

Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

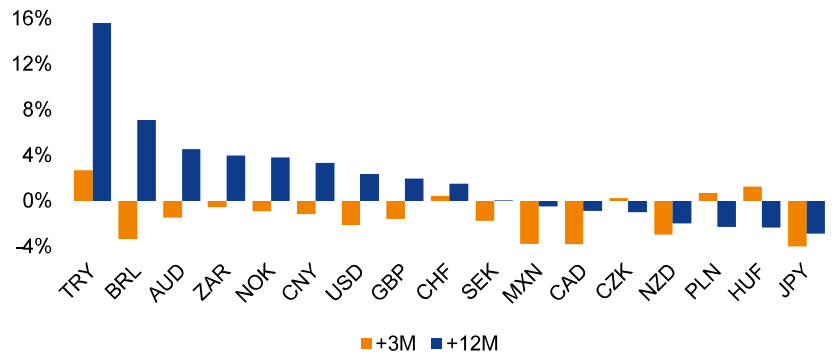
Monthly

Währungsuniversum im Revisionsmodus

Neben den volkswirtschaftlichen Prognoserevisionen der DZ BANK vor dem Hintergrund der anhaltenden Spannungen im Mittleren Osten (**zunächst anhaltend hohe Ölpreise und der daraus resultierende hartnäckigere Inflationsdruck**) haben uns insbesondere die **Bedenken hinsichtlich der französischen Haushaltslage** dazu bewogen, **unsere EUR-USD-Prognose anzupassen.** Ein ausführliches Update zur neuen EUR-USD-Prognose finden Sie auf den Seiten 2-4. Neben dieser Revision ist auch das **weitere Währungsuniversum in Bewegung**: Ein schwächelnder Euro in Kombination mit einem stärkeren US-Dollar ist angesichts der engen Handelsverflechtungen der CE3-Länder mit der Eurozone erfahrungsgemäß kein gutes Omen für deren Währungen (wobei sich die tschechische Krone und der ungarische Forint in den letzten Wochen überraschend wacker geschlagen haben). Kurzfristig erwarten wir die **CE3-Währungen** daher deutlich schwächer als zuvor und rechnen mit Kursverlusten gegenüber der Gemeinschaftswährung – auf +12M-Sicht sollte ein wieder stärkerer Euro den Währungen wieder Auftrieb verleihen. Dem **japanischen Yen** trauen wir nicht nur aufgrund der erwarteten geldpolitischen Normalisierung Kursgewinne zu; auch die währungspolitische Neuausrichtung (massive Yen-stützende Devisenmarkteingriffe) kommt der Valuta zugute. Der **brasilianische Real** profitierte vom Wahlsieg Bolsonaros in der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen. Kurzfristig dürfte die Währung noch Unterstützung durch die restriktive Geldpolitik erfahren, bevor schwächere Konjunkturperspektiven und anstehende Zinssenkungen den Real auf +12M-Sicht belasten sollten. Schließlich dürfte der **australische Dollar** auf Jahressicht vor dem Hintergrund einer konjunkturellen Schwächephase und der Aussicht auf erste Zinssenkungen ebenfalls unter leichten Abgabedruck geraten.

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

Neue EUR-USD-Prognose wirbelt unser Währungsuniversum durcheinander
Erwartete Kursveränderung EUR vs. Fremdwährung, in %



Quelle: DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
23.10.2026 13:27 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN **2**
EUR-USD: Haushaltskrise in Paris raubt dem Euro den Atem 2
Japan: BoJ dürfte Weichen zur Zinserhöhung im Dezember stellen 4
Großbritannien: Geld- und Fiskalpolitik im Zusammenspiel 5
Schweiz: Frankreich und der Franken - das Comeback des sicheren Hafens 7
Australien & Neuseeland: Getrennte Wege von RBNZ und RBA 8
Kanada: Die Inflationsdaten deuten auf eine Zinserhöhung noch vor Weihnachten hin 10
Skandinavien: Inflationsdämpfende Maßnahmen enden in Schweden – Norwegen sollte Zinsgipfel erreicht haben 11

SCHWELLENLÄNDER **14**
Osteuropa: Nationale Argumente entscheidend 14
Türkei & Südafrika: TCMB und SARB gehen geldpolitisch getrennte Wege 15
China: Q3-Wachstum übertrifft Erwartungen – Politisches Großereignis voraus 18
Brasilien & Mexiko: Politik bestimmt das Geschehen 19

JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK **22**

PROGNOSEN IM ÜBERBLICK **25**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN **26**

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN **27**

I. IMPRESSUM **28**

Editor:
Mario Schimmels, ANALYST

DZ BANK
Die Initiativbank

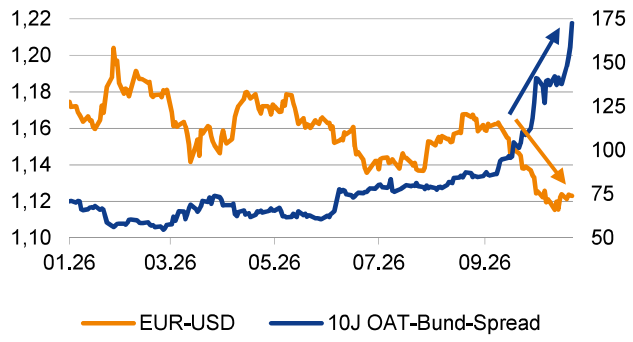
G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Haushaltskrise in Paris raubt dem Euro den Atem

EUR-USD ist seit Mitte September unter erheblichen Abgabedruck geraten und notierte zuletzt **bei rund 1,11 USD auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2025.** Zunächst sorgte die **erste Zinserhöhung der Fed** seit mehr als drei Jahren sowie ein insgesamt „hawkisher" Tenor der Fed-Oberen, der zu einem Einpreisen von aggressiveren US-Zinserhöhungsfantasien führte, für ein **Erstarken des US-Dollars.** Der globale Anstieg der (Real-) Renditen der letzten Wochen fiel zudem in den USA besonders ausgeprägt aus, was die **transatlantische Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollar** ausweitete. Der Ausverkauf an den Anleihemärkten führte aber auch zu einem idiosynkratischen Belastungsfaktor für den Euro: **Bedenken hinsichtlich der französischen Haushaltslage** sorgten für eine Ausweitung des 10J-OAT-Bund-Spreads auf zwischenzeitlich rund 170 Bp. und weckten Erinnerungen an die Euro-Schuldenkrise Anfang der 2010er-Jahre. Angesichts der **gestiegenen Fragmentierungsrisiken[1] im Euroraum**, aber auch vor dem Hintergrund unserer Erwartung, dass sich der Konflikt im Mittleren Osten bis ins kommende Jahr hineinziehen dürfte **–** und dementsprechend die **Energiepreise auf erhöhtem Niveau** verharren **– revidieren wir unsere EUR-USD-Prognose deutlich nach unten.**

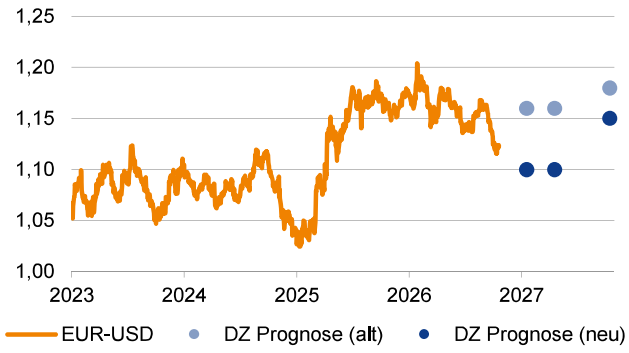
Revision der EUR-USD-Prognose angesichts der Frankreich-Risiken und der anhaltenden Spannungen im Mittleren Osten

Ausweitung der OAT-Spreads belastete zuletzt den Euro
EUR-USD (L.S.), 10J OAT-Bund-Spread in Basispunkten (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Frankreich-Risiko dürfte Euro zunächst belasten
US-Dollar je Euro sowie DZ-Prognosen



Quelle: Bloomberg; Prognosen: DZ BANK

Der „Grande Nation" steht ein richtungsweisendes Jahr bevor. Für die Minderheitsregierung unter Premierminister Sébastien Lecornu wird es zunächst darum gehen, einen Haushalt für das kommende Jahr inklusive potenziell üppiger Konsolidierungsmaßnahmen zu verabschieden. Das **Ziel der französischen Regierung, das Budgetdefizit auf 5,0% des BIP senken zu können, ist dabei aus mehreren Gründen fraglich**: So verfügt die Regierung über keine Mehrheit in der Nationalversammlung, sodass von dem angestrebten Konsolidierungspaket in Höhe von 54 Milliarden Euro wegen nötiger Zugeständnisse an den Rassemblement National (RN) wohl ein wesentlich geringerer Teil die parlamentarischen Verhandlungen überstehen dürfte. Daneben sind die Wachstumsannahmen der Regierung von 1,0% (DZ BANK BIP-Prognose: 0,7%) für 2027 unseres Erachtens deutlich zu optimistisch. Und nicht zuletzt dürften die Zinskosten durch die jüngsten

Frankreichs Fiskalrisiken belasten den Euro

[1] Von Fragmentierungsrisiken spricht man, wenn sich die Finanzierungsbedingungen innerhalb der Eurozone asymmetrisch auseinanderentwickeln, sodass dass die einheitliche Geldpolitik der EZB nicht mehr gleichmäßig in der gesamten Währungsunion wirkt.

Weitere OAT-Spreadausweitungen drohen

Renditeanstiege von OATs nochmals deutlich zulegen. Flankiert werden die Plenarberatungen in den nächsten Wochen zudem von **Ratingentscheidungen – und daher möglichen Herabstufungen**, die die OAT-Spreads **zu Lasten des Euros** noch einmal ausweiten könnten. Im kommenden Frühjahr stehen dann die Präsidentschaftswahlen an: Die rechtspopulistische Kandidatin Marine Le Pen (RN) dominiert derzeit die Umfragen und konnte mit der Vorstellung eines detailliertes Fiskalprogramms, welches vorsieht, das Primärdefizit innerhalb von 18 Monaten abzubauen und das Budgetdefizit unter 3% bis 2030 zu senken, zuletzt sogar die Märkte beruhigen - zur Begeisterung des Euros. Die **Glaubwürdigkeit ihres Fiskalplans ist allerdings fraglich**, zumal sie gleichzeitig Steuersenkungen von mindestens 30 Milliarden Euro auf den Weg bringen will. Eine Einengung der OAT-Spreads wäre unter einer möglichen Präsidentin Le Pen jedenfalls nur möglich, wenn sie ihren fiskalisch disziplinierten Kurs glaubwürdig einschlägt. Unsicherheiten über die Programmumsetzung bzw. eine Verwässerung der Haushaltskonsolidierung könnten den **10J-OAT-Bund-Spread sogar in Richtung 170 Bp. ausweiten** lassen, was einen **weiteren Dämpfer für den Euro darstellen würde –** von potenziellen EU-feindlichen Positionen ganz schweigen.

EZB-Straffung stützt den Euro kaum

Und wie reagiert die EZB? Sie gerät im Spannungsfeld zwischen Inflationsbekämpfung und der Eindämmung von Fragmentierungsrisiken zunehmend in ein Dilemma. Schließlich würden zusätzliche Zinserhöhungen die Schuldentragfähigkeit Frankreichs weiter belasten. Da wir nicht von einer zeitnahen Lösung des Konflikts am Persischen Golf ausgehen und sich die Inflationsrate in der Eurozone daher in den kommenden Monaten – vor allem getrieben durch höhere Energiepreise – auf über 4% (J/J) beschleunigen sollte, rechnen wir mit zwei weiteren Straffungsschritten im Dezember sowie im März 2027 bis zu einer Terminal Rate von 3%. **Der Euro dürfte dabei kaum Unterstützung finden**, schließlich sind die Zinsschritte bereits vollständig in den OIS-Forwards eingepreist. Gleichzeitig besteht für die OAT-Spreads in einem insgesamt steigenden Zinsumfeld durchaus das **Risiko weiterer Spreadausweitungen**. Das im Jahr 2022 eingeführte Transmission Protection Instrument (TPI) der EZB, mit dem die Notenbank durch den Kauf von Staatsanleihen die Renditen senken könnte, ist für Frankreich faktisch nicht einsetzbar. Aufgrund des massiven Haushaltsdefizits erfüllt Paris die harten Konditionalitätskriterien der EZB nicht, ein einseitiges Eingreifen der Notenbank zur Rettung Frankreichs ohne Reformauflagen wäre zudem politisch kaum vermittelbar. Die EZB könnte das TPI allenfalls für Länder wie Italien aktivieren, die von Ansteckungseffekten betroffen sein könnten. Somit besteht für Frankreich seitens der EZB – zumindest aktuell – **kein „ultimatives Sicherheitsnetz“**. Damit sie nicht den marktseitigen Eindruck erweckt, tatenlos bei weiteren OAT-Spreadausweitungen zuzuschauen, wäre eine Verlangsamung der quantitativen Straffung (QT) durch eine selektive Wiederaufnahme von Reinvestitionen im Rahmen von APP/PEPP plausibel. Dies würde zwar ***ceteris paribus* Euro-negativ wirken**, wir erwarten jedoch nicht, dass dies einen **erheblichen Ausverkauf der Gemeinschaftswährung** auslösen würde.

TPI auf Frankreich derweil nicht anwendbar; Verlangsamung des QT könnte Abhilfe schaffen

Angesichts der verhärteten Fronten zwischen Washington und Teheran zeichnet sich kurzfristig keine (diplomatische) Lösung des Konflikts ab. Insbesondere nach den US-Midterms am 3. November ist eine erneute Eskalation US-seitig nicht auszuschließen. Im Umfeld anhaltender geopolitischer Unsicherheit dürfte die **Safe-Haven-Nachfrage nach dem Greenback** nicht so schnell abreißen. Da wir zudem auf kurze Sicht weiterhin von Ölpreisnotierungen (Brent) von 100 USD je Barrel ausgehen, dürfte die Wirtschaft der Eurozone als Nettoimporteur von Energieprodukten asymmetrisch stark belastet werden (DZ BANK Prognose EWU-BIP: +0,1% Q/Q im Schlussquartal 2026). Gleichwohl auch die US-Wirtschaft zum Jahreswechsel angesichts eines Dämpfers beim privaten Konsum ebenfalls schwächeln sollte, rechnen wir auf kurze und mittlere Sicht – auch vor dem Hintergrund unserer Erwartung einer weiteren geldpolitischen Straffung der Fed im Dezember sowie einer zunächst weiterhin „hawkishen" Rhetorik der Fed-Oberen – **nicht mit einem schwächelnden US-Dollar**. Angesichts der politischen und fiskalischen Belastungsfaktoren Frankreichs für die Gemeinschaftswährung sowie der (zunächst) anhaltenden Dollar-Stärke rechnen wir auf kurze und mittlere Sicht mit einem **Rückgang von EUR-USD in Richtung 1,10 USD**.

Safe-Haven-Nachfrage und Fed-Kurs dürften USD stützen

EUR-USD dürfte in Richtung 1,10 USD tendieren

Höhere EUR-USD-Notierungen auf +12M-Sicht realistisch

Die politische Entwicklung in Frankreich nach den Präsidentschaftswahlen bleibt von erheblichen Unsicherheiten geprägt; eine Auflösung der Nationalversammlung durch den neuen Präsidenten gilt jedoch als sehr wahrscheinlich. Sollte der RN eine absolute Mehrheit gewinnen, würde ein glaubwürdiger fiskalischer Konsolidierungskurs die **OAT-Spreads einengen und den Euro unterstützen**. Bei einer lediglich relativen Mehrheit des RN wären hingegen schwierige politische Kompromisse unumgänglich. Unabhängig davon dürfte der Rückgang der Teuerungsrate im Euroraum – getrieben durch negative Basiseffekte bei den Energiepreisen – zu sinkenden Zinsaufwendungen und damit zu einer fiskalischen Entspannung beitragen. In Kombination mit einer sukzessiven Konjunkturbelebung in der Eurozone im kommenden Jahr sowie dem **Auspreisen der unseres Erachtens zu aggressiven US-Zinserhöhungserwartungen** halten wir auf +12M-Sicht **Kurse von 1,15 USD für realistisch**.

Haushaltskonsolidierung und nachlassende US-Zinserhöhungserwartungen eröffnen EUR-USD Potenzial bis 1,15 USD

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

Japan: BoJ dürfte Weichen zur Zinserhöhung im Dezember stellen

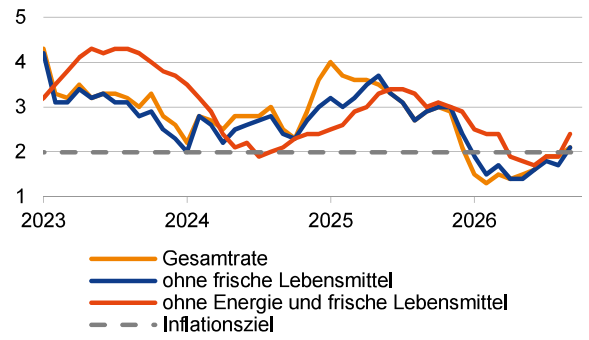
Auch die Bank von Japan (BoJ) hat ein Wörtchen bei der globalen Leitzinserhöhungsdebatte mitzureden. Am kommenden Freitag, also kurz nach EZB und Fed, **entscheidet auch die BoJ über die Angemessenheit ihres Leitzinsniveaus. Wir gehen einhellig mit dem Markt von unveränderten Zinsen aus**. Eine Erhöhung wäre eine böse Halloween-Überraschung und dürfte weltweit Finanzmarkt-Turbulenzen auslösen. Spannend wird es aber auch ohne Zinserhöhung, da die **neuen Projektionen für Inflation und Wachstum** veröffentlicht werden. Wir gehen davon aus, dass der Preisausblick nochmals „nachgeschärft" wird und damit den Grundstein für eine **Zinserhöhung bei der nächsten Sitzung am 18. Dezember** legt. Neben den offiziellen Projektionen sollte aber auch die Wortwahl bei der BoJ-Pressekonferenz wichtige Hinweise geben, ob im Dezember oder vielleicht doch erst im Januar mit der nächsten Straffung zu rechnen ist. **Daran, dass der nächste Schritt in Kürze nach oben geht, bestehen keine Zweifel; über das Timing wird aber noch diskutiert.** Marktseitig ist eine Erhöhung im Dezember zu etwa zwei Dritteln eingepreist, spätestens für Januar gilt

BoJ dürfte auf Zinserhöhung als Halloween-Schreck verzichten, aber für Dezember vorbereiten

sie als ausgemachte Sache. Wenn sich die BoJ am Freitag zu viele Optionen offenhalten und die nötige Entschlossenheit für Dezember vermissen lassen sollte, dürfte dies dem Yen missfallen. Eine signifikante Aufwärtsrevision der Inflationsprojektionen wäre dagegen ein willkommener Yen-Impuls.

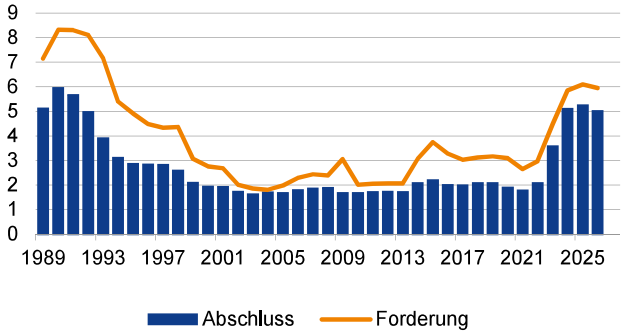
JPY dürfte von Aufwärtsrevision der Inflationsprojektionen profitieren

Gefahr von Zweitrundeneffekten erfordert BoJ-Wachsamkeit
Konsumentenpreise, in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Gewerkschaftsbund fordert 6% Lohnerhöhung für 2027er Shunto-Runde
Durchschnittliche Lohnforderungen und tatsächlicher Abschluss, in %



Quelle: RENGO, Bloomberg, DZ BANK

Unterdessen haben die heute früh veröffentlichten Konsumentenpreise den Handlungsauftrag für Japans Notenbank bekräftigt. Die Kerninflation (ohne frische Lebensmittel, aber mit Energie) ist im September auf 2,1% (J/J) und damit erstmals seit neun Monaten wieder über die 2%-Zielmarke gestiegen (August: 1,7%). Unterschwelligen Preisdruck gab es auch in den Monaten zuvor, dieser wurde aber durch statistische Effekte sowie preisdämpfende Subventionen nach unten verzerrt. **Bereinigt um Energiekomponenten lag die Inflation im September sogar bei 2,4% (J/J) und warnt damit implizit vor Zweirundeneffekten.** Apropos Zweitrundeneffekte: Japans wichtigster **Gewerkschaftsbund RENGO hat seine Lohnforderungen für die Shunto-Tarifrunde 2027 vorgestellt.** Nachdem im laufenden Jahr bereits ein Lohnplus von 5% erreicht wurde, liegen die Forderungen für das nächste Jahr bei stolzen 6%. Anders als in anderen Ländern sind dies keine Maximalforderungen als Einstieg in die Verhandlung. Die tatsächlichen Lohnabschlüsse lagen in der Vergangenheit regelmäßig sehr nah an den RENGO-Forderungen. **Angesichts des engen Arbeitsmarktes und der robusten Gewinnsituation der Unternehmen ist mit anhaltenden Lohnsteigerungen zu rechnen, die für die BoJ eine zentrale Rahmenbedingung ihrer geldpolitischen Straffung darstellen.**

Shunto-Tarifrunde unterstreicht Nachhaltigkeit des Lohnwachstums

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

Großbritannien: Geld- und Fiskalpolitik im Zusammenspiel

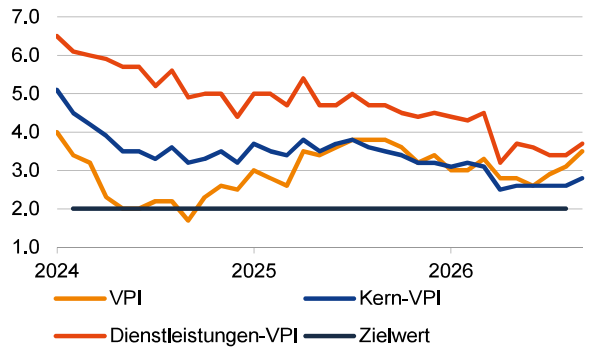
Die nächsten zwei Wochen dürften entscheidend dafür sein, wie sich das Pfund in den nächsten Monaten entwickeln wird. Mit dem Haushaltsplan am 28. Oktober und der Sitzung der Bank of England (BoE) am 5. November stehen wichtige Ankündigungen sowohl zur Finanz- als auch zur Geldpolitik an.

Wichtige politische Entscheidungen sollten den Märkten Orientierung geben

Was den Haushalt betrifft, werden die Finanzmärkte eine Reihe von Kennzahlen genau im Auge behalten. Zu den wichtigsten zählen die Wirtschaftsprognosen des Office for Budget Responsibility (OBR) sowie **Änderungen an den Ausgabenplänen der Regierung,** insbesondere die Frage, ob der Finanzminister (Healey) ein Konzept hat, um das Ziel der Verteidigungsausgaben von 5% des BIP bis 2035 zu erreichen (etwa das Doppelte des Niveaus von 2026). Als der derzeitige Finanzminister Anfang dieses Jahres noch Verteidigungsminister war, trat er aus Starmers Regierung aus, weil die damalige Finanzministerin nicht bereit war, die Mittel bereitzustellen, die er für eine angemessene Finanzierung der Verteidigung für notwendig hielt. **Natürlich wird auch das Interesse daran bestehen, welche Steuern erhöht werden oder ob die Sozialausgaben gekürzt werden, um die öffentlichen Finanzen auf eine solidere Grundlage zu stellen** (im September haben die Staatsschulden die 3 Billion GBP Marke geknackt). Schließlich – und für den Markt für Staatsanleihen sowie für ausländische Investoren vielleicht am wichtigsten – wird der sogenannte **Haushaltspuffer** eine Rolle spielen. Healeys Vorgängerin Reeves hatte den haushaltspolitischen Spielraum im Frühjahr auf rund GBP 23,6 Mrd. erhöht (was immer noch unter dem Durchschnitt seit 2010 liegt). Allerdings haben höhere Energiepreise, die steigende Inflation und deutlich höhere Renditen bei Staatsanleihen diesen Effekt erheblich abgeschwächt. Aktuelle Marktschätzungen deuten größtenteils darauf hin, dass sich der Spielraum auf GBP 10 bis 15 Mrd. verringert hat. **Um die Haushaltsvorschriften der Regierung einzuhalten, müssen einige schwierige Entscheidungen getroffen werden, um den Puffer wieder auf ein angemessenes Niveau von über 20 Mrd. GBP anzuheben.** Sollte der Haushaltsplan hinter den Erwartungen der Märkte zurückbleiben, ist eine neue Verkaufswelle sowohl beim Pfund als auch bei britischen Staatsanleihen möglich.

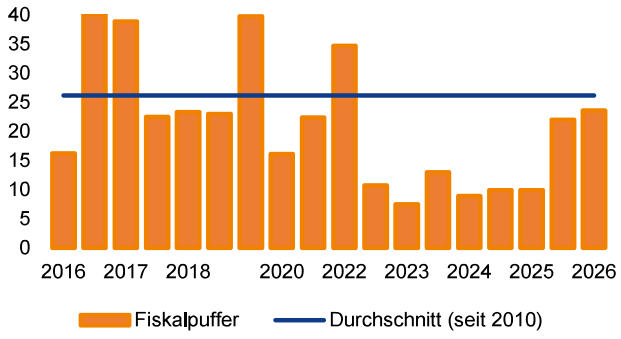
Der Haushaltsplan wird ein entscheidender Test für die haushaltspolitische Glaubwürdigkeit

Die Inflation verharrt hartnäckig über dem Zielwert und zeigt keine Anzeichen dafür, dass sie in naher Zukunft deutlich zurückgehen wird
In % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der Haushaltspuffer ist mittlerweile weitaus geringer als noch im ersten Quartal 2026
In Mrd. GBP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Da die BoE etwa eine Woche nach der Haushaltsdebatte zusammentritt, wird sie Zeit gehabt haben, die neue Finanzpolitik in ihre Wirtschaftsprojektionen einzubeziehen, und damit auch in die Inflationsprognose. Auf jeden Fall liegt die Inflation schon länger über dem Zielwert, als es der Bank of England lieb wäre. Da dieses Problem jedoch zum großen Teil auf die höheren Energiepreise zurückzuführen ist, die eine Folge von Trumps Entscheidung für einen Krieg gegen den Iran sind, sind die Möglichkeiten der Geldpolitik, ein angebotsseitiges Problem wirksam anzugehen, begrenzt. Dennoch wird eine Zinserhöhung bei der Sitzung der BoE Anfang November erwartet, da selbst die Inflation ohne Berücksichtigung der Auswirkungen der Lebensmittel- und Energiepreise bei den derzeitigen

25-Bp-Zinserhöhung der BoE bei der Sitzung Anfang November erwartet…

geldpolitischen Rahmenbedingungen nicht zurückgeht und **die Inflation seit weit über einem Jahr über dem Zielwert liegt, was Risiken für die Inflationserwartungen mit sich bringt.**

… da sich Inflation seit geraumer Zeit über Zielwert befindet

Vor diesem Hintergrund sind die Aussichten für das Pfund in den nächsten Wochen von großer Unsicherheit geprägt. Damit das Pfund zulegen kann, wäre ein finanzpolitisch solider Haushalt erforderlich. Dieser muss eine klare fiskalische Disziplin bei Verschuldung und Defizit signalisieren sowie Fortschritte bei der Eindämmung der Sozialausgaben aufzeigen. Zudem würde eine moderate Zinserhöhung der BoE um 25 Basispunkte das Pfund stärken. Sollte **das eine oder das andere ausbleiben, besteht die Gefahr, dass das Pfund sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro unter Abgabedruck gerät.**

Haushalt und BoE geben Richtung für Pfund vor

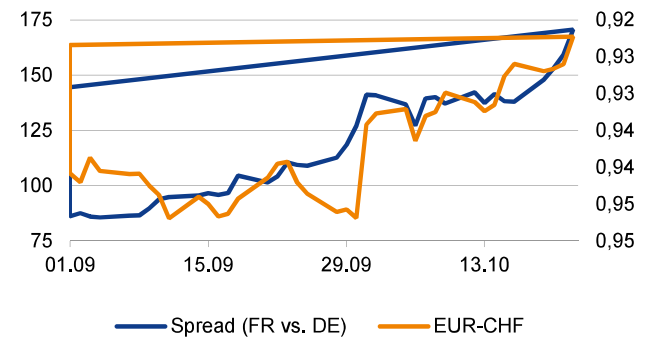
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Frankreich und der Franken - das Comeback des sicheren Hafens

Mit seinen aktuellen Notierungen um 0,9220 CHF befindet sich das Währungspaar EUR-CHF derzeit fast genau auf dem Niveau von vor einem Jahr. Die letzten zwölf Monate waren aber alles andere als ereignislos. **Hin- und hergerissen zwischen geopolitischer Eskalation und Beruhigung schwingt das Pendel auch weiterhin im Takt der globalen Risikoaversion.** In den letzten Wochen waren es die Schlagzeilen um Frankreich, die den sicheren Hafen wieder gefragt machten und EUR-CHF am gestrigen Donnerstag sogar kurz unter 0,92 CHF blicken ließen. Dabei sind gleich zwei Kräfte am Werk: zum einen die traditionelle Safe-Haven-Nachfrage, die den Franken stärkte, und zum anderen die globale Euro-Schwäche angesichts der Haushaltskrise in Frankreich, die auf die andere Seite der Wechselkursmedaille drückt.

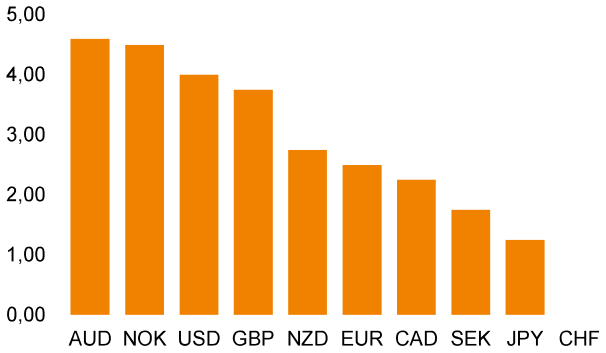
Safe-Haven-Nachfrage nach CHF plus globale EUR-Schwäche als doppelte Belastung in EUR-CHF

Frankreich-Krise bewegt den Franken
Renditedifferenz französische OATs (10J) vs. deutsche Bundesanleihen, in Bp (L.S.), EUR-CHF (R.S., invers)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Schweiz als Schlusslicht im globalen Zinsrennen
Leitzinsen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der EUR-CHF-Rutsch ausgehend von gut 0,9470 CHF Ende September ist unübersehbar, aber **bei Weitem nicht so deutlich, wie man angesichts der Gemengelage hätte befürchten können.** Wir können nur spekulieren, ob die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit handfesten Eingriffen am Devisenmarkt gebremst hat oder es „nur“ ihre erfolgreiche verbale Drohkulisse war, die einer schärferen Korrektur bisher entgegenstand. Im gestern veröffentlichten SNB-

EUR-CHF zuletzt im Abwärtstrend

SNB-Protokoll: kein Bedarf für Interventionen? Ein Relikt aus alter Zeit!

Protokoll (offiziell: „Zusammenfassung der Diskussion“) wird zwar kein Bedarf für erhöhte Bereitschaft zu **Devisenmarktinterventionen** festgestellt. Kaum vier Wochen alt, klingen diese Worte aber wie ein Relikt aus einem anderen Zeitalter. Am 24. September schien die Welt noch in Ordnung und die Fiskalsituation in Frankreich bestenfalls ein Thema für das nächste Frühjahr im Umfeld der Präsidentschaftswahlen zu sein. Wir sind fest überzeugt, dass diese Formulierung heute anders lauten würde und die SNB nicht vor erneuten Interventionen zurückschrecken wird, falls die Frankenaufwertung destabilisierende Züge annehmen sollte. **Ohne erhöhte Risikoaversion hätte der Schweizer Franken schlechte Karten im internationalen Währungsrennen. Über sämtliche Laufzeitensegmente hinweg spricht die Zinsdivergenz zum Rest der Welt gegen die Alpenwährung.** Selbst wenn sich gegen Ende unseres Prognosehorizonts eine SNB-Leitzinserhöhung abzeichnet, ist dieser Schritt zu moderat und zu spät, um international anschließen zu können. Wir rechnen daher langfristig wieder mit einer Korrektur von EUR-CHF in Richtung 0,94 CHF (+12M-Prognose).

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

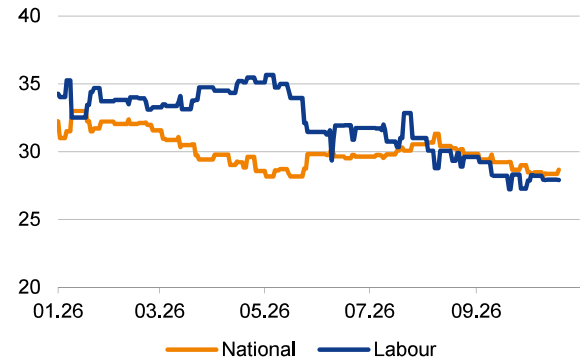
Australien & Neuseeland: Getrennte Wege von RBNZ und RBA

Langwierige Koalitionsverhandlungen würden NZD belasten

Showdown in Neuseeland: Zwei Wochen vor den **dortigen Parlamentswahlen** zeichnet sich zwischen der rechts-liberalen National Party unter Premierminister Luxon und der oppositionellen Labour Party ein **Kopf-an-Kopf-Rennen** ab. Über weite Strecken des Jahres lag die Labour Party in der Wählergunst vor der National Party, inzwischen liegen beide Parteien gemäß New Zealand Polling Tracker[2] nun aber bei ca. 28%. Die National Party setzt in ihrem Wahlkampf auf eine marktorientierte Agenda, die vor allem auf Wirtschaftswachstum und Haushaltsdisziplin abzielt. So erteilte Finanzministerin Nicola Willis Steuersenkungen eine klare Absage, bis solide Überschüsse erwirtschaftet werden. Dagegen will die Labour Party unter anderem die Lohngleichheitsgesetze (Pay Equity) wiederherstellen und generell höhere Investitionen in öffentliche Dienstleistungen vornehmen. **Für die Devisenmärkte wäre zudem das Vorhaben der Wiedereinführung des dualen Mandats (Preisstabilität und nachhaltige Vollbeschäftigung) der neuseeländischen Notenbank (RBNZ) von Bedeutung**, sollte die linksorientierte Partei wieder an die Macht kommen. Die **aggressiven Zinserhöhungsfantasien am Markt –** die OIS-Forwards implizieren bis August 2027 mehr als vier (!) Straffungsschritte **– würden womöglich schneller verpuffen als ohnehin von uns erwartet und den Kiwi-Dollar auf kurze Sicht belasten**; insbesondere, weil die konjunkturelle Erholung auf fragilem Fundament steht. Im Vergleich zur Wahl vor drei Jahren ist neu, dass die Opportunity Party womöglich ins Parlament einziehen und sich als neuer „Königsmacher“ entpuppen könnte. Der Aufstieg der Partei, die mit konträren Positionen wie dem bedingungslosen Grundeinkommen auf der einen und, der fiskalischen Verantwortung auf der anderen Seite nicht ohne Weiteres in ein Links-Rechts-Spektrum einzuordnen ist, ist jedenfalls ein Sinnbild für die politische Fragmentierung in Neuseeland. Zwar hat Luxon im Vorfeld der Wahlen bereits eine Zusammenarbeit mit der Partei ausgeschlossen, der mögliche Einzug der Partei ins Parlament würde jedoch neue Koalitionskonstellationen ermöglichen und eine Regierungsbildung mutmaßlich erschweren. **Langwierige Koalitionsverhandlungen würden ein politisches Vakuum erzeugen – zu Lasten des Kiwi-Dollars.**

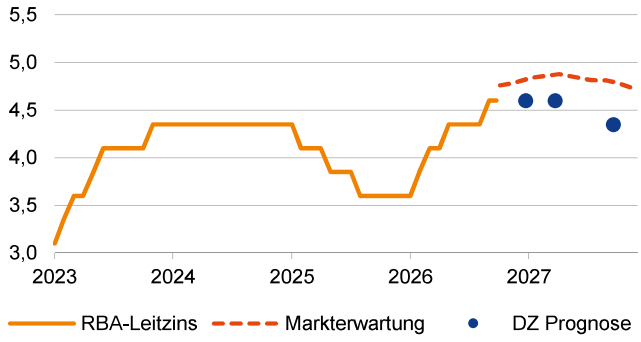
[2] Der New Zealand Polling Tracker aggregiert alle großen Wahlumfragen in einem rollierenden 30-Tage-Durchschnitt.

NZ: Das Blatt hat sich bei den Umfragen gewendet
Umfragewerte zu den Parlamentswahlen, in %



Quelle: https://www.kiwipolls.co.nz, DZ BANK

AU: Die marktseitigen Zinserhöhungserwartungen sind u. E. überzogen
Leitzins und Markterwartung (abgeleitet aus Cash Rate Futures), in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZD würde bei Zinspause unter Abgabedruck geraten

Spannend wird es in Neuseeland nicht nur wegen der bevorstehenden Wahlen, sondern auch aufgrund der **RBNZ-Zinsentscheidung Ende Oktober**. Bislang waren wir angesichts der dovishen Töne von Notenbank-Gouverneurin Breman und vor dem Hintergrund der verzögerten Wirkungsentfaltung der bisherigen Straffungsschritte von einer Zinspause im Oktober ausgegangen – diese Einschätzung betrachten wir mittlerweile jedoch mit einer gewissen Vorsicht. So sank die Inflation im dritten Quartal zwar auf 3,7% (nach zuvor 4,1%; je J/J) und lag damit leicht unterhalb der jüngsten RBNZ-Projektionen vom September. Die zuletzt **wieder gestiegenen Energiepreise in Kombination mit einem seit Mitte August – mit Ausnahme der letzten Woche – schwächelnden Kiwi-Dollar haben die Aufwärtsrisiken für die Teuerungsrate jedoch erhöht.** Der handelsgewichtete Wechselkurs des Kiwi-Dollars notiert mittlerweile rund 4% unter dem von der RBNZ im September angenommenen Niveau, was die Sorgen der Währungshüter vor importierter Inflation verstärkt haben dürfte. RBNZ-Chefvolkswirt Paul Conway wies jüngst explizit auf diese Risiken (Ölpreisanstieg, schwacher NZD) hin. Wir gehen daher inzwischen davon aus, dass sich die Inflation im Schlussquartal noch einmal beschleunigen wird. **Sollten die Währungshüter bei dieser Sitzung dennoch von einer Zinserhöhung absehen, würde der Kiwi-Dollar kurzfristig unter Abgabedruck geraten**, da der Markt eine Zinserhöhung derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit knapp 90% einpreist.

Trotz kurzfristiger Risiken sehen wir mittelfristig Aufwärtspotenzial für den Kiwi-Dollar

Abseits der kurzfristigen Risiken (mögliche Zinspause im Oktober, Parlamentswahlen im November) sehen wir **für den neuseeländischen Dollar jedoch deutliches Aufwärtspotenzial.** Vor dem Hintergrund unserer Erwartung einer konjunkturellen Erholung, insbesondere im kommenden Jahr (DZ BANK BIP-Prognose 2027: 2,2%), den graduellen RBNZ-Zinserhöhungen sowie der Verbesserung des globalen Risikosentiments bei einer Entspannung am Persischen Golf erwarten wir **NZD-USD auf +12M-Sicht bei 0,59 USD**.

Nachlassende Inflation…

In Australien hat die Zentralbank (RBA) Ende September unseres Erachtens ihren letzten Straffungsschritt in diesem Zinszyklus auf 4,60% vollzogen. Mit der bereits vierten Zinserhöhung in diesem Jahr befindet sich die Cash Rate damit auf dem höchsten Stand seit 15 Jahren. Wir halten dieses Leitzinsniveau für ausreichend restriktiv genug, dass die (zugrundeliegende) Inflation mittelfristig wieder in das 2–3%-Inflationszielband der RBA zurückkehrt. Die jüngsten **Inflationsdaten geben** jedenfalls **Anlass zur Hoffnung**: So sank die von der RBA präferierte Trimmed-Mean-Inflation im August auf 0,2% von zuvor 0,5% (je M/M); die jährliche

Teuerungsrate verharrte den dritten Monat in Folge bei 3,6% (J/J). Zudem signalisieren weitere Konjunkturdaten, dass die Zinserhöhungen die gewünschte geldpolitische Bremswirkung entfalten. Der Indikator für die Haushaltsausgaben stagnierte im August, bereinigt um die gestiegenen Ausgaben an den Zapfsäulen sank der reale Konsum sogar um 0,3% (M/M). Zudem fiel der Composite-Einkaufsmanagerindex zuletzt erstmals seit März unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Aber auch der **australische Arbeitsmarkt zeigt nun deutliche Schwächezeichen**: Im September wurden überraschend 39.500 Stellen abgebaut, während die Arbeitslosenquote mit 4,7% ein neues Mehrjahreshoch erreicht hat. Notenbankvertreter Christopher Kent betonte am Rande einer Veranstaltung in Sydney, dass sich der Arbeitsmarkt schneller abkühlt als erwartet.

… ein schwächerer Arbeitsmarkt sprechen gegen weitere RBA-Straffung

Wir haben zuletzt unsere **Prognose für den australischen Dollar nach unten revidiert**: Kurzfristig dürfte das **Auspreisen der noch bestehenden Zinserhöhungserwartungen** den „Aussie“ belasten. Mittel- und längerfristig sollte die von uns unterstellte **konjunkturelle Schwächephase** (wir gehen davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt im Schlussquartal 2026 sowie in der ersten Jahreshälfte 2027 unterhalb seines geschätzten Potenzialwachstums von 2,0% wächst) für Kursverluste beim australischen Dollar sorgen. In Kombination mit dem nachlassenden Preisdruck im kommenden Jahr – unter der Prämisse, dass sich die Lage an der Straße von Hormus entspannt und die Ölpreise wieder sinken – dürfte die **Aussicht auf eine erste vorsichtige Zinssenkung auf +12M-Sicht** ebenfalls belastend wirken.

AUD-Prognose wurde nach unten revidiert

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

Kanada: Die Inflationsdaten deuten auf eine Zinserhöhung noch vor Weihnachten hin

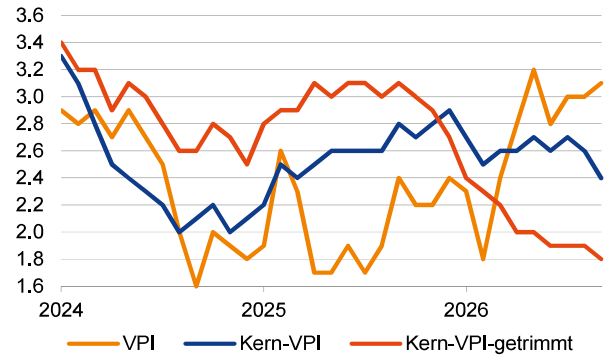
In den letzten Jahren ist es der Bank of Canada (BoC) im Großen und Ganzen gelungen, die Inflation innerhalb des Zielkorridors von 1–3 % zu halten. Allerdings drückten die anhaltend hohen Energiepreise die Gesamtinflationsrate im Mai und September leicht über die Obergrenze. **Da die Energiepreise keine Anzeichen dafür zeigen, wieder auf das Niveau vor Trumps Krieg gegen den Iran zurückzufallen, steigt das Risiko, dass sich die Inflation auf einem höheren Niveau als von der BoC gewünscht verfestigt.** Die Inflation ohne die volatilen Kraftstoff- und Energiekomponenten ist in diesem Jahr jedoch rückläufig.

Der Erfolg der BoC bei der Inflationsbekämpfung wird durch die Energiekosten gefährdet

Was die Realwirtschaft betrifft, so waren die Wachstumsdaten für das zweite Quartal zwar ermutigend, doch wird erwartet, dass der Handelskrieg mit den USA die Gesamtkonjunktur in der zweiten Jahreshälfte dämpfen wird. Zudem fielen die Einkaufsmanagerindizes sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor in den letzten drei Monaten etwas enttäuschend aus. **Auch der Arbeitsmarkt zeigt erste Anzeichen einer Abschwächung:** Die Arbeitslosenquote lag im September mit 6,5% etwas höher, während sich das Lohnwachstum das ganze Jahr über weiter abgeschwächt hat, da sich die Arbeitnehmer an das schwierigere wirtschaftliche Umfeld anpassen – insbesondere im Hinblick auf den größten Handelspartner des Landes.

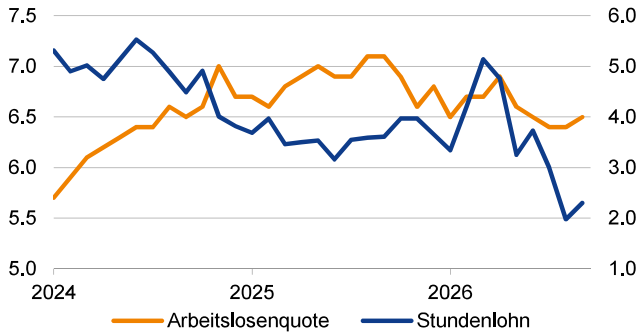
Die Realwirtschaft hat in den letzten Monaten etwas an Schwung verloren

Die Gesamtinflation ist leicht gestiegen, doch da die Kerninflation unter Kontrolle ist, besteht für die BoC keine Eile, die Geldpolitik zu straffen
In % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt entspannt sich, was die Aufwärtsrisiken für die Inflation verringert
Arbeitslosenquote in % (L.S.), Lohnwachstum in % (J/J) (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Insgesamt spricht einiges für eine moderate Straffung der Geldpolitik durch die BoC noch vor Jahresende, um dem Inflationsdruck entgegenzuwirken. Der Zeitpunkt eines solchen Schrittes ist eine strittige Frage: **Angesichts der jüngsten Inflationsdaten und der gesamtwirtschaftlichen Lage gehen wir davon aus, dass die Zentralbank bis Dezember abwarten wird, bevor sie ihre Zinszügel strafft.**

Bis zum Jahresende wird eine Straffung um 25 Bp erwartet, wobei diese eher im Dezember als im Oktober erfolgen dürfte

Was den kanadischen Dollar betrifft, so sind die wirtschaftliche Lage und die Geldpolitik nur ein Teil des Gesamtbildes. Auch geopolitische Entwicklungen, die Ergebnisse der US-Zwischenwahlen und der kanadische Haushalt 2027 (der im Herbst dieses Jahres vorgelegt werden soll) spielen dabei eine Rolle. **Dies dürfte bedeuten, dass die Aktivitäten am Devisenmarkt von einer Mischung aus relativer Ruhe und Phasen der Volatilität geprägt sein werden.** Dennoch ist nicht zu erwarten, dass der Loonie die in den letzten Monaten erreichten Tiefststände gegenüber dem US-Dollar und dem Euro erneut testen wird; vielmehr **dürfte der CAD seine jüngsten Kursgewinne bis zum Jahresende in bescheidenem Umfang ausbauen können.**

Der CAD dürfte in den nächsten Monaten relativ gut gestützt bleiben

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

Skandinavien: Inflationsdämpfende Maßnahmen enden in Schweden – Norwegen sollte Zinsgipfel erreicht haben

Schweden hat noch immer keine neue Regierung. Der linke Block hatte bei den Wahlen im September eine Mehrheit von drei Sitzen gegenüber dem amtierenden Mitte-Rechts-Block errungen. Der Vorsitzenden der Sozialdemokraten, Magdalena Andersson, gelang es jedoch nicht, eine Einigung unter den vier Parteien zu erzielen. Am 15. Oktober lehnte das Parlament wie allgemein erwartet mit 248 Gegenstimmen und 99 Ja-Stimmen ihre Kandidatur für das Amt der Ministerpräsidentin ab. Nun kommt der Vorsitzenden der Zentrumspartei, Elisabeth Thand Ringqvist, eine Schlüsselrolle zu. Am 19. Oktober bat der Parlamentspräsident sie um die Regierungsbildung. Thand Ringqvist steht somit vor einer schwierigen Aufgabe, da ihre bevorzugte Zusammenarbeit über beide Blöcke hinweg keinen eindeutigen Präzedenzfall hat. Aktuell laufen die Diskussionen um eine sogenannte „Mitte-Alternative“. **Der Regierungsbildungsprozess löste keine nennenswerten**

Dem linken Block gelang keine Regierungsbildung

Aktuell wird eine sogenannte „Mitte-Alternative“ diskutiert

Reaktionen der schwedischen Krone aus, was darauf hindeutet, dass der Markt den langwierigen Regierungsbildungsprozess weitgehend antizipiert hatte. Nach schwedischem Recht können bis zu vier Abstimmungen über Kandidaturen für das Amt des Ministerpräsidenten durchgeführt werden, bevor Neuwahlen ausgerufen werden müssen.

Reaktion der SEK blieb aus

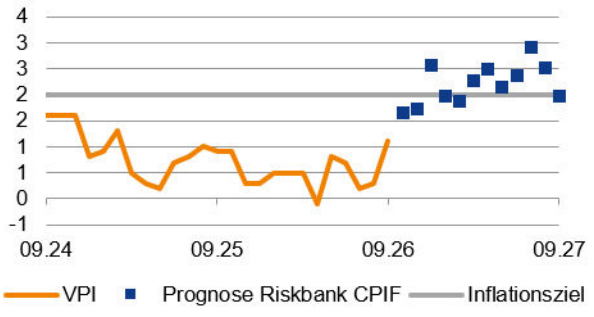
Die Inflation in Schweden verharrt auf einem niedrigen Niveau, mit einer VPI-Jahresrate von zuletzt lediglich 1,1% (J/J). Die Riksbank geht jedoch von einer Erhöhung des CPIF (Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz) auf 2,55% bis Jahresende aus. Diese Dynamik ist vor allem auf die **fiskalischen Entlastungsmaßnahmen zurückzuführen, die nun schrittweise enden.** Während die Steuersenkungen auf Benzin und Diesel bereits Ende September ausgelaufen sind, werden weitere Kraftstoffsubventionen Ende November eingestellt. Im Dezember entfallen zudem die temporär gesenkten ÖPNV-Fahrpreise. Ende 2027 läuft die gesenkte Mehrwertsteuer auf Lebensmittel aus. Der Wegfall dieser Maßnahmen und der damit verbundene Anstieg der Energiepreise dürften die Teuerung spürbar antreiben. Vor diesem Hintergrund preist der Markt für November bereits fest eine Zinsanhebung der Riksbank ein und sieht weiteren Straffungsspielraum. **Wir erwarten, dass der Leitzins bis Ende 2026 auf 2,00% steigen wird, und rechnen innerhalb der kommenden sechs Monate mit einem Folgeschritt auf 2,25%.**

Riksbank bleibt aufgrund auslaufender fiskalischer Maßnahmen zur Inflationsdämpfung restriktiv

Am Devisenmarkt erhält die schwedische Krone auf kurze Sicht im Währungspaar EUR-SEK Unterstützung. Dies ist vor allem auf die Schwäche des Euro zurückzuführen, der unter der Unsicherheit rund um die anhaltende Haushaltskrise in Frankreich leidet. Mittelfristig dürfte sich diese politische Debatte jedoch beruhigen, während die Krone zeitgleich unter Druck geraten dürfte, sobald die übertriebenen Zinserwartungen des Marktes korrigiert werden. **Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir für EUR-SEK Notierungen um 10,95 SEK, bevor dann auf lange Sicht wieder Kurse um 11,15 SEK zu erwarten sind.**

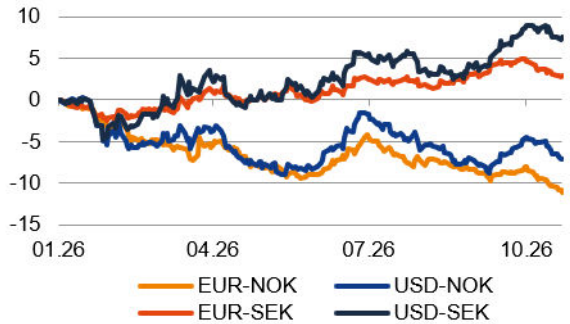
EUR-SEK auf Sicht von drei Monaten bei Notierungen um 10,95 SEK erwartet

Schweden: Auslaufende Entlastungen schüren Inflationssorgen
CPIF in % (J/J), Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz



Quelle: Schwedische Zentralbank, Bloomberg, DZ BANK

Norwegen: Krone ist bisher stärkste G10-Währung im Jahresverlauf
Wertentwicklung in %, 01.01.2026 = 0



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Norwegens Krone profitiert weiterhin von einem für sie vorteilhaften Umfeld. Maßgeblich gestützt wird die Währung dabei von zwei Pfeilern: Zum einen verharren die Notierungen für Rohöl angesichts des anhaltenden USA-Iran-Konflikts länger auf erhöhtem Niveau als ursprünglich angenommen (Brent aktuell: rund 114 USD je Barrel). Zum anderen bietet der Kuponvorteil der Krone unverändert Halt, nachdem **die Norges Bank den Leitzins wie von uns erwartet auf 4,50 % angehoben hat.** Auf der Euro-Seite sorgt die Schwäche der Gemeinschaftswährung durch die

Kurzfristig vorteilhaftes Umfeld mit Zinserhöhungsfantasien

NOK seit Jahresbeginn eine der stärksten G10-Währungen

ungelöste Haushaltskrise und die Verschuldungslage in Frankreich für anhaltenden Abwärtsdruck in EUR-NOK. In diesem Umfeld kann die Krone ihre Rolle als eine der stärksten G10-Währungen im bisherigen Jahresverlauf behaupten. Gegenüber dem US-Dollar legte sie seit Jahresbeginn um rund 7% zu, gegenüber dem Euro sogar um 11%.

Der Zinsgipfel sollte erreicht sein

Anders als der Markt, der einen weiteren Zinsschritt in diesem Jahr mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp 50% einpreist, sehen wir den Zinsgipfel erreicht und rechnen mit einer Zinspause auf dem aktuellen Niveau. Bleibt die erhoffte finale Anhebung aus, dürfte dies spätestens im Frühjahr zu einer gewissen Enttäuschung an den Märkten führen und die Krone zeitweise belasten. **Wir erwarten EUR-NOK auf Sicht von drei Monaten bei 10,50 NOK.**

Mittelfristig dürften Senkungsspekulationen heiß laufen

Mit Blick auf das Jahr 2027 dürften die Abwärtsrisiken für die Krone zunehmen. Die Norges Bank hat bis Ende 2027 bereits zwei Zinssenkungen avisiert. Ein derart deutliches Lockerungssignal ist derzeit unter den G10-Zentralbanken ungewöhnlich. Zwar gehen wir davon aus, dass die Notenbank die Zinszügel nicht ganz so rasch lockern wird, doch allein **die aufkeimenden Zinssenkungsspekulationen dürften in der zweiten Jahreshälfte auf der Währung lasten** und ihren Renditevorteil abschmelzen lassen. Weiteren Druck auf die Krone dürften die nachgebenden Rohstoffpreise ausüben. Wir erwarten in unserem Basisszenario für Brent-Rohöl binnen zwölf Monaten Notierungen um 85 USD je Barrel. Nicht zuletzt dürfte EUR-NOK Auftrieb erhalten, wenn die politische Risikoprämie für den Euro infolge einer Entspannung im französischen Haushaltsstreit abgebaut wird. Vor diesem Hintergrund **erwarten wir für das Währungspaar EUR-NOK auf Sicht von zwölf Monaten Notierungen um 11,00 NOK.**

Trixi Pairan, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 42084

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Nationale Argumente entscheidend

EUR-USD-Vorgaben sorgen für Gegenwind

Die jüngste Abwärtsbewegung von EUR-USD ist auch an den CE3-Währungen nicht spurlos vorübergegangen. Während sich allerdings die tschechische Krone und der ungarische Forint unter diesen Vorzeichen recht wacker geschlagen haben, musste der Zloty gegenüber dem Euro vorübergehend mehr Federn lassen.

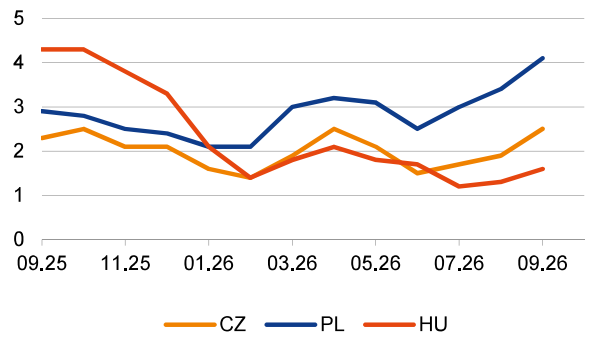
Globale USD-Stärke und Notenbank-themen verunsichern Zloty

Der schwerere Stand des Zloty ist maßgeblich zwei Faktoren geschuldet: Zum einen reagiert der Zloty als liquideste CE3-Währung typisch risikoavers auf die **globale US-Dollar-Stärke**, die erst später durch eine Euro-Schwäche infolge der Frankreich-Krise verstärkt wurde. Zum anderen verunsichert **die polnische Geldpolitik**: Das uneinige Notenbankgremium schwankt angesichts des gestiegenen Preisdrucks beim aktuellen Leitzins von 3,75% zwischen Abwarten und möglichen Zinserhöhungen. Erschwerend kommt das Verfahren gegen Notenbankchef Glapinski hinzu, über dessen Anklage wegen politisch motivierter Zinssenkungen vor der Wahl 2023 sowie Verstößen gegen die Verfassung und die Statuten der Zentralbank das Parlament in der zweiten Novemberhälfte abstimmen will. Glapinski selbst weist diese Vorwürfe als haltlos zurück und hat vor den negativen Folgen für das Land gewarnt. Bei einer Verurteilung durch den Staatsgerichtshof droht Glapinski zwar die Amtsenthebung, eine vorzeitige Suspendierung gilt mangels parlamentarischer Mehrheit der Regierung jedoch als unwahrscheinlich.

Polen: Unveränderter Leitzins erwartet

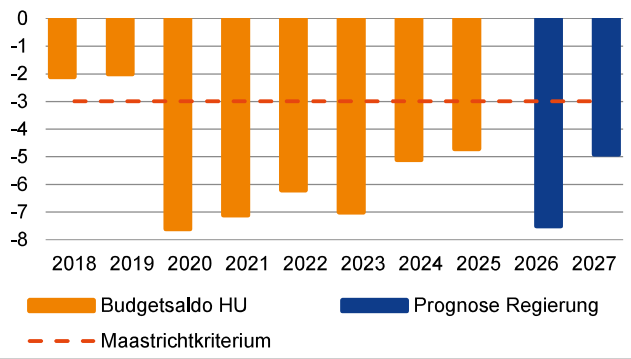
Unserer Einschätzung zufolge dürfte die polnische Notenbank (NBP) den Leitzins bei ihrer nächsten Sitzung am 4. November erneut unverändert bei leicht restriktiven 3,75% belassen. So scheint doch den aktuellen NBP-Kommentaren zufolge letztendlich keine Mehrheit für eine Straffung der geldpolitischen Zügel vorhanden zu sein. Nimmt der Preisdruck allerdings weiter zu – die entsprechenden Oktoberzahlen werden noch vor der Zinssitzung veröffentlicht – dürfte die Tonspur seitens der polnischen Notenbank hawkisher werden, was dem Zloty zumindest einen gewissen Halt verschaffen sollte.

CE3: Preisdruck variiert spürbar
Alle nationalen Inflationsraten (Gesamtraten) in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Magyar-Regierung geht Herkulesaufgabe der Haushaltsanierung an
Alle ungarischen Budgetzahlen in % des BIP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

CNB dürfte bei weiter zunehmendem Preisdruck nicht zögern und Leitzins anheben…

In einer geldpolitisch wesentlich komfortableren Lage befindet sich hingegen die tschechische Krone. Zwar liegt das Leitzinsniveau hier ebenfalls bei 3,75%. Allerdings sind die tschechischen Währungshüter dafür bekannt (und auch

… wovon die CZK profitieren würde

marktseitig respektiert), dass sie mehrheitlich hawkish unterwegs sind und wie eine Eins hinter ihrem Mandat der Inflationsbekämpfung stehen. Daher verwundert es auch wenig, dass die marktseitigen Leitzinserhöhungserwartungen angesichts einer zuletzt auf 2,5% (J/J) gestiegenen Inflation weiter präsent sind, zumal auch die Kernrate zuletzt stärker an Dynamik gewonnen hat, als von der Notenbank (CNB) erwartet. Dass sich innerhalb der CNB geldpolitisch eine gewisse Nervosität breit macht, haben auch die „Minutes" der letzten CNB-Sitzung deutlich gemacht. So ging aus dem entsprechenden Protokoll hervor, dass die Währungshüter die geldpolitischen Bedingungen „noch etwas weiter" straffen könnten, sollten der inländische Druck weiterhin stark bleiben und die hohen Energiepreise anhalten. **Weisen die vorläufigen Inflationszahlen für Oktober**, die am 4. November und damit einen Tag vor der nächsten Zinsentscheidung der CNB veröffentlicht werden, **auf einen weiter zugenommenen Preisdruck hin, dürfte eine Anhebung des Leitzinses auf 4,00% nicht verwundern.** Ein Votum, das die Krone wohlwollend zur Kenntnis nehmen sollte.

Euro-Konvergenzstory und fiskalpolitische Pläne HUF-stützend

Und zu guter Letzt der Forint: Er profitiert weiterhin von dem unverändert hohen Leitzinsniveau von 5,50% sowie der Euro-Konvergenzstory. Die ungarische Regierung bekräftigte ihr Vorhaben eines Beitritts zur Eurozone, wobei die Vorbereitungsarbeiten bereits im nächsten Jahr beginnen sollen und der Haushalt so ausgerichtet wird, dass die Beitrittskriterien bis 2030 erfüllt werden. Ministerpräsident Magyar nannte zwar keinen konkreten Termin für die Einführung der gemeinsamen Währung, erklärte jedoch erneut, dass dies so bald wie möglich geschehen solle. Finanzminister Karman hält indes einen Beitritt 2032 für möglich. **Unter diesen Vorzeichen ist auch der jüngst vorgestellte Haushaltsplan für 2027 zu sehen. Konkret soll das Defizit im kommenden Jahr u.a. durch Kürzungen bei Staatsaufträgen von rund 7,5% des BIP in diesem Jahr auf 4,9% des BIP gesenkt werden.** Die Ersparnisse und höhere Abgaben (z.B. Anhebung der Körperschaftssteuer) finanzieren Regierungsangaben zufolge Sozialausgaben, Renten und Energiesubventionen im Wert von 2,1 Bio. HUF. Geplant sind zudem Lohnerhöhungen im Gesundheits- und Bildungswesen sowie eine Senkung der Einkommensteuer auf den Mindestlohn auf 9%. Zugleich zeigte sich der Ministerpräsident realistisch und machte deutlich, dass eine Komplettsanierung aller Sektoren die Kapazitäten des Haushalts übersteigt. Alles in allem wurde der Haushaltsentwurf der neuen Regierung marktseitig jedoch als recht glaubwürdig eingeschätzt, was zu einer gewissen Stabilisierung des Forints in diesem unruhigen Marktumfeld beigetragen hat.

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

Türkei & Südafrika: TCMB und SARB gehen geldpolitisch getrennte Wege

TCMB kehrt auf Lockerungspfad zurück

Die türkische Notenbank (TCMB) hat den Leitzins (One-Week Repo Rate) im Oktober wie marktseitig erwartet um 100 Basispunkte auf 36,00% gesenkt und damit ihren Lockerungszyklus nach einer etwa neunmonatigen Pause wieder aufgenommen. Diese Pause war durch den Kriegsschock im Mittleren Osten Anfang 2026 notwendig geworden, welcher die Energiekosten ansteigen ließ und den Disinflationsprozess vorübergehend stoppte. Der seit Beginn des dritten Quartals wieder moderat nachlassende Preisdruck verschaffte der TCMB Spielraum für die jüngste geldpolitische Lockerung. Hinzu kommt, dass die wirtschaftliche Aktivität zuletzt nachgelassen hat. Diesbezüglich verwies die Notenbank auf die Schwäche der privaten Nachfrage. Mit Blick auf den geldpolitischen Ausblick stellte die TCMB

Weitere moderate Zinssenkungen erwartet

weiterhin ein restriktives Zinsniveau in Aussicht, bis Preisniveaustabilität erreicht ist. Zudem bekräftigte sie ihr datenabhängiges Vorgehen. **Wir gehen davon aus, dass die türkische Zentralbank den Leitzins in den kommenden Monaten weiter in moderaten Schritten nach unten nehmen wird,** bestätigen doch laut TCMB die jüngsten Inflationszahlen sowie Frühindikatoren die Verlangsamung des zugrunde liegenden Inflationstrends.

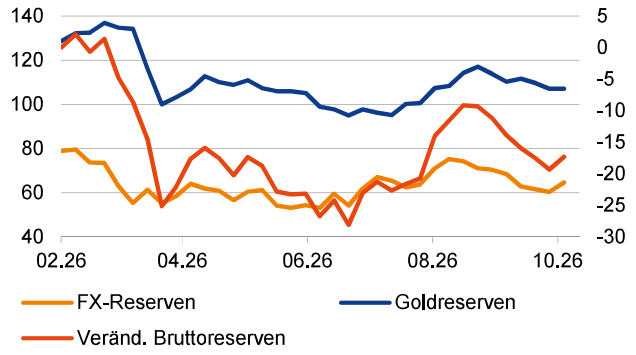
Wechselkurs im Spannungsfeld struktureller Faktoren

Trotz dieser geldpolitischen Lockerung verbleibt der reale Leitzins mit rund 6,25% deutlich im positiven Bereich. Dieser im globalen Vergleich sehr hohe Realzins dient weiterhin als wichtigster Anker, um die heimischen Vermögenswerte zu stützen und die Lira (gegenüber dem US-Dollar) auf dem von der Zentralbank kontrollierten Abwertungspfad zu halten. **Was den gegenüber dem US-Dollar kontrollierten Abwertungspfad der Lira betrifft, so stellte TCMB-Gouverneur Karahan jüngst eine beschleunigte Abwertung der Lira in Aussicht**, um das Risiko einer späteren, abrupten und unkontrollierten Devaluation abzufedern. Da die Transmission der Wechselkursschwäche auf die Verbraucherpreise wegen der gedämpften Inlandsnachfrage derzeit schwächer ausfällt, kann die Notenbank diesen Kurs zumindest temporär verfolgen. Allerdings gilt es, bei der Bewertung der wirtschaftlichen Entwicklung zwei wesentliche Aspekte zu berücksichtigen: Zum einen erholen sich die **Bruttoreserven der Notenbank** nur langsam und liegen mit etwas mehr als 170 Milliarden USD immer noch deutlich unter dem Niveau von vor Ausbruch des Iran-Konflikts. Da Gold rund zwei Drittel dieser Reserven ausmacht, reagieren die Bruttoreserven recht empfindlich auf Preisschwankungen am Rohstoffmarkt, während die echten Devisenreserven begrenzt sind, was die Interventionsfähigkeit der Zentralbank in Stressszenarien einschränkt. Zum anderen drückt ein **deutliches Netto-Fremdwährungsdefizit** des türkischen Nicht-Finanzsektors von rund 213 Milliarden USD (Stand August) auf die Währung. Ein derartiges Netto-Fremdwährungsdefizit verdeutlicht, dass die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Unternehmen die vorhandenen Devisenerträge übersteigen, was die Refinanzierung anspruchsvoller gestaltet. Das macht die Wirtschaft anfällig für Währungsschwankungen und sorgt dafür, dass die heimischen Betriebe zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten kontinuierlich „harte“ Währungen nachfragen müssen, was den Abwertungsdruck auf die Lira hochhält.

Risiken sind im Blick zu behalten

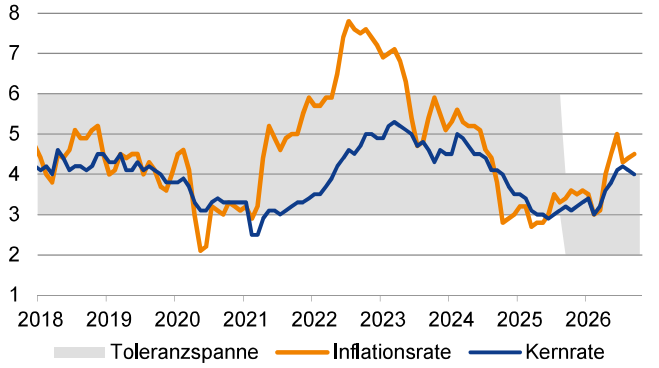
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das aktuelle Umfeld zwar durch die weiterhin positiven Realzinsen stabilisiert wird, im Hintergrund jedoch strukturelle Risiken lauern. Insbesondere geopolitische Eskalationen im Mittleren Osten, ein unvorhergesehenes Anziehen der Inflation, eine übermäßige Senkung der Leitzinsen oder eine merkliche Verringerung der Zentralbankreserven stellen Gefahren dar, die den kontrollierten Abwertungspfad der Lira ins Wanken bringen können.

Türkei: Reserveaufbau ist schwieriges Unterfangen
Türkische FX- und Goldreserven in Mrd. USD (L.S.); Veränderung Bruttoreserven (FX+Gold) seit Beginn des Iran-Konflikts, in % (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrika: Geldpolitik wird auf Inflationszahlen reagieren
In % (J/J); Kernrate: ohne Energie, Nahrungsmittel



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Unangenehme Preiszahlen in Südafrika

In Südafrika werden die Preise an den Zapfsäulen immer für einen Monat festgelegt. Und so steht bereits nahezu fest, dass im Oktober die Inflationsrate einen weiteren kräftigen Sprung nach oben machen wird. Sowohl für Benzin als auch für Diesel werden neue Rekordpreise aufgerufen. **Dies wird die Jahresrate, nachdem sie im September bereits auf 4,5% gestiegen war, weiter nach oben treiben.** Auch die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte aufgrund des deutlichen Anstiegs der Transportkosten nicht unberührt bleiben und wieder zulegen. Bisher schien eine Zinspause bei der letzten Notenbanksitzung im November nahezu sicher zu sein. Die Oktoberzahlen werden einen Tag vor der Zinsentscheidung veröffentlicht. Sollten sie sich jedoch zu deutlich eintrüben, könnte bereits dann eine Zinserhöhung auf die Tagesordnung kommen. Allerdings bleibt eine Pause die wahrscheinlichere Option. Bei der Januarsitzung dürfte es dann aber so weit sein und die South African **Reserve Bank (SARB) sollte zu einer neuerlichen Zinserhöhung** greifen. Mit weiteren Zinsschritten nach oben rechnen wir aber nicht und auf Jahressicht könnte sogar mit einer ersten Lockerung begonnen werden.

Risikofaktor Kommunalwahlen …

Kommunalwahlen haben für Finanzmärkte eigentlich keine größere Bedeutung. Dies ist aber in Südafrika vor dem Wahlgang am 4. November anders. Abgesehen von einzelnen Nachwahlen sind die anstehenden **Wahlen zur Besetzung der Stadtparlamente der erste und einzige Test für die nationale Regierung** an den Wahlurnen nach den Wahlen zur Nationalversammlung im Mai 2024. Damals rutschte der African National Congress (ANC) unter die 50-Prozent-Marke und musste eine Regierung der „Nationalen Einheit“ (GNU) mit der bürgerlichen Democratic Alliance (DA) und zahlreichen kleineren Parteien bilden. Das ausgerufene Reformprogramm wurde an den Finanzmärkten sehr positiv aufgenommen. Die Risikoaufschläge südafrikanischer Anleihen sanken auf mehrjährige Tiefststände und der Südafrikanische Rand tendierte fester. **Zahlreiche der in Südafrika beklagten Missstände liegen in der Zuständigkeit der Kommunen** (lokale Infrastruktur, insbesondere Wasserversorgung). Die beiden größten Parteien ANC und DA müssen nun den Spagat bewältigen, bei der Kommunalwahl als Konkurrenten aufzutreten, ohne allerdings die Stabilität der nationalen Regierung zu gefährden. Verlässliche Umfragen sind für Kommunalwahlen immer ein schwieriges Unterfangen. Die wenigen verfügbaren Zahlen deuten aber auf **weitere merkliche Verluste des ANC bei gleichzeitigen moderaten Gewinnen der DA** hin. Für die Reaktion an den Finanzmärkten dürfte jedoch vor allem das Abschneiden der größten Oppositionsparteien, der Economic

... welcher der Rand mit Kursverlusten quittieren würde

Freedom Fighters (EFF) und der uMkhonto weSizwe-Partei (MK), wichtig sein. Beide zeichnen sich durch eine radikale Agenda insbesondere zu den Themen Landreform und Verstaatlichungen aus. Solche Positionen lassen sich allerdings auch in Teilen des ANC finden und **erhebliche Verluste könnten innerparteilich jenen Kräften Auftrieb verleihen, die auf eine Zusammenarbeit mit EFF und MK-Partei setzen**. Ein Bruch der Regierungskoalition ist zwar nicht das Basisszenario, aber als Risikofaktor nicht zu unterschätzen und **wäre für den Rand mit merklichen Verlusten** verbunden. Bei einer Fortsetzung der Regierungskoalition könnte sich der Rand in den kommenden Monaten zwar zunächst etwas erholen. Die Nachfolgefrage von Präsident Ramaphosa wird aber im Laufe des kommenden Jahres zunehmend an Gewicht gewinnen. Eigentlich steht im Dezember 2027 lediglich die Wahl eines neuen ANC-Vorsitzenden an. Dieser dürfte aber dann auch der ANC-Spitzenkandidat für die Wahlen 2029 werden. In der Nach-Apartheid-Ära hatte es zudem lediglich Nelson Mandela geschafft, nach seinem Rücktritt vom ANC-Vorsitz bis zu den folgenden Parlamentswahlen als südafrikanischer Präsident im Amt zu bleiben.

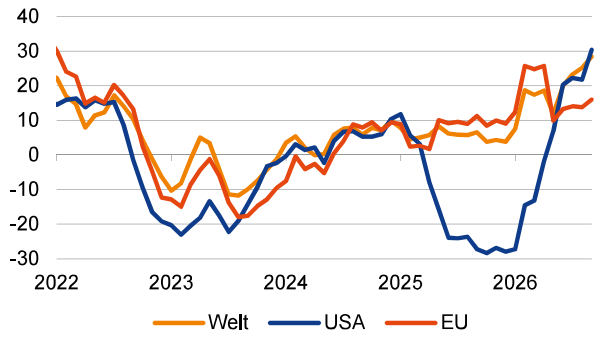
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Q3-Wachstum übertrifft Erwartungen – Politisches Großereignis voraus

Gespaltene Konjunktur prägt das Wachstum auch weiterhin

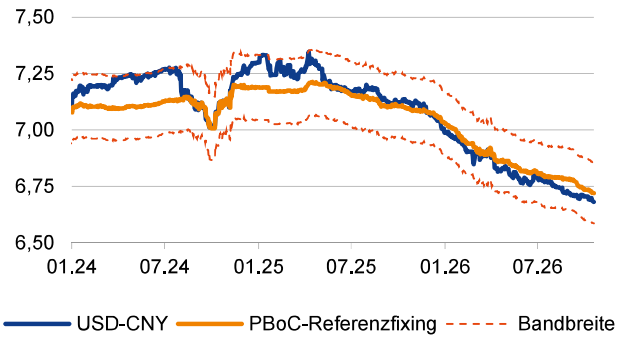
Chinas Wirtschaft scheint ihre **Skeptiker erneut in die Schranken weisen zu wollen**. Die BIP-Wachstumsrate für das dritte Quartal hat mit einem Plus um 4,5% (J/J) die **Konsenserwartungen übertroffen** und (zumindest für einen kurzen Moment) die Befürchtungen einer konjunkturellen Abkühlung widerlegt. In den ersten neun Monaten hat Chinas Wirtschaft damit um 4,6% (J/J) expandieren können und überraschenderweise das offizielle Wachstumsziel von 4,5% bis 5,0% erfüllt. Die konjunkturellen Herausforderungen sind aber alles andere als aus dem Weg geräumt, insbesondere die Spaltung der Wirtschaft (robuster Außenhandel vs. schwache Binnennachfrage) bleibt allgegenwärtig. Zumindest für das dritte Quartal hat Peking jedoch Anlass zum Durchatmen. Chinas Wirtschaft kann sich auf einen sehr starken Außenhandel stützen: **Die Exportindustrie steuert auf ein Rekordjahr zu**. Auch im September hatten die Ausfuhren erneut in einem solidem zweistelligen Prozentbereich zugelegt und mit ihrem überraschend starken Plus von 36,3% die Konsensschätzungen (25,7%) signifikant übertroffen. Die Ausfuhren in die USA haben sogar um 39,6% zugelegt. **Die konjunkturellen Belastungen der anhaltend schwachen Binnennachfrage können damit aber nur begrenzt aufgefangen werden.** Die Krise im Immobiliensektor ist längst nicht ausgestanden: Während der Wohnungsbau eine tiefe Rezession durchläuft, lastet der Wertverfall der Immobilien, die viele Chinesen als Altersvorsorge erworben haben, auf der Konsumbereitschaft. Für den Yuan spielen die Exporterfolge die maßgeblichere Rolle. **Der anhaltende Umtausch der Devisen-Erlöse chinesischer Außenhändler hält die stetige Yuan-Nachfrage aufrecht,** was zusammen mit den positiven Konjunkturdaten zu USD-CNY-Notierungen unter 6,70 CNY führt.

Exporte als wichtigster Wachstumsmotor
Chinesische Ausfuhren, in % (J/J, 3M-Mittelwert)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Peking lässt schleichende Yuan-Aufwertung zu
USD-CNY und zulässige Handelsspanne (tägliches PBoC-Fixing)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Politisches Großereignis: 5. Plenum des 20. KP-Zentralkomitees

In der kommenden Woche bahnt sich ein politisches Großereignis in Peking an: Die **fünfte Plenarsitzung des 20. Zentralkomitees** der Kommunistischen Partei Chinas widmet sich vom 26. bis 29. Oktober der *„Untersuchung wichtiger Fragen zur Förderung der vollen und konsequenten Selbstverwaltung der Partei“*, so die nebulöse Agenda. Im Kern geht es um die Festigung der ideologischen Linie, die Bekämpfung von Korruption und die institutionelle Disziplinierung innerhalb des Parteiapparats. Auch wenn das Hauptthema politisch-ideologischer Natur ist, beobachten die Finanzmärkte das Plenum genau. **Wer vor dem Hintergrund der schwachen Inlandsnachfrage auf konkrete Maßnahmen zur Konjunktur-stimulierung hofft, dürfte enttäuscht werden.** Während das Zentralkomitee auf dem Plenum die strategische Richtung vorgibt, erfolgt die Umsetzung in Gesetze, Budgetvorgaben oder Konjunkturhilfen typischerweise erst später auf nachgelagerten Regierungsebenen. Spannend könnte es dennoch werden: Das Jahr 2026 markiert den **Beginn des 15. Fünfjahresplans (2026 –2030), was entsprechende, langfristige Signale erwarten lässt.** Wichtige Themen sind bereits in die Wege geleitet und sollten bekräftigt werden: Technologische Selbstständigkeit, Infrastruktur der sechs Netzwerke, Förderung der Binnennachfrage, Energiesicherheit und last but not least die Internationalisierung des Renminbi.

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

Brasilien & Mexiko: Politik bestimmt das Geschehen

Brasiliens Finanzmarkt freut sich auf Bolsonaro

In der ersten Wahlrunde am 4. Oktober schnitt der konservative Herausforderer Flávio Bolsonaro (PL) mit rund 47% stärker ab als die letzten Umfragen vor der Wahl nahelegten. Amtsinhaber Luiz Inácio Lula da Silva folgte mit 45%. **Am 25. Oktober gehen beide in eine Stichwahl, bei der Lula nur noch eine Außenseiterchance hat.** Vier Mitte-Rechts-Parteien, die sich zuvor neutral gehalten hatten, erklärten ihre Unterstützung für Bolsonaro, wie auch zwei der unterlegenen Kandidaten. Lula konnte dagegen bisher keine neuen Unterstützer für sich gewinnen. Auch **bei den Parlaments- und Gouverneurswahlen legten die Konservativen zu.** Bolsonaros Partei PL kommt in der 513 Sitze umfassenden Abgeordnetenkammer nun auf 121 Mandate. Der rechte Kernblock zusammen mit PP/União und Republicanos verpasste die absolute Mehrheit nur knapp. Der „Centrão“, bestehend aus weiteren Parteien der Mitte dürfte Bolsonaro aber eine bequeme Regierungsmehrheit

ermöglichen. Sollte Lula wider Erwarten doch noch gewinnen, würde für ihn das Regieren angesichts dieser Mehrheitsverhältnisse sehr schwer werden.

Trotz eines unerwarteten Sieges von Lula wäre das Regieren schwer

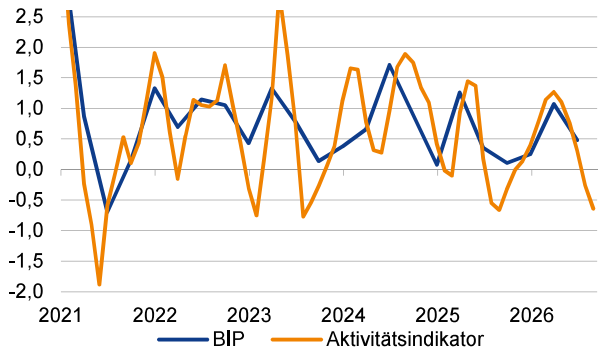
Nach dem Rutsch von USD-BRL unmittelbar nach der Wahl unter die Marke von 5 BRL setzte bereits ein erster Realitätscheck ein. Die vermutlich einzige Chance von Lula im zweiten Wahlgang ist es, den Wählern das Schreckensszenario eines scharfen Sparkurses unter Bolsonaro aufzuzeigen. Angesichts seines knappen Vorsprungs hat Bolsonaro aber darauf verzichtet, Details zu seinem fiskalischen Kurs zu verkünden. Lula gelang es zudem zwischen den beiden Wahlgängen, noch die Verkürzung der Arbeitswoche von sechs auf fünf Tage durchzusetzen. Nach der Wahl wird Bolsonaro bereits bis zu seinem offiziellen Amtsantritt Anfang Januar Farbe bekennen müssen und Details zu seinen fiskalischen Vorhaben nennen müssen, die dann auch den Markt bewegen werden. Bei einer Schuldenquote von 83% des BIP und einem Defizit von etwa 9,5% des BIP ist die Ausgangslage zwar anspruchsvoll, aber selbst moderate Fortschritte könnten Risikoprämien und langfristige Renditen senken. **Ein konservativer Kongress erleichtert eine Haushaltskonsolidierung jedoch nicht automatisch, da Steuersenkungen Priorität vor einer Ausgabenkontrolle haben könnten.** Warnend sei die Amtszeit von Bolsonaros Vater Jair von Anfang 2019 bis Ende 2023 hervorzuheben. Der Real hatte damals seine Wahl ebenfalls begrüßt, aber bereits Ende 2019 und damit vor den Covid-Verwerfungen lag er gegenüber dem Dollar im Minus.

Große fiskalpolitische Herausforderung für die neue Regierung

Aktuelle **Wirtschaftsdaten spielten in dem politisch geprägten Umfeld zuletzt kaum eine Rolle**. Dabei konnte der monatliche Aktivitätsindex der Banco Central do Brasil im August mit +0,3% (M/M) sogar etwas stärker zulegen als von Beobachtern vermutet. Allerdings liegt der Wert für die Monate Juli und August um 0,8% unter dem Durchschnitt des zweiten Quartals. Dies bedeutet noch nicht, dass es auch beim BIP zu einer Schrumpfung kommen wird. Die Aussichten sind aber eher negativ, zumal sich zuletzt auch die Einkaufsmanagerindizes eingetrübt haben. Unabhängig von der künftigen Regierung besteht ein erheblicher Konsolidierungsbedarf, der dazu führen wird, dass die Wachstumsunterstützung von staatlicher Seite, sei es durch Staatskonsum oder Zuwendungen an die privaten Haushalte, im kommenden Jahr ausbleiben wird. Die **Wachstumszahlen sollten daher moderat bleiben**. Für die Notenbank bedeutet dies, dass sie ihren langsamen Lockerungskurs grundsätzlich fortsetzen kann. Mit dem aktuellen Leitzins von 13,75% ist die Geldpolitik aber weiterhin restriktiv und dürfte dies bei Zinssenkungen um lediglich 25 Bp noch lange bleiben. Der Real wird hiervon weiter gestützt werden, auch wenn die jüngste Euphorie etwas übertrieben erscheint.

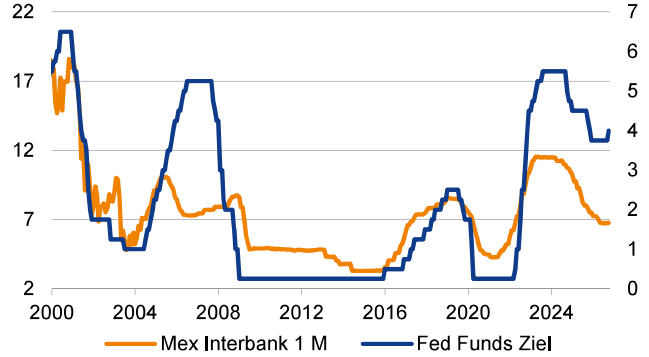
Schwache Konjunktur wird vom Real (noch) ignoriert

Monatsdaten deuten auf schwaches drittes Quartal in Brasilien
Veränderung in %



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Fed und Banco de México geldpolitisch meist in die gleiche Richtung
Mexiko Interbank TIIE 28 Tage (L.S.), Fed Funds (R.S.); je in %



Quelle: Banco de México, Bloomberg, DZ BANK

Wortwahl der Banco de México erwischte den Peso auf dem falschen Fuß

In der Stellungnahme zu ihrer Sitzung von Ende September, bei der sie ihren Leitzins unverändert ließ, hatte die Banco de México bereits einen Passus eingefügt, wonach sie nicht mechanisch Zinsänderungen in den USA folgen müsse. Das Protokoll zu der Sitzung ging sogar noch einen Schritt weiter. Trotz der klaren Zinserhöhungstendenz der Fed hält eine **Mehrheit in der mexikanischen Notenbankführung perspektivisch sogar neuerliche Zinssenkungen für möglich**. Eine geldpolitische Lockerung in Mexiko bei gleichzeitiger Straffung in den USA wäre sehr ungewöhnlich und war zuletzt 2006 zu beobachten. Der Leitzinsabstand zwischen den beiden Ländern ist bereits mit der jüngsten Zinserhöhung der Fed auf ein Rekordtief (seit der Einführung des aktuellen geldpolitischen Instruments in Mexiko 2008) gesunken. Unmittelbar bedeutete dies zwar noch kein Risiko für den Peso, aber er reagierte bereits merklich auf die Notenbankkommentare. Nachdem USD-MXN in der ersten Septemberhälfte noch unter 17 MXN auf einem Mehrjahrestief notierte, ging es anschließend auf deutlich über 18 MXN nach oben. Diese Marktreaktion dürfte auch in der Notenbankführung für Aufmerksamkeit gesorgt haben und dazu beitragen, über eine schon kurzfristige Zinssenkung noch einmal nachzudenken. Am Geldmarkt wird inzwischen eine leichte Lockerung in näherer Zukunft eingepreist. Eine Korrektur dieser Erwartungen könnte den Peso wieder unterstützen.

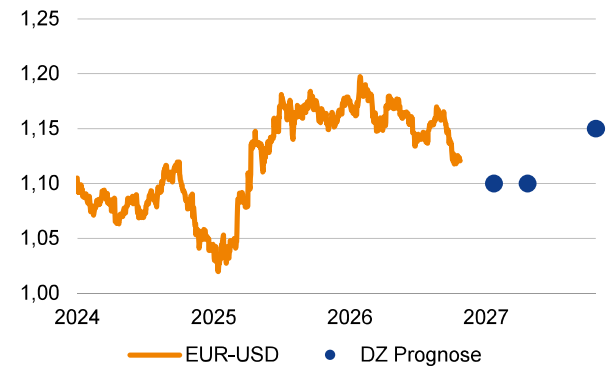
Moderate Inflation dank Preisgrenzen an den Tankstellen

Hintergrund für die neuerlichen zinspolitischen Ambitionen der Banco de México ist der sich in den letzten Monaten **entspannende Preisauftrieb in der Kernrate** ohne Energie und frische Nahrungsmittel, die im September auf 3,7% (J/J) nachgab. Die Gesamtrate liegt mit 3,5% (J/J) sogar noch etwas niedriger, stieg aber leicht an. Das Inflationsziel von 3% (J/J) ist damit grundsätzlich in Reichweite. Die unter der Gesamtrate liegende Kernrate ist jedoch das Ergebnis der Preisobergrenzen an den Tankstellen. Ein Auslaufen des Abkommens zur Kontrolle der Tankstellenpreise könnte Anfang kommenden Jahres zu höheren Inflationsraten führen, wenn sich bis dahin die Weltmarktpreise nicht merklich entspannt haben. Da Mitte 2027 jedoch wichtige Parlamentswahlen in Mexiko auf dem Programm stehen, ist nicht zu erwarten, dass die staatliche Einflussnahme auf die Preise bis dahin beendet wird. Ein vollständiges Abschirmen der mexikanischen Wirtschaft vom Aufwärtsdruck der Weltmarktpreise dürfte aber kaum gelingen und eine **weitere Entspannung bei den Inflationszahlen ist zunächst wenig wahrscheinlich**. Entsprechend vermuten wir, dass die Notenbank noch länger auf Zinsänderungen verzichten wird.

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

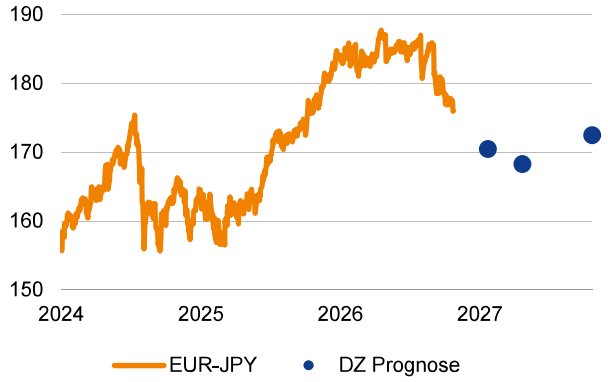
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



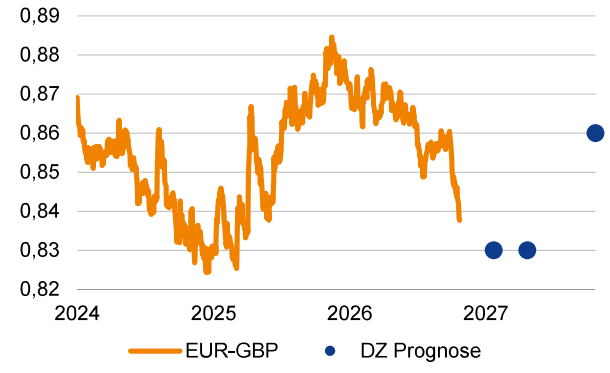
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



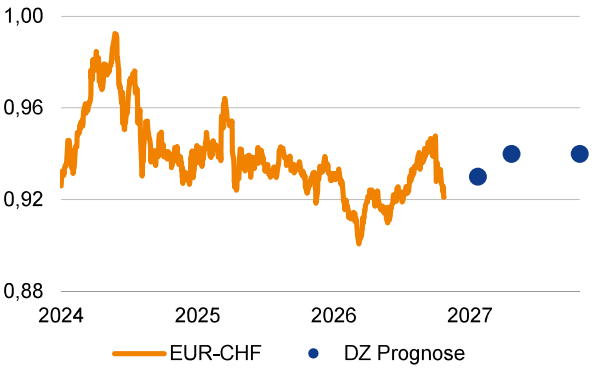
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



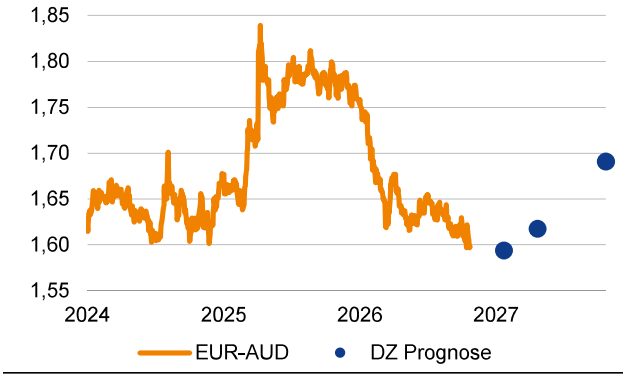
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



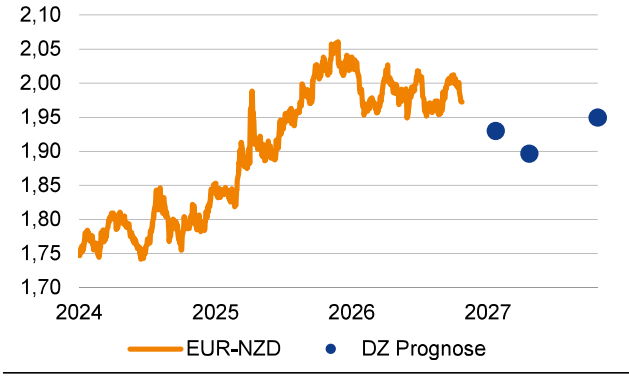
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



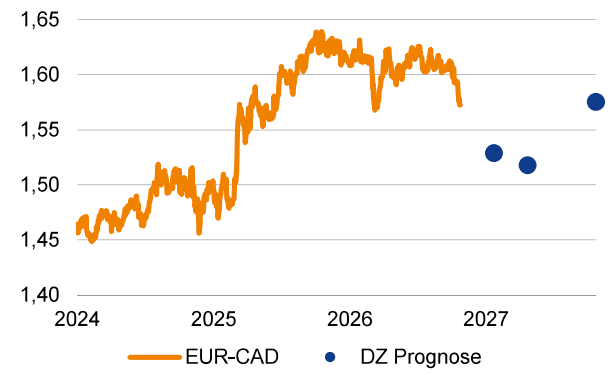
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



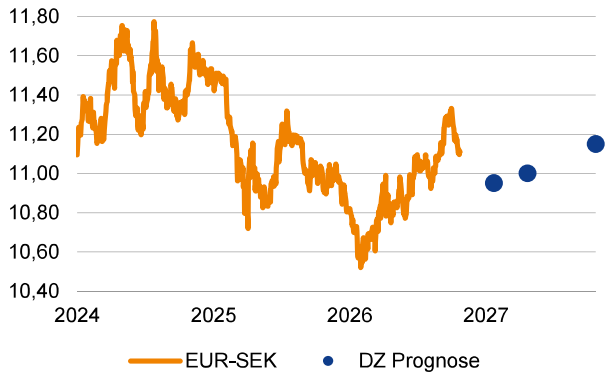
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



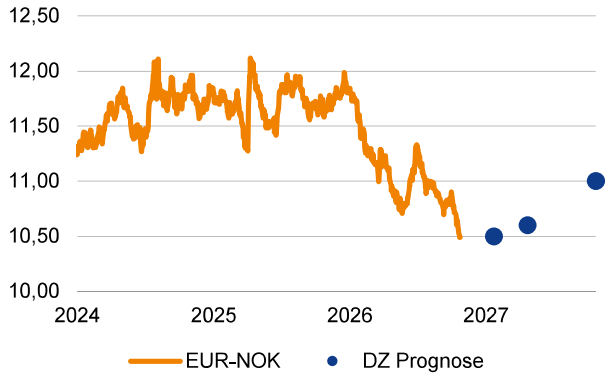
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



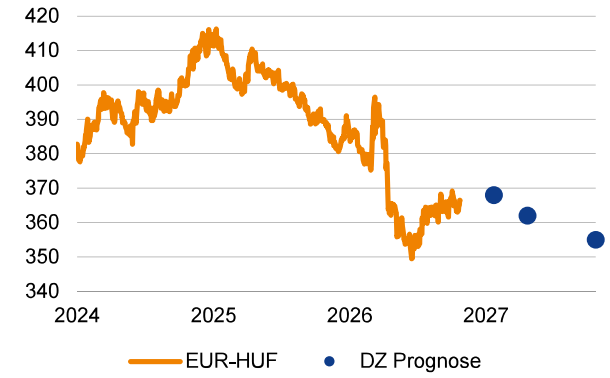
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



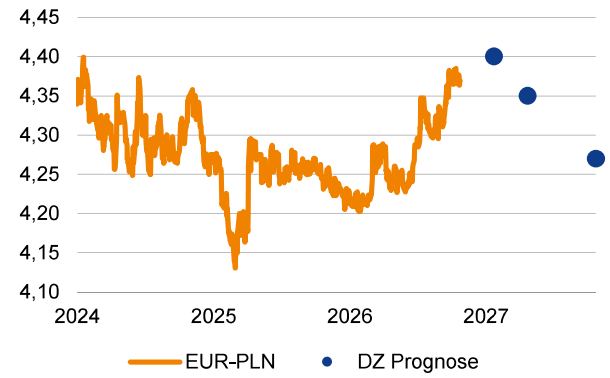
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



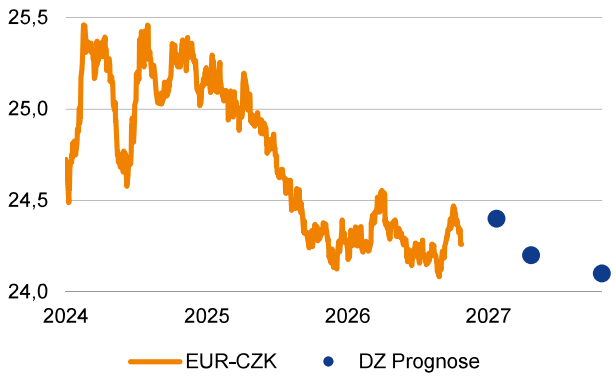
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



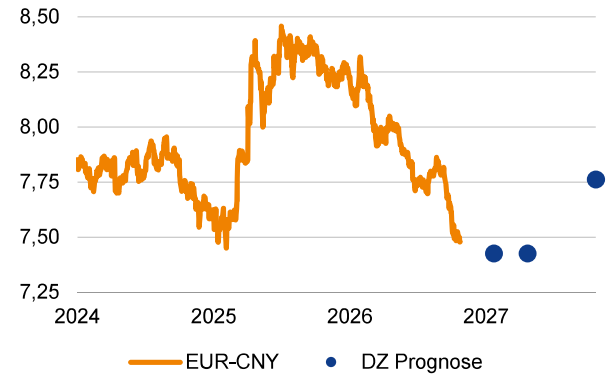
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



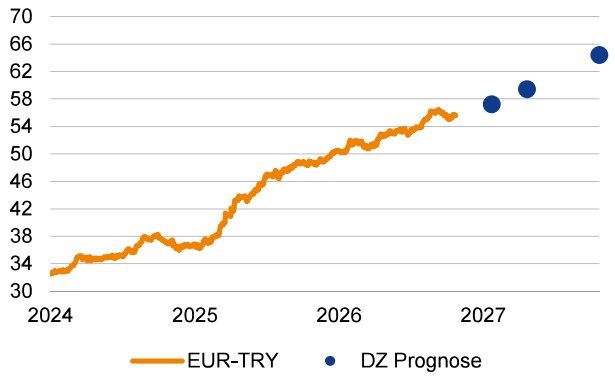
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



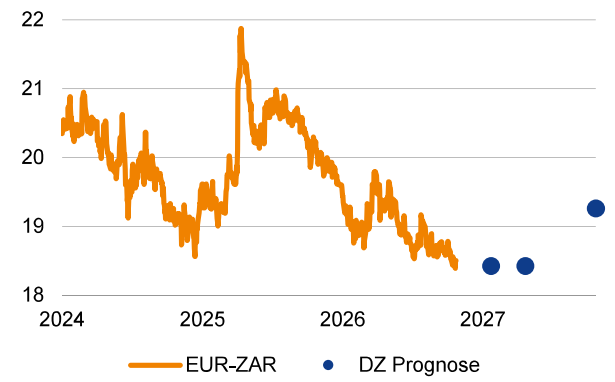
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



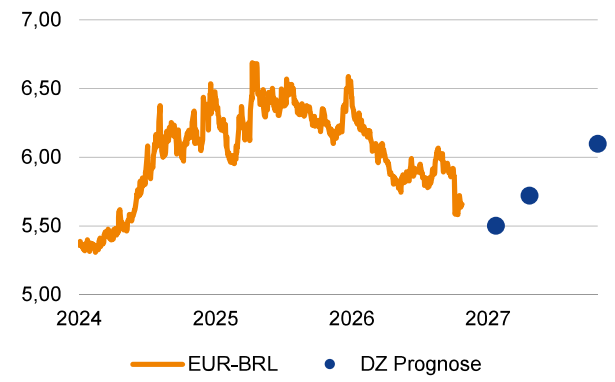
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



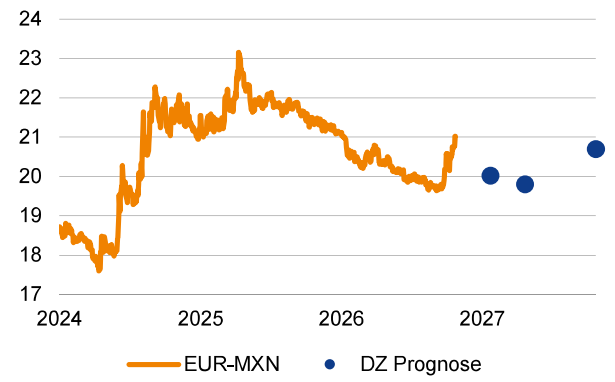
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

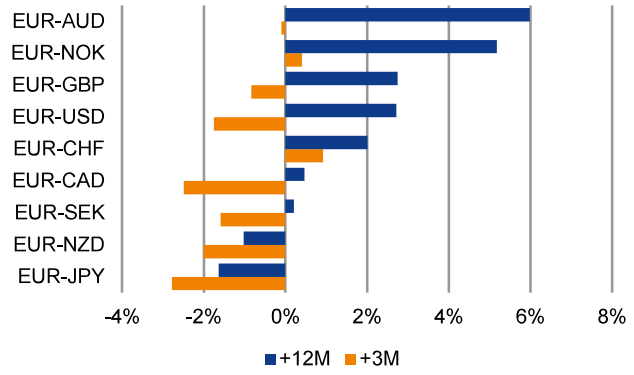
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

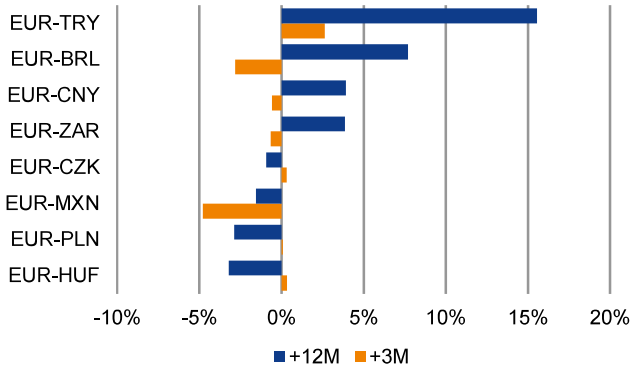
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1196	1,10	1,10	1,15
EUR/GBP	0,8370	0,83	0,83	0,86
EUR/JPY	175,38	171	168	173
EUR/CHF	0,9215	0,93	0,94	0,94
EUR/AUD	1,5957	1,59	1,62	1,69
EUR/NZD	1,9693	1,93	1,90	1,95
EUR/CAD	1,5681	1,53	1,52	1,58
EUR/NOK	10,46	10,50	10,60	11,00
EUR/SEK	11,13	11,0	11,0	11,2
EUR/PLN	4,3968	4,40	4,35	4,27
EUR/CZK	24,33	24,4	24,2	24,1
EUR/HUF	366,8	368	362	355
EUR/TRY	55,73	57,2	59,4	64,4
EUR/ZAR	18,55	18,4	18,4	19,3
EUR/CNY	7,4689	7,43	7,43	7,76
EUR/BRL	5,6590	5,50	5,72	6,10
EUR/MXN	21,03	20,0	19,8	20,7

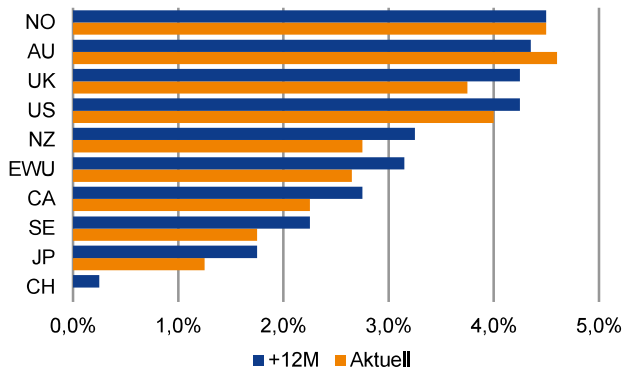
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1196	1,10	1,10	1,15
GBP/USD	1,3376	1,33	1,33	1,34
USD/JPY	156,65	155	153	150
USD/CHF	0,8231	0,85	0,85	0,82
AUD/USD	0,7016	0,69	0,68	0,68
NZD/USD	0,5685	0,57	0,58	0,59
USD/CAD	1,4006	1,39	1,38	1,37
USD/NOK	9,34	9,55	9,64	9,57
USD/SEK	9,94	10,0	10,0	9,7
USD/PLN	3,9271	4,00	3,95	3,71
USD/CZK	21,73	22,2	22,0	21,0
USD/HUF	327,6	335	329	309
USD/TRY	49,78	52,0	54,0	56,0
USD/ZAR	16,57	16,8	16,8	16,8
USD/CNY	6,6710	6,75	6,75	6,75
USD/BRL	5,0545	5,00	5,20	5,30
USD/MXN	18,78	18,2	18,0	18,0

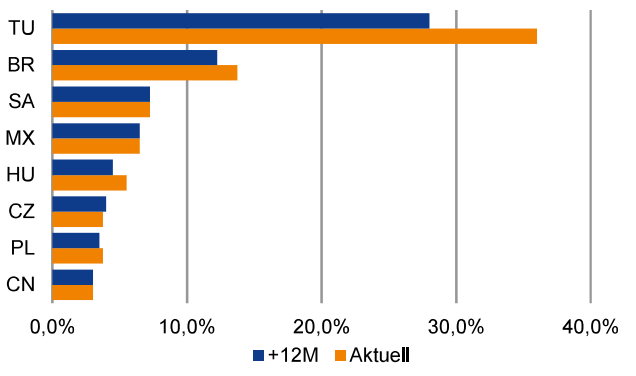
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,8	1,0	0,9	0,8	1,2	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	3,1	2,9	3,3	4,2	4,1	3,3
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.)	2,3	2,3	2,1	2,1	2,4	2,2	2,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	3,5	3,0	3,5	4,0	3,8	2,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-7,4	-6,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,0	-3,4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,9	0,8	1,1	1,1	0,8	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	1,8	1,8	2,1	2,1	2,3	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-3,0	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,8	3,9	4,0				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,3	1,0	1,4	1,5	1,0	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,1	2,6	3,2	3,5	3,4	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-3,8	-3,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,6	-3,4				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	1,7	1,4	2,3	2,0	1,9	0,7
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,7	0,8	0,7	1,1	1,0	0,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,5	0,0	0,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,6	4,5	5,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,7	1,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	3,8	2,8	3,8	3,5	2,8	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-2,4	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,6	-3,2	-4,2				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	2,0	2,2	2,0	1,9	1,5	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,8	3,0	3,9	4,3	3,9	2,9
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	0,8	1,3	0,4	1,2	1,2	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	2,8	2,6	3,0	3,0	3,1	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-1,0	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	0,6	0,3				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,6	2,4	1,7	2,4	1,8	2,3	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	0,7	2,0	0,4	1,5	1,9	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-1,9	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,6	5,7	5,0				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,5	1,4	0,7	1,6	1,6	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,3	2,8	3,3	3,4	2,7	2,8
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	Q3 26	Q4 26	Q1 27	Q2 27
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	3,4	2,9	3,3	2,9	3,1	2,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,1	3,4	3,4	3,6	3,9	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,3	-7,1	-7,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-1,5	-1,4				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	2,0	2,5	1,9	2,3	2,3	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	2,1	3,3	1,3	2,9	3,2	3,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-7,9	-6,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	-0,3	0,6				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	2,0	2,3	1,7	2,1	2,4	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,1	2,5	2,1	2,2	2,6	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-2,7	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	-0,6	-0,3				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	2,7	3,2	2,6	3,2	3,5	3,1
Inflation (in % gg. Vj.)	35,2	31,1	24,3	31,0	30,0	26,3	24,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-2,7	-2,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,0	-3,5	-3,3				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,0	1,4	0,6	0,5	0,5	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	4,4	4,3	4,5	5,3	5,2	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-3,9	-4,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-0,1	-0,5				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	4,0	4,3	4,3	4,0	4,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	1,1	1,3	0,8	1,5	1,7	1,2
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	1,6	2,0	2,1	1,5	1,5
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	4,4	4,3	4,4	4,6	4,3	4,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-9,2	-9,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,2	-2,0				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,5	1,8	2,2	1,5	2,3	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,7	3,7	3,3	3,6	3,7	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-4,0	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	-0,1	-0,5				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 7447 - 01
Telefax: +49 69 7447 - 1685
Homepage: www.dzbank.de
E-Mail: mail@dzbank.de
Vertreten durch den Vorstand:
Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), 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 Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen,** die **keine Anlageempfehlungen** für **bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten.** Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
  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 Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.4 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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird,

sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
„Untergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.
„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht.
Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter **www.dzbank.de/Pflichtangaben**).
1. Gesamtmarktstrategie
Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihesektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.
2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen
Im Anleihesegment 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 Zutrittssperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 **Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**

6.5 Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte

Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben.**

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

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben.**
   Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.
   In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors', ‚expert investors' und / oder ‚institutional investors' weitergegeben und von diesen genutzt werden.
   Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.
   Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
   Dieses Dokument darf im Ausland nur 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 Wertpapiernebendienstleistungen.
   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 Auslassun-gen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwen-dungen, 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 ei-ner solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlage-beratung 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	+49 – (0)69 – 74 47 – 92 149	Tim Kaiser
	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 Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 57 487	Bernd Loder
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de