



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

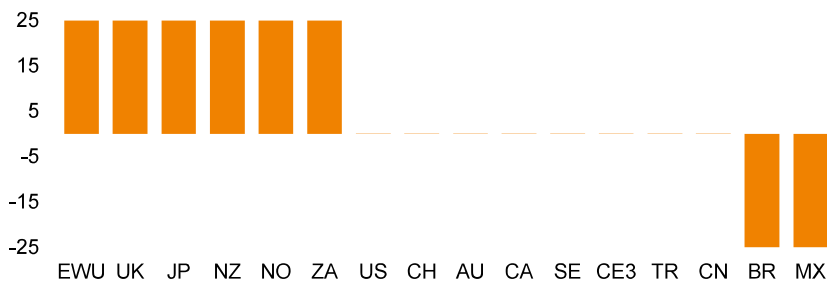
Im Bann der Geopolitik

Seit nunmehr knapp zwei Monaten hält der Krieg im Iran den Devisenmarkt in Atem. **Hauptsorgen sind die hierdurch gestiegenen Inflationsrisiken** – angetrieben von hohen Energiepreisen und der Angst vor globalen Lieferengpässen. **Dies erschwert es den Notenbanken zunehmend, die Dauerhaftigkeit dieses Preisschocks einzuschätzen.**

Unserer Ansicht nach dürfte ein Großteil der von uns gecoverten Zentralbanken auf kurze Sicht nicht geldpolitisch auf die geopolitisch bedingten Inflationsrisiken reagieren. Dies liegt daran, dass die entsprechenden Notenbanken entweder bereits die geldpolitischen Zügel gestrafft haben (z.B. Australien), über vergleichsweise restriktive Leitzinsen verfügen (u.a. USA, CE3) oder derzeit verstärkt auf die Steuerung des Wechselkurses setzen (z.B. Türkei oder Schweiz). **Auf Platz zwei folgt die Gruppe der Notenbanken, welche auf kurze Sicht mit einer Leitzinsanhebung um 25 Bp geldpolitisch auf Nummer sicher gehen wollen,** dass der vorübergehende Inflationsschock nicht dauerhaft wird. Neben der EZB sollten u.a. die britischen und südafrikanischen Währungshüter in diese Kategorie fallen. Auch Japans Zentralbank dürfte an der Zinsschraube drehen; die Basis hierfür wurde aber bereits vor dem Iran-Krieg gelegt. **Zu der bemerkenswertesten geldpolitischen Sparte gehörten jedoch die Notenbanken, die in den kommenden drei Monaten ihre Geldpolitik weiter lockern (!) sollten.** Namentlich sind hier die beiden lateinamerikanischen Notenbanken unserer Coverage zu nennen. In Brasilien bleibt das unglaublich restriktive Leitzinsniveau von 14,75% selbst nach einer weiteren Senkung um 25 Basispunkte klar im straffen Bereich. In Mexiko dämpfen hingegen staatliche Eingriffe den Preisauftrieb, was unserer Meinung nach eine letzte umsichtige Zinssenkung zur Stützung der schwachen Wirtschaft möglich macht.

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

Die geldpolitische Patentlösung gibt es nicht
DZ BANK Prognose, Veränderung nationale Leitzinsen +3M, in Bp



■ Erwartete Veränderung nationale Leitzinsen auf Sicht von 3 Monaten

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
24.4.2026 10:14 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
Eurozone: Im Stagflations-Schatten	2
USA: Waffenruhe belastet US-Dollar	3
Japan: BoJ-Zinsschritt: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben	4
Großbritannien: Bank of England steuert auf eine Zinserhöhung zu	5
Schweiz: Notenbank bekräftigt währungspolitische Aufmerksamkeit	7
Australien & Neuseeland: Für nächste Leitzinserhöhungen besteht keine Eile	8
Kanada: Zwischen zwei Stühlen	10
Skandinavien: Im Bann des Iran-Kriegs	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Die CE3-Währungen haut so leicht nichts um	13
Türkei & Südafrika: Notenbanken müssen auf Sicht fahren	14
China: Peking hält den Yuan an der kurzen Leine	16
Brasilien & Mexiko: Politik will Energiepreisschub abschirmen	17
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	20
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	23
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

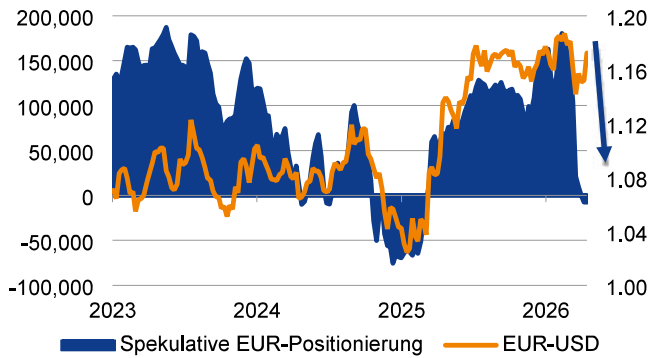
Eurozone: Im Stagflations-Schatten

Nach Verkündung der als fragil zu bezeichnenden Waffenruhe im Mittleren Osten vor gut zwei Wochen, die mittlerweile auf unbestimmte Zeit verlängert wurde, konnte der Euro gegenüber dem US-Dollar zeitweise wieder höher notieren, ist zuletzt aber wieder zurückgefallen. Hoffnungen auf eine Verhandlungslösung haben sich aber bisher zerschlagen. Die anhaltende Blockade der Straße von Hormus bedeutet aber, dass Lieferungen aus dem Persischen Golf weiterhin weitgehend ausbleiben, was die Rohölpreise wieder nach oben trieb. Allerdings sorgt seit Anfang April die **geldpolitische Divergenz zwischen EZB und Fed (wieder) für etwas Unterstützung der Gemeinschaftswährung**: Während die OIS-Forwards vor Kriegsbeginn bis zum Jahresende noch eine Zinssenkung der EZB mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp 50% einpreisten, implizieren die Geldmarkterminalsätze inzwischen mehr als zwei vollständige Zinserhöhungen (+62 Bp.). Jenseits des Atlantiks fiel das Repricing des erwarteten Leitzinspfads für die Fed dagegen etwas schwächer aus.

Waffenruhe im Mittleren Osten sorgt für höhere EUR-USD-Notierungen

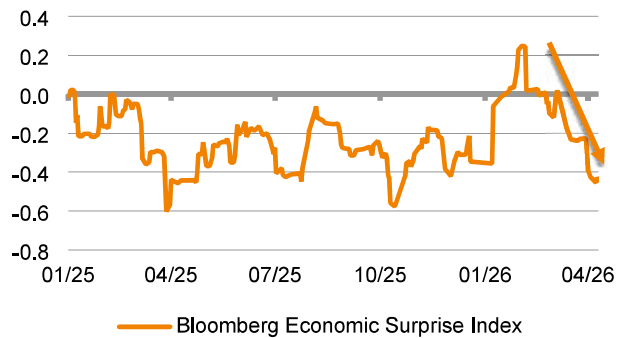
Euro wird durch „hawkishes“ Repricing für EZB-Leitzinspfad gestützt

Spekulative Netto-Long-Positionierung bei EUR-Engagements zuletzt vollständig abgebaut; Wiederaufbau könnte EUR-Aufwertung verstärken
EUR-Positionierung, Anz. der Kontrakte (L.S.); EUR-USD (R.S.)



Quelle: CFTC, Bloomberg, DZ BANK

Auch Daten zuletzt überwiegend negativ überrascht; Trendumkehr aus dem Negativen birgt ebenfalls verstärktes EUR-Aufwertungspotenzial
in Punkten; positive Werte = positive Überraschungen (und umgekehrt)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für die Eurozone bestehen damit weiterhin deutliche Risiken. Die marktseitigen Zinserhöhungsfantasien für die EZB als EUR-positiver Treiber sind daher mit Vorsicht zu genießen, denn angesichts der hohen Abhängigkeit von Energieimporten bestehen **erhebliche Stagflationsrisiken**, insbesondere für die energieintensive deutsche Wirtschaft. Auch wenn die EZB im April noch auf eine Zinserhöhung verzichten dürfte, sollte sie bei der Folgesitzung im Juni aktiv werden, um der zuletzt deutlich gestiegenen Inflation (2,6% J/J) und den bestehenden Aufwärtsrisiken entgegenzuwirken. **Anzeichen einer schwächelnden Konjunktur könnten den Euro hingegen wieder belasten**. Sämtliche Frühindikatoren (Einkaufsmanagerindizes, ZEW, ifo-Index) zeichnen bereits ein trüberes Konjunkturbild als vor Kriegsbeginn. **Fraglich ist auch, ob die von den Ländern der Eurozone ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Energiekrise tatsächlich einen „Game-Changer“ darstellen oder lediglich ein verpuffender Kostenfaktor sind**. Ein Beispiel hierfür ist die geplante Senkung der Energiesteuer auf Benzin und Diesel in Deutschland für die Monate Mai und Juni, die sich möglicherweise als Strohfeuer erweisen könnte, anstatt beim (End-)Verbraucher anzukommen.

Stagflationsgefahr in der Eurozone bleibt bestehen

Wirksamkeit der Maßnahmen der Eurozonen-Länder fraglich

Vor diesem Hintergrund ist es plausibel, dass EUR-USD auf kurze Sicht nochmals etwas niedriger tendiert. Ungeachtet dessen werden die Entwicklungen im Mittleren Osten und die damit einhergehende **Risikostimmung** zunächst weiterhin ein **entscheidender Treiber für EUR-USD** sein. **Auf Dreimonatssicht rechnen wir daher mit Notierungen um 1,16 USD.**

EUR-USD: Auf kurze Sicht Risiko und EWU-Wachstum im Fokus

Sofern sich die Lage am Persischen Golf entspannt und der Ölpreis wieder niedriger tendiert, dürfte auch die Konsum- und Investitionsnachfrage in der Eurozone wieder anziehen. **Die leichte Konjunkturbelebung in der Eurozone in der zweiten Jahreshälfte sollte daher wieder höhere EUR-USD-Notierungen begünstigen.** Da Marktteilnehmer in den letzten Wochen ihre spekulative Netto-Long-Positionierung bei EUR-Engagements vollständig abgebaut haben, könnte **die von uns erwartete fundamental getriebene Aufwärtsbewegung auf Jahressicht durch den Wiederaufbau von Long-Positionen verstärkt werden.** Auch Datenveröffentlichungen aus der Eurozone haben seit Anfang März überwiegend negativ überrascht – eine **Trendumkehr aus dem Negativen birgt ebenfalls verstärktes Aufwertungspotenzial für die Gemeinschaftswährung.**

Auf Jahressicht dürfte auch die konjunkturelle Seite dem Euro in die Hände spielen

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

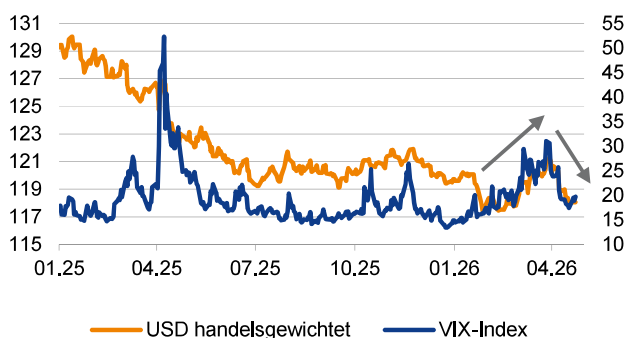
USA: Waffenruhe belastet US-Dollar

Auf die **Waffenruhe im Mittleren Osten**, die Hoffnungen auf ein Kriegsende nährte und zu **deutlichen Kursverlusten beim US-Dollar** führte, folgten eigentlich nur besorgniserregende Meldungen: die bislang gescheiterten Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran in Islamabad, der Beginn der US-Seeblockade der Straße von Hormus und die jüngsten Angriffe des Mullah-Regimes auf einzelne Frachtschiffe. Interessanterweise konnte der Greenback in diesem Umfeld weniger stark davon profitieren, als es noch in den ersten zwei Wochen nach Kriegsbeginn der Fall gewesen war. Erste **Gewöhnungseffekte** oder was steckt dahinter? Tatsächlich scheinen die Marktteilnehmer mit Blick auf die durch den VIX-Index gemessene Volatilität **deutlich gelassener auf die neuesten Entwicklungen im Mittleren Osten zu reagieren.** Nach Verkündung der Waffenruhe ließ diese deutlich nach, weshalb der US-Dollar aufgrund der nachlassenden Safe-Haven-Nachfrage unter Abgabedruck geriet. Der Einfluss des Ölpreises nahm hingegen zuletzt ab.

Geringere Marktvolatilität sowie rückläufige Ölpreise belasten USD

Sinkende Marktvolatilität belastet den USD ...

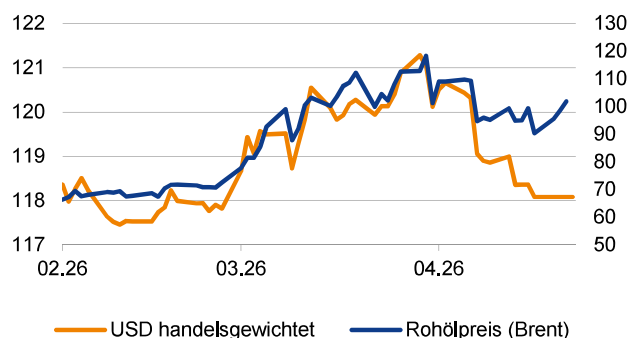
LS: USD handelsgewichtet; RS: VIX-Index



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... während er zuletzt gegenüber Öl verstärkt eigene Wege ging

LS: USD handelsgewichtet; RS: Ölpreis (Brent) in USD/Barrel



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auch wenn Datenveröffentlichungen angesichts der geopolitischen Gemengelage aktuell weniger devisenmarkttreibend sind, sollte man die wirtschaftlichen Entwicklungen nicht gänzlich aus den Augen verlieren. Die **US-Konjunktur hält sich im aktuellen Umfeld äußerst robust**: So verzeichnete der Arbeitsmarkt im März, als die Energiekrise bereits an den US-Zapfsäulen spürbar wurde, mit 178.000 neuen Stellen das stärkste Beschäftigungswachstum seit Dezember 2024. Auch andere Indikatoren, wie beispielsweise die ISM-Einkaufsmanagerindizes, hielten sich im März unbeeindruckt oberhalb der Expansionsschwelle. Trotz der Tatsache, dass die USA Nettoölexporteur sind, und sich **höhere Ölpreise ceteris paribus positiv auf die US-Handelsbilanz auswirken dürften** (zumal angesichts der durch die Blockade der Straße von Hormus bedingten globalen Lieferengpässe die US-Exportmenge zuletzt die 5-Millionen-Barrel-Marke pro Tag knackte), **bekommen US-Verbraucher die höheren Energiepreise dennoch zu spüren**. So stieg die Gesamtinflation zuletzt auf 3,3% von zuvor 2,4% (je J/J) an. Auch die Kernrate legte leicht auf 2,6% (J/J) zu. Perspektivisch sollte dies auf den US-Konsumausgaben lasten – im März zeigten sich die US-Verbraucher aber von den höheren Spritpreisen noch unbeeindruckt und damit überraschend spendierfreudig.

US-Konjunktur hält sich robust

Mit einem **BIP-Plus von +0,5% (Q/Q) im zweiten Quartal sollten die erwarteten US-Wachstumseinbußen überschaubar ausfallen, was den US-Dollar – neben potenziellen Phasen erhöhter Risikoaversion – auf kurze Sicht stützen dürfte**. Längerfristig sollte aber die hohe Konjunkturdynamik der letzten Jahre nicht anhalten und folglich eine moderate USD-Abwertung begünstigen. **Insgesamt rechnen wir auf +12M-Sicht mit Notierungen um 1,20 USD. Daran dürfte auch der anstehende Wechsel an der Fed-Spitze wenig ändern**. Bei der Anhörung des designierten Vorsitzenden Kevin Warsh vor dem Bankenausschuss des US-Senats zeigte sich der Kandidat wie zu erwarten diplomatisch. Ein **abrupter Kurswechsel der US-Geldpolitik scheint damit unwahrscheinlich**, wohl aber längerfristige Reformen wie eine deutlich schlankere Fed-Bilanz. Ob die Staffelübergabe von Powell an Warsh aber planmäßig am 15. Mai erfolgen kann, steht angesichts politischer und rechtlicher Blockaden weiter in den Sternen – Powell könnte aber zumindest vorübergehend (pro tempore) die Amtsgeschäfte fortführen.

Geringe Wachstumseinbußen sowie Phasen erhöhter Risikoaversion dürften USD auf +3M-Sicht stützen

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

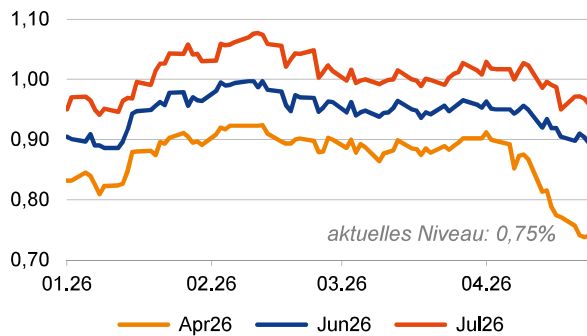
Japan: BoJ-Zinsschritt: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Auch die Bank von Japan (BoJ) gehört zu den Notenbanken, die ihre Geldpolitik an die neue geopolitische Lage anpassen müssen. Die nächste Gelegenheit hierzu bietet sich beim **Treffen am 27./28. April. Dass der nächste Zinsschritt nach oben geht, ist nahezu unstrittig. Allerdings schwanken die Markterwartungen bezüglich des Termins wie die Launen des US-Präsidenten**. Noch vor drei Wochen galt eine Leitzinserhöhung um 25 Bp für April als ausgemachte Sache; inzwischen liegt die eingepreiste Wahrscheinlichkeit dafür als Außenseiterwette nur noch bei 5%. Stattdessen stehen die Termine Juni und Juli hoch im Kurs. Ausschlaggebend für diesen Sinneswandel waren nicht etwa veränderte Konjunkturdaten; diese bestätigen auch weiterhin die Notwendigkeit einer monetären Normalisierung. Stattdessen ist es die unkalkulierbare Lage in der Golfregion, die auch die japanischen Währungshüter zur Vorsicht bewegt. Insbesondere **fehlt das verbale Bekenntnis zu einer Zinserhöhung nächste Woche**, das vor einem solchen Beschluss eigentlich zum guten Ton gehört. (Ueda: „*The current situation involves a significant shock from rising energy prices. This creates both upside risks to prices and, at the same*

Aus April wird Juni – nächste Zinserhöhung dürfte auf Sommer verschoben werden

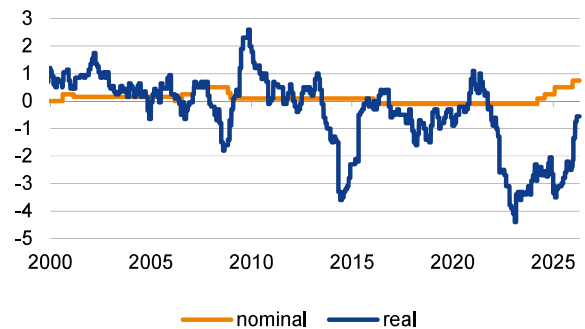
time, downside risks to the economy. That is why policy responses are very difficult. It is not easy to give a general answer.”)

Verbale Zurückhaltung der BoJ lässt April-Erwartungen einbrechen
BoJ-Leitzins: Markterwartung (OIS) in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geldpolitik trotz Zinserhöhungen noch immer sehr expansiv,
BoJ-Leitzins: nominal und real (CPI-bereinigt), in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Unser Hauptszenario ist, dass die **Bank von Japan bei ihrer April-Sitzung auf eine Zinserhöhung verzichtet und klare Signale für eine Straffung bei der nächsten Sitzung im Juni sendet** – zwar unter dem Vorbehalt der weiteren geopolitischen Entwicklung, aber letztlich doch unmissverständlich. Spannend ist dabei, wie offen die Ohren des Yen für diese Ankündigung sind. Auf das jüngste Auspreisen des April-Schritts hatte er leicht schwächer reagiert, blieb letztlich aber Spielball der globalen USD-Story, die im Mittleren Osten erzählt wird. Wenn die BoJ dem Yen unter die Arme greifen will, was angesichts des drohenden Importpreisdrucks mehr als wünschenswert wäre, wird sie sehr deutliche Worte finden müssen. **Je mehr die Sitzung zum „hawkish hold“ wird, desto besser für den Yen.** Auf der anderen Seite stehen einem übermäßigen Schwächeanfall die latenten Interventionsdrohungen entgegen, die für USD-JPY im Bereich um 160 JPY eine solide Widerstandszone errichtet haben.

Deutliche Worte der BoJ würden dem Yen gefallen

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

Großbritannien: Bank of England steuert auf eine Zinserhöhung zu

Das Jahr 2025 endete mit einem schwachen Wirtschaftswachstum von nur 0,1% (M/M) und dieser Trend setzte sich im Januar 2026 fort. Dank einer Erholung in der Industrieproduktion und im Dienstleistungssektor verbesserte sich die monatliche Wachstumsrate im Februar auf 0,5%. Dennoch **ist die Stimmung in der Wirtschaft insgesamt schlecht.**

Die Wirtschaft ist uneinheitlich in das Jahr 2026 gestartet

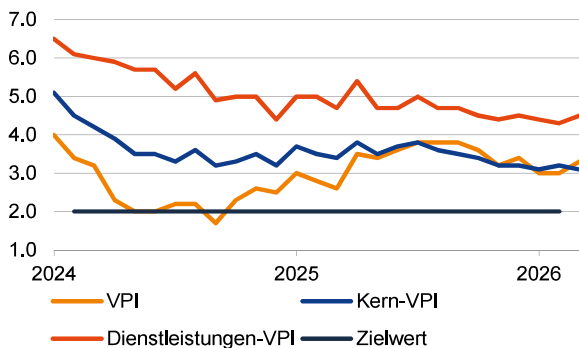
Erschwerend kommt hinzu, dass der Irankrieg die Energiepreise stark in die Höhe getrieben hat. Großbritannien fördert zwar selbst etwas Öl und Gas, ist aber Nettoimporteur, und aufgrund der strengen Umweltpolitik der Regierung wird sich daran ungeachtet des Krieges im Mittleren Osten auch nichts ändern. **Aus den Inflationsdaten für März geht hervor, dass die Gesamtinflation von 3,0% auf 3,3% (jeweils J/J) gestiegen ist, während die Kerninflation (ohne volatile Größen wie Lebensmittel und Energie) mit 3,1% nahezu unverändert blieb** (Februar: 3,2%, jeweils J/J).

Die Energiepreise sind stark gestiegen und treiben die Inflation in die Höhe

Aufgrund der Funktionsweise der britischen Energiepreisobergrenze für Haushalte sind die Auswirkungen der höheren Marktpreise noch nicht in vollem Umfang spürbar und werden die Gesamtinflation in den nächsten Monaten weiter in die Höhe treiben. Unterdessen stieg die Inflation im Dienstleistungssektor um 0,2 Prozentpunkte, die sich in den letzten zwei Jahren nur sehr langsam abgeschwächt hat und mit 4,5% (J/J) weiterhin über der 4-Prozent-Marke liegt. **Das Land hat nach wie vor ein Inflationsproblem, das nun mit einem schwachen Wirtschaftswachstum einhergeht.** Die Realwirtschaft wächst kaum, das Verbrauchervertrauen ist schwach, und der Composite-Einkaufsmanagerindex von S&P Global fiel im März auf ein Sechsmonatstief von 50,3 Punkten.

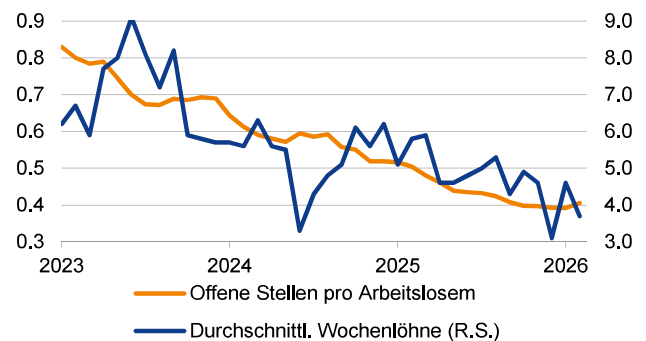
Die Wirtschaft ist alles andere als robust

Die VPI liegt seit langem über dem Zielwert, und steigende Energiepreise werden ihn noch weiter in die Höhe treiben: die BoE hat ein Problem
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt scheint sich zu verlangsamen, da sich das Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen stabilisiert
Offene Stellen pro Arbeitslosem (L.S.), Durchschnittl. Wochenlöhne in % J/J (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Vor diesem Hintergrund befindet sich die Bank of England (BoE) derzeit in einer schlechteren Lage als noch vor wenigen Monaten – damals ging man davon aus, dass der Preisdruck 2026 nachlassen würde. **Nun prognostiziert wird, dass die Gesamtinflation im Herbst mit knapp 4% (im Vergleich zum Zielwert von 2%, J/J) ihren Höchststand erreichen wird.** Ein Energiepreisschock kommt immer ungelegen, doch angesichts des aktuellen Inflationsniveaus dürfte er die BoE sehr wahrscheinlich dazu zwingen, die Geldpolitik im Sommer zu straffen. Bei Kriegsbeginn hatte der Geldmarkt noch eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte im April eingepreist, nun wird für April keine Änderung erwartet und **für Juni wird eine Straffung um 25 Basispunkte prognostiziert.** Dies erscheint vernünftig.

Die BoE steht vor einem geldpolitischen Dilemma, dürfte die Zinsen in Q2 aber um 25 Bp erhöhen

Für das Pfund sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht sehr günstig, auch wenn eine geldpolitische Straffung durch die BoE mit der Zeit für etwas Unterstützung sorgen könnte. Kurzfristig scheint das Pfund jedoch gegenüber politischen Risiken ziemlich anfällig zu sein. Premierminister Keir Starmer ist in einen selbstverschuldeten Skandal verwickelt, bei dem es um die Ernennung eines hochrangigen Labour-Politikers zum Botschafter in Washington D.C. geht. Der Botschafter wurde später aufgrund seiner Verbindungen zum amerikanischen Straftäter Jeffrey Epstein entlassen. Der Ernennungsprozess und Starmers Urteilsvermögen werden stark in Frage gestellt. Hinzu kommt, dass Anfang Mai zahlreiche Kommunalwahlen in Großbritannien stattfinden (über 5000 Sitze). **Laut Meinungsumfragen droht Starmer's Labour-Partei der Verlust von etwa 1000 ihrer derzeit 2321 Sitze.** Erweisen sich die Meinungsumfragen als richtig, könnte es aufgrund von Starmer's Führungsschwäche und mangelnden politischen Erfolgen zu einer **Führungskrise nach den Kommunalwahlen** kommen. **Viele seiner aussichtsreichsten Nachfolger dürften**

Der Ausblick für das Pfund wird durch eine schwache Konjunktur und kurzfristige politische Risiken getrübt

eine **expansivere Fiskalpolitik befürworten**. Dies sollte weder am Devisen- noch am Staatsanleihemarkt besonders positiv aufgenommen werden. Für den Rest des Quartals ist mit einer Schwäche des britischen Pfunds zu rechnen.

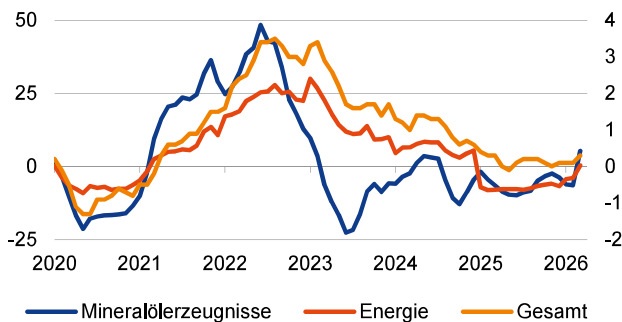
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Notenbank bekräftigt währungspolitische Aufmerksamkeit

Das Auf und Ab im Persischen Golf lässt auch den Schweizer Franken nicht kalt. **Zwischen Hoffnungen auf einen Waffenstillstand und gescheiterten Verhandlungen ist er Spielball der globalen Investorenstimmung**. Die jüngsten Rückschläge bei der Öffnung der Straße von Hormus wecken seine alten Safe-Haven-Reflexe und drücken EUR-CHF in die Nähe der Tiefs von Anfang April. Mit Notierungen um aktuell 0,9170 CHF bewegen wir uns allerdings in gesunder Distanz zu den Tiefs von Mitte März, als kurz auch Kurse unter 0,90 CHF aufgerufen wurden. Offenbar ist es der Schweizerischen Nationalbank gelungen, eine **glaubwürdige Linie in den währungspolitischen Sand zu ziehen, die einer übermäßigen und schnellen Franken-Aufwertung entgegensteht**. Ob ihr dies nur durch Verbalinterventionen geglückt ist oder durch tatsächliche Markteingriffe ist noch immer strittig. Wenn es „echte“ Interventionen waren, muss es um **heimliche, kleinvolumige Marktpflege** gegangen sein. Für umfangreiche Transaktionen fehlt es an den üblichen Indizien bei Sichteinlagen oder Währungsreserven. Auch für den Fall einer geopolitischen Verschärfung dürften Kursgewinne der Alpenwährung daher kein Selbstläufer sein.

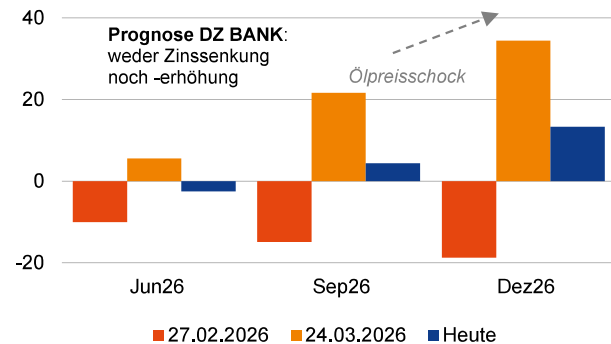
Franken-Aufwertung ist kein Selbstläufer mehr

Franken-Entwicklung fängt Energiepreisschock auf
Konsumentenpreise: Komponenten (l. S.) und gesamt (r. S.), in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Markt unterstellt SNB-Zinswende, ist aber sehr volatil
SNB-Leitzins, erwartete Änderung in Bp (per OIS)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die **SNB-Abneigung gegenüber der Franken-Stärke ist hinlänglich bekannt**. Notenbankchef Schlegel lässt kaum Interpretationsspielraum: „Angesichts des Konflikts im Mittleren Osten hat sich unsere Bereitschaft zu Interventionen am Devisenmarkt erhöht. Eine rasche und übermäßige Aufwertung des Schweizer Frankens stellt ein Risiko für die Preisstabilität dar.“ Neu ist diese Einschätzung nicht: Im Zuge der SNB-Sitzung vom März (nebst frisch veröffentlichtem Sitzungsprotokoll) war erstmals von „high alert“ zu hören und lesen. **Die jüngste Häufung der währungspolitischen Kommentare ist dagegen untypisch und aufschlussreich**. Die unterschwellige Franken-Nachfrage bleibt die größte Herausforderung für die Schweizer Geldpolitik. Auf den ersten Blick könnten die wechselkursbedingt niedrigeren Importpreise zwar wünschenswert wirken, da sie den erhöhten Energiekosten entgegen-

Spekulationen auf Zinserhöhung im Dezember deplatziert

wirken. Allerdings handelt es sich hier nicht um ein Nullsummenspiel, in dem sich fester Franken und teure Energie neutralisieren. Die Konsumentenpreise für März ließen bereits ahnen, dass der **Ölpreisschock für die Schweiz im globalen Vergleich unterproportional** ausfallen dürfte. Die Inflation hat sich zwar auf den höchsten Stand seit einem Jahr beschleunigt, allerdings suggeriert „beschleunigt“ bei einer Jahresrate von 0,3% ein falsches Bild der Dynamik (Februar: 0,1%, J/J). Auch wenn wir für 2026 mit insgesamt höheren Inflationsraten rechnen als noch vor Kriegsausbruch, halten wir die **Marktspekulationen auf eine SNB-Zinserhöhung im Dezember für deplatziert**. Anders als die EZB dürften die Schweizer Währungshüter angesichts der **Franken-Stärke, der deflationären Grundströmungen in der Wirtschaft und der fehlenden Indizien für signifikante Zweitrundeneffekte keinen Anlass für proaktives Handeln sehen**.

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

Australien & Neuseeland: Für nächste Leitzinserhöhungen besteht keine Eile

Anfang April rief Premierminister Albanese in einer seltenen Rede an die Nation die Australier dazu auf, Kraftstoff zu sparen und nach Möglichkeit öffentliche Verkehrsmittel zu benutzen. Erste **Treibstoffengpässe zeigten sich bereits Ende März**, als hunderte Tankstellen im ganzen Land keinen Kraftstoff mehr hatten. Aufgrund rückläufiger heimischer Raffineriekapazitäten seit 2013 importiert Australien mittlerweile etwa 90% seines Benzins, Diesels und Kerosins. Problematisch ist dabei, dass ein Großteil der Kraftstoffe aus Ländern wie Südkorea und China stammt, die wiederum stark von Rohölimporten aus dem Persischen Golf abhängig sind – und diese Länder bereits Exporteinschränkungen bzw. -verbote verhängt haben. Die **Energiekrise offenbart sich bekanntlich aber auch in den global höheren Ölpreisen**, denen die **australische Regierung mit einem umfangreichen Maßnahmenpaket** begegnen will: So plant die Regierung, angesichts der gestiegenen Energiekosten nicht nur **zinslose Kredite in Höhe von 1 Mrd. AUD für systemrelevante Unternehmen** zur Verfügung zu stellen, sondern hat bereits eine **erhebliche Senkung der Kraftstoffsteuer in Höhe von rund 0,32 AUD pro Liter für die kommenden drei Monate** beschlossen.

Die **Steuersenkungen dürften zwar auf kurze Sicht den Anstieg der Gesamtinflation rate etwas dämpfen, dennoch rechnen wir in den kommenden Monaten mit Teuerungsrate von über 4% (J/J)**, was deutlich über dem Inflationszielband der australischen Notenbank (RBA) von 1-3% liegt. Ungeachtet der staatlichen Maßnahmen dürfte die von der RBA beobachtete Trimmed-Mean-Inflation, die aktuell bei 3,3% (J/J) liegt, angesichts der soliden Verfassung der australischen Wirtschaft (bzw. des australischen Arbeitsmarktes) steigen. Forderungen nach hohen Lohnsteigerungen von 5% durch Australiens größten Gewerkschaftsverband bergen die **Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale** (Lohnwachstumsraten von über 4% (J/J) sind gemäß RBA nicht mit der Erreichung des Inflationsziels vereinbar). Zu all dem kommt für die RBA noch erschwerend hinzu, dass die **kurzfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher mit 7,3% (J/J) zuletzt so hoch waren wie nie zuvor**. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die australische Notenbank nach zuletzt zwei Zinserhöhungen in Folge in den kommenden Monaten erneut an der Zinsschraube drehen wird. Die marktseitigen Zinserhöhungsfantasien – die Cash Rate Futures preisen bis Jahresende mit aktuell rund 50 Basispunkten mehr als zwei Zinsschritte vollständig ein – sind unseres Erachtens jedoch übertrieben. **RBA-Vizepräsident Chris Kent warnte** in einer Rede Ende März **vor einer Ausuferung**

Treibstoffengpässe angesichts Exporteinschränkungen von Handelspartnern

Australische Regierung versucht Energiekrise mit umfangreichen Maßnahmenpaket zu begegnen

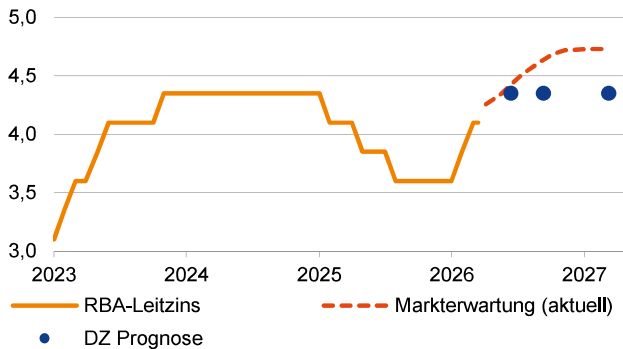
Senkung der Kraftstoffsteuer wird Inflationsanstieg über 4% (J/J) kaum verhindern können

Hohe Lohnsteigerungen würden Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale bergen

RBA dürfte nochmals ihren Leitzins erhöhen, damit langfristige Inflationserwartungen verankert bleiben

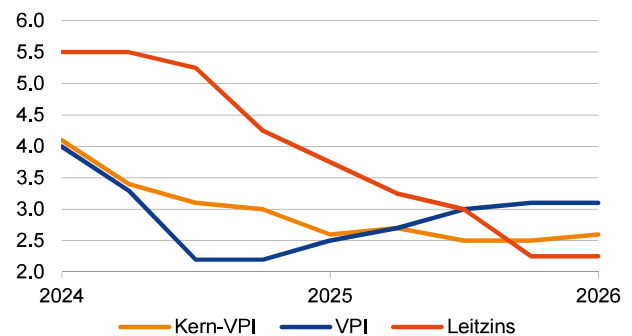
der längerfristigen Inflationserwartungen und davor, dass der Ölpreisschock den kurzfristigen neutralen Leitzins nach oben treiben und „eine restriktivere geldpolitische Haltung erforderlich machen“ könnte.

AU: Marktseitige Zinserhöhungserwartungen sind unseres Erachtens zu aggressiv
Leitzins und Markterwartung (abgeleitet aus Cash Rate Futures) je in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Obwohl die Gesamtinflation im ersten Quartal unverändert bei 3,1% lag, befindet sich die Kerninflation weiterhin im Zielkorridor der RBNZ
In %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der australische Dollar geriet angesichts der **Eintrübung des globalen Risikosentiments in der zweiten Märzhälfte** gegenüber Euro und US-Dollar **unter Abgabedruck, bevor die (fragile) Waffenruhe im Mittleren Osten für Kursgewinne sorgte**. Auch wenn der Ölpreisschock insbesondere das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und somit den Konsum auf kurze Sicht belasten dürfte, sollte Australien als Nettoexporteur von Energie – trotz seiner Abhängigkeit von Kraftstoffimporten – von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren. Insgesamt rechnen wir für **2026** nach wie vor mit einem **soliden Wirtschaftswachstum von 2,3% (J/J)** in „Down Under“, wovon der australische Dollar mittel- und längerfristig profitieren dürfte.

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

+3M: AUD bleibt zunächst Spielball des globalen Risikosentiments

+6M/+12M: AUD sollte vom soliden Wirtschaftswachstum in „Down Under“ profitieren

In **Neuseeland** dürften die Inflationsdaten für das erste Quartal 2026 in den kommenden Monaten einen entscheidenden Einfluss auf die Geldpolitik haben. **Die Gesamtinflationsrate blieb mit 3,1% im Jahresvergleich zwar stabil** (knapp über der Obergrenze des Zielkorridors von 1–3%), die Kerninflationsrate stieg jedoch leicht von 2,5% auf 2,6% an (jeweils J/J). Dies deutet darauf hin, dass es im Land ohne Berücksichtigung von Nahrungsmitteln und Energie **kein nennenswertes Inflationsproblem** gibt. Für die Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) besteht somit unserer Ansicht nach bis zur zweiten Jahreshälfte kein dringender Bedarf, die Geldpolitik zu straffen. Wir rechnen erst im September und Dezember mit Leitzinsanhebungen um jeweils 25 Bp. Zu beachten ist zudem, dass sich **die Konjunktur im vierten Quartal 2025 gegenüber dem dritten Quartal deutlich verlangsamt hat**. Hinzu kommt die Arbeitslosenquote, die seit vier Jahren einen Aufwärtstrend verzeichnet sowie Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes und das Verbrauchervertrauen, die in den ersten drei Monaten des Jahres 2026 durchweg schwächere Werte aufwiesen. Kurz gesagt: **Eine zu hohe Nachfrage, die zu Inflation führt, ist in Neuseeland vorerst kein Thema**.

Inflation ist weiter keine grosse Sorge

Leitzinserhöhung ab Q3 erwartet

Nach einer Schwächephase zu Beginn des US-Iran-Konflikts konnte der NZD etwa die Hälfte seiner Verluste gegenüber dem US-Dollar und dem Euro wieder

Ausblick für Kiwi-Dollar weitgehend seitwärts

wettmachen. Obwohl davon auszugehen ist, dass die RBNZ ihre Geldpolitik in naher Zukunft nicht straffen wird, und auch die Unsicherheit bezüglich der Lage im Mittleren Osten erheblich bleibt, erwarten wir dennoch sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar eine weitgehend seitwärtsorientierte NZD-Entwicklung.

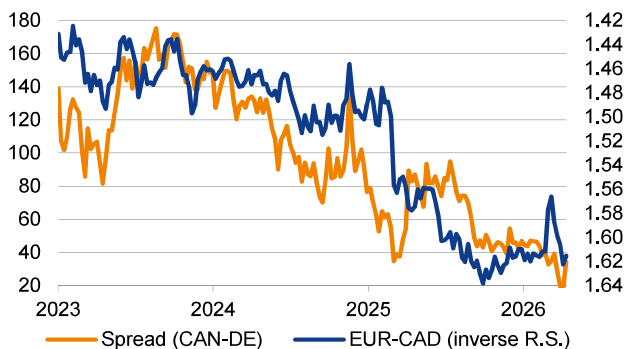
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Kanada: Zwischen zwei Stühlen

Obwohl Kanada über reichlich Vorkommen vieler wichtiger Rohstoffe verfügt und ein bedeutender Öl- und Gasproduzent ist, hatte dies seit Präsident Trumps Entscheidung, Krieg gegen den Iran zu führen, keinen nennenswerten und anhaltend positiven Einfluss auf den Kurs des kanadischen Dollars gegenüber dem Euro (bzw. dem US-Dollar). **Vielmehr scheinen Zinsunterschiede für die Wechselkursentwicklung mittelfristig eine wesentlich größere Rolle zu spielen** – wie aus den nachstehenden Grafiken ersichtlich ist. Die kanadische Währung konnte weder nennenswert von dem Aaa/AAA/AA+-Rating des Landes profitieren, das sie in den Augen einiger Anleger zu einem besseren sicheren Hafen gemacht hätte als weniger hoch bewertete US-Staatsanleihen, noch konnte sie sich gegenüber dem Euro behaupten, obwohl sich die Eurozone als großer Öl- und Gasimporteur in einer weitaus schlechteren Lage befindet.

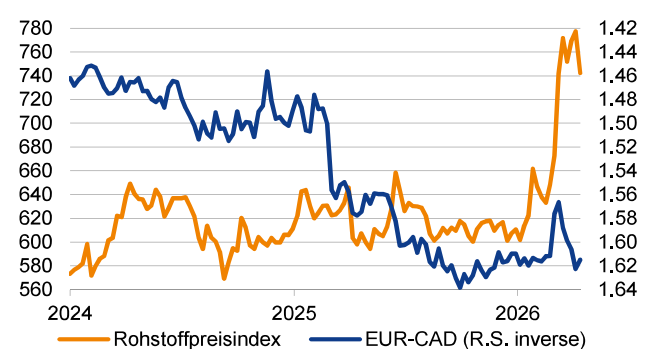
Die Anleger haben Kanadas Stärke im Öl- und Gassektor bis zu einem gewissen Grad außer Acht gelassen

Der Zinsunterschied zwischen 2-jährigen kanadischen und deutschen Staatsanleihen ist ein wichtiger Treiber für das Devisenmarktgeschehen
Spread in Bp (L.S.); EUR-CAD (R.S. inverse)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Trotz Kanadas Reichtums an Bodenschätzen haben steigende Rohstoffpreise dem Loonie zuletzt kaum geholfen
Rohstoffpreisindex in Punkten (L.S.); EUR-CAD (R.S. inverse)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die Wirtschaftsleistung insgesamt angeht, so war das monatliche BIP-Wachstum im Januar mit 0,6% (J/J) das niedrigste seit der durch die Coronapandemie ausgelösten Rezession im Jahr 2021. **Sowohl die Binnenwirtschaft als auch der Außenhandel zeigt Anzeichen von Schwäche.** So sind die Einzelhandelsumsätze seit über sechs Monaten rückläufig und die Exporte in die USA sind gegenüber dem Niveau von vor der Einführung von Zöllen durch Trump um mehr als 10% zurückgegangen. Dennoch **ist zu erwarten, dass die liberale Regierung, die dank drei gewonnenen Nachwahlen über eine (knappe) Mehrheit im Parlament verfügt, eine klarere und entschlosseneren Finanzpolitik verfolgen wird.** Viele Marktteilnehmer hoffen auf wirtschaftsfreundlichere Maßnahmen, die der Konjunktur neuen Schwung verleihen.

Die Wirtschaft ist nicht in bester Verfassung

Die liberale Regierung verfügt nun über eine Mehrheit, was eine expansivere Finanzpolitik ermöglicht

Die Bank of Canada (BoC) ist zweifellos erleichtert, dass die Inflation seit mehr als zwölf Monaten innerhalb ihres Zielkorridors von 1 bis 3% liegt (Im März auf 2,4% von zuvor 1,8% (jeweils J/J) gestiegen). Allerdings gefährdet der durch den Irankrieg verursachte starke Anstieg der Energiepreise die Einhaltung des von der BoC angestrebten Inflationsziels. Derzeit besteht für die BoC noch keine dringende Notwendigkeit, die Geldpolitik zu straffen, aber **in der zweiten Jahreshälfte ist mit einer moderaten Zinserhöhung zur Eindämmung des Inflationsdrucks zu rechnen.**

Die BoC hat die Inflation unter Kontrolle und kann sich daher mit Zinserhöhungen noch Zeit lassen

Für den kanadischen Dollar wird ein leichter Anstieg gegenüber dem US-Dollar erwartet, was in erster Linie auf eine Verbesserung der Zinsdifferenz zurückzuführen ist, da die BoC ihre Geldpolitik strafft, während die Fed die Zinsen unverändert lässt. Was das Währungspaar EUR-CAD betrifft, so dürften beide Zentralbanken – trotz der schwächelnden Realwirtschaft – die geldpolitischen Zügel im Verlauf des Jahres 2026 anziehen. Daher dürfte sich der Kurs bis in den Herbst hinein um die Marke von 1,60 CAD bewegen.

Gemischter Ausblick für den Loonie in den kommenden Monaten

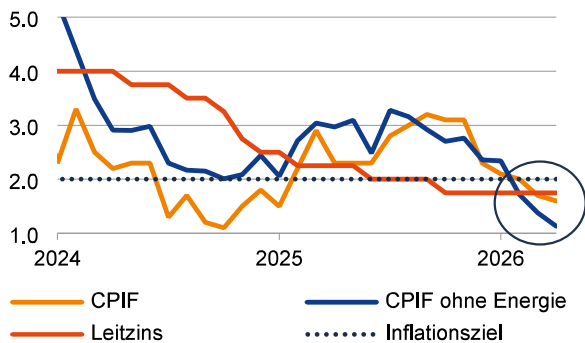
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Skandinavien: Im Bann des Iran-Kriegs

Schweden hat bisher eine positive Inflationsdynamik gezeigt, die Raum lässt für eine lockere Geldpolitik. So sank der CPIF (Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz) im März auf 1,6% (J/J). Die kurzfristigen CPIF-Inflationserwartungen des Marktes fielen im März mit 1,5% unter das Inflationsziel von 2%, was teilweise auf die Senkung der Lebensmittel-Mehrwertsteuer und teilweise auf die überraschend niedrige Inflation zu Jahresbeginn zurückzuführen ist. Die höheren Energiepreise haben im April zu einem moderaten Anstieg der einjährigen Inflationserwartungen auf 1,7% geführt. Auch die längerfristigen Inflationserwartungen liegen mit 2,1% (zwei Jahre) und 2,2% (fünf Jahre) im Wohlfühlbereich der Riksbank. Allerdings hat die Energiekrise die Risiken für das schwedische Wachstum erhöht – sowohl durch eine Beeinträchtigung der europäischen Wirtschaft, die rund 60% der schwedischen Exporte aufnimmt, als auch durch die Sorgen der Haushalte um ihre eigenen Finanzen. Wir haben unsere Prognose für das BIP-Wachstum Schwedens im Jahr 2026 aufgrund der Auswirkungen des Iran-Kriegs um 0,2 Prozentpunkte auf 2,2% gesenkt.

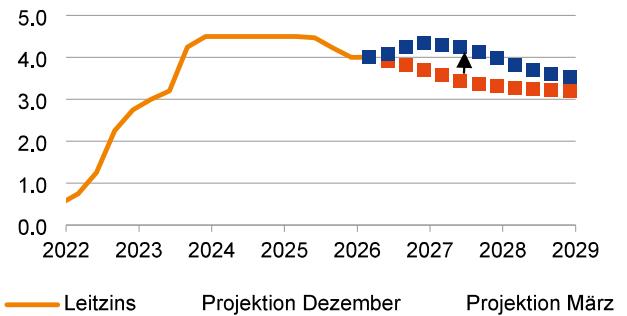
Inflation und Inflationserwartungen im Wohlfühlbereich der Riksbank

Schweden: Inflation unterschreitet Zielwert erneut
in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprojektionen der Norges Bank wieder aufwärts gerichtet
in %



Quelle: Norges Bank

Die Hauptrisiken für unsere Einschätzung zu Schweden hängen mit dem Konflikt im Mittleren Osten und dessen Auswirkungen auf Energiepreise, Wachstum und Zinssätze zusammen. **Wir gehen davon aus, dass die Regierung Unterstützungsmaßnahmen zur Senkung der Kosten für Kraftstoffe ergreifen wird, und erwarten, dass die Riksbank ihre Geldpolitik vorerst unverändert beibehalten wird.** Sollten sich die Folgen des Iran-Kriegs jedoch als schwerwiegender erweisen, würde die Inflation deutlicher anziehen und das Wachstum stärker leiden, dürften die Regierung sowie die Riksbank entschlossener handeln.

Wir erwarten vorerst keine Änderung der Geldpolitik...

...allerdings hängt viel von der weiteren Entwicklung im Mittleren Osten ab

Auf ihrer Sitzung Ende März hat die Norges Bank eine Kehrtwende hingelegt. Sprach sie im Januar noch davon, einmal im Jahr den Leitzins zu senken, ohne dabei in Eile zu sein, **hat der Iran-Krieg zu einem Meinungsumschwung bei den Notenbankern geführt.** Sie stellten trotz des unverändert belassenen Leitzinses von 4% fest: Es dürfte angebracht sein, den Leitzins bei einer der nächsten geldpolitischen Sitzungen anzuheben. Der Ausschuss hob hervor, dass es in erster Linie um die Inflation geht, die seit mehreren Jahren über dem Zielwert liegt. Sie ist trotz der jüngsten Aufwärtsrevision der Währungshüter höher als prognostiziert ausgefallen: im März lag die allgemeine Inflationsrate bei 3,6% gegenüber dem Vorjahr, die Kernrate bei 3,0%. Der Krieg im Mittleren Osten hat die Energiepreise nach oben katapultiert und die Disinflation beendet. Höhere Energiepreise werden laut Norges Bank wahrscheinlich das weltweite Wachstum dämpfen und die Inflation sowohl im Ausland als auch in Norwegen in die Höhe treiben. Deshalb ist der Notenbankausschuss der Ansicht, dass eine restriktivere Geldpolitik notwendig ist, um die Inflation innerhalb eines angemessenen Zeitraums wieder auf das Zielniveau von 2% zu bringen. Allerdings ist die Unsicherheit hinsichtlich der Öl- und Gaspreise außergewöhnlich hoch. Deshalb hat die Norges Bank auch nicht sofort den Leitzins angehoben, sondern signalisiert dies für eine der nächsten Sitzungen. Ihren Leitzinspfad hat sie entsprechend angepasst; dieser signalisiert jetzt einen Zinsschritt im Juni. Je nach Entwicklung der Wirtschafts- und Inflationsaussichten könnte der Leitzins in der zweiten Jahreshälfte noch weiter angehoben werden. **Angesichts der sprudelnden Einnahmen durch die Öl- und Gasexporte und in Erwartung anhaltend erhöhter Energiepreise sollte Norwegens Krone gut unterstützt bleiben.** Entspannt sich die Lage im Mittleren Osten, kann es auch schnell wieder zu Korrekturen kommen. **Aufgrund dessen werden die weiteren Entwicklungen im Iran-Krieg und im Ölpreis kurzfristig die Haupttreiber der Krone bleiben,** während Zinsdifferenzen derzeit am Devisenmarkt eine untergeordnete Rolle spielen.

Kehrtwende bei der Norges Bank

Krone profitiert von hohen Öl- und Gaspreisen

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Die CE3-Währungen haut so leicht nichts um

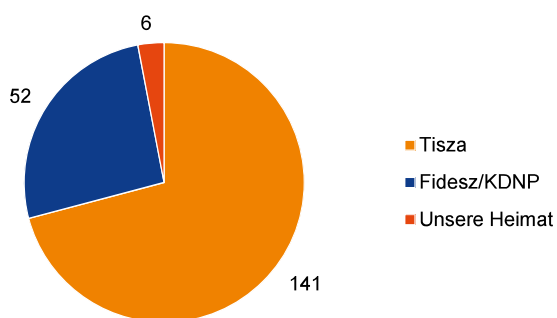
Auch dieser Tage wird das Geschehen der CE3-Währungen maßgeblich durch die Ereignisse rund um den Persischen Golf und damit verbunden der globalen Risikostimmung des Marktes geprägt. Allerdings zeigten sich Zloty und Co. zuletzt von geopolitischen Rückschlägen spürbar weniger verunsichert als noch zu Beginn des Iran-Kriegs Ende Februar. Dies deutet zum einen auf einen gewissen marktseitigen Gewöhnungseffekt hin. Zum anderen scheint der Markt ungeachtet temporärer Rückschläge weiterhin eine baldige Verhandlungslösung für die wahrscheinlichste Option zu halten.

Geopolitischer Einfluss wurde zuletzt geringer

Was den Forint betrifft, so beeinflusst ihn neben den geopolitischen Vorgaben derzeit vor allem das Ergebnis der ungarischen Parlamentswahl. Konkret ließ ihn der politische Machtwechsel, der nach 16 Jahren Fidesz-Regierung mit dem überragenden Sieg der pro-europäischen Oppositionspartei Tizsa (Respekt- und Freiheitspartei) einhergeht, gegenüber dem Euro zeitweise auf den höchsten Stand seit Anfang 2022 klettern. Zuversicht verleiht dem Forint hierbei zum einen die Tatsache, dass Tizsa die für Verfassungsänderungen notwendige Zweidrittelmehrheit erreicht hat, was ihr die angekündigten Reformen in der Justiz sowie den Medien leichter machen sollte. Zudem dürfte der Regierungswechsel reibungsloser als von einigen Beobachtern im Vorfeld befürchtet verlaufen, nachdem Ministerpräsident Orbán seine politische Niederlage zeitnah eingeräumt hat. Darüber hinaus profitiert der Forint von der mit einer EU-freundlicheren Regierung einhergehenden Aussicht auf die Auszahlung der eingefrorenen EU-Gelder, welche der ungarischen Wirtschaft einen Wachstumsimpuls verleihen dürften.

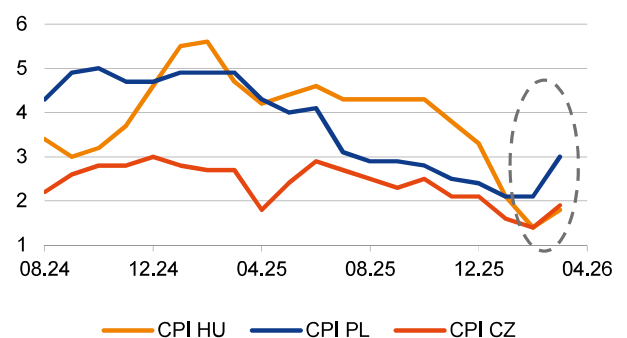
Politischer Machtwechsel verleiht dem Forint Flügel

Tizsa erreicht für Verfassungsänderung notwendige Zweidrittelmehrheit
Neue Sitzverteilung Parlament Ungarn



Quelle: <https://vtr.valasztas.hu/ogy2026>, DZ BANK

Geopolitisch bedingter Preisschock trifft auf solide CE3-Inflationsraten
Alle nationalen Inflationswerte (Gesamtraten) in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mit Blick auf die kommenden Wochen sollten auf globaler Ebene weiterhin die geopolitischen Entwicklungen rund um den Persischen Golf das Geschehen der CE3-Währungen mit beeinflussen. National verdienen im aktuellen Umfeld besonders die Inflationszahlen für April Beachtung. Alles andere als ein weiter zunehmender Preisdruck wäre im aktuellen Umfeld eine Überraschung. Steigt die Inflation weiter, könnten marktseitig verstärkt Leitzinserhöhungserwartungen die Runde machen. Angesichts des in allen CE3-Staaten noch (relativ) restriktiven Leitzinsniveaus, der soliden Entwicklung der dortigen Währungen (Stichwort: Schutz vor importierter Inflation) sowie unserer Einschätzung, dass die geopolitischen Spannungen zur Jahresmitte nachgelassen haben sollten, halten wir an unserer Einschätzung

Geopolitik und Inflationszahlen für April im Fokus

auf Sicht von drei Monaten unveränderter Leitzinsen fest. Hinzu kommt, dass der geopolitisch bedingte Preisschock die dortigen Inflationsraten auf soliden Niveaus trifft. So bewegen sich doch die Teuerungsraten (Gesamtrate) sowohl in Ungarn als auch in Tschechien im Vorjahresvergleich derzeit knapp unter der 2%-Marke und damit zum Teil deutlich unterhalb des Inflationsziels der dortigen Notenbanken (CNB: 2%, MNB: 3%, jeweils J/J). In Polen ist die Inflation zwar im März bereits auf 3% (J/J) und damit etwas über das Ziel der Währungshüter in Warschau (2,5%, J/J) gestiegen. Allerdings bewegt sich die polnische Inflation damit immer noch im oberen Inflationszielbereich der Notenbank, der zwischen 1,5% und 3,5% (jeweils J/J) liegt. Zudem ist hierbei anzumerken, dass der polnische Notenbankchef Glapinski derzeit keine Notwendigkeit für Leitzinsanhebungen sieht. So schätzt er doch den Inflationsschock aufgrund des Iran-Kriegs geringer ein als den infolge des Ukraine-Kriegs 2022.

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

Türkei & Südafrika: Notenbanken müssen auf Sicht fahren

Die türkische Zentralbank (TCMB) hat den Leitzins bei ihrer April-Sitzung wie allgemein erwartet unverändert bei 37% belassen. Ursächlich dafür waren in erster Linie die mit dem Iran-Krieg einhergehenden steigenden Inflationsrisiken. So hob die TCMB in ihrer geldpolitischen Erklärung auch hervor, dass sie die Aufwärtsgefahren für die Teuerung weiterhin sehr aufmerksam beobachten wird. Zudem signalisierte die Zentralbank, dass sie mit einem im April zunehmenden Preisdruck rechnet. Die entsprechenden Inflationszahlen werden am 4. Mai veröffentlicht. Der Energiepreis- bedingte Preisschock trifft die Türkei in einer ohnehin immer noch schwierigen Inflationssituation. Zwar ist die dortige Teuerung im März stärker als marktseitig erwartet auf 30,87% (J/J) zurückgekommen. Allerdings ist sie immer noch sehr weit von dem Inflationsziel der türkischen Notenbank von 5% (J/J) entfernt. Erschwerend kommt hinzu, dass zuletzt die von der TCMB ermittelten Inflationserwartungen verschiedener Finanzmarktexperten für die kommenden zwölf Monate weiter auf 23,39% (J/J) und damit auf den höchsten Stand seit November 2025 gestiegen sind.

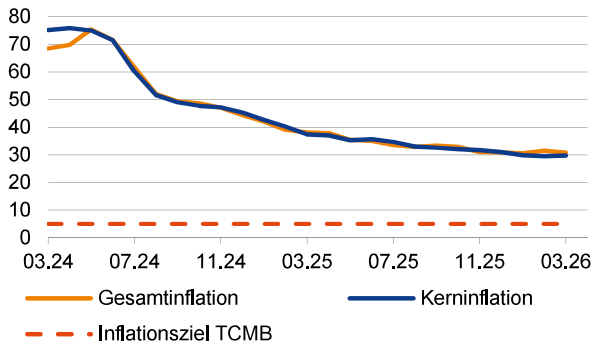
TCMB tastet Leitzins nicht an

Finanzminister Simsek und Zentralbankgouverneur Karahan erklärten indes am Rande der Frühjahrstagung des Internationalen Währungsfonds gegenüber Investoren, dass die Folgen des Iran-Kriegs das türkische Wachstum wahrscheinlich belasten und den Preisdruck kurzfristig erhöhen werden. Für die TCMB ein alles andere als einfaches Umfeld. **Wir bekräftigen vor diesem Hintergrund unsere Einschätzung eines auf Sicht von drei Monaten unveränderten Leitzinsniveaus.** Dass wir ungeachtet des zumindest vorübergehend zunehmenden Preisdrucks und der aus geldpolitischer Sicht viel zu hohen Inflation von keiner offiziellen Leitzinsanhebung ausgehen, ist neben den sich eintrübenden konjunkturellen Aussichten auch der Sorge vor einem erneuten Eingreifen von Staatspräsident Erdogan in die Geldpolitik des Landes geschuldet. Daher verwundert es auch kaum, dass die TCMB im März eine „versteckte“ Leitzinsanhebung vorgenommen hat, indem sie die Finanzierung für Kreditinstitute auf den teureren Tagesgeldsatz von 40 % umgestellt hat. Dieser Zinssatz blieb zuletzt unverändert. Was die türkische Lira betrifft, so zeigte sie sich von der jüngsten Leitzinsentscheidung und dem „hawkishen“ Begleitkommentar unbeeindruckt. **Vielmehr setzt die türkische Landeswährung ihre gegenüber dem US-Dollar eingeschlagene (von der TCMB kontrollierte) Abwärtsbewegung unvermindert fort.**

Türkische Notenbank in schwierigem geldpolitischem Fahrwasser

Türkei: Energiepreisschock trifft auf ohnehin angespannte Inflationssituation

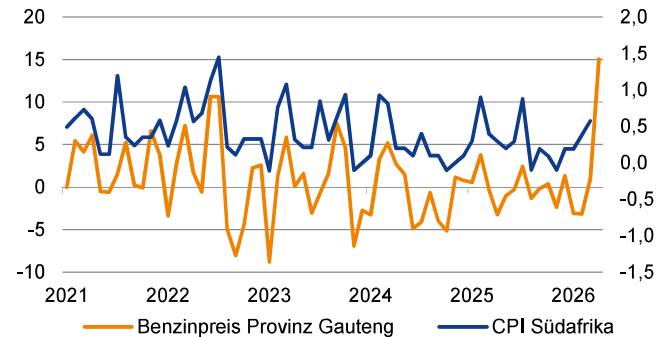
Alle türkischen Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Südafrika: Benzinpreisschub im April

in % M/M; LS: Benzinpreis, RS: CPI gesamt



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die ersten harten Wirtschaftsdaten aus Südafrika für dieses Jahr zeigten kein einheitliches Bild. Die Industrieproduktion im Verarbeitenden Gewerbe lag im Januar und Februar um 1,0% unter dem Durchschnitt des vierten Quartals 2025, während im wichtigen Bergbau für den gleichen Zeitraum ein Plus von 1,5% zu Buche steht. Alles jedoch Zahlen von vor Beginn des Krieges am Persischen Golf und dem damit verbundenen scharfen Anstieg der Energiepreise. Aufgrund der fiskalischen Beschränkungen sieht sich Südafrika nicht in der Lage, die Preise an den Zapfsäulen nachhaltig zu dämpfen. In den Verbraucherpreiszahlen wird dies allerdings erst im April voll sichtbar werden. Im März legte die Inflationsrate nur geringfügig auf 3,1% von zuvor 3,0% (jeweils J/J) zu und auch in der Kernrate blieb der Preisauftrieb moderat. Im April stiegen die Benzinpreise dann aber um rund 15% (M/M) und die Dieselpreise sogar um knapp 40% (M/M). Dies wird die Inflationszahlen deutlich nach oben treiben. **Die Notenbank erwartet im zweiten Quartal Jahresraten von über 4%**, was auch die Kaufkraft ab dem zweiten Quartal merklich belasten sollte. Im Januar und Februar hatten die Einzelhandelsumsätze noch ein reales Plus von 0,3% gegenüber dem Schlussquartal verzeichnen können. Alles hängt damit auch in Südafrika von der Dauer des Konfliktes am Persischen Golf ab. Bis zur nächsten Zinsentscheidung der South African Reserve Bank Ende Mai kann sich hier noch einiges verändern. **Nach den jüngsten, eher scharfen Formulierungen von Notenbankgouverneur Kganyago muss jedoch davon ausgegangen werden, dass die Notenbank Vorsicht walten lässt** und ihren Leitzins anheben wird. In unserem Hauptszenario eines zwar noch hohen, aber zumindest langsam abflachenden Ölpreises dürfte dies ausreichen, die Märkte zu beruhigen, sodass keine weiteren Schritte nach oben erforderlich sein sollten. Mit Blick auf das kommende Jahr dürfte dann diese Episode weitgehend bewältigt worden sein und es ist auch wieder eine kleine Zinssenkung möglich. Die Abhängigkeit Südafrikas von Öllieferungen aus der Golfregion und der schwächere Goldpreis sorgten dafür, dass der **Rand die seit Kriegsbeginn schwächste Währung** war. Mit weiteren Belastungen von dieser Seite rechnen wir zwar nicht, eine **markante Erholung dürfte aber auch ausbleiben**, da das wacklige Regierungsbündnis ein Gegengewicht bilden sollte.

Deutlicher Preisschub wird in Südafrika erst in den Aprilzahlen sichtbar

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

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

China: Peking hält den Yuan an der kurzen Leine

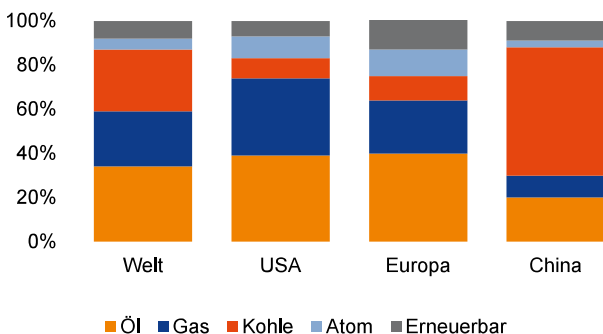
Einmal mehr wartet China mit bemerkenswert robusten Wachstumszahlen auf, allen Widrigkeiten zum Trotz. **Im Quartalsvergleich legte das Wirtschaftswachstum leicht von 1,2% in Q4 2025 auf 1,3% in Q1 2026 zu (Q/Q).** Für die Vorjahresrate wird ebenfalls eine Fünf vor dem Komma gemeldet, eine deutliche Beschleunigung gegenüber dem abgeschwächten Wachstum von 4,5% (J/J) im Schlussquartal 2025. Der Außenhandel erwies sich erneut als wichtigste Wachstumssäule, wobei allerdings die **Exportwirtschaft zum Jahresbeginn wesentlich von saisonalen Effekten des relativ späten Neujahrsfestes profitierte.**

Chinas Wirtschaft in Q1 solide, aber Abkühlung naht

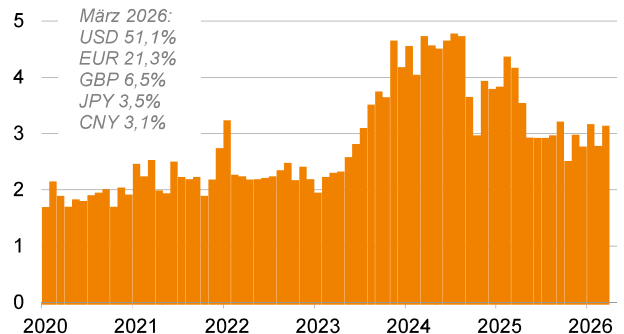
Der Ausbruch des Iran-Kriegs hat im März erste Spuren in der Handelsbilanz hinterlassen. Chinas Energieimporte haben sich mit dem deutlichen Preisanstieg stark verteuert und die Einfuhren aufgebläht. Gleichzeitig hat Peking die Ausfuhr von weiterverarbeiteten Energieprodukten beschränkt, um die eigene Versorgung zu sichern, womit die Exporte gedrosselt wurden. Der weitere Ausblick für Chinas Exportkonjunktur hat sich vor dem Hintergrund der aktuellen Energiekrise ebenfalls eingetrübt. **Die absehbar deutlich schwächere Nachfrage auf den wichtigen Absatzmärkten in Asien und Europa dürfte Chinas Exporterfolge bremsen.** Insgesamt dürfte die chinesische Wirtschaft von den Folgen des Iran-Kriegs jedoch weniger stark getroffen werden als andere Volkswirtschaften in Asien, die stark von den Energielieferungen aus der Golfregion abhängig sind. **China ist zwar der größte Abnehmer von den Öl- und Gasexporten der Golfstaaten, ist aber in seinem Energiemix immer noch sehr stark auf Kohle konzentriert, die zu etwa 90% aus eigenem Abbau stammt.** Außerdem erhält China zu einem wesentlichen Teil **Öl und Gas aus Russland** und hat **hohe strategische Reserven angelegt.** Mit dem robusten Ergebnis vom ersten Quartal hat die chinesische Wirtschaft eine gute Grundlage für ein solides Wachstum im Gesamtjahr 2026 gelegt, auch wenn die Wachstumsraten im weiteren Jahresverlauf wohl wieder deutlich nachgeben werden. Wir haben unsere Wachstumsprognose für China – anders als für die meisten anderen Volkswirtschaften unserer Coverage – aufgrund der Folgen des Iran-Kriegs nicht abgesenkt, sondern haben den ohnehin vergleichsweise vorsichtigen **Wachstumsausblick von 4,3% für dieses und 4,0% für das kommende Jahr** beibehalten. Unsere generell zurückhaltende Einschätzung hängt insbesondere mit der anhaltenden Schwäche der Binnennachfrage in China als Folge der anhaltenden Krise im Immobiliensektor zusammen, für die es auch mit der aktuellen Datenveröffentlichung immer noch keine Lichtblicke gibt.

Iran-Krieg belastet – China aber weniger abhängig von Energielieferungen vom Golf

Chinas Energie-Mix federt Folgen des Iran-Kriegs ab
Energieverbrauch, Anteile in %



Chinas Aufstieg zur Weltleitwährung ist langwierig, könnte aber durch den Iran-Krieg neue Dynamik erhalten
CNY-Anteil an SWIFT-Zahlungen (MT 103, MT 202), in %



Quelle: IEA, DZ BANK

Quelle: SWIFT, DZ BANK

Nicht nur Chinas Wachstumserfolge, auch die Kursentwicklung des Yuan ist angesichts der geopolitischen Spannungen bemerkenswert, aber vermutlich kaum natürlichen Ursprungs. Während die meisten anderen Währungen gegenüber dem US-Dollar mit dem Auf und Ab der Friedensverhandlungen steigen und fallen, ist **USD-CNY seit drei Wochen wie eingefroren bei Kursen um 6,83 CNY und widersetzt sich damit der globalen USD-Stärke**. Peking dürfte mit seinen täglichen CNY-Fixings und dank entsprechender Geschäfte der Staatsbanken für diese **demonstrative Stabilität** gesorgt haben. **Nicht nur aus ökonomischen Überlegungen, sondern mutmaßlich auch aus Reputationsgründen, und um eine alternative Safe-Haven-Währung zu etablieren**. Im Zusammenhang mit dem angestrebten Aufstieg zur Weltleitwährung fällt derzeit häufig das Schlagwort des Petro-Yuan. Die These ist, dass China (und andere asiatische Länder) ihre **Öl- und Gasimporte künftig verstärkt mit Yuan statt dem bisher dominierenden US-Dollar** bezahlen. Grundsätzlich handelt es dabei um eine übergeordnete, langfristige Entwicklung, von der wir in den letzten Wochen allerdings Ausläufer zu spüren bekommen haben könnten. **Solange die Ölimporte aus dem Mittleren Osten ausfallen, ist der Handel mit Russland die naheliegende Alternative** für Länder, die es mit den Sanktionen nicht ganz so genau nehmen. Russland wiederum akzeptiert keine USD-Zahlungen, sondern bevorzugt Yuan – **womit sich (neben der überraschend soliden Konjunktur und möglichen Safe-Haven-Überlegungen für asiatische Investoren) eine neue Quelle für Yuan-Nachfrage in USD-CNY erschließt**.

Monika Boven, ECONOMIST, +49 (0)69 7447 3634
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Peking will Yuan als Safe-Haven- und Petro-Währung aufbauen

Brasilien & Mexiko: Politik will Energiepreisschub abschirmen

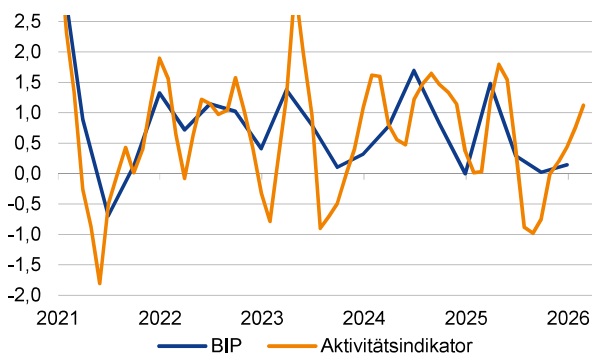
Die brasilianischen Preiszahlen für den März zeigten einen ersten energiepreisbedingten Schub und die Inflationsrate stieg auf 4,1% (J/J) nach zuvor 3,8% (J/J). **Damit wirkten die preisdämpfenden Maßnahmen der Regierung nur teilweise**. Aus Sicht der Notenbank dürfte aber erfreulich gewesen sein, dass die fünf wichtigsten Indikatoren für den Preisaufrtrieb sich leicht auf durchschnittlich 4,4% (J/J) entspannt haben, dem niedrigsten Wert seit Ende 2024. Allerdings dürfte der kräftige Sprung beim Dieselpreis über die erhöhten Transportkosten zügig auf die gesamte Produktpalette ausstrahlen, sodass auch die Kernrate wieder steigen sollte. Für die anstehende Zinsentscheidung der Banco Central do Brasil ist aber gleichwohl **mit einer weiteren Zinssenkung zu rechnen**, zu deutlich bremst das aktuelle Leitzinsniveau von 14,75%. Angesichts der internationalen Risiken dürfte sie aber erneut mit nur 25 Bp klein ausfallen. Bei einer Beruhigung der Lage im Mittleren Osten sind dann aber auch größere Schritte möglich. Der Regierung gefallen diese zögerlichen Lockerungen zwar nicht. Mit Blick auf die Wahlen im Oktober ist aber der (zu hohe) Preisaufrtrieb ein wichtiger Faktor, der ein besseres Ergebnis für Präsident Lula da Silva in den Umfragen verhindert. Anfang April war ein wichtiger Stichtag für die Wahlen, da Amtsträger, die für eine neue Position kandidieren wollen, sechs Monate vor einer Wahl zurücktreten müssen. Dies betraf auch zahlreiche Minister aus der Regierung, die meist durch Kandidaten aus der zweiten Reihe ersetzt wurden. Jetzt noch politische Initiativen durch das Parlament zu bringen, wird zusehends schwieriger. Ein letztes Projekt, mit dem der Präsident hofft, seine Zustimmungswerte zu verbessern, ist die gesetzliche Einführung einer Fünftagewoche.

Leichter Anstieg der Inflationsrate in Brasilien

Brasilien ist ein Ölexporteur und ist damit angesichts der gestiegenen Ölpreise in einer besseren Position als viele andere Länder. Dies sollte dazu beigetragen haben, dass der Real gegenüber dem US-Dollar inzwischen sogar fester notiert als noch vor dem Beginn des Krieges im Iran. Als ein inländischer Faktor dürften aber auch die Wahlumfragen geholfen haben, die gute Chancen für den rechtsorientierten Herausforderer Flavio Bolsonaro signalisieren. Auch konjunkturell lief es für Brasilien zum Jahresauftakt gut. Der monatliche Aktivitätsindex konnte mit +0,7% (M/M) auch im Februar positiv überraschen und lässt damit für das erste Quartal gute Wachstumswahlen erwarten, bevor dann aber auch in Brasilien eine Belastung durch den Kostenschub infolge des Kriegs am Persischen Golf erkennbar werden sollte. Die **Unsicherheiten vor den Wahlen dürften in den kommenden Monaten den Real aber eher belasten.**

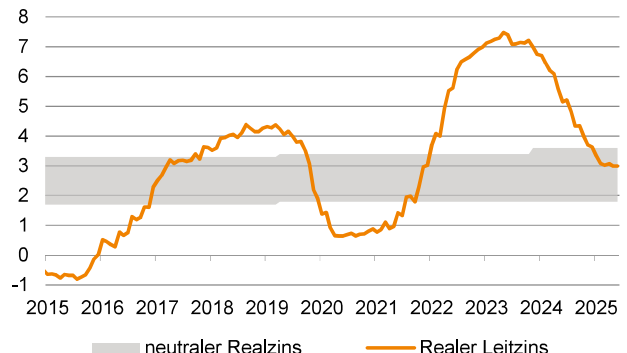
Wahlen bringen Unsicherheit

Wieder bessere Wachstumswahlen in Brasilien
BIP Q/Q, Indikator 3M/3M, jeweils in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Banxico hofft auf verzögerte preisdämpfende Wirkung
In %, realer Leitzins mit 12M Inflationserwartung;
Schätzung der Banco de México für neutralen Zins



Quelle: Bloomberg, Banco de México, DZ BANK

Die Banco de Mexico (Banxico) hat Ende März dann doch den Leitzins um 25 Bp auf nun 6,75% gesenkt. Sie blieb damit bei dem in der vorherigen Sitzung angedeuteten Kurs und hat die Unsicherheiten und den Preisschub an den Energiemärkten nicht zum Anlass für eine Pause genommen. Allerdings fiel die Entscheidung im Direktorium mit drei zu zwei Stimmen nur knapp aus. Notenbankgouverneurin Rodríguez hatte zuletzt bekräftigt, dass der Zinssenkungskurs kurz vor dem Ende stehe. Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch, dass wohl noch **mit einer letzten Senkung zu rechnen** ist, wenn sich das Umfeld nicht deutlich ändert. Mit den letzten Zinsschritten ist die Geldpolitik nach dem eigenen Maßstab der Notenbank schon weitgehend im neutralen Bereich angelangt, was eigentlich eine abwartende Haltung nahelegen würde, zumal die Inflationszahlen nicht nur oberhalb der Zielgröße (3%) liegen, sondern auch über dem Toleranzbereich von 1% bis 4%. Die Mehrheit in der Notenbank setzt darauf, dass die Wirkungsverzögerung der zwischen 2022 und Herbst 2025 zum Teil sehr restriktiven Geldpolitik dazu beiträgt, dass sich der Preisaufrieb wieder verlangsamt. Diese Hoffnung wurde dadurch unterstützt, dass nach der Anhebung von einigen indirekten Steuern und Zöllen zum Jahresauftakt bisher noch keine Zweitrundeneffekte beobachtet werden konnten. Dem Energiepreisschub an den Weltmärkten aufgrund der Ereignisse am Persischen Golf versucht die Regierung mit fiskalischen Maßnahmen zu begegnen. Mit einem nur leichten Anstieg der Inflationsrate auf 4,5% (J/J) in der ersten Aprilhälfte gegenüber 4,1% (J/J) in der zweiten Februarhälfte kurz vor dem Beginn der Angriffe, hielt sich der **Preisaufrieb bisher in engen Grenzen**. Die Wirtschaft kann eine lockere Geldpolitik gut gebrauchen, fielen die **ersten Konjunkturdaten des Jahres doch eher schwach** aus. So lag die Industrieproduktion im Januar und Februar um 0,6% unter dem Durchschnitt des

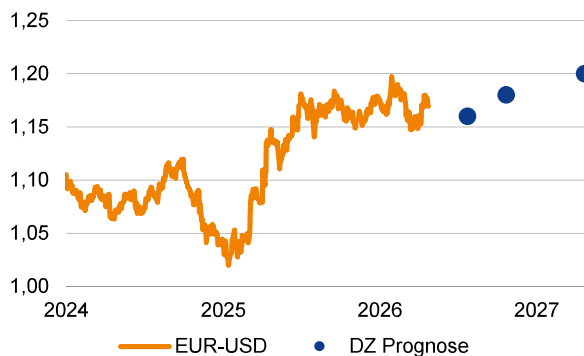
Banco de México überrascht mit Zinssenkung

vierten Quartals 2025. Der Peso hat sich gegenüber dem Dollar wie einige andere Währungen wieder weitgehend dem Niveau von vor dem Beginn des Krieges im Mittleren Osten angenähert. Damit dürfte sich auch das kurzfristige **Erholungspotenzial bei einer Beruhigung in engen Grenzen** halten. Auf mittlere Sicht könnte dann die Geldpolitik in Mexiko den Peso belasten, wenn sich die vermutlich zu optimistischen Inflationserwartungen der Banxico nicht erfüllen.

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

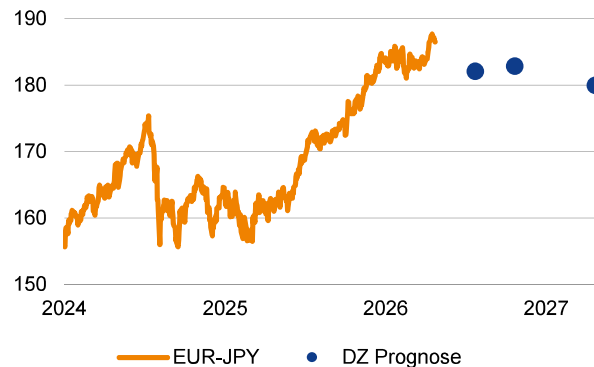
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



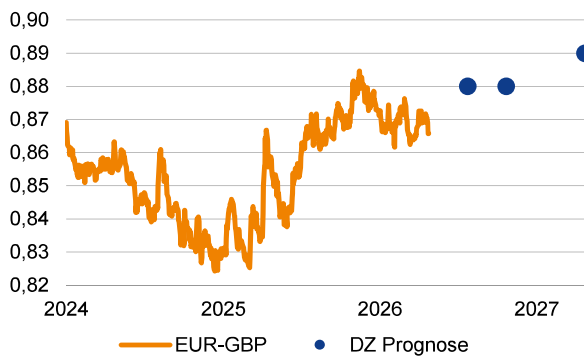
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



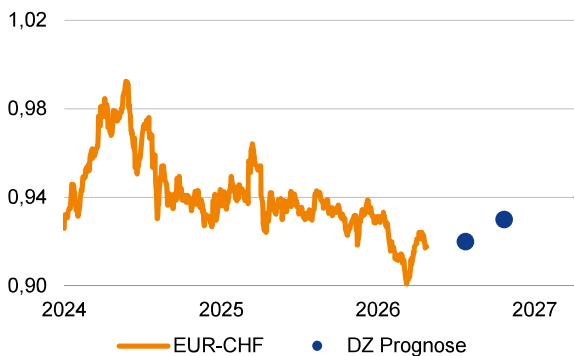
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



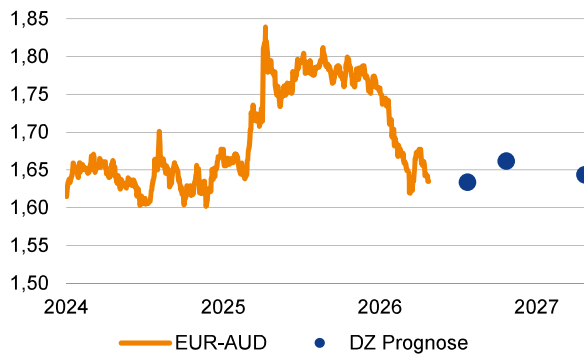
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



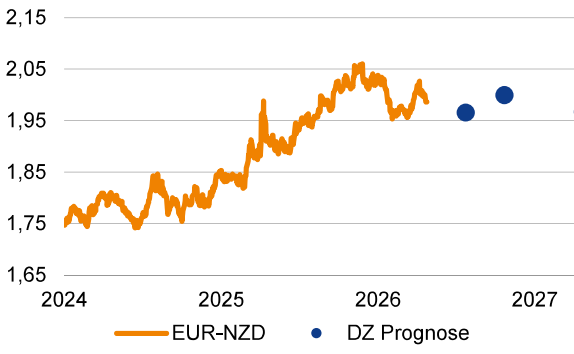
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



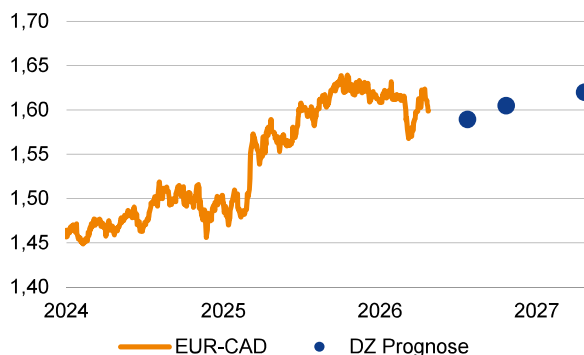
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



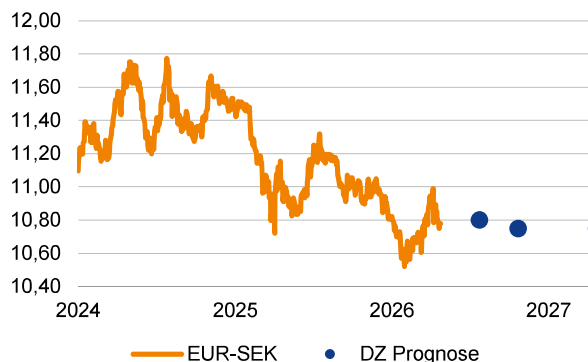
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



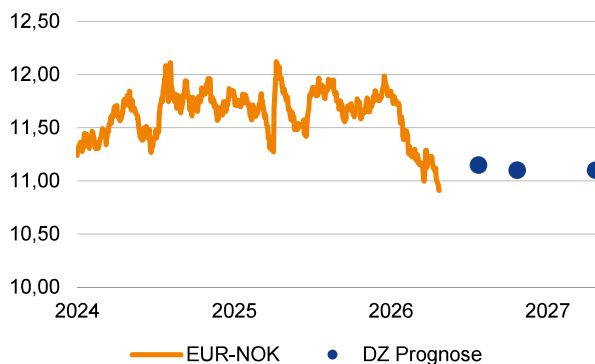
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



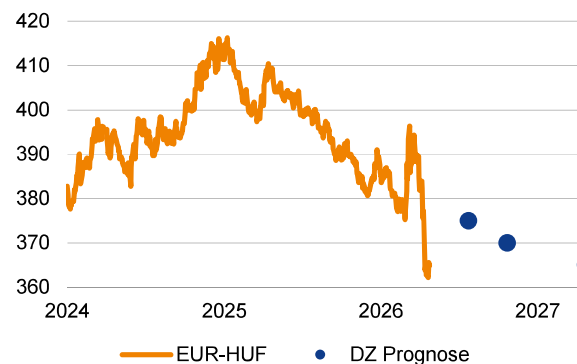
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



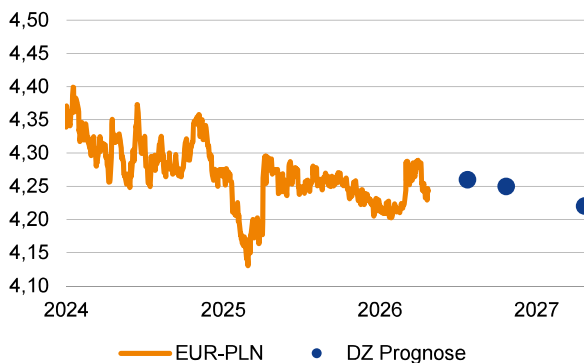
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



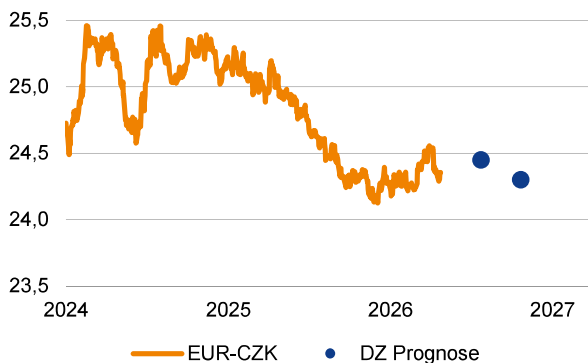
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



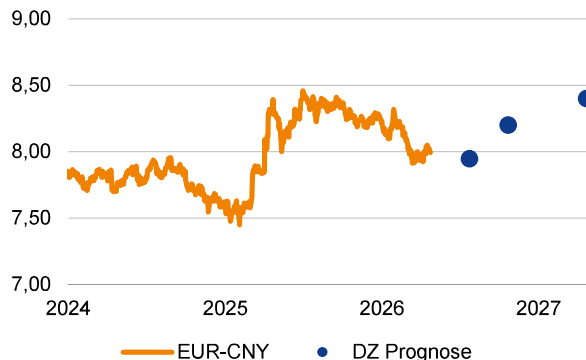
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



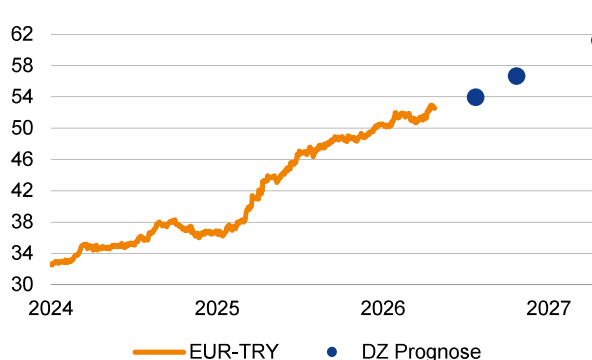
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



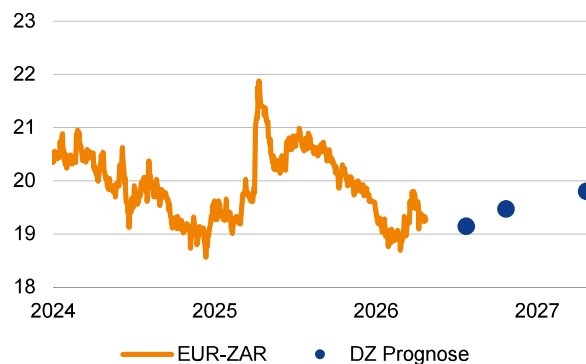
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



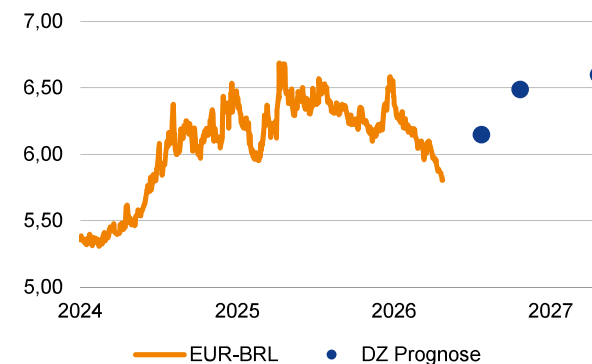
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



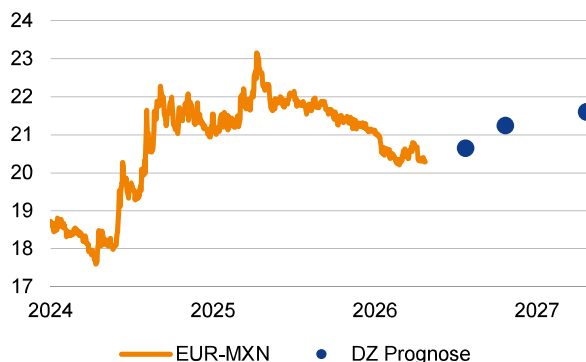
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

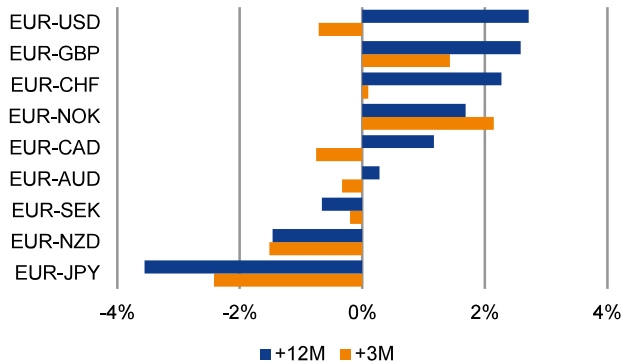
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

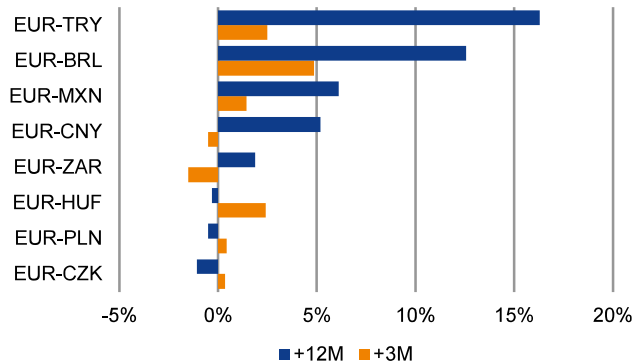
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

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	1,1683	1,16	1,18	1,20
EUR/GBP	0,8676	0,88	0,88	0,89
EUR/JPY	186,64	182	183	180
EUR/CHF	0,9191	0,92	0,93	0,94
EUR/AUD	1,6392	1,63	1,66	1,64
EUR/NZD	1,9964	1,97	2,00	1,97
EUR/CAD	1,6013	1,59	1,60	1,62
EUR/NOK	10,92	11,15	11,10	11,10
EUR/SEK	10,82	10,8	10,8	10,8
EUR/PLN	4,2413	4,26	4,25	4,22
EUR/CZK	24,36	24,5	24,3	24,1
EUR/HUF	366,2	375	370	365
EUR/TRY	52,63	53,9	56,6	61,2
EUR/ZAR	19,43	19,1	19,5	19,8
EUR/CNY	7,9857	7,95	8,20	8,40
EUR/BRL	5,8630	6,15	6,49	6,60
EUR/MXN	20,36	20,6	21,2	21,6

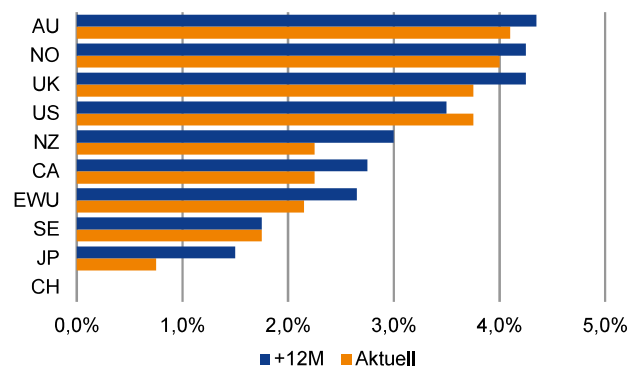
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1683	1,16	1,18	1,20
GBP/USD	1,3467	1,32	1,34	1,35
USD/JPY	159,75	157	155	150
USD/CHF	0,7867	0,79	0,79	0,78
AUD/USD	0,7127	0,71	0,71	0,73
NZD/USD	0,5852	0,59	0,59	0,61
USD/CAD	1,3706	1,37	1,36	1,35
USD/NOK	9,34	9,61	9,41	9,25
USD/SEK	9,26	9,3	9,1	9,0
USD/PLN	3,6303	3,67	3,60	3,52
USD/CZK	20,85	21,1	20,6	20,1
USD/HUF	313,4	323	314	304
USD/TRY	45,05	46,5	48,0	51,0
USD/ZAR	16,63	16,5	16,5	16,5
USD/CNY	6,8353	6,85	6,95	7,00
USD/BRL	5,0184	5,30	5,50	5,50
USD/MXN	17,42	17,8	18,0	18,0

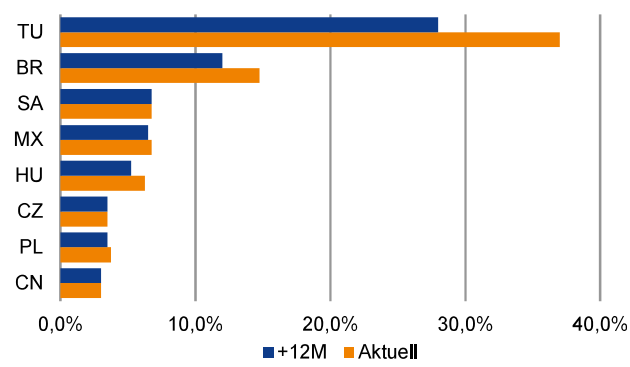
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

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

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	2,6	2,7	3,3	2,9	2,4	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,2	2,9	2,3	3,2	3,8	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,7	-6,5	-5,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-1,5	-1,1				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,3	1,7	2,5	1,2	1,3	1,9	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	3,8	3,6	2,0	3,5	4,8	5,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-5,4	-5,7	-4,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	1,2	0,8				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,6	2,3	2,4	2,4	2,3	1,9	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,3	2,2	2,3	2,5	2,1	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-2,7	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	-0,5	-0,3				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	3,2	3,5	3,4	2,7	3,2	3,5
Inflation (in % gg. Vj.)	35,2	28,0	20,5	33,0	31,0	26,0	22,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-3,0	-1,8				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,0	-3,0	-2,1				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,3	1,7	1,8	1,2	1,2	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	4,1	3,6	3,1	4,4	4,4	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-4,2	-4,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-0,5	-0,4				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,3	4,0	5,0	4,5	4,3	4,2
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	1,6	1,5	0,9	1,5	1,7	2,3
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	1,4	2,1	1,1	1,1	1,4	1,7
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	3,6	4,1	4,5	4,5	4,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,2	-9,7	-9,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-1,7	-2,0				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	1,2	1,8	1,3	1,1	1,4	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	4,2	3,9	4,1	4,3	4,3	4,2
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-0,1	-0,6				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

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

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

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

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

4.1 **Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach der von der DZ BANK definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt **ihren Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und **ihren Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

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

4.2 Aktienindizes

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

4.3 Währungsräume

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

„**Attraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann. „**Unattraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann. „**Neutral**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

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

4.4 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

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

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

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

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

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

www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

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

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

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

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden 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 gecovered 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, theoretische 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 Singapur 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 Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses

Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
- Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

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

Ergänzende Informationen von MSCI Inc., MSCI Solutions LLC

(Übersetzung)

Hinweis und Haftungsausschluss für Nutzung von MSCI-Lizenzen bei Research

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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