf einen ebenfalls schwächelnden australischen Dollar. Auf längere Sicht (+12M) rechnen wir wieder mit höheren Notierungen, wenn die Konjunkturendynamik „Down Under“ wieder anzieht, während die US-Wirtschaft an Schwung verliert.

Der neuseeländische Dollar konnte in den vergangenen Wochen gegen den auf breiter Front schwächelnden US-Dollar leichte Kursgewinne erzielen und dadurch erstmals seit Anfang Juni zwischenzeitlich wieder oberhalb der Marke von 0,59 USD notieren. Währenddessen geriet die Valuta gegenüber dem Euro, insbesondere in den letzten Tagen, unter Abgabedruck – EUR-NZD notierte zuletzt zwischenzeitlich wieder bei rund 1,97 NZD. Dies ist zum einen der **Verschlechterung des Risikosentiments** geschuldet, schließlich scheint eine Beilegung des Konflikts im Persischen Golf aktuell nicht in Sicht zu sein, was den Ölpreis (Brent) auf über 90 USD je Barrel trieb. Zum anderen **belasteten zuletzt auch immer wieder inländische Faktoren den „Kiwi“**: So stieg die Arbeitslosenquote vor dem Hintergrund einer höheren Partizipationsrate überraschend auf 5,6% (von zuvor nach oben revidierten 5,4%) und auch der Rückgang der Inflationserwartungen sorgte für zwischenzeitliche Kursverluste. Interessant ist auch, dass NZD-USD niedriger notierte, nachdem Premierminister Luxon sein zweites Misstrauensvotum innerhalb von vier Monaten überstanden hatte. Die Frage ist, ob er hinter verschlossenen Türen politische Zugeständnisse gemacht hat oder ob der Markt schlichtweg

Abkühlung des Immobilienmarktes dürfte privaten Konsum belasten

AUD zunächst seitwärtsgerichtet, bevor er 2027 von anziehender Konjunkturendynamik profitiert

Inländische Faktoren wirken teilweise NZD-negativ

politische Risiken im Vorfeld der Parlamentswahlen am 7. November einpreist. In jüngsten Wahlumfragen lag die Regierungspartei von Luxon, die konservative National Party, mit 29% knapp hinter der oppositionellen Labour Party (30%).

Die **teils schwachen Datenveröffentlichungen haben die marktseitigen Zinserhöhungserwartungen für die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) gedämpft**: Die Geldmarktterminalsätze (OIS-Forwards) implizierten bis vor vier Wochen zur Dezember-Sitzung noch 63 Bp an geldpolitischer Straffung, inzwischen sind „nur“ noch zwei Zinsschritte vollständig eingepreist. Wir teilen diese Meinung, rechnen **nach einer Zinserhöhung im September** aber zunächst mit einer Pause im Oktober, bevor **im Dezember nochmals die Zinszügel gestrafft werden sollten**. Die schwächeren Arbeitsmarktdaten und ein zuletzt gemäß der Preisdaten von Juli nicht mehr ganz so starker Inflationsdruck – die Teuerungsrate für Lebensmittel sank mit 1,9% (J/J) auf den niedrigsten Wert seit Dezember 2024 – sprechen für eine **graduelle Normalisierung der neuseeländischen Geldpolitik**. In Kombination mit einer konjunkturellen Belebung dürfte NZD-USD auf Jahressicht in Richtung 0,61 USD aufwerten, während wir EUR-NZD bei 1,93 NZD erwarten. Sollte sich der aktuelle El Niño tatsächlich zu einem historisch schweren Fall entwickeln und einen breit angelegten Agrarversorgungsschock auslösen, dürfte der „**Kiwi**“-Dollar **angesichts Neuseelands Rolle als Nettoexporteur landwirtschaftlicher Erzeugnisse und der Erwartung höherer Milchpulverpreise Unterstützung finden**. Entscheidend ist, dass Neuseeland aufgrund seines gemäßigten Klimas weitgehend geschützt vor den schlimmsten landwirtschaftlichen Störungen durch El Niño ist.

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

Anzeichen eines nicht ganz so starken Preisdrucks am aktuellen Rand sowie der schwächelnde Arbeitsmarkt...

... sprechen nicht für aggressiven RBNZ-Zinserhöhungszyklus

Kanada: Die Bank of Canada hat weiterhin mit Schwierigkeiten zu kämpfen

Angesichts von Trumps Krieg gegen den Iran, seiner erratischen Handelspolitik und der Verschlechterung der politischen Beziehungen zwischen den USA und Kanada hat die kanadische Wirtschaft das erste Halbjahr in relativ guter Verfassung überstanden. Beim Wirtschaftswachstum gibt es einen Aufwärtstrend, und obwohl auch die Inflation gestiegen ist, liegt die Jahresrate nur an der oberen Grenze des Zielkorridors von 1–3%. Die Arbeitslosenquote erreichte im April mit 6,9% ihr Jahreshoch und ist seitdem auf 6,4% gesunken. **All dies, ohne dass die Bank of Canada (BoC) die Zinssätze anheben oder senken musste**. Der kanadische Dollar hat zwar in der ersten Jahreshälfte gegenüber dem US-Dollar etwa 3,5% an Wert eingebüßt – was hauptsächlich den geopolitischen Risiken und der damit verbundenen höheren Nachfrage nach dem US-Dollar geschuldet war –, konnte jedoch in den letzten Monaten etwa die Hälfte seiner Verluste wieder wettmachen.

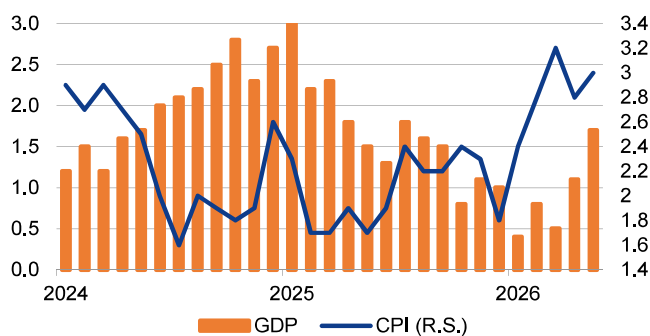
Die wirtschaftliche Entwicklung im ersten Halbjahr fiel besser aus als zu erwarten war

Die BoC wird jedoch die weitere Entwicklung genau im Blick behalten müssen. **In den kommenden Monaten steht die Geldpolitik vor zwei Problemen**, die zwar beide nicht neu, aber auch nicht einfach zu lösen sind. **Die Energiepreise und ihre Auswirkungen auf die Inflation hängen nach wie vor in erheblichem Maße vom Konflikt zwischen dem Iran und den USA ab**. Hier könnte es leicht wieder zu offenen Feindseligkeiten kommen, was die Energiepreise deutlich über das derzeitige Niveau hinaus in die Höhe treiben könnte. Dies dürfte wiederum das Inflationsziel der BoC gefährden und eine Zinserhöhung erforderlich machen, wobei **der Handlungsspielraum der BoC stark eingeschränkt ist, da die Inflationsrate**

Die BoC hat weiterhin mit Inflationsrisiken zu kämpfen, die von Trumps Krieg gegen den Iran und seinen neuen Zollplänen ausgehen

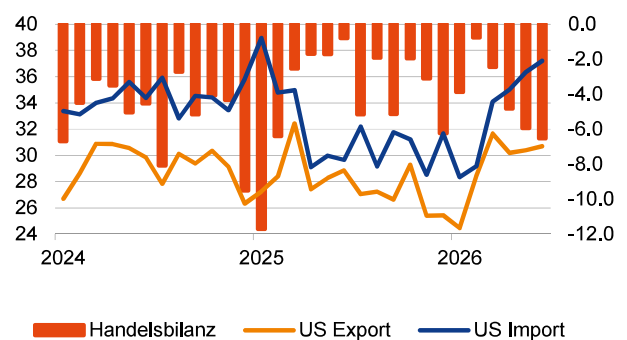
derzeit an der Obergrenze des Zielkorridors von 3% liegt. Zudem sind die höheren Energiepreise aus dem Frühjahr 2026 noch nicht voll auf die Gesamtwirtschaft durchgeschlagen. Das **zweite Problem ist ebenfalls eine Folge der US-Politik. Trump stellt nicht nur das Freihandelsabkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada (USMCA)**, das er selbst bei dessen Unterzeichnung während seiner ersten Amtszeit als das beste Abkommen bezeichnet hatte, in Frage, indem er es nun einer jährlichen Überprüfung unterziehen will. **Er hat nun auch** (unter Bezugnahme auf Section 338 des Tariff Act von 1930) **neue Einfuhrzölle in Höhe von 50% auf eine Reihe kanadischer Waren angekündigt**. Derzeit laufen Verhandlungen, um eine für beide Seiten akzeptable Lösung zu finden. Eine Verschlechterung der Zollsituation könnte zu einem Rückgang kanadischer Exporte in die USA führen, was sich negativ auf die Konjunktur und das BIP auswirken würde. In einem solchen Szenario müsste die BoC möglicherweise eine Zinssenkung in Betracht ziehen, um die Wirtschaft anzukurbeln.

Die Konjunktur hat zuletzt Fahrt aufgenommen und die Inflation ist kein großes Problem. Die BoC kann sich daher weiter in Geduld üben
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZBANK

Die US-Importe aus Kanada sind gestiegen, wodurch das Handelsdefizit gestiegen ist; daher Trumps Forderung nach Zusatzzöllen
In Mrd. USD (L.S.); Handelsbilanz in Mrd. USD (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZBANK

Solange sich hinsichtlich der beiden oben genannten Themen noch kein klareres Bild abzeichnet, wird die BoC ihre Geldpolitik bis in den Herbst hinein wahrscheinlich unverändert beibehalten. Angesichts der zunehmenden Wachstumsdynamik, der Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt und einer Inflation an der Obergrenze des Zielkorridors von 1-3% überwiegt jedoch die Einschätzung, dass eine moderate Straffung wahrscheinlicher ist als eine Zinssenkung. **Aufgrund der derzeit leicht akkommodierenden geldpolitischen Rahmenbedingungen dürfte eine etwaige geringfügige Straffung die Konjunktur allerdings kaum bremsen.**

Was den kanadischen Dollar betrifft, so dürfte sich der Loonie, dem es an nennenswerter Unterstützung durch inländische Faktoren mangelt, eher seitwärts bewegen, solange sich an den geopolitischen Faktoren, die mit den USA zusammenhängen, nichts ändert. Wie dem auch sei, der starke Verkaufsdruck auf den kanadischen Dollar scheint nachgelassen zu haben, sodass eine Rückkehr zu den Jahreshochs bei USD-CAD und EUR-CAD unwahrscheinlich erscheint.

Die Zinssätze dürften im Herbst stabil bleiben, wobei eher mit einer Zinserhöhung als mit einer Senkung zu rechnen ist

Der Loonie dürfte sich vor dem Hintergrund geopolitischer Risiken seitwärts bewegen

Skandinavien: Riksbank wartet ab – Norges Bank dürfte demnächst anheben

Erwartungsgemäß hat die Riksbank auf ihrer Sitzung am 20. August den Leitzins unverändert bei 1,75% belassen. Es bestand auch wenig Anlass für die Währungshüter anderweitig tätig zu werden. Zumal die im Fokus der Riksbank stehende CIPF-Jahresinflationsrate im Juli auf 0,7% gesunken ist, nach 1,3% im Juni. Im Juli gingen die Preise im Monatsvergleich zurück, die monatliche Inflationsrate sank auf minus 0,3% gegenüber plus 0,3% im Vormonat. Dieser Rückgang ist größtenteils auf die vorübergehenden fiskalischen Entlastungen zurückzuführen. Eine niedrigere Kraftstoffsteuer ist ein wichtiger Bestandteil dieser fiskalpolitischen Maßnahmen und führte zusammen mit den gesunkenen Strompreisen im Juli zu einem Rückgang der Energiepreise um gewaltige 10% im Laufe des Monats. Ein Rückgang der Inflation unter 1% ist bedeutsam, da er die Preissteigerungen unter die Untergrenze des Toleranzbandes der Riksbank von 1% bis 3% – um das 2%-Ziel – drückt. Die Riksbank wird die Auswirkungen temporärer Steuermaßnahmen voraussichtlich außer Acht lassen und sich stattdessen auf die Kerninflation konzentrieren. **Bereinigt um diese einmaligen Faktoren schätzen wir die durchschnittliche CPIF-Inflation in diesem Jahr auf 1,1%.**

CIPF-Jahresinflationsrate sinkt unter 1%

Wir erwarten vorerst keine Änderung der Geldpolitik

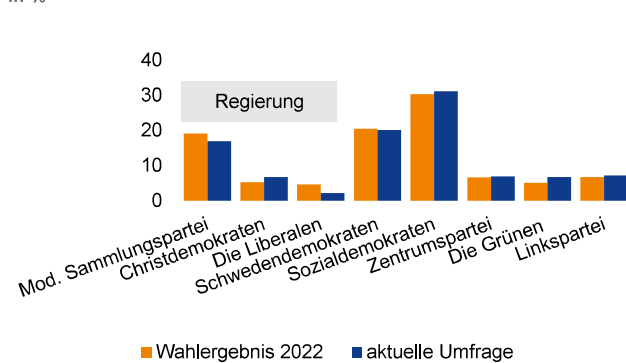
Der aktuelle schwache Inflationsverlauf bietet der Riksbank Spielraum, die Entwicklung in den kommenden Monaten abzuwarten, ohne tätig werden zu müssen. **Wir gehen von einem unveränderten Leitzins von 1,75% mindestens bis zum Jahresende aus.** Die Inflation dürfte im Winter anziehen, sobald die Wirkung der fiskalischen Entlastungen nachlässt. Wir erwarten, dass der Preisdruck im ersten Halbjahr 2027 weiter zunimmt, was die Riksbank zu Zinserhöhungen veranlassen dürfte. Die Risiken für diese Prognose hängen maßgeblich von der Entwicklung des Iran-Konflikts ab. Seit Beginn des Iran-Kriegs weist die Krone eine hohe Volatilität und gegenüber dem Euro die schwächste Entwicklung unter den G10-Währungen auf. Sie sollte aber von einem wieder anziehenden Preisdruck und einer Aufhellung des fundamentalen Umfelds profitieren können. **Auf Sicht von drei Monaten gehen wir von Notierungen um 10,95 EUR-SEK aus.**

EUR-SEK auf Sicht von drei Monaten bei Notierungen um 10,95 SEK erwartet

In den aktuellen Umfragen zur am 13. September stattfindenden Wahl zum schwedischen Reichstag haben sich gegenüber dem Wahlergebnis von 2022 nur graduelle Veränderungen ergeben – die maximale Abweichung einer Partei beträgt gerade mal 2,4 Prozentpunkte. Einzig die in der Minderheitsregierung um Ministerpräsident Kristersson vertretenen Liberalen könnten an der Vier-Prozent-Hürde scheitern, sie liegen in Umfragen aktuell bei 2,2%. Parteien, die unter der Vier-Prozent-Hürde bleiben, können dennoch in den Wahlkreisen Sitze erhalten, in denen sie mindestens zwölf Prozent der Stimmen erhalten.

Reichstagswahlen stehen kurz bevor

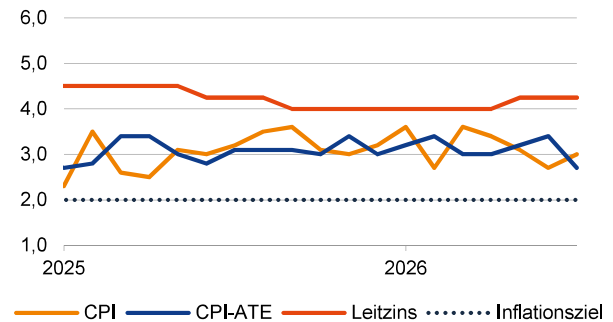
Schweden: Kaum Veränderungen der Parteienlandschaft im Vorfeld der Reichstagswahl



Quelle: Schwedische Wahlbehörde, Umfrage PolitPro

Norwegen: CPI-ATE Inflation schwächt sich ab

Alle Werte in %, CPI und CPI-ATE J/J



Quelle: Bloomberg

Die Norges Bank beließ den Leitzins in der Vorwoche erwartungsgemäß bei 4,25%, die Entscheidung fiel einstimmig. Zwar verwies der Ausschuss auf die überraschend niedrige Inflation im Sommer, betonte jedoch zugleich, dass der Preisauftrieb weiterhin zu hoch sei. **Die Inflation überraschte sowohl im Juni als auch im Juli deutlich nach unten.** Im Juni sank der CPI-ATE im Jahresvergleich auf 2,7% und lag damit 0,6 Prozentpunkte unter der Prognose der Norges Bank. Im Juli verharrte er bei 2,7% und unterschritt die Prognose der Bank damit weiterhin um 0,6 Prozentpunkte. Der Ausschuss erörterte, ob die niedrige Sommerinflation auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen ist oder den Beginn einer rascheren Annäherung an das Inflationsziel von 2% markiert. Er kam zu dem Schluss, dass es noch zu früh sei, von einer wesentlichen Veränderung der Inflationsaussichten seit Juni auszugehen, zumal sich die zugrunde liegenden Inflationstreiber seither offenbar kaum verändert haben. Zugleich hielt sich der Ausschuss die Möglichkeit einer weiteren Leitzinserhöhung offen. Ob es bereits im September dazu kommt, dürfte maßgeblich von den bis dahin vorliegenden Daten abhängen.

Die Inflationssorgen bestehen weiterhin

Wir erwarten weiterhin, dass der Leitzins zusammen mit dem neuen Monetary Policy Report am 24. September von derzeit 4,25% auf 4,50% angehoben wird. Sowohl wir als auch der Markt erwarten für 2027 Zinssenkungen, wir allerdings erst in der zweiten Jahreshälfte. Die Geldpolitik ist bereits eindeutig restriktiv. Die Norges Bank schätzt den langfristigen neutralen Zinssatz auf etwa 3%. Aufgrund ihrer Abhängigkeit von den globalen Ölpreisen sowie ihrer im Vergleich zu anderen G10-Währungen relativen Illiquidität dürfte die Volatilität der Krone hoch bleiben. Sollte sich der Konflikt zwischen den USA und dem Iran noch weiter verschärfen, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Brent-Notierungen im dreistelligen Preisbereich etablieren. In unserem Basisszenario gehen wir bei Brent-Rohöl auf Sicht von drei Monaten jedoch von Notierungen um 90 USD je Barrel aus. Da in beiden Szenarien vorerst keine nachgebenden Rohölpreise zu erwarten sind, **erwarten wir auf Sicht von drei Monaten EUR-NOK Notierungen um 10,95 NOK.**

Die Norges Bank dürfte den Leitzins noch ein weiteres Mal anheben

Krone auf Sicht von drei Monaten bei 10,95 NOK erwartet

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Notenbanken am Steuer

Auch zu Beginn des zweiten Halbjahres prägen vor allem **geopolitische Risiken** sowie die damit verbundenen **Inflationsgefahren** und **konjunkturelle Sorgen** das Geschehen. Unter diesen Vorzeichen gewannen die nationalen geldpolitischen Perspektiven für Forint, Zloty und tschechische Krone jüngst weiter an Bedeutung.

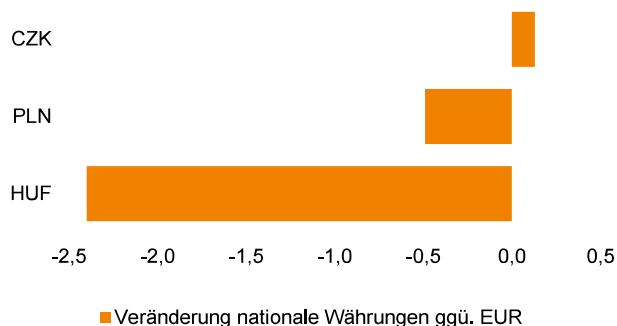
Im Fokus steht hierbei vor allem die ungarische Geldpolitik. Denn anders als in Tschechien und Polen ließ der Preisdruck in Ungarn im Juli weiter nach. Konkret stieg die Inflationsrate dort zuletzt nur noch auf 1,2% (J/J) und blieb damit nicht nur deutlich hinter den Markterwartungen (1,6%) zurück. **Vielmehr verzeichnete die ungarische Gesamtrate zugleich den geringsten Anstieg seit Ende 2016.** Neben dem nach wie vor festen Forint wird der Disinflationprozess in Ungarn auch durch die verhaltene Kerninflation sowie die feste Verankerung der Inflationserwartungen gestützt. Marktseitig haben sich in diesem Umfeld die kurzfristigen Leitzinssenkungserwartungen gefestigt, die wiederum den Forint gegenüber dem Euro einen Gang zurückschalten ließen. **Unserer Einschätzung zufolge dürfte die ungarische Zentralbank (MNB) das günstige Inflationsumfeld nutzen, um den Leitzins bei ihrer nächsten Sitzung am 25. August um weitere 25 Bp auf dann 5,50% zu senken.** Auch MNB-Chef Varga signalisierte zuletzt eine weitere geldpolitische Lockerung, bevor im September im Rahmen der Vorstellung des neuen Inflationsberichts der MNB dann die geldpolitische Strategie vonseiten der Währungshüter überprüft werden soll. Nimmt die ungarische Zentralbank den Leitzins Ende August wie allgemein erwartet weiter nach unten, dürfte sie damit den Forint erst einmal nicht auf dem falschen Fuß erwischen, sollte doch eine entsprechende Lockerung marktseitig bereits weitgehend eingepreist sein. Wichtiger für den Forint dürfte hingegen der geldpolitische Ausblick sein. Was diesen betrifft, sollte es allerdings nicht verwundern, wenn erst einmal Geduld gefragt ist. So ist doch davon auszugehen, dass die MNB erst den revidierten Inflationsbericht abwarten wird, bevor sie sich wieder in die geldpolitischen Karten schauen lässt. **Muss der Forint damit erst einmal auf neue Impulse seitens seiner Notenbank verzichten, dürften vorübergehend andere Faktoren, wie z.B. das globale Risikosentiment und die übergeordnete Euro-Dollar-Bewegung, verstärkt das Ruder übernehmen.**

Geldpolitik weiter im Fokus

Ungarische Notenbank: Erneute Leitzinssenkung erwartet

Nationale Geldpolitik gibt den Takt vor ...

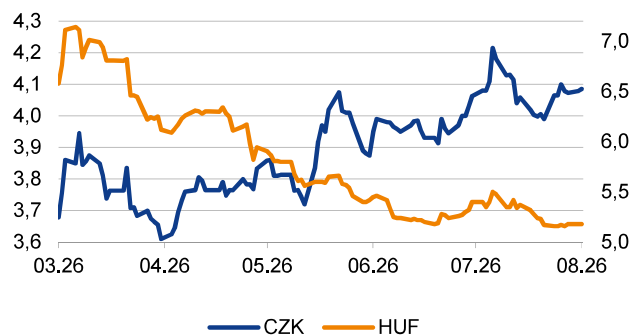
Veränderung nationale Währungen ggü. EUR seit 01.07.2026, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... Tschechische Falken treffen auf ungarische Tauben

LS: CZK, RS: HUF, beide 3*6 Forward Rate Agreements, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Am anderen Ende des geldpolitischen Spektrums, sprich auf der „hawkishen“ Seite, steht die tschechische Notenbank. Denn anders als ihre Amtskollegen in Budapest verfolgen die dortigen Währungshüter mit Verweis auf die Inflationsrisiken nach wie vor einen restriktiven geldpolitischen Ansatz. Zwar hob die tschechische Notenbank (CNB) den Leitzins Anfang August nicht weiter an, sondern beließ ihn wie marktseitig erwartet unverändert bei 3,75%. Allerdings machten die jüngsten „Minutes“ deutlich, dass die CNB-Vertreter im aktuellen Umfeld keinen Spielraum für etwaige Senkungen sehen, obwohl die Inflation mit 1,7% (J/J) zu Beginn des zweiten Halbjahres immer noch etwas unterhalb des Ziels der CNB von 2% (J/J) liegt. Vielmehr erachten sie das aktuelle, restriktive Leitzinsniveau als angemessen, um die weitere nationale und globale Inflationsentwicklung zu beobachten. Der CNB-Vorsitzende Michl hob in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit einer weiterhin restriktiven Geldpolitik hervor. Diese Worte nahm die tschechische Krone wohlwollend zur Kenntnis, kann sie doch weiterhin auf geldpolitischen Rückenwind bauen. **Mit Blick auf die nächste Leitzinsentscheidung am 17. September rechnen wir mit einem unveränderten Leitzinsniveau von 3,75%, das abermals von einer „hawkishen“ Tonspur begleitet werden sollte. Die Krone sehen wir unter diesen Vorzeichen gegenüber dem Euro im Bereich ihrer aktuellen Werte gut aufgehoben.**

Tschechische Notenbank behält ihren „hawkishen“ Zungenschlag bei

Zwischen der „dovisher“ ausgerichteten ungarischen Notenbank und der anhaltend „hawkishen“ Zentralbank in Tschechien sind geldpolitisch die polnischen Währungshüter angesiedelt. Zwar belassen die Währungshüter in Warschau den Leitzins seit April dieses Jahres unverändert bei 3,75%. Allerdings schlug u.a. Notenbankchef Glapinski im Sommer einen „dovishen“ Ton an und schloss hierbei eine Leitzinssenkung im September nicht aus. Eine Einschätzung, die nicht von allen Währungshütern geteilt wurde. **Dass die geldpolitischen Tauben zuletzt wieder etwas zurückhaltender auftraten und sich stattdessen so mancher Falke zu Wort gemeldet hat, ist maßgeblich dem im Juli wieder zugenommenen Preisdruck geschuldet.** So kletterte doch die dortige Inflation in der Gesamtrate wieder auf 3,0% (J/J), womit sie erneut über dem Zielwert der Zentralbank von 2,5% (J/J) liegt. Hinzu kommt die wieder auf 3,1% (J/J) gestiegene Kernrate. Dass die Inflation wieder merklich gestiegen ist, ist zum einen dem Ende der staatlichen Deckelung der Kraftstoffpreise geschuldet. Hinzu kommen stark gestiegene Dienstleistungspreise und eine unzureichende Entlastung durch die Lebensmittelpreisentwicklung. Will heißen: Obwohl die Preise für Lebensmittel und alkoholfreie Getränke im Juli weiter sanken (-0,4% im Jahresvergleich nach -0,2% im Juni), reichte dieser Rückgang bei Weitem nicht aus, um den starken Preisschub bei den Kraftstoffen zu kompensieren. **Daher dürfte die polnische Notenbank unserer Ansicht nach den Leitzins auch bei ihrer nächsten Sitzung am 9. September unverändert bei 3,75% belassen.** Zudem halten wir es für wahrscheinlich, dass sich Zentralbankchef Glapinski weniger „dovish“ als noch vor der Sommerpause zeigen wird, was der Zloty wohlwollend zur Kenntnis nehmen sollte.

Polnische Geldpolitik: Tauben auf dem Rückzug

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

Türkei & Südafrika: Notenbanken müssen vorsichtig bleiben

Der **Vorsitzende der türkischen Notenbank (TCMB), Karahan**, hat jüngst erneut deutlich gemacht, **dass die Zentralbank angesichts der anhaltenden geopoliti-**

TCMB revidiert Inflationserwartung für Ende 2026 nach oben

tischen Unsicherheit an einer restriktiven Geldpolitik festhalten wird. Zwar deutete er an, dass das Schlimmste im US-Iran-Konflikt möglicherweise überstanden sei, **zugleich verwies er jedoch auf erhebliche Risiken für den Inflationsausblick**. Besonders die Volatilität bei Öl-, Gas- und Nahrungsmittelpreisen sowie energiebedingte globale Preisschübe belasten die Türkei als großen Energieimporteur. Vor diesem Hintergrund hat die TCMB ihre Inflationserwartung für das Jahresende 2026 von 26% auf 28% angehoben, während das Interimsziel für Ende des Jahres (24%) unverändert blieb.

Geldpolitisch bleibt die türkische Zentralbank damit vorsichtig. Karahan machte in diesem Zusammenhang deutlich, dass sich die Geschäftsbanken die benötigte Liquidität vorerst weiterhin über den höheren Satz für Übernachtsausleihungen („Overnight Lending Rate“) von 40% besorgen müssen, obwohl der eigentliche Leitzins (einwöchiger Reposatz) bei 37% liegt. **Eine Rückkehr zum regulären einwöchigen Repo-Fenster steht zwar auf der Agenda, soll aber erst erfolgen, wenn die Marktbedingungen dies zulassen.** Gleichzeitig signalisierte Karahan ausdrücklich die Bereitschaft, die Geldpolitik weiter zu straffen, sollte sich der Ausblick verschlechtern. Damit bleibt die geldpolitische Ausrichtung klar auf Disinflation und Wechselkursstabilisierung ausgerichtet — auch wenn dies die Binnenkonjunktur belastet. **Unserer Ansicht nach dürfte die TCMB die Leitzinsen bei der nächsten Zinssitzung, die am 10. September auf der Agenda steht, unverändert bei 37% bzw. 40% belassen.** Kommt es zu keiner weiteren geopolitischen Eskalation am Persischen Golf, ist auch eine Wiederaufnahme der wöchentlichen Repoauktionen denkbar.

Unverändertes Leitzinsniveau erwartet

Konjunkturell wird die Abkühlung nach Einschätzung des TCMB-Chefs bereits sichtbar. Er verwies hierbei auf eine nachlassende Konsumnachfrage, etwa bei Kreditkartenausgaben und Einzelhandelsumsätzen. Die bereits im ersten Quartal zu beobachtende Wachstumsabschwächung war sowohl externen als auch binnenwirtschaftlichen Belastungsfaktoren geschuldet. Hier ist zum einen der Energieschock infolge des Iran-Konflikts zu nennen, der die Importkosten deutlich erhöht und die Außenbilanz verschlechtert hat. Zum anderen belasteten höhere Energiepreise die Inflation und verringerten den Spielraum der türkischen Notenbank für geldpolitische Lockerungen. Die Zentralbank musste daher an den restriktiven Finanzierungsbedingungen festhalten, was u.a. die Kreditvergabe und die Investitionen dämpfte. **Am 31. August steht nun die Veröffentlichung der türkischen Wachstumszahlen für das zweite Quartal an. Marktseitig wird hier im Schnitt mit einem Plus von 2,7% (J/J) nach 2,5% (J/J) im ersten Quartal gerechnet.** Wenngleich die konjunkturelle Dynamik damit im Vorjahresvergleich wieder leicht zunehmen dürfte, so sollte das Wachstum letztendlich hinter seinem langjährigen Durchschnitt von rund 4,7% zurückbleiben. **Gegen eine rasche Erholung sprechen im aktuellen Umfeld die bekannten Argumente in Form der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit und der damit verbundenen Inflationsrisiken sowie die weiterhin restriktiven geldpolitischen Bedingungen.**

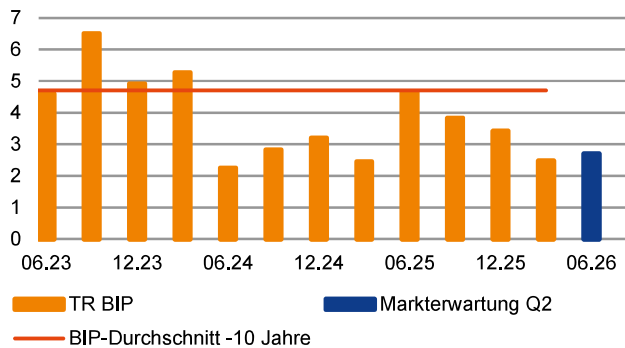
BIP-Zahlen für Q2 verdienen Beachtung

Für die TCMB bleibt der Ausblick damit von einem Zielkonflikt geprägt: Die Zentralbank will die Disinflation sichern und die Finanzstabilität wahren, muss dafür aber eine weitere konjunkturelle Abkühlung in Kauf nehmen. Für das dritte Quartal ist daher mit einer verhaltenen Wachstumsdynamik zu rechnen. Eine nachhaltige Belebung dürfte erst möglich werden, wenn sich die Energiepreise stabilisieren, der externe Finanzierungsdruck nachlässt und die Zentralbank genügend Vertrauen in den Inflationspfad gewinnt, um den Übergang zu einer vorsichtigeren Lockerung vorzubereiten.

TCMB in schwierigem Fahrwasser

Türkei: Globale und nationale Faktoren belasten das Wachstum

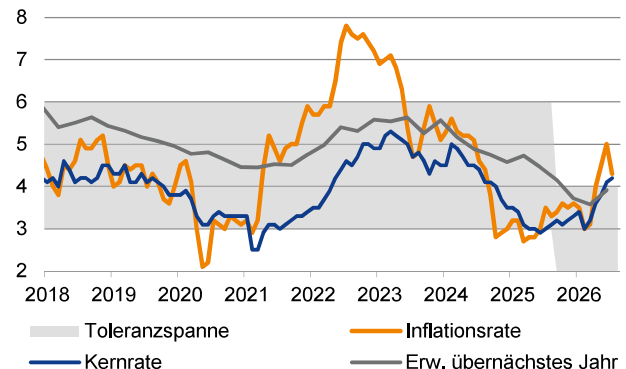
Türkische Wachstumszahlen, Quartalswerte, J/J, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Trotz Inflationsrückgang ist der Trend in Südafrika weiter aufwärts gerichtet

J/J in %; Kernrate: ohne Energie, Nahrungsmittel



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

In einem Monat müssen die Geldpolitiker in Südafrika entscheiden, ob sie erneut auf eine Zinsanhebung verzichten wollen oder ob sie den aktuellen Markterwartungen folgen und den Leitzins, wie schon im Mai, um 25 Bp, anheben. Die Konjunkturdaten sprechen eher für eine abwartende Haltung. Das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal dürfte sich gegenüber dem robusten 0,5% (Q/Q) zum Jahresauftakt merklich verlangsamt haben. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe und im Bergbau schrumpfte sogar jeweils um 2% (Q/Q). Der bisher verlässliche private Verbrauch dürfte dies kaum ausgleichen können. Allerdings wurde die Produktionsschwäche nicht durch eine Stimmungseintrübung begleitet, sodass eine Rückkehr auf einen moderaten Wachstumspfad wahrscheinlich erscheint. Ein gemischtes Bild liefern auch die jüngsten Preiszahlen. Die Inflationsrate rutschte im Juli merklich auf 4,3% (J/J) von zuvor 5,0% (J/J). Allerdings stieg die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel noch etwas weiter auf nun 4,2% und liegt damit etwas deutlicher oberhalb der Toleranzspanne der Notenbank (1% bis 4%) als zuvor. Wenige Stunden vor der nächsten Zinsentscheidung werden noch die Inflationsdaten für den August veröffentlicht. Vermutlich noch **wichtiger als die neusten Preiszahlen dürften für die Zinsentscheidung jedoch die Ergebnisse der vierteljährlichen Erhebung zu den Inflationserwartungen** werden, zu denen Mitte September neue Werte veröffentlicht werden. Ein weiterer Anstieg der Inflationserwartungen ist dabei zu befürchten und sollte die Notenbank von einer Zinserhöhung überzeugen.

South African Reserve Bank dürfte Leitzins noch einmal anheben

Für den Rand bedeutete die Erholung beim Goldpreis in den ersten beiden Augustwochen zwar eine zusätzliche Unterstützung, noch liegt der Preis aber ein gutes Stück unter dem Stand der ersten beiden Monate des Jahres. Entscheidend für den Rand ist derzeit jedoch die Entwicklung der Erwartungen zur künftigen Fed-Politik. Nachdem lange eine Zinserhöhung noch im Herbst als nahezu sicher galt, kam es hier zu einer merklichen Rücknahme. Noch ist aber eine Zinserhöhung der Fed im nächsten halben Jahr eingepreist, sodass eine weitere Anpassung kurzfristig für neuerliche Unterstützung sorgen könnte. Als Rand-spezifischer Faktor sind aber die **Kommunalwahlen Anfang November nicht zu unterschätzen**, stellen sie doch den ersten nationalen Test an den Wahlurnen seit 2024 dar. Dem bisher dominierenden ANC drohen dabei weitere Verluste, was auch die Position von Präsident Ramaphosa infrage stellen könnte. Die damit verbundenen Unsicherheiten wären auch für den Rand belastend.

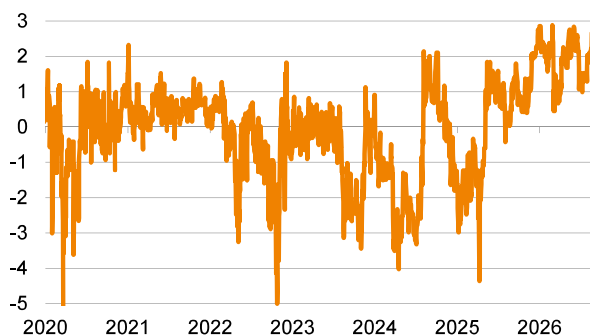
Rand sollte auch innenpolitische Risiken beachten

China: Peking lässt nur kontrollierte Yuan-Aufwertung zu

Der globale Schwächeanfall des US-Dollars hinterlässt auch in USD-CNY seine Spuren. Anfang Juli notierte das Währungspaar noch bei knapp 6,80 CNY, inzwischen ist der Greenback bereits für gut 6,72 CNY zu haben. So stark war Chinas Währung in dieser Relation zuletzt im Februar 2023. **Während es über viele Monate die chinesische Seite der Wechselkursmedaille war, die den Takt vorgab, sind es aktuell die Vorgaben von US-Seite, die die zuvor graduelle Bewegung derzeit beschleunigen** (Korrektur der Fed-Zinserwartungen plus UST-Rückkaufplan des US-Finanzministeriums). Chinas Offizielle machen aus ihrer Abneigung gegen diese Beschleunigung kein Geheimnis; das tägliche **PBoC-Referenzfixing** zeigt inzwischen die größte Abweichung gegenüber den Marktkursen seit Februar. Für Peking bleibt das bekannte Dilemma: **Der stetige Aufwertungsdruck verschärft die konjunkturellen und deflationären Risiken; eine aktive Gegenwehr gegen die marktgetriebene Yuan-Stärke ist angesichts der weltweiten Kritik an der fundamentalen Unterbewertung aber nicht opportun.** Wir gehen davon aus, dass Chinas Währungshüter auch weiterhin bemüht sein werden, die Yuan-Aufwertung zu kontrollieren, ohne jedoch explizit auf eine Trendumkehr hinzuwirken.

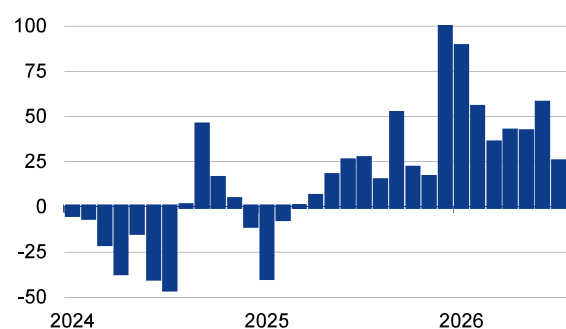
Globale USD-Schwäche drückt auch USD-CNY nach unten

Unterschwelliger Aufwertungsdruck im Yuan extrem hoch
RMB-Stressindikator von Bloomberg (Kombination aus Marktindikatoren: Spread CNY vs. CNH, Risk Reversals, Fixing-Gap)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Chinas Exportsektor generiert strukturelle Yuan-Nachfrage
Monatliche Devisen-Settlements chinesischer Banken im Kundenauftrag (= Umtausch von Fremdwährung in Yuan), in Mrd. USD



Quelle: SAFE, Bloomberg, DZ BANK

Chinas Außenhandelssektor ist seit etlichen Monaten der wichtigste Faktor für die intrinsische Yuan-Stärke. Die Exporteure tauschen große Teile ihrer Deviseneinnahmen früher oder später in heimische Währung um; Chinas Rekordüberschüsse in der Handelsbilanz generieren somit eine stetige CNY-Nachfrage. Allerdings sind die **Netto-Verkäufe von Devisen durch chinesische Unternehmen im Juli auf den niedrigsten Wert seit November gefallen und liegen bei „nur“ noch 25,2 Mrd. USD** (verglichen mit 57 Mrd. USD im Juni). Sollte sich diese Verlangsamung bestätigen, würde eine essenzielle Säule für die Yuan-Aufwertung der letzten Monate wanken. Auch in den kommenden Wochen dürfte sich das Tauziehen um den Yuan ergebnislos fortsetzen: Zwischen strukturellem Aufwertungsdruck durch den Umtausch von Exporterlösen und währungspolitischem Widerstand aus Peking sollte Chinas Währung eine klare Richtungsentscheidung vorerst verwehrt bleiben.

Umtausch von Deviseneinnahmen aus Exporten verlangsamt sich

Brasilien & Mexiko: Divergierende Latinos

Der Wahlkampf in Brasilien für die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen Anfang Oktober hat am 16. August offiziell begonnen. In den Umfragen liegt **Amtsinhaber Lula da Silva weiterhin knapp vor seinem konservativen Herausforderer Flavio Bolsonaro**. Diesem war es mit der Auswahl des Kandidaten für die Vizepräsidentschaft nicht gelungen, seine Unterstützerbasis zu verbreitern und andere Parteien zu einem Bündnis zu bewegen. Die Parteien aus der bürgerlichen Mitte (Centrão) haben entweder eigene Kandidaten aufgestellt, die es allerdings kaum in die Stichwahl schaffen dürften, oder sie halten sich neutral. Angesichts des knappen Vorsprungs dürften die vier Fernsehdebatten der führenden Kandidaten – die erste bereits am kommenden Sonntag – eine besondere Bedeutung haben. Entscheidend wird aber die Stichwahl zwischen den beiden führenden Bewerbern am 25. Oktober werden, aller Voraussicht nach Lula da Silva und Bolsonaro. Dann werden sich auch die Parteien des Centrão deutlicher positionieren, auch wenn dies meist in der Form „Wählt nicht Kandidat xy“ sein wird. Während für die Finanzmärkte und den Real vor allem das Thema Fiskalpolitik und die Begrenzung des Anstiegs der Verschuldung wichtig sind, und hier Bolsonaro mehr zugetraut wird, sind in Umfragen die Themen Sicherheit und Korruption die meistgenannten Problemfelder. „Endlich“ hat auch der Finanzmarkt die von den Wahlen ausgehenden Risiken in den Blick genommen, was beim Real dazu führte, dass er nicht wie die meisten anderen Währungen im letzten Monat gegenüber dem Dollar zulegen konnte. Auch in den kommenden Wochen dürften von dieser Seite eher noch Belastungen kommen.

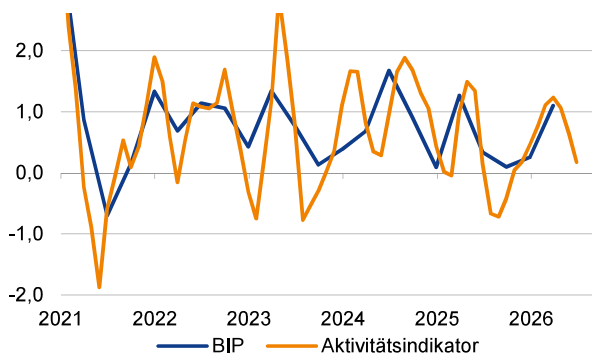
Wahlkampf in Brasilien wird nun auch am Finanzmarkt wahrgenommen

Die Wirtschaftsdaten der letzten Wochen zeigten, dass sich der gute Jahresauftakt mit einem BIP-Anstieg um 1,1% (Q/Q) im zweiten Quartal nicht fortgesetzt hat. Geldpolitisch läuft es derzeit jedoch etwas erfreulicher. Die jüngsten Inflationszahlen fielen tendenziell besser aus als vermutet, und im Juli rutschte die **Inflationsrate mit 4,4% (J/J) wieder in die Toleranzspanne der Notenbank** um das Inflationsziel von 1,5% bis 4,5%. Bei diesem Wert liegt aber auch der Durchschnitt der von der brasilianischen Notenbank (BCB) besonders beachteten Preisindikatoren, was zeigt, dass der weitere Rückgang der Inflationsrate schwieriger wird. Bei der wöchentlichen Befragung von Marktexperten wird zum Jahresende sogar wieder ein Anstieg auf 5,0% erwartet. Die Geldpolitiker machen sich daher auch größere Sorgen über den Auftrieb bei den Inflationserwartungen. Gleichwohl senkte die BCB zuletzt ihren Leitzins um erneut 25 Bp auf 14,0%. Zudem fiel die Stellungnahme eine Nuance moderater aus, sodass auch bei der nächsten Sitzung mit einer weiteren Senkung zu rechnen ist. Spielraum hierfür besteht nach wie vor, und bei kleinen Lockerungsschritten um 25 Bp bleibt die Geldpolitik noch lange, wie gewünscht, restriktiv.

Inflationszahlen etwas verbessert aber Erwartungen bleiben unbefriedigend

Brasilien: Schwächeres Wachstum im zweiten Quartal zu erwarten

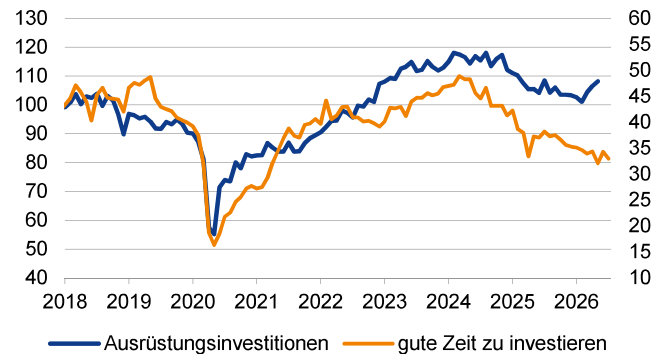
In % Q/Q bzw. 3M/3M



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Mexiko: Kaum noch Zinsunterstützung für den Peso

LS: Investitionen 2018 = 100, RS: Befragung bei Unternehmen



Quelle: INEGI, Bloomberg, DZ BANK

Bei den Verhandlungen zwischen den USA und Mexiko über eine Anpassung des Freihandelsvertrags gab es bisher außer optimistisch klingenden Verlautbarungen kaum konkrete Fortschritte. Für internationale Handelsabkommen ist dies allerdings auch typisch, da es immer um ein Gesamtpaket geht und Teilaspekte bis zum Abschluss noch aufgeschnürt werden können. Aus dem ursprünglichen Drei-Parteien-Vertrag zwischen den USA, Kanada und Mexiko werden nach Wunsch der USA immer mehr bilaterale Vereinbarungen. Jüngste Berichte, wonach die USA und Kanada nahe an einer Einigung seien, setzen nun auch die mexikanischen Verhandler unter Druck. Bereits zum Jahresauftakt hatte Mexiko zahlreiche Zölle auf Importe aus China angehoben. Die USA haben dabei aber offenbar noch weitergehende Forderungen, die auf eine stärkere Abschirmung des gesamten nordamerikanischen Wirtschaftsraums von China zielen. Angesichts der hohen Abhängigkeit Mexikos von den Exporten in die USA ist mit Zugeständnissen zu rechnen, zumal auch die aktuelle Regierung auf eine Förderung der heimischen Produktion und damit eine geringere Abhängigkeit von China-Importen setzt. Zunächst bleibt die Unsicherheit über die künftigen Handelsbeziehungen noch bestehen, was die Investitionsbereitschaft begrenzt. Angesichts einer zuvor länger anhaltenden Schwächephase deutet sich jedoch für das zweite Quartal eine merkliche Erholung der Investitionen an. Entsprechend hatte sich auch das gesamte BIP nach ersten Zahlen spürbar (+1,5%, Q/Q) erholen können. Eine Befragung der Statistikbehörde (INEGI) zeigt jedoch, dass die **Investitionsneigung im Unternehmenssektor weiterhin sehr trüb ist**, sodass sich der jüngste Schub bei den Investitionen als Strohfeuer herausstellen könnte.

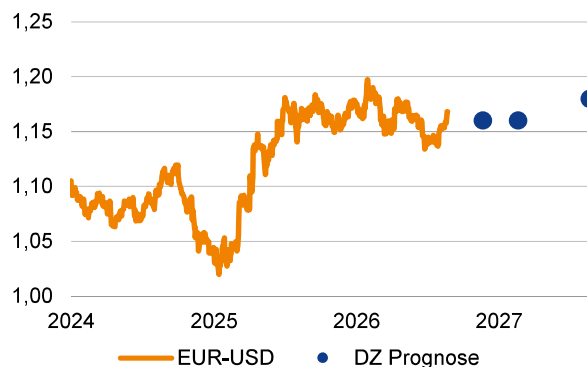
Zugeständnisse Mexikos bei den Verhandlungen mit den USA zu erwarten

Der Peso setzt aber offenbar bereits auf eine Einigung bei den Verhandlungen mit den USA und zeigte sich spürbar fester. **USD-MXN rutschte dabei erstmals seit Juni 2024 unter die Marke von 17 MXN**. Der „Super-Peso“ sorgt mittlerweile in Teilen der Exportindustrie für Kopfzerbrechen und Forderungen nach Gegenmaßnahmen. Zu einem größeren Teil dürfte die jüngste Wechselkursbewegung aber eine Schwäche des US-Dollars sein, der in den letzten Wochen negativ auf die Dämpfung der Zinserhöhungserwartungen reagierte. Dieser Faktor könnte zwar noch weiter unterstützen, inzwischen erscheint der Peso aber recht teuer, sodass Rückschläge drohen.

Peso mittlerweile teuer

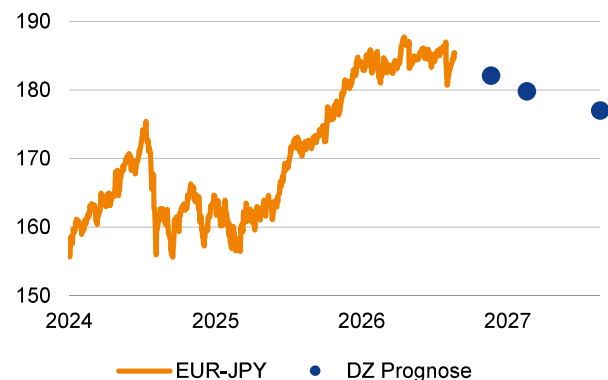
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



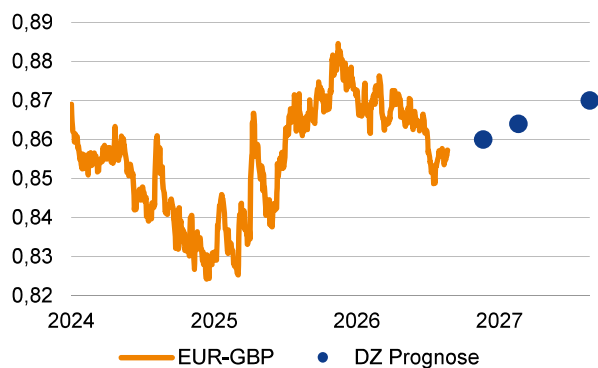
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



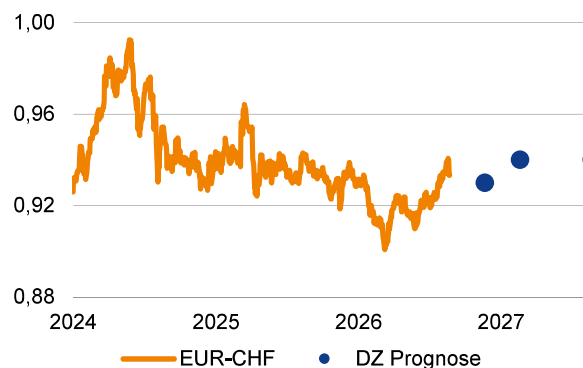
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



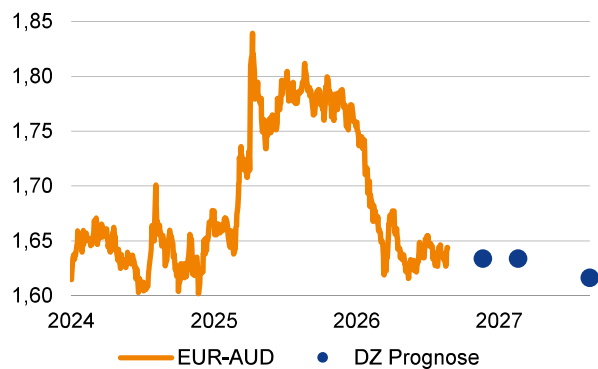
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



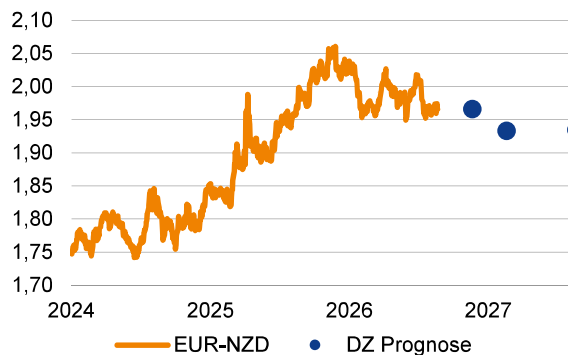
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



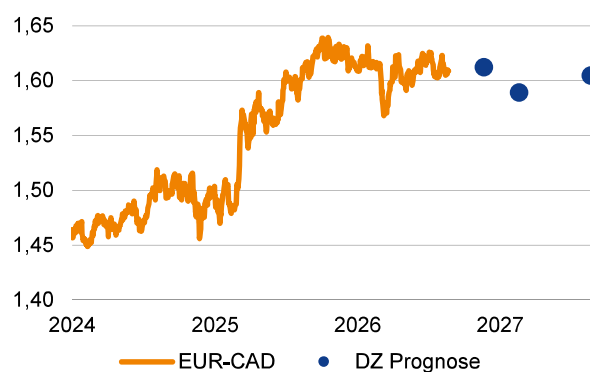
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



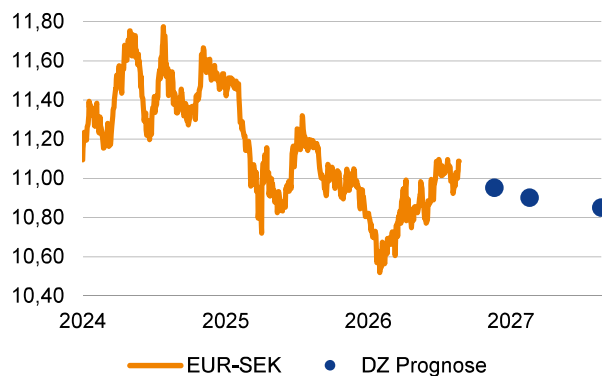
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



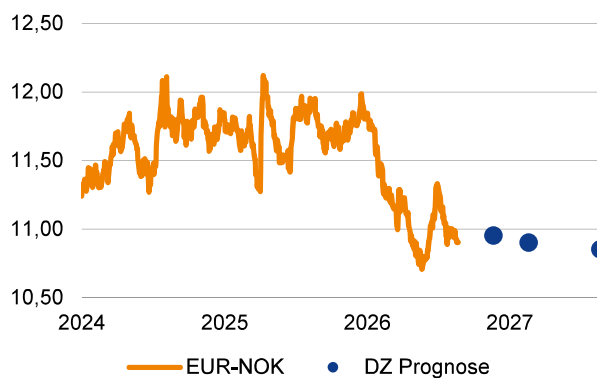
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



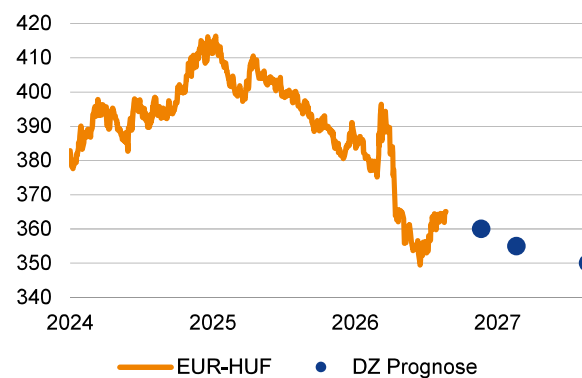
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



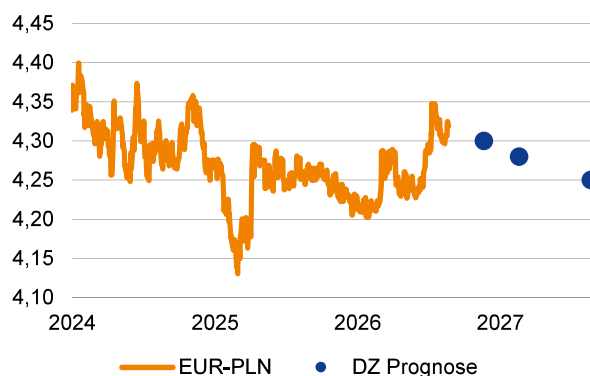
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



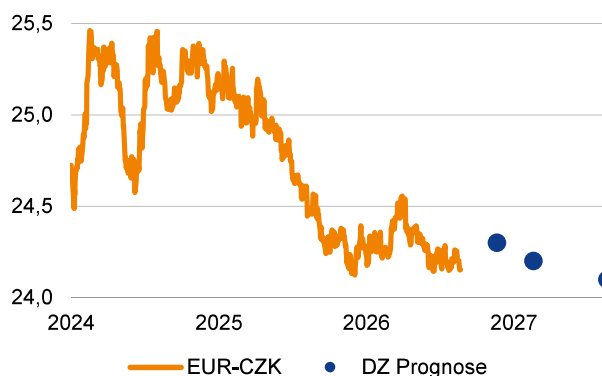
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



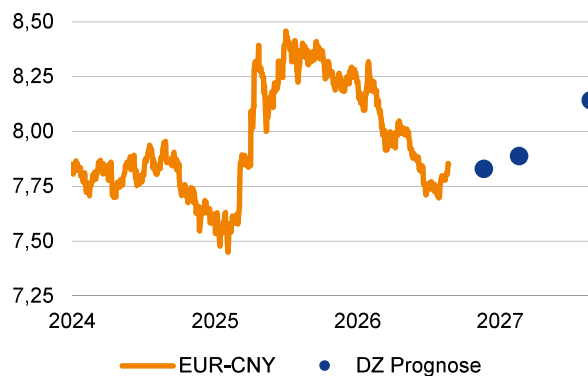
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



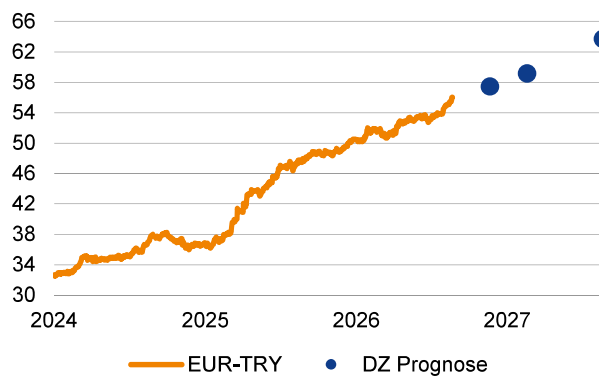
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



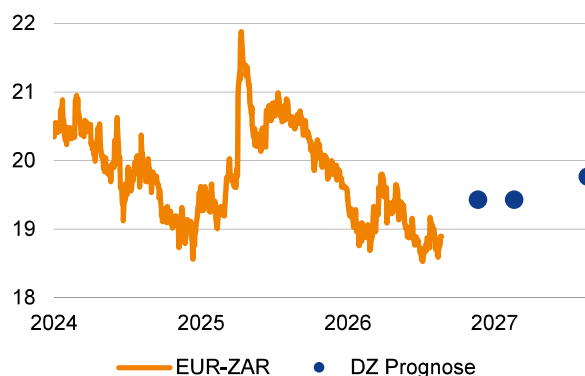
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



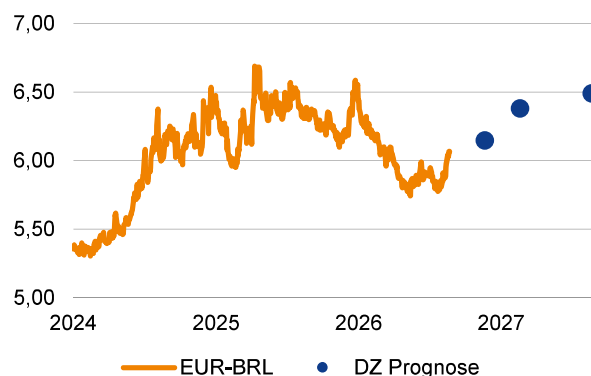
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



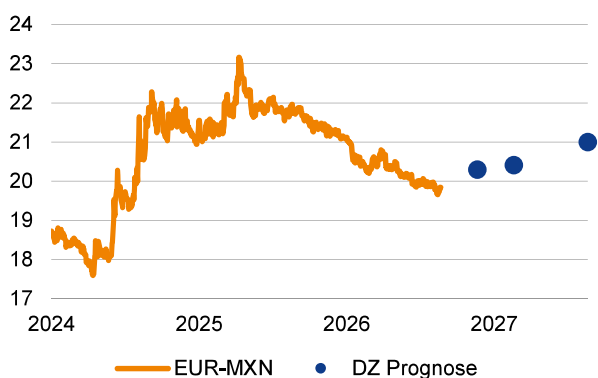
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

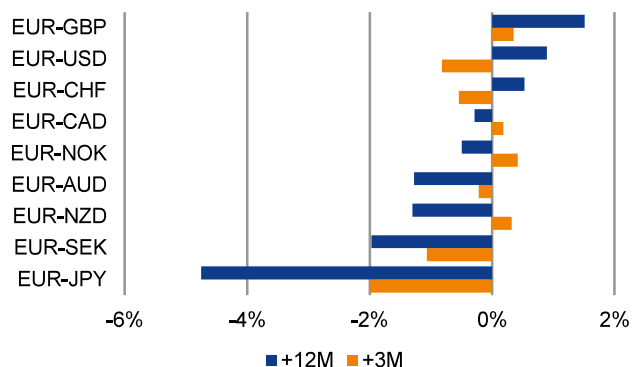
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

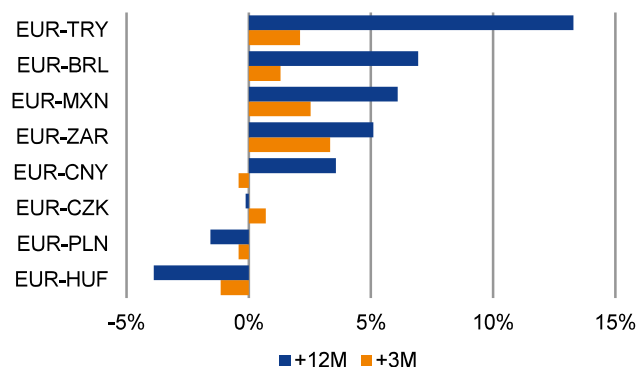
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,1696	1,16	1,16	1,18
EUR/GBP	0,8570	0,86	0,86	0,87
EUR/JPY	185,83	182	180	177
EUR/CHF	0,9351	0,93	0,94	0,94
EUR/AUD	1,6374	1,63	1,63	1,62
EUR/NZD	1,9599	1,97	1,93	1,93
EUR/CAD	1,6094	1,61	1,59	1,60
EUR/NOK	10,90	10,95	10,90	10,85
EUR/SEK	11,07	11,0	10,9	10,9
EUR/PLN	4,3176	4,30	4,28	4,25
EUR/CZK	24,13	24,3	24,2	24,1
EUR/HUF	364,2	360	355	350
EUR/TRY	56,25	57,4	59,2	63,7
EUR/ZAR	18,81	19,4	19,4	19,8
EUR/CNY	7,8622	7,83	7,89	8,14
EUR/BRL	6,0696	6,15	6,38	6,49
EUR/MXN	19,80	20,3	20,4	21,0

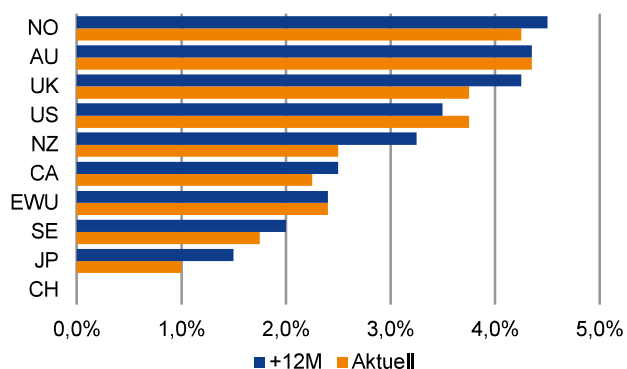
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1696	1,16	1,16	1,18
GBP/USD	1,3647	1,35	1,34	1,36
USD/JPY	158,88	157	155	150
USD/CHF	0,7995	0,80	0,81	0,80
AUD/USD	0,7143	0,71	0,71	0,73
NZD/USD	0,5968	0,59	0,60	0,61
USD/CAD	1,3760	1,39	1,37	1,36
USD/NOK	9,32	9,44	9,40	9,19
USD/SEK	9,46	9,4	9,4	9,2
USD/PLN	3,6915	3,71	3,69	3,60
USD/CZK	20,63	20,9	20,9	20,4
USD/HUF	311,4	310	306	297
USD/TRY	48,09	49,5	51,0	54,0
USD/ZAR	16,08	16,8	16,8	16,8
USD/CNY	6,7221	6,75	6,80	6,90
USD/BRL	5,1895	5,30	5,50	5,50
USD/MXN	16,93	17,5	17,6	17,8

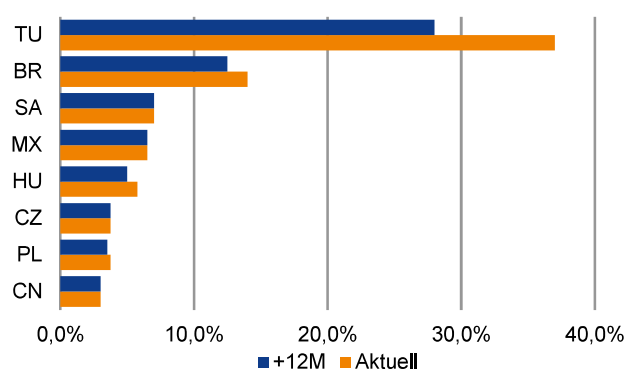
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,8	1,1	0,5	0,9	0,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	3,0	2,4	2,1	3,0	3,2	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-3,1	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	1,8	1,7				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	2,3	2,1	2,7	2,1	1,9	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	3,5	3,0	2,7	3,8	3,5	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-7,4	-6,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,3	-3,4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	0,5	0,8	0,4	0,0	0,8	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	1,7	1,8	1,4	1,5	2,0	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,1	-2,0	-2,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,8	3,9	4,0				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,0	1,0	0,9	1,1	0,9	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,1	2,3	3,1	2,7	3,1	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-3,6	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,4	-3,1				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	0,6	1,4	0,4	0,1	0,8	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,5	0,5	0,2	0,6	0,5	0,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,5	0,0	0,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	7,3	4,5	5,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,8	2,1	2,6	1,7	1,8	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,7	2,7	4,0	4,0	3,3	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-1,3	-1,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,7	-4,0	-4,9				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	2,0	2,4	1,5	2,3	2,0	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,6	2,6	3,1	4,1	3,7	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-3,9	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-4,8	-5,8				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,6	1,8	-0,1	1,8	1,4	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	2,6	2,3	2,1	2,9	2,8	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-1,8	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	-0,4	-1,2				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	2,0	2,1	2,2	1,8	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	1,4	0,5	0,4	0,6	1,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,2	-1,8	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,8	4,9	5,3				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,3	1,4	2,0	1,3	0,4	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	11,2	9,5	8,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,0	12,1	8,2				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	3,0	2,9	3,5	3,3	2,9	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,2	2,9	2,4	2,9	3,3	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,3	-6,9	-6,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-0,7	-0,8				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	2,0	2,5	1,7	1,6	2,1	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	3,0	3,4	1,8	1,8	3,5	4,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-6,4	-5,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	0,1	0,5				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	2,2	2,4	2,2	2,3	1,9	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,4	2,3	2,0	2,5	2,6	2,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-2,7	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	-0,6	0,4				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	2,7	3,3	2,5	2,2	2,8	3,4
Inflation (in % gg. Vj.)	35,2	31,0	22,5	31,0	33,5	30,3	29,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-2,8	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,0	-3,0	-2,0				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,4	1,6	2,0	1,3	1,1	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	4,1	3,6	3,2	4,6	4,4	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-4,7	-4,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-1,5	-2,3				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	4,0	5,0	4,3	4,5	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	1,3	1,4	0,8	1,1	1,2	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,6	-8,5	-8,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,8	2,8	2,5				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	2,0	1,8	1,8	1,8	2,1	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	4,4	3,7	4,1	4,5	4,6	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-8,7	-8,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,2	-2,1				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,2	1,9	0,4	1,5	1,6	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,8	3,8	4,1	3,9	3,4	3,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	-0,3	-0,4				

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), Souâd Benkredda (stellv. Vorstandsvorsitzende), Michael Speth (stellv. Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Dr. Imke Jacob, Johannes Koch

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 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
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
– diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
– seine Vergütung weder vollständig noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach der von der DZ BANK definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), 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 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.

4.3 Währungsräume

Die Einschätzung zur **Investition in einen Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind. „Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. „Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. „Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann. Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.4 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet. „Übergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird,

sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen 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.

4.5 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.

4.6 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:
- | | |
|---|------------------------|
| Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio): | ein Monat |
| Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): | ein Monat |
| 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 gecovert

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 in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder 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 Wertpapiernebenleistungsdienstleistungen. 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 Informationen von MSCI Inc., MSCI Solutions LLC (Übersetzung)

Hinweis und Haftungsausschluss für Nutzung von MSCI-Lizenzen bei Research

Bestimmte hierin enthaltene Informationen (die „Informationen“) stammen von MSCI Inc., MSCI Solutions LLC oder deren verbundenen Unternehmen („MSCI“) oder Informationsanbietern (zusammen die „MSCI-Parteien“) und unterliegen deren Urheberrecht. Sie können zur Berechnung von Bewertungen, Anzeichen oder anderen Indikatoren verwendet worden sein. Die Informationen sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen ohne vorherige schriftliche Genehmigung weder ganz noch teilweise reproduziert oder verbreitet werden. Die Informationen dürfen nicht für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder -produkten, Handelsstrategien oder Indizes verwendet werden und stellen auch kein Angebot zum Kauf oder Verkauf sowie keine Werbung oder Empfehlung für solche dar. Sie sind auch nicht als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung zu verstehen. Einige Fonds können auf MSCI-Indizes basieren oder mit diesen verbunden sein, und MSCI kann auf der Grundlage des verwalteten Fondsvermögens oder anderer Kennzahlen vergütet werden. MSCI hat eine Informationsbarriere zwischen Research zu Indizes und bestimmten Informationen eingerichtet. Keine der Informationen kann für sich genommen dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden sollen oder wann sie gekauft oder verkauft werden sollen. Die Informationen werden „so wie sie sind“ bereitgestellt, und der Nutzer übernimmt das gesamte Risiko für jede Verwendung, die er von den Informationen macht oder zulässt. Keine MSCI-Partei übernimmt eine Gewährleistung oder Garantie für die Originalität, Genauigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen und jede Partei lehnt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen ab. Keine MSCI-Partei haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Informationen oder für direkte, indirekte, besondere, strafbare, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

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 INTL	Abteilungsleiter		N.N.
	Gruppenleiter Vertrieb Nordics/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Westeuropa	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 74	David Di Jorio
	Vertrieb Institutionelle Asien	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
Vertrieb Finanzinstitutionen DACH	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 792	Andreas Siadak
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
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 Luthlen
	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