



# Blickpunkt Budget 2024



Vorwort	3
Executive Summary	4
Regionen im Blickfeld	8
Deutschland	8
Eurozone	13
USA	17
Japan	21
Vereinigtes Königreich	25
Schweiz	29
Skandinavien	33
Dollar-Block	37
Osteuropa	41
China	45
Emerging Markets	50
Finanzmarktprognosen	53
Wichtige Hinweise	54



## Dr. Jan-Philipp Gillmann

### Leiter Unternehmenskunden

Die deutsche Wirtschaft steht am Scheideweg: Auf der einen Seite ist es 2023 gelungen, den befürchteten Abschwung abzufedern – was angesichts des Kriegs in der Ukraine, der Unsicherheit rund um die Energieversorgung und der stark gestiegenen Inflation keine Selbstverständlichkeit ist.

Auf der anderen Seite sieht sich der deutsche Mittelstand auch 2024 mit zahlreichen Herausforderungen konfrontiert: Die hohen Energiepreise gefährden die Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandorts Deutschlands. Der Kampf gegen die Inflation im Euro-Raum trägt zwar Früchte, die Zinsen werden allerdings bis auf weiteres hoch bleiben, was die Investitionsbereitschaft hemmt.

Zugleich schwächelt die Weltkonjunktur, wichtige Exportmärkte wie China und die USA kämpfen mit eigenen Problemen und fallen als Wachstumsmotoren teilweise aus. Geopolitische Konflikte hemmen den globalen Handel und zwingen deutsche Unternehmen dazu, ihre Lieferketten zu überdenken. Versorgungssicherheit gewinnt an Bedeutung – insbesondere, wenn es um wichtige Rohstoffe und Vorprodukte geht, die für die Digitalisierung und die Dekarbonisierung der hiesigen Wirtschaft notwendig sind.

Und damit sind wir bei den Chancen für den deutschen Mittelstand: Die digitale und nachhaltige Transformation ist nicht nur ein Kraftakt, bei dessen Finanzierung wir als Bank die deutsche Wirtschaft unterstützen. Sie eröffnet auch neue Geschäftspotentiale, die es zu verwirklichen gilt. Dafür stehen wir Ihnen auch in diesen ungewissen Zeiten als Partner mit ehrlichem Rat, inspirierenden Ideen und maßgeschneiderten Lösungen eng zur Seite.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen für das kommende Jahr viel Erfolg und Zuversicht!



## Dr. Ulrich Stephan

### Chief Investment Officer Germany

Die geldpolitische Straffung der großen Notenbanken EZB und Fed zeigt Wirkung. Die Verbraucherpreisinflation ist von ihren Höchstständen bereits deutlich zurückgegangen. Der zugrunde liegende Inflationsdruck dürfte jedoch hoch bleiben. Angesichts der sich abkühlenden Wirtschaft gehe ich davon aus, dass die Notenbanken im Laufe des Jahres 2024 beginnen werden, einen neutralen geldpolitischen Kurs einzuschlagen.

Ich gehe davon aus, dass es in den USA noch zu einer Rezession von relativ kurzer Dauer kommen kann. Im Laufe des Jahres 2024 sollte die Wirtschaft auf beiden Seiten des Atlantiks wieder auf dem Weg der Besserung sein. Zudem zeichnen sich bereits einige weitere spannende Herausforderungen ab. An erster Stelle steht die US-Präsidentenwahl. Wer auch immer ins Weiße Haus einzieht, wird die Wirtschaftspolitik der USA prägen und die (Geo-)Politik u.a. zwischen den USA und China bestimmen.

Neben den geopolitischen Spannungen dürften das chinesische Wirtschaftswachstum das niedrige Aktivitätsniveau und die stagnierende Erholung des Immobiliensektors belasten. Ich gehe jedoch nicht von einem Wachstumseinbruch aus, da staatliche Maßnahmen den Immobiliensektor stabilisieren und den Konsum ankurbeln dürften.

Im Fokus bleiben aber auch strukturelle Themen wie Klimaschutz, Energiewende, KI oder Demografie und die damit verbundenen Herausforderungen und Chancen. Insgesamt beginnt das neue Jahr mit besseren Aussichten, aber trotz der Chancen müssen wir wachsam bleiben und uns den Herausforderungen stellen, die sicherlich auf uns zukommen. Für das kommende Jahr wünsche ich Ihnen viel Erfolg und gutes Gelingen!

Herzlichst,

Jan-Philipp Gillmann

Dr. Ulrich Stephan

# Executive Summary



Die ersten neun Monate des Jahres 2023 entsprachen in mancher Hinsicht nicht dem, was man aus ökonomischer Sicht bzw. nach den Lehrbüchern der Volkswirtschaftslehre im Vorfeld hätte erwarten können. In den USA hat die Notenbank Fed die Leitzinsen mit 5,25 bis 5,50 Prozent auf ein Niveau angehoben, welches man sich Mitte 2022 kaum hätte vorstellen können. Dennoch zeigte sich die Konjunktur gerade in den USA robuster, als die meisten Marktteilnehmer in ihren Jahresausblicken erwartet hatten. Die mehrheitlich prognostizierte kurze und milde Rezession blieb aus – vielmehr wuchs die US-Wirtschaft in den ersten beiden Quartalen annualisiert um jeweils rund zwei Prozent.

Damit hat sie den Euroraum wiederum deutlich abgehängt. Hier stagnierte die Wirtschaft trotz ausgebliebener Energiekrise im Winterhalbjahr. Vor allem Deutschland enttäuschte. Frühindikatoren wie der Ifo-Index und die Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass auch im weiteren Jahresverlauf die Bäume nicht in den Himmel wachsen werden. Ungelöst bleibt das Problem der vergleichsweise hohen Energiepreise in Deutschland und vielen anderen Ländern des Euroraums, die insbesondere die Industrie, aber auch Dienstleistungsunternehmen belasten.

In der Eurozone hielten sich die Verbraucher aufgrund der anhaltend hohen Inflation bislang zurück. Die Sparquote stieg in Deutschland auf das höchste Niveau seit 2011. Robuste Lohnerhöhungen, insbesondere in einigen Dienstleistungsunternehmen und im öffentlichen Dienst, dürften die Einzelhandelsumsätze im kommenden Jahr beleben. Allerdings ist aus Sicht der Unternehmen zu befürchten, dass diese Lohnerhöhungen nicht in vollem Umfang weitergegeben werden können. Aus Sicht der EZB wiederum bleibt die Sorge vor einer Lohn-Preis-Spirale bestehen.

Denn – auch das dürften viele Ökonomen nicht erwartet haben – trotz hoher Energiepreise und steigender Kosten sowie einer befürchteten Insolvenzwelle in vielen Staaten der Eurozone ist die Arbeitslosenquote der Eurozone auf den niedrigsten Stand seit Bestehen unserer Gemeinschaftswährung gesunken. Fachkräftemangel und demografischer Wandel führen dazu, dass viele Unternehmen ihren Personalbestand so lange wie möglich auf hohem Niveau halten – aus Sorge, dass es in Zukunft schwieriger werden könnte, geeignete Arbeitskräfte zu finden. Gerade in dieser Hinsicht dürfte auch die Politik in Hinblick auf Anwerbung ausländischer Arbeitnehmer noch einige Hausaufgaben zu erledigen haben.

Auch in den USA blieb der Arbeitsmarkt bemerkenswert angespannt. Zuletzt gab es aber Anzeichen für eine leichte Entspannung – die Zahl der neu geschaffenen Stellen fiel drei Monate in Folge unter die Marke von 200.000. Auch die offenen Stellen gehen laut JOLTS-Report allmählich auf das Vorkrisenniveau zurück.

Die EZB, die Fed und die Bank of England blieben auf ihrem außergewöhnlich starken geldpolitischen Straffungskurs, wenngleich sie nun am Ende ihrer Zinserhöhungszyklen angekommen sein dürften. Die spannende Frage für 2024 dürfte sein, welche Notenbank wann die Zinswende einleitet. Einiges spricht dafür, dass die Fed dazu schneller bereit sein könnte als die EZB oder die Bank of England.

# Executive Summary



Nicht wenige Analysten tappten in den ersten Monaten des Jahres 2023 in eine Art „Euphoriefalle“. Für viele unerwartet beendete die chinesische Regierung ihre strikte Null-Covid-Politik nicht erst nach den Neujahrsfeierlichkeiten, sondern bereits zum Ende des vergangenen Jahres. Statt des erwarteten Nachholbedarfs übten sich die chinesischen Haushalte beim Güterkonsum in Enthaltsamkeit. Die Sparquote ist auf ein Rekordniveau gestiegen und die Verbraucher scheinen sich über die Aussichten für die Zukunft unsicher zu sein.

Obwohl auch in China der demografische Wandel unerbittlich an die Tür klopft, kletterte die Jugendarbeitslosigkeit auf über 20 Prozent. Die Konjunkturdaten aus dem Reich der Mitte, die im Frühjahr noch mit den Lockdown-Monaten des Vorquartals verglichen wurden, enttäuschten auf der ganzen Linie. Importe und Exporte Chinas waren ebenso rückläufig wie die Erzeuger- und Verbraucherpreise. Letztere fielen sogar kurzzeitig in den deflationären Bereich. Die Probleme auf dem Immobilienmarkt bzw. bei den Immobilienentwicklern halten an. Mit einer Vielzahl einzelner geld- und fiskalpolitischer Stimuli versucht China, die vor allem hausgemachte Vertrauenskrise der privaten Haushalte und Unternehmen zu überwinden und die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Bislang fehlt jedoch das, was man hierzulande als „Doppelwumms“ bezeichnen würde.

Das hat sich auch auf den Außenwert des Renminbi ausgewirkt. Dieser fiel gegenüber dem US-Dollar auf den tiefsten Stand seit 2007, obwohl die People's Bank of China ihn im Rahmen ihres täglichen Devisenfixings stützte. Aus Sicht der schwächelnden chinesischen Exportindustrie kommt die Abwertung des Renminbi hingegen nicht ungelegen.

Der japanische Yen wertete gegenüber dem US-Dollar sogar auf den tiefsten Stand seit 33 Jahren ab. Hier spielten die Zins- und Renditedifferenzen eine entscheidende Rolle. Die ultraexpansive Geldpolitik der japanischen Notenbank wurde nur in kleinen Nuancen etwas gelockert, während in den USA und der Eurozone die Leitzinsen kräftig angehoben wurden – eine Abwertung des Yen war zu erwarten.

Geldpolitische Erwartungen und Renditeveränderungen bestimmten auch den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar. Nach den unter den Erwartungen liegenden US-Inflationsdaten für Juni erreichte der Euro mit 1,1275 ein 17-Monats-Hoch. Enttäuschende Konjunkturdaten aus der Eurozone und weiterhin robuste Daten aus den USA sowie anhaltend hohe Renditen der US-Treasuries stützten die Kursgewinne des Euro jedoch rasch wieder zurecht. Sehr stark zeigte sich auch der Schweizer Franken.

Zu den Gewinnern an den Währungsmärkten zählten lange auch erneut einige Schwellenländerwährungen, insbesondere aus Lateinamerika. Diese profitierten davon, dass die dortigen Notenbanken sehr früh in den Leitzinserhöhungszyklus eingestiegen waren. Das genaue Gegenteil, nämlich eine bis vor Kurzem expansive Geldpolitik trotz sehr hoher Inflation, führte beispielsweise bei der türkischen Lira zu einer anhaltend starken Abwertung und neuen Rekordtiefs.

# Executive Summary



Einige Länder, die zu Recht oder zu Unrecht noch als Schwellenländer bezeichnet werden, sind bereits in den Leitzinssenkungszyklus eingetreten. Dies gilt in Lateinamerika für Brasilien, Chile und Peru ebenso wie in Europa für Polen. Hier stellt sich nun die Frage, ob eine Abwertung der Währungen als Reaktion auf die Verringerung des Renditevorsprungs die Folge sein wird, und wenn ja, wie stark.

Einige Staaten und ihre Währungen dürften von wieder steigenden Erdöl- und Erdgaspreisen profitieren. Nach einem spürbaren Preisrückgang an den Ölmärkten im Frühjahr änderte sich das Bild, nachdem einige OPEC+-Länder ihre Förderquoten aus unterschiedlichen Gründen nicht einhalten konnten. Der „Gamechanger“ war dann die Entscheidung Saudi-Arabiens, freiwillige Produktionskürzungen einzuleiten. Mit 97 USD/Barrel für Brent und fast 93 USD/Barrel für WTI erreichten die Ölpreise Ende September den höchsten Stand seit einem Jahr.

Die Preise für Erdgas in Europa lagen zwar deutlich unter den Rekordständen des Vorjahres, aber immer noch auf einem spürbar höheren Niveau als vor Beginn des Russland-Ukraine-Krieges. Schwäche zeigten hingegen die meisten Edel- und Industriemetalle. Die verhaltene Erholung der chinesischen Wirtschaft und die schleppende Konjunktur in der Eurozone lasteten auf den Notierungen. Lediglich Gold blieb weiterhin gefragt, wurde aber schlussendlich durch den Anstieg der Anleihe-Renditen – insbesondere der von US-Staatsanleihen – gebremst.

Aufgrund der Energiewende, d.h. der Umstellung auf erneuerbare Energien, dürften die meisten Metalle und Eisenerz mittelfristig jedoch Aufwärtspotenzial haben. Sollte eine Zinswende in den USA früher erfolgen als in vielen anderen Ländern und dies im Verlauf des kommenden Jahres zu einer moderaten Abwertung des US-Dollars führen, dürften Rohstoffe und insbesondere Metalle ebenfalls profitieren.

Hundertprozentige Sicherheit gibt es allerdings nicht. Wer hätte beispielsweise zu Beginn dieses Jahres erwartet, dass der zinssensitive Aktienleitindex Nasdaq Composite Mitte September mit einem Jahresgewinn von 33 Prozent glänzen würde, obwohl die Fed die Leitzinsen immer weiter nach oben geschraubt hat? Künstliche Intelligenz bzw. der Anleger-Hype darum haben es möglich gemacht.



# Deutschland





- Trotz ausgebliebener Energiekrise sehr zähe Konjunkturentwicklung
- Frühindikatoren weiterhin mau
- Inflation auf dem Rückzug, Kerninflation bleibt hoch
- Fiskalischer Spielraum wird enger
- Fachkräftemangel und Demographie belasten den Arbeitsmarkt

## Narrativ vom „kranken Mann Europas“ lebt wieder auf

„Der kranke Mann Europas“ titelte der Economist 1999 und beschrieb damit die toxische Mischung aus den Lasten der Wiedervereinigung, einem starren Arbeitsmarkt, überbordenden Sozialleistungen und mangelnder Dynamik. Nachdem sich auch in den Folgejahren nicht viel zum Besseren gewendet hatte, leitete die rot-grüne Bundesregierung unter Bundeskanzler Gerhard Schröder ab 2003 mit den Reformen der „Agenda 2010“ die Wende ein. Geschichte wiederholt sich nicht unbedingt, aber manchmal reimt sie sich: Das Titelbild des Economist im August dieses Jahres zeigte ein Ampelmännchen am Tropf. Titel: „Ist Deutschland schon wieder der kranke Mann Europas?“

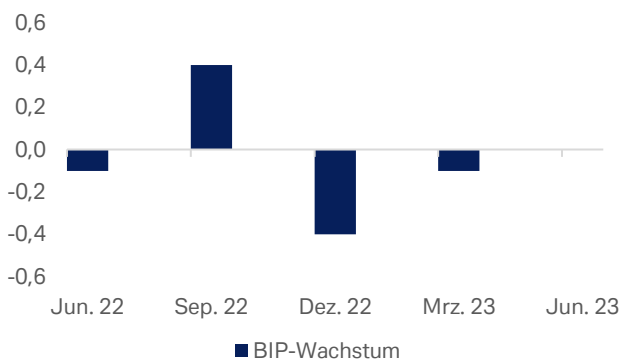
Vier Viren, so die Autoren, seien für die Krankheit verantwortlich: die Sparsamkeit des Staates, zu wenig Investitionen und Innovationen, eine absurde Bürokratie und die Neigung, „sich mit Ideologie selbst zu schädigen“. Insgesamt sei der „Anteil der Investitionen in Informationstechnologie am Bruttoinlandsprodukt in Deutschland weniger als halb so hoch wie in Amerika und Frankreich“. Ein „bürokratischer Konservatismus“ führe dazu, dass Genehmigungen hierzulande doppelt so lange dauerten wie im Durchschnitt aller Industrieländer.

Um in einer veränderten Welt erfolgreich zu sein, müsse Deutschland „sein Wirtschaftsmodell anpassen“, mahnt das Magazin. Ende der 1990er Jahre habe eine doppelt so hohe Arbeitslosigkeit die Regierung zum Handeln gezwungen. Heute sei die Arbeitslosigkeit niedrig, weshalb „die Alarmglocken leichter zu ignorieren sind“. Der Economist stellt fest: „Nur wenige in der heutigen Regierung sind sich des Ausmaßes der Aufgabe bewusst“.

Dennoch traut das Magazin Deutschland zu, wie schon zu Beginn des neuen Jahrtausends eine Wende herbeizuführen. Deutsche Regierungen seien sehr gut darin, Fehler zu machen. Sie seien aber auch besser als andere darin, die Dinge wieder in Ordnung zu bringen.

Anämische Entwicklung des BIP

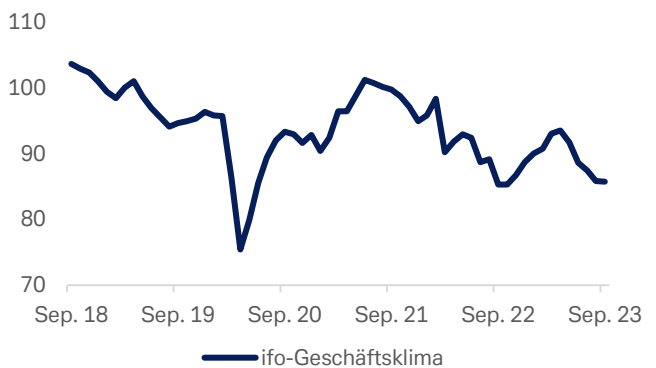
(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Stimmungsdaten deuten auf schwache Konjunktur hin

(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023





## Enttäuschende konjunkturelle Entwicklung

Wie kommt der „Economist“ zu seiner kritischen Beurteilung? Zunächst einmal ist die enttäuschende Entwicklung der hiesigen Wirtschaftsleistung nicht von der Hand zu weisen. Hatten die Märkte im Herbst vergangenen Jahres noch große Sorge, dass es im Winter wegen ausbleibender russischer Erdgaslieferungen zu einer Energiekrise in Deutschland kommen könnte, so hat sich diese Sorge als unbegründet erwiesen. Zwar litten Unternehmen und Verbraucher unter ungewohnt hohen Energie- und Strompreisen, aber es gab keine Engpässe in der Energieversorgung. Dennoch ging die Wirtschaftsleistung in Deutschland im Winterhalbjahr zurück und stagnierte im zweiten Quartal 2023.

## Frühindikatoren weiterhin mau

Auch im dritten Quartal dürfte die Konjunktur in Deutschland auf der Stelle treten. Die Einkaufsmanagerindizes als Frühindikatoren sind seit Jahresbeginn tendenziell rückläufig. Nachdem der Index für das Verarbeitende Gewerbe bereits im Frühjahr kontinuierlich gefallen war und im Sommer den tiefsten Stand seit dem ersten Lockdown, dem Höhepunkt der Corona-Pandemie, erreicht hatte, folgte ihm im August auch der Index für den Dienstleistungssektor unter die Expansionsschwelle von 50 Punkten.

Deutliche Signale der Stimmungseintrübung sendet auch der ifo-Geschäftsklimaindex, der im August auf den tiefsten Stand seit November 2022 – als die Sorgen vor einer Energiekrise hoch waren – zurück fiel. Zwar hat sich die Stimmung der deutschen Privathaushalte laut GfK-Konsumbarometer von ihrem Allzeittief im November etwas stabilisiert. Der Indikator liegt aber immer noch deutlich unter den Negativwerten zu Pandemiezeiten – von den positiven Werten davor ganz zu schweigen.

Nach wie vor belastet die schwache Auslandsnachfrage die Industrie. Zunehmend spielen auch die gestiegenen Finanzierungskosten eine Rolle, die die Nachfrage nach Investitionsgütern und die Kreditvergabe dämpfen. Insbesondere der Immobilienmarkt leidet unter den hohen Zinsen. Zwar haben sich die Lieferengpässe abgeschwächt und Unternehmen konnten zu Jahresbeginn noch von hohen Auftragspolstern zehren. Diese positiven Effekte verlieren aber zunehmend an Relevanz.

Der Privatkonsum dürfte aufgrund teilweise deutlich steigender Löhne als Folge des angespannten Arbeitsmarktes 2024 zumindest eine leichte Stütze darstellen. Dies könnte insbesondere dann der Fall sein, wenn die Inflationsraten im kommenden Jahr nachhaltig zurückgehen – vorausgesetzt, die Rohstoffpreise ziehen nicht wieder deutlich an und es kommt nicht zu einer Lohn-Preis-Spirale.

Verbraucherstimmung bleibt gedämpft

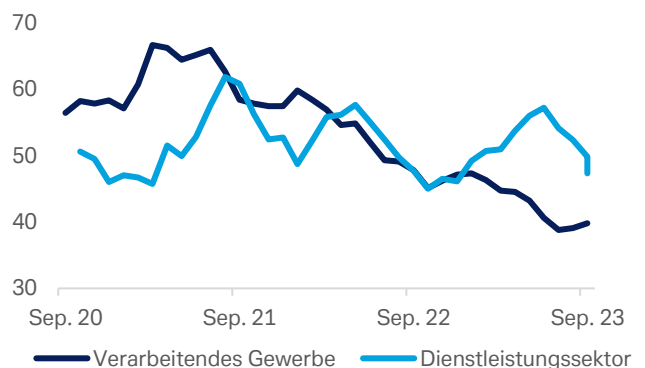
(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Einkaufsmanagerindizes auf Talfahrt

(Angaben in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Inflation auf dem Rückzug, Kerninflation bleibt hoch

Gemessen am HVPI stiegen die Verbraucherpreise 2023 weiterhin deutlich an, wenn auch nicht mehr so stark wie Ende 2022. Im ersten Quartal lag die Inflationsrate noch bei 8,8 Prozent, bevor sie im zweiten Quartal auf 6,9 Prozent zurückging. Ausschlaggebend für den Rückgang der Jahresraten war vor allem der Basiseffekt der im Zuge der russischen Invasion in der Ukraine im vergangenen Jahr stark gestiegenen Energiepreise, der im Verlauf des Jahres 2023 immer stärker zum Tragen kam. Auch Nahrungsmittel verteuerten sich weniger stark als im Vorjahr. Inflationsdruck ging jedoch zunehmend vom Dienstleistungssektor aus. Die Kernrate – ohne Energie und Nahrungsmittel – kletterte von 5,5 Prozent im ersten Quartal auf 5,6 Prozent im zweiten Quartal und sprang im Juli aufgrund von Sondereffekten sogar auf 6,2 Prozent. Auch die Gesamt-HVPI-Inflation blieb im August mit 6,4 Prozent über der 6-Prozent-Marke.

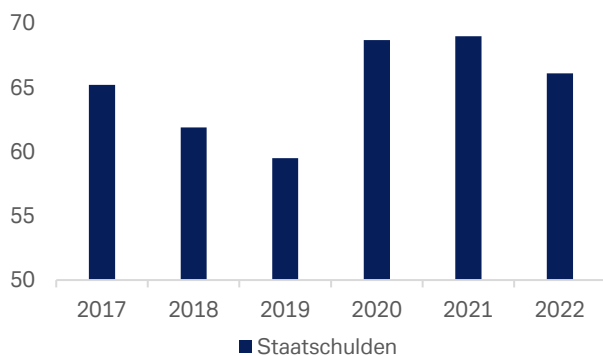
Wenn nichts Unerwartetes passiert, könnte die Inflationsrate in den kommenden Monaten weiter zurückgehen, da der Basiseffekt der Energiepreise kurzzeitig weiterhin zum Tragen kommt und preis-dämpfende Maßnahmen, wie der Tankrabatt oder das 9-Euro-Ticket, aus den Vorjahreswerten herausfallen. Aufgrund der kräftigen Lohnzuwächse bzw. der teilweise erst 2024 wirksam werdenden Tarifierhöhungen könnte die Inflationsrate aber noch einige Zeit über der Zielmarke von 2 Prozent verharren.

## Fiskalischer Spielraum wird enger

Aufgrund des Rückgangs der Energiepreise insbesondere in der ersten Jahreshälfte belasten die Energiebeihilfen den Staatshaushalt deutlich weniger als ursprünglich angenommen. Da das Volumen der temporären Stützungsmaßnahmen (Energiepreisbremse, steuer- und sozialabgabenfreie Inflationsausgleichsprämien) weiter zurückgehen wird, sollte das Budgetdefizit auch im kommenden Jahr sinken. Steigende Ausgaben für Verteidigung und die Energiewende dürften hingegen belastend wirken. Das gesamtstaatliche Defizit dürfte Ende 2023 knapp unter 66 Prozent des BIP liegen und in den kommenden Jahren weiter sinken. Mittelfristig dürfte das Auslaufen von „Sonderbudgets“ (Pandemie, Verteidigung) den fiskalischen Spielraum weiter einengen.

Moderate Staatsverschuldung

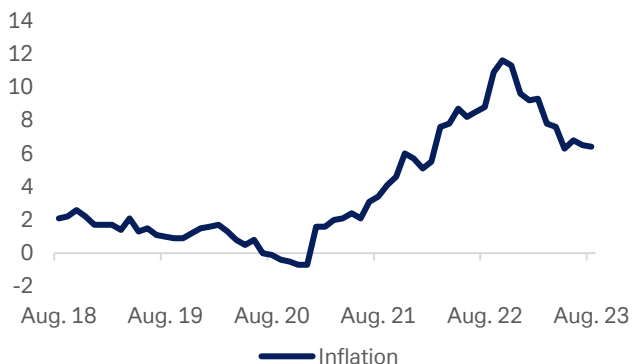
(Angabe in Prozent des BIP)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Inflation langsam auf dem Rückzug

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Fachkräftemangel und Demographie belasten den Arbeitsmarkt

Trotz der konjunkturellen Abkühlung ist bislang keine nennenswerte Entspannung auf dem deutschen Arbeitsmarkt erkennbar. Zwar ist die Arbeitslosenquote im Sommer leicht auf 5,7 Prozent gestiegen. Die Zahl der von der Bundesagentur für Arbeit gemeldeten offenen Stellen verharrete im August bei 771.000 – ein Rückgang um 116.000 gegenüber dem Vorjahresmonat. Sie liegt damit aber immer noch leicht über dem Niveau des Vorjahres – trotz der aktuellen Wachstumsdelle.

Aufgrund des Arbeits- und Fachkräftemangels und der ersten Auswirkungen der anstehenden Ruhestandsphase der geburtenstarken Jahrgänge hat die Lohndynamik im Jahr 2023 erkennbar zugenommen. Obgleich die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte erleichtert werden soll, dürfte es kaum möglich sein, den demographisch bedingten Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials in Deutschland adäquat zu kompensieren. Der Aufwärtsdruck auf die Löhne könnte daher insbesondere im Dienstleistungssektor auf absehbare Zeit hoch bleiben.

## Moderates Wachstum scheint 2024 möglich

Trotz all der eher negativen Aspekte, die eben aufgezählt wurden – selbst der Economist schreibt der deutschen Wirtschaft ja die Fähigkeit zu, sich am eigenen Schopf aus dem Sumpf zu ziehen. Die Innovationskraft besonders auch des Mittelstandes ist geradezu legendär. Andere Länder bewundern unsere politische und wirtschaftliche Stabilität, die deutsche Innovationskraft und Ingenieurskunst genauso wie das System der dualen Ausbildung. Deutschland genießt weiterhin höchste Bonität an den Finanzmärkten und die Staatsverschuldung liegt in Relation zum BIP weit unter der vieler anderer Industrieländer – ein Puffer für mögliche zukünftige Krisen. Die oben angeführte Schwachstellen sind auch von den politischen Entscheidungsträgern erkannt worden. Eine höhere Energiesicherheit, Bürokratieabbau und Investitionen in die Infrastruktur sollten im „Deutschland-Tempo“ angegangen werden. Einige Jahre, nachdem 1999 erstmals das Wort vom „kranken Mann“ die Runde machte, durchlebte Deutschland eine Dekade des Wohlstandes. Immerhin prognostiziert der IMF bereits für 2024 für Deutschland mit 1,3 Prozent ein höheres Wachstum als für die USA. Packen wir es also an.

Arbeitslosenquote bleibt noch gering

(Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Zahl der offenen Stellen bleibt hoch

(Angabe in Tausend)



Quelle: Bundesagentur für Arbeit; Stand: 02.10.2023



# Eurozone





- Stagnation im ersten Halbjahr 2023
- Konjunktur schwächelt nahezu im gesamten Euroraum
- Inflation im Abwärtstrend, Kerninflation bleibt hartnäckig hoch
- EZB am Zinsgipfel, Zinswende dürfte jedoch auf sich warten lassen
- Renditen auf hohem Niveau, aber keine gravierende Ausweitung der Spreads

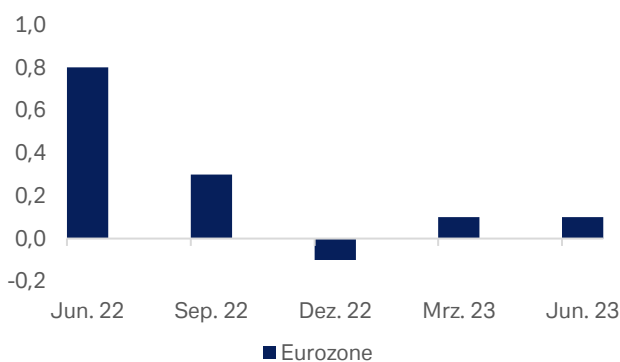
## Schleppende Konjunkturentwicklung in den Eurostaaten

Obwohl noch im vergangenen Herbst für möglich gehaltene Energiekrise im Winterhalbjahr ausblieb, zeigte sich die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum anämisch. Das BIP der Eurozone wuchs sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal des laufenden Jahres lediglich marginal – eine technische Rezession konnte knapp vermieden werden. Trotz der Streiks gegen die Rentenreform im Frühjahr entwickelte sich die Wirtschaft in Frankreich mit Zuwachsraten von 0,2 bzw. 0,5 Prozent in den ersten beiden Quartalen unerwartet gut; neben Deutschland tat sich auch Italien zumindest im zweiten Quartal schwer: Nach einem Plus von 0,6 Prozent im ersten Quartal schrumpfte die italienische Wirtschaft im Folgequartal um 0,3 Prozent. Spanien konnte dagegen mit Wachstumsraten von 0,5 bzw. 0,4 Prozent überzeugen. Die südeuropäischen Länder profitierten erneut von einer starken Tourismussaison.

Seit Monaten ziehen jedoch dunkle Wolken am Konjunkturhimmel auf, die in hohem Maße die Industrie betreffen. Die eher schwache konjunkturelle Entwicklung in einigen Ländern der Eurozone (insbesondere in Deutschland), den mittel- und osteuropäischen Staaten und vor allem in China belastet den industriellen Komplex in der Eurozone. Hinzu kommen die in Teilen des Euroraums sehr hohen Strom- und Energiepreise sowie die Auswirkungen des gestiegenen Zinsniveaus, das Kredite verteuert und die Unternehmensinvestitionen dämpft. Insbesondere bei den Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe sind die Unterschiede zwischen den meisten EWU-Ländern gering, fast überall deutet das Stimmungsbarometer auf eine Schrumpfung der Industrie im weiteren Jahresverlauf hin. Etwas Hoffnung machte bis August der Dienstleistungssektor, dessen Einkaufsmanagerindizes dann ebenfalls fast im Gleichschritt bei den größten Euroländern in den Schrumpfungsbereich rutschten. Die nach wie vor ungewöhnlich hohe Inflation belastet die Verbraucher, die zum Teil kräftigen Lohnsteigerungen wiederum die Arbeitgeber.

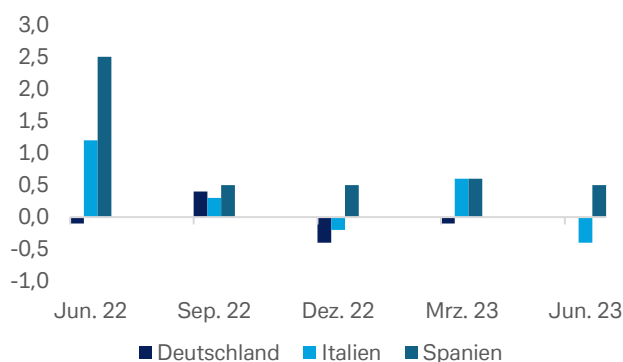
EWU-BIP stagniert im ersten Halbjahr

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Spanien als positiver Ausreißer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Energiepreise bleiben ein Thema

Zwar sind die Länder der Eurozone dank des milden Winters und rechtzeitig gefüllter Erdgasspeicher gut durch den vergangenen Winter gekommen. Auch sind die Erdgaspreise gegenüber ihren Höchstständen deutlich gesunken und die Speicher für den kommenden Winter bereits zu über 90 Prozent gefüllt. Allerdings liegen die Erdgasnotierungen immer noch auf einem deutlich höheren Niveau als vor dem Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine. Dass der Erdgasmarkt nach wie vor anfällig für starke Preisschwankungen ist, zeigte sich, als im August Meldungen über mögliche Streiks an drei westaustralischen Verladeterminals für verflüssigtes Erdgas (LNG) über die Ticker liefen. Die Preise an der niederländischen Terminbörse TTF sprangen um rund 40 Prozent nach oben, doch die Märkte beruhigten sich schnell wieder – obwohl Anfang September tatsächlich die ersten Streiks an zwei Terminals begannen. Zudem werden Stimmen laut, die bei einer Erholung der chinesischen Wirtschaft einen „Preiskampf“ um das verfügbare Flüssiggas prophezeien.

Nachdem die Ölpreise im Frühjahr vor allem aufgrund der schwachen Konjunktorentwicklung in China auf Tauchstation gegangen waren und lange Zeit unter dem Jahresanfangsniveau notierten, änderte sich das Bild, nachdem Saudi-Arabien einseitig Förderbeschränkungen in Höhe von 1 Mio. Barrel pro Tag verkündet hatte. Da auch Russland und andere OPEC+-Länder ihre Förderquoten teilweise nicht voll ausschöpften, geriet der Markt in ein Angebotsdefizit. Brent-Öl erreichte im September mit knapp 97 USD/Barrel ebenso wie WTI-Öl mit über 90 USD/Barrel den höchsten Preis seit November letzten Jahres. Die Energieversorgung und die Energiepreise werden uns auch in Zukunft beschäftigen.

## Inflation auf dem Rückzug, Kerninflation jedoch nahe Rekordhoch

Die Inflation im Euroraum hat sich von ihrem Höchststand von 10,7 Prozent im Oktober 2022 auf „nur“ noch 5,3 Prozent im August halbiert. Allerdings spielen hier vor allem Basiseffekte eine Rolle: Die Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln war teilweise niedriger als im Vorjahr. Hartnäckig zeigt sich dagegen die Kerninflation: Sie lag im August ebenfalls bei 5,3 Prozent und damit nicht allzu weit vom Rekordhoch von 5,7 Prozent im März entfernt. Hier macht sich auch ein Anstieg der Dienstleistungsinflation bemerkbar, hohe Lohnsteigerungen und Energiekosten spielen hier eine Rolle. Zumindest in Deutschland ist im Herbst mit einem weiteren Rückgang der Inflationsrate zu rechnen, wenn die Basiseffekte der preisdämpfenden Maßnahmen wie Tankrabatt und 9-Euro-Ticket aus dem Vorjahresvergleich herausfallen. Zwar sollte die konjunkturelle Abschwächung preisdämpfend wirken. Allerdings könnte der jüngste Ölpreisanstieg die Gesamtinflation wieder nach oben treiben, während die Kerninflation hartnäckig bleiben dürfte.

Gedämpfte Stimmung im gesamten Euroraum

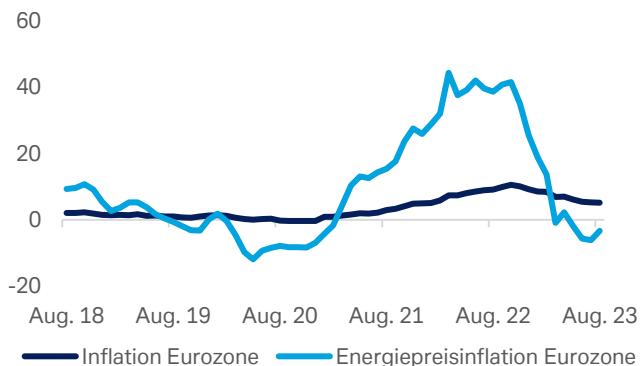
(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Preisdruck in der EU bleibt hoch

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Anhaltende Straffung der Geldpolitik in der Eurozone

Nachdem sich die EZB mit dem Einstieg in den Zinserhöhungszyklus länger Zeit gelassen hatte als viele andere Notenbanken, setzte sie diesen bis zum Spätsommer beherzt fort. Zwar wurden die Zinsschritte mit zuletzt jeweils 25 Basispunkten kleiner. Bisher hat die EZB – im Gegensatz zur US-Notenbank – aber keine Zinspause eingelegt. Allerdings deuten jüngste Aussagen von EZB-Vertretern darauf hin, dass der Zinsgipfel nach der Anhebung um 25 Basispunkte im September nunmehr erreicht sein könnte. Nach einer baldigen Lockerung sieht es – trotz der konjunkturellen Abkühlung – hingegen nicht aus. Erste Zinssenkungen werden an den Zinsterminmärkten erst für den Beginn des dritten Quartals 2024 eingepreist. Darüber hinaus könnte die EZB auch einen beschleunigten Abbau ihrer Bilanzsumme als Mittel der Straffung stärker in den Vordergrund rücken, d.h. auslaufende Anleihen im Bestand bei Fälligkeit nicht durch Neuanlagen ersetzen.

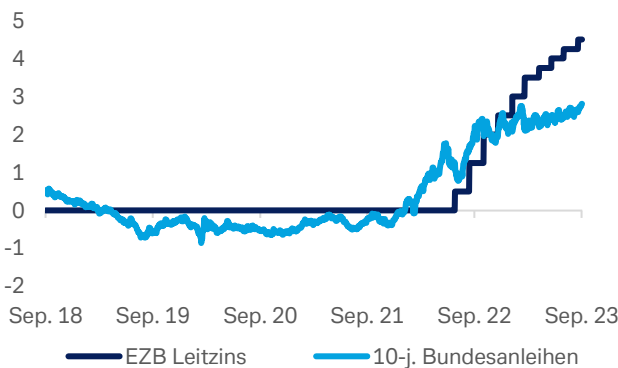
## Renditen weiter angestiegen, aber bis dato kein Bedarf für TPI

Infolge der geldpolitischen Straffung der EZB stiegen die Renditen im Euroraum im Jahresverlauf weiter an. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten Ende September bei 2,93 Prozent – ein Niveau, das zuletzt 2011 erreicht wurde. Zweijährige Bundesanleihen rentierten in der Spitze bei 3,38 Prozent. Auch die Renditen anderer EWU-Länder bewegten sich weiter nach oben. Allerdings kam es nicht zu der von vielen Marktteilnehmern befürchteten Entwicklung: Der Renditeabstand zehnjähriger italienischer Papiere zu deutschen Bundesanleihen lag Anfang September bei 175 Basispunkten und stieg im Jahresverlauf nicht in einen Bereich, der als kritisch angesehen worden wäre. Erst Ende September wuchs der Spread auf rund 200 Basispunkte an. Das Instrument zur Verhinderung von Fragmentierung – das so genannte Transmission Protection Instrument (TPI) – musste daher noch nicht eingesetzt werden. Dieses würde es der EZB ermöglichen, gezielt Staatsanleihen aufzukaufen, um ein zu starkes Auseinanderdriften der Renditen im Euroraum zu verhindern. Die EZB dürfte hoffen, dieses Instrument keinem Realitätscheck unterziehen zu müssen.

Das Potenzial für einen weiteren Anstieg der Renditen von Staatsanleihen im Euroraum dürfte jedoch begrenzt sein, da der Zinsgipfel erreicht scheint oder zumindest in greifbare Nähe gerückt ist. Allerdings impliziert ein höheres Zinsniveau auch eine höhere Verschuldung der EWU-Staaten und damit eine höhere Emissionstätigkeit von Staatsanleihen. Die Renditen sollten auch aufgrund der vermutlich weiterhin straffen Geldpolitik der EZB kein großes Abwärtspotenzial haben. Der Euro könnte davon profitieren. Entscheidender sollte aber die Frage sein, ob die US-Notenbank die Leitzinsen 2024 früher als die EZB senken wird, was dem Euro Rückenwind verschaffen könnte.

Zinsgipfel bald erreicht

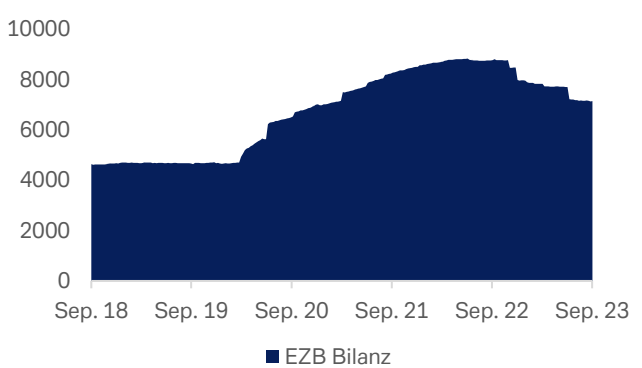
(Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

EZB beginnt langsamen Bilanzabbau

(Angabe in Mrd. EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



USA







- US-Wirtschaft zeigt sich trotz restriktiver Geldpolitik bis dato äußerst robust
- Erste Bremsspuren bei Wirtschaftsaktivität und auf dem Arbeitsmarkt sichtbar
- Inflation deutlich unterhalb des Höhepunkts
- Zinsanhebungszyklus voraussichtlich beendet
- US-Dollar-Stärke nach Zinspause im Juli wiederaufgenommen

## Starkes erstes Halbjahr der US-Wirtschaft

Trotz des hohen Zinsniveaus, der Bremsspuren am Immobilienmarkt und der kurzen regionalen Bankenkrise Anfang März hat sich die US-Wirtschaft robuster entwickelt, als viele Analysten erwartet hatten. Im ersten Quartal wuchs die US-Wirtschaft real und annualisiert um 2,0 Prozent, im zweiten Quartal nach der zweiten Schätzung um 2,1 Prozent. Starke Signale kamen auch vom Arbeitsmarkt: Der kräftige Beschäftigungsaufbau setzte sich bis weit in das Jahr hinein fort. Zeitweise kamen laut JOLTS-Report mehr als zwei offene Stellen auf einen registrierten Arbeitslosen. Allmählich zeigen sich aber auch hier Bremsspuren. Die Relation „offene Stellen zu Arbeitslosen“ sank im Spätsommer auf rund 1,5.

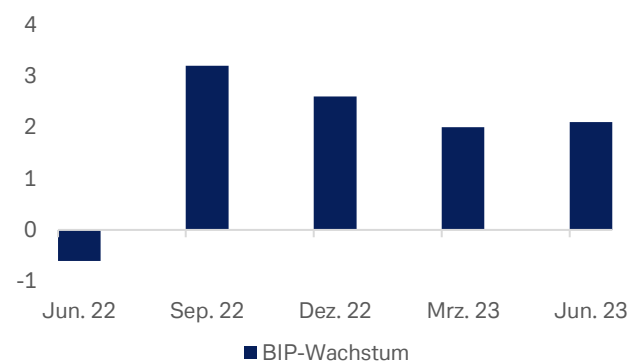
## Wachstum könnte etwas abkühlen, „Soft-Landing“ oder kurze, milde Rezession?

Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die US-Wirtschaft auch im dritten Quartal auf einem soliden, wenn auch weniger dynamischen Wachstumspfad bleiben wird. Die Lohn- und Beschäftigungszuwächse bleiben robust, was insbesondere den Konsum stützen dürfte. Auch im Gesamtjahr 2023 könnte das Bruttoinlandsprodukt laut IWF um rund 2 Prozent gegenüber 2022 zulegen. Vor dem Hintergrund weiter rückläufiger Inflationsraten dürfte auch das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern wieder zunehmen.

Die straffe Geldpolitik der US-Notenbank mit Leitzinsen über der Fünf-Prozent-Marke könnte sich allerdings mit Verzögerung als Wachstumsbremse erweisen. Die „Jury is out“, d.h. die Marktbeobachter sind sich nicht ganz einig, ob es zu einer „weichen Landung“ mit geringeren Wachstumsraten oder zu einer kurzen, milden Rezession – möglicherweise im Winterhalbjahr – kommen wird. Einig sind sich die meisten jedoch in der Erwartung einer zukünftig etwas gebremsten konjunkturellen Entwicklung. Der nachlassende Preisdruck und die Tatsache, dass die Fed ihren Zinsgipfel wohl erreicht hat, könnten aber mittelfristig für ein günstigeres Wachstumsumfeld sorgen.

### Überzeugende BIP-Entwicklung im ersten Halbjahr

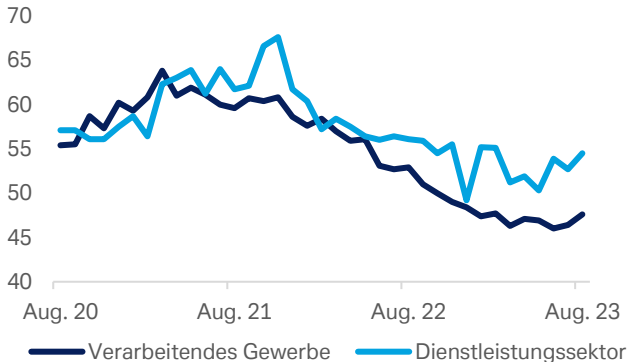
(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal, annualisiert)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

### Divergenz bei den Einkaufsmanagerindizes

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



Die bevorstehenden Wahlen zum US-Kongress und insbesondere des US-Präsidenten Anfang November 2024 könnten für Unsicherheit an den Märkten sorgen. Eine weitere Polarisierung der politischen Landschaft erscheint möglich, eine parteiübergreifende Mehrheit in beiden Häusern seltener als ein Lottogewinn. Wie sich das Rennen um die Präsidentschaft im kommenden Jahr entwickeln wird, ist schwer abzuschätzen – erste Hinweise werden die Vorwahlen Anfang 2024 geben.

## Inflation im deutlichen Rückwärtsgang, zuletzt durch höhere Ölpreise wieder etwas ansteigend

Für die amerikanischen Verbraucher gab es im Sommer gute Nachrichten. Die Inflationsrate, die im Juni 2022 noch bei 9,1 Prozent gelegen hatte, sank im Juni dieses Jahres auf 3,0 Prozent. Seitdem ist sie aber vor allem wegen der höheren Treibstoffpreise wieder leicht gestiegen und kletterte im August auf 3,6 Prozent. Die Kerninflationsrate sank im August jedoch weiter auf 4,3 Prozent. Bereits im Juli war die von der Fed bevorzugt betrachtete PCE-Kernrate auf 4,2 Prozent gesunken. Für 2024 ist mit einem weiteren Rückgang der Inflation zu rechnen, wobei der Jahresdurchschnitt immer noch über der Zielmarke von 2,0 Prozent liegen dürfte.

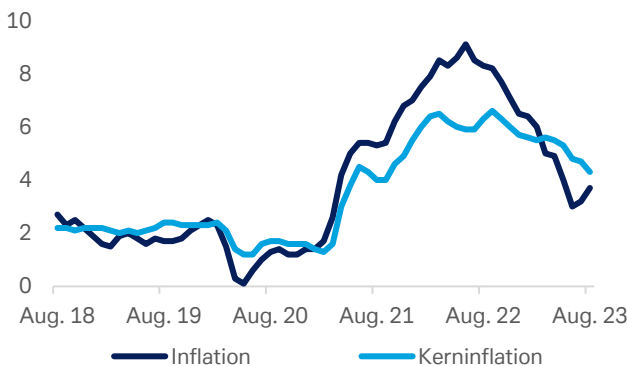
Wichtig für die Preisentwicklung dürfte natürlich weiterhin der Zustand des Arbeitsmarktes sein. Dieser zeigt sich nach wie vor robust, obgleich sich zuletzt erste Anzeichen einer allmählichen Abschwächung zeigten. Geschichte wiederholt sich zwar nicht, aber manchmal reimt sie sich: Ähnlich wie im August 2022 stieg die Arbeitslosenquote im August 2023 leicht von 3,5 Prozent auf 3,8 Prozent. Wie damals ist der Anstieg aber vor allem auf eine Erhöhung der Partizipationsrate zurückzuführen, die von 62,6 Prozent auf 62,8 Prozent kletterte.

Der Beschäftigungsaufbau hat sich zuletzt verlangsamt: Mit 187.000 zusätzlichen Stellen lag die Zahl zum dritten Mal in Folge unter der Marke von 200.000. Das durchschnittliche Lohnwachstum verlangsamt sich im August weiter auf 4,3 Prozent.

Eine mögliche Trendwende zeichnet sich hingegen bei den offenen Stellen ab. Von 10,6 Mio. offenen Stellen im Januar sank die Zahl auf 8,6 Mio. im Juli. Die Herausgeber des Berichts gehen davon aus, dass der Arbeitsmarkt zwar robust bleibt, die Wechselbereitschaft der Arbeitnehmer aber ebenso wie die Zahl der offenen Stellen tendenziell leicht rückläufig ist.

Inflation auf dem Rückzug

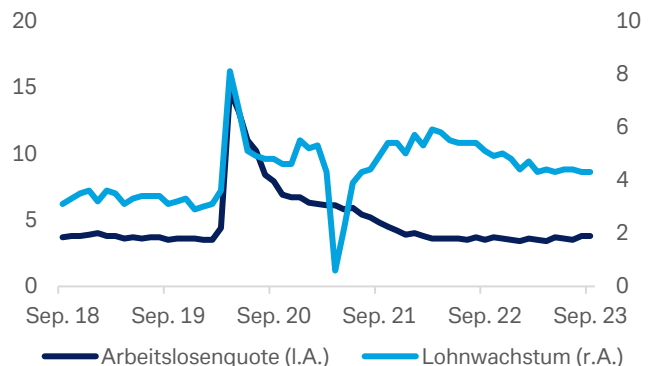
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Lohnwachstum gebremst

(Angaben in Prozent, Lohnwachstum ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Zinserhöhungszyklus vor dem Ende

Trotz einer vorübergehenden Zinspause blieb die US-Notenbank Fed bei ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs. Die Leitzinsen wurden auf ein Niveau von 5,00 bis 5,25 Prozent angehoben. Damit könnte der Zinsgipfel erreicht sein und die Fed sich auf die weitere Beobachtung der Auswirkungen ihrer Politik konzentrieren. Der Abbau des Anleiheportfolios dürfte unverändert fortgesetzt werden.

## Renditen zeitweise auf 15-Jahreshochs

Wenig überraschend wirkte sich die restriktive Geldpolitik weiterhin auf das Renditeniveau von Staatsanleihen aus. Zehnjährige US-Treasuries rentierten im September mit 4,65 Prozent so hoch wie zuletzt im Jahr 2007. Gleiches gilt für zweijährige US-Treasuries, deren Rendite im September zeitweise knapp unter 5,20 Prozent lag. Im März kam es zwar zu kurzzeitigen Renditerückgängen, als Marktteilnehmer im Zuge der Turbulenzen um einige US-Regionalbanken US-Staatsanleihen als „sicheren Hafen“ suchten. Die Rücksetzer wurden jedoch schnell wieder aufgeholt. Die anhaltend inverse Zinsstrukturkurve könnte nach Meinung vieler Marktbeobachter nach wie vor eine bevorstehende Rezession signalisieren. Mit Blick auf die kommenden zwölf Monate dürfte sich die Zinsstrukturkurve wieder versteilen, insbesondere wenn die US-Notenbank, wie von den Terminmärkten erwartet, Anfang des dritten Quartals in den Zinssenkungszyklus eintritt.

## US-Dollar nach kurzem Rücksetzer wieder fester

Der US-Dollar durchlief im bisherigen Jahresverlauf 2023 verschiedene Phasen der Stärke und Schwäche. Stand er zu Jahresbeginn noch unter Druck, war er im Zuge der Regionalbankkrise als „sicherer Hafen“ gefragt. Nach dem unerwartet deutlichen Rückgang der Inflationsrate auf 3,0 Prozent im Juni fiel er dann u.a. gegenüber dem Euro auf den tiefsten Stand seit 17 Monaten. Nachdem jedoch die US-Konjunkturdaten im Vergleich zur Eurozone, China etc. zum Teil deutlich über den Erwartungen lagen, lebte das Narrativ einer Outperformance der US-Wirtschaft gegenüber dem Rest der Welt wieder auf. Dies bedeutete gleichzeitig, dass an den Zinsterminkmärkten die Erwartungen hinsichtlich erster Zinssenkungen der Fed immer weiter nach hinten geschoben wurden – der US-Dollar wertete deutlich auf. Ende September erreichte der handelsgewichtete DXY-Index ein neues Jahreshoch. Der Euro sank bis auf EUR/USD 1,05. Mittelfristig könnte sich das Blatt wenden, wenn die Fed tatsächlich 2024 mit ersten Zinssenkungen beginnt, während beispielsweise die EZB angesichts der hartnäckigen Inflation ihre Leitzinsen noch länger auf dem Rekordhoch belassen dürfte. Auch könnte sich die globale Konjunktur 2024 erholen, was meist den USD belastet.

Renditen auf 16-Jahres-Hochs

(Laufende Verzinsung in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

US-Dollar bleibt (noch?) gefragt

(Angabe in USD je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Japan





- Wirtschaft trotz globalem Abschwung und wächst über Potenzial
- Lohnwachstum kehrt zurück und Kerninflation erreicht 42-Jahres-Hoch
- Neuer BoJ-Gouverneur strebt Normalisierung der Geldpolitik an
- EUR/JPY auf 15-Jahres-Tief, Erholung in 2024 wahrscheinlich
- Restrukturierung der Tokioter Börse könnte Yen Rückenwind bieten

## Wirtschaft trotz globalem Abschwung und wächst über Potenzial

Während die westlichen Industrieländer auf die Bremse treten, gibt Japan Vollgas und wächst über seinem Potenzial. Das Land profitiert davon, dass die Wirtschaftstätigkeit nach der Pandemie erst spät im Jahr 2022 wieder in Gang gekommen ist. Die aufgestaute Nachfrage und die starken Bilanzen der Verbraucher und des Privatsektors führten zu einem robusten BIP-Wachstum im ersten Quartal, während eine Verbesserung der Außenhandelsbilanz und die anhaltende Erholung des Dienstleistungssektors die Dynamik im zweiten Quartal aufrechterhielten. Das annualisierte Wachstum gegenüber dem Vorquartal belief sich im ersten Quartal auf 3,2 Prozent und im zweiten Quartal auf 4,8 Prozent. Die nominalen Raten waren mit 11,4 Prozent im zweiten Quartal noch beeindruckender. Nach 30 Jahren anämischen Wachstums am Rande der Deflation bietet sich nun die Chance, der Sparschwemme zu entkommen, die Japan so lange geplagt hat.

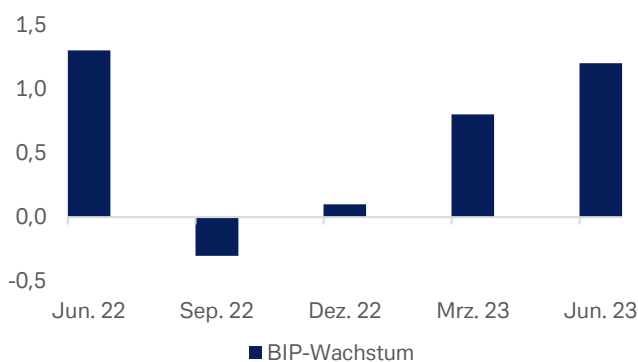
Die Stimmung unter Dienstleistern ist geradezu euphorisch, unterstützt durch die Erholung des Reise- und Freizeitsektors. PMIs für das Verarbeitende Gewerbe, deuteten hingegen auf stagnierende Aktivitäten hin. Dies kann angesichts der weltweiten Rezession in diesem Sektor als solide angesehen werden, wobei das in den letzten Jahrzehnten kaum vorhandene Lohnwachstum und der schwache Yen die Wettbewerbsfähigkeit Japans verbessert haben dürften. In den kommenden Quartalen dürfte sich die Wachstumsdynamik aufgrund von Basiseffekten deutlich abschwächen. Dennoch dürfte Japan auf Kurs bleiben und in den Jahren 2023 und 2024 über Potenzial wachsen.

## Lohnwachstum kehrt zurück

Die Wachstumsdynamik wird durch robuste Lohnerhöhungen unterstützt. Der diesjährige Shuntō (Frühjahrslohnverhandlungen) führte zu durchschnittlichen Lohnerhöhungen von 3,7 Prozent – der stärkste Anstieg seit Anfang der 1990er Jahre. Angesichts der robusten Unternehmensgewinne und der Ziele des "neuen Kapitalismus" von Premierminister Fumio Kishida könnten die Löhne

Wirtschaft wächst dynamisch – trotz globaler Verlangsamung

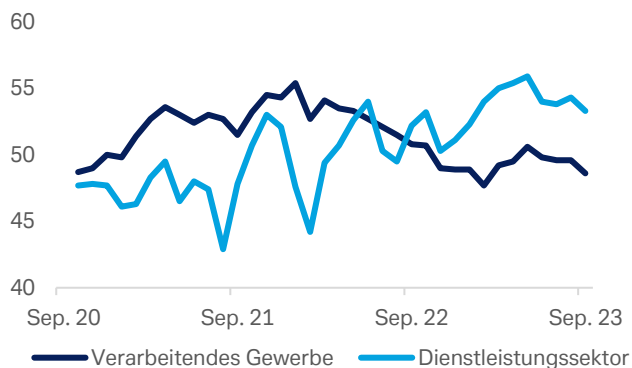
(Annualisiert, Angaben in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Aussichten bleiben robust

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



2024 erneut kräftig steigen. Darüber hinaus hatte sich das Beratungsgremium des Arbeitsministeriums darauf geeinigt, für das Fiskaljahr 2023, das bis April 2024 läuft, eine Erhöhung des Mindestlohns um 4,3 Prozent auf 1.002 JPY pro Stunde, d. h. etwa 6,40 EUR, anzustreben. Dies dient jedoch nur als Referenz für die Präfekturen, die den Mindestlohn voraussichtlich im Oktober 2023 unter Berücksichtigung lokaler Faktoren selbst festlegen. Die Mindestlohanpassung wird schätzungsweise auf 20 Prozent der Arbeitnehmer einen direkten oder indirekten Einfluss haben, was die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht, dass sie die Inflation nachhaltig anschieben wird.

## Kerninflation erklimmt 42-Jahres-Hoch

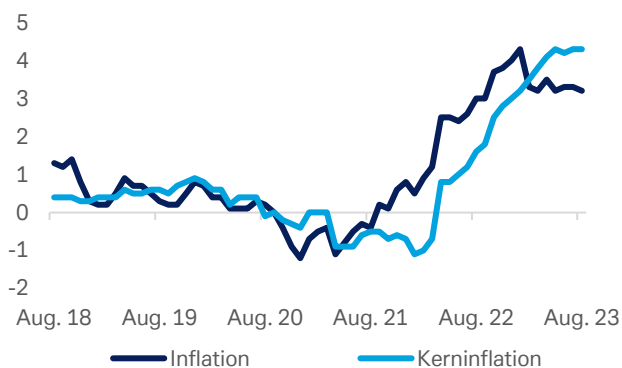
Nach der anfänglichen energiepreisbedingten Beschleunigung der Inflation hat sich der Preisdruck ausgeweitet. Zwar ist die Gesamtinflation seit Jahresbeginn von 4,3 auf 3,2 Prozent im August zurückgegangen, doch ist dies neben dem Rückgang der Energiepreise auch auf die Subventionierung von Kraftstoffen, Reisen und Getreide sowie die Deckelung der Versorgerpreise zurückzuführen. Die "neue" Kerninflation, bei der die Preise für frische Lebensmittel und Energie nicht berücksichtigt werden, stieg indes von 3,0 auf 4,3 Prozent – ein Niveau, das zuletzt vor 42 Jahren erreicht wurde. Die Kerninflation wird vor allem von der robusten Nachfrage nach Dienstleistungen getrieben. Unter Berücksichtigung von Steueränderungen stiegen die Dienstleistungspreise so schnell wie seit 25 Jahren nicht mehr. Der Inflationsdruck sollte zukünftig nachlassen, wobei die Bank of Japan im Jahr 2024 wieder ihr Zwei-Prozent-Ziel erreichen könnte. Die Kernrate dürfte sich jedoch als hartnäckiger erweisen, insbesondere angesichts der Zweitrundeneffekte die sich nur langsam durch Wirtschaft arbeiten.

## Neuer BoJ-Gouverneur strebt Normalisierung der Geldpolitik an

Nach zehnjähriger Amtszeit übergab Haruhiko Kuroda im April den Vorsitz der japanischen Zentralbank an seinen Nachfolger Kazuo Ueda, einen ehemaligen Wirtschaftsprofessor der Universität Tokio. Kuroda hatte zusammen mit Shinzo Abe die extrem lockere Geldpolitik Japans geprägt, die es sich zum Ziel gesetzt hatte, Japan aus der Deflationsspirale zu befreien. Während erste Äußerungen des neuen Gouverneurs eine Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik erwarten ließen, deuten jüngere Anmerkungen auf einen differenzierteren Ansatz hin. Demzufolge würde ein Ende des Negativ-Zins-Umfeldes in Erwägung gezogen, sobald es Anzeichen dafür gäbe, dass das Inflationsziel von 2,0 Prozent nachhaltig erreicht wird. Die notwendigen Hinweise könnten bis Ende des Jahres vorliegen. Ueda betonte auch, dass man nicht zögern werde, die Geldpolitik zu straffen, sollte das Inflationsziel auch ohne den negativen Leitzins erreicht werden können. Vorerst sei dies aber noch nicht der Fall, sodass die aktuelle Geldpolitik geduldig fortgeführt werden müsse.

Kerninflation erreicht höchsten Stand seit über 40 Jahren

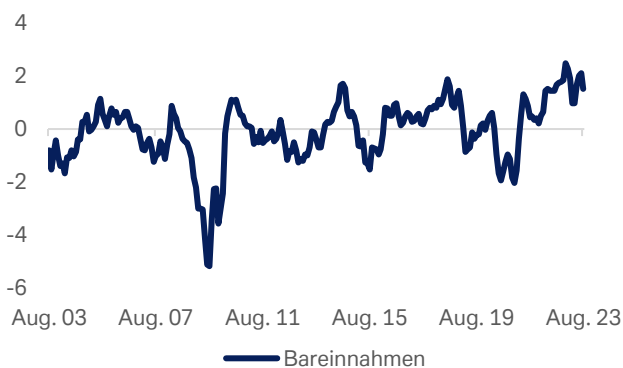
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Löhne ziehen nach langer Zeit wieder an

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



In diesem Kontext dürften die für die Lohn- und Inflationsentwicklung wichtigen Shuntō-Verhandlungen im März 2024 sowie die Konjunktorentwicklung in den USA und Europa wichtig werden. Eine verfrühte Anhebung der Zinsen könnte das nominale Wachstum abwürgen und Japan wieder zurück in die Deflationsspirale befördern. Allerdings dürfte die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die BoJ den Leitzins nicht wie von den meisten Marktteilnehmern erwartet erst Mitte des nächsten Jahres, sondern schon früher anpassen wird, zugenommen haben. Selbst wenn der Zeitpunkt mit großer Unsicherheit behaftet ist, ist in den kommenden Quartalen mit weiteren geldpolitischen Normalisierungsschritten zu rechnen, darunter die Aufgabe der Steuerung der Renditekurve (YCC) und zwei kleine Leitzinsanhebungen um 10 Basispunkte. Bis dahin bleibt der Leitzins bei -0,1 Prozent, während die YCC die Renditen 10-jähriger bei 1,0 Prozent deckelt.

## EUR/JPY auf 15-Jahres-Tief, Erholung in 2024 wahrscheinlich

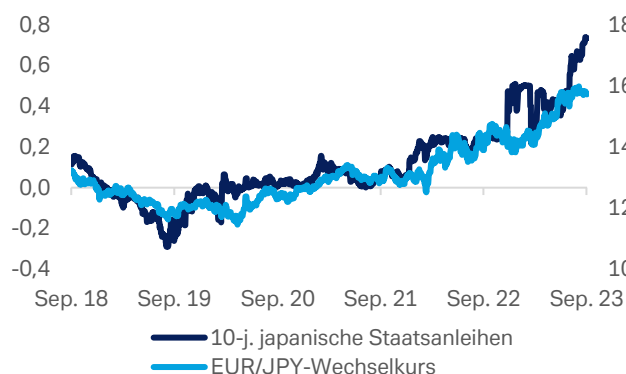
Der Yen litt in diesem Jahr unter zunehmenden Renditedifferenzen gegenüber dem Ausland obwohl die Rendite 10-jähriger japanischer Anleihen von 0,4 bis auf 0,75 Prozent gestiegen ist. Gegenüber dem Euro wertete der Yen bis Ende September um zwölf Prozent auf ein 15-Jahres-Tief ab und ist damit die schwächste G10-Währung. Gegenüber dem US-Dollar notiert der Yen nahe der Marke von USD/JPY 150, deutlich über dem Niveau von 145, das im vergangenen Herbst das Finanzministerium zu einer Intervention bewegte. Bislang beschränkten sich die Maßnahmen jedoch auf eine verbale Unterstützung des Yen. Masato Kanda, stellvertretender Finanzminister für internationale Angelegenheiten, warnte jedoch, dass die Schwächung des Yen "schnell und einseitig" sei. Sollte der Yen weiter fallen, dürften weitere Interventionen folgen. Dennoch dürfte der Yen mittelfristig über Aufwertungspotenzial verfügen. Gegen Mitte des Jahres 2024 könnten sich EZB und FED auf die ersten Zinssenkungen vorbereiten, während die BoJ zu diesem Zeitpunkt erst ihren Zinsanhebungszyklus eingeleitet haben dürfte.

## Börse sorgt für Kapitalzuflüsse

Darüber hinaus könnte der Yen Unterstützung von Aktienanlegern erhalten. Die starke Performance des TOPIX in diesem Jahr, der (in Yen gerechnet) um 30 Prozent zulegte und damit den höchsten Stand seit 1989 erreichte, sowie die laufenden Umstrukturierungsbemühungen der Tokioter Börse (TSE) haben bereits das Interesse ausländischer Investoren geweckt. Sollten japanische Unternehmen der Aufforderung der Tokioter Börse zur Verbesserung der Kapitaleffizienz und der Unternehmensführung nachkommen, könnten ausländische Investoren dies mit weiteren Kapitalzuflüssen honorieren.

Trotz Zinskurvensteuerung, Yen im Abwärtstrend

(l.A.: Angabe in Prozent, r.A.: Angabe in JPY je EUR)



TOPIX auf der Überholspur

(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Vereinigtes Königreich







- Rezession bis dato vermieden, könnte aber noch folgen
- Nunmehr einstellige Inflationsraten im Vereinigten Königreich
- Arbeitsmarkt bleibt robust, Bank of England passt Geldpolitik zügig an
- Renditen und Pfund stabilisiert

## Britische Wirtschaft bisher noch auf Wachstumskurs

Entgegen den Erwartungen vieler Analysten konnte die britische Wirtschaft bisher eine Rezession vermeiden, obgleich die Zuwachsraten des BIP in den ersten beiden Quartalen mit 0,1 bzw. 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal relativ bescheiden ausfielen. Aber immerhin hatte sich selbst die Bank of England im vergangenen Jahr schon fast mit einer sechs bis sieben Quartale andauernden Rezession abgefunden.

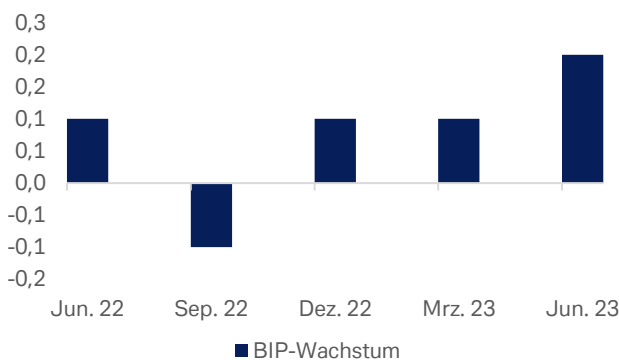
Vorlaufindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten jedoch mit ähnlichen Niveaus wie in der Eurozone auf eine spürbare Abkühlung der Konjunktur hin. Insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe sind die Werte deutlich in den Kontraktionsbereich gefallen. Auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor fiel im August unter die 50-Punkte-Marke und fiel im September weiter talwärts. Auch das Konsumentenvertrauen bleibt schwach. In Großbritannien stabilisierte sich das GfK-Verbrauchervertrauen lediglich, und das auf niedrigem Niveau.

## Rückgang der Energiepreise stützt die Stimmung

Der Preisrückgang bei den Energierohstoffen dürfte die Konsumentenstimmung deutlich entlasten. Im Oktober wird der offizielle Energiepreiscap erneut gesenkt. Die Parlamentswahlen im kommenden Jahr könnten zu einem Regierungswechsel führen. Aus heutiger Sicht ist aber auch in diesem Fall nicht mit einer massiven Änderung der Wirtschaftspolitik zu rechnen – selbst in dem Falle, dass es zu einem Regierungswechsel kommen sollte.

BIP bis dato recht stabil

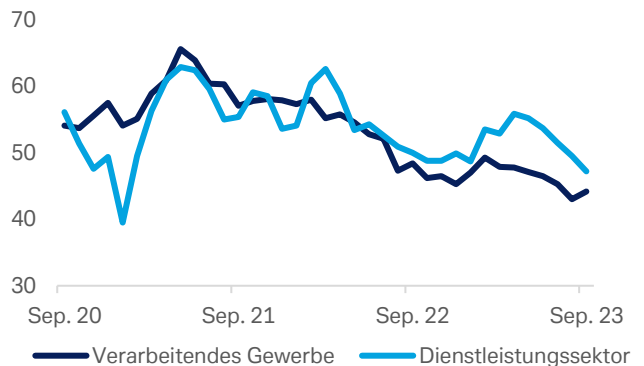
(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Einkaufsmanagerindizes deuten auf Abschwung hin

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Inflationshöhepunkt überschritten

Der Preisdruck lässt allmählich nach. Von ihrem Höchststand von 11,1 Prozent im vergangenen Herbst ist die Inflationsrate inzwischen auf 6,7 Prozent gesunken. Eine wichtige Rolle spielen dabei die gesunkenen Energiepreise. Trotz des Rückgangs der Dienstleistungsinflation im August auf 6,8 Prozent tragen die von diesem Sektor geforderten hohen Preise nach wie vor erheblich zur immer noch zu hohen Inflation bei. Die Kernrate ging ebenfalls zurück, bleibt jedoch mit 6,2 Prozent im August ebenfalls weiterhin deutlich erhöht. Auch im kommenden Jahr dürfte die deutlich über dem Ziel der Bank of England liegen, wenngleich eher zwischen 3 und 4 Prozent.

## Beschäftigungssituation auch im Vereinigten Königreich robust

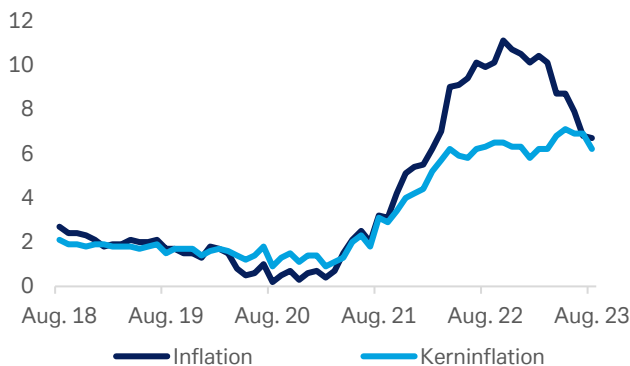
Der britische Arbeitsmarkt befindet sich nach wie vor in einer sehr guten Verfassung, obwohl sich auch hier der teilweise durch den Brexit bedingte Fachkräftemangel bemerkbar macht. Dennoch könnte der Arbeitsmarkt angespannt bleiben, obgleich die Konjunkturdaten zuletzt eher Entspannung signalisierten. So liegt die Arbeitslosenquote mit 4,3 Prozent deutlich über dem Vorjahreswert von 3,5 Prozent. Zudem sind die Löhne mit 8,3 Prozent im Jahresvergleich außergewöhnlich stark gestiegen.

## Zinszyklus weit fortgeschritten

Die Bank of England hat ihre Geldpolitik zügig angepasst. Anfang August hoben die Währungshüter die Leitzinsen auf 5,25 Prozent an und beließen sie auf ihrer September-Sitzung in einer denkbar knappen Abstimmung erstmals im laufenden Straffungszyklus unverändert. Daraufhin sanken die Markterwartungen für eine weitere, möglicherweise letzte Zinsanhebung um 25 Basispunkte deutlich. Zwischenzeitlich war im Sommer an den Zinsterminmärkten sogar ein Zinssipfel von über 6 Prozent erwartet worden. Auch die Bank of England dürfte dem Motto „higher for longer“ folgen und sich mit der Zinswende bis 2024 Zeit lassen. Hinsichtlich der quantitativen Straffung einigte sich der geldpolitische Rat der BoE, den Bestand an britischen Staatsanleihen in den kommenden zwölf Monaten um 100 Milliarden Pfund zu reduzieren – eine nicht unerhebliche Straffung gegenüber dem Bilanzabbau der vorangegangenen zwölf Monate von 80 Mrd. Pfund.

Inflation im Abwärtstrend

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Anhaltend robuster Arbeitsmarkt mit kleinen ersten Dellen

(Angabe in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Staatsanleiherenditen weiterhin auf hohem Niveau

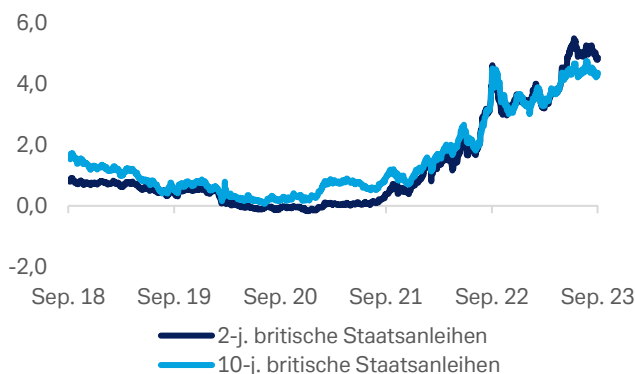
In Großbritannien hatten sich die steigende Inflation und die veränderten Leitzinserwartungen bereits im Vorjahr in einem kräftigen Anstieg der Renditen von Staatsanleihen niedergeschlagen. Insbesondere im Umfeld der Ankündigung eines „Mini-Budgets“ durch die Kurzzeit-Premierministerin Liz Truss war die Aufwärtsbewegung vor allem bei langlaufenden Gilts kurzfristig beunruhigend. Die Rendite britischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren erreichte Ende September mit mehr als 5 Prozent den höchsten Stand seit elf Monaten und rentieren weiterhin höher als ihre US-Pendants. Bei kürzeren Restlaufzeiten von bspw. zwei- und zehn Jahren hat sich das Bild jedoch bereits umgekehrt – hier rentieren die US-Anleihen höher.

## Handel im Pfund ohne große Ausschläge

Nach dem teilweise turbulenten Handel im Pfund Sterling im Vorjahr war der Handel in diesem Jahr eher von gepflegter Langeweile geprägt. Die Volatilität war oft sehr gering, Ausschläge nach oben oder unten waren selten. Da sich Großbritannien in einer ähnlichen konjunkturellen Schwächephase wie die Eurozone befindet, dürfte die Bank of England zukünftig vorsichtig agieren und versuchen, eine Überstraffung der Geldpolitik zu vermeiden. Die Renditedifferenzen dürften sich nicht allzu stark verändern, so dass sich das Pfund Sterling gegenüber dem Euro zunächst seitwärts mit einer leichten Aufwärtstendenz bewegen könnte. Sollte die EZB später in den Zinssenkungszyklus einsteigen als die Bank of England und/oder sich die Wirtschaft in der Eurozone stärker erholen als in Großbritannien, bestünde hingegen mittelfristig leichtes Aufwertungspotenzial für den Euro.

Hohe Renditen in UK

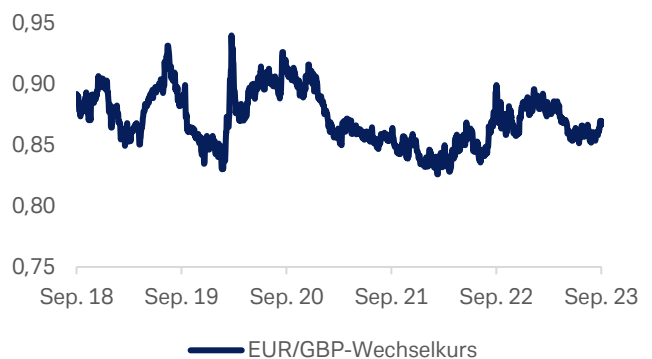
(Laufende Verzinsung in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Britisches Pfund im Seitwärtstrend

(Angaben in GBP je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Schweiz





- Robuster privater Konsum gleicht rezessives Verarbeitendes Gewerbe aus
- Preisstabilität wiederhergestellt, Risiken durch Zweitrundeneffekte drohen
- Geldpolitik profitiert von hoher Glaubwürdigkeit der SNB
- Frankenstärke – gekommen um zu bleiben

## Robuster Konsum und Dienstleistungssektor gleichen rezessive Industrie aus

Die Schweizer Wirtschaft begann das Jahr 2023 in solider Verfassung. Nachdem das BIP im letzten Quartal 2022 stagnierte, konnte im ersten Quartal 2023 ein Wachstum von 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal verzeichnet werden. Im zweiten Quartal verlangsamte sich die Wachstumsdynamik jedoch wieder und das BIP stagnierte erneut. Hierbei hielten sich Konsum und Industrie in etwa die Waage. Nachdem sich das nach wie vor stark verhaltene Verbrauchervertrauen seit Ende letzten Jahres allmählich aufgehellt hat, konnte der Einzelhandelsumsatz zur Jahresmitte robuste Zuwächse verzeichnen und der Dienstleistungssektor expandieren.

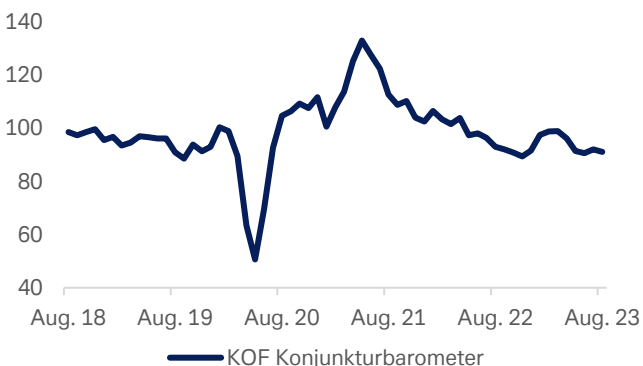
Seitens des Verarbeitenden Gewerbes sind in diesem Jahr hingegen kaum Wachstumsimpulse zu erwarten. In Anbetracht des weltweit gestiegenen Zinsniveaus, einer sich abkühlenden Nachfrage nach Investitionsgütern und rückläufiger Einkaufsmanagerindizes könnte sich die exportorientierte Schweizer Wirtschaft auch in der zweiten Jahreshälfte träge entwickeln. Darauf deutet auch das vielbeachtete KOF-Konjunkturbarometer hin, das seinen langjährigen Durchschnitt von 100 Punkten im Jahresverlauf noch nie übertreffen konnte. Allerdings könnte die Talsohle in der Fertigenen Industrie in Kürze erreicht sein, während Reallohnzuwächse den Konsum stützen sollten. Die Wachstumsdynamik könnte im Jahr 2024 daher wieder an Fahrt gewinnen.

## Arbeitsmarkt bleibt angespannt – Zweitrundeneffekte drohen

Dank der robusten Entwicklung des Dienstleistungssektors, in dem rund 77 Prozent der Erwerbstätigen beschäftigt sind, blieb der Arbeitsmarkt angespannt. Seit Jahresbeginn ist die Arbeitslosenquote sogar von 2,2 auf 2,0 Prozent im August gesunken, während das Lohnwachstum mit knapp zwei Prozent immer noch deutlich über dem Niveau vor der Pandemie lag. Letzteres könnte zum Teil die Befürchtungen der Währungshüter erklären, dass Zweitrundeneffekte den Inflationsdruck wieder anheizen könnten.

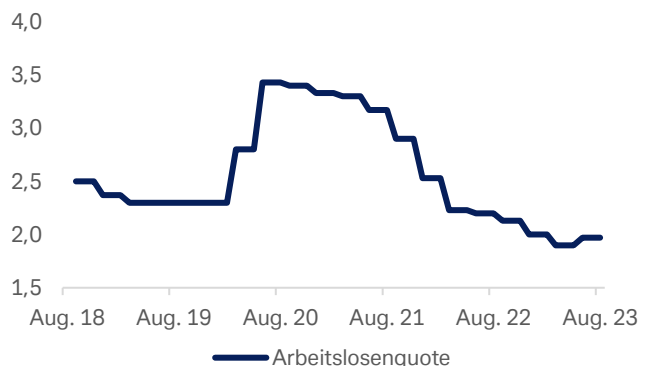
KOF-Konjunkturbarometer: Wirtschaft verliert an Dynamik

(Angaben in Indexpunkten)



Arbeitsmarkt bleibt Angespannt

(Angabe in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Rückkehr zur Preisniveaustabilität

Nachdem die Gesamtinflation zu Jahresbeginn bis Februar auf 3,4 Prozent angestiegen war, ging sie seither schrittweise auf 1,6 Prozent im August zurück. Auch die Kernrate, welche die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, sank im gleichen Zeitraum von 2,4 auf 1,5 Prozent. Damit liegt die Inflation in der Schweiz Mitte 2023 wieder im Zielband von null bis zwei Prozent, was die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Kein anderes Industrieland befindet sich in einer so komfortablen Situation wie die Schweiz. Allerdings warnt die SNB eindringlich davor, die Gefahr von Zweitrundeeffekten nicht zu unterschätzen. Obwohl die Währungshüter ihre Inflationsprognose für dieses Jahr deutlich von 2,6 auf 2,2 Prozent gesenkt haben, erhöhten sie ihre Inflationsprognose für 2024 von 2,0 auf 2,2 Prozent. Für 2025 wird die Inflation bei 1,9 Prozent erwartet. Dies deutet darauf hin, dass die Sorgen über eine erneute Beschleunigung der Inflation mittelfristig zugenommen haben. Als unmittelbare Risikofaktoren nannte die SNB neben steigenden Löhnen vor allem höhere Strompreise und Mieten sowie anhaltenden Inflationsdruck aus dem Ausland.

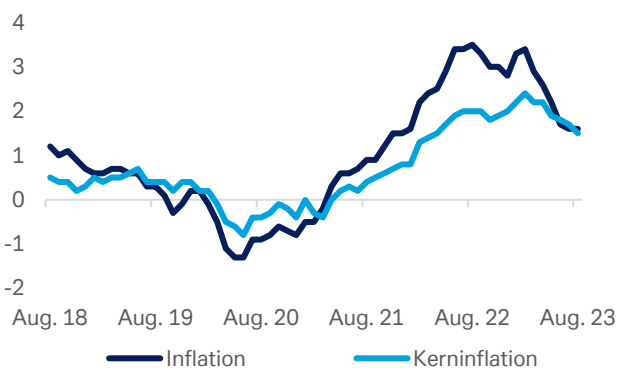
## SNB: Inflation wichtiger als Konjunktur – hohe Glaubwürdigkeit hilft

Während die Inflation nie wirklich aus dem Ruder zu laufen schien, nahm die SNB – in gewohnt falkenhafter Manier – ihren primären Auftrag der Preisstabilität so ernst wie kaum eine andere Zentralbank. Neben der Anhebung des Leitzinses von 1,0 Prozent zu Jahresbeginn auf aktuell 1,75 Prozent setzten die Währungshüter um Notenbankpräsident Thomas Jordan auch ihre Devisenreserven ein, um den Außenwert des Frankens zu stärken und einen Import des Preisdrucks aus dem Ausland zu verhindern. Die Fremdwährungsbestände, die zu Jahresbeginn rund 784 Milliarden Franken betragen, sind bis August auf 694 Milliarden Franken abgeschmolzen worden. Bis Ende 2021 hat die SNB Reserven von 944 Milliarden Franken aufgebaut, um die exportorientierte Wirtschaft vor einem "zu" starken Franken zu schützen. Wenn die SNB jedoch die Preisstabilität gefährdet sieht, hat die Wirtschaft eben das Nachsehen.

Mit der Wiederherstellung der Preisniveaustabilität könnte die SNB zukünftig wieder mehr Rücksicht auf die Konjunktur nehmen. Darauf deutet auch die jüngste Geldpolitische Sitzung im September hin, in dessen Rahmen der Leitzins zur Überraschung der Märkte bei 1,75 Prozent belassen wurde. Eine weitere Zinsanhebung hätte die eidgenössischen Realrenditen möglicherweise befeuert und den ohnehin starken Franken aufgewertet. Ob die SNB noch einmal tätig werden wird, ist daher fraglich und dürfte in erster Linie von der allgemeinen Inflationsentwicklung und der Geldpolitik im Ausland abhängen.

Inflation: Preisniveaustabilität wieder hergestellt

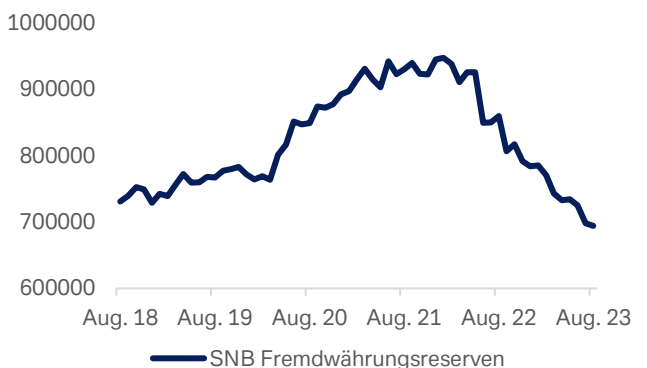
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

SNB schmilzt Währungsreserven ab

(Angabe in Mio. CHF)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

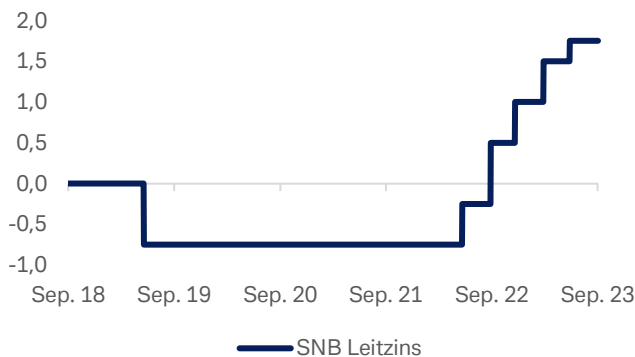


## Frankenstärke – gekommen um zu bleiben

Während der Franken zu Jahresbeginn von seinem Status als "sicherer Hafen" im Zuge der Turbulenzen im Regionalbankensektor der USA, der Angst vor einer Energiekrise in Europa und sinkenden Renditen in den USA und der Eurozone profitierte, haben solide Wirtschaftsdaten, die rückläufige Inflation und die konsequente falkenhafte Haltung der SNB den Franken seither angetrieben. Seit mehr als fünf Monaten notiert der Franken mit der Zuverlässigkeit eines Schweizer Uhrwerks unter der Parität zum Euro. Zudem ist der Franken in diesem Jahr mit einem Plus von über zwei Prozent gegenüber dem Euro die stärkste G10-Währung. In Zukunft dürften die realen Renditen im Euroraum jedoch stärker steigen als in der Schweiz, da die Inflation weiter zurückgeht, woraufhin die Stärke des Franken etwas erodieren dürfte. Allerdings sollte die Entschlossenheit der SNB, bei einer zu schnellen Annäherung des EUR/CHF-Kurses an die Parität zu Gunsten des Frankens zu intervenieren, dazu führen, dass sich der Franken erst im kommenden Jahr langsam der Parität annähert.

Realzinsen drehen in positive Gefilde

(Angaben in Prozent)



Frankenstärke – gekommen um zu bleiben

(Angabe in CHF je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Skandinavien







- Norwegische Wirtschaft bremst, schwedische schrumpft
- Schweden verzeichnet stärksten Immobilienmarkteinbruch unter G10
- Inflationsdruck bleibt hoch, Zweitrundeneffekte machen sich bemerkbar
- Restriktive Geldpolitik – Keine Leitzinssenkungen vor der EZB
- Kronen nach schwachem Jahr über den Berg, Stabilisierung wahrscheinlich

## Norwegische Wirtschaft bremst, schwedische schrumpft

Sowohl Schweden als auch Norwegen konnten im ersten Quartal mit Wachstumsraten von 0,4 bzw. 0,3 Prozent eine technische Rezession vermeiden. Schwächere Konsumausgaben der privaten Haushalte aufgrund steigender Preise und Kreditkosten sowie ein Rückgang der Nettoexporte führten jedoch dazu, dass die Konjunktur im zweiten Quartal an Schwung verlor. Während die norwegische Wirtschaft stagnierte, schrumpfte die schwedische sogar um 0,8 Prozent. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Abwertung der jeweiligen Landeswährungen in diesem Jahr die konjunkturelle Abschwächung der beiden exportorientierten Volkswirtschaften abgemildert hat. Aufgrund eines stärkeren Einbruchs am Immobilienmarkt und in der Bauwirtschaft dürfte das schwedische BIP im Gesamtjahr 2023 sogar schrumpfen, bevor 2024 mit einer moderaten Erholung zu rechnen ist. Im Gegensatz dazu profitiert Norwegen von einem starken Öldienstleistungssektor, während sich der Immobilienmarkt als stabiler erweist. Dementsprechend dürfte das norwegische BIP in diesem Jahr noch solide expandieren, im kommenden Jahr aber an Dynamik verlieren.

## Schwedens Auftragseingang deutet auf Stabilisierung des globalen Industriezyklus hin

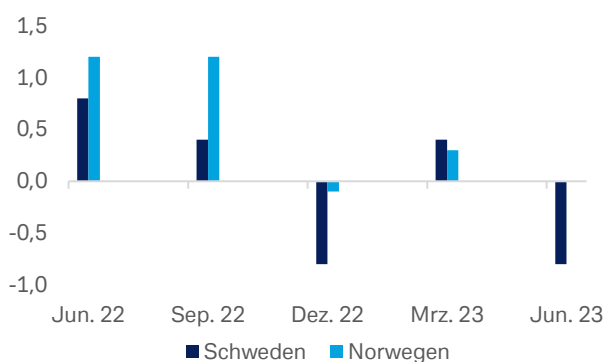
Trotz des weltweiten Abschwungs im Verarbeitenden Gewerbe gibt es erste Anzeichen für eine Stabilisierung des globalen Industriezyklus. So lag der schwedische Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im Juli mit 48 um 7,1 Punkte über dem Zweijahrestief vom Mai. Insbesondere der rasche Anstieg des Verhältnisses von Auftragseingängen zu Lagerbeständen lässt auf eine Erholung der Nachfrage nach schwedischen Industrieprodukten hoffen, die in den globalen Lieferketten eine vorgelagerte Position einnehmen.

## Konsum berappelt sich, bleibt aber schwach

Auch der Konsum der privaten Haushalte gibt Anlass zu vorsichtigem Optimismus. Lagen die Einzelhandelsumsätze in Norwegen und Schweden im März noch um 5,4 bzw. 10,8 Prozent unter

Norwegische Wirtschaft bremst, schwedische schrumpft

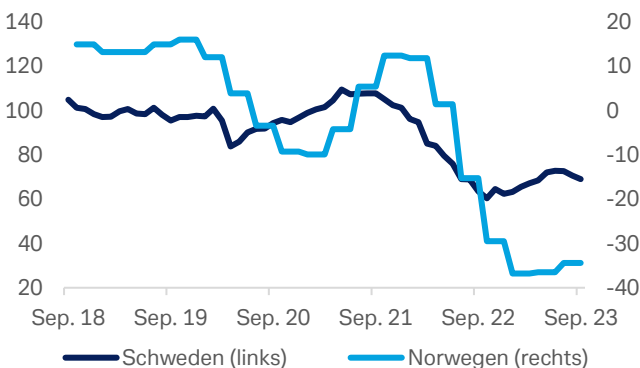
(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Verbrauchervertrauen hellt sich nur langsam auf

(Verbrauchervertrauen in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



dem Vorjahresniveau, so verringerte sich der Abstand bis Juli auf minus 1,5 bzw. 2,1 Prozent, was auf eine Bodenbildung hindeuten könnte. Auch das Verbrauchervertrauen hellte sich im Jahresverlauf aufgrund sinkender Inflationsraten und anhaltender Lohnsteigerungen auf niedrigem Niveau sukzessive auf.

## Schweden verzeichnet stärksten Immobilienmarkteinbruch unter G10

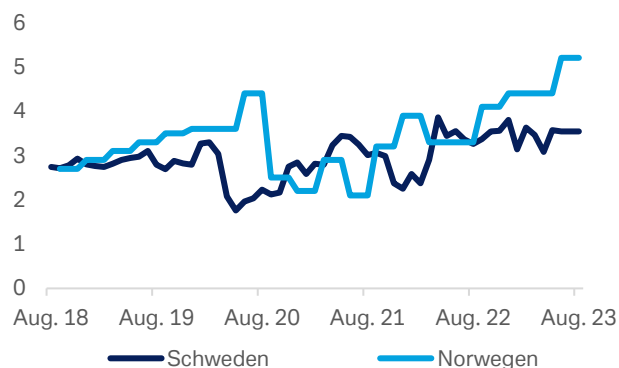
Die Stabilisierung des Konsumklimas ist vor allem vor dem Hintergrund der engen Korrelation mit dem Immobilienmarkt positiv zu bewerten. Letzterer birgt ein erhöhtes Risiko für eine Bruchlandung der schwedischen Wirtschaft. Lange Zeit hatte die Riksbank die Inflation unterschätzt und betont, die Zinsen müssten nicht stark angehoben werden. Dies hatte den Immobilienmarkt zusätzlich angeheizt. Die schwedischen Haushalte, die im internationalen Vergleich hoch verschuldet sind und überwiegend variabel verzinsten Kredite haben, wurden von der hohen Inflation und dem Ausmaß des Zinsanstiegs überrascht. Die Folge waren steigende Zinsbelastungen und der stärkste Einbruch der Immobilienpreise unter den G10-Ländern. Im Durchschnitt fielen die Hauspreise im zweiten Quartal um 12 Prozent (real 22 Prozent) gegenüber dem Vorjahr. Vor der für 2024 erwarteten Erholung erwarten schwedische Banken und die Riksbank, dass die Preise Ende 2023 um 15 bis 20 Prozent unter ihrem Höchststand liegen werden.

## Inflationsdruck bleibt hoch, Zweitrundeneffekte machen sich bemerkbar

Auch bei der Inflation liegt Schweden an der Spitze der G10-Länder. Obwohl sich die Inflationsrate von 12,3 Prozent im Dezember 2022 verlangsamt hat, bleibt der Preisdruck mit 7,5 Prozent im August sehr hoch. Die CPIF-Kernrate, die die Auswirkungen von Änderungen der Hypothekenzinsen und Energiepreise nicht berücksichtigt, lag zuletzt bei 7,2 Prozent. Der stellvertretende Gouverneur der Riksbank, Martin Flodén, wies darauf hin, dass der Aufwärtsdruck auf viele Unterkategorien der Verbraucherpreise hoch bleibe. Dies gelte insbesondere für den Dienstleistungssektor. Zudem verteuert die schwache Krone die Importe. Auch dies dürfte wesentlich zur hohen Inflation in Norwegen beigetragen haben. Zwar ist die Gesamtrate seit Jahresbeginn von 7,0 auf 4,8 Prozent im August gesunken, aber auch die um Steuern und Energiepreise bereinigte Kernrate erweist sich als hartnäckig. Sie erreichte erst im Juni mit 7,0 Prozent ihren Höchststand seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 2003 und ging bis August aufgrund anhaltend hoher Preissteigerungen für Waren und Dienstleistungen nur auf 6,3 Prozent zurück. Sowohl in Schweden als auch in Norwegen dürfte sich der Abwärtstrend der Inflation fortsetzen, wenngleich die nach wie vor bemerkenswert robusten Arbeitsmärkte die weitere Entwicklung insbesondere der Kernrate bremsen könnten.

Angespannter Arbeitsmarkt treibt Löhne an

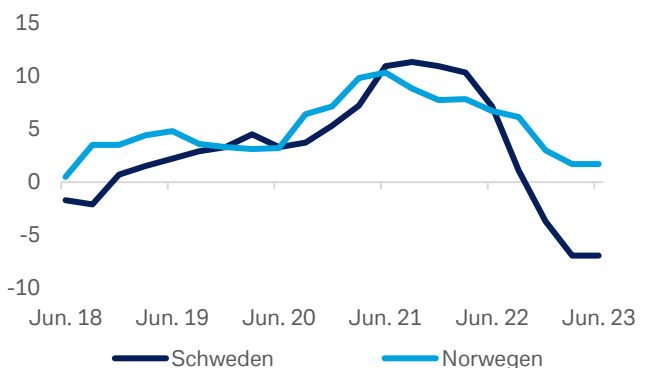
(Lohnwachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Einbruch am schwedischen Immobilienmarkt

(Immobilienpreise in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



So hat die Norges Bank ihre jüngsten Prognosen für das Lohnwachstum und die Inflation in diesem Jahr auf 5,5 bzw. 6,0 Prozent nach oben korrigiert. Zuvor war man davon ausgegangen, dass ein Lohnwachstum von 5,0 Prozent mit Reallohnsteigerungen einhergehen würde. Während die Riksbank ihre Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2023 leicht von 8,9 auf 8,6 Prozent senkte, erhöhte sie die Prognose für 2024 von 4,3 auf 4,6 Prozent.

## Restriktive Geldpolitik – Keine Leitzinssenkungen vor der EZB

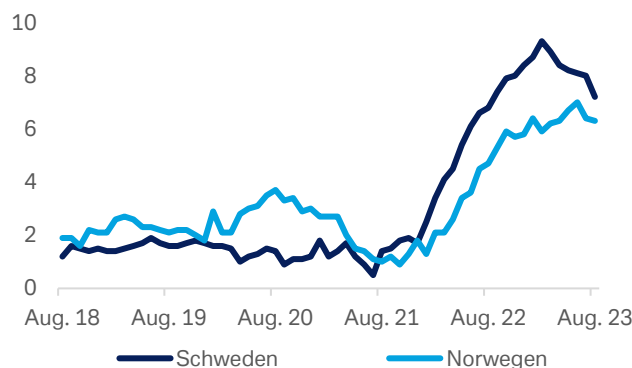
Seit Oktober 2022 hat die Riksbank den Leitzins sukzessive von 0,0 auf 4,0 Prozent angehoben. Damit könnte das Ende der Fahnenstange aber noch nicht erreicht sein. Die Währungshüter um Gouverneur Erik Thedeen haben signalisiert, dass weitere Schritte möglich sind, sollte der importierte Preisdruck durch die schwache schwedische Krone zunehmen. Das Volumen der im Rahmen der im April begonnenen quantitativen Straffung verkauften schwedischen Staatsanleihen stieg im September von 3,5 auf 5,0 Mrd. SEK pro Monat. Darüber hinaus könnten bis zu einem Viertel der Währungsreserven der Zentralbank verkauft werden, um die Krone vor einer weiteren Abwertung zu schützen. Auch die Norges Bank, die ihren Zinszyklus einige Monate vor der Sveriges begonnen hatte, schwenkte auf ihrer Juni-Sitzung auf einen steileren Zinspfad ein. Entsprechend liegt der norwegische Leitzins mit 4,25 Prozent etwas höher. Gouverneurin Ida Wolden Bache hat zudem signalisiert, dass die Entwicklung des Leitzinses von der konjunkturellen Entwicklung abhängen wird, so dass weitere Zinsschritte möglich sind. Angesichts des fragilen schwedischen Immobilienmarktes und der jüngsten Erfolge bei der Gesamtinflation erscheint es jedoch wahrscheinlich, dass der Zinsgipfel erreicht ist. Allerdings dürften Zweitrundeneffekte ein längerfristig restriktives Zinsniveau erforderlich machen. Um größere Schwankungen des Wechselkurses und des Außenhandels zu vermeiden, dürften beide Zentralbanken der EZB bei der Normalisierung der Geldpolitik Mitte 2024 folgen.

## Kronen nach schwachem Jahr über den Berg, Stabilisierung wahrscheinlich

Die Kombination aus konjunktureller Abschwächung und hoher Inflation spiegelt sich auch in der Entwicklung der beiden Kronen in diesem Jahr wider. Während die schwedische Krone seit Jahresbeginn gut vier Prozent gegenüber dem Euro verloren hat, liegt die norwegische Krone bei über minus sechs Prozent. Damit ist sie nach dem Yen die zweitschwächste G10-Währung in diesem Jahr. Alles in allem dürften die beiden nordischen Währungen die Talsohle durchschritten und die Konjunkturaussichten weitgehend eingepreist haben. Mittelfristig dürften beide Währungen das Schlimmste hinter sich haben und könnten 2024 zum Euro moderat aufwerten.

Kerninflation verfestigt sich auf hohem Niveau

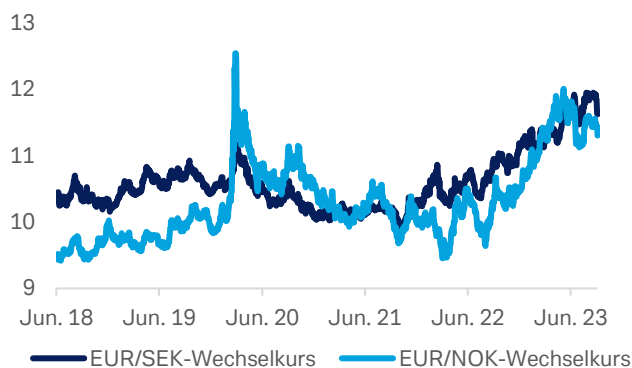
(Kerninflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Schwedische und norwegische Krone stabilisieren sich

(Angaben in SEK bzw. NOK je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

# Dollar-Block





- Die zähe konjunkturelle Entwicklung insb. in China lastet auf den Rohstoffpreisen
- Dies beeinflusst auch die Kursentwicklung der Dollarwährungen
- Leitzinserhöhungszyklen dürften 2023 beendet werden
- Arbeitsmärkte bleiben robust, Häusermärkte leiden unter höherem Zinsniveau

## Weltkonjunktur und Rohstoffe:

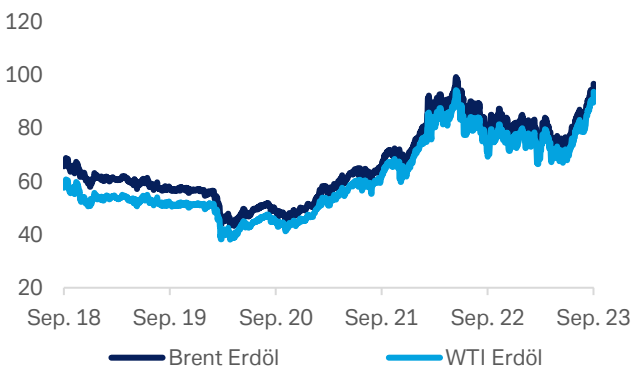
Wie an anderen Stellen dieser Publikation bereits erwähnt, entwickelte sich die Weltkonjunktur bis Ende September 2023 nicht so robust, wie es von vielen Marktakteuren nach der Aufhebung der Pandemiebeschränkungen in China erwartet worden war. Zwar zeigten die USA eine wirtschaftliche Stärke, die ihr viele Analysten – die eher eine Rezession erwarteten – nicht zugetraut hatten. Allerdings stagnierte die Wirtschaft der Eurozone und auch die chinesischen Wachstumsraten lagen weit unter dem Vorpandemieniveau und den Erwartungen.

Insbesondere bei den Industriemetallen und einigen Edelmetallen sorgte dies für meist enttäuschende Preisentwicklungen. Nach einem starken Jahresauftakt ging es für Kupfer, Eisenerz, Platin und Co. im Laufe des Frühjahrs und Sommers teils deutlich abwärts. Ähnliches gilt für die Ölpreise. Mit den ersten Anzeichen einer robusten Wirtschaft in den USA und der Hoffnung darauf, dass die geld- und fiskalpolitischen Stimuli in China früher oder später auch die dortige Wirtschaft aus dem Tal reißen werden, begann im Spätsommer jedoch eine leichte Erholungsphase, die sich unserer Ansicht nach auch im kommenden Jahr fortsetzen könnte – mit moderatem Aufwärtspotential für viele Industrie- und Edelmetalle – und dementsprechend möglicherweise einem stärkeren Exportwachstum auch der rohstoffexportierenden Länder des Dollarblocks, das deren Währungen stützen dürfte.

Ein Sonderfall sind die Ölpreise: Diese taten sich in der ersten Jahreshälfte aufgrund der Rezessionsbefürchtungen hinsichtlich der US-Wirtschaft und der mauen Entwicklung in China sehr schwer. Brent-Öl stürzte fast bis auf 70 USD/Barrel ab, WTI sogar auf noch tiefere Niveaus. Im Frühsommer reagierte Saudi-Arabien – nachdem die OPEC+-Länder zuvor die Fördermengen bereits gekürzt hatten – mit einer einseitigen Produktionsbeschränkung in Höhe von 1 Mio. Barrel/Tag. Auch Russland produzierte weniger Öl für den asiatischen Markt als möglich. Andere Länder wie Angola, Gabun oder Libyen verfehlten ihre Quoten aufgrund von Produktionsproblemen.

Ölpreise durch Förderkürzungen gestützt

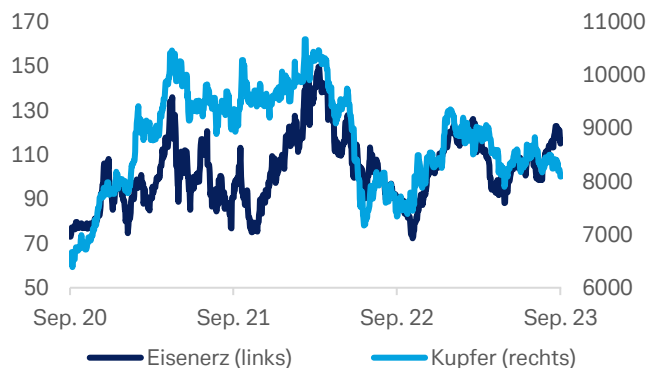
(Angaben indexiert: 17.10.2017 = 100)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Eisenerz und Kupfer nach starkem Jahresauftakt ausgebremst

(Angaben in USD je metrische Tonne)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



Da die Ölnachfrage global mit 103 Mio. Barrel/Tag ein neues Rekordniveau erreicht hat, und mittelfristig Chinas Wirtschaft wieder auf einen stärkeren Wachstumspfad zurückkehren könnte, stehen die Ampeln für weiter auf hohem Niveau verbleibende Ölpreise momentan auf „Grün“ – wenngleich dauerhaft hohe Preise mit einem Ende der freiwilligen Produktionskürzungen Saudi-Arabiens, stärkerer Förderung von WTI-Öl in den USA und einer möglichen Toleranz seitens der USA für Ölexporte aus Venezuela oder dem Iran beantwortet werden könnten. Eventuell könnte dies auch dazu führen, dass Industrieunternehmen wo immer möglich versuchen werden, Öl zu substituieren.

Der Energiesektor hat einen überproportionalen Einfluss auf den Außenwert des CAD, da er knapp zehn Prozent des kanadischen BIP ausmacht, sodass der CAD eine starke Korrelation mit den Ölpreisen aufwies. Für Australien sind eher die Preise für Eisenerz, Kupfer, Kohle und Erdgas relevant. Australien ist als zweitgrößter Exporteur von Kraftwerkskohle und Eisenerz und als ein führender Exporteur von Flüssigerdgas (LNG) von großer Bedeutung. Dies zeigte sich erst kürzlich, als die Erdgaspreise auch in Europa stark auf die Streikmaßnahmen in zwei westaustralischen LNG-Verladeterminals reagierten. Zwar notieren die Erdgaspreise weit unter den Höhepunkten des Vorjahres. Mit einer steigenden Nachfrage aus China dürften die Preise jedoch unterstützt bleiben, was somit auch dem australischen Dollar zugute käme.

## Australien:

Die australische Konjunktur entwickelte sich nicht so dynamisch wie im Vorjahr. Mit jeweils 0,4 Prozent Wachstum zum Vorquartal zeigte sie sich jedoch weiterhin robust. Für das Gesamtjahr 2023 besteht Potenzial, dass die australische Wirtschaft um mehr als 1,5 Prozent zum Vorjahr wachsen könnte, 2024 dürfte sie um ein ähnliches Niveau zulegen.

Die Stärke des Arbeitsmarktes ist einer der Gründe hierfür. Die Arbeitslosenquote verharrt mit 3,7 Prozent nicht allzu weit entfernt von ihrem 50-Jahrestief bei 3,4 Prozent. Die Anzahl der Stellenanzeigen nahm in den vergangenen Monaten weiterhin moderat zu, Privathaushalte gaben im August 2,3 Prozent mehr als im Vorjahresmonat aus und die Kredite an private Verbraucher wachsen stetig.

Ein anhaltendes Problem bleibt aufgrund des hohen Zinsniveaus der Immobilienmarkt. Die sehr volatile Messgröße der Baugenehmigungen gab in den letzten Monaten aufgrund des steigenden Zinsniveaus wieder deutlich nach.

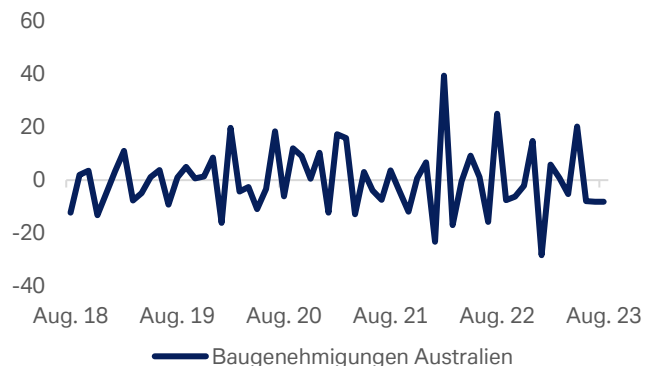
Wertentwicklung des Australischen Dollars

(Angaben in AUD je EUR)



Baugenehmigungen in Australien

(Angabe in Prozent ggü. Vormonat)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



Die Inflationsrate sank von 7,0 Prozent im ersten auf 6,0 Prozent im zweiten Quartal 2023. Die Lohn- und Gehaltszuwächse blieben im zweiten Quartal mit 3,6 Prozent zum Vorjahr auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Die seit Mitte September amtierende neue Notenbank-Gouverneurin Michele Bullock dürfte mit ihrem Kollegium somit über weitere Zinserhöhungen nachdenken, nachdem diese kürzlich eine erneute Zinspause einlegten. Wir halten ein bis zwei weitere Zinsschritte aufwärts für möglich. Dies dürfte ebenso wie die potenziell etwas höheren Rohstoffpreise im kommenden Jahr moderates Aufwärtspotenzial für den AUD mit sich bringen.

## Kanada:

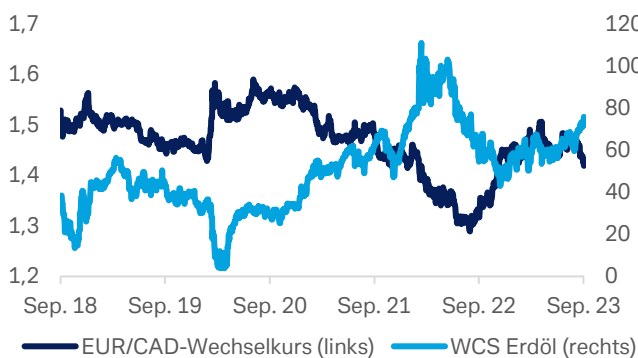
Das BIP Kanadas enttäuschte im zweiten Quartal 23, indem es annualisiert zum Vorquartal um 0,2 Prozent schrumpfte. Im ersten Quartal war Kanadas Wirtschaft noch um 2,6 Prozent annualisiert gewachsen. Besonders die Einzelhandelsumsätze schwächelten im zweiten Quartal. Dies, obwohl auch in Kanada der Arbeitsmarkt relativ robust erscheint. Die Arbeitslosenquote hält sich seit Monaten mit 5,5 Prozent auf einem sehr niedrigen Niveau. Die durchschnittlichen Stundenlöhne der Festangestellten stiegen im August um 5,2 Prozent zum Vorjahr und damit spürbar stärker als im vergangenen Zehnjahresdurchschnitt mit 2,8 Prozent.

Nachdem die Inflation im Juni mit 2,8 Prozent in den Zielbereich der Bank of Canada (BoC) von 1 bis 3 Prozent zurückkehrte, ist sie – hauptsächlich aufgrund steigender Benzinpreise – im August wieder zurück auf 4,0 Prozent geklettert. Die Kerninflationsrate notiert auf einem ähnlich hohen Niveau.

Zwar zeigte der Häusermarkt im Frühjahr moderate Stabilisierungstendenzen. Die Verkäufe bestehender Häuser sind aber in den vergangenen Monaten wieder leicht rückläufig zu den Vormonaten. Nach den enttäuschenden BIP-Daten beließ die BoC im Rahmen ihrer September-Sitzung den Leitzins bei 5,00 Prozent. An den Zinsterminmärkten ist Ende September jedoch noch ein weiterer Zinsschritt auf 5,25 Prozent für die kommenden Monate eingepreist, Zinssenkungen wurden hingegen für 2024 weitgehend ausgepreist. Auch hier könnte also "higher for longer" ein Thema sein, was den CAD ebenso stützen könnte, wie anhaltend hohe Ölpreise und eine weiterhin robuste Konjunktorentwicklung beim Haupthandelspartner und Nachbarn im Süden, den USA (Stichwort: „Friend-Shoring“). Dies alle zusammen könnte dafür sorgen, dass der CAD sich zum EUR im kommenden Jahr zumindest behaupten dürfte, wenngleich er auch nicht wesentlich mehr als moderates Aufwertungspotenzial besitzen sollte.

Kanadischer Dollar profitierte kürzlich von teurem WCS Erdöl

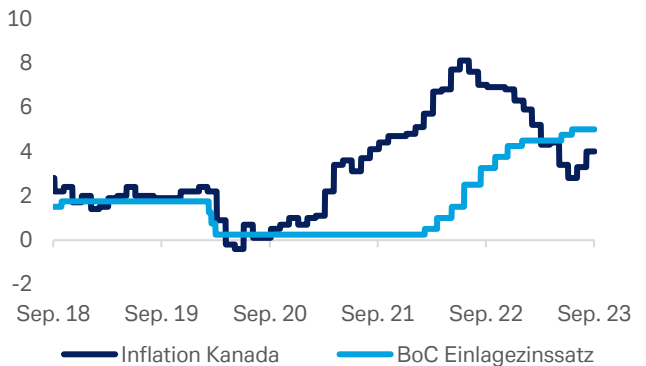
(l.A.: Angabe in CAD je EUR, r.A.: Angabe in USD je Barrel))



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Muss die BoC wegen hoher Inflationsraten nochmal reagieren?

(Angaben in Prozent, Inflation ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Osteuropa







- Inflationsraten im Sinkflug, aber weiterhin deutlich über den Zielniveaus
- Zinswende ante portas bzw. in Polen bereits vollzogen
- Konjunktorentwicklung bleibt jedoch oft schwach
- Auszahlung der NGEU-Fondsmittel an Polen und Ungarn immer noch in der Schwebe

## Sinkende Inflationsraten die Norm: Zielzonen der Notenbanken jedoch noch weit entfernt

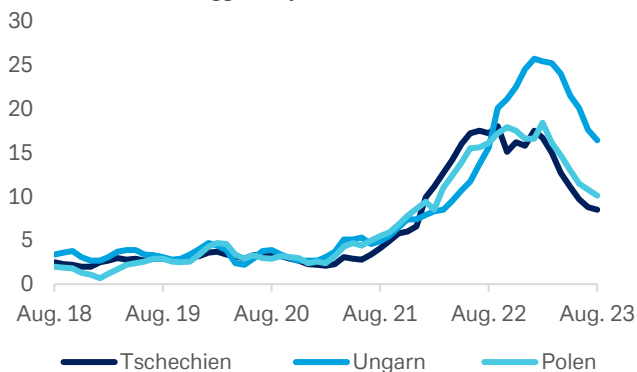
Mit schockierenden 25,7 Prozent war die ungarische Inflationsrate im Januar die zweithöchste in Europa – nur die Türkei konnte sich den zweifelhaften Titel des inoffiziellen "Inflations-Europameisters" ans Revers heften. Der Rückgang der Energie- und Lebensmittelpreisinflation führte dann im Jahresverlauf zu einem Nachlassen des Inflationsdrucks. Allerdings sind die Raten noch weit vom Zielbereich der Zentralbanken entfernt. Die Arbeitsmärkte sind auch in Osteuropa angespannt. Die Bruttolohnsteigerungen bleiben daher robust. So lag der Anstieg in Ungarn im Juni bei rund 16,1 Prozent.

Diese Lohnsteigerungen könnten natürlich zu einer Lohn-Preis-Spirale führen, ein Szenario, dessen sich die Notenbanken bewusst sind. Gleichzeitig zeigen sich aber auch in Osteuropa deutliche konjunkturelle Bremsspuren. Die hohen Inflationsraten animieren die Konsumenten nicht zu vorgezogenen Käufen. Noch gravierender als in Westeuropa dürfte die konjunkturelle Delle sein, die vor allem die Industrie trifft. Damit befinden sich die Notenbanken auch in den mittel- und osteuropäischen Ländern in einem Dilemma: Die Inflation bleibt über den Zielwerten, was zwar eine straffere Geldpolitik erfordern, aber zugleich den Konjunkturmotor weiter abwürgen würde.

Die Zentralbanken dürften daher vorsichtig agieren. Die polnische Notenbank hat mit ihrer Mega-Zinssenkung um 75 Basispunkte Anfang September stattdessen die Bazooka herausgeholt – wie Mario Draghi sagen würde. Man darf gespannt sein, wie sich die Geldpolitik nach den Parlamentswahlen am 15. Oktober entwickeln wird.

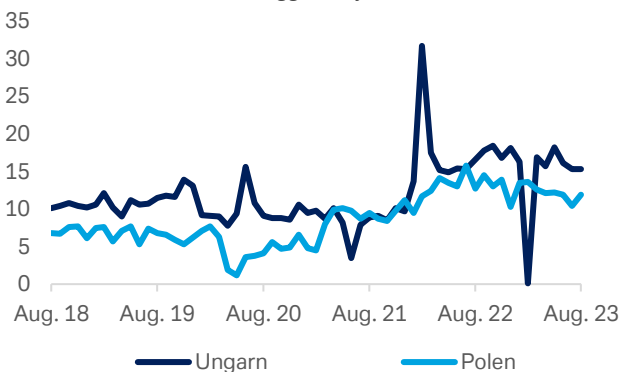
Inflationsraten der CEE3-Länder im Rückwärtsgang

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Lohnsteigerungen auf anhaltend hohem Niveau

(Lohnwachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Tschechien

Die Tschechische Notenbank (CNB) dürfte sich freuen, dass die Inflationsrate von Spitzenwerten um 18,5 Prozent auf 8,5 Prozent im August gesunken ist. Und das, obwohl die CNB nach dem Wechsel des bisherigen Gouverneurs Jiri Rusnok, einem bekennenden Superfalken, Mitte 2022 mit Ales Michl einen neuen Gouverneur bekommen hat, der als Supertaube ganz am anderen Ende des geldpolitischen Spektrums steht.

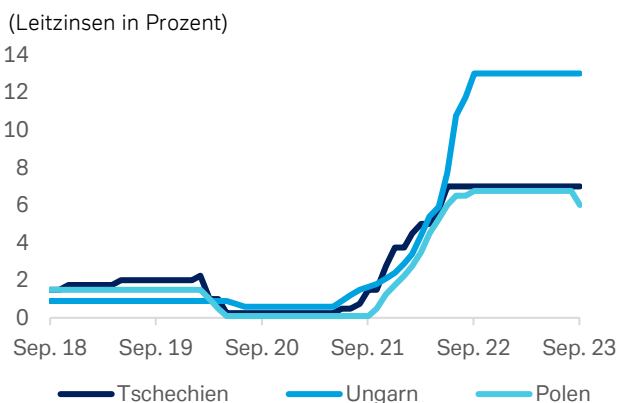
Sinkende Energiepreise, eine solide Fiskalpolitik und zeitweilige Währungsmarktinterventionen zugunsten der Krone begünstigen jedoch die Inflationsentwicklung in der Tschechischen Republik. Die Aufwertung der Krone auf 23,17 EUR/CZK Mitte April hat auch die Gefahr einer importierten Inflation gemindert. Die Stagnation der tschechischen Wirtschaft (im ersten Quartal gab es ein Nullwachstum, im zweiten wuchs die Wirtschaft um bescheidene 0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal) dürfte aber auch in Prag bald zu Diskussionen über erste Zinssenkungen führen. Nachdem Gouverneur Ales Michl im Sommer weitere Interventionen auf den Währungsmärkten ausgeschlossen hatte, geriet die Krone ähnlich wie der Zloty nach der Jumbo-Zinssenkung in Polen moderat unter Druck. Im April erreichte die Krone gegenüber dem Euro mit EUR/CZK 23,18 ein 15-Jahres-Hoch. Mitte September notierte sie nur noch bei 24,50. Im Falle einer zeitnahen Lockerung der Geldpolitik könnte die Krone weiter unter Druck geraten. Ein deutlicher Einbruch erscheint aus heutiger Sicht jedoch wenig wahrscheinlich.

## Ungarn

Die ungarischen Währungshüter hatten frühzeitige Leitzinserhöhungen eingeleitet, um die Dynamik des Verbraucherpreisanstiegs frühzeitig zu dämpfen. Zeitweilige Inflationsraten von mehr als 25 Prozent konnten damit jedoch nicht verhindert werden. Inzwischen ist die Inflation der Verbraucherpreise auf 16,4 Prozent zurückgegangen, was natürlich immer noch zu hoch ist. Nach der Aufhebung einiger Preisobergrenzen für ausgewählte Lebensmittel im August nimmt der Preisdruck in diesem Bereich jedoch wieder etwas zu.

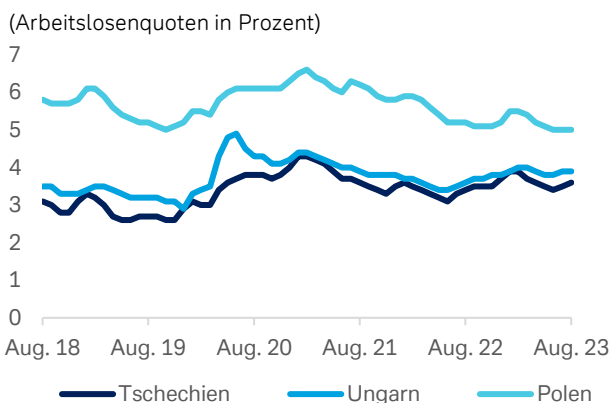
Die ungarische Notenbank hat den eigentlichen Leitzins, die Base Rate, seit September letzten Jahres bei 13,0 Prozent belassen. Der vorübergehend als Leitzins fungierende einwöchige Einlagensatz wurde hingegen von in der Spitze 18 Prozent auf nunmehr genau diese 13 Prozent gesenkt. Beginnend im vierten Quartal dürften beide Zinssätze erstmals gesenkt werden. Die Beschleunigung des Lohnwachstums und die wieder steigenden Energiepreise könnten dem jedoch entgegenwirken.

Zinswende in Polen bereits vollzogen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Arbeitsmärkte bleiben robust



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



Die Erhöhung der Verbrauchsteuern ab 2024 wird im Januar 2024 zu einem einmaligen Aufwärtseffekt führen. Bis Ende 2024 dürfte sich die Inflation aber wieder deutlich verlangsamen. Die wirtschaftliche Entwicklung Ungarns verlief im bisherigen Jahresverlauf eher schwach: Mit -0,4 bzw. -0,3 Prozent in den ersten beiden Quartalen verharrte Ungarn in der Rezession.

Wie eben erwähnt ist die künftige Geldpolitik der Notenbank unsicher. Es erscheint jedoch nicht unwahrscheinlich, dass die NBH angesichts der unterstützenden nachlassenden Inflationsdynamik (insbesondere mit günstigen Basiseffekten ab September), des schwachen inländischen Wirtschaftswachstums und unter der Voraussetzung, dass die Währung stabil bleibt, die Geldpolitik durch Senkung auch des Basiszinssatzes ab Oktober weiter lockern wird. Die Senkung des Basiszinssatzes könnte dann bis Ende des Jahres möglicherweise um bis zu 300 Basispunkte erfolgen (auf dann 10 Prozent, d.h. eine Absenkung um 100 Basispunkte bei jeder Sitzung). Für den Forint sehen wir deshalb momentan leichtes Abwertungspotenzial, das sich bereits Ende September erstmals wieder manifestierte.

## Polen

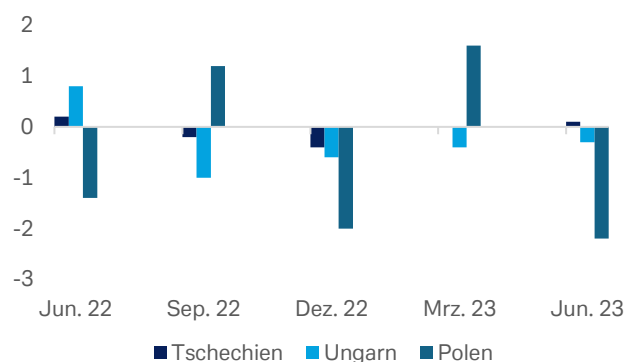
Wie bereits erwähnt, schockierte die Zentralbank (NBP) die Märkte, als sie ihren Referenzzinssatz Anfang September um 75 Basispunkte auf 6,00 Prozent senkte – eine in diesem Ausmaß völlig unerwartete Maßnahme – nach elf aufeinanderfolgenden Sitzungen ohne Zinserhöhung. Viele Ökonomen meinten, die NBP wolle ein Signal setzen, die Wirtschaft ankurbeln und möglicherweise die Regierungspartei vor den Parlamentswahlen am 15. Oktober unterstützen. Zwar ist die Inflationsrate in Polen seit Jahresbeginn von über 18 Prozent deutlich zurückgegangen. Nach vorläufigen Schätzungen lag sie im August mit 10,1 Prozent aber immer noch im zweistelligen Bereich. Das Direktorium der Zentralbank geht davon aus, dass der Preisdruck angesichts der schwächer als erwartet ausgefallenen Nachfrage schneller wieder zum Zielwert zurückkehren wird. Es besteht jedoch die Gefahr, dass der Inflationsdruck durch importierte Inflation wieder zunimmt. In Zukunft werden die Märkte wahrscheinlich das Risiko einer sich verfestigenden Inflation und einer unzureichenden Reaktion der NBP einpreisen.

Der Zloty, der im bisherigen Jahresverlauf zu den stärksten Währungen zählte, verlor in den auf die Zinssenkung folgenden zwei Tagen rund drei Prozent gegenüber dem Euro. Aufgrund der taubenhaften NBP sehen wir aktuell Potenzial für eine weitere moderate Abwertung in 2024.

Die anhaltende Verzögerung bei der Bestätigung der Auszahlung der Mittel aus dem EU Next Generation Fund macht die Situation für Polen und Ungarn weiterhin nicht einfacher.

BIP- Schrumpfung statt Wachstum?

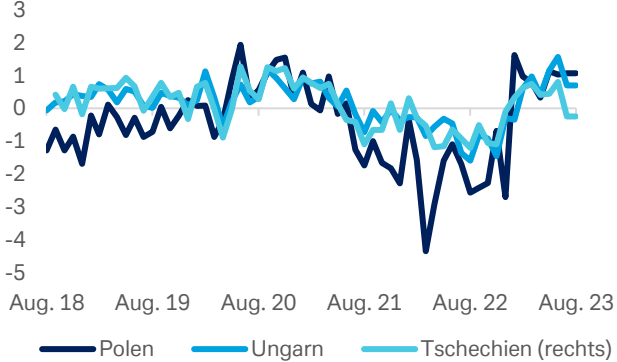
(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Handelsbilanzdefizite verwandeln sich zurück in –überschüsse

(Handelsbilanzsaldo in Mrd. EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# China





- Nach einem hoffnungsvollem Jahresstart verliert die Erholung seither an Dynamik – Frühindikatoren deuten auf eine Stabilisierung zum Ende des dritten Quartals hin.
- Peking dürfte weiterhin versuchen, die Vertrauenskrise privater Unternehmen und Haushalte mit gezielten Stimuli zu überwinden.
- Die größten Wachstumsrisiken bestehen in einer Ausweitung der Immobilienkrise sowie einer nicht wieder anspringenden inländischen Güternachfrage.

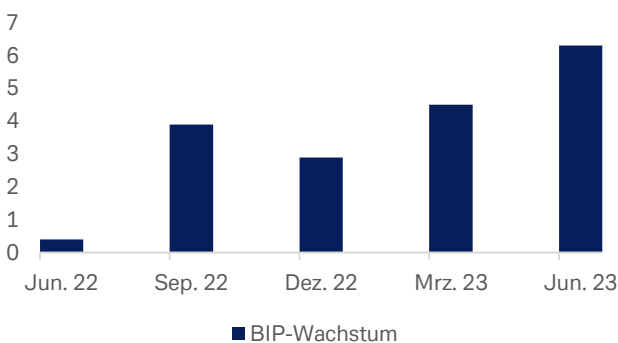
## Unausgewogener Aufschwung verliert im zweiten Quartal an Dynamik

Nachdem Peking Anfang des Jahres seine strikte Null-Covid-Politik aufgab und das wirtschaftliche und soziale Leben des Landes nach drei langen Jahren wieder öffnete, erlebte die chinesische Wirtschaft im ersten Quartal einen kräftigen Aufschwung. Die Normalisierung der Lieferketten und der Abbau von Auftragsrückständen trugen über einen deutlichen Anstieg der Exporte zu einem kräftigen Wachstum im Februar und März bei. Danach verlor die Konjunktur jedoch zusehends an Schwung. Im zweiten Quartal blieb das chinesische Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit einem Wachstum von 6,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr hinter den Markterwartungen zurück. Im direkten Quartalsvergleich ergab sich ein mageres Plus von 0,8 Prozent, was deutlich unter den 2,2 Prozent des ersten Quartals lag. Im ersten Halbjahr wuchs die Wirtschaft im Jahresvergleich um 5,5 Prozent und lag damit leicht über dem von Peking für das Gesamtjahr 2023 ausgerufenen BIP-Wachstumsziel von "rund" 5 Prozent – nach nur 3 Prozent im Jahr 2022.

Seither wird der Aufschwung vor allem von der starken Dienstleistungs-Nachfrage – insbesondere im Reise-, Freizeit-, Hotel- und Gastronomiebereich – getragen. Die Industrie leidet unter der schwachen Güternachfrage aus dem In- und Ausland. Letzteres trifft Chinas einstigen Wachstumsmotor, die exportorientierte, überwiegend privatwirtschaftliche Fertigungsindustrie. Die schlechte Stimmung in Chinas Privatsektor, der immerhin für 60 Prozent des BIP und rund 80 Prozent der städtischen Beschäftigung verantwortlich ist, dämpft die Investitionsbereitschaft privater Unternehmen. Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung, die hohe Jugendarbeitslosigkeit von über 20 Prozent, die auf einen fragilen Arbeitsmarkt hindeutet und die anhaltende Schwäche des Immobiliensektors verunsichern die privaten Haushalte und dämpfen ihre Nachfrage nach Wohnungen und langlebigen Konsumgütern. Statt ihre Ersparnisse auszugeben, sparen sie mehr. Nach jüngsten Angaben der chinesischen Zentralbank sind die Spareinlagen der chinesischen Haushalte in den ersten sieben Monaten des Jahres um umgerechnet 2,4 Billionen Euro gestiegen.

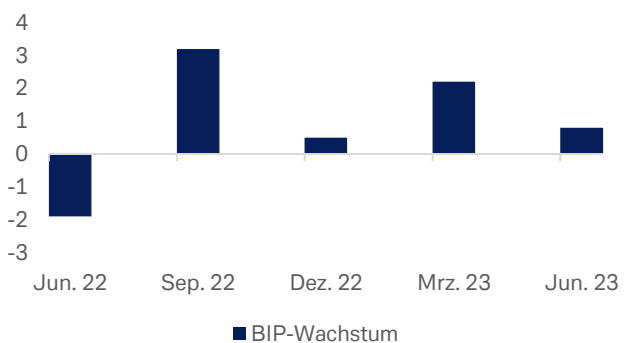
Quartals-BIP-Wachstumsraten

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quartals-BIP-Wachstumsraten

(Angaben in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Schwacher Start ins dritte Quartal

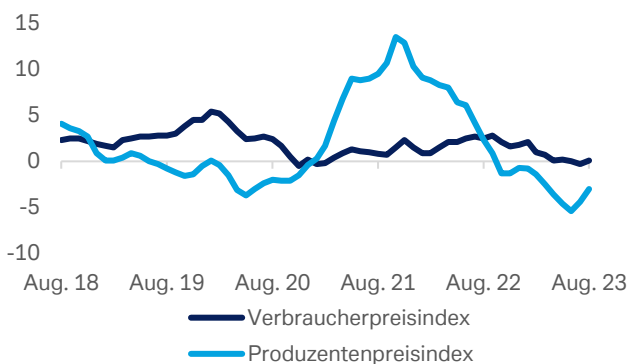
Zu Beginn des dritten Quartals setzte sich die nachlassende Wachstumsdynamik des zweiten Quartals stärker fort als von den meisten Analysten erwartet. Im Juli verlangsamte sich das jährliche Wachstum sowohl der Industrieproduktion als auch der Einzelhandelsumsätze und es zeigten sich erstmals auch bei den Verbraucherpreisen deflationäre Tendenzen. Nach einem Anstieg der Jugendarbeitslosigkeit im Juni auf über 21 Prozent beschloss Peking, diese Zahlen zukünftig nicht mehr zu veröffentlichen. Während die chinesischen Importe im Juli den stärksten Rückgang seit Januar verzeichneten, sanken die Exporte mit einem noch stärkeren Minus von 14,5 Prozent den dritten Monat in Folge und so deutlich wie zuletzt im Februar 2020. Dies ist jedoch nicht nur auf geringere Exportvolumina, sondern auch auf niedrigere Exportpreise in US-Dollar zurückzuführen. Ende Juli hatte der Yuan gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen zwölf Monaten um rund 7 Prozent abgewertet – gegenüber dem Euro fast doppelt so stark.

## Zunehmende Erholung im August

Im August verdichteten sich die Anzeichen für eine sich wiederbelebende Erholung der chinesischen Wirtschaft. Das stärker als erwartete Kreditwachstum war auch der deutlich zunehmenden Kreditnachfrage aus dem Unternehmenssektor geschuldet. Davon profitierten sowohl Chinas Einzelhandel, dessen Umsatzdynamik im August wieder zunahm, als auch die Industrie. Diese konnte ihre Produktion stärker als von den meisten Analysten erwartet ausweiten und ihre Gewinne um stattliche 17 Prozent gegenüber dem Vorjahr steigern. Die städtische Arbeitslosenquote ging leicht auf 5,2 Prozent zurück und auch die im Jahresvergleich deflationären Preistendenzen nahmen ab. Die im Monatsvergleich zuletzt wieder ansteigenden Produzenten- und Konsumentenpreise deuteten auf eine allmähliche Angleichung von Angebot und Nachfrage hin. Die gezielten staatlichen Stimuli, mit denen Peking versucht, für nachhaltig positive Beschäftigungs- und Einkommensverbesserungen zu sorgen, scheinen Wirkung zu zeigen. Zudem deutete die PBoC Ende September weitere Zinssenkungen zur Stärkung der Kredit- und Konsumnachfrage an und stellte stärkere Unterstützungen für den nach wie vor angeschlagenen Wohnungsbau in Aussicht. Die prekäre Lage einiger hochverschuldeter Immobilienentwickler gibt hingegen weiterhin Anlass zu Besorgnis.

Deflationssorgen: Konsumenten- versus Produzentenpreise

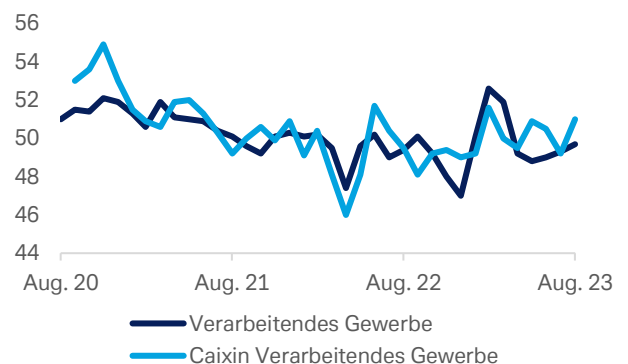
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Stimmung in Chinas Fertigungsindustrie verbessert sich

(Angaben in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



## Binnennachfrage und Immobiliensektor im Fokus staatlicher Unterstützungen

Die bislang gedämpfte Wachstumsdynamik könnte in den kommenden Monaten den Weg für weitere antizyklische politische Unterstützungsmaßnahmen ebnen, wobei die wichtigsten politischen Hebel derzeit in der Fiskal- und Immobilienpolitik liegen dürften. Nach einer Straffung der Fiskalpolitik in der ersten Jahreshälfte scheint es Spielraum für eine mögliche Lockerung in der zweiten Jahreshälfte zu geben. Das Haushaltsdefizit lag in den ersten sieben Monaten des Jahres bei -2,5 Prozent des BIP, verglichen mit -4,3 Prozent im Juli 2022. Analystenschätzungen zufolge kann die chinesische Regierung in der zweiten Jahreshälfte immer noch mehr als 4,1 Billionen Yuan (530 Milliarden Euro) über zentrale und lokale Staatsanleihen aufnehmen, deutlich mehr als in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres (1,4 Billionen Yuan / 180 Milliarden Euro). Die Anleiheemissionen haben sich bereits im August beschleunigt.

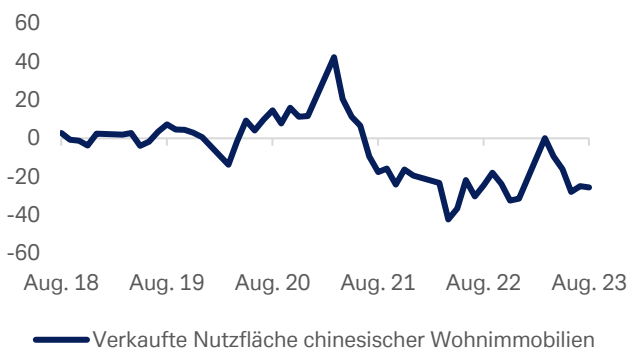
Nach der vielversprechenden Sitzung des Politbüros Ende Juli reagierten die Märkte enttäuscht, weil sie ausreichende antizyklische Stützungsmaßnahmen vermissten. Im August und September legte Peking nach, indem dem Bankensektor mehr Liquidität zu verringerten Zinssätzen zur Verfügung gestellt wurde. Zudem wurden eine Reihe von Maßnahmen verkündet, die zeitnah greifen sollen, wie z.B. die erste landesweite Zinssenkung für bestehende Hypothekenkredite seit acht Jahren sowohl für Erst- als auch für Zweitwohnungen. Eine Zinssenkung um beispielsweise 100 Basispunkte bei ausstehenden Hypothekenkrediten in Höhe von landesweit 38 Billionen Yuan (ca. 4,9 Billionen Euro) könnte den chinesischen Verbrauchern jährliche Einsparungen von 400 Milliarden Yuan (52 Milliarden Euro) bringen – etwa 1 Prozent des jährlichen Einzelhandelsumsatzes. Ob und wie schnell die Maßnahmen die gewünschte Wirkung auf die Binnennachfrage entfalten, dürfte allerdings davon abhängen, ob es Peking gelingt, die Verbraucher aus der Liquiditätsfalle zu befreien, in der sie sich seit Monaten zu befinden scheinen. Ohne die Wiederherstellung des Vertrauens in einen nachhaltigen Aufschwung und eine dauerhafte Verbesserung der Beschäftigungs- und Einkommenssituation dürfte dies kaum gelingen.

## Wachstumsrisiken und veränderte Handelsstrukturen

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seinem jüngsten Weltwirtschaftsausblick vom Juli seine bisherigen Wachstumsprognosen für Chinas reales BIP unverändert bei 5,2 Prozent für 2023 und 4,5 Prozent für 2024 belassen. Dies sieht die OECD in ihrer aktuellen September-Projektion ähnlich: für 2023 veranschlagt sie eine reale BIP-Wachstumsrate von 5,1 Prozent und für 2024 einen Rückgang auf 4,6 Prozent.

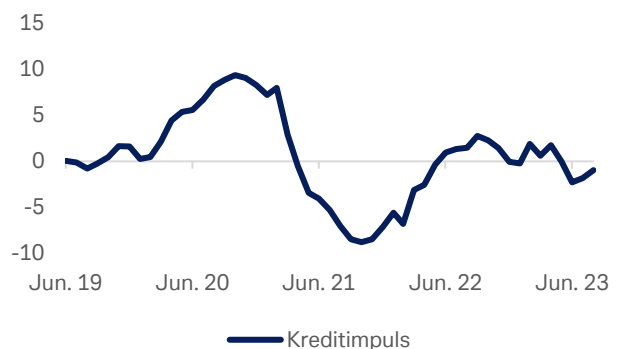
Verkaufte Nutzfläche chinesischer Wohnimmobilien

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Schwaches aggregiertes Kreditwachstum im Lfd. Jahr

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



Die größten Abwärtsrisiken dürften von einem unerwartet starken Abschwung im Immobiliensektor, einer weiterhin gedämpften Güternachfrage und einer unbeabsichtigten fiskalischen Straffung als Reaktion auf geringere Steuereinnahmen der Lokalregierungen ausgehen – mit möglichen negativen Auswirkungen für Chinas internationale Handelspartner, darunter auch für Deutschland.

China war auch im ersten Quartal des Jahres der wichtigste Handelspartner deutscher Unternehmen, obwohl das Außenhandelsvolumen im Vergleich zum Vorjahr um minus 10,5 Prozent auf 64,7 Milliarden Euro zurückging. Der Rückgang der deutschen Exporte nach China fiel mit minus 12,0 Prozent im Vergleich zum ersten Quartal 2022 noch deutlicher aus. Während sich die realen deutschen Exporte nach China zwischen 2002 und 2018 vervierfachten, gingen sie in den folgenden vier Jahren bis 2022 um minus 7,5 Prozent zurück. Dieser Trend dürfte sich nach Einschätzung des Kiel Instituts für Weltwirtschaft (IfW) auch im ersten Halbjahr 2023 fortgesetzt haben. Auch der Anteil der China-Exporte an den deutschen Gesamtexporten ist in den letzten Jahren rückläufig – von knapp 8 Prozent im Jahr 2020 auf 6,2 Prozent im ersten Halbjahr 2023.

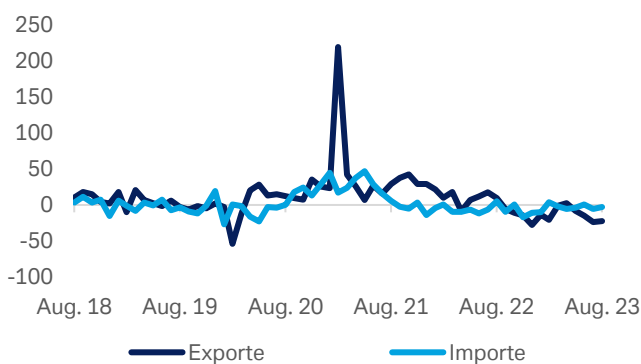
Die Bedeutung der chinesischen Exporte als Wachstumsmotor für die deutsche Wirtschaft ist in den letzten Jahren stark zurückgegangen – auch weil deutsche Unternehmen zunehmend vor Ort in China produzieren, statt nach China zu exportieren. Darüber hinaus erklärt auch die Verschiebung der chinesischen Importstruktur die zunehmende Schwäche der deutschen Exporte nach China. Da Peking in den letzten Jahren sehr viel stärker auf inländische Wertschöpfung setzt, werden mehr Güter selbst produziert als importiert. Seit 2003 hat sich der Anteil der Importe am chinesischen BIP von knapp 30 Prozent auf rund 15 Prozent etwa halbiert.

Gleichzeitig hat China seine Einfuhren von Vorprodukten aus südostasiatischen Schwellenländern erhöht, während es seine Einfuhren von Investitionsgütern, zu denen auch die für deutsche Exporteure wichtigen Maschinen und Anlagen gehören, reduziert und im Zuge der fortschreitenden Technologisierung der Binnenwirtschaft in großem Umfang selbst produziert. Die IfW-Studie prognostiziert, dass die Investitionsgüterexporte nach China als Wachstumsmotor für die deutsche Wirtschaft in Zukunft vernachlässigbar sein werden. Da der komparative Vorteil vieler deutscher Unternehmen bei der Herstellung von Maschinen und Anlagen nicht mehr dem chinesischen Bedarf entspreche, lägen die zukünftigen Wachstumsmärkte für deutsche Maschinen- und Anlagenbauer zunehmend in Südostasien und Indien und weniger in China.

Was den Außenwert des Renminbi anbelangt, sehen wir momentan eher weiteren Abwertungsdruck für das kommende Jahr vorher.

Chinas Exporte und Importe nach Deutschland auf USD-Basis

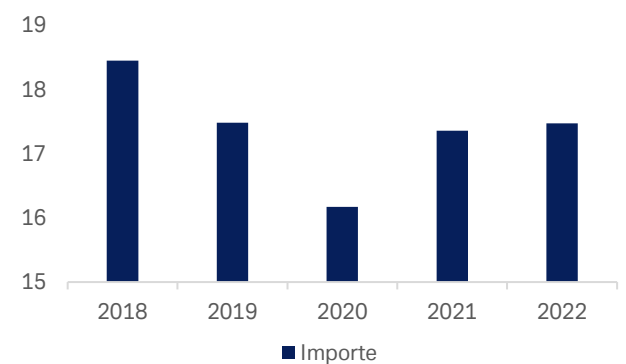
(Chinesischer Handel mit Deutschland in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Chinas Importe im Vergleich zum BIP

(Angabe in Prozent vom BIP)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023



# Emerging Markets



# Emerging Markets



- Größtenteils stabile Währungen und abnehmender Preisdruck unterstützen die bisher robuste wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Schwellenländern.
- Asien dürfte auch weiterhin die global stärkste Wachstumsdynamik aufweisen und von vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus profitieren.
- Einige Notenbanken Lateinamerikas sind zur Stützung der sich abkühlenden Konjunktur bereits in den Lockerungsmodus übergegangen – weitere dürften folgen.

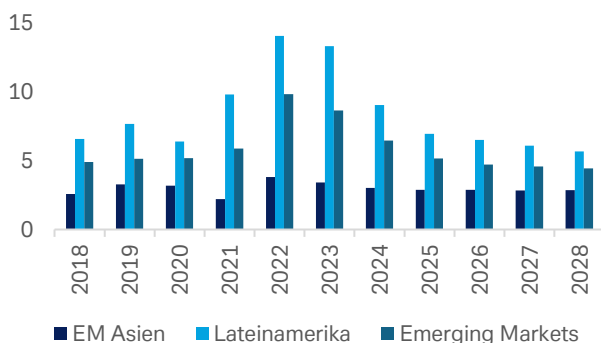
Die wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Schwellenländern war im bisherigen Verlauf des Konjunkturzyklus recht robust. Mit wenigen Ausnahmen war dies im ersten Halbjahr vor allem auf relativ stabile Währungen und eine angebotsseitige Desinflation durch sinkende Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen. Steigende Realrenditen im Zuge rückläufiger Inflationsraten bei gleichzeitig hohem Zinsniveau zogen internationales Anlagekapital an und bildeten den Anker für einen Großteil der Schwellenländerwährungen. Künftig könnte der Druck auf einzelne Schwellenländer zunehmen – unter anderem durch wieder steigende Energiepreise, längerfristig höhere US-Zinsen und einen schnelleren Lockerungszyklus in den Schwellenländern selbst als derzeit von den Märkten eingepreist. Zwar dürfte das reale BIP-Wachstum in den Schwellen- und Entwicklungsländern nach den jüngsten Prognosen des Internationalen Währungsfonds mit rund 4 Prozent in den Jahren 2023 und 2024 weltweit weitgehend stabil bleiben. Hinter diesem Durchschnittswert verbergen sich jedoch zum Teil erhebliche Unterschiede. Asien bleibt mit rund 5 Prozent die weltweit am stärksten expandierende Region, gefolgt von den Schwellenländern Lateinamerikas und jenen in Europa, dem Nahen Osten und Afrika (EMEA) mit unterdurchschnittlichen Wachstumsraten.

## Asien

Die Exporte und die Industrieproduktion vieler asiatischer Schwellenländer verlangsamten sich im Jahresverlauf aufgrund der Abkühlung der Weltkonjunktur und der schwächeren Güternachfrage. Vom robusten Wachstum der US-Wirtschaft profitierten die asiatischen Exporteure nur wenig, da dieses vor allem vom US-Dienstleistungssektor getragen wurde. Zudem belastete der Lagerabbau der Importeure in den Industrieländern deren Nachfrage nach Waren aus Fernost, was insbesondere die Exporteure von Halbleitern, Elektronik und anderen Hochtechnologieprodukten zu spüren bekamen.

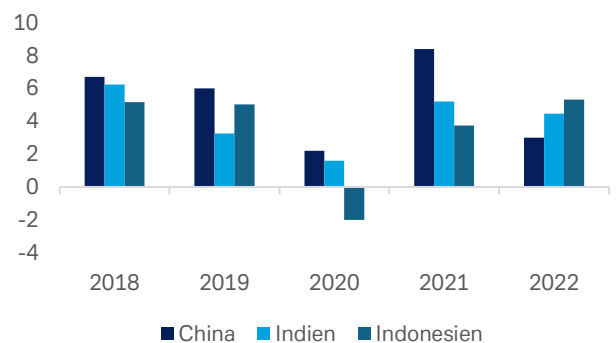
Regionale Inflationsraten gem. IWF

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr, IWF-Prognosen ab 2023)



BIP-Wachstumsraten asiatischer Schwellenländer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Deutsche Bank  
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketingmaterial, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist einem Risiko ausgesetzt.

# Emerging Markets



Im Gegensatz zu anderen Regionen konnten die meisten Zentralbanken der asiatischen Schwellenländer aufgrund des nachlassenden Inflationsdrucks auf übermäßige Zinserhöhungen verzichten, was insgesamt zu einer stabilen Wachstumsdynamik beitrug. Eine Ausnahme bildet hier China, das unter anderem mit Zinssenkungen versucht, dem schwächelnden Aufschwung neuen Schwung zu verleihen.

In der zweiten Jahreshälfte könnte das Durchschreiten der Talsohle im Lagerhaltungszyklus die asiatischen Exporte stärken und die dämpfenden Auswirkungen der globalen Wachstumsverlangsamung in den kommenden Quartalen ausgleichen. Darüber hinaus dürften sich die stärker auf die Binnennachfrage ausgerichteten Volkswirtschaften Indien und Indonesien weiterhin dynamisch entwickeln. Sollte es Peking gelingen, die inländische Konsumnachfrage anzukurbeln, dürfte davon vor allem der asiatische Wirtschaftsraum profitieren.

## Indien

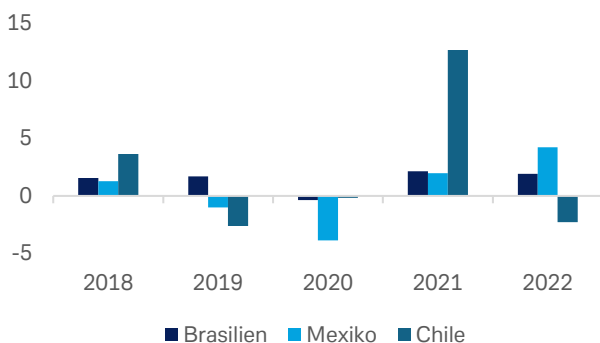
Indien, die drittgrößte Volkswirtschaft Asiens, wuchs im zweiten Quartal um 7,8 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal – nach einem Plus von 6,1 Prozent im ersten Quartal eine deutliche Wachstumsbeschleunigung auf hohem Niveau. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert für Indien in den Jahren 2023 und 2024 ein reales BIP-Wachstum von gut 6 Prozent. Den größten Anteil hatte bisher der Dienstleistungssektor. Der private Konsum, der fast 60 Prozent der indischen Wirtschaftsleistung ausmacht, zeigte mit einem Plus von 6 Prozent gegenüber dem Vorjahr eine deutliche Belebung. Die bisherige Wachstumsdynamik könnte sich in der zweiten Jahreshälfte zwar etwas abschwächen. Die umfangreichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen sowie die starken Anreize für Investitionen aus dem In- und Ausland dürften jedoch auch weiterhin für ein dynamisches Umfeld sorgen. Schließlich gilt Indien als einer der Hauptnutznießer der Diversifizierung internationaler Lieferketten. Abwärtsrisiken könnten von einer unerwartet starken globalen Wachstumsverlangsamung, weiter steigenden Ölpreisen sowie steigenden Nahrungsmittelpreisen infolge wetterbedingter Missernten ausgehen.

## Lateinamerika

Die Notenbanken Lateinamerikas gehörten zu den ersten, die nach dem Abflauen der Covid-Krise und dem Aufkommen inflationärer Tendenzen mit Zinserhöhungen begannen. Die meisten Zentralbanken hoben die Zinsen im Kampf gegen den kaum noch zu kontrollierenden Preisauftrieb auf zweistellige Niveaus an und hielten sie auch bei nachlassender Inflation hoch, was nicht zuletzt zur Stabilisierung der jeweiligen Währungen beitrug.

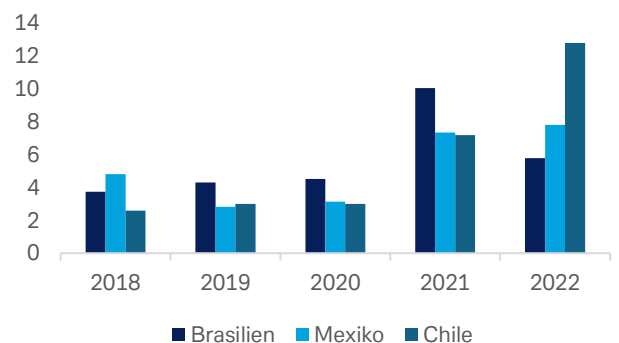
BIP-Wachstumsraten lateinamerikanischer Schwellenländer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Inflationsraten lateinamerikanischer Schwellenländer

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Deutsche Bank  
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketingmaterial, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist einem Risiko ausgesetzt.

# Emerging Markets



Mit abnehmender Wachstumsdynamik und nachlassendem Preisdruck dürften in den kommenden Quartalen immer mehr lateinamerikanische Notenbanken dem Beispiel Chiles, Brasiliens und Peru folgen, die ihre jeweiligen Lockerungszyklen bereits mit ersten Zinssenkungen eingeleitet haben.

## Brasilien

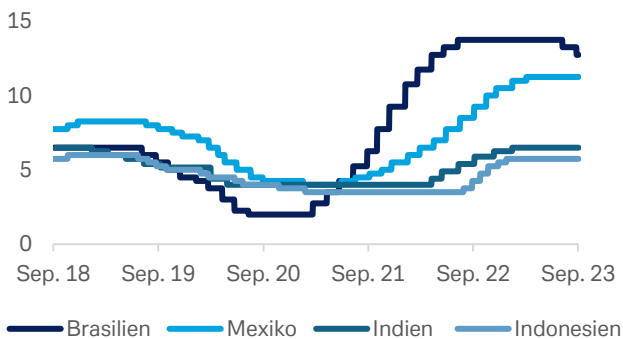
Brasilien, die größte Volkswirtschaft Lateinamerikas, wuchs im zweiten Quartal um 3,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr, nach einem realen BIP-Wachstum von 4,0 Prozent im ersten Quartal. Dies unterstreicht die Widerstandsfähigkeit der brasilianischen Wirtschaft vor dem Hintergrund stark gestiegener Kreditkosten. Die brasilianische Notenbank hatte den Leitzins, die sogenannte Selic-Rate, im dritten Quartal 2022 auf stattliche 13,75 Prozent angehoben. Mit dem allmählichen Rückgang der Inflation auf unter fünf Prozent haben die Realrenditen brasilianischer Anleihen zu den globalen Spitzenwerten aufgeschlossen. Darüber hinaus profitierte der brasilianische Real von der starken Nachfrage nach Brasiliens wichtigsten Rohstoffexporten. Diesen Kurs beizubehalten, könnte sich als schwierig erweisen: Der rasche Aufschwung in China – Brasiliens wichtigstem Rohstoffimporteur – im ersten Quartal hat sich verlangsamt, die Fed dürfte ihre Geldpolitik noch länger straff halten, der Einkommensschub durch den Rohstoffzyklus lässt nach, die Einzelhandelsumsätze stagnieren und der Dienstleistungssektor verlangsamt sich auf Trendniveau. Um der konjunkturellen Verlangsamung entgegenzuwirken, hat die brasilianische Zentralbank ihren Lockerungszyklus im September fortgesetzt und dürfte die Selic-Rate innerhalb der nächsten 12 Monate deutlich unter 10 Prozent drücken. Der IWF geht davon aus, dass sich das reale BIP-Wachstum von voraussichtlich 2,1 Prozent im Jahr 2023 mit 1,2 Prozent 2024 fast halbieren könnte.

## Mexiko

In Mexiko zeugen reale Jahreswachstumsraten um die 3,6 Prozent in den ersten beiden Quartalen von einer robusten Entwicklung trotz hoher Kapitalmarktzinsen. Mexiko entwickelt sich zu einem der Hauptprofiteure des Nearshoring. Im ersten Quartal stieg es zum wichtigsten Handelspartner der USA auf. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe, das ein Fünftel zur Wirtschaftsleistung Mexikos beiträgt, profitiert von der fortschreitenden der Annäherung der Produktionsstandorte multinationaler Unternehmen an die US-Absatzmärkte. Zudem könnten die für ein nachhaltiges Wachstum notwendigen Infrastrukturinvestitionen in den kommenden Quartalen zu einem spürbaren Anstieg der ausländischen Direktinvestitionen führen, was die bislang robuste wirtschaftliche Entwicklung des Landes weiter stützen sollte. Erste Zinssenkungen der mexikanischen Währungshüter – möglicherweise im ersten Quartal 2024 – könnten diese Entwicklung begleiten.

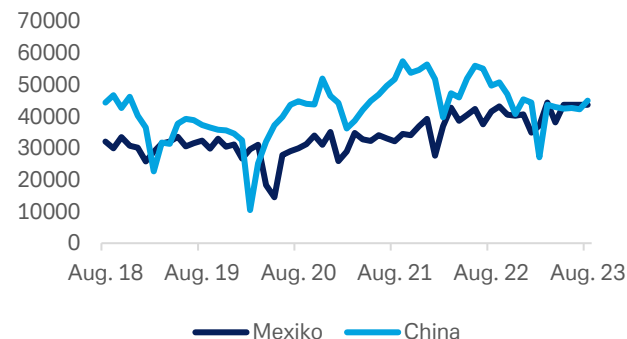
EM-Zinszyklen: Leitzinsen zu Jahresbeginn vs. heute

(Leitzinsen in Prozent)



Exporte in die USA: Mexiko vs. China

(Exporte in die USA in Mio. USD)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 02.10.2023

Deutsche Bank  
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketingmaterial, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist einem Risiko ausgesetzt.

# Finanzmarktprognosen



## Leitzinsen

Leitzinssätze in %	Akt. Wert	in 6 Monaten
Euroland	4,50	4,50
USA	5,50	5,50
UK	5,25	5,75
Japan	-0,10	0,10
Kanada	5,00	3,75
Australien	4,10	4,60
Polen	6,00	4,25
Ungarn	7,00	5,75
Tschechien	12,21	7,75
China	2,50	2,35

## Kapitalmarktzinsen

Marktzinsen 10J-Anleihen in %	Akt. Wert	in 6 Monaten
Deutschland	2,96	2,50
USA	4,77	3,45
UK	4,62	4,00
Japan	0,81	0,70

## Währungen

Währungen	Akt. Wert	in 6 Monaten
EUR/USD	1,05	1,14
EUR/GBP	0,87	0,89
EUR/CHF	0,96	0,98
EUR/JPY	156,42	147,00
EUR/NOK	11,56	10,88
EUR/SEK	11,65	11,38
EUR/CAD	1,45	1,48
EUR/AUD	1,66	1,51
EUR/PLN	4,61	4,80
EUR/CZK	24,41	25,00
EUR/HUF	387,54	391,25
EUR/CNY	7,67	8,14

## Rohstoffe

Rohstoffe	Akt. Wert	in 6 Monaten
Rohöl (WTI in USD)	85,93	75,00
Rohöl (Brent in USD)	87,63	80,00
Gold (in USD)	1821,29	1900,00
Silber (in USD)	20,84	21,00
Aluminium (in USD)	2255,00	2200,00
Kupfer (in USD)	7929,00	8200,00
Nickel (in USD)	18450,50	20000,00
Eisenerz (in USD)	115,00	115,00

Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG; Stand 02.10.2023, Stand der Prognosen: 02.10.2023

Deutsche Bank  
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketingmaterial, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist einem Risiko ausgesetzt.

# Wichtige Hinweise



Redaktionsschluss: 02.10.2023 / 17:00 Uhr

Autoren: Dr. Ulrich Stephan, Dr. Dirk Steffen, Michael Blumenroth, Wolf Kisker, Patrick Kellenberger

Editoren: Michael Blumenroth, Heval Ag

Herausgeber: Deutsche Bank, Private Bank, Chief Investment Office

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte erfüllen nicht alle gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unparteilichkeit von Anlage- und Anlagestrategieempfehlungen oder Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor oder nach der Veröffentlichung dieser Dokumente mit den jeweiligen Finanzinstrumenten zu handeln. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageempfehlung, Anlageberatung oder Handlungsempfehlung dar, sondern dienen ausschließlich Informationszwecken.

Die Informationen ersetzen nicht die auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Beratung. Allgemeine Informationen zu Finanzinstrumenten enthalten die Broschüren "Basisinformationen zu Wertpapieren und anderen Kapitalanlagen", "Basisinformationen zu Finanzderivaten", "Basisinformationen zu Termingeschäften" und das Merkblatt "Risiken bei Termingeschäften", die der Kunde kostenlos bei der Bank anfordern kann. Die Prognosen beruhen auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen. Auch wenn sie aus Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen, kann sich in der Zukunft herausstellen, dass sie nicht zutreffend oder korrekt sind.

Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung oder simulierte Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben, geben alle Meinungsäußerungen die aktuelle Einschätzung der Deutschen Bank wieder, die sich jederzeit ändern kann. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder die Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen zu informieren.

Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

© Deutsche Bank AG 2023