



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Frankreichs Regierungskrise, US-Government Shutdown und neue Zollquerelen

In Frankreich schwelt die Regierungskrise weiter. Präsident Macron hat Sébastien Lecornu erneut als Premierminister des Landes ernannt. Ohne parlamentarische Mehrheit versucht dieser nun, den Oppositionsparteien so weit entgegenzukommen, dass der Haushalt 2026 auf den Weg gebracht werden kann. Zugeständnisse, die es erschweren dürften, den französischen Staatshaushalt auf eine tragfähige Basis zu stellen. **Die Regierungskrise in Frankreich hat nicht nur die Renditen französischer Staatsanleihen auf Niveaus ansteigen lassen, die zuletzt 2011 erreicht wurden, sondern auch dazu beigetragen, den Euro abwerten zu lassen.** Aktuell notiert die Gemeinschaftswährung bei 1,17 USD und hat damit von ihrem Hoch Mitte September knapp 2% zum US-Dollar verloren. Dem letzteren scheint der seit dem 1. Oktober bestehende Government Shutdown wenig auszumachen. Seitdem die nicht als „systemrelevant“ eingestuften US-Bundesbehörden (etwa 1,6 Millionen Beschäftigte) ihre Arbeit einstellen mussten, legte der Dollarindex, der die Stärke des Greenbacks gegenüber einem Korb aus sechs anderen Währungen abbildet, in der ersten Oktoberhälfte um bis zu 2% zu. Und dies, obwohl ein Blick in die Historie zeigt, dass der Notbetrieb und die Schließung von Bundesbehörden noch Wochen andauern könnten. Schätzungen gehen von 0,1 bis 0,2 Prozentpunkten BIP-Wachstumsverlust pro Woche aus, der nach einem Ende des Shutdowns nur teilweise aufgeholt werden kann. **Kaum war etwas Ruhe ins Zoll-Karussell eingekehrt, sorgte Ende vergangener Woche die Ankündigung Trumps, ab 1. November einen zusätzlichen 100-prozentigen Zoll auf Importe aus China zu verhängen, für erneute Unruhe an den Finanzmärkten.** Scharfe Reaktionen aus Peking ließen nicht lange auf sich warten und haben im bisherigen Wochenverlauf zu schwächeren Dollar-Notierungen geführt.

Unser Währungsausblick: Auf Basis unserer Prognosen ist der attraktivste Wechselkurs auf Sicht von drei Monaten der japanische Yen, gefolgt von schwedischer Krone. Auch auf dem mittleren Horizont schneidet SEK am besten ab, wird auf Jahresfrist aber wieder vom Yen übertroffen. Neben Yen und SEK bieten noch Neuseeland- und Austral-Dollar, sowie die norwegische Krone durchweg Aufwertungspotenzial zum Euro. Stärkere Verluste sollten sich hingegen bei den Schwellenländerwährungen Yuan, Rand, Peso, Real und türkischer Lira einstellen.

Erwartete Wechselkursveränderung zum Euro in Prozent

	JPY	SEK	NZD	NOK	PLN	AUD	CZK	CAD	HUF	GBP	CHF	USD	CNY	ZAR	MXN	BRL	TRY
in 3M	2,4	1,3	0,7	0,9	-0,3	0,7	-1,0	1,1	-1,7	-0,5	-2,0	-0,6	-1,6	-4,4	-3,5	-1,1	-3,2
in 6M	1,2	1,7	1,6	0,9	0,1	1,2	-0,6	0,1	-2,9	-2,0	-3,1	-3,1	-4,7	-6,8	-8,3	-8,5	-8,8
in 12M	3,1	2,2	1,6	1,3	1,1	1,0	0,3	-0,8	-1,2	-2,7	-4,1	-4,7	-7,6	-10,8	-12,1	-13,0	-13,2

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

WÄHRUNGEN

monatlich

Fertiggestellt:

17.10.2025 11:40 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
EUR-USD: Korrekturmodus	2
Japan rutscht in beispiellose Regierungskrise	4
Großbritannien: Geld- und Fiskalpolitik im Vordergrund	5
Schweiz: Franken kämpft an zwei handelspolitischen Fronten	6
Australien & Neuseeland: „Hawkische“ RBA vs. „dovische“ RBNZ	8
Kanada: Vorerst in der Defensive	9
Skandinavien: Kaum noch Leitzinssenkungsfantasie	11
SCHWELLENLÄNDER	13
Osteuropa: Auf die Geldpolitik ist Verlass	13
Türkei & Südafrika: Optimistische Regierung vs. optimistischer Finanzmarkt	15
China: Handelsstreit flammt wieder auf – der Yuan bleibt gelassen	17
Brasilien & Mexiko: Beziehungen zu den USA im Blickfeld	18
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	20
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	22
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	25
I. IMPRESSUM	26

Editor:

Hartmut Preiß, CEFA, ANALYST

G10 WÄHRUNGEN

EUR-USD: Korrekturmodus

Nachdem in den vergangenen Monaten vor allem die USA (bzw. das Weiße Haus) einen nicht abreißen Strom an Negativmeldungen geliefert hatten, schien zuletzt eher Europa an der Reihe zu sein. Zu den ohnehin schon bestehenden Sorgen über die Effektivität der geplanten deutschen Fiskalausgaben (Stichwort „Herbst der Reformen“) und der Angst vor dem andauernden Handelsstreit mit den USA, gesellt sich nun die brisante politische Lage in Paris. **Lecornu’s Rücktritt war nicht der erste eines Premierministers in der Ära Macron, aber immer kürzer werdende Amtszeiten sind ein beunruhigendes Zeichen für die politische Stabilität in Frankreich.** Lecornu wird nun einen zweiten Anlauf wagen, ob dieser jedoch von Erfolg gekrönt sein wird, bleibt abzuwarten. Der Euro hatte diese Entwicklung mit spürbaren Verlusten quittiert – vor allem gegenüber dem Dollar, der insbesondere Anfang Oktober auf breiter Front zulegen konnte.

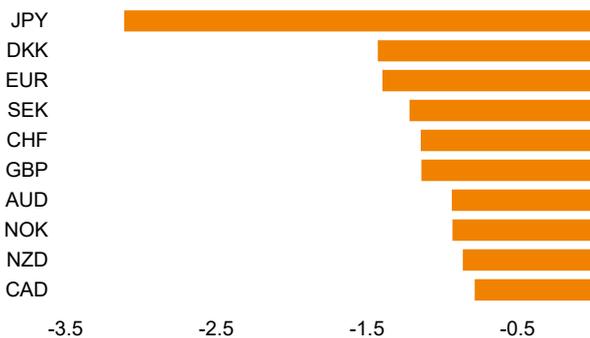
Französische Politik löst (längst überfällige) EUR-USD Korrektur aus

US-Shutdown und Angriffe auf die Fed als Risiko für den Dollar

Dies war vor allem angesichts des andauernden Government Shutdowns mehr als erstaunlich, schließlich ist derzeit vollkommen unklar, wie eine Lösung aussehen könnte. Da der Stillstand länger als nur einige Tage andauert, wird sich der US-Dollar nicht nur mit dem institutionellen Vertrauensverlust, sondern auch mit den konjunkturellen Einbußen beschäftigen müssen. **Schätzungen sprechen von 0,1-0,2 Prozentpunkten Wachstumsverlust, die jede Woche Stillstand kostet.** Die Ratingagentur S&P betont, dass es sich hierbei um eine konservative Schätzung handelt, die nur direkte Kosten berücksichtigt. Den bislang längsten Shutdown von 35 Tagen gab es 2018/2019 (bezeichnenderweise) während Trumps erster Amtszeit. Nach Berechnung der Haushaltsbehörde des US-Kongresses (CBO) gab es damals einen wirtschaftlichen Schaden von 11 Mrd. USD, von denen 3 Mrd. USD dauerhaft verloren waren.

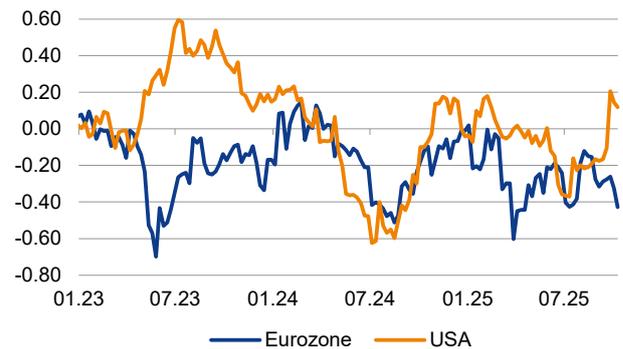
Der US-Shutdown scheint bislang keine negativen Auswirkungen auf das USD-Sentiment zu haben

USD gelingt es auf breiter Front zuzulegen
% Veränderung vs. USD seit 1. Oktober 2025



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

US-Daten (soweit vorhanden) überraschen positiv
Bloomberg Economic Surprise Index



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Aber auch mit Blick auf die Fed stehen dem Dollar weiterhin signifikante Risiken bevor: zwar haben sich die Gerichte bislang auf die Seite von Fed-Gouverneurin Lisa Cook gestellt, die finale Entscheidung des Obersten Gerichtshof steht jedoch noch aus. **Gelingt es Trump, Cooks Entlassung durchzusetzen, würde dies einen äußerst besorgniserregenden Präzedenzfall schaffen.** Jeder Fed-Gouverneur müsste in Zukunft vorsichtig abwägen, ob er weiterhin gewillt ist, sich Trumps Wunsch nach niedrigeren Zinsen in den Weg zu stellen oder ob es nicht doch viel-

Und auch die Angriffe auf die Fed blendet der Markt derzeit aus

leicht irgendwelche Jugendsünden gibt, die man lieber nicht in der Öffentlichkeit sehen möchte. Ob es der Fed gelingen kann, trotz der Angriffe aus dem Weißen Haus ihre Unabhängigkeit zu wahren, werden wir wohl erst im kommenden Sommer herausfinden, wenn die anstehende Personal-Rochade vollendet ist. Sicher ist aber, dass **der politische Druck auf die Fed nicht nachlassen wird.**

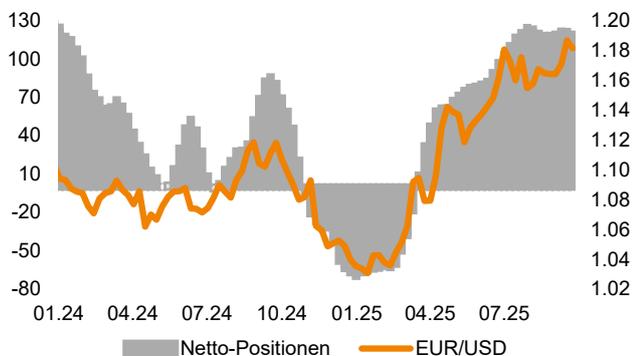
Hohe Nachfrage nach USD-Assets bewahrt die Währung vor Schlimmerem

Dass es dem Dollar, trotz Shutdown und dem offenen Angriff auf die Unabhängigkeit der Fed, zuletzt gelungen ist zuzulegen, hebt die zugrundeliegende Widerstandsfähigkeit des Greenbacks hervor. **Diskussionen über einen Vertrauensverlust in den Dollar, die vor einigen Monaten noch lebhaft geführt wurden, sind merklich abgeebbt.** Stattdessen hat sich zunehmend die Erkenntnis durchgesetzt, dass der US-Wertpapiermarkt für viele Investoren (fast) alternativlos ist. Dies belegen auch die US-Portfolioflowdaten: in den ersten sieben Monaten dieses Jahres haben ausländische Investoren fast 900 Mrd. USD an US-Wertpapieren gekauft, was bereits 75% des Gesamtvolumens des Vorjahres entspricht. Man kann fraglos darüber streiten, ob dies ein echtes Vertrauensvotum in den US-Markt und damit den Dollar, oder lediglich der Mangel an (ausreichenden) Alternativen ist. Unterm Strich bleibt jedoch die Tatsache, dass der Kapitalstrom in die USA nicht nachgelassen hat. Dies macht den US-Dollar zwar nicht unantastbar – schließlich hat die Währung in diesem Jahr phasenweise sehr deutlich an Boden verloren, **beschert ihm jedoch einen gewissen Rückhalt**, auch in schwierigen Phasen.

Trotz Trump-Chaos bleibt die Nachfrage nach USD-Assets überraschend stark

Spekulativer Markt: Long EUR-USD (zumindest Stand Ende September)

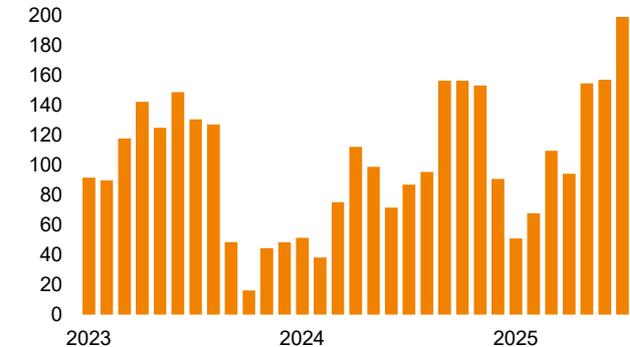
LS: Netto-Positionen in '000 Kontrakten; RS: EUR-USD



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Nachfrage nach US-Wertpapieren bleibt äußerst robust

Ausländische Käufe von US-Wertpapieren (USD Mrd, 3M gleitender Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg, US Treasury, DZ BANK

Mittelfristig hellt sich das Bild für den Euro etwas auf

Wie schon in unserer bisherigen Prognose gehen wir weiterhin davon aus, dass EUR-USD mittel- und längerfristig weiter aufwerten wird. In Deutschland werden die geplanten Fiskalausgaben im kommenden Jahr erste Früchte tragen, die EZB wird an ihrem dann leicht expansiven Leitzinsniveau festhalten, während die Fed weiter die Zinsen senkt. In den USA wird die wirtschaftliche Dynamik im zweiten Quartal zwar erneut etwas zunehmen, danach jedoch wieder verhaltener ausfallen. All dies spricht für eine Aufwertung von EUR-USD. **Allerdings glauben wir auch weiterhin nicht daran, dass es dem Euro gelingen kann, wirklich große Sprünge zu machen.** Und während es angesichts der Lage in den USA sicherlich einfach ist, eine USD-negative Haltung zu vertreten, zeigt die Erfahrung der vergangenen Monate (wie oben erwähnt), dass viele Investoren weiterhin Kapital in den USA anlegen. Und wenngleich die Perspektiven für die Eurozone sich aufhellen, bleiben viele politische

Mittelfristig gehen wir jedoch weiterhin davon aus, dass das Währungspaar die Marke von 1,20 USD knacken wird

und wirtschaftliche Risiken bestehen. Wir rollieren unsere EUR-USD Prognose daher nur moderat nach oben: 1,17 (+3M), 1,20 (+6M) und 1,22 (+12M).

Sonja Marten, ANALYSTIN, +49 69 7447 92121

Japan rutscht in beispiellose Regierungskrise

Noch letzte Woche sah es so aus, also ob Sanae Takaichi mit ihrer Wahl zur neuen LDP-Parteichefin auch den Posten als nächste Premierministerin sicher hat. Traditionell wird der Vorsitzende der Regierungspartei auch Ministerpräsident, was aufgrund der Mehrheitsverhältnisse jahrzehntelang auch nur eine Formsache war. Nachdem am vorigen Freitag **der kleine Koalitionspartner Komeito das Bündnis nach 26 Jahren der Zusammenarbeit wegen inhaltlicher Differenzen aufgekündigt hat, ist Japans politische Zukunft völlig offen.** Von fragiler Duldung mit monatelanger Hängepartie über vorgezogene Parlamentswahl oder einem anderen LDP-Chef bis hin zum Schulterschluss mit anderen Parteien ist (fast) alles möglich. Die eigentlich für den 15. Oktober im Unterhaus angesetzte Wahl der neuen Premierministerin wurde **auf den 21. Oktober verschoben.** Die LDP befindet sich gerade in Koalitionsverhandlungen mit der Innovationspartei (Ishin), auch die CDP gilt als Option. Theoretisch könnten sich die anderen Parteien auf einen gemeinsamen Kandidaten zum neuen Regierungschef verständigen, am aussichtsreichsten ist **Yuichiro Tamaki von der DPP.** Einig ist sich die Opposition allerdings nur darin, durch ihr breites Bündnis eine LDP-Regierung unter Takaichi verhindern zu wollen. Davon abgesehen gibt es kaum politische Gemeinsamkeiten, die dauerhaft auf eine konstruktive Zusammenarbeit hoffen lassen.

Wenn die Opposition keinen gemeinsamen Gegenkandidaten aufstellt, kann **Takaichi immer noch mit einfacher Mehrheit** zur Regierungschefin gewählt werden. Dies wäre aber ein denkbar schlechter Start für das neue Kabinett und der **Auftakt zu einer Dauerkrise ohne handlungsfähige Regierung.** Aufgrund der Machtverhältnisse im Unterhaus könnte Takaichi ohne stabilen neuen Koalitionspartner jederzeit durch ein Misstrauensvotum des Amtes enthoben und vorgezogene Neuwahlen ausgerufen werden. Auch der längst überfällige Nachtragshaushalt kann nur verabschiedet werden, wenn sich genügend Befürworter außerhalb der LDP finden. **Eine stabile Regierung und der von Takaichi eigentlich versprochene Kurswechsel sind nicht in Sicht, stattdessen drohen langwierige Verhandlungen, halbherzige Kompromisse und das Damokles-Schwert von Neuwahlen.**

Der Yen sucht in dieser beispiellosen innenpolitischen Krise noch nach Orientierung. Takaichi gilt sowohl fiskal- als auch geldpolitisch als Taube, was zu signifikanten Yen-Verlusten geführt hatte, als über eine Neuauflage der Abenomics spekuliert wurde. In Kombination mit dem global wiedererstarkenden US-Dollar brachte USD-JPY es zeitweise bis auf 153,27 JPY. **Jetzt wird es Zeit, den „Takaichi-Trade“ (schwacher Yen, steigende Renditen bei steilerer Zinskurve und festere Aktien) zu hinterfragen.** Eine unantastbare Regierungschefin mit stabiler Mehrheit hätte ihre ultrakonservative Agenda wesentlich leichter umsetzen können. Statt durchzuregieren, dürften jetzt zahlreiche **Kompromisse erforderlich werden, die den politischen Kurs mäßigen.** Da der Yen aus Angst vor der fiskalpolitischen Expansion Takaichis abgewertet hat, sollte ihm Widerstand gegen die Schuldenpolitik zugutekommen.

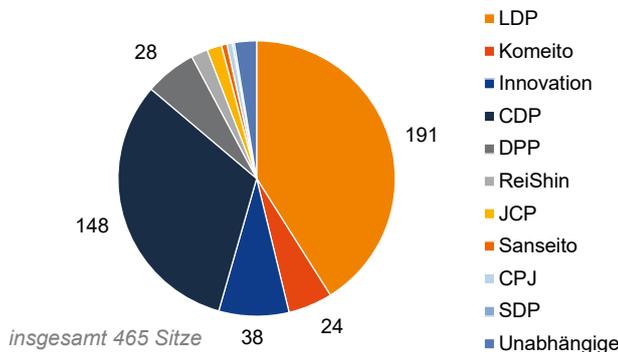
Innenpolitischer Showdown

Hängepartie ohne handlungsfähige Regierung droht

Umkehr des Takaichi-Trades sollte Yen Korrektur ermöglichen

LDP verliert Koalitionspartner, Suche nach neuem Bündnis läuft

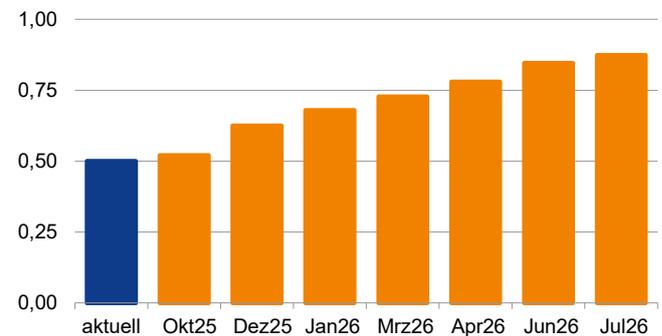
Sitzverteilung im Unterhaus nach der Wahl am 27.10.2024



Quelle: Ministry of Internal Affairs and Communications, DZ BANK

Innenpolitisches Chaos verzögert Zinserhöhungen

Leitzinserwartungen des Marktes zu BoJ-Sitzungsterminen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Aussicht auf eine Hängepartie ohne handlungsfähige Regierung steht nachhaltigen Yen-Gewinnen sowie einer schnellen BoJ-Zinserhöhung allerdings entgegen.

Apropos Bank von Japan: Am 30. Oktober steht die nächste Zinsentscheidung inklusiv neuer Projektionen an. Eine offene Stellungnahme zu den innenpolitischen Risiken ist nicht zu erwarten; Hinweise auf das Ausmaß anderer Unsicherheiten dürften aber wertvolle Signale liefern, ob im Dezember noch mit einer Zinserhöhung zu rechnen ist.

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

Großbritannien: Geld- und Fiskalpolitik im Vordergrund

Die britische Konjunktur geht in die Herbstphase über und uns steht ein Déjà-vu bevor. Obwohl das Jahr 2024 gut begonnen hatte, verlangsamte sich die Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte merklich. Unterdessen stieg die Inflation seit dem Frühjahr an. Die Schatzkanzlerin wies auf die angespannte Haushaltslage hin und kündigte Steuererhöhungen in Höhe von 40 Mrd. GBP an. Ein Jahr später stagniert die Wirtschaft, die Inflation liegt mit 3,8% weit über dem Ziel und die Schatzkanzlerin sucht erneut nach Möglichkeiten, die Staatskasse um 25 bis 50 Mrd. GBP aufzufüllen.

Für die Bank of England (BoE) ist eine jährliche Inflationsrate von 3,8% gegenüber dem Zielwert von 2% eine herbe Enttäuschung und Anlass zur Sorge.

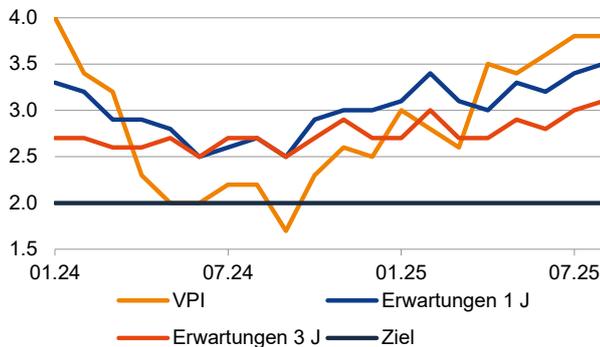
Allerdings ist etwa die Hälfte dieser Abweichung auf Maßnahmen bzw. Strategien der Regierung zurückzuführen, auf die die Geldpolitik keinerlei Einfluss hat. Was die BoE ebenfalls beunruhigen dürfte, ist das Risiko, dass die Inflationserwartungen aufgrund der seit Monaten über dem Ziel liegenden Verbraucherpreisindexwerte ihre Bodenhaftung verlieren. Dies spricht dafür, in den kommenden Monaten keine weiteren Zinssenkungen vorzunehmen, damit die moderat restriktive Geldpolitik den Inflationsdruck weiterhin dämpfen kann. Einige Entscheidungsträger machen sich jedoch eher Sorgen um die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Schließlich ist die Arbeitslosenquote von 4,2% zum Zeitpunkt der Parlamentswahlen im Juli 2024 auf 4,7% ein Jahr später gestiegen.

Der Herbst 2025 dürfte ähnlich düster ausfallen wie der Herbst 2024

Sowohl die Inflationsrate als auch die steigenden Erwartungen sprechen gegen weitere Kürzungen in 2025

Die Inflationserwartungen zeigen Anzeichen einer Abkopplung, was der BoE Anlass zur Sorge gibt

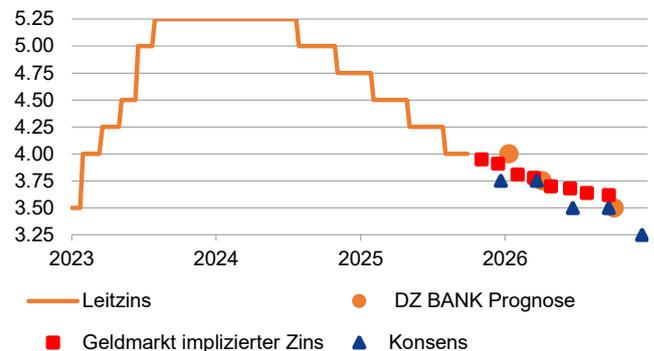
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Aufgrund der hartnäckigen Inflation dürfte sich das Tempo der geldpolitischen Lockerung verlangsamen.

In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die geldpolitische Lage bleibt also weiterhin schwierig. Da die Inflation jedoch bis weit ins Jahr 2026 hinein deutlich über dem Zielwert liegen dürfte, erscheint es unwahrscheinlich, dass eine Mehrheit der MPC-Mitglieder im weiteren Verlauf dieses Jahres einer Lockerung der Geldpolitik zustimmen wird. **Die BoE wird sich vermutlich damit zufriedengeben, die Zinsen bis auf weiteres unverändert zu lassen.** Sie dürfte erst dann eine Zinsanpassung in Betracht ziehen, wenn sie zuversichtlicher ist, dass die Inflation bis Ende 2026 wieder das Zielniveau erreicht und die Inflationserwartungen ihren Aufwärtstrend der letzten Monate umkehren und wieder unter Kontrolle kommen. Zudem dürfte die BoE dazu neigen, ihre Geldpolitik unverändert fortzusetzen, bis sie die Aussichten für die Finanzpolitik im kommenden Jahr kennt. Der Haushalt wird jedoch erst am 26. November verabschiedet.

Die BoE dürfte zunächst den Haushalt Ende November abwarten, bevor sie einen Zinsschritt in Betracht zieht

Was das britische Pfund angeht, ist es unwahrscheinlich, dass es in den letzten Monaten des Jahres an Stärke gewinnen wird. Es dürfte vielmehr Befürchtungen geben, dass mögliche Steuererhöhungen die Wirtschaft zum Erliegen bringen könnten. Der Haushalt dürfte auch ein entscheidender Faktor für die Stimmung ausländischer Investoren gegenüber Großbritannien sein – einschließlich des Marktes für Staatsanleihen. Da die Kreditkosten in den fünfzehn Monaten seit dem Amtsantritt der Labour-Partei deutlich gestiegen sind, gibt die Regierung mittlerweile mehr für den Schuldendienst aus als für Bildung oder Verteidigung. Ein Haushalt mit Steuererhöhungen, der das Wirtschaftswachstum weiter drosselt, könnte den Markt für Staatsanleihen verunsichern. **Da auch die BoE eine Pause einlegt, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass das Pfund gegenüber dem Euro und dem US-Dollar leicht nachgibt - auch wenn diese Währungen ihre eigenen Probleme haben.**

Das Pfund dürfte im letzten Quartal eher leicht nachgeben als zulegen

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

Schweiz: Franken kämpft an zwei handelspolitischen Fronten

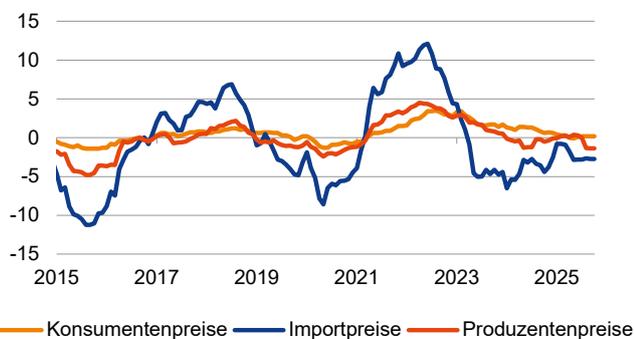
Trotz erster Anzeichen für eine Stabilisierung bleibt die Schweizer Wirtschaft von deflationären Kräften geplagt, die von der SNB Aufmerksamkeit erfordern. **Bei den Konsumentenpreisen könnte eine Bodenbildung knapp oberhalb von 0% geglückt sein, bei den Vorstufenpreisen ist es noch zu früh für Entwarnung.** Die Headline-Inflation, die noch im Mai ein Minus von 0,1% (J/J) aufwies, hat sich im August und September auf 0,2% (J/J) eingependelt. Der Blick auf die CPI-

Deflationsdruck allgegenwärtig ... und trotzdem oft unterschätzt

Monatsraten bleibt dagegen ernüchternd: Seit Mai sind sie durchgängig im negativen Bereich, zwischen -0,6% (M/M) und -0,2% (M/M). Der Index für Produzenten- und Importpreise verzeichnet auch in der Jahresrate ein hartnäckiges Minus. Der Preisrückgang um 1,8% (J/J) war der 29. Monat in Folge mit fallenden Preisen. Wenig überraschend sind es wieder einmal die Importpreise, die die Deflation auf den Vorstufen prägen (September: -2,7%, J/J). **Auch wenn sich die SNB bei ihrer jüngsten Sitzung zu geldpolitischem Stillhalten entschlossen hat, wäre es fatal, das Deflationsrisiko bereits ad acta zu legen.** Die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Zinssenkung im Dezember, die ein Comeback der Negativzinsen bedeuten würde, ist in den letzten Wochen deutlich zurückgegangen. Marktseitig ist sie inzwischen praktisch komplett ausgepreist. Sie könnte aber schnell wieder zurück aufs Tablett kommen, wenn der Schweizer Franken erneut Kapriolen schlägt.

Deflationsgefahr noch nicht gebannt

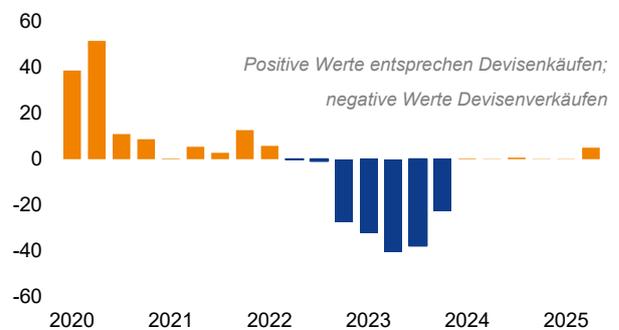
Konsumenten-, Import- und Produzentenpreise, in % (J/J)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

SNB hat Interventionspolitik reaktiviert, um Aufwertung zu bremsen

Devisengeschäfte der SNB, vierteljährlich, in Mrd. CHF



Quelle: SNB, DZ BANK

Die Aufmerksamkeit der Alpenwährung gilt aktuell den handelspolitischen Verwerfungen. **Einerseits setzen ihr die US-Zölle gegen die Schweiz aufgrund der konjunkturellen Einbußen zu, andererseits profitiert sie als Sicherer Hafen von der frischen Eskalation zwischen den USA und China.** Eine (moderate) Abwertung wäre aus der Perspektive der Preisstabilität wünschenswert, die Safe-Haven-Nachfrage ist dagegen brisant. **Dass EUR-CHF in den letzten Tagen wieder unter 0,93 CHF gerutscht ist und die Alpenwährung somit so fest ist wie zuletzt Ende Juli (vor dem US-Zollshock), erfordert höchste Wachsamkeit der Schweizer Währungshüter.** Interventionen wären aufgrund der angespannten Beziehungen zu den USA zwar heikel, bei einer fortgesetzten Aufwertung dürfte aber kein Weg drumherum führen. Auch im April (im Umfeld des US-Liberation Days) sah sich die SNB gezwungen, ihre Währungspolitik zu reaktivieren. **Die Interventionen i. H. v. 5 Mrd. CHF im zweiten Quartal waren die höchsten Fremdwährungskäufe seit Anfang 2022.** Wir rechnen mittel- bis langfristig mit einer moderaten Korrektur von EUR-CHF in Richtung von 0,97 CHF. Der wichtigste kurzfristige Impuls für einen entspannteren Franken könnte von einer Stabilisierung des innenpolitischen Chaos in Frankreich ausgehen.

Franken hin- und hergerissen zwischen Safe-Haven-Nachfrage und konjunktureller Belastung

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

Australien & Neuseeland: „Hawkische“ RBA vs. „dovische“ RBNZ

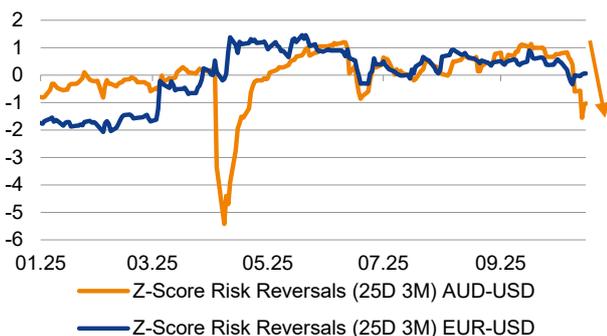
In Neuseeland dreht sich aktuell alles um die Stabilisierung der schwächelnden Konjunktur. Dies zeigte sich bei der jüngsten Zinsentscheidung der Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) in der letzten Woche: Aufgrund der äußerst schwachen BIP-Zahlen des zweiten Quartals lockerte die Notenbank ihre Zinszügel überraschend deutlich um 50 Basispunkte, so dass sich der Leitzins mit nun 2,50% im expansiven Bereich befindet. Nicht nur der 50-Bp-Zinsschritt sorgte dafür, dass die Notenbank-sitzung von den Marktteilnehmern als „dovish“ interpretiert wurde, sondern auch die Aussicht auf potenziell **weitere** (die Betonung liegt hier auf dem Plural) Lockerungsschritte („*The Committee remains open to further reductions*“). In diesem Umfeld hatte der neuseeländische Dollar in den letzten Wochen einen schweren Stand, wertete er doch seit der letzten Ausgabe des Monthly innerhalb des G10-Universums am stärksten gegenüber dem Greenback ab. Doch damit nicht genug: Der wieder-aufgeflamnte Handelskonflikt zwischen China und den USA belastet seit dieser Woche auch den Kiwi-Dollar als risikosensitive Währung und so notiert NZD-USD aktuell mit rund 0,57 USD auf dem niedrigsten Niveau seit den Turbulenzen an den Finanzmärkten infolge des „Liberation Day“ im April.

50-Bp-Zinssenkung, Aussicht auf weitere Lockerungen und wiederaufgeflamnter US-chinesischer Handelskonflikt belasten NZD

Ursprünglich hatten wir bei dem aktuellen Leitzinsniveau das Ende des Zinssenkungszyklus der RBNZ gesehen. Angesichts der „dovishen“ Zinsentscheidung im Oktober und der nach wie vor bestehenden kurzfristigen Abwärtsrisiken für die konjunkturelle Entwicklung rechnen wir bei der kommenden RBNZ-Sitzung Ende November nun jedoch mit einem weiteren „Versicherungsschritt“ auf dann 2,25%. Zum einen befinden sich die Einkaufsmanagerindizes sowohl für das Verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor weiterhin unterhalb der Expansionschwelle von 50 Punkten, zum anderen sind zuletzt auch die Kreditkartenumsätze im Einzelhandel – ein Proxy für den privaten Konsum – nach drei Anstiegen in Folge wieder rückläufig gewesen. Dennoch werden die neuseeländischen Währungshüter auch die Inflationszahlen des dritten Quartals, die Ende dieser Woche anstehen, mit in ihre Entscheidung einfließen lassen. Zwar dürfte sich die Inflationsrate im dritten Quartal vor dem Hintergrund gestiegener Lebensmittel- und administrierter Preise beschleunigt haben. Allerdings würde es einer deutlichen Überraschung oberhalb der 3%-Marke bedürfen, damit die RBNZ ihre finale Zinssenkung ins neue Jahr verschiebt. Marktseitig ist eine Zinssenkung mit aktuell ca. 25 Bp vollständig in den Geldmarktsätzen eingepreist, so dass der neuseeländische Dollar kaum unter Abgabedruck geraten sollte.

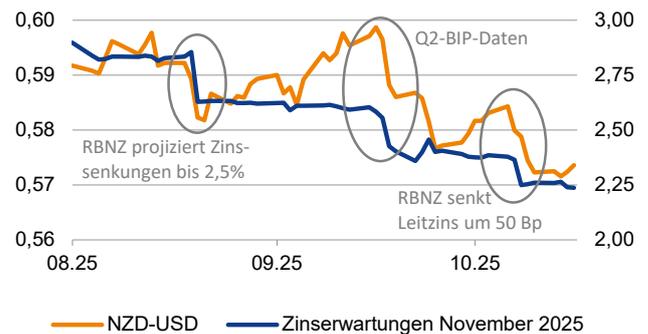
Erneute RBNZ-Zinssenkung angesichts bestehender kurzfristiger Abwärtsrisiken für die Konjunktur wahrscheinlich

Optionsmarktteilnehmer seit Wiederaufflammen des US-chinesischen Handelskonflikts wieder deutlich AUD-negativer gestimmt
Z-Score



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Inländische Faktoren haben zuletzt die RBNZ-Zinssenkungsfantasien befeuert und den Kiwi-Dollar belastet
USD pro NZD (l.S.), Zinserwartungen abgeleitet aus OIS-Forwards (r.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Was die weitere Entwicklung des Kiwi-Dollars betrifft, so zeigen die jüngsten Handelsspannungen einmal mehr, dass der von uns erwartete Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar vor dem Hintergrund der relativ starken Konjunkturaussichten Neuseelands durchaus mit kurzfristigen Abwärtsrisiken behaftet ist. Angesichts der Tatsache, dass wir gemäß unserer neuen EUR-USD-Prognose auch die USD-Seite der Währungsmedaille auf Jahressicht schwächer sehen, müssten wir zudem eigentlich auch NZD-USD nach oben rollieren. Da wir nun allerdings einen niedrigeren Zinspfad für die RBNZ erwarten, haben wir unsere 12M-Prognose für NZD-USD unverändert belassen (0,61 USD). EUR-NZD dürfte über den gesamten Prognosehorizont überwiegend seitwärts tendieren (2,00 NZD).

Während die neuseeländischen Währungshüter also vor allem versuchen die Konjunktur zu stützen, dreht sich bei den australischen Nachbarn alles darum, die Inflation in den Griff zu bekommen. Die dortige Notenbank (RBA) hat Ende September wie erwartet angesichts der überwiegend positiven Datenveröffentlichungen in den letzten Wochen an ihrem Leitzinsniveau von 3,60% festgehalten und gleichzeitig einen „hawkishen“ Tenor angeschlagen. Dem Sitzungsprotokoll (Minutes) zufolge bergen die monatlichen VPI-Daten für Juli und August das Risiko, dass die vierteljährliche Inflationsrate im dritten Quartal (Veröffentlichung: 29. Oktober) höher als bisher erwartet ausfällt. Gleichzeitig beschrieben die australischen Währungshüter den Minutes zufolge den Arbeitsmarkt immer noch als relativ stabil. Doch seit der letzten Zinsentscheidung gab es nun deutliche Anzeichen einer Abkühlung: Das Beschäftigungswachstum fiel den zweiten Monat infolge schwächer aus als marktseitig erwartet und die Arbeitslosenquote sprang im September unerwartet auf 4,5% von zuvor nach oben revidierten 4,3% (damit liegt sie aktuell oberhalb der Prognosen der RBA-Stabsmitarbeiter von 4,3%). Dies führte zu stärkeren Zinssenkungserwartungen der Geldmarktteilnehmer, die OIS-Forwards preisen für die November-Sitzung nun 18 Bp an geldpolitischer Lockerung ein. Eine Zinssenkung ist unseres Erachtens dennoch keine „ausgemachte Sache“. Sollte die von der RBA beobachtete Trimmed-Mean Inflation tatsächlich bei 2,7% (J/J) verharren, könnte die Notenbank noch weitere Daten abwarten, bevor sie die Zinszügel lockert (z.B. die erstmals vollständigen, monatlichen Inflationszahlen für Oktober). Unsere Prognose ist dennoch, dass die RBA dieses Jahr noch einmal ihren Leitzins senkt und im Frühjahr eine finale geldpolitische Lockerung auf dann 3,10% unternimmt.

Der australische Dollar geriet wie auch bereits der Kiwi-Dollar diese Woche vor dem Hintergrund der erneuten Handelsspannungen zwischen China und den USA gegenüber Euro und US-Dollar unter Abgabedruck und dürfte auch kurzfristig mit Abwärtsrisiken behaftet sein (siehe Grafik mit dem deutlich pessimistischerem AUD-Sentiment). Mittel- und längerfristig trauen wir dem „Aussie“ vor dem Hintergrund der nach wie vor sehr soliden Wachstumsaussichten gegenüber dem US-Dollar Aufwertungspotenzial zu (+12M: 0,69 USD), während er sich gegenüber dem Euro seitwärts bewegen dürfte.

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

Kanada: Vorerst in der Defensive

Die kanadische Wirtschaft zeigt eine moderate Entwicklung, auch wenn sich ihr Wachstum auf 0,9 % J/J verlangsamt hat. Die Inflation ist unter Kontrolle und liegt stabil innerhalb des Zielkorridors der Bank of Canada (BoC) von 1 bis 3 %. Die Arbeitslosenquote ist zwar gestiegen, liegt mit 7,2% aber immer noch auf dem

Langfristig dürfte NZD von konjunktureller Erholung in Neuseeland profitieren

Australische Notenbank (RBA) im Spannungsfeld zwischen hartnäckiger Inflation und abkühlendem Arbeitsmarkt

AUD sollte ebenfalls von relativ starken Wachstumsaussichten gegenüber USD profitieren

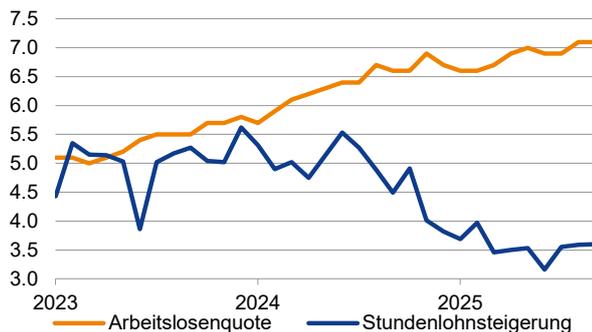
Die kanadische Wirtschaft ist insgesamt nicht schlecht aufgestellt, doch die Währung hat an Boden verloren

Durchschnittsniveau der Jahre vor der Pandemie. Die reale Zinsdifferenz zwischen der Fed und der BoC beträgt 75 Basispunkte und liegt damit unter dem Durchschnitt für das Jahr 2025. Kanada verfügt außerdem über eine stabile Regierung, die im Gegensatz zu den USA reibungslos funktioniert. Trotz alledem hat der kanadische Dollar in den letzten Monaten sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro an Wert verloren.

Ausgehend von den Daten zu spekulativen Positionen aus dem USD/CAD-Futures-Kontrakt des International Monetary Market (IMM), bei dem sich die Anzahl der Short-Positionen seit Ende Juni auf fast 115.000 Kontrakte mehr als verdoppelt hat, lässt sich ein erheblicher Mangel an Vertrauen in Kanada und seiner Währung ableiten (obwohl das Niveau der Short-Positionen noch lange nicht an den Rekordwert von 196.000 aus dem Jahr 2024 heranreicht). Dies könnte u.a. darauf zurückzuführen sein, dass Kanada als stark benachteiligt angesehen wird, da seine Wirtschaft stark mit der der USA verflochten ist und somit von dem von Trump initiierten Zollkrieg negativ beeinflusst wird. Auch wenn Kanada über bessere Bonitätsratings verfügt als sein großer Nachbar, wird es aufgrund seiner vergleichsweise geringen Marktgröße nicht als bedeutender sicherer Hafen wahrgenommen.

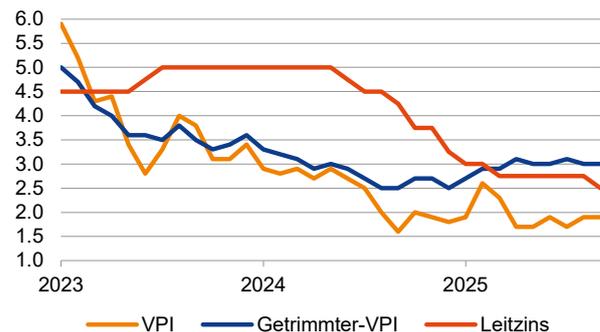
IMM zeigt ein hohes Niveau an spekulativen Netto-Short-Positionen in USD-CAD-Futures

Die Arbeitslosenquote ist stabil. Gleichzeitig hat sich der Rückgang der Stundenlohnsteigerungen in den letzten Monaten leicht umgekehrt.
In %, durchschnittliche Stundenlohnsteigerungsrate in % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Inflation ist unter Kontrolle, aber die BoC muss sich mit einer weiteren Zinssenkung im Jahr 2025 nicht beeilen.
In % J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die BoC hat ihren Leitzins von 3,25% zu Jahresbeginn auf derzeit 2,5% gesenkt. Da sich die Entspannung auf dem Arbeitsmarkt zumindest vorläufig offenbar verlangsamt hat und die Inflation unter Kontrolle ist, spricht vieles dafür, dass die BoC die Zinsen bei ihrer Sitzung am 29. Oktober unverändert lässt. Was die letzte Sitzung des Jahres im Dezember betrifft, wird vieles von den Entwicklungen im Bereich der Zölle und der Konjunktur sowie vom Inhalt des ersten Haushaltsplans der neuen liberalen Regierung abhängen, der am 4. November vorgestellt wird. Es scheint unwahrscheinlich, dass es gewichtige Gründe für eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte geben wird.

Die BoC dürfte ihre Geldpolitik bis 2026 unverändert beibehalten

Dies dürfte ausreichen, damit der kanadische Dollar bis Anfang 2026 einen Teil seiner im Herbst erlittenen Wertverluste wieder wettmachen kann. Langfristig gesehen dürfte die Entwicklung eher von den Ereignissen in den USA und der Eurozone als von Kanada selbst beeinflusst werden, auch wenn es aktuell keinen offensichtlichen Grund für Pessimismus in Bezug auf den Loonie gibt.

Bis zum Jahresende hat der Loonie Spielraum, um einen Teil seiner Verluste wieder aufzuholen

Skandinavien: Kaum noch Leitzinssenkungsfantasie

Die schwedische Regierung hat Ende September den Haushaltsentwurf für 2026 vorgestellt. **Bemerkenswert hierbei ist die Prognose des Finanzministeriums für den Finanzierungssaldo, der sich für das nächste Jahr deutlich von -0,6% auf -2,4% des BIP ausweiten wird.** Lässt man die Covid-Ära außer Betracht, ist dies das höchste Finanzierungsdefizit seit 1996. Der CIPF – Verbraucherpreisindex mit festem Zinssatz – auf den sich die Riksbank fokussiert, ist im September auf 3,1% (J/J) gefallen. Auch die Jahresrate des CPIF ohne Energie sank nunmehr den dritten Monat in Folge auf 2,7%, von zuvor 2,9% und lag damit im Einklang mit der Prognose der Notenbank. **Der deutliche Anstieg der Teuerung im Juni hat sich nun größtenteils wieder umgekehrt und die Vermutung bestätigt, dass die höhere Inflation im Sommer durch vorübergehende Effekte verursacht wurde.** Die Inflationsrate liegt zwar immer noch über dem 2%-Zielwert, dies lässt sich jedoch durch den ungewöhnlichen Warenkorb-Effekt im Januar in Verbindung mit steigenden Lebensmittelpreisen Anfang 2025 erklären. Es gibt viele Anzeichen dafür, dass die Inflation Anfang nächsten Jahres unter den Zielwert fallen wird, wenn die Basiseffekte verschwinden und die Mehrwertsteuer auf Lebensmittel gesenkt wird. Die Tatsache, dass die Inflation weiter sinkt, ist für die Riksbank sicherlich eine große Erleichterung, aber es bedürfte wohl eines relativ starken Rückgangs, damit die Notenbank-Verantwortlichen den Leitzins in naher Zukunft weiter senken werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung bei den nächsten Sitzungen ist zwar sehr gering, aber eine Senkung im Frühjahr oder Sommer kann nicht ausgeschlossen werden, insbesondere wenn sich der Arbeitsmarkt als schwächer als erwartet erweist. Die Wirtschaftsdaten entwickelten sich in den letzten Monaten jedoch recht erfreulich. Wir gehen daher davon aus, dass der Leitzins auf Jahresfrist bei 1,75% unverändert belassen wird. **Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir weitgehend stabile Kapitalmarktrenditen und eine leichte Aufwertung der Krone bzw. einen moderaten Rückgang von EUR-SEK auf 10,90 SEK.**

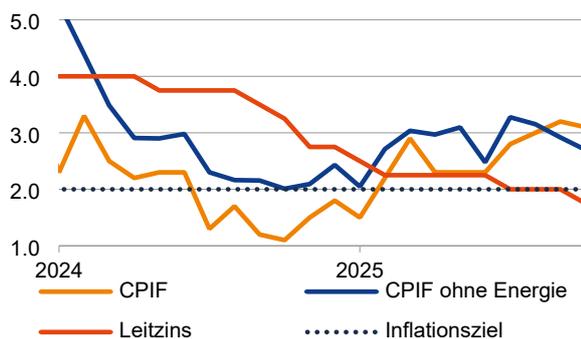
Budgetdefizit dürfte sich merklich ausweiten

Inflation und Kerninflation sinken

Leitzinssenkungszyklus wohl beendet

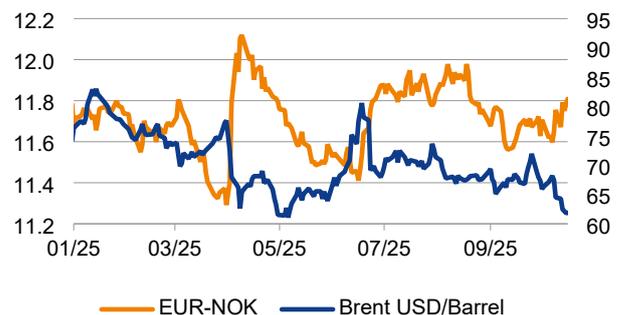
Seitwärtsentwicklung der schwedischen Krone erwartet

Schweden: CPIF-Inflation wieder rückläufig
in %, J/J



Quelle: Bloomberg, Riksbank

Norwegens Krone von schwächeren Rohölpreisen belastet
LS: EUR-NOK; RS: Brent USD/Barrel



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Norges Bank kündigte jüngst an, dass sie im Laufe des Jahres 2026 Zentralbankzertifikate als neues Liquiditätsmanagementinstrument sowohl für Banken als auch für die Öffentlichkeit einführen wird. Als Grund für die Entscheidung nennt die Norges Bank den deutlichen Anstieg der strukturellen Liquidität in den letzten Jahren. Der Einsatz von Zentralbankzertifikaten zum Abzug überschüssiger Liquidität trage dazu bei, die Ziele der Liquiditätspolitik zu erreichen. Die neue Assetklasse steht damit in Konkurrenz zu kurzlaufenden Staatsanleihen aber vor allem zu Einlagen bei Banken. **Die Gesamtinflation in Norwegen stieg im September leicht auf 3,6% im Jahresvergleich, lag aber unter den Erwartungen der Norges Bank.** Mit 3,0% im Jahresvergleich lag die Kerninflation unter den von der Zentralbank erwarteten 3,2%. Wir gehen nicht davon aus, dass dies die Meinung des geldpolitischen Ausschusses stark beeinflussen wird, der kürzlich seine Erwartung deutlich gemacht hat, die Zinssenkungen in den kommenden Jahren sehr langsam vorzunehmen. **Bis zum Jahresende 2026 gehen die Währungshüter nur noch von einer weiteren Leitzinssenkung um 25 Basispunkte auf 3,75% aus und zwei weiteren bis Ende 2028.** Angesichts eines starken Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal, des anhaltend hohen Preisdrucks und des immer noch starken Lohnwachstums, hat die Norges Bank kaum Gründe, das Tempo der Zinssenkungen von ihrem bereits langsamen Zeitplan aus zu erhöhen. **Wir gehen nicht davon aus, dass die Zentralbank den Leitzins vor Sommer 2026 senken wird.** Der Rohölpreis hat in den zurückliegenden drei Wochen um gut 9 USD auf Notierungen um 62,5 USD/Barrel Brent nachgegeben und damit auch die Krone in Mitleidenschaft gezogen. **Beim Rohölpreis dürfte sich auf Sicht der nächsten Monate eine Erholung auf 65 USD einstellen, von der auch die Krone ein Stück weit profitieren sollte. Wir gehen auf Sicht von drei und sechs Monaten von Notierungen in EUR-NOK um 11,65 NOK aus.**

Norges Bank wird zur Liquiditätssteuerung Zentralbankzertifikate einführen

Inflation ebbt noch nicht ab

Leitzinsen dürften sehr langsam sinken

Auf Sicht von drei und sechs Monaten EUR-NOK-Werte um 11,65 NOK erwartet

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

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Auf die Geldpolitik ist Verlass

Auch zu Beginn des vierten Quartals zeigen sich die CE3-Währungen gegenüber dem Euro in solider Verfassung. Dass sie sich derart wacker schlagen, ist neben dem anhaltend **freundlichen Risikosentiment des Marktes** weiterhin dem **festen Euro** geschuldet. Dass zudem die Trump'sche Zollpolitik in den vergangenen Monaten, anders als befürchtet, nicht gänzlich eskaliert ist, dürfte den CE3-Währungen nicht nur über das Sentiment, sondern auch im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung in die Hände gespielt haben. **Auf nationaler Seite profitieren die CE3-Währung nach wie vor von der restriktiven Geldpolitik ihrer Währungshüter.**

Globale Argumente und nationale Geldpolitik stützen weiterhin

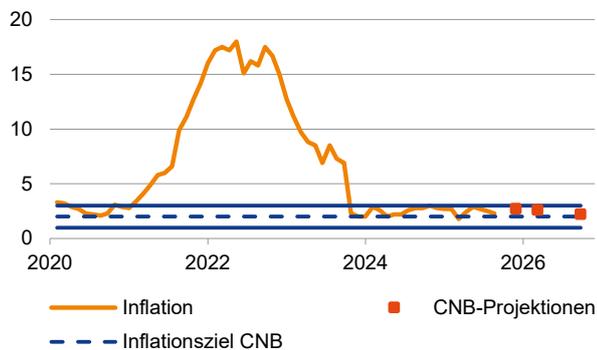
Unserer Einschätzung zufolge dürfte die Leitzinspolitik in den kommenden Wochen neben den globalen Vorgaben weiterhin die Marschrichtung der CE3-Währungen vorgeben. In Polen steht diesbezüglich die Frage im Raum, ob die dortige Zentralbank (NBP) den Leitzins nach der für den Markt überraschend erfolgten Leitzinssenkung im Oktober in diesem Jahr noch ein weiteres Mal senken wird. NBP-Chef Glapinski wollte jüngst einen weiteren Schritt im November nicht ausschließen. Die überraschende Leitzinssenkung von Oktober begründete er mit den freundlicheren Inflationsaussichten. Am aktuellen Rand bewegt sich die dortige Teuerung allerdings noch auf Niveaus, die aus geldpolitischer Sicht nicht zufriedenstellend sein dürften. So verharrte die Gesamtrate im September bei 2,9% (J/J) und damit noch oberhalb des Inflationsziels der NBP von 2,5% (J/J). Auch die Kernrate ist mit 3,2% (J/J) weiterhin zu hoch, zumal die polnische Notenbank jüngst auf die stark steigenden Dienstleistungspreise verwiesen hat. **Wir gehen davon aus, dass die NBP den Leitzins bei ihrer nächsten Sitzung am 5. November noch einmal um 25 Bp auf dann 4,25% senken wird. Dies sollte jedoch der letzte Schritt in diesem Jahr sein. Mit Blick auf 2026 rechnen wir mit weiteren umsichtigen Lockerungen.** Letztendlich rechnen wir damit, dass der polnische Leitzinssenkungszyklus auf Jahressicht im Bereich von 3,50% zum Ende kommen wird. Dies wäre ein im historischen Vergleich hohes und damit weiterhin PLN-stützendes Niveau.

NBP dürfte den Leitzins in diesem Jahr noch einmal senken

In Tschechien wird hingegen das Ende des Leitzinssenkungszyklus bereits derzeit diskutiert. Die dortige Zentralbank (CNB) hat den Leitzins seit Ende 2023 um bislang 350 Bp auf nun 3,50% gesenkt. Seit Mitte des Jahres hält sie das Leitzinsniveau unverändert auf diesem Niveau. **Wenngleich sich CNB-Chef Michl noch alle geldpolitischen Optionen offenhalten will, so herrscht doch marktseitig mehrheitlich die Meinung vor, dass der noch verbleibende Leitzinssenkungsspielraum begrenzt ist.** Diese Einschätzung wird auch durch verschiedene CNB-Kommentare gestützt. Konkret erkennt die CNB zwar an, dass sich die Inflation seit Januar 2024 nahe an ihrem Zielwert von 2% (J/J) bewegt. Jedoch verweist sie zugleich auf diverse Risiken, welche ihrer Ansicht nach weiterhin eine vorsichtige, sprich restriktive Geldpolitik notwendig machen. Konkret führt sie hierbei u.a. den angespannten Arbeitsmarkt und die schnell steigenden Löhne an. Gleichzeitig hebt die CNB die robuste Nachfrage der privaten Haushalte, die anhaltend hohen Dienstleistungspreise sowie die steigenden Immobilienpreise hervor. **Wir gehen daher davon aus, dass die tschechische Notenbank den Leitzins erst auf Sicht von sechs Monaten noch einmal um 25 Bp auf 3,25% senken wird, sollte doch dann die 2%-Marke bei der Inflation in noch greifbarere Nähe gerückt sein. Verharrt die Teuerung in diesem Bereich, schließen wir auf Jahressicht einen finalen Lockerungsschritt auf 3% nicht aus.**

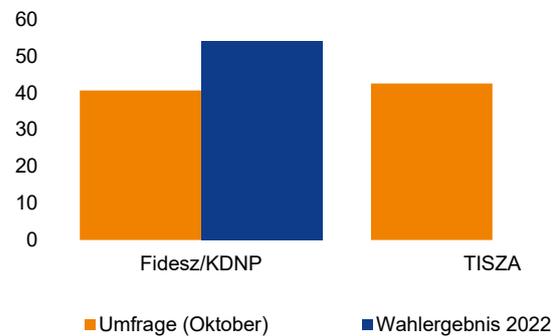
Ausstehender Leitzinssenkungsspielraum der CNB begrenzt

Tschechische Notenbank geldpolitisch äußerst vorsichtig unterwegs Alle Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ungarn: Regierungsbündnis (Fidesz/KDNP) muss um Wiederwahl zittern Alle Werte in %



Quelle: <https://politpro.eu/de/ungarn/wahlumfragen>, DZ BANK

Ungarn: Parlamentswahlen werfen ihre Schatten voraus

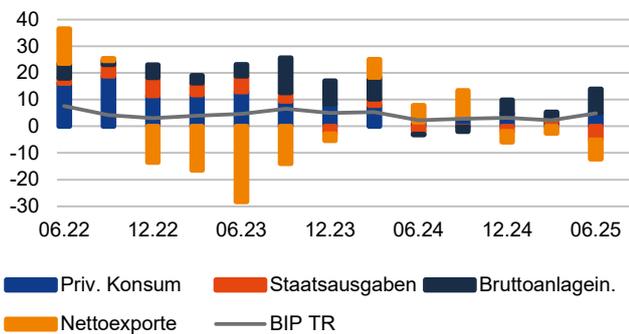
Fidesz von Ministerpräsident Orban liegt in Umfragen knapp hinter der noch recht jungen TISZA

Werfen wir zum Schluss noch einen Blick auf die ungarische Geldpolitik. Anders als ihre polnischen und tschechischen Amtskollegen belassen die dortigen Währungshüter den Leitzins mit Verweis auf Inflationsrisiken seit etwas mehr als einem Jahr unverändert auf dem im historischen Vergleich hohen Niveau von 6,50%. Dieses Leitzinsniveau stößt bei der ungarischen Regierung zunehmend auf Unmut. So ließ Ministerpräsident Orban jüngst wissen, dass er niedrigere Zinsen präferiert. In diese Kerbe schlug zeitnah auch Wirtschaftsminister Nagy, bezeichnete er doch die ungarischen Zinsen als „zu hoch“. Seiner Ansicht nach kann die Notenbank die Stabilität des Forints auch mit niedrigeren Zinsen aufrechterhalten. Unmittelbar nach diesen Äußerungen meldete sich der stellvertretende Vorsitzende der ungarischen Zentralbank (MNB), Kurali, zu Wort und verteidigte die straffe Geldpolitik. Hierbei machte er deutlich, dass die MNB an ihrem Mandat der Preisstabilität festhalten wird und verwies hierbei auf ihre Glaubwürdigkeit. Auch der MNB-Vorsitzende Varga betonte, dass der Fokus der Zentralbank auf Preisstabilität ausgerichtet ist. Sie sei der Schlüssel für die Stabilität des Forints, so Varga weiter.

Dass die von der restriktiven Geldpolitik ausgehenden, konjunkturell bremsenden Effekte der Orban-Regierung zunehmend ein Dorn im Auge sind, verwundert wenig. So stehen im April nächsten Jahres in Ungarn die nächsten Parlamentswahlen auf der Agenda und die Wirtschaft kommt weiterhin nicht in Schwung. Dabei hatte Ministerpräsident Orban den Wählern für dieses Jahr einen „fliegenden Start“ für das Wirtschaftswachstum versprochen. Erschwerend kommt für den ungarischen Regierungschef hinzu, dass seine Fidesz-Partei in Umfragen hinter der noch recht jungen Partei TISZA („Respekt und Freiheit“) liegt. TISZA mit ihrem Vorsitzender Peter Magyar positioniert sich als Mitte-Rechts-Partei mit dem Hauptlogan „Nicht links, nicht rechts, bloß ungarisch“ und versteht sich als politischer Gegenentwurf zur regierenden Fidesz-Partei von Ministerpräsident Orban. Innenpolitisch will die TISZA-Partei die Demokratiedefizite in Ungarn abbauen, die Kontrolle der Medien durch die Regierung aufheben und für die Einhaltung der Rechtsstaatlichkeit eintreten. Außenpolitisch bekennt sie sich klar zur Verankerung Ungarns in der EU und der NATO, will aber ein pragmatisches Verhältnis zu Russland beibehalten und lehnt Waffenlieferungen an die Ukraine ab. Sollte die TISZA-Partei ihren Vorsprung in den Umfragen in den kommenden Monaten halten oder sogar ausbauen und nimmt die ungarische Wirtschaft auch weiterhin nicht Fahrt auf, sollte es nicht verwundern, wenn die geldpolitische Kritik seitens der Politik zum Leidwesen des Forints noch lauter bzw. vehementer wird.

Türkei: Investitionen und privater Konsum als Wachstumsstützen in Q2

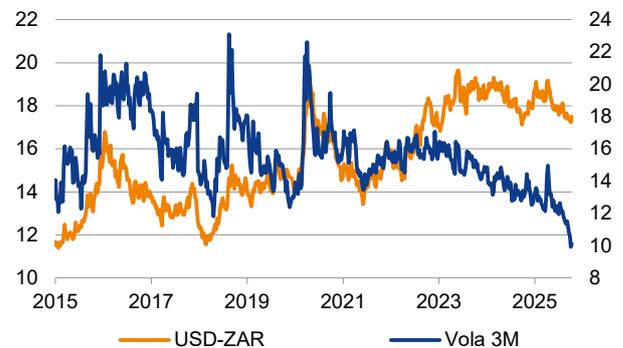
Alle türkischen BIP-Komponenten in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Markt ist sehr optimistisch bezüglich der künftigen Stabilität des Rand

LS: USD-ZAR; RS Impl. Vola. von USD-ZAR Optionen



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Mit **Rekordpreisen von über 4.000 USD** je Unze machte in den letzten Wochen der Goldpreis Schlagzeilen. Gold gehörte im ersten Halbjahr mit einem Anteil von rund 8,5% an den gesamten Exporterlösen zu den wichtigsten Devisenbringern Südafrikas, ein Anteil der bei den hohen Preisen noch steigen dürfte. Kaum steigen wird allerdings das Produktionsvolumen. Aufgrund der immer schwieriger werdenden Förderbedingungen befindet sich die Produktion bereits seit Jahrzehnten auf dem Rückzug. Wurden 2005 noch 296 Tonnen gefördert, waren es im letzten Jahr nur noch 90 Tonnen. **Wichtiger als Gold sind die Metalle der Platingruppe** (neben Platin sind Palladium und Rhodium von größerer Bedeutung), deren Preise sind in diesem Jahr sogar noch stärker gestiegen als der Goldpreis. Die Rohstoffpreise trugen damit zu der festeren Tendenz beim Rand bei. Für Gold wird angesichts des Rekordpreises die Luft möglicherweise dünner, wir haben aber immer noch eine positive Einschätzung zum Goldpreis. Platin und Co haben bis zu ihren historischen Höchstständen noch deutlich mehr Luft nach oben. Die Finanzmärkte gehen angesichts der Unterstützung durch die Rohstoffpreise von einem ungewöhnlich stabilen Rand aus. Sichtbar ist dies an der impliziten Volatilität von Optionen auf USD-ZAR, die zeitweise auf dem niedrigsten Niveau seit 2001 lag. Diese „Sorglosigkeit“ der Finanzmärkte könnte bei Enttäuschungen aber auch heftige Reaktionen auslösen, die bereits die letzte Woche zeigte. Historisch gehört der Rand zu den Währungen mit ausgeprägten Schwankungen und entsprechend auch einer höheren impliziten Volatilität als die meisten der von uns betrachteten Währungen. Mit der von der South African Reserve Bank verkündeten künftigen Orientierung an der Untergrenze der Zielspanne für die Inflation von 3% bis 6% sind grundsätzlich moderatere Schwankungen der Währung zwar vernünftig, ob der Rückgang der letzten Monate angemessen ist, erscheint jedoch fraglich. So liegt die implizite Volatilität von Optionen auf den USD-ZAR-Kurs nur noch wenig höher als bei vergleichweisen Optionen für Yen und den skandinavischen Währungen. Der darin zum Ausdruck kommende **Optimismus dürfte etwas übertrieben sein**, woraus sich auch Risiken für den Rand ergeben. Zudem bleibt das wirtschaftliche Umfeld in Südafrika trotz der erfreulichen Edelmetallpreise herausfordernd. So konnten die jüngsten Konjunkturdaten für den August nicht überzeugen.

Edelmetalle helfen dem Rand, aber der Optimismus am Devisenmarkt dürfte übertrieben sein

Finanzmärkte gehen angesichts der Unterstützung durch die Rohstoffpreise von einem ungewöhnlich stabilen Rand aus

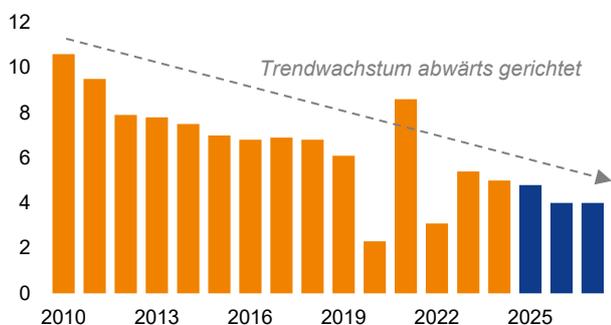
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082
Stefan Grothaus, ANALYST, +49 (0)211 778 3434

China: Handelsstreit flammt wieder auf – der Yuan bleibt gelassen

Wie zu befürchten war, hielt der handelspolitische Waffenstillstand zwischen den USA und China nicht lange. Inmitten des handelspolitischen Schlagabtauschs droht eine wichtige Veröffentlichung unterzugehen. **Am 20. Oktober legt Chinas Statistikbehörde die Wachstumsdaten für das dritte Quartal vor.** Das wird das erste Quartal sein, das weder von Vorzieheffekten (Q1) noch von der Eskalation nach dem US-Liberation Day (Q2) verzerrt ist. Trotz der hohen US-Zölle haben sich Chinas Exporte in den letzten Monaten überraschend gut gehalten. Im September sind die Ausfuhren um stolze 8,3% (J/J) gestiegen und konnten damit den Einbruch beim Handel mit den USA kompensieren (Exporte in USA: -27%, J/J). Maßgeblich für die (wider Erwarten) hohe Widerstandsfähigkeit waren zum einen die hohe Nachfrage nach Technologiegütern und der geringe Vorjahreswert. Zum anderen gelingt es Chinas Exporteuren, die Ausfuhren für die USA über Drittländer umzuleiten sowie neue Absatzmärkte zu erschließen. Die Exporte nach Afrika sind um 56% gestiegen, die nach Europa und Asien um 8,2% bzw. 14,7% (J/J). Chinas Binnenwirtschaft kann dagegen kaum Positives vermelden. Ein deutlicher Angebotsüberhang lässt Gewinnmargen und Preise fallen, und gegen die Überkapazitäten in der Produktion hat Peking immer noch kein probates Mittel gefunden. **Mit Blick auf die kommenden beiden Jahre sollte sich Chinas Wirtschaft stabilisieren und den Zollschock verdauen.** Mit erwarteten 4,0% (J/J, 2026 und 2027) fordert allerdings der **demografisch bedingte Rückgang des Potenzialwachstums** seinen Tribut und unterstreicht den Trend zu niedrigeren BIP-Raten.

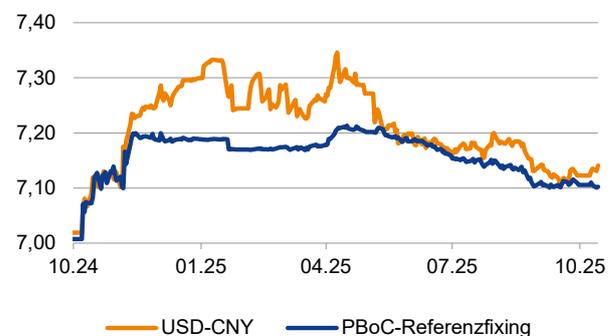
Außenhandel legt trotz Zollbelastung stark zu

Wirtschaft verdaut Zollschock und stabilisiert sich auf niedrigem Niveau
BIP-Wachstum und Prognose DZ BANK (J/J) in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Peking hält an Yuan-Stabilisierung fest
USD-CNY: Marktkurs und tägliches Referenzfixing der PBoC



Quelle: PBoC, Bloomberg, DZ BANK

Das größte Risiko für den Yuan geht von der frischen Eskalation des Zollkriegs mit den USA aus, wo sich derzeit die Gemüter hochschaukeln: Als Reaktion auf US-Restriktionen im Chip-Sektor hat China seine Exportkontrollen für Seltene Erden ausgeweitet, was Trump mit einer 100%-Zoll-Drohung beantwortet hat, die wiederum zu chinesischen Hafengebühren auf US-Schiffe geführt haben. **Beide Seiten finden markante Worte und demonstrieren Stärke ohne Rücksicht auf Verluste. Wie viel dieser Drohkulisse dauerhaft umgesetzt wird, steht auf einem anderen Blatt.** Ende Oktober ist ein Treffen der Staatsoberhäupter Trump und Xi geplant; bezeichnenderweise sollen auch die 100%-US-Zölle erst ab 1. November gelten. Das spricht dafür, dass in den nächsten Wochen die handelspolitischen Säbel auf beiden Seiten laut rasseln, bevor es dann zum „großen Durchbruch“ beim persönlichen Treffen kommt. In diese Sicherheit wiegt sich auch der Yuan, der auf die jüngsten Entwicklungen nur mit moderater Schwäche reagiert hat und **keine Anstalten**

Echte Eskalation? Oder nur taktisches Manöver vor Gipfeltreffen und KP-Plenum?

macht, einen kompetitiven Abwertungswettlauf starten zu wollen. Diese Stabilität dürfte auch dem **vierten Plenum der Kommunistischen Partei geschuldet sein, das vom 20. bis 23. Oktober abgehalten wird. Das Treffen gilt als richtungsweisend für den nächsten Fünf-Jahresplan,** zentrales Thema dürfte die künftige Linie im Handelsstreit mit den USA sein. Konkrete Details zu den Plänen sind nicht vor Anfang 2026 zu erwarten; allgemeine Aussagen zur Währungspolitik (Erneuerung des Versprechen zur Yuan-Stabilität) könnten schon nächste Woche kommen.

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

Brasilien & Mexiko: Beziehungen zu den USA im Blickfeld

Ein **erstes Telefongespräch zwischen dem Präsidenten der USA und Brasiliens verlief nach Aussagen beider Seiten erfreulich** und man will in Kontakt bleiben. Eine Lösung für den Straffzoll von insgesamt 50% auf die meisten brasilianischen Exporte in die USA wurde aber noch nicht gefunden. Eine weitere Eskalation scheint aber nicht im Interesse beider Seiten zu sein. Verlierer dieser Annäherung dürfte Ex-Präsident Bolsonaro sein, der nicht mehr auf weiteren Druck der USA hoffen kann. Auch wenn dieses Thema etwas aus den Schlagzeilen gerückt ist, laufen im Parlament noch Bestrebungen eine Amnestie für Bolsonaro und andere zu beschließen. Wichtiger für Parlament und Regierung sind derzeit einige fiskalische Initiativen. Während sich die Regierung bei dem Vorhaben, Einkommen unter 5000 Real steuerfrei zu stellen zumindest im Abgeordnetenhaus durchsetzen konnte, musste sie bei anderen steuerlichen Vorhaben, die die Einnahmenseite verbessert hätten, einen Rückschlag erleiden. Mit Blick auf die Wahlen im Oktober kommenden Jahres scheinen sich **fiskalisch expansive Maßnahmen derzeit einfacher durchsetzen zu lassen.** Für die **Haushaltsslage sind dies aber keine guten Vorzeichen.** Der Real hatte in der Vergangenheit oftmals deutlich verschnupft auf eine fiskalische Eintrübung reagiert. In den Außenhandelszahlen scheinen die US-Zölle bereits Spuren zu hinterlassen. Die Exporte in die USA gaben im August um 18,5% gegenüber dem Vorjahr nach, allerdings konnte dies ausgeglichen werden, sodass sowohl im August als auch im September die Exporte insgesamt über dem Vorjahresniveau lagen. Vor allem die Lieferungen nach China legten zu. Jedoch ist zu beachten, dass bei den Außenhandelszahlen Ausreißer möglich sind und die Daten eines Monats nicht überbewertet werden sollten. Im August konnten Industrieproduktion und Umsätze im Einzelhandel und bei Dienstleistern allesamt zulegen. Die sich zuvor abzeichnende deutliche **Abkühlung zur Jahresmitte fällt damit weniger drastisch aus** als zu befürchten war. Der Banco Central do Brasil dürfte aber vor allem gefallen haben, dass die **Indikatoren für den Preisaufrtrieb im August eine abflachende Dynamik** anzeigten. Dies lässt auch den leichten Anstieg der Gesamtrate von 5,13% (J/J) auf 5,17% (J/J) verkraftbar erscheinen. Wichtig dürfte auch sein, dass die im Rahmen der wöchentlichen Erhebung der Notenbank ermittelten Inflationserwartungen wieder rückläufig waren. Die Vertreter der Notenbank betonen, noch eine längere Zeit an dem hohen Leitzins von 15% festhalten zu wollen. Gleichwohl dürfte eine erste Zinssenkung näher rücken. Bei den zwei ausstehenden Zinsentscheidungen in diesem Jahr ist eine Lockerung noch nicht zu erwarten. Nach einer **ersten Zinssenkung, möglicherweise schon Ende Januar,** ist mit einer ganzen Serie von Lockerungsschritten zu rechnen, auch wenn das Inflationsziel (3%) im kommenden Jahr noch deutlich verfehlt werden dürfte. Damit wird zwar der üppige Zinsvorsprung gegenüber Dollar und Euro abschmelzen, er sollte aber auf absehbare Zeit so groß bleiben, dass er der Währung hilft.

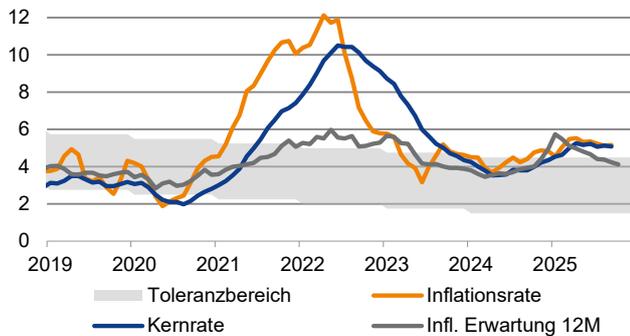
Bolsonaro etwas aus dem Blickfeld nun bewegt die Fiskalpolitik

US-Zölle könnten bereits Spuren hinterlassen haben, ansonsten aber etwas bessere Daten als zuvor

Kritischer für den Real ist dagegen die unklare fiskalische Perspektive zu sehen. Die Unsicherheiten im Vorfeld der Wahlen dürften ebenfalls belasten.

Inflationserwartungen in Brasilien rückläufig, nun müssen die Daten folgen

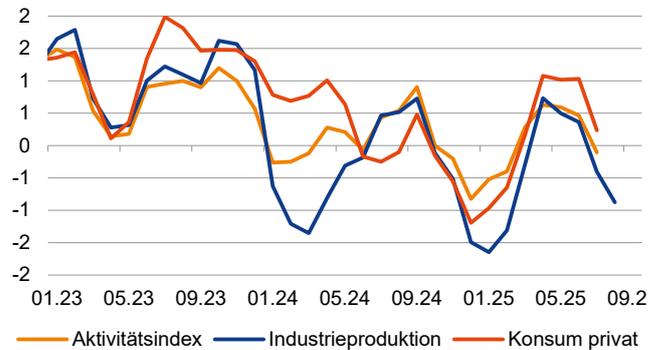
J/J in %; Kernrate: Mittel aus 5 Indikatoren



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

In Mexiko zeichnet sich schwächeres Wachstum ab

3M/3M in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

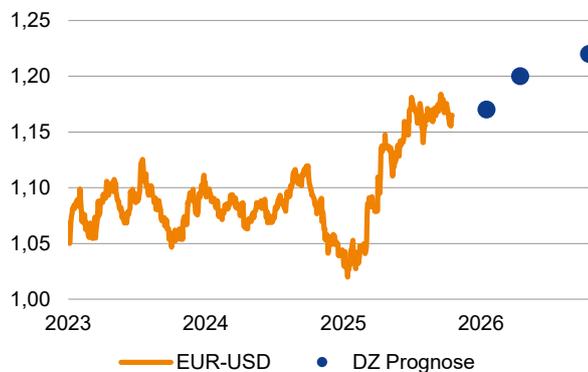
Nachdem die mexikanische Wirtschaft das zweite Quartal trotz den von der US-Zollpolitik ausgehenden Unsicherheiten gut bewältigen konnte, fielen die **Wirtschaftsdaten zum Auftakt des dritten Quartals deutlich trüber** aus. Der Aktivitätsindikator für die Gesamtwirtschaft sackte im Juli um 0,9% (M/M) ab und die Industrieproduktion gab zudem im August weiter nach. Zahlen aus der für Mexiko wichtigen Autoindustrie sind üblicherweise besonders schnell verfügbar und hier machen die Daten für das gesamte dritte Quartal Hoffnung. Auch die Stimmungskennzeichen zeigten in den letzten Monaten eher eine Seitwärtsbewegung. Die Außenhandelszahlen wiesen zumindest bis August noch keine negativen Folgen der veränderten US-Politik aus. Noch sind aber nicht alle angekündigten US-Zölle in Kraft, zudem hofft die mexikanische Seite auf weitere Ausnahmen. Entscheidend für die künftigen Handelsbeziehungen ist aber die **Neuverhandlung/Überprüfung des Freihandelsabkommens mit den USA und Kanada**, die eigentlich erst für das kommende Jahr vorgesehen ist, aber bereits jetzt begonnen hat. Die US-Seite übermittelte eine 50 Punkte-Liste mit Bereichen, in denen Mexiko sich nicht an die Vereinbarungen halte. Grundsätzliches Ziel der US-Politik ist es möglichst viel Produktion ins eigene Land zu verlagern. Um dabei jedoch wettbewerbsfähig zu sein, sind US-Unternehmen auf günstige Vorprodukte angewiesen. Aus letzterem resultieren die Hoffnungen Mexikos, dass eine Neufassung des Freihandelsabkommens nicht zu viel an den bestehenden Verhältnissen ändert. Geldpolitisch blieb die Banco de México auch im September auf ihrem Lockerungskurs und senkte den Leitzins um 25 Bp auf 7,5%. Hinzu kam, dass eine Fortsetzung dieser Politik angedeutet wurde. Entsprechend ist auch bei der kommenden Sitzung Anfang November mit einer Senkung zu rechnen. Damit wäre die Geldpolitik aber nicht mehr eindeutig restriktiv, zumindest bei einem Vergleich des realen Leitzinses mit seinem neutralen Niveau. Abgesehen von den üblichen Wirkungsverzögerungen der in der Vergangenheit bremsenden Politik wird es damit aber immer schwieriger weitere Fortschritte bei der Eindämmung des Preisauftriebs zu erzielen. Die Kernrate mit zuletzt 4,3% (J/J) deutet darauf hin, dass dieser zuletzt noch oberhalb der Inflationsrate von 3,8% (J/J) lag. Dem Peso scheint der geldpolitische Lockerungskurs aber (noch) nichts anhaben zu können.

Verhandlungen mit den USA zu den künftigen Handelsbeziehungen wichtig

Preisauftrieb zu hoch, aber Notenbank bleibt bei Zinssenkungen

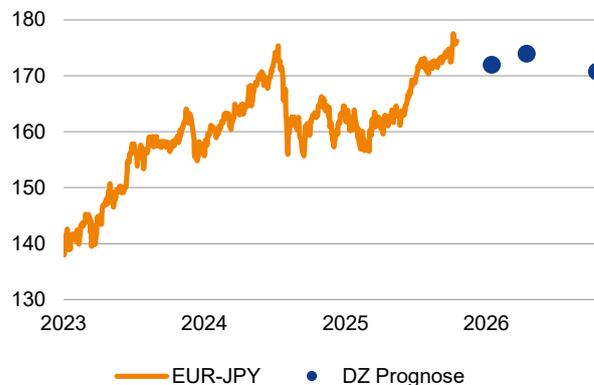
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



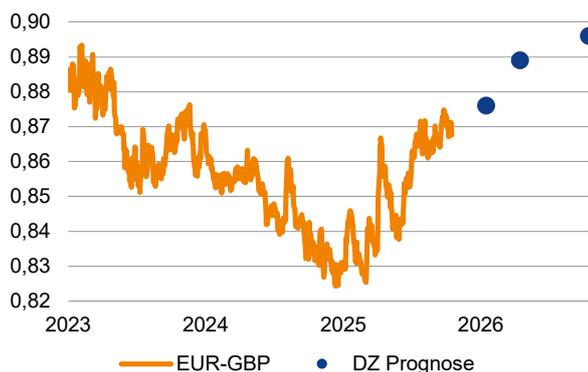
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



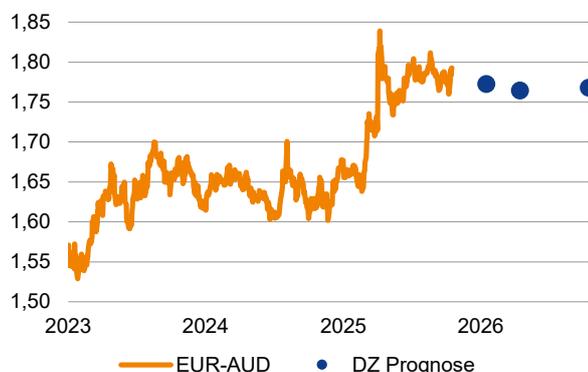
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



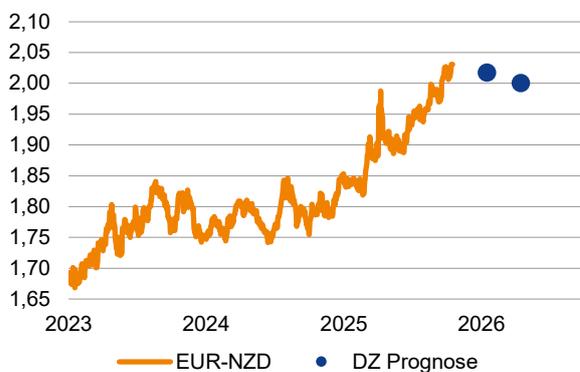
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



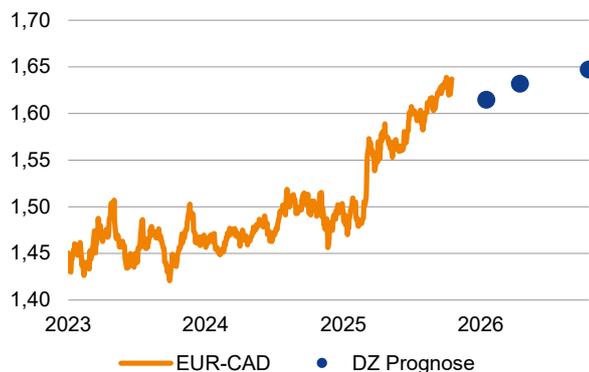
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



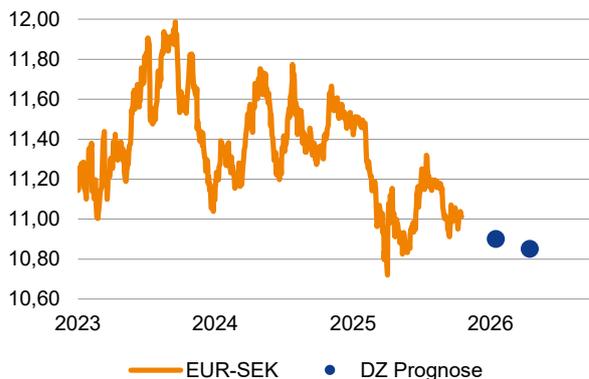
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



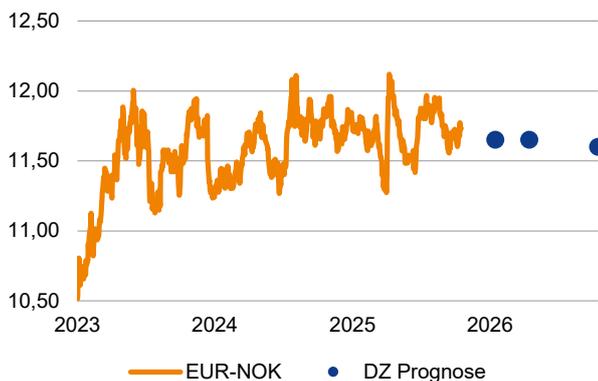
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



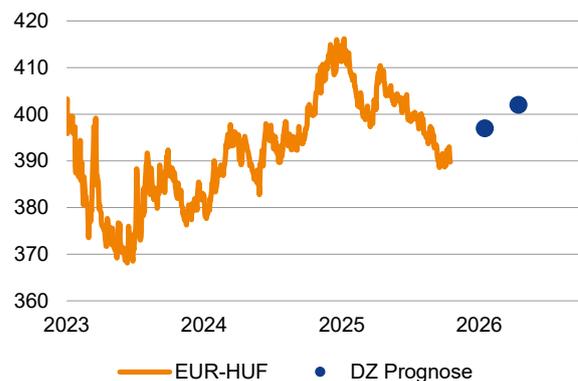
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



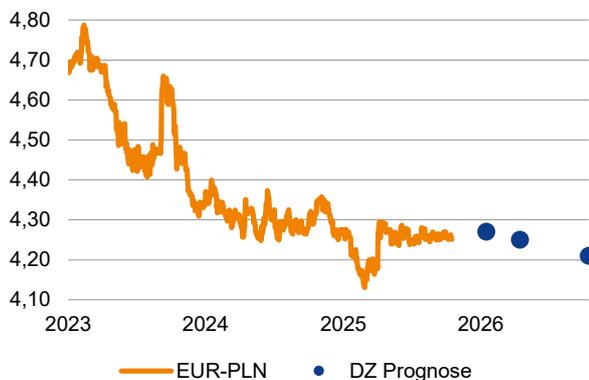
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



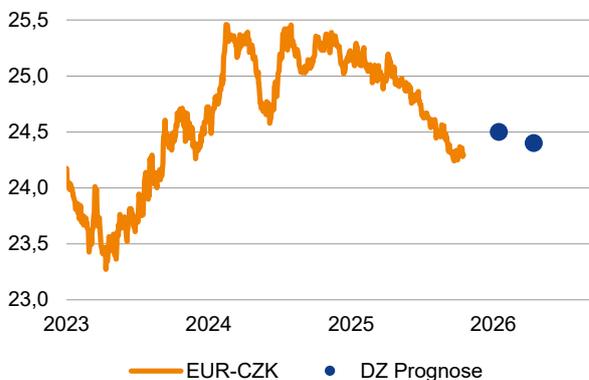
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



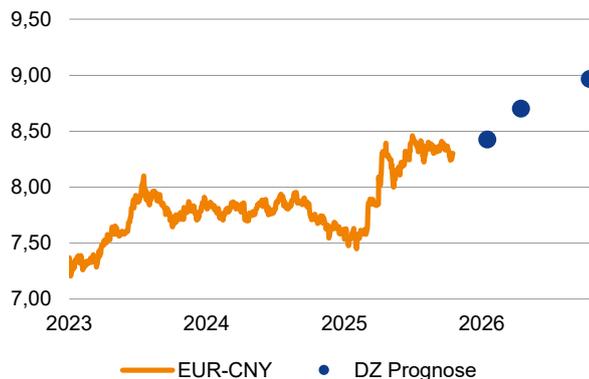
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



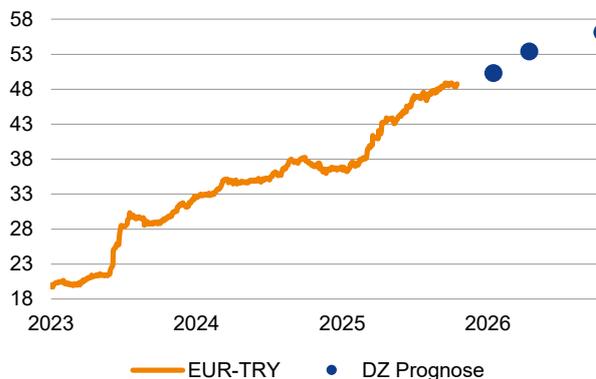
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



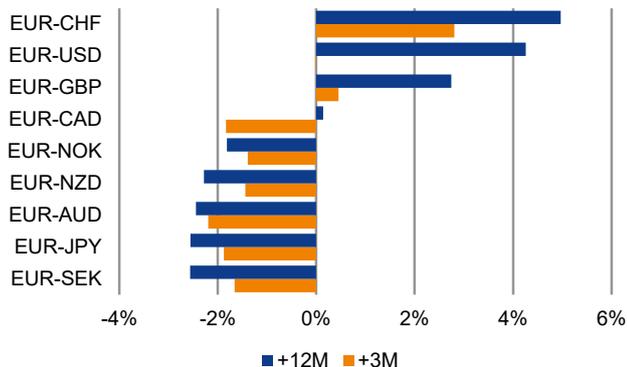
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



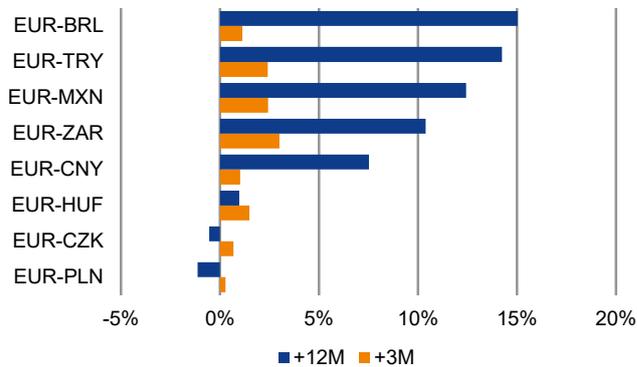
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

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	1,1702	1,17	1,20	1,22
EUR/GBP	0,8721	0,88	0,89	0,90
EUR/JPY	175,28	172	174	171
EUR/CHF	0,9241	0,95	0,96	0,97
EUR/AUD	1,8125	1,77	1,76	1,77
EUR/NZD	2,0467	2,02	2,00	2,00
EUR/CAD	1,6447	1,61	1,63	1,65
EUR/NOK	11,81	11,65	11,65	11,60
EUR/SEK	11,08	10,9	10,9	10,8
EUR/PLN	4,2585	4,27	4,25	4,21
EUR/CZK	24,33	24,5	24,4	24,2
EUR/HUF	391,2	397	402	395
EUR/TRY	49,12	50,3	53,4	56,1
EUR/ZAR	20,45	21,1	21,6	22,6
EUR/CNY	8,3396	8,42	8,70	8,97
EUR/BRL	6,3637	6,44	6,96	7,32
EUR/MXN	21,70	22,2	23,4	24,4

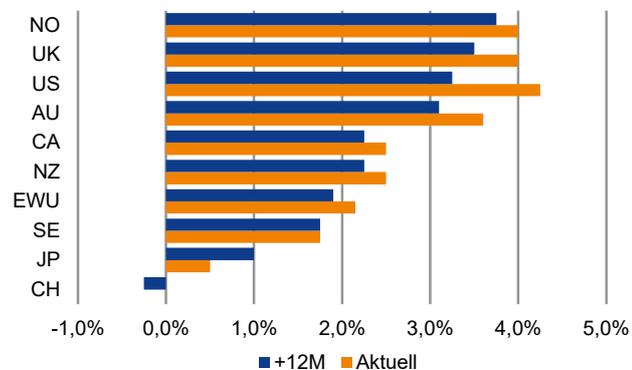
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1702	1,17	1,20	1,22
GBP/USD	1,3419	1,34	1,35	1,36
USD/JPY	149,79	147	145	140
USD/CHF	0,7897	0,81	0,80	0,80
AUD/USD	0,6456	0,66	0,68	0,69
NZD/USD	0,5717	0,58	0,60	0,61
USD/CAD	1,4055	1,38	1,36	1,35
USD/NOK	10,10	9,96	9,71	9,51
USD/SEK	9,47	9,3	9,0	8,9
USD/PLN	3,6391	3,65	3,54	3,45
USD/CZK	20,79	20,9	20,3	19,8
USD/HUF	334,3	339	335	324
USD/TRY	41,98	43,0	44,5	46,0
USD/ZAR	17,47	18,0	18,0	18,5
USD/CNY	7,1266	7,20	7,25	7,35
USD/BRL	5,4381	5,50	5,80	6,00
USD/MXN	18,55	19,0	19,5	20,0

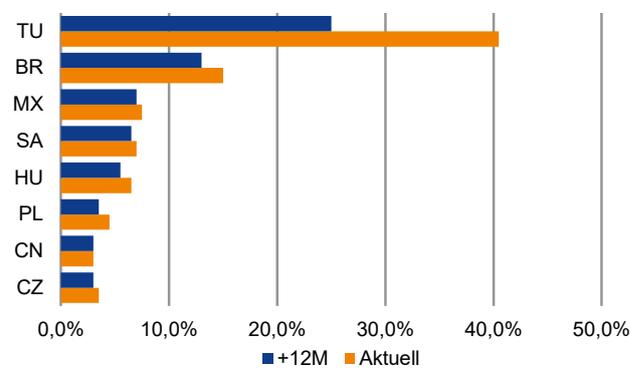
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	0,8	1,4	0,9	0,5	0,2	0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,0	1,9	2,1	1,9	1,7	1,7	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,1	-3,3	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,0	2,7	2,8				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	1,8	2,1	2,1	1,7	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	2,9	3,3	2,6	2,9	3,3	3,4	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,4	-7,6	-7,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-4,0	-3,2	-3,1				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,0	0,6	0,7	0,7	0,2	0,2	0,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	1,8	1,7	3,0	2,0	1,7	1,8
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-3,5	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,9	4,9	4,5				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	0,9	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	2,5	2,1	3,9	3,4	3,1	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-3,6	-2,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-3,0	-2,8				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,4	1,7	0,8	0,2	-0,6	-0,4
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,1	0,0	-0,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	2,9	4,4				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,5	2,2	2,2	1,6	1,4	1,7	1,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,6	2,5	2,5	2,9	2,6	2,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-2,2	-1,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,4	-3,9	-4,0				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	2,5	3,3	1,1	1,2	1,0	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	2,6	2,0	2,0	2,8	2,6	2,2	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-3,2	-2,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,5	-3,8	-4,6				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,9	0,8	1,8	-1,2	0,8	1,2	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	1,8	2,0	2,2	1,8	1,4	1,4	1,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-3,8	-3,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,4	-2,2	-1,9				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	2,3	2,1	1,3	1,4	2,2	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	1,4	2,1	0,8	0,7	0,8	1,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-1,5	-1,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	5,6	5,3	5,3				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	-0,1	0,7	0,6	0,2	1,2	1,3	0,5
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	2,4	2,0	3,5	3,4	3,0	2,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	14,2	12,2	11,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	15,3	9,7	7,3				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,2	2,8	2,9	3,4	2,6	2,6	2,6
Inflation (in % gg. Vj.)	4,0	3,0	2,6	3,2	3,1	2,9	3,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-6,6	-6,4	-5,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,8	-0,9	-0,6				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,6	2,2	2,6	1,3	1,2	1,9	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	4,5	3,6	3,2	4,3	4,1	3,1	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,5	-4,3	-3,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,6	2,0	1,4				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,2	2,3	2,5	2,1	1,8	1,8	2,1
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,2	2,3	2,5	2,4	2,3	2,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-2,3	-2,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	0,9	0,6				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,5	3,5	3,7	3,8	3,0	3,4	2,7
Inflation (in % gg. Vj.)	34,4	24,0	18,1	32,6	29,3	27,0	25,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,6	-2,1	-1,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,1	-2,4	-2,3				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,4	1,6	1,4	1,2	1,5	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	3,9	3,7	3,4	3,7	3,9	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-4,5	-4,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,1	-0,3	-0,7				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	4,8	4,0	4,0	4,8	3,9	3,7	3,9
Inflation (in % gg. Vj.)	0,1	0,8	1,3	-0,1	0,6	0,7	0,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,6	-8,5	-8,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,2	1,6	1,3				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,4	1,5	1,9	1,4	1,8	0,9	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	5,1	4,3	3,6	5,1	4,8	4,5	4,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,6	-10,4	-8,7				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,3	-2,9	-2,7				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,4	2,0	0,1	0,9	1,1	1,0
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,0	-3,8	-3,5				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,7	-0,1	-0,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), 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, 2025 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 von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen Conflicts of Interest Policy erstellt.

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

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

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

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

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

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische 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, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. RECHTLICHE HINWEISE

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

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

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

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

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainabilitys

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

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

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

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

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

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

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