



Blickpunkt Budget 2025

10. Oktober 2024

Inhalt



Vorwort	3
Executive Summary	4
Regionen im Blickfeld	5
Deutschland	5
Eurozone	9
USA	13
Japan	17
Vereinigtes Königreich	21
Schweiz	25
Skandinavien	29
Dollar-Block	33
Osteuropa	37
China	41
Emerging Markets	45
Finanzmarktprognosen	52
Glossar	53
Wichtige Hinweise	54

Autoren:

Dr. Ulrich Stephan
Chief Investment Officer Deutschland

Dr. Dirk Steffen
Chief Investment Officer EMEA

Michael Blumenroth
Senior Kapitalmarktstrategie

Wolf Kisker
Senior Kapitalmarktstrategie



Dr. Jan-Philipp Gillmann

Leiter Unternehmensbank Deutschland

Die Welt ist 2024 komplizierter, fragmentierter und protektionistischer geworden. Besonders deutlich wird dies durch geopolitische Spannungen, die internationale Lieferketten zum Teil massiv beeinträchtigen.

Die exportorientierte, deutsche Wirtschaft trifft dies in einer empfindlichen Phase. Jedes dritte Unternehmen ist laut einer Umfrage des ifo-Instituts vom Fachkräftemangel betroffen. Die Energiepreise liegen weiterhin deutlich über dem internationalen Durchschnitt und die Bürokratie treibt die Kosten für viele Mittelständler in die Höhe.

Das hinterlässt Spuren: So ist die Zahl der Insolvenzen im vergangenen Jahr kontinuierlich gestiegen – nicht zuletzt getrieben durch den starken Zinsanstieg in der Eurozone von Mitte 2022 an. Und auch Chinas Überkapazitäten erschweren die Situation für einige Branchen zusätzlich.

Angesichts dieser strukturellen Herausforderungen verlagern immer mehr Unternehmen ihre Investitionen ins Ausland, da dort die Rahmenbedingungen besser sind. Dies führt dort wiederum zu höherem Wachstum als wir es derzeit in Deutschland sehen.

Doch es gibt auch Grund zum Optimismus: der EZB ist es gelungen, die Inflation im Euro-Raum deutlich einzudämmen. Die nun wieder sinkenden Zinsen bieten einen Anreiz zu mehr Investitionen, wenn die strukturellen Herausforderungen adressiert werden. Und auch die Transformation hin zu einer digitalen und emissionsarmen Wirtschaft bietet Chancen.

Als Deutsche Bank sind wir dem langfristigen Erfolg und der finanziellen Sicherheit unserer Kunden verpflichtet. Hierzu begleiten wir Sie zu Hause und in der Welt.

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



Dr. Ulrich Stephan

Chief Investment Officer Private Bank Germany

Das sich dem Ende zuneigende Jahr war eine Zeit voller Veränderungen und Herausforderungen für Wirtschaft und Unternehmen. Mit Spannung beobachten wir die geldpolitischen Entwicklungen auf beiden Seiten des Atlantiks: Die Europäische Zentralbank hat bereits im Juni erste Schritte zur Lockerung unternommen, und auch die Federal Reserve folgt seit Kurzem diesem Kurs. Bis September 2025 erwarten wir eine Senkung der Zinssätze auf 2,25% bzw. rund 3,75% sowie eine allmähliche Rückkehr der Inflationsrate auf Zielniveau. Diese Schritte geben Anlass zur Zuversicht, dass sich das wirtschaftliche Umfeld in den kommenden Jahren weiter stabilisieren wird.

Besonders in den USA blicken wir optimistisch in die Zukunft. Ein solider Konsum, verstärkte Investitionen und hohe staatliche Ausgaben deuten auf ein langsames, aber stetiges Wirtschaftswachstum hin. Auch in der Eurozone erleben wir erfreuliche Entwicklungen: Die Arbeitslosenquote ist auf den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten gesunken, was den privaten Konsum stützen sollte und die Basis für eine mittelfristig positive wirtschaftliche Entwicklung legt. Natürlich bleibt die Welt in Bewegung. Die politischen Veränderungen, allen voran die bevorstehende Präsidentschaftswahl in den USA, werden entscheidende Weichen für die zukünftige Wirtschaftspolitik stellen – und auch für die Beziehungen zwischen den USA und China.

Aber es sind nicht nur die großen geopolitischen Themen, die uns beschäftigen. Der strukturelle Wandel, insbesondere in den Bereichen Energiewende und Künstliche Intelligenz, birgt zahlreiche Chancen – und auch Herausforderungen. Wir befinden uns in einer Zeit des Umbruchs und es ist unsere Aufgabe, diese Entwicklung aktiv zu gestalten. Lassen Sie uns gemeinsam mit Zuversicht und einem klaren Fokus ins neue Jahr starten.

Herzlichst,

Dr. Jan-Philipp Gillmann

Dr. Ulrich Stephan

Executive Summary



Auch 2024 spielte die Geldpolitik der Notenbanken bzw. die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Aktionen der Fed, der EZB und Co. eine oft entscheidende und marktbewegende Rolle. Besonders deutlich wurde dies um den Monatswechsel von Juli auf August. Während die japanische Notenbank für manche Marktakteure unerwartet ihre Geldpolitik restriktiver gestaltete, deutete die US-Notenbank eine zeitnahe Zinswende an. Dies, gemeinsam mit ein paar enttäuschenden Konjunkturdaten aus den USA, hatte kurzzeitige Marktturbulenzen zur Folge – inklusive einer starken Aufwertung des Yen und eines der höchsten Tagesverluste japanischer Aktienindizes in deren Geschichte. Der Begriff „Carry Trade“ (eine Handelsstrategie, bei der sich Anleger Zinsunterschiede zwischen verschiedenen Währungsräumen zunutze machen) dürfte mittlerweile den meisten an Wirtschaftsfragen Interessierten geläufig sein.

Nun hat am 18. September auch die Fed die Zinswende robust vollzogen, nachdem Mitte des Jahres einige Analysten noch keine einzige Zinssenkung 2024 erwarteten. Es erschien im Nachhinein kaum vorstellbar, dass zu Beginn dieses Jahres an den Swap-Märkten sechs bis sieben Zinssenkungen der Fed für 2024 eingepreist waren. Erneut unterschätzten viele Marktakteure anscheinend die Robustheit der US-Konjunktur. Insbesondere auf den US-Konsumenten scheint weiter Verlass zu sein. Nach einem etwas schwächeren Auftaktquartal stieg das US-BIP im zweiten Quartal annualisiert um 3,0 Prozent zum Vorquartal. Eine Rezession sieht anders aus. Die leichte Abkühlung am Arbeitsmarkt und zurückgehende Inflationsraten begünstigten schlussendlich die Zinssenkung der Fed. Warten wir nun gespannt auf die US-Wahlen im November.

Wiederholt hat die US-Wirtschaft den Euroraum deutlich abgehängt. In den ersten beiden Quartalen wuchs das BIP dort um 0,3 bzw. 0,2 Prozent zum Vorquartal. Deutschland enttäuschte leider erneut, insbesondere mit der leichten Schrumpfung um 0,1 Prozent im zweiten Quartal. Das Fußball-EM-Sommermärchen fand diesmal nicht statt.

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 hohen Energiepreise auch in vielen anderen Ländern des Euroraums, die insbesondere die Industrie belasten. Ebenso ist das Beklagen von über-bordender Bürokratie einer der Dauerbrenner, die niemals zu verschwinden scheinen.

In der Eurozone hielt sich die Konsumlaune der Verbraucher weiter in Grenzen. Die Hoffnung stirbt jedoch zuletzt: Möglicherweise öffnen die Konsumenten 2025 verstärkt ihr Portemonnaie, zumal bei den nunmehr geringeren Inflationsraten. Zudem ist die Arbeitslosenquote der Eurozone auf ein Rekordtief gesunken. Hierbei spielen auch demografische Gründe eine zunehmende Rolle.

Mit der Zinswende der Fed dürften nun auch viele andere Notenbanken behertzter an der Zinsschraube drehen können, ohne eine zu starke Abwertung ihrer Währungen zu riskieren. Auf mittlere Sicht könnte dies der globalen Konjunktur aus ihrer aktuellen Delle heraushelfen. Man muss also nicht unbedingt allzu schwarz sehen.



Deutschland





- Frühjahrsbelebung verpufft, Sommermärchen blieb aus
- Frühindikatoren deuten auf weiterhin schwache Konjunkturerholung
- Konsumlaune weiterhin gedämpft
- Inflation nahe Zielniveau, Kerninflation bleibt jedoch hoch
- Fachkräftemangel, Demografie und Bürokratie belasten auch im Vorwahljahr

„Kranker Mann Europas“ noch nicht vollständig genesen

Im vergangenen Jahr hatten wir den Titel des „Economist“ aus dem Jahr 1999 zum Aufhänger genommen, der hieß: „Der kranke Mann Europas“. Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich: Das Titelbild des Economist im August 2023 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“. Leider kommt man nicht umhin festzustellen, dass entweder bis dato noch keine Medizin gegen diese Viren gefunden wurde oder der Patient vergessen hat, diese einzunehmen.

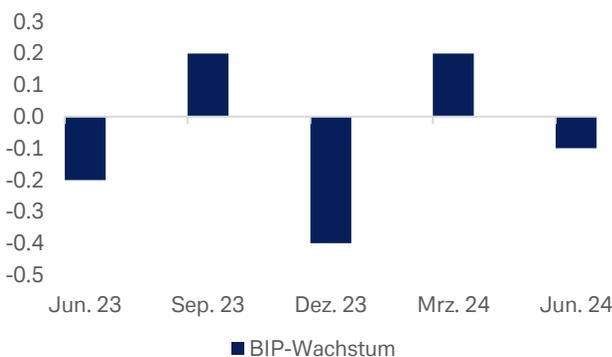
„It is the economy, stupid!“ (Es ist die Wirtschaft, Dummkopf!) sagte James Carville, der Berater Bill Clintons, 1992. Er wollte damit darauf hinweisen, dass die Wirtschaftslage ein entscheidender Faktor für das Wahlverhalten sei. Im bevorstehenden Bundestagswahljahr 2025 sollten sich die politischen Entscheidungsträger daran erinnern, bevor Deutschland dabei wäre, sich in eine wirtschaftliche Dauerdepression hineinzusteigern.

Einige Medikamente bieten sich an, wenngleich diese teilweise nur mittelfristig Wirkung zeigen könnten: Energie muss günstiger, die Infrastruktur verbessert, Bürokratie verringert, Digitalisierung und Innovationen gefördert werden. Dazu müsste der Fokus noch stärker auf Bildung und Ausbildung gelegt werden, dann könnte die Mixtur stimmen. Am besten alles zusammen und dies gleich in einer ordentlichen Dosis, quasi eine Agenda 2035.

Auch der Economist traute 2023 Deutschland zu, eine Wende herbeizuführen. Etwas mehr Optimismus könnte bspw. auch den Konsumenten aus der Reserve locken. Wirtschaft hat schließlich sehr viel mit Psychologie und Vertrauen zu tun.

Anhaltend anämische Entwicklung des BIP

(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Geschäftsklima verbleibt in der Talsohle

(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Enttäuschende konjunkturelle Entwicklung

Die F.A.Z. hat die deutsche Konjunktur recht zutreffend mit der Wortschöpfung „Wellblechkonjunktur“ umschrieben: Auf ein Quartal mit schwachem Wachstum folgt eines mit einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung. Dieses Muster hielt bis dato auch 2024 weiter an. Im ersten Quartal, als ein ungewöhnlich milder Winter die Bauwirtschaft stützte, hatte die deutsche Wirtschaftsleistung noch um 0,2 Prozent zugelegt. Das im Umfeld der Fußball-Europameisterschaft erhoffte „Sommermärchen“ blieb dann jedoch aus. Das BIP Deutschlands schrumpfte im zweiten Quartal um 0,1 Prozent. Insbesondere der private Konsum enttäuschte die Erwartungen spürbar.

Frühindikatoren weiterhin mau

Auch im dritten Quartal dürfte die Konjunktur in Deutschland auf der Stelle treten. Die Einkaufsmanagerindizes als Frühindikatoren verharren insbesondere im industriellen Sektor auf niedrigem Niveau und sind seit Mai tendenziell rückläufig. Nach einer kurzzeitigen Erholung im Frühjahr notiert der Index für das Verarbeitende Gewerbe im September mit 40,3 Punkten weit in der Zone unterhalb der 50-Punkte-Marke, was auf ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung hinweist. Immerhin hielt sich der Index für den Dienstleistungssektor knapp oberhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten.

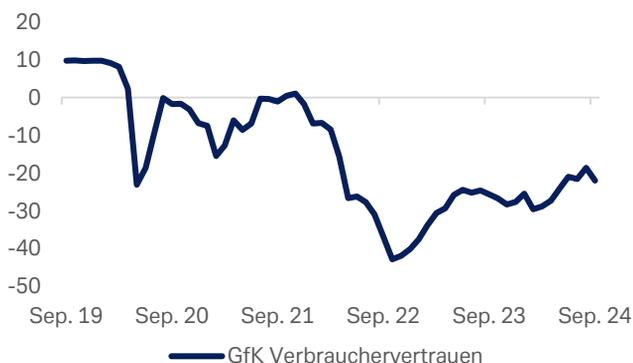
Deutliche Signale der Stimmungseintrübung sendet auch der ifo-Geschäftsklimaindex, der ebenfalls seit Mai rückläufig ist und mittlerweile fast auf das Niveau vom Dezember 2023 zurücksetzte. Viele Analysten hatten darauf gesetzt, dass in der zweiten Jahreshälfte die gestiegenen Realeinkommen vieler Arbeitnehmer die Portemonnaies öffnen und einen stärkeren Konsum mit sich bringen sollten. Die Stimmung der deutschen Privathaushalte hat sich laut GfK-Konsumbarometer nach einer kurzen Aufhellung im Frühjahr zuletzt jedoch wieder verschlechtert. Der Indikator liegt mit minus 21 Punkten nach wie vor weit entfernt von den positiven Werten der Vor-Pandemiezeit.

Nach wie vor belastet die schwache Auslandsnachfrage die Industrie. Die schleppende Erholung in China bremst auch die deutsche Wirtschaft aus. Die derzeit hohen Finanzierungskosten spielen ebenfalls eine Rolle, da sie die Nachfrage nach Investitionsgütern und Krediten dämpfen.

Der Privatkonsum enttäuschte die Erwartungen besonders im zweiten Quartal, in dem er um 0,1 Prozent zum Vorquartal zurückfiel, spürbar. Grund hierfür ist gemäß einer Studie unseres Hauses nicht, dass wir Deutschen geizig wären, sondern dass wir pessimistischer in unseren Einkommenserwartungen sind als bspw. US-Amerikaner. Ein durchaus rationaler Grund, den Konsum einzuschränken. Womit der Ball auch wieder im Feld der Regierung läge: Optimismus wecken ist Pflicht.

Verbraucherstimmung bleibt gedämpft

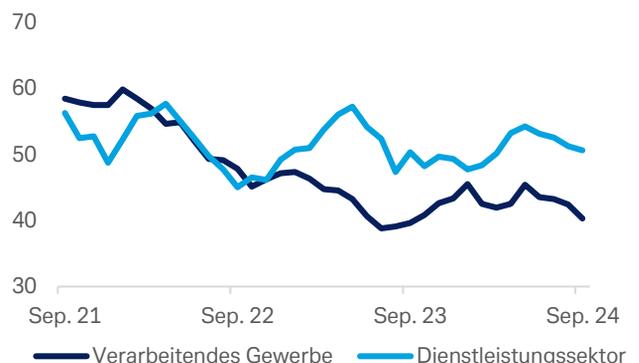
(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Einkaufsmanagerindex der Industrie anhaltend schwach

(Angaben in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Inflation auf dem Rückzug, Kern- und Dienstleistungsinflation bleiben zu hoch

Mit 1,9 Prozent lag die Inflationsrate in Deutschland im August auf dem niedrigsten Niveau seit März 2021. In erster Linie ist der Rückgang niedrigeren Energiepreisen zu verdanken. Erstmals seit August 2020 sanken zudem die Verbraucherpreise zum Vormonat, wenngleich lediglich um 0,1 Prozent. Auch die um Energie- und Lebensmittelpreise bereinigte Kerninflationsrate setzte auf 2,8 Prozent zurück. Die Dienstleistungsinflation blieb mit 3,9 Prozent jedoch hartnäckig auf hohem Niveau. Gemessen am HVPI stiegen die Verbraucherpreise im August um 2,0 Prozent zum Vorjahr an bzw. gaben 0,2 Prozent zum Vormonat nach.

Wenn nichts Unerwartetes passiert, könnte die Inflationsrate in den kommenden Monaten zunächst aufgrund von Basiseffekten (niedrigen Vergleichszahlen im Herbst 2023) noch einmal moderat ansteigen, bevor sie sich 2025 in der Nähe des Zielniveaus von 2,0 Prozent verfestigen dürfte. Es ist jedoch zu erwarten, dass sich Kern- und Dienstleistungsinflation hartnäckig auf einem Niveau spürbar über der Zwei-Prozent-Marke halten werden.

In fast allen Branchen, die sich im zweiten Quartal auf einen neuen Tarifvertrag geeinigt haben, wurden Tarifierhöhungen zwischen 4 und 6 Prozent für eine auf zwölf Monate umgerechnete Laufzeit abgeschlossen. Die noch verbreitete Arbeitskräftemangel im Dienstleistungssektor spricht für auch künftig hohe Lohnabschlüsse. Somit dürften für 2025 deshalb die Hoffnungen auf eine wirtschaftliche Erholung erneut auf eine steigende Konsumlaune aufgrund höherer Reallöhne fokussiert werden.

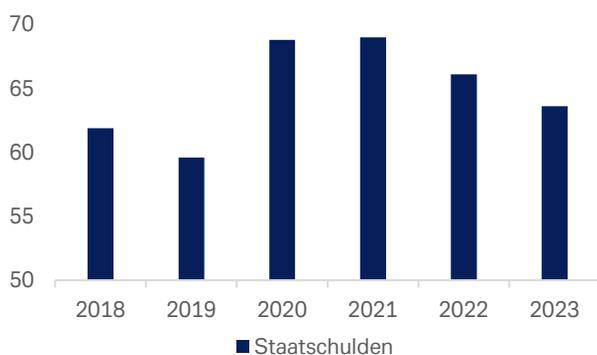
Fiskalischer Spielraum bleibt eng

Die gesamtstaatliche Defizitquote dürfte 2024 und 2025 moderat sinken, allerdings nicht dank eines Sparkurses, sondern wegen auslaufender Krisenhilfen. Steigende Ausgaben für Sachausgaben und Personalkosten dürften jedoch auch die staatlichen Haushalte belasten, ebenso wie steigende Rentenausgaben. Maßnahmen, den starken demografischen Druck auf die Rentenfinanzen und den Bundeshaushalt zu mildern, bleiben das Gebot der Stunde. Inwieweit eine neue Regierungskoalition nach den Bundestagswahlen im September 2025 den Mut aufbringen wird, auch unpopuläre Maßnahmen zu Beginn der Legislaturperiode auf den Weg zu bringen, wird sich zeigen.

Immerhin könnte auch eine stärkere Wirtschaftsdynamik für Entlastung sorgen, falls die Industrie weltweit wieder einen Zahn zulegt und der deutsche Verbraucher mehr konsumiert. Der IWF traut Deutschland ein BIP-Wachstum von 1,3 Prozent im kommenden Jahr zu.

Staatsverschuldung verengt fiskalischen Spielraum

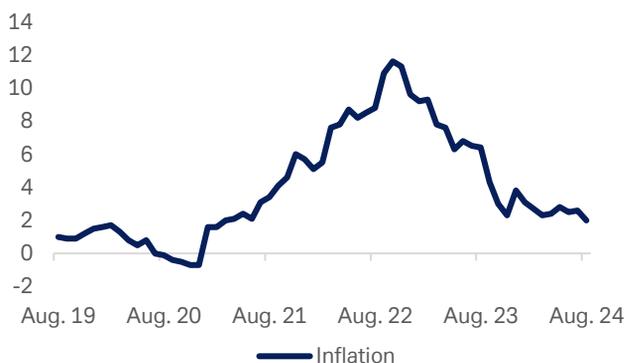
(Angabe in Prozent des BIP)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Inflation zurück zum Zielniveau

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Eurozone





- Moderates Wachstum im ersten Halbjahr 2024
- Erholung der Industrie bleibt jedoch im gesamten Euroraum aus
- Inflation im Abwärtstrend Richtung Zielzone, Kerninflation jedoch weiterhin zu hoch
- EZB könnte quartalsweise Zinssenkungen fortsetzen
- Renditen im Rückwärtsgang, meist denen der US-Staatsanleihen folgend

Schleppende Konjunktorentwicklung in den Eurostaaten

Wenn man der deutschen Konjunktur eine leichte Grippe attestiert, dann leidet die Eurozone lediglich unter einem Schnupfen. Das BIP der Eurozone wuchs im ersten und im zweiten Quartal des laufenden Jahres um 0,3 bzw. 0,2 Prozent zum Vorquartal. Die Wirtschaft wuchs vor allem in den Ländern, in denen der Tourismus eine große Rolle spielt und Projekte durch den Europäischen Aufbaufonds gefördert werden.

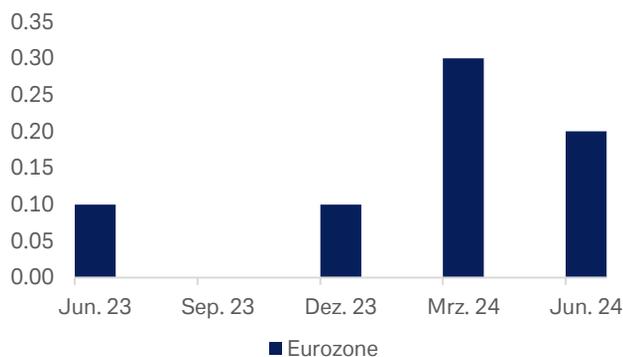
Getragen wurde das Wachstum somit von den Dienstleistungen, wohingegen die Schwächephase des verarbeitenden Gewerbes anhielt. Das Wachstum in Ländern mit einem hohen Industrieanteil – vor allem Deutschland – bleibt deshalb gedämpft. Die Industrieunternehmen werden weiterhin durch hohe Energiekosten belastet. Im zweiten Quartal verloren auch die Exporte deutlich an Schwung.

In Frankreich stieg die Wirtschaftsleistung in den beiden ersten Quartalen um jeweils 0,3 Prozent. Das dritte Quartal dürfte zudem von den sehr erfolgreichen Olympischen Spielen profitiert haben. Das Tourismusgeschäft war lebhaft, die Exporte im Gegensatz zum Rest Europas robust. In Italien wuchs das BIP im ersten Quartal um 0,3 und im zweiten um 0,2 Prozent. Hierfür war der private Verbrauch maßgeblich, während die Exporte Schwäche zeigten. Spanien war der Star am Konjunkturhimmel Europas: In beiden Quartalen legte das BIP jeweils 0,8 Prozent zum Vorquartal zu.

Die schwache konjunkturelle Entwicklung in einigen Ländern Mittel- und Osteuropas sowie vor allem in China belastet den industriellen Komplex in der Eurozone weiterhin spürbar. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe deuten anhaltend auf eine Schrumpfung der Industrie im weiteren Jahresverlauf hin. Das Damoklesschwert höherer Einfuhrzölle seitens der USA im Falle eines erneuten Einzugs Donald Trumps ins Weiße Haus hängt zudem weiterhin über unseren Exporteuren.

EWU-BIP mit moderatem Anstieg im ersten Halbjahr

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Spanien wie bereits 2023 der positive Ausreißer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Energiepreise schwanken weiterhin spürbar

Die Länder der Eurozone sind dank des milden Wetters und voller Erdgasspeicher auch 2023/24 gut durch den Winter gekommen. Die Speicher sind 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. Die Preise schwanken zudem wesentlich stärker als in den Zehner-Jahren und sind anfällig für kurzfristige Preisspitzen, was eine Kalkulation und Prognosen erschwert. Von Ende Februar bis Mitte August verteuerte sich beispielsweise Erdgas zur Lieferung in einem Jahr an der niederländischen Terminbörse TTF um mehr als 50 Prozent. Sorgen vor möglichen Lieferausfällen aufgrund von Wartungsarbeiten in Norwegen und einer potenziellen Unterbrechung der Einspeisung von Erdgas aus Russland durch die verbliebene Pipeline in der Ukraine ließen vor allem kurzfristige Lieferkontrakte noch stärker ansteigen.

In den USA zum Export bereitstehendes Flüssiggas (LNG) sollte jedoch ausreichend sein, um Europa auch über einen kalten Winter hinweg zu helfen. Zudem ist aufgrund der anhaltenden Schwäche der Industrie in China momentan die Konkurrenz um LNG nicht so stark, dass ein „Preiskampf“ droht. Es besteht zwar jederzeit die Gefahr möglicher weiterer Preissprünge aufgrund von Angebotsunterbrechungen, auf mittlere Sicht sollten die LNG-Preise jedoch nicht extrem oberhalb der aktuellen Notierungen liegen, da global jederzeit genügend Angebot verfügbar sein dürfte.

Achterbahn fuhren 2024 auch die Ölpreise. Nach einer Preisspitze im April gaben die Notierungen bis zum Spätsommer deutlich nach und fielen Anfang September gar auf ein Jahrestief. Hier spielen die schwachen Daten zur Industriekonjunktur rund um den Globus eine Rolle. Insbesondere die schleppende Konjunktorentwicklung in China wurde von Händlern zum Anlass genommen, „Long-Positionen“ massiv abzubauen. In der ersten Jahreshälfte hatten die freiwilligen Produktionskürzungen der Opec+-Länder die Preise noch gestützt. Die OPEC+ könnten ihre Kürzungen nun länger als geplant fortsetzen, Brent-Öl deshalb bei rund 70-75 USD/Barrel einen Boden finden.

Inflation auf dem Weg zur Zielmarke, Kern- und Dienstleistungsinflation jedoch hartnäckig

Die Verbraucherpreise stiegen im Euroraum im zweiten Quartal um 0,6 Prozent zum Vorquartal, somit annualisiert etwa 2,4 Prozent. Im August sank die Inflationsrate auf 2,2 Prozent, wohingegen die Kerninflation mit 2,8 und die Dienstleistungsinflation mit 3,9 Prozent auf hohem Niveau verharren. Die Teuerungsrate dürfte sich unter Schwankungen Mitte 2025 dem Zielwert von 2,0 Prozent annähern, die Kerninflationsrate vermutlich auf höherem Niveau verharren.

Frühindikatoren weisen auf lediglich verhaltene Erholung hin

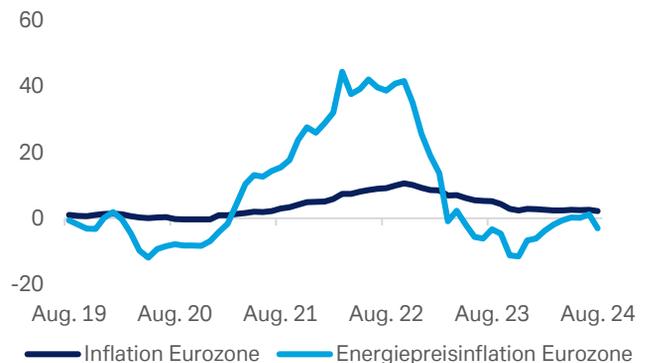
(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Preisdruck in der Eurozone lässt nach

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



EZB: weitere graduelle Senkung der Leitzinsen in Abhängigkeit von der Datenlage

Nach den ersten Zinssenkungen im Juni und im September dürfte die EZB ihre Leitzinsen weiter graduell senken und sich dabei nicht vorab auf einen Pfad festlegen. Die Tauben im EZB-Rat werden darauf drängen, die Leitzinsen zur Belebung der recht anämischen Konjunktur der Eurozone schneller zu senken – was für die Staaten den angenehmen Nebeneffekt niedrigerer Refinanzierungskosten hätte. Die Falken können jedoch darauf verweisen, dass das BIP der Eurozone ja immerhin in den Auftaktquartalen gewachsen ist und dass die Kern- und Dienstleistungsinflation auf dem derzeitigen Niveau weiterhin weit von der Zielmarke bei 2,0 Prozent entfernt ist. Ein klassischer Kompromiss wären quartalsweise Zinssenkungen, möglicherweise bis der Einlagenzins zwischen 2,0 und 2,5 Prozent stehen wird. Dies könnte in der zweiten Jahreshälfte 2025 der Fall sein.

Renditen im Rückwärtsgang, Spread zwischen deutschen und französischen Anleihen im Fokus

Die zunehmend weniger restriktive Geldpolitik der EZB spiegelte sich auch in dem Rückgang der Renditen im Jahresverlauf wider. Hatten zehnjährige Bundesanleihen Ende September 2023 noch knapp unter 3 Prozent rentiert, waren es Ende September 2024 2,13 Prozent. Zweijährige Bundesanleihen rentierten 2023 in der Spitze bei 3,38 Prozent – Ende September 2024 merklich tiefer bei 2,07. Auch die Renditen anderer EWU-Länder bewegten sich abwärts. Im Großen und Ganzen gibt jedoch die Entwicklung der US-Renditen an den Märkten weiterhin den Ton vor.

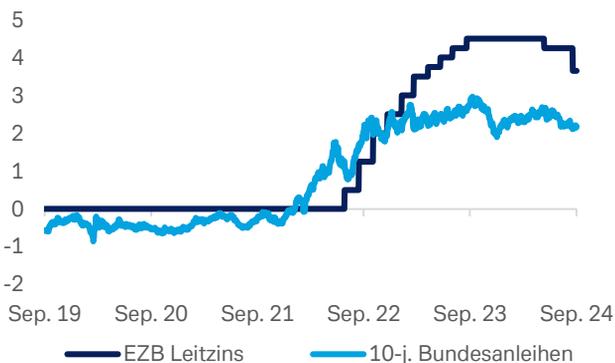
Nach den Neuwahlen im Juli rückte der Spread, also der Renditeabstand, zehnjähriger Bundesanleihen zu den französischen Papieren gleicher Laufzeit in den Fokus. Dieser stieg bis auf etwa 80 Basispunkte an, und reflektiert die Unsicherheit hinsichtlich der schwierigen Regierungsbildung in Paris. Der Spread zehnjähriger italienischer Papiere zu deutschen Bundesanleihen lag Ende September bei 130 Basispunkten und damit deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus. Ministerpräsidentin Meloni bekräftigte kürzlich die Absicht, das Haushaltsdefizit Italiens innerhalb von zwei Jahren auf 3 Prozent des BIP zurückzuführen. Die EZB dürfte bis auf weiteres keinen Gebrauch vom TPI-Programm – gezielte Käufe der Anleihen eines Staates – machen müssen.

Fazit:

Der IWF erwartet für die Eurozone 2025 ein BIP-Wachstum in Höhe von 1,5 Prozent. Die mit 6,4 Prozent auf einem Rekordtief stehende Arbeitslosenquote und steigende Reallöhne sollten schlussendlich den Konsum stärken, Zinssenkungen der Notenbanken weltweit auch dort für Kreditwachstum und steigende Investitionen sorgen. Der Euro könnte davon profitieren.

Zinsswende vollzogen, Renditen geben nach

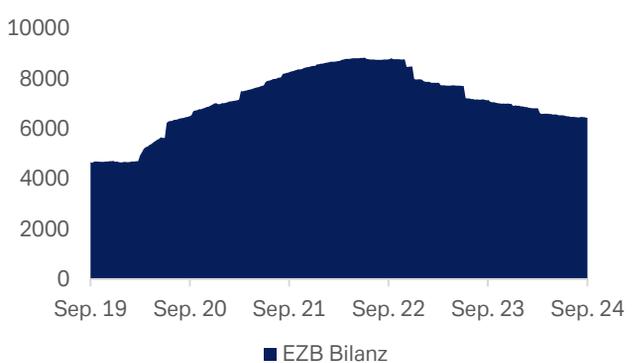
(Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

EZB setzt langsamen Bilanzabbau fort

(Angabe in Mrd. EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



USA





- Von Rezession bei der US-Wirtschaft weiter keine Spur
- Wirtschaftsaktivität jedoch gedämpfter, Arbeitsmarkt kühlt ab
- Inflation Richtung Zielmarke unterwegs
- Zinswende im September mit 50 Basispunkt-Schritt vollzogen
- Zinssenkungserwartungen bremsen US-Dollar aus

Starkes erstes Halbjahr der US-Wirtschaft

Trotz des anhaltend hohen Zinsniveaus, eines schwierigen Immobilienmarktes und einer auch in den USA anhaltenden Schwäche der Industrie hat sich die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr robuster entwickelt, als viele Analysten erwartet hatten. Im ersten Quartal wuchs die US-Wirtschaft real und annualisiert um 1,4 Prozent, im zweiten Quartal nach der zweiten Schätzung sogar um 3,0 Prozent.

Daten zu den Einzelhandelsumsätzen und Konsumentenausgaben deuten an, dass auch der Start ins dritte Quartal dank der Kauflaune der US-Verbraucher, die gemäß einer Daumenregel rund zwei Drittel zum US-BIP beitragen, gelungen sein dürfte. Das Verbrauchervertrauen bleibt hoch, auch wegen der Inflationserwartungen der Konsumenten, die für ein Jahr im Voraus auf den niedrigsten Stand seit drei Jahren gesunken sind.

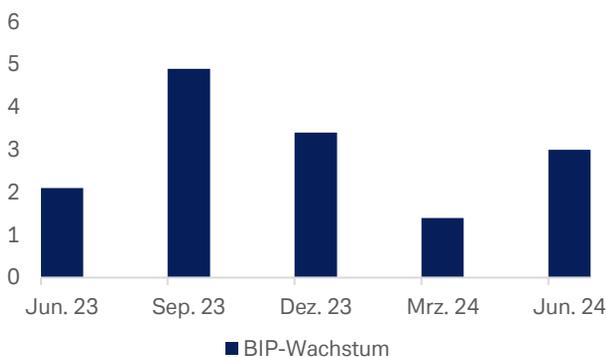
Wachstum könnte etwas abkühlen, „Soft-Landing“ wahrscheinlicher als kurze Rezession

Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass es auch in der US-Wirtschaft eine Zweiteilung der Entwicklung verschiedener Sektoren gibt. Während die US-Industrie weiter leidet und sich die Bauwirtschaft erst allmählich von dem Schrecken hoher Hypothekenzinsen erholt, zeigt beispielsweise der Einkaufsmanagerindex der Dienstleistungen anhaltend robustes Wachstum an. Der IWF erwartet für das Gesamtjahr 2024 mit 2,6 Prozent sogar ein geringfügig höheres Wachstum als 2023 (2,5 Prozent).

Dass die durchschnittlichen Lohnsteigerungen für viele US-Amerikaner Reallohnzuwächse bedeuten, wird den Konsum weiter stützen. Allerdings ist nicht alles Gold, was glänzt: Die US-Arbeitsmarktdaten für den Juli besorgten einige Marktakteure (insbesondere der Anstieg der Arbeitslosenquote von 4,1 auf 4,3 Prozent) und hatten aufgrund geringer Marktliquidität zum Höhepunkt der Sommersaison kurzfristige Marktturbulenzen zur Folge.

Robuste BIP-Entwicklung setzt sich fort

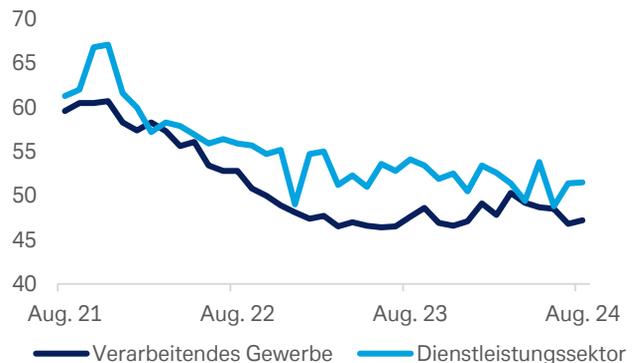
(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal, annualisiert)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Anhaltende Divergenz der Sektoren

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Im August 2022 lag die Arbeitslosenquote noch bei 3,5 und im August 2023 bei 3,8 Prozent. Selbst bei 4,3 Prozent ist sie jedoch historisch gesehen weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Betrachtet man aber beispielsweise das Verhältnis offener Stellen zu registrierten Arbeitslosen, ergeben sich weitere Hinweise auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt. Von 1,8 Anfang 2023 sank es über 1,5 im Sommer 2023 auf nunmehr 1,07 im Juli 2024 – das niedrigste Niveau seit 2018. Die 7,67 Mio. im Juli gemeldeten offenen Stellen sind zudem so wenig wie zuletzt im Januar 2021 (und 3 Mio. weniger als 18 Monate zuvor).

Bis dato hatten die Arbeitsmarktdaten noch keinen Einfluss auf das Konsumverhalten der US-Amerikaner. Dies muss jedoch nicht für 2025 gelten, weshalb beispielsweise der IWF dann ein geringeres Wachstum in Höhe von 1,9 Prozent prognostiziert.

Eine große Unbekannte bleibt natürlich die Frage, wer im Januar 2025 ins Weiße Haus einziehen wird, und inwiefern sich dadurch Änderungen in der Wirtschaftspolitik ergeben. Während Donald Trump Steuererleichterungen für Unternehmen und Zollerhöhungen für Importe ankündigte, stellte Kamala Harris bis dato eher fiskalische Hilfen für die Mittelschicht sowie Steuererhöhungen für Unternehmen und „Reiche“ in Aussicht. Da vermutlich auch nach den Wahlen verschiedene Mehrheiten im US-Senat bzw. Repräsentantenhaus am Ruder sein dürften, könnte es aber naheliegen, dass sich hinsichtlich der Wirtschaftspolitik keine dramatischen Änderungen ergeben werden.

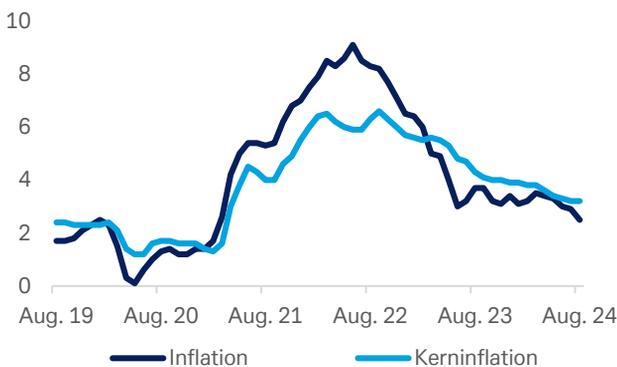
Inflation aus Sicht der Fed nahezu „besiegt“

Im Anschluss an die Fed-Sitzung Ende Juli hatte Gouverneur Jerome Powell im Rahmen seiner Pressekonferenz darauf hingewiesen, dass die Währungshüter nun davon ausgehen, dass die Inflation sich voraussichtlich nachhaltig der Zielrate von 2,0 Prozent annähern werde, sodass die Fed im Rahmen ihres dualen Mandats den Fokus nun verstärkt auf den Arbeitsmarkt richten könne.

Und, in der Tat, im August näherten sich die Verbraucherpreise mit 2,5 Prozent bzw. 3,2 Prozent in der Kernrate dem Zielwert weiter an. Zuversicht spendet zudem die Tatsache, dass die monatliche Inflationsrate nun mehrmals hintereinander bei etwa 0,15 Prozent lag, was auf zwölf Monate gerechnet nahezu eine Punktlandung ergeben könnte. Die von der Fed bevorzugt betrachtete PCE-Kernrate stieg im August zwar leicht auf 2,7 Prozent. Für 2025 ist allerdings mit einem weiteren leichten Rückgang der Inflation zu rechnen, wobei jedoch beispielsweise die Trumpschen Importzölle naheliegenderweise einen gegenteiligen Effekt hätten. Alles in allem erlaubten die Daten aber schlussendlich der Notenbank, im September die Zinswende zu vollziehen.

Inflation unterwegs Richtung Zielmarke

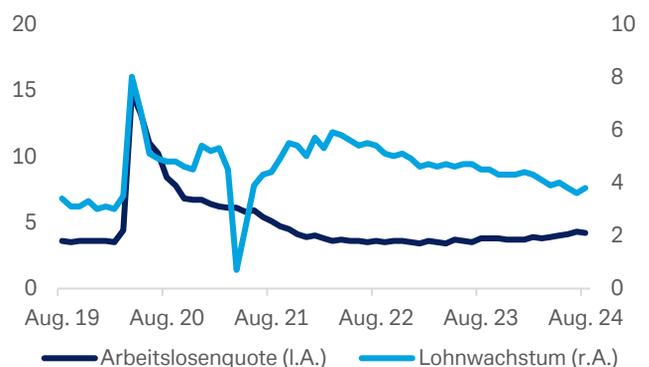
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Lohnwachstum langsam gebremst

(Angaben in Prozent, Lohnwachstum ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Zinssenkungszyklus eingeläutet. Tempo und „neutraler Zins“ nun im Fokus

Starken Schwankungen unterlagen in den vergangenen Monaten die Erwartungen, die an den Swap-Märkten hinsichtlich der Geldpolitik der Fed eingepreist wurden: Von rund 175 Basispunkten zu Jahresbeginn ging es abwärts auf weniger als 50, nur um schließlich im Zuge der Turbulenzen Anfang August wieder auf etwa 125 bis 150 Basispunkte zurückzukehren. Nachdem nun die Zinswende der Fed robust eingeleitet wurde, bleibt die Frage offen, in welchem Tempo es 2025 weiter gehen, und auf welchem Niveau der Zinssenkungszyklus seinen Boden finden wird. Insbesondere die Bond- und Währungsmärkte dürften auch 2025 auf jede Verschiebung der Erwartungen reagieren.

Zweijährige Inversion der Zinsstrukturkurve findet ein Ende

Mussten wir in unserer letzten Publikation noch konstatieren, dass zehnjährige US-Staatsanleihen mit 4,65 Prozent so hoch wie zuletzt im Jahr 2007 rentierten und zweijährige US-Staatsanleihen, mit knapp unter 5,20 Prozent ebenfalls, so kamen die Renditen insbesondere seit Juli 2024 ein ganzes Stück zurück. Anfang September normalisierte sich die Zinsstrukturkurve, indem zweijährige Renditen unterhalb die der zehnjährigen fielen. Das ist ein Prozess, der sich 2025 weiter fortsetzen sollte: Während sich die Leitzinssenkungen unmittelbar auf die Renditen der Kurzläufer auswirken dürften, stellt sich die Lage für Langläufer differenzierter dar.

So unterschiedlich die Wahlprogramme der beiden Kandidaten für die US-Präsidentschaftswahl auch sind, so einig scheint man sich doch zu sein, dass das Thema Verkleinerung der Schuldenlast der USA eher auf die lange Bank geschoben werden soll. Mit Blick auf die kommenden zwölf Monate dürfte sich die Zinsstrukturkurve somit weiter versteilen.

US-Dollar zuletzt in der Defensive

Der US-Dollar erhielt etwa seit Anfang Juli Gegenwind. Die Zinswende der Fed zeichnete sich mehr und mehr ab, während beispielsweise in Japan die Leitzinsen erhöht wurden, was eine massive Auflösung von Carry-Trades zur Folge hatte. Aufgrund des hohen Zins- und Renditeniveaus war der US-Dollar lange Zeit als Anlagewährung gefragt gewesen – die Auflösung dieser Positionen sorgte für eine breitgefächerte Abwertung des Greenbacks. Zum Euro fiel er mit 1,12 auf den tiefsten Stand seit 13 Monaten. Das Narrativ einer Outperformance der US-Wirtschaft gegenüber dem Rest der Welt ist jedoch weiter gültig. Ob die Fed wirklich so robust wie an den Zinsterminmärkten eingepreist die Zinsen senken wird, steht zu bezweifeln. Andererseits könnte sich die europäische Konjunktur 2025 stärker zeigen, was für eine Aufwertung des Euros im Jahresverlauf spräche.

Normalisierung der Zinsstrukturkurve

(Laufende Verzinsung in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

US-Dollar zuletzt ausgebremst

(Angabe in USD je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Japan





- Wirtschaft in Q1 schwach, in Q2 erholt
- Starkes Lohnwachstum trifft auf anhaltend hohe Inflationsraten
- BoJ-Gouverneur beendet Negativzinspolitik; weitere Zinserhöhungen folg(t)en
- Yen zum Euro von 33-Jahres-Tief deutlich erholt, zum USD auf Jahresanfangsniveau
- Verengung der Renditedifferenzen und Auslösung von Carry-Trades treiben JPY an

Wirtschaft macht in Q2 das schwache Auftaktquartal wieder wett

Während die BIPs Deutschlands und der Eurozone im ersten Quartal noch wuchsen, sank das BIP Japans im Auftaktquartal um 0,6 Prozent, bzw. annualisiert um 2,4 Prozent – jeweils zum Vorquartal. Diese enttäuschenden Daten waren sowohl einem geringeren Privatkonsum aufgrund der für die japanischen Konsumenten ungewohnt hohen Inflationsraten als auch sinkenden Unternehmensinvestitionen geschuldet. Im zweiten Quartal kehrte sich das Bild um: Während bspw. die deutsche Wirtschaft ins Trudeln geriet, legte die japanische 0,7 Prozent bzw. annualisiert 2,9 Prozent zu. Dabei waren der Private Konsum und die Unternehmensausgaben diesmal die Wachstumstreiber. Die spürbaren Reallohngewinne infolge der Frühjahrslohnverhandlungen dürften ihr Scherflein dazu beigetragen haben. Zu beachten ist, dass sich die Wachstumsdynamik auch aufgrund von Basiseffekten im Vergleich zum Vorjahr deutlich abgeschwächt hat.

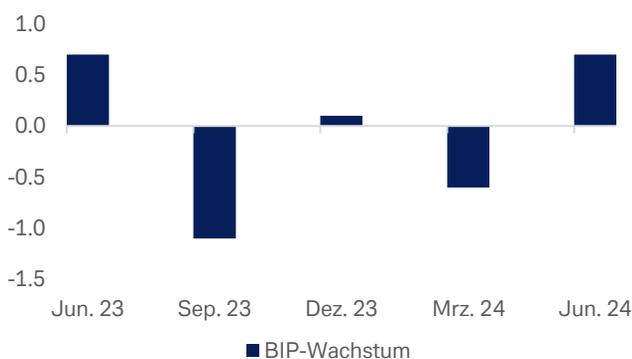
Die Stimmung unter Dienstleistern ist nicht mehr ganz so euphorisch, aber bleibt sehr robust – weiterhin unterstützt durch die Erholung des Reise- und Freizeitsektors und eines boomenden Tourismus aufgrund des bis Juli sehr schwachen Yens. Die PMIs für das Verarbeitende Gewerbe deuten hingegen auf stagnierende Aktivitäten hin, was immerhin besser ist als in vielen anderen Bereichen rund um den Globus. Dies kann angesichts der weltweiten Rezession in diesem Sektor somit als solide angesehen werden, wobei das in den letzten Jahrzehnten kaum vorhandene Lohnwachstum und der schwache Yen die Wettbewerbsfähigkeit Japans verbessert haben.

Lohnwachstum kehrt mit einem Paukenschlag zurück

Die Wachstumsdynamik wird durch robuste Lohnerhöhungen unterstützt. Der diesjährige Shuntō (Frühjahrslohnverhandlungen) führte zu Basis-Lohnerhöhungen von 3,7 Prozent – der stärkste Anstieg seit Anfang der 1990er Jahre. Für viele Großunternehmen wurden mehr als fünf Prozent ausgehandelt.

Wirtschaft wächst unter Schwankungen

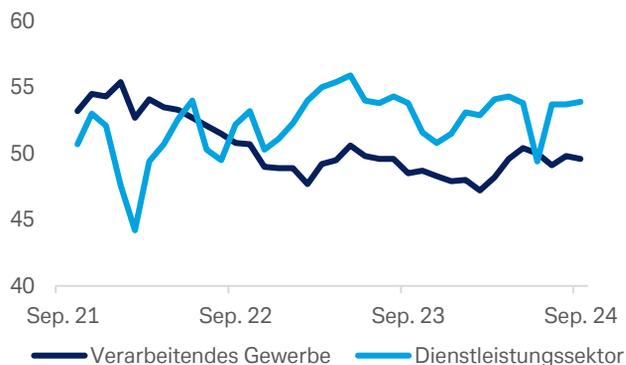
(Annualisiert, Angaben in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Industrie leicht in Schrumpfungszone, Dienstleistungen robust

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Der Mindestlohn ist in Japan im Oktober 2023 um 4,5 Prozent erhöht worden. Im Oktober 2024 könnte er um etwas mehr als 5,0 Prozent erhöht werden. Die Mindestlohnanpassung wird weiterhin auf schätzungsweise 20 Prozent der Arbeitnehmer einen direkten oder indirekten Einfluss haben, was die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht, dass sie einen spürbaren Einfluss auf die Inflation haben wird.

Kerninflation erklimmt 42-Jahres-Hoch

Nicht zuletzt wegen der in Japan lange Zeit nicht mehr gesehenen Lohnsteigerungen scheint es, als würde sich die Inflation auf hohem Niveau verstetigen. Betrug die Inflationsrate im September 2023 3,0 Prozent, notierte sie auch im August 2024 wieder auf exakt diesem Niveau! Zugegebenermaßen war die Inflationsrate jedoch im Vorjahr durch einige staatlich administrierte Maßnahmen künstlich niedrig gehalten worden. Die "neue" Kerninflation, bei der die Preise für frische Lebensmittel und Energie nicht berücksichtigt werden, sank indessen deutlich von dem 42-Jahres-Hoch bei 4,3 Prozent im August 2023 auf 2,0 Prozent im August 2024. Der Inflationsdruck könnte zukünftig je nach Entwicklung der Energiepreise nachlassen, wobei die Bank of Japan jedoch auch im Jahr 2025 wieder ihr Zwei-Prozent-Ziel erreichen könnte bzw. dürfte.

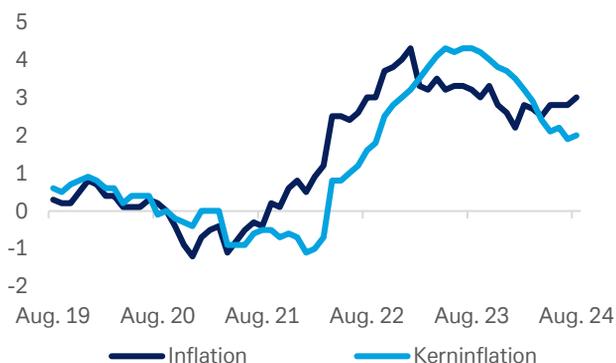
BoJ-Gouverneur geht Normalisierung der Geldpolitik beherzt an

Nachdem Haruhiko Kuroda im Frühjahr 2023 den Vorsitz der Bank of Japan an seinen Nachfolger Kazuo Ueda, einen ehemaligen Wirtschaftsprofessor der Universität Tokio, übergeben hatte, schien es zunächst, als würde dieser die extrem lockere Geldpolitik Japans auch mittelfristig fortsetzen. Der lange Zeit nahezu unaufhaltsame Absturz des Yen zum US-Dollar – trotz einiger Interventionen der Bank of Japan – und die hartnäckig hohe Inflationsrate sorgte jedoch für ein Umdenken. Hatten die Märkte das Ende der Negativzinsen im April 2024 noch korrekt antizipiert, wurden viele Marktakteure von der erneuten Anhebung des Leitzinses von 0,1 auf 0,25 Prozent am 31. Juli auf dem falschen Fuß erwischt – zumal wenige Stunden später Fed-Gouverneur Powell die Zinswende in den USA für den September ins Schaufenster stellte.

Nach schwachen Konjunkturdaten aus den USA kam es zu panikartigen Auflösungen von Carry-Trades (Yen short versus USD long), die innerhalb kurzer Zeit für eine Aufwertung des Yen von USD/JPY 161 auf 141 führte. Es erscheint aktuell durchaus wahrscheinlich, dass die Bank of Japan im Dezember eine weitere Leitzinserhöhung vornimmt, was zur Folge haben dürfte, dass sich der Zins- und Renditeabstand zwischen den USA und Japan weiter verringert. Der Yen hatte deshalb bis Mitte September sämtliche Verluste zum USD seit Jahresbeginn wieder wettgemacht.

Kerninflation schwächer, Gesamtinflation aber hartnäckig.

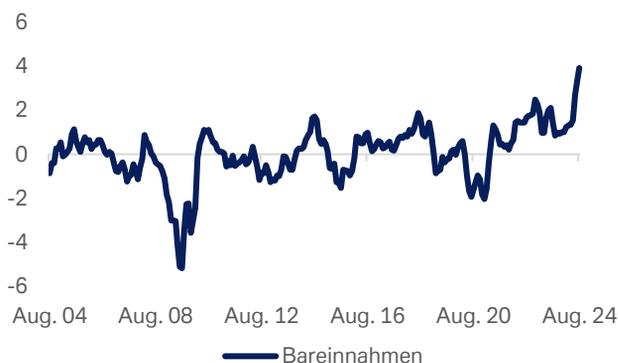
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Löhne ziehen spürbar an

(Angabe in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Die Shuntō-Verhandlungen im März 2025 könnten uns – neben der oben erwähnten erneuten spürbaren Anhebung der Mindestlöhne – einen Hinweis darauf geben, inwieweit sich die für Japan seit Jahrzehnten ungewohnten Inflationsraten verstetigen werden. Da die Bank of Japan die Yield-Curve-Control (Deckelung der Renditen zehnjähriger japansicher Staatsanleihen) beendet hat, bleibt mehr oder weniger nun der Leitzins das entscheidende Tool im Werkzeugkasten. Hier könnte bei einer sich als sehr hartnäckig erweisenden Inflationsrate eine Annäherung Richtung der Marke von 1,0 Prozent nicht völlig ausgeschlossen sein – was nach langen Jahren der Negativzinspolitik für Japan ein recht hohes Niveau darstellen würde.

JPY zum Euro merklich vom 33-Jahres-Tief erholt

Der Yen litt in diesem Jahr zunächst darunter, dass die zum Jahresbeginn an den Swapmärkten eingepreisten Zinssenkungen für die Fed und die EZB viel zu hoch waren. Nachdem die Finanzmärkte dies realisierten, stiegen die Renditedifferenzen zu Japan wieder deutlich an. Zudem schien es im ersten Quartal noch, als würde BoJ-Gouverneur Ueda doch noch länger zögern, bevor er eine Normalisierung der Geldpolitik auf den Weg bringen würde. Außerdem war der Yen aufgrund der niedrigen Zinsen in Japan – vor dem Schweizer Franken – eine der beliebtesten Carry-Währungen.

Am 31. Juli änderte sich dies mit der zweiten Zinserhöhung in Japan und der taubenhaften Botschaften der Fed, woraufhin die Carry Trades in zeitweise panikartigem Handel Anfang August aufgelöst wurden. Nach einem kurzfristigen Rücksetzer arbeitete sich der Yen nach falkenhaften Botschaften der Bank of Japan weiter vor. Eine offene Frage bleibt, wie viele dieser Trades nun aufgelöst worden sind, das heißt, ob eine weitere Aufwertung des Yens eine erneute Kaskade an Auflösungen von Carry Trades mit sich bringen würde. Tendenziell besitzt der JPY vermutlich im kommenden Jahr moderates Aufwertungspotenzial.

Am Ende des Tages dürfte aber wie bei vielen Währungspaaren eine entscheidende Frage sein, ob die Märkte aktuell nicht eine zu robuste Zinssenkungsrunde der USA einpreisen. Sollten hier die Erwartungen an den Swapmärkten korrigiert werden, könnte dies dem USD wieder Rückenwind verschaffen und gerade Währungen mit niedrigen Leitzinsen kurzfristig erneut unter Druck setzen.

Eine Aufwertung des Yen geht aufgrund der exportorientierten Wirtschaft Japans häufig mit sinkenden Aktienkursen an den japanischen Börsen einher. Die Verbesserung der Kapitaleffizienz und der Unternehmensführung japanischer Unternehmen könnten jedoch auch ausländische Investoren anlocken. Ob der neue LDP-Vorsitzende und somit Premierminister Ishiba einen Kurswechsel der Politik vornehmen wird und was dies für die Wirtschaft bedeutet, bleibt abzuwarten.

Renditen steigen, Yen ebenfalls

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



TOPIX trotz Rücksetzern im Aufwärtstrend

(Angabe in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Vereinigtes Königreich





- Britische Wirtschaft bleibt auf Wachstumskurs
- Inflationsziel kurzzeitig erreicht. Dienstleistungsinflation bleibt hoch
- Arbeitsmarkt bleibt robust, Bank of England passt Geldpolitik langsam an
- Regierungswechsel löst keine stärkeren Marktbewegungen aus
- Renditen und Pfund stabilisiert

Britische Wirtschaft bis dato auf robustem Wachstumskurs

Entgegen den Erwartungen vieler Analysten zeigte die britische Wirtschaft im ersten Halbjahr ihre Muskeln und glänzte mit Daten, von denen wir in Deutschland nur träumen können. Nach einer kurzen und milden Rezession im zweiten Halbjahr 2023 glänzte sie mit Zuwachsraten des BIP in Höhe von 0,7 (erstes Quartal 2024) bzw. 0,5 Prozent (zweites Quartal 2024). Ein Blick zurück: Ende 2022 hatte selbst die Bank of England eine sechs bis sieben Quartale andauernden Rezession prophezeit.

Vorlaufindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten zudem auf eine anhaltend gute Stimmung jenseits des Ärmelkanals hin: Alle drei Indizes (verarbeitende Industrie, Dienstleistungen, Bauwirtschaft) verharrten im September mit Werten zwischen 51,5 und 53,1 Punkten in der Expansionszone. Mit den 51,5 Punkten stellt der Index der verarbeitenden Industrie unter den G10-Ländern nahezu einen Exoten dar – in den meisten Ländern rund um den Globus liegt der Index unterhalb der 50-Punkte-Marke und somit in der Schrumpfungszone.

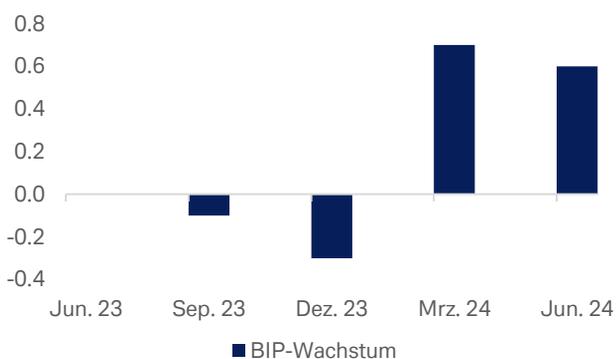
Das Konsumentenvertrauen steigt auf allerdings niedrigem Niveau. Das GfK-Verbrauchervertrauen stieg im Jahresverlauf deutlich an, bleibt aber im negativen Bereich und sank zuletzt wieder.

Rückgang der Energiepreise stützt die Stimmung

Der Preisrückgang bei den Energierohstoffen dürfte dennoch einer der Faktoren gewesen sein, der die Konsumentenstimmung deutlich verbessert hat. Der von Office of Gas and Electricity Markets (OFGEM) erstellte offizielle Energiepreis cap wurde mehrfach gesenkt, könnte allerdings aufgrund der zuletzt angestiegenen Erdgaspreise in den kommenden Monaten wieder heraufgesetzt werden. Die unerwartet früh ausgerufenen Parlamentswahlen Anfang Juli und der Regierungswechsel sorgten bis dato nicht für massive Änderungen der Wirtschaftspolitik, sondern bedeutete eher eine Veränderung in Nuancen.

BIP nach Delle äußerst robust

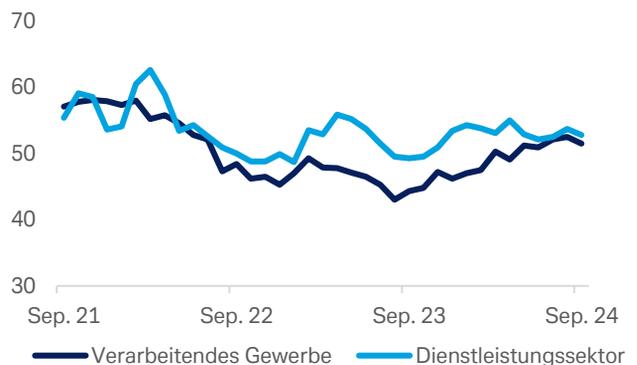
(Angabe in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Einkaufsmanagerindizes deuten auf robusten Aufschwung hin

(Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Inflationsgeschehen zweigeteilt

Der Preisdruck ließ in den vergangenen Monaten weiter nach. Von ihrem Höchststand bei 11,1 Prozent im Herbst 2022 war die Inflationsrate im Frühjahr 2024 exakt auf den Zielwert von 2,0 Prozent zurückgefallen. Mittlerweile ist sie wieder leicht auf 2,2 Prozent angestiegen und könnte bei einer Anhebung des Energiepreiscaps in den kommenden Monaten wieder moderat zulegen. Eine entscheidende Rolle für den Rückgang der Rate spielten nämlich die gesunkenen Energiepreise. Hier liegt allerdings auch des Pudels Kern: Im August stieg die Dienstleistungsinflation auf 5,6 Prozent, somit bleibt der Preisdruck aus diesem Sektor sehr hoch. Auch die Kernrate verharrt mit 3,6 Prozent im August ein ganzes Stück von der Zielrate entfernt.

Beschäftigungssituation auch im Vereinigten Königreich weiterhin 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. Im Juli 2024 lag die Arbeitslosenquote mit 4,1 Prozent leicht unter dem Vorjahreswert von 4,3 Prozent. Der Anstieg der durchschnittlichen Löhne und Gehälter verlangsamte sich zwar von 4,6 Prozent im Juni auf 4,0 Prozent im Juli 2024. Allerdings könnte dies für anhaltenden Preisdruck sorgen.

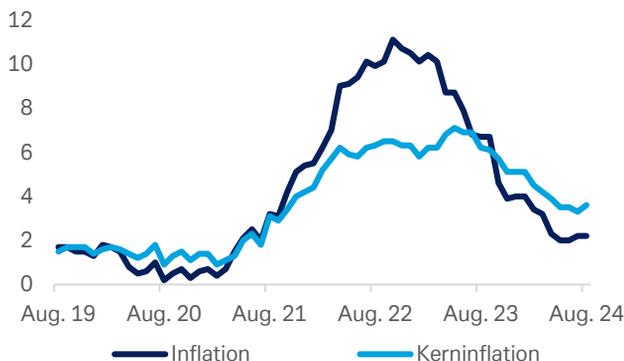
Zinssenkungszyklus begonnen, dürfte behutsam fortgesetzt werden

Die Bank of England wagte am 1. August mit einer Zinssenkung von 5,25 auf 5,00 Prozent den Einstieg in den Zinssenkungszyklus – nahezu exakt ein Jahr nach der letzten Zinserhöhung. Dieser Zyklus dürfte aber vermutlich gemächlich vonstatten gehen, möglicherweise ähnlich wie derjenige der EZB eher quartalsweise. Beim Fed-Symposium in Jackson Hole hatte sich zuletzt BoE Gouverneur Andrew Bailey zwar falkenhaft angehört – im Gegensatz zu vielen Äußerungen im Vorfeld des Symposiums. Im September beließen die Währungshüter den Leitzins aber bei 5,0 Prozent.

Die Bank of England dürfte zunächst wachsam die Entwicklung der Kern- und Dienstleistungsinflation beobachten. Zudem sprechen die in den vergangenen Wochen spürbar angestiegenen Preise für europäisches Erdgas für einen möglichen Anstieg der Energiepreisbremse. Abzuwarten bleibt zudem, inwieweit sich die Beschlüsse der neuen Finanzministerin Reeves bzw. der neuen Regierung auf die Verbraucherpreise auswirken. Pläne von Reeves, den staatlichen Heizkostenzuschuss für viele Rentner in diesem Winter zu streichen, könnten zudem die Stimmung der Konsumenten belasten.

Inflation im Abwärtstrend

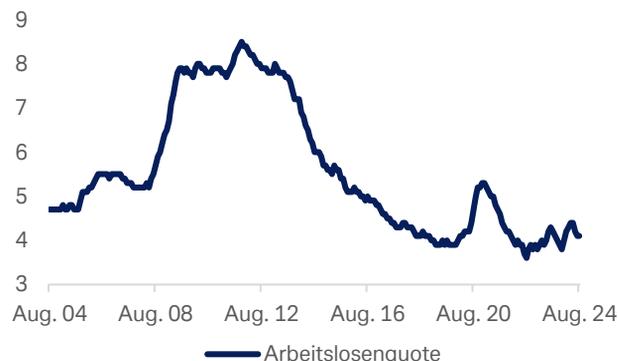
(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Anhaltend robuster Arbeitsmarkt

(Angabe in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Staatsanleiherenditen weiterhin auf hohem Niveau

In Großbritannien bleiben die Renditen der Staatsanleihen weiterhin auf einem höheren Niveau als diejenigen der Länder der Eurozone. Beim Schreiben dieser Zeilen übertreffen sie ebenfalls die der US-Treasuries und dies in allen Laufzeiten. Während dies für den Staatshaushalt unangenehme Nebenwirkungen mit sich bringt, bleiben britische Anleihen somit für viele Anleger weiterhin attraktiv.

Die Rendite britischer Staatsanleihen (Gilts) mit einer Laufzeit von 30 Jahren notiert beispielsweise Ende September bei 4,55 Prozent – die Zinsstrukturkurve hat sich erst kürzlich wieder umgekehrt, ähnlich wie in den USA: Zweijährige Gilts rentieren geringfügig unterhalb der zehnjährigen.

Außer in Neuseeland und den USA weisen zudem momentan alle anderen G10-Länder Leitzinsen von weniger als 5 Prozent auf. Die robuste wirtschaftliche Entwicklung im ersten Halbjahr erlaubt es der Bank of England, den Leitzins recht behutsam zu senken. Quartalsweise Zinssenkungen dürften das Basisszenario bleiben.

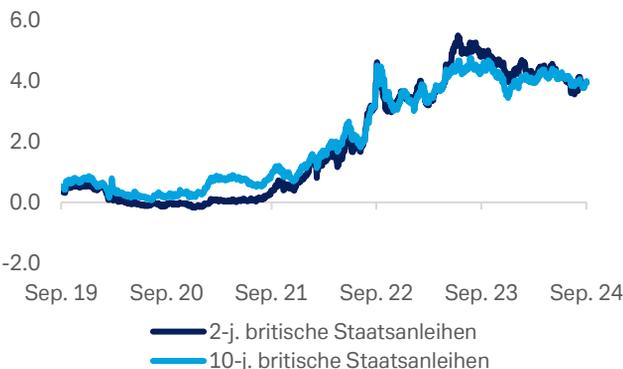
Handel im Pfund meist mit geringer Volatilität

Im Großen und Ganzen bleiben starke Ausschläge im Wechselkurs des Pfund Sterlings zum Euro selten – das Währungspaar gehört zu denen, die in den Volatilitäts-Tabellen meist recht weit unten zu finden sind. Dabei zeigte sich das Pfund in den vergangenen Wochen – vermutlich auch aufgrund der wachsenden Zins- und Renditedifferenz – von seiner starken Seite und kletterte zum Euro auf ein Zwei-Jahres-Hoch.

Aufgrund der starken Daten zum BIP in Großbritannien besteht für die Bank of England geringerer Handlungsdruck, was eine eventuelle Stützung der Wirtschaft mittels Zinssenkungen anbelangt, als dies möglicherweise die EZB verspürt. In beiden Währungsräumen bleiben Kern- und Dienstleistungsinflation auf (zu) hohem Niveau, was sowohl für die Bank of England als auch die EZB einen behutsam zu vollziehenden Zinssenkungszyklus impliziert. Im Großen und Ganzen spricht die auch in den kommenden Monaten anhaltende Renditedifferenz des Pfund Sterlings zum Euro für ersteres, so dass das Pfund auch 2025 leichten Rückenwind verspüren dürfte.

Renditen in UK weiterhin auf relativ hohem Niveau

(Laufende Verzinsung in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Britisches Pfund seitwärts mit leichtem Rückenwind

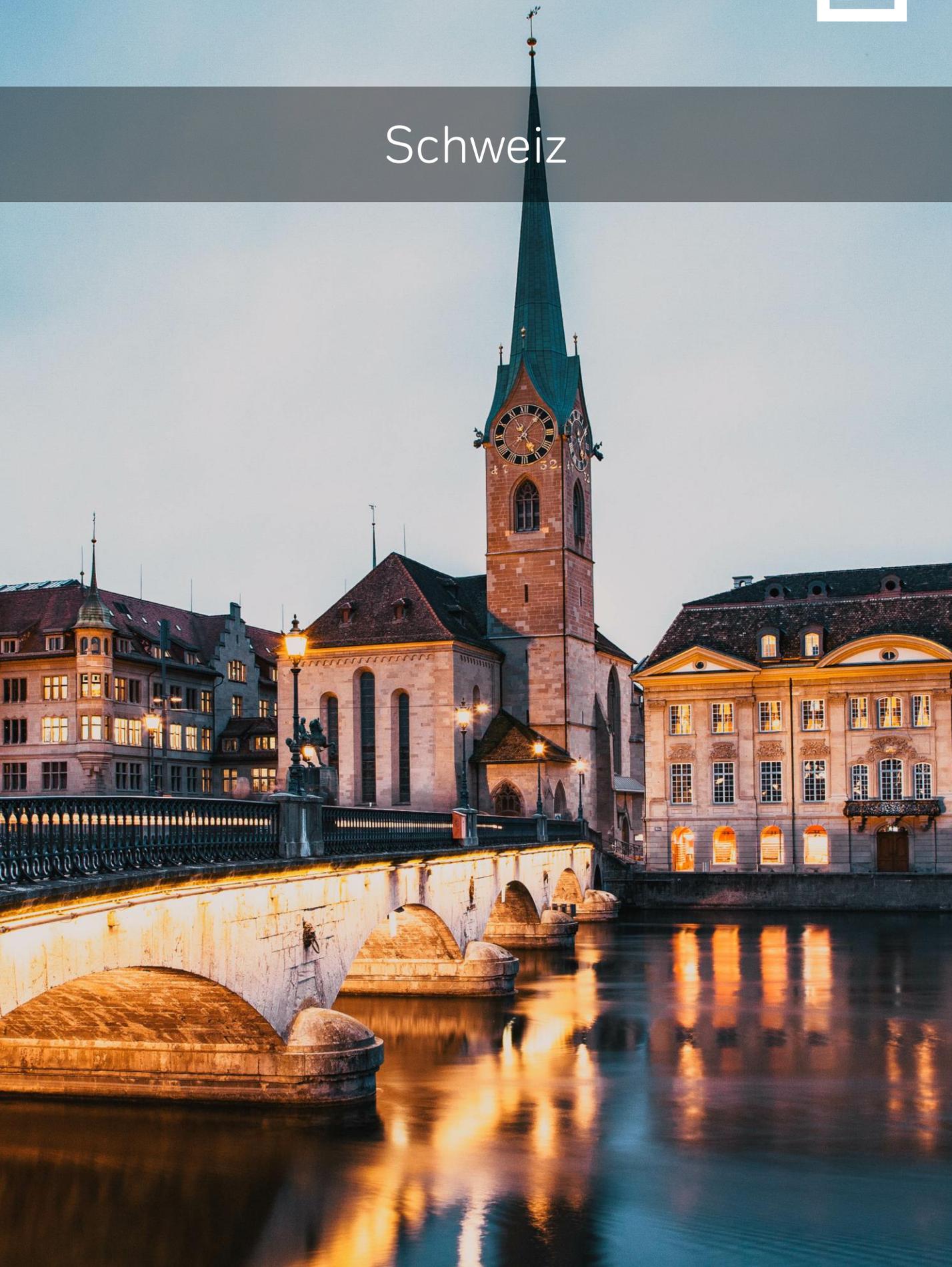
(Angaben in GBP je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Schweiz





- Robuster privater Konsum stützt Wirtschaft
- Preisstabilität wiederhergestellt, Inflationsraten knapp über ein Prozent
- Geldpolitik profitiert von hoher Glaubwürdigkeit der SNB
- Anhaltende Frankenstärke – auch wegen Auflösung von Carry Trades
- Schweizer Franken bleibt „sicherer Hafen“

Robuster Konsum und Dienstleistungssektor gleichen schwankende Industriedaten aus

Die Schweizer Wirtschaft hat es nun vier Quartale in Folge geschafft, die Analystenerwartungen zur Entwicklung des BIPs zu übertreffen. Nach einem Wachstum von jeweils 0,3 Prozent zum Vorquartal in den beiden letzten Quartalen 2023 legte die Konjunktur noch einen Zahn zu: Im ersten Quartal 2024 wuchs sie um 0,5 Prozent, im zweiten um 0,7 Prozent.

Die Daten zur Industrieproduktion präsentierten sich dabei recht schwankungsanfällig. Im ersten Quartal sank diese um aufwärts revidierte 2,0 Prozent, im zweiten Quartal legte sie um 7,2 Prozent zu – dies jeweils zum Vorjahresquartal. Zwar notiert der Einkaufsmanagerindex der Industrie seit Jahresbeginn unter der Marke von 50 Punkten und somit im Schrumpfungsbereich. Allerdings überraschte dieser kürzlich die zuvor befragten Analysten, indem er unerwartet von 43,5 im Juli auf 49,0 im August anstieg.

Das SECO-Verbrauchervertrauen notiert zwar anhaltend auf niedrigen Werten. Das vielbeachtete KOF-Konjunkturbarometer konnte hingegen seit dem Frühjahr seinen langjährigen Durchschnitt von 100 Punkten wieder übertreffen – im August notierte es bei 101,6 Punkten. Auch in der Schweiz sollten Reallohnzuwächse den Konsum stützen.

Arbeitsmarkt mit leichten Brems Spuren

Dank der robusten Entwicklung des Dienstleistungssektors, in dem rund 77 Prozent der Erwerbstätigen beschäftigt sind, blieb der Arbeitsmarkt angespannt. Allerdings ist die Arbeitslosenquote seit Jahresbeginn von 2,2 auf 2,5 Prozent im August angestiegen, während das Lohnwachstum immer noch über dem Niveau vor der Pandemie lag. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten auf die Inflation dürfte allerdings mit dem Anstieg der Arbeitslosenquote gesunken sein, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) Raum für Zinssenkungen gewonnen hat.

KOF-Konjunkturbarometer: Wirtschaft auf Wachstumspfad

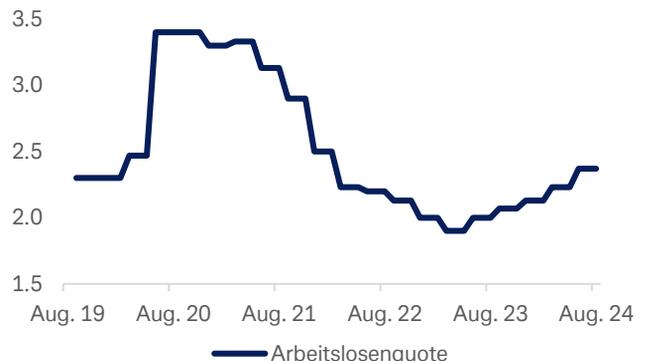
(Angaben in Indexpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Arbeitsmarkt etwas weniger angespannt

(Angabe in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Rückkehr zur Preisniveaustabilität

Seit Januar 2024 befindet sich die Inflationsrate spürbar auf dem Rückzug: Nach 1,7 Prozent bzw. 1,5 Prozent in der Kernrate noch im Dezember fielen die Raten unerwartet schnell bis auf jeweils 1,0 Prozent im März. Nach einem kurzzeitigen moderaten Anstieg zeigten sie sich im August mit 1,1 Prozent wieder auf einem niedrigen Niveau.

Damit liegt die Inflation in der Schweiz wieder im Zielband von null bis zwei Prozent, was die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt, wobei sie eher null als zwei Prozent anstrebt. Kein anderes Industrieland befindet sich in einer so komfortablen Situation wie die Schweiz, dass auch die Kerninflationsrate auf Prä-Covid-Pandemie-Niveau zurückgekehrt ist. Noch Mitte 2023 hatten die Währungshüter ihre Inflationsprognose für 2024 von 2,0 auf 2,2 Prozent erhöht. Für 2025 und 2026 erwartet die SNB spürbare weitere Rückgänge der Raten bis auf 0,6 Prozent. Sie sieht keinerlei besorgniserregende Risiken für eine erneute Beschleunigung der Inflation – weder stark steigende Löhne, höhere Strompreise und Mieten oder anhaltenden Inflationsdruck aus dem Ausland.

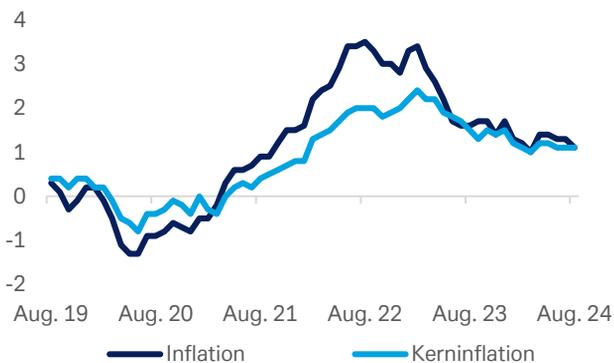
SNB: Inflation im Zaum. Zinssenkungszyklus begann für Viele unerwartet früh

Die SNB hat sich über viele Jahre den Ruf erworben, ihren primären Auftrag der Preisstabilität so ernst zu nehmen wie kaum eine andere Zentralbank. Deshalb hatte sie 2023 den Leitzins von 1,0 Prozent zu Jahresbeginn auf 1,75 Prozent erhöht. Zudem setzten die Währungshüter um den scheidenden Notenbankpräsident Thomas Jordan auch ihre Devisenreserven ein, um den Außenwert des Frankens zu stärken und einen Import des Preisdrucks aus dem Ausland zu verhindern. Bereits im Dezember hatte die SNB jedoch darauf hingewiesen, zur Stützung der Wirtschaft künftig auch zu Lasten des Frankens zu intervenieren, also die Fremdwährungsbestände bzw. Reserven im Gegensatz zu den Vorjahren zu erhöhen.

Im März senkte die SNB entsprechend unserer Erwartung aber entgegen dem Marktkonsens die Leitzinsen erstmals von 1,75 auf 1,50 Prozent, im Juni ebenfalls entgegen dem Konsens von 1,50 auf 1,25 Prozent. An den Swapmärkten wird nach der Senkung auf 1,0 Prozent im September jeweils eine weitere im Dezember und im März 2025 eingepreist, was den Leitzins dann auf 0,50 Prozent senken würde. Voraussetzung dürften gleichzeitige oder vorhergehender robuste Zinssenkungen der EZB und der Fed sein, um den Zins- bzw. Renditeabstand zwischen der Schweiz und Europa nicht zu stark anwachsen zu lassen. Einer zu starken Aufwertung des Frankens dürfte die SNB mit Devisenmarktinterventionen zu verhindern wissen.

Inflation: Preisniveaustabilität wieder hergestellt

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

SNB verkleinert Währungsreserven leicht

(Angabe in Mio. CHF)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Frankenstärke – ungewollt für die SNB, aber Realität

Während die SNB den Franken zur Stützung der Schweizer Exportwirtschaft und Konjunktur gerne etwas schwächer sehen würde, tut der Markt den Währungshütern diesen Gefallen weiterhin nicht. Hatte der „Stutz“ bis zum Mai schon Richtung Parität hin abgewertet, bekam er im Juli und August noch einmal die zweite Luft. Er wertete gegenüber dem Euro bis auf EUR/CHF 0,9211 auf – das höchste jemals gehandelte Niveau außerhalb einiger Minuten am 15. Januar 2015, dem Tag, an dem die Frankenobergrenze aufgehoben worden war.

Hier spielte ähnlich wie beim Yen die Auflösung von Carry-Positionen (Short CHF versus Long USD oder EUR) eine Rolle. Zudem wurde der Schweizer Franken im Zuge der Marktturbulenzen Anfang August als „sicherer Währungshafen“ nachgefragt. Bis Mitte September hatte sich die Marktstimmung zwar wieder beruhigt, der Franken notiert jedoch nicht weit von seinem August-Hoch entfernt.

Er könnte 2025 etwas leichter zum Euro handeln, sofern die EZB die Leitzinsen nicht zu schnell und zu stark senken wird.

Zinswende wurde frühzeitig eingeleitet

(Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Frankenstärke – trotz Leitzinssenkung anhaltend

(Angabe in CHF je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Skandinavien





- Zähe Konjunktorentwicklung in Norwegen und Schweden
- Immobilienmärkte in Schweden auf niedrigem Niveau stabilisiert
- Inflationsdruck besonders in Schweden stark rückgängig
- Restriktive Geldpolitik der Norges Bank versus Lockerungen der Riksbank
- Schwedische Krone erholt, Norwegische Krone erscheint unterbewertet

Norwegische Wirtschaft mit geringer Dynamik, die schwedische schwankend

Sowohl Schweden als auch Norwegen konnten im ersten Halbjahr eine Rezession vermeiden. Dabei zeigte sich die Konjunktorentwicklung in Norwegen mit Wachstumsraten von jeweils geringer als im Marktkonsens erwarteten 0,1 Prozent zäh, aber immerhin stetig. Im Großen und Ganzen stagniert die norwegische Wirtschaft jedoch seit Jahresbeginn 2023, die Wachstumsraten des Festlands-BIPs bleiben meist knapp über der Nulllinie.

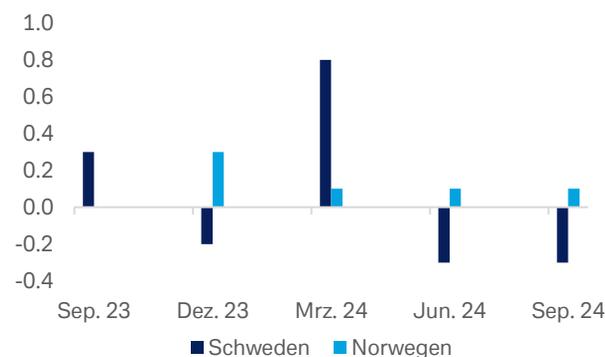
Wesentlich schwankender präsentiert sich hingegen die wirtschaftliche Entwicklung Schwedens. Hier wechseln sich seit dem Schlussquartal 2022 Quartale mit einem leichten Wachstum mit Quartalen, in denen die schwedische Wirtschaft schrumpfte, ab. Schwächelnde Konsumausgaben der privaten Haushalte aufgrund der Preisanstiege der vergangenen beiden Jahre und anhaltend hohe Kreditkosten belasten die Stimmung weiterhin. Die weiterhin historisch betrachtet niedrigen Wechselkurse der beiden Landeswährungen hätten die konjunkturelle Abschwächung der beiden exportorientierten Volkswirtschaften tendenziell stärker abmildern müssen. Der ausgeprägte Öldienstleistungssektor Norwegens litt unter den im Jahresverlauf tendenziell sinkenden Preisen des schwarzen Goldes.

Einkaufsmanagerindizes beider Länder im Expansionsbereich

Während beispielsweise in vielen Ländern der Eurozone die Einkaufsmanagerindizes insbesondere der verarbeitenden Industrie seit Monaten in der Schrumpfungzone verharren, sieht die Sachlage in den beiden skandinavischen Ländern ganz anders aus. In Norwegen schnupperte der Industrie-PMI im Juli mit 59,8 Punkten noch beeindruckende Höhenluft, bevor er im August auf 52,1 Punkte zurücksetzte. Der schwedische Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe sprang im August unerwartet deutlich auf 52,7 Punkte. Der Index für Dienstleistungen kletterte leicht auf 52,9 Punkte.

Norwegische Wirtschaft bremst, schwedische schrumpft

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Verbrauchervertrauen in Schweden jüngst gestärkt

(Verbrauchervertrauen in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Konsum berappelt sich, bleibt aber schwach

Mit einem Anstieg der durchschnittlichen Löhne um 4,5 Prozent zum Vorjahresmonat bleibt die Reallohnentwicklung in Schweden positiv. Dennoch blieb der Konsum der privaten Haushalte zuletzt hinter den Erwartungen zurück – auch in Schweden wird anscheinend momentan weiterhin die Sparquote erhöht – die Einzelhandelsumsätze ließen zuletzt weiter zu wünschen übrig. Im Vergleich zum Vorjahresmonat sanken sie im Juni um 1,4 und im Juli um 0,5 Prozent.

Auch in Norwegen bleiben die Umsätze des Einzelhandels recht dürftig. Hier dürfte auch das unverändert hohe Leitzinsniveau bzw. hohe Kreditkosten eine Rolle spielen.

In Schweden haben sich zuletzt jedoch die Erwartungen an die Arbeitslosigkeit, an Ausgaben für Verbrauchsgüter und hinsichtlich der Finanzen der privaten Haushalte zum Positiven verändert. Schwachstellen gibt es jedoch – wie beispielsweise die zurückhaltende Nachfrage nach langlebigen Gütern. Aber die Fiskalpolitik dürfte helfen. Die schwedische Regierung kündigte kürzlich höhere Ausgaben für das kommende Jahr an.

Schweden: Immobilienmarkteinbruch hat Boden erreicht

Die Stabilisierung des Immobilienmarktes bzw. der Häuserpreise in Schweden dürfte den Konsumbereich mittelfristig stützen. Nachdem die Riksbank die Inflation ähnlich wie die EZB anfangs unterschätzt und deshalb mit Zinserhöhungen gezögert hatte, wurden die schwedischen Haushalte, die im internationalen Vergleich hoch verschuldet sind und überwiegend variabel verzinsten Hypotheken aufnehmen, vorsichtig in ihrem Ausgabenverhalten. Nachdem die Immobilienpreise Ende 2023 um 15 bis 20 Prozent unter ihrem Höchststand lagen, konsolidierten sie im Auftaktquartal 2024 ungefähr auf dem Niveau des ersten Quartals 2021.

Inflationsdruck nachlassend, Kerninflation jedoch weiterhin zu hoch

In Norwegen ist die Inflation mit 2,6 bzw. 3,2 Prozent in der um Steuern und Energie bereinigten Kernrate noch nicht auf das Zielniveau der Norges Bank zurückgekehrt. In Schweden sank die Inflationsrate im August hingegen auf 1,9 Prozent, die CPIF-Kernrate, welche die Auswirkungen von Änderungen der Hypothekenzinsen nicht berücksichtigt, gar auf 1,2 Prozent bzw. 2,2 Prozent, wenn man Energiepreise exkludiert. Die Riksbank weist zwar darauf hin, dass der Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise hoch bleibe, insbesondere im Dienstleistungssektor. Sie preschte aber im Mai nach der Schweizerischen Notenbank als zweite G10-Notenbank mit einer Zinssenkung vor und legte am 25. September mit der bereits dritten Senkung auf nun 3,25 Prozent nach.

Angespannter Arbeitsmarkt treibt Löhne an

(Lohnwachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Einbruch am schwedischen Immobilienmarkt gestoppt

(Immobilienpreise in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Geduldiger zeigt sich hingegen die Norges Bank: Trotz sinkender Inflationsdaten halten die Währungshüter um Gouverneurin Ida Wolden Bache unverändert an dem Leitzins in Höhe von 4,5 Prozent fest. Einer der Gründe dafür dürfte auch sein, dass die Norges Bank einer zu starken Abwertung der Krone einen Riegel verschieben möchte. Mitte Dezember 2023 hatte sie entgegen der Markterwartung den Leitzins zuletzt auf das heutige Niveau von 4,50 Prozent angehoben und diesen Schritt explizit unter anderem mit der Schwäche der Krone begründet, welche die importierte Inflation weiter angeheizt hat.

Die Norges Bank erklärte nach der letzten Sitzung im September, dass sie die Inflation aufgrund hoher Lohnsteigerungen und des schwachen Außenwertes der Krone noch nicht als endgültig bezwungen ansieht. Dennoch dürfte im ersten Quartal 2025 eine Zinssenkung erfolgen. Aus heutiger Sicht sollten daraufhin weitere Zinsschritte im Quartalsrhythmus folgen. Die Norges Bank selbst hat im Rahmen ihrer September-Sitzung einen Rückgang der Kerninflationsrate (CPI-ATE) von 3,7 Prozent 2024 auf 3,0 Prozent im kommenden Jahr angenommen. Dies dürfte eine hinreichende Bedingung dafür sein, den Zinssenkungszyklus in die Wege zu leiten.

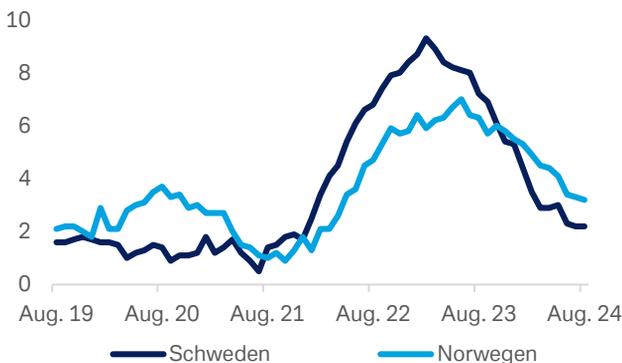
Schwedische Krone mit etwas besserer Wertentwicklung, norwegische Krone erscheint unterbewertet

Beide nordischen Währungen weisen eine hohe Korrelation zu der Risikostimmung an den Märkten bzw. der globalen Konjunkturerwicklung auf. Insbesondere die norwegische Krone gilt als die G10-Währung, die am stärksten auf Veränderungen der Volatilität an den globalen Kapitalmärkten und die Konjunkturzyklen reagiert. Mit der aktuellen Schwäche der Industrie rund um den Globus, der geringen konjunkturellen Dynamik in China und der erneuten Konjunkturdelle der Euroländer blies der norwegischen Krone ein heftiger Gegenwind ins Gesicht. Gerade aufgrund der sich ausweitenden Zins- und Renditedifferenz zwischen Norwegen und der Eurozone dürfte die norwegische Krone mittelfristig Potenzial für eine leichte bis moderate Aufwertung besitzen. Anfang dieses Jahres war dies einer der Konsenstrades an den Währungsmärkten. Diese Positionen dürften aber nun bereits voller Enttäuschung größtenteils aufgelöst worden sein.

Die Schwedische Krone hat beim Schreiben dieser Zeilen seit Jahresbeginn rund ein Prozent zum Euro abgewertet. Die ausbleibende Immobilienkrise stützte die Krone, die frühzeitigen Zinssenkungen nahmen etwas Luft auf den Segeln. Auf kurze Sicht könnte die SEK noch leicht zulegen, sofern die aktuelle Risikofreude an den Märkten nicht nachlässt.

Kerninflation auf dem Rückzug

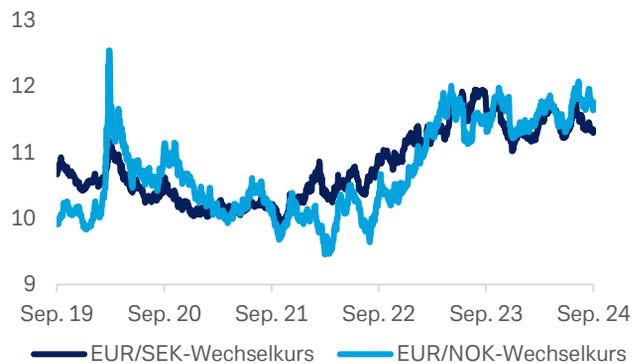
(Kerninflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

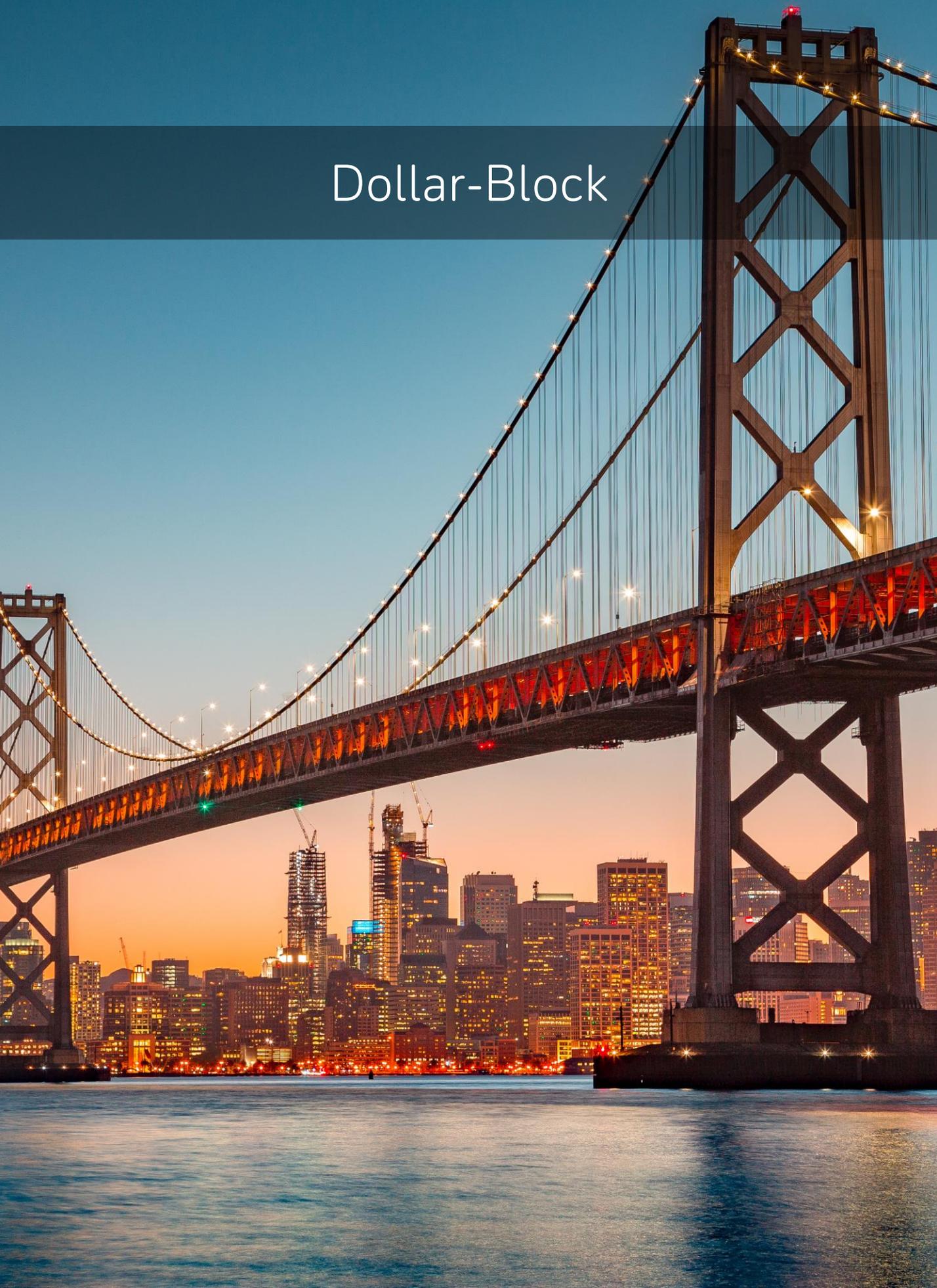
Schwedische und norwegische Krone stabilisieren sich

(Angaben in SEK bzw. NOK je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Dollar-Block





- Die zähe konjunkturelle Entwicklung insb. in China lastet auf einigen Rohstoffpreisen
- Dies liefert den Dollarwährungen anhaltenden Gegenwind
- Zinswende in Kanada und Neuseeland vollzogen, in Australien noch nicht
- Arbeitsmärkte bleiben robust, Häusermärkte leiden unter höherem Zinsniveau
- Fundamentaldaten bevorzugen AUD gegenüber CAD

Weltkonjunktur und Rohstoffe:

Nachdem es in den ersten Monaten des Jahres noch schien, als könne sich die globale Konjunktur dynamischer entwickeln als im Vorjahr, so zeigten sich zum Ende des ersten Halbjahrs hin starke Bremsspuren. Zwar präsentierten die USA – wie bereits 2023 – eine wirtschaftliche Stärke, die ihr viele Analysten nicht zugetraut hatten und das Wort „Rezession“ erscheint weiterhin diametral entgegengesetzt zu dem, was die US-Wirtschaft Quartal für Quartal abliefern. Nach einer etwas besser als prognostiziert ausgefallenen Entwicklung im ersten Quartal enttäuschte die Wirtschaft der Eurozone jedoch erneut im zweiten Quartal. Auch die chinesischen Wachstumsraten lagen weit unter dem Vorpandemieniveau und den Erwartungen. Der IWF sieht die globale Wirtschaft deshalb in diesem Jahr nur noch um 3,2 Prozent wachsen, 0,1 Prozentpunkte schlechter als im mauen Vorjahr.

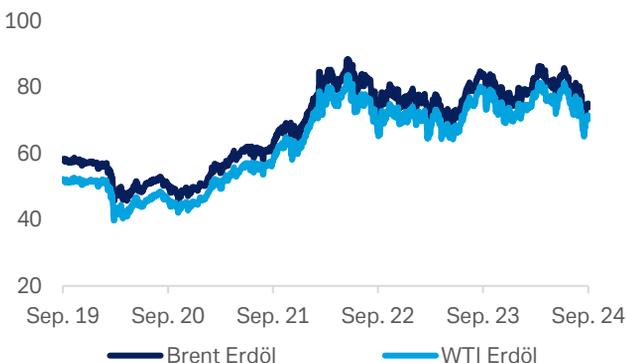
Während Silber und Gold Ende September 2024 in der Rangliste der Wertveränderungen aller Rohstoffe oder Währungen zum Euro seit Jahresbeginn mit weitem Abstand die beiden Spitzenpositionen einnehmen, sorgten insbesondere die Industriemetalle und die übrigen Edelmetalle nach einem starken Jahresauftakt im Sommer für einige Sorgenfalten auf den Stirnen der Produzenten.

Bei den Industriemetallen spielt das Narrativ der Angebotsknappheit eine große Rolle. Grund hierfür ist die Energiewende, welche die Nachfrage nach Metallen mittelfristig sehr stark erhöhen dürfte. Gleichzeitig wurden in den Zeiten, in denen die Metalle unter Preisrücksetzern litten, zuvor geplante Projekte auf Eis gelegt, was nun das Angebot dämpft.

In einer extrem dynamischen Aufwärtsbewegung verteuerten sich Industriemetalle im Mai drastisch, Kupfer erzielte beispielsweise ein neues Rekordhoch bei 11.104 USD/Tonne. Mit den enttäuschenden Wirtschaftsdaten aus China wurde aber aus den überkauften Preisen die Luft rausgelassen. Bis Anfang August waren die Notierungen spürbar gesunken. Erst nach der Verkündung geldpolitischer und fiskalischer Maßnahmen in China Ende September waren die Metalle wieder gefragt.

Ölpreise: Förderkürzungen versus schwache globale Konjunktur

(Angaben indexiert: 17.10.2017 = 100)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Eisenerz enttäuscht, Kupfer gefragt

(Angaben in USD je metrische Tonne)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Beim Schreiben dieser Zeilen Ende September zeigt sich ein gemischtes Bild:

Die Eisenerzpreise notieren beispielsweise fast 30 Prozent unterhalb ihres Jahresanfangsniveaus. Hier spielt die Immobilienkrise in China und die deshalb enorm rückgängige Produktion von Stahl im Reich der Mitte eine Rolle. Die Industriemetalle erhielten zuletzt Rückenwind durch die robuste Leitzinssenkung der US-Notenbank und nun auch durch einige geldpolitische Stimuli der People's Bank of China. Zinn und Kupfer verteuerten sich deshalb spürbar, Aluminium handelt moderat über dem Jahresanfangsniveau. Hauptprofiteur dieser Kursentwicklung dürften Währungen wie der australische Dollar oder der chilenische Peso sein. Der Aussie-Dollar schaffte es zumindest auch, seine Wertentwicklung, die früher häufig stark mit der Entwicklung der Eisenerzpreise korreliert war, von dieser zu lösen.

Zwar hatte die Ölnachfrage erst vor Kurzem mit global mehr als 103 Mio. Barrel/Tag ein neues Rekordniveau erreicht. Gerade in den Sommermonaten dominierte an den Finanzmärkten aber die Furcht vor einer weiteren Abschwächung der Konjunkturentwicklung in China und auch in den USA. Kurz vor Ende des dritten Quartals notieren die Preise der Sorten Brent und WTI rund fünf Prozent unterhalb ihrer Jahresanfangskurse. Die freiwilligen Produktionsbeschränkungen der Opec+-Länder sollen in den kommenden Quartalen stufenweise wieder zurückgeführt werden. Ob es bei diesem Vorhaben bleibt, wird sich zeigen. Ein Medienbericht eröffnete zuletzt die Möglichkeit, dass Saudi-Arabien die Produktion drastisch erhöhen könne

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.

Australien:

Die australische Konjunktur entwickelte sich nicht sehr dynamisch. Mit jeweils 0,2 Prozent Wachstum zum Vorquartal in Q1 und Q2 zeigte sie sich jedoch weiterhin robust. Die Stärke des Arbeitsmarktes hält an: Das Lohnwachstum verharrte im zweiten Quartal bei 4,1 Prozent, das Beschäftigungswachstum lag im August zum fünften Mal in Folge über den Analystenerwartungen und die Arbeitslosenquote blieb bei niedrigen 4,2 Prozent. Trotz des hohen Zinsniveaus hat sich der Immobilienmarkt wieder gefangen. Mit Ausnahme des Aprils stiegen die von CoreLogic erstellten Hauswerte Monat für Monat robust an.

Wertentwicklung des Australischen Dollars

(Angaben in AUD je EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Baugenehmigungen in Australien

(Angabe in Prozent ggü. Vormonat)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Die jährliche Inflationsrate verharrte mit 3,6 und 3,8 Prozent in den ersten beiden Quartalen über dem Zielkorridor der RBA von 2-3 Prozent. Die Lohn- und Gehaltszuwächse blieben auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Der Rücksetzer des Einkaufsmanagerindex der Industrie auf ein Dreijahrestief im September weist aber auch auf eine Abkühlung der Wirtschaft Australiens und damit einen eventuell zukünftig weniger angespannten Arbeitsmarkt hin.

Notenbank-Gouverneurin Michele Bullock und die übrigen Währungshüter der RBA halten die Zeit für die Zinswende noch nicht reif. Die Swapmärkte preisen eine Zinswende bis zum Jahresende aktuell mit 75 Prozent Wahrscheinlichkeit ein. Nach der September-Sitzung konnte man jedoch nicht den Eindruck gewinnen, dass die RBA eine große Eile bezüglich erster Zinssenkungen an den Tag legen würde. Dies könnte aufgrund der wachsenden Zinsdifferenzen wie auch der potenziell etwas höheren Rohstoffpreise im kommenden Jahr moderates Aufwärtspotenzial für den AUD bergen.

Kanada:

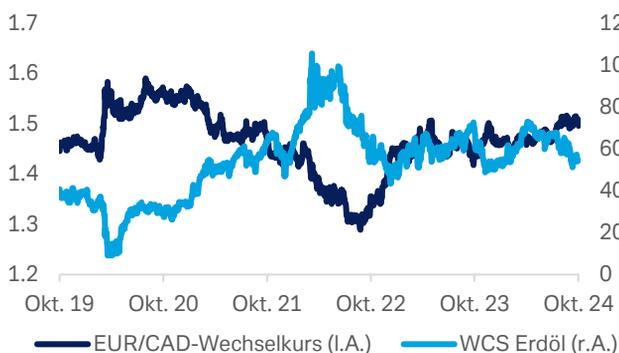
Das BIP Kanadas entwickelte sich in der ersten Jahreshälfte robust: Im ersten Quartal wuchs es um 1,8 Prozent und im zweiten Quartal um 2,1 Prozent – jeweils annualisiert. Der Inflationsrückgang setzte sich zuletzt weiter fort. Die Inflationsrate sank von 2,5 auf 2,0 Prozent und erreichte damit erstmals seit mehr als dreieinhalb Jahren wieder den Zielwert der Bank of Canada (BoC). Der Durchschnitt der von der BoC bevorzugten Inflationsmaße – der getrimmte Mittelwert und der Medianwert – sank von 2,6 auf 2,4 Prozent.

Der Arbeitsmarkt kühlte sich im August weiter ab, die Arbeitslosenquote kletterte auf 6,6 Prozent, den höchsten Stand seit den Pandemie Jahren. Auch das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich – ausschließlich dank steigender Teilzeitstellen – auf netto 22.100 zusätzlicher Stellen. Die durchschnittlichen Stundenlöhne der Festangestellten stiegen im August um 4,9 Prozent zum Vorjahr, womit der Lohndruck auf anhaltend hohem Niveau bleibt.

Vor diesem Hintergrund senkte die BoC Anfang September den Leitzins zum dritten Mal in Folge um 25 Basispunkte auf nun 4,25 Prozent. An den Zinsterminmärkten sind Ende September weitere Leitzinssenkungen über 75 Basispunkte für die beiden letzten Sitzungen 2024 eingepreist. Ist diese Erwartung zu sportlich, könnte der CAD leichtes Aufwertungspotenzial zum Euro haben. Für eine kräftigere Erholung des „Loonie“ müssten vermutlich die Ölpreise steigen. Deren Rücksetzer sollten mit dafür verantwortlich sein, dass der kanadische Dollar aktuell die schwächste G10-Währung in diesem Jahr ist.

Kanadischer Dollar von WCS-Erdöl-Preis belastet

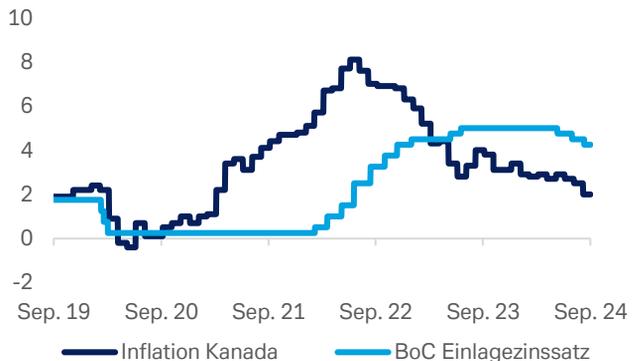
(l.A.: Angabe in CAD je EUR, r.A.: Angabe in USD je Barrel))



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Inflationsraten im Zaum. Zinswende kam etwas früh

(Angaben in Prozent, Inflation ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Osteuropa





- Inflationsraten zurück im Zielbereich, zuletzt aber wieder etwas ansteigend
- Zinspause in Polen, jedoch stetige Zinssenkungen in Ungarn / Tschechien
- Konjunktorentwicklung wegen Konjunkturdelle in Westeuropa teils gedämpft
- Auszahlung der NGEU-Fondsmittel an Polen „in Arbeit“. Ungarn immer noch in der Schwebe

Nach langer Zeit sinkenden Inflationsraten kommt es zu vorübergehenden Gegenbewegungen

So schnell wie die Inflationsraten in den drei mittelosteuropäischen (CEE3-) Ländern gestiegen waren, so schnell kehrten sie auch wieder in Richtung Zielzone zurück. Dies erlaubte den CEE3-Notenbanken ihre hohen Leitzinsen bereits weit vor der EZB bzw. der US-Notenbank Fed wieder zu senken.

Ein Sonderfall bleibt dabei Polen. Hier hatte Gouverneur Glapinski im Vorfeld der Parlamentswahlen im vergangenen Oktober bereits zu beherzten Zinssenkungen gegriffen – viele Marktakteure vermuten, dass dies eine Wahlkampfunterstützung für die damals amtierende PiS-Regierung gewesen sein dürfte – insbesondere, da die Leitzinsen nun seit einem Jahr nicht mehr gesenkt wurden. Bis spätestens am 18. Mai wird es in Polen Präsidentschaftswahlen geben, und da Präsident Duda nach zwei Amtsperioden nicht wieder antreten kann, wird es auch hier einen Wechsel geben, der aufgrund der Vetorechte des Präsidenten für die politische und wirtschaftliche Entwicklung Polens erneut Weichen stellen kann.

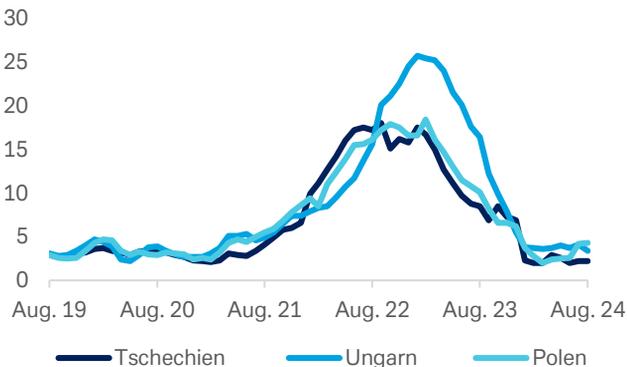
In Tschechien finden 2025 Parlamentswahlen statt. Bei den kürzlich durchgeführten Regionalwahlen konnte die Oppositionspartei in den meisten Regionen eine Mehrheit erringen.

Zwar leiden die CEE3-Länder besonders im Bereich der verarbeitenden Industrie unter der Konjunkturdelle in Westeuropa und hier besonders in Deutschland. Bruttolohnsteigerungen im zweistelligen Bereich sollten aber weiterhin die Konsumfreude der Verbraucher befeuern, zumal diese nun auch kräftige Reallohnsteigerungen bedeuten.

Die Währungen der CEE3-Länder entwickelten sich uneinheitlich, seitdem wir im letzten Jahr diese Zeilen verfasst haben: Der Zloty erhielt sehr starken Rückenwind aufgrund der Freigabe von zuvor blockierten EU-Geldern, der Forint befand sich eher in der Defensive, profitiert aber von hohen Realzinsen, und die Tschechische Krone notiert zuletzt zum Euro meist in einer Seitwärtsbewegung.

Inflationsraten der CEE3-Länder im Rückwärtsgang

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Lohnsteigerungen weiterhin auf zweistelligem Niveau

(Lohnwachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Tschechien

In der Tschechischen Notenbank (CNB) dürften Anfang Juli die Sektkorken geknallt haben. Nach Spitzenwerten von 18,5 Prozent ging es mit der Inflationsrate beständig talwärts, bis sie schließlich im Juni 2024 auf den mittleren Zielwert von 2,0 Prozent gesunken war. Sinkende Energiepreise, eine solide Fiskalpolitik und zeitweilige Währungsmarktinterventionen hatten für den Rückgang der Rate gesorgt. Die solide Geldpolitik der CNB trug ebenfalls ihren Teil dazu bei. Drei Tage vor Weihnachten senkte sie Ende des vergangenen Jahres erstmals den Leitzins von 7,0 Prozent um 25 Basispunkte. In behutsamen Schritten setzten die Währungshüter um Gouverneur Ales Michl den Zyklus auf aktuelle 4,25 Prozent Ende September 2024 fort.

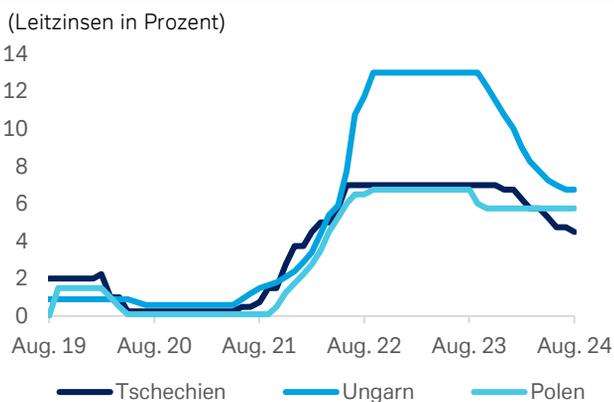
Sie zielen mit ihrer Geldpolitik nun verstärkt darauf ab, die tschechische Wirtschaft zu stützen, obgleich diese sich mit einem Wirtschaftswachstum von 0,2 bzw. 0,3 Prozent (jeweils zum Vorquartal) in den beiden Auftaktquartalen 2024 besser abschnitt als manches Nachbarland. Mit den frühzeitig erfolgten Zinssenkungen und der daraufhin sinkenden Renditedifferenz zwischen tschechischen und westeuropäischen Staatsanleihen geriet die Tschechische Krone moderat unter Druck. Hatte sie im April 2023 gegenüber dem Euro mit EUR/CZK 23,18 noch ein 15-Jahres-Hoch erzielt, pendelte sie sich nach einem Rücksetzer bis auf 25,58 Mitte Februar 2024 mehr oder weniger um das Niveau von EUR/CZK 25,00 bis 25,20 ein. Auch in den kommenden Monaten könnte eine weitere Seitwärtsbewegung um dieses Niveau herum bevorstehen.

Ungarn

Hinter der Türkei war Ungarn lange Zeit das Land mit der höchsten Inflationsrate in Europa, zu unrühmlichen Spitzenzeiten war die Rate bis 25 Prozent angestiegen. Genauso beeindruckend ist aber auch, wie schnell und robust sich die Inflation auf zuletzt noch 3,4 Prozent abgekühlt hat. Die ungarischen Währungshüter hatten frühzeitige Leitzinserhöhungen eingeleitet und damit die Inflation in die Schranken verwiesen.

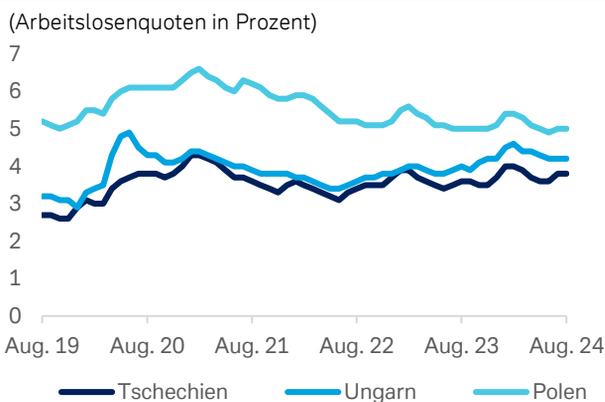
Die ungarische Notenbank hatte lange Zeit den eigentlichen Leitzins, die Base Rate, bei 13,0 Prozent belassen. Der vorübergehend als Leitzins fungierende einwöchige Einlagensatz wurde hingegen in der Spitze auf 18 Prozent angehoben und im Herbst 2023 auf genau diese 13 Prozent zurück gesenkt. Seit Oktober 2023 wird die Base Rate nun recht kontinuierlich gesenkt, aktuell beträgt sie 6,50 Prozent – weitere Zinssenkungen dürften folgen. Der durchschnittliche Anstieg der Bruttolöhne um mehr als 13 Prozent zum Vorjahr lässt jedoch ein behutsames Vorgehen sinnvoll erscheinen, um Zweitrundeneffekten entgegenzuwirken.

Zinswende überall vollzogen. In Polen aber mit Pausentaste



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Arbeitsmärkte bleiben robust



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Die Wirtschaft Ungarns zeigt jedoch Bremsspur, woran die maue Konjunktur in Westeuropa einen nicht unerheblichen Anteil haben dürfte. Wuchs die Wirtschaft Ungarns im Auftaktquartal noch um 0,7 Prozent, schrumpfte sie im zweiten Quartal um 0,2 Prozent. Besonders die Daten zur Industrieproduktion (wie beispielsweise der Zulieferer der Automobilindustrie) weisen auf eine Schwächephase hin. Auch die Daten zum Verbrauchervertrauen spiegeln eine anhaltende Zurückhaltung der Konsumenten wider.

Der Forint handelte zum Euro seit rund einem halben Jahr meist seitwärts zwischen EUR/HUF 390 und 400. Es sprechen momentan wenige Gründe dafür, dass sich dies zeitnah ändern dürfte. Von politischer Seite wäre eine Annäherung der Ungarischen Regierung an die EU-Kommission sicherlich hilfreich und würde dem Forint Rückenwind verschaffen. Ob die geplante Personalrochade des Finanzministers auf den Gouverneursstuhl der Ungarischen Notenbank im kommenden Frühjahr Marktimplikationen haben wird, wird sich zeigen.

Polen

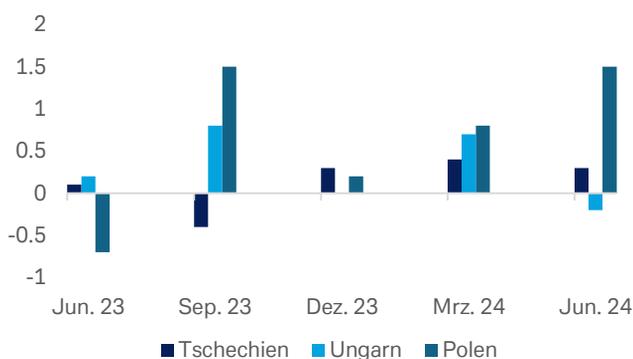
Das wichtigste und wegweisendste Ereignis in den letzten zwölf Monaten dürfte in Polen der Regierungswechsel im Nachgang der Parlamentswahlen am 15. Oktober 2023 gewesen sein. Die Freigabe von EU-Geldern im Gegenwert von 18 Prozent des polnischen BIPs innerhalb der kommenden Jahre sollte in Polen hochwillkommen sein und auch die dortige Energiewende vorantreiben.

Konfliktpotential hat sich hingegen zwischen der Regierung und der Notenbank (NBP) aufgeschaukelt. Letztere hatte im Vorfeld der Wahlen ihren Referenzzinssatz zweimal hintereinander völlig unerwartet um insgesamt 100 Basispunkte gesenkt. Seitdem hielt sie jedoch trotz deutlich weiter sinkender Inflationsraten die Füße still. Auch in Polen war die Inflationsrate im Hoch auf über 18 Prozent geklettert, setzte im Frühjahr aber bis auf 2,0 Prozent zurück. Mit dem Wegfall einiger Energiepreisbremsen und ähnlicher Fiskalhilfen kletterte die Rate aber zurück bis auf zuletzt 4,3 Prozent.

Mit 0,8 bzw. 1,5 Prozent Wachstum zum Vorquartal schlugen die BIP-Daten in den beiden Auftaktquartalen die Prognosen spürbar. Der Zloty stieg nach den Wahlen im vergangenen Oktober deutlich an, und zwar von EUR/PLN 4,65 in der Spitze auf 4,2360 – so stark handelte der Zloty seit Anfang 2020 nicht mehr. Er könnte auch weiterhin im Vergleich mit CZK und HUF die Nase vorne haben, wenngleich eine derart dynamische Aufwertung wie in den vergangenen Monaten nicht mehr zu erwarten ist.

BIP-Wachstum: Polen ragt heraus

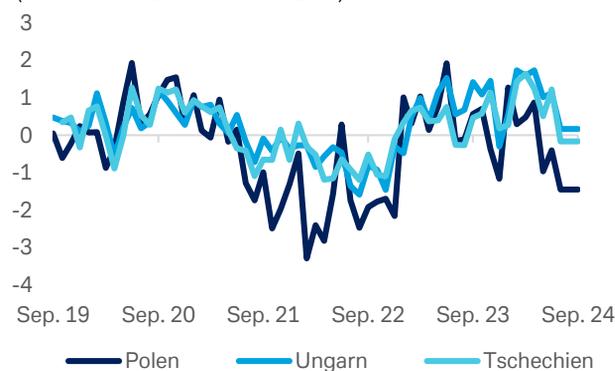
(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Schwacher Konjunktur in Westeuropa bremst Außenhandel

(Handelsbilanzsaldo in Mrd. EUR)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



China





- Schwache Binnennachfrage bremst konjunkturelle Erholung ab zweitem Quartal
- Industrie und Exporte sind Wachstumstreiber, begünstigt durch massive staatliche Infrastrukturinvestitionen und Förderungen strategisch wichtiger Branchen
- Anhaltende Immobilienkrise und Deflationssorgen belasten die kurzfristigen Wachstumsaussichten – langfristig schwächt demografische Entwicklung das Potenzialwachstum Chinas.

Konjunkturerholung verliert an Schwung

Chinas reales BIP-Wachstum lag im ersten Quartal 2024 mit 5,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr noch über dem von Peking für das Gesamtjahr 2024 ausgerufenen Wachstumsziel von „rund fünf Prozent“. Allerdings zeichnete sich bereits zum Quartalsende eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität ab, die sich im zweiten Quartal fortsetzte. Mit 4,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal blieb das Wachstum in den drei Monaten bis Juni hinter den erwarteten 5,1 Prozent zurück.

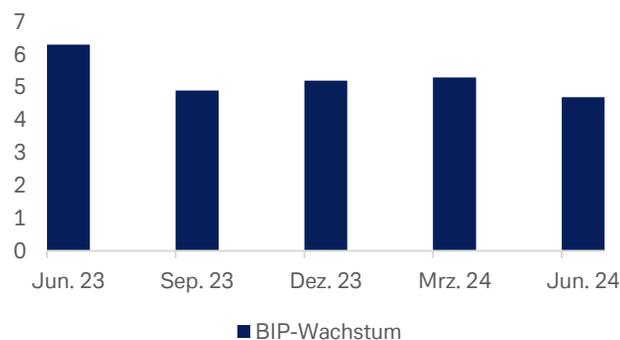
Die bisher veröffentlichten Daten und Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur zu Beginn der zweiten Jahreshälfte weiter abgekühlt hat. Die Einzelhandelsumsätze – ein wichtiger Indikator für die Binnennachfrage – erholten sich im Juli zwar leicht von 2,0 auf 2,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Von zweistelligen Wachstumsraten wie vor der Pandemie können Chinas Einzelhändler derzeit aber nur träumen – zumindest im stationären Bereich. Im August hat die Dynamik mit einem Rückgang auf 2,1 Prozent bereits wieder nachgelassen. Das Verbrauchervertrauen, das im März noch den höchsten Stand seit einem Jahr erreicht hatte, ist seitdem kontinuierlich gesunken und lag zuletzt im Juli sogar unter dem gedämpften Vorjahresniveau.

Immobilienkrise und Deflationssorgen

Die Schwäche des chinesischen Konsums hängt mit der Immobilienkrise zusammen. In den vergangenen zwei Jahrzehnten haben die chinesischen Haushalte ihr Geld vor allem in Immobilien angelegt – Analysten gehen von 70 Prozent aus. Seit einigen Jahren sinkt der Wert dieser Immobilien, sofern die Wohnungen überhaupt fertiggestellt werden. Hinzu kommt, dass die Bauwirtschaft, die rund 25 Prozent zum Bruttoinlandsprodukt beitrug, kaum noch Aufträge erhält. Die Nachfrage der privaten Haushalte nach Immobilienfinanzierungen ist trotz reduzierter Kreditzinsen seit Monaten schwach, die Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt entsprechend gering. Sinkende Wohnungspreise sorgen für Kaufzurückhaltung bei potenziellen Käufern und verstärken die Abwärtsdynamik.

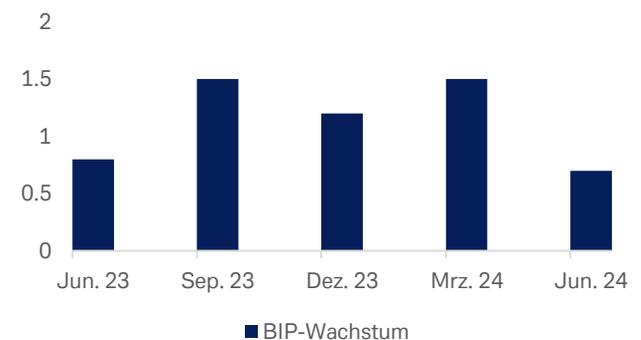
Quartals-BIP-Wachstumsraten

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quartals-BIP-Wachstumsraten

(Angaben in Prozent ggü. Vorquartal)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Die Investitionen in den Wohnungsbau, einst Chinas Wachstumsmotor, lagen in den ersten acht Monaten um mehr als zehn Prozent unter dem Vorjahreszeitraum. Neben der Immobilienkrise tragen auch die schlechten Beschäftigungsaussichten, eine nach wie vor hohe Jugendarbeitslosigkeit von zuletzt 17 Prozent und geringe Lohnzuwächse zur Zurückhaltung vieler Haushalte bei. Angesichts der unsicheren Aussichten verwenden sie freie Mittel eher zur Schuldentilgung und zum Aufbau von Ersparnissen als für den Konsum. Geldpolitische Stimuli wie die Senkung der Kreditzinsen verlieren an Wirkung – die chinesischen Haushalte befinden sich in einer klassischen Liquiditätsfalle.

Dies begünstigt deflationäre Tendenzen. Zwar etablierte sich die jährliche Inflationsrate der Verbraucherpreise nach minus 0,8 Prozent im Januar im weiteren Jahresverlauf im positiven Bereich. Die leichten Anstiege im Juli und August auf 0,5 bzw. 0,6 Prozent waren jedoch vor allem auf eine witterungsbedingte Verknappung des Angebots an frischen Nahrungsmitteln zurückzuführen und nicht Ausdruck einer sich belebenden Inlandsnachfrage.

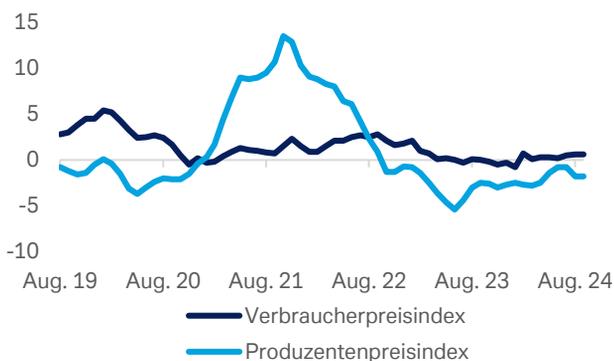
Industrie und Exporte sind (noch) die Wachstumstreiber

Zudem haben angebotsorientierte staatliche Fördermaßnahmen zu Überkapazitäten in der Güterproduktion geführt. Dies hat zwar zu einem Produktionsboom im verarbeitenden Gewerbe geführt, der bisher einen stärkeren Konjunkturerbruch verhindert haben dürfte. Das Wachstum des Güterangebots kann jedoch nicht ohne ein schnelleres Wachstum der Binnennachfrage aufrechterhalten werden, was ohne deutlich stärkere fiskalische, nachfrageorientierte Anreize derzeit unwahrscheinlich erscheint. Frühindikatoren deuten auch in der Industrie auf eine abnehmende Wachstumsdynamik hin. Überkapazitäten fördern deflationäre Tendenzen, erodieren das nominale Gewinnwachstum der Unternehmen und belasten mittelfristig deren Investitionsmöglichkeiten. Selbst großzügige Subventionen werden die Unternehmen nicht davon abhalten, ihre Investitionen zurückzufahren. Wie schnell dies geschieht, dürfte auch davon abhängen, wie viel des Überangebots exportiert werden kann.

Chinas Ausfuhren boomen derzeit (im August plus 8,7 Prozent zum Vorjahr), vor allem weil die chinesischen Exporteure mit zum Teil aggressiven Preiskampagnen versuchen, ihre Marktanteile in Übersee auszubauen. Unterstützend wirkte der bis etwa zur Jahresmitte schwächere Außenwert der chinesischen Währung. Zum US-Dollar verlor der Yuan in den ersten sechs Monaten rund 2,5 Prozent an Wert (zum Euro pendelte er relativ stabil um EUR/CNY 7,85). Seit Anfang Juli hat sich das Blatt jedoch im Zuge sinkender Zinsdifferenzen zwischen den USA und China gewendet. Ende September notierte der Yuan mit knapp unter 7,00 USD/CNY so stark wie zuletzt im März 2023.

Deflationssorgen: Konsumenten- versus Produzentenpreise

(Angaben in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Stimmung in Chinas Fertigungsindustrie leicht verbessert

(Angaben in Saldenpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Peking reagiert mit umfangreichem Stützungspaket

Die sich abschwächende konjunkturelle Dynamik schürt zunehmend Sorgen, Peking könnte das selbst gesteckte diesjährige Wachstumsziel von fünf Prozent verfehlen. Daraufhin kündigte die chinesische Zentralbank PBoC Ende September das umfassendste Konjunkturpaket seit der Pandemie an. Kernstück sind Maßnahmen zur Stabilisierung des Immobiliensektors sowie zur Stützung der seit Monaten im Abwärtstrend befindlichen chinesischen Aktienmärkte.

Niedrigere Mindestreserve- und Refinanzierungssätze sollen die Kreditvergabe der Geschäftsbanken verbessern, reduzierte Leitzinsen die schwache Kreditnachfrage privater Haushalte und Unternehmen ankurbeln. Die Geschäftsbanken sind angehalten, die niedrigeren Hypothekenzinsen nicht nur bei neuen, sondern auch bei bestehenden Immobilienfinanzierungen anzuwenden. Das Kalkül: Die finanzielle Entlastung soll von den Haushalten auch für höhere Konsumausgaben genutzt werden. Gleichzeitig wird der Erwerb von Zweitimmobilien erleichtert, um die Immobiliennachfrage und -preise zu stabilisieren. Dazu senkt Peking die Mindestanzahlung von 25 auf 15 Prozent des Kaufpreises. Zudem werden institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Vermögensverwaltern und Banken Kredite in Höhe von umgerechnet rund 100 Milliarden Euro für Aktienkäufe zur Verfügung gestellt. Börsennotierten Unternehmen sollen Aktienrückkaufprogramme erleichtert werden, indem ihnen ein knapp 40 Milliarden Euro schwerer Fonds zur Refinanzierung bereitsteht.

Das umfassende Maßnahmenpaket weist zwar in die richtige Richtung. Seine Wirksamkeit wird aber vor allem davon abhängen, ob es gelingt, das Vertrauen vieler Chinesen in eine nachhaltige Einkommens- und Beschäftigungsperspektive zurückzugewinnen.

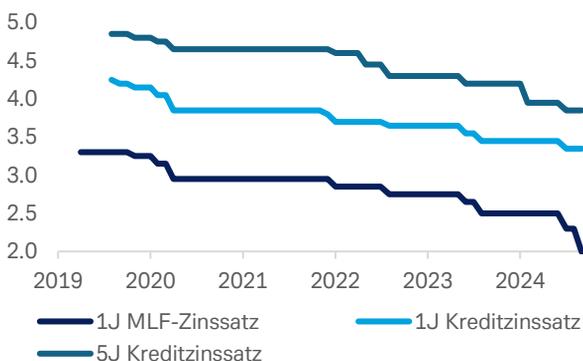
Demografischer Wandel dämpft langfristige Wachstumsperspektiven

Um den negativen Auswirkungen der rasch fortschreitenden Alterung der chinesischen Gesellschaft entgegenzuwirken, hob Peking erstmals seit 1978 das Renteneintrittsalter an. Männer sollen künftig mit 63 Jahren, Frauen mit 55 Jahren bzw. in Führungspositionen mit 58 Jahren in Rente gehen. Die Änderungen werden allerdings erst schrittweise in den nächsten 15 Jahren wirksam. Schon in zehn Jahren könnten die über 65-Jährigen 30 Prozent der Bevölkerung ausmachen – vor drei Jahren waren es noch nicht einmal halb so viele.

Durch den demografischen Wandel sinkt die Zahl der Erwerbstätigen, was das Potenzialwachstum beeinträchtigt. Dies berücksichtigt auch der Internationale Währungsfonds, der bis 2029 für China einen sukzessiven Rückgang des realen BIP-Wachstums auf 3,3 Prozent prognostiziert.

Ausgewählte Zinsraten der chinesischen Zentralbank (PBoC)

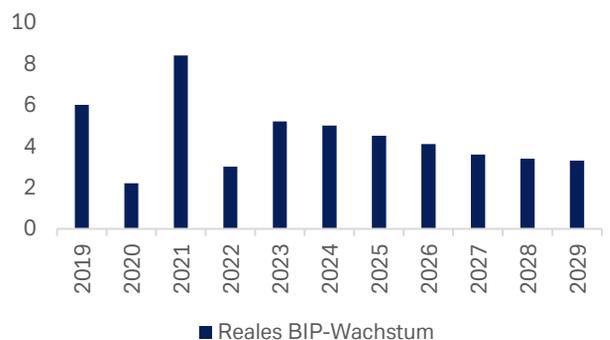
(Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Rückgang des realen BIP-Wachstums erwartet

(Angabe in Prozent gegenüber Vorjahr)



Quelle: IWF; Stand: 02.08.2024

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

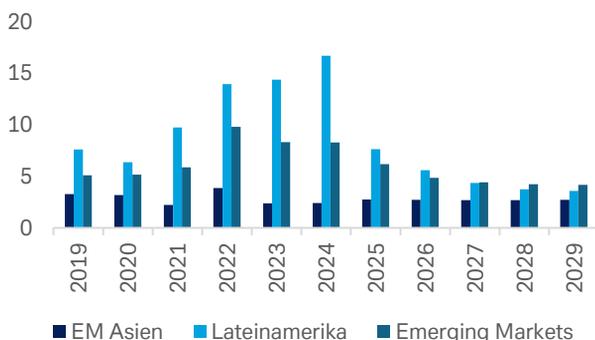
Die wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Schwellenländern war im bisherigen Verlauf des Konjunkturzyklus recht robust. Mit wenigen Ausnahmen war dies im ersten Halbjahr vor allem auf relativ stabile Währungen und eine angebotsseitige Desinflation durch sinkende Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen. 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 aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wie Indien, Südkorea und die ASEAN-Staaten (u.a. Indonesien, Malaysia, Thailand und die Philippinen) dürften im Zuge der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft und des Welthandels weiterhin der globale Wachstumsmotor sein und in erheblichem Maße von der globalen Neuausrichtung der Lieferketten profitieren. Die in der zweiten Jahreshälfte zu beobachtende abnehmende Dominanz des US-Dollars eröffnet den Zentralbanken der Region zudem zusätzlichen Spielraum für eine das Wirtschaftswachstum unterstützende Lockerung ihrer Geldpolitik.

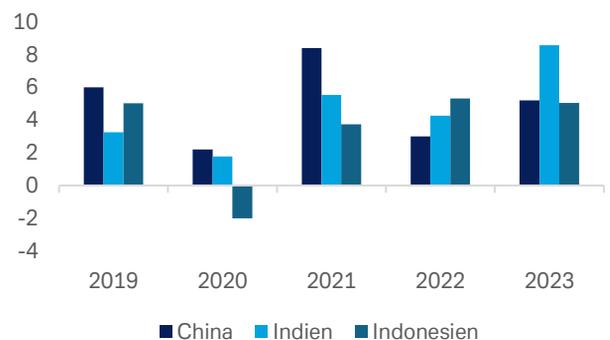
Regionale Inflationsraten gem. IWF

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



BIP-Wachstumsraten asiatischer Schwellenländer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024



Indien

Die indische Wirtschaft setzt ihren robusten Wachstumskurs auch im Jahr 2024 fort und positioniert sich weiterhin an der Spitze aller G20-Staaten. Allerdings hat sich die Wachstumsdynamik im zweiten Kalenderquartal (erstes Quartal des indischen Fiskaljahres 2024/25) auf hohem Niveau etwas abgeschwächt. Das BIP stieg von April bis Juni um 6,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr, eine Verlangsamung gegenüber dem Wachstum von 7,8 Prozent im Vorquartal. Das schwächste Wachstum seit fünf Quartalen war vor allem auf eine spürbare Verlangsamung globale Konjunkturabschwächung zurückzuführen, die den indischen Exportsektor belastet. Trotz dieser Herausforderungen trug Indiens große Verbraucherbasis dazu bei, die Auswirkungen abzufedern und die Inlandsnachfrage stabil zu halten.

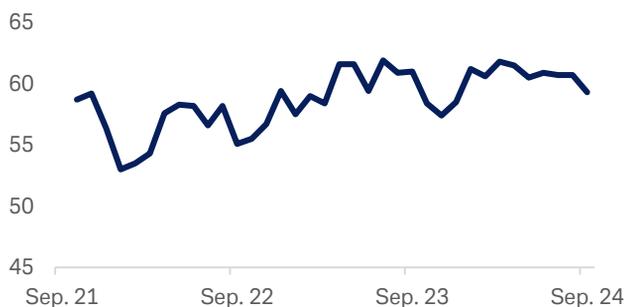
Die Inflation blieb während des gesamten Jahres 2024 ein zentrales Thema. Mit rund 5 Prozent bewegte sich die jährliche Inflationsrate zwar innerhalb des Zielkorridors der Reserve Bank of India (RBI) von 2 bis 6 Prozent, lag aber über dem als Zielwert erklärten Mittel von 4 Prozent. Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte ließ der Preisdruck deutlich nach und die jährliche Inflationsrate sank zuletzt auf rund 3,6 Prozent, den niedrigsten Stand seit fünf Jahren. Die RBI hielt an ihrer restriktiven Geldpolitik fest und beließ den Leitzins im Jahresverlauf bei 6,5 Prozent – im August zum neunten Mal in Folge.

Mit über 900 Millionen Wahlberechtigten waren die Parlamentswahlen von Mitte April bis Anfang Juni das politische Großereignis des Landes, das den politischen und wirtschaftlichen Kurs des bevölkerungsreichsten Landes der Welt für die nächsten fünf Jahre bestimmen wird. Das Wahlergebnis, bei dem die Regierungspartei des alten und neuen Premierministers Narendra Modi in einer neu gebildeten Koalition an der Macht blieb, sichert dem Land politische Kontinuität.

Seit Anfang März hat die indische Rupie trotz des robusten Wirtschaftswachstums in Indien aufgrund von Kapitalabflüssen, Inflationsdruck und steigenden US-Zinsen an Wert verloren. In jüngster Zeit hat sich die Rupie jedoch von ihrem Rekordtief von 84 USD/INR am 11. September erholt. RBI-Gouverneur Das erklärte, dass die indische Zentralbank keine Eile habe, die Zinssätze zu senken, was darauf hindeutet, dass die Währungshüter die Aufwärtsrisiken für die Inflation im Auge behalten. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten Indiens sind nach wie vor stark und werden von einer jungen Bevölkerung, einer wachsenden Mittelschicht und den Reformen der Regierung zur Förderung der Produktion und der Digitalisierung gestützt. Die Entwicklung der indischen Rupie wird jedoch weiterhin auch von globalen Faktoren wie der US-Geldpolitik, den Ölpreisen und der Dynamik des Welthandels abhängen.

Einkaufsmanagerindex in Indien deutlich im expansiven Bereich

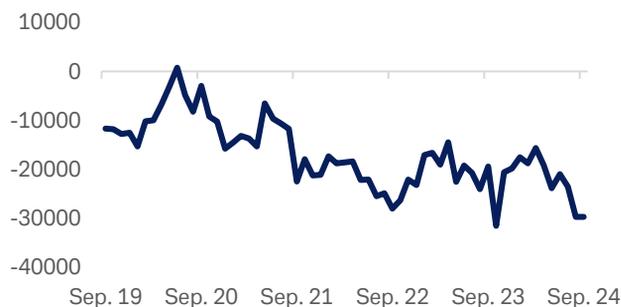
(Einkaufsmanagerindex in Saldenpunkten)



— HSBC Indien Einkaufsmanagerindex

Handelsbilanzdefizit Indiens wächst

(Angabe in Mio. USD)



— Handelsbilanz Indien

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Deutsche Bank
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, 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 Risiko ausgesetzt.



Südkorea

Südkorea, dessen Wirtschaft stark in den Welthandel integriert ist, und hier insbesondere in den High-Tech-Sektoren wie Halbleiter, Elektronik und Automobilbau, hat sich uneinheitlich entwickelt. Die zuletzt hohe Auslandsnachfrage nach Halbleitern und Autos sorgt für kräftige Produktionszuwächse und trägt zur anhaltend hohen Exportdynamik des Landes bei. Der inländische Konsum und die Investitionen bleiben jedoch aufgrund der für südkoreanische Verhältnisse hohen Kapitalmarktzinsen weiterhin verhalten. Der südkoreanische Won geriet im Jahresverlauf unter Druck. Steigende Zinsen in den USA und anderen großen Volkswirtschaften führten zu Kapitalabflüssen, denen die Bank of Korea mit einer restriktiven Geldpolitik und gelegentlichen Interventionen zu begegnen versuchte. Nachdem die Inflation mit 2,0 Prozent im August erstmals seit März 2021 wieder im Ziel der Bank of Korea lag und große Notenbanken weltweit die Zinsen senken, könnten auch Südkoreas Währungshüter die heimische Wirtschaft künftig mit graduellen Zinssenkungen unterstützen. Zudem sollte die eng mit China verflochtene südkoreanische Wirtschaft in besonderem Maße von den Stimuli Pekings profitieren.

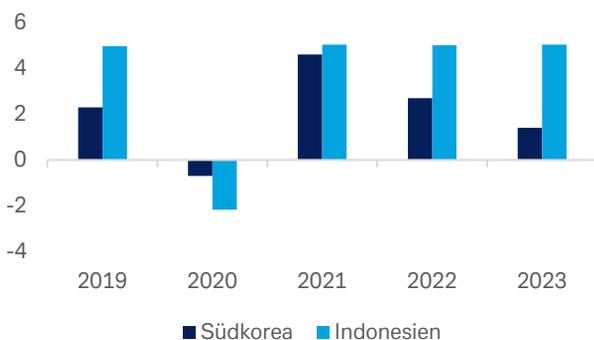
Indonesien

Nach einem schwachen Jahresbeginn kehrte die indonesische Wirtschaft im zweiten Quartal mit einem BIP-Wachstum von 3,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal in die Wachstumszone zurück. Die stärkste Dynamik seit einem Jahr war vor allem auf einen Anstieg des privaten Konsums und der Staatsausgaben zurückzuführen. Auch der Außenhandel legte zu, sowohl die Exporte als auch die Importe nahmen zu. Der Inflationsdruck blieb moderat, so dass die Zentralbank den Leitzins im September um 25 Basispunkte auf 6 Prozent senken konnte.

Der Binnenkonsum, der von einer wachsenden Mittelschicht getragen wird, bleibt eine wichtige Stütze des Wirtschaftswachstums. Die positiven Wachstumsaussichten des rohstoffreichen Landes werden durch eine günstige demografische Entwicklung gestützt. Darüber hinaus ist die Transformation Indonesiens hin zu erneuerbaren Energien und Infrastrukturentwicklung zu einem Schwerpunkt der Regierungspolitik geworden, um ausländische Investitionen in moderne Fertigungsindustrien anzuziehen. Die indonesische Rupiah verlor in der ersten Jahreshälfte deutlich an Wert, was neben steigenden US-Zinsen vor allem auf die Unsicherheit über den politischen Kurs nach den Präsidentschaftswahlen im eigenen Land sowie auf wachsende Handelsdefizite zurückzuführen war. In der zweiten Jahreshälfte kehrte sich die Entwicklung um, als die Zinswende in den USA näher rückte und die Fed im September schließlich mit einer deutlichen Zinssenkung Hoffnungen auf eine schnellere Lockerung in den kommenden Monaten weckte.

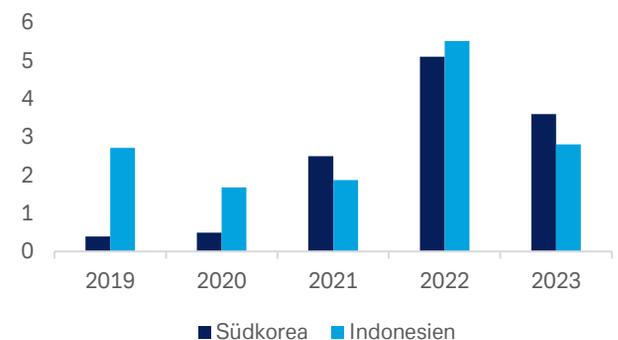
BIP-Wachstumsraten Südkoreas und Indonesiens

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Inflationsraten Südkoreas und Indonesiens

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Emerging Markets



Malaysia

Malaysias Wirtschaft hat sich in diesem Jahr solide erholt und stützt sich auf seine Stärken im Rohstoff- und Fertigungssektor. Das Land ist ein wichtiger Exporteur von Palmöl, Kautschuk, Öl und Gas, was die Handelsbilanz stützt. Darüber hinaus strebt die Regierung eine Diversifizierung der Wirtschaft an und fördert Sektoren wie die digitale Wirtschaft, erneuerbare Energien und Hightech-Produktion. Die Zentralbank erwartet für 2024 ein Wirtschaftswachstum am oberen Ende ihrer Prognose von 4 bis 5 Prozent. Die jüngsten Indikatoren deuten auf eine anhaltend starke Wirtschaftstätigkeit hin, die von stabilen Inlandsausgaben und steigenden Exporten getragen wird. Die malaysische Währung Ringgit verlor in der ersten Jahreshälfte an Wert, was den Exporteuren, insbesondere im Rohstoff- und Fertigungssektor, zugutekam. Auch hier kehrte sich der Abwärtstrend des Ringgit in der zweiten Jahreshälfte im Zuge der zunehmenden Dollarschwäche um.

Thailand

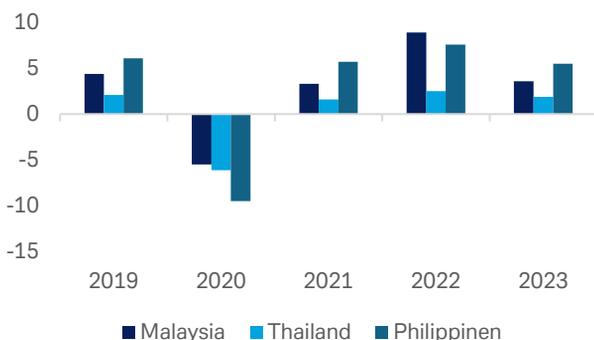
Die thailändische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 2024 um 0,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal, nach einem Wachstum von 1,1 Prozent im ersten Quartal. Die Verlangsamung erfolgte vor dem Hintergrund erhöhter wirtschaftspolitischer Unsicherheit. Der private Konsum verlangsamte sich deutlich, gleichzeitig beschleunigte sich der Rückgang der Anlageinvestitionen. Immerhin hat sich der Tourismussektor nach der Aufhebung der internationalen Reisebeschränkungen deutlich erholt und den vom Tourismus abhängigen kleinen und mittleren Unternehmen die dringend benötigte Unterstützung gebracht. Während der thailändische Bath im ersten Quartal noch unter Druck stand, konnte er sich im zweiten Quartal auf schwachem Niveau konsolidieren. Seit Juli profitiert auch er von der nachlassenden Stärke des US-Dollars.

Philippinen

Die philippinische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 2024 um 6,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr, was eine Beschleunigung gegenüber den 5,8 Prozent vom Vorquartal darstellt. Die stärkste Expansion seit Anfang 2023 wurde von kräftig steigenden Staatsausgaben und Anlageinvestitionen sowie einem weiterhin robusten Wachstum des privaten Konsums getragen. Im direkten Vergleich zum Vorquartal verlangsamte sich die Konjunkturerholung jedoch. Wohl auch deshalb senkte die philippinische Zentralbank im August ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 6,25 Prozent. Gouverneur Remolona betonte, dass die Inflationsaussichten für 2024 und 2025 nach unten tendierten. Zudem dürfte der seit Juli wieder erstarkte philippinische Peso Spielraum für die wachstumsfreundliche Lockerung geschaffen haben.

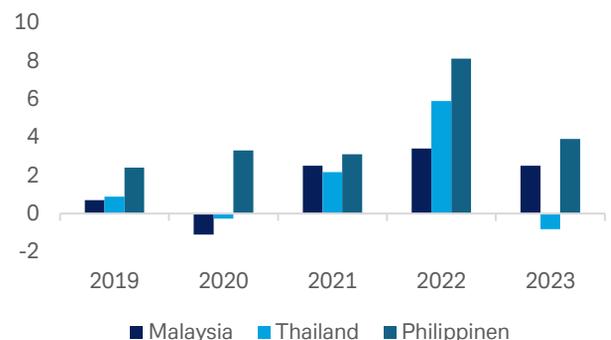
BIP-Wachstumsraten Malaysia, Thailand, Philippinen

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Inflationsraten Malaysia, Thailand, Philippinen

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Deutsche Bank
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, 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 Risiko ausgesetzt.

Emerging Markets



Lateinamerika

Nach einem starken Vorjahr gehören einige lateinamerikanische Währungen zu denjenigen, die global 2024 am stärksten abgewertet haben. In erster Linie wären hier der mexikanische Peso und der brasilianische Real zu nennen. Dies trotz der weiterhin sehr hohen Realzinsen, die Anleger dort geboten bekommen. Die jeweiligen Notenbanken hielten ihre Leitzinsen nämlich trotz nachlassender Inflation im zweistelligen Bereich, auch um nicht noch eine weitere Abwertung zu riskieren. Mit der Zinswende der Fed dürfte sich die Lage nun etwas entspannen.

Mexiko

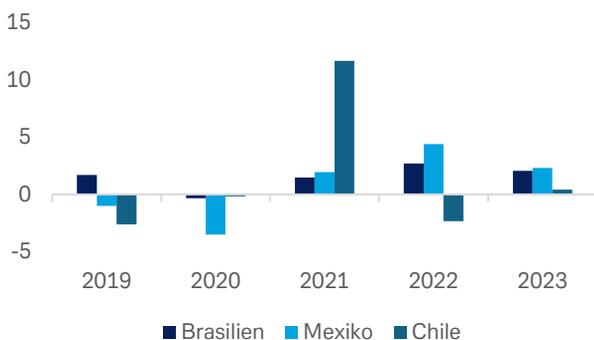
Die mexikanische Wirtschaft befindet sich in einer ausgeprägten Schwächephase. Im letzten Quartal 2023 schrumpfte sie leicht (-0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal). Im ersten (+0,1 Prozent) und zweiten Quartal 2024 (+0,2 Prozent) wurde dann ein leichtes Wachstum verzeichnet. Diese Entwicklung spiegelt vor allem die schleppende Aktivität in der Industrie und die nachlassende Dynamik im Dienstleistungssektor wider. Die mexikanische Zentralbank Banxico rechnet mit einem weiterhin moderaten Wirtschaftswachstum, das vor allem von der Binnennachfrage getragen wird. Für die Jahre 2024 und 2025 geht sie von BIP-Wachstumsraten von 1,5 bzw. 1,2 Prozent aus.

Die jährliche Inflationsrate ging im August auf 5,0 Prozent zurück, nachdem sie im Vormonat mit 5,6 Prozent den höchsten Stand seit 14 Monaten erreicht hatte. Die Kerninflation nahm im Jahresverlauf langsam, aber stetig von 4,8 Prozent im Januar auf 4,0 Prozent im August ab. Die Notenbank Banxico leitete im März mit einer Leitzinssenkung um 25 Basispunkte auf 11,0 Prozent die Zinswende ein, pausierte im Mai und Juni und senkte den Leitzins im August und September erneut um je 25 Basispunkte auf aktuell 10,50 Prozent.

Nach den mexikanischen Präsidentschaftswahlen am 2. Juni gerieten die mexikanischen Kapitalmärkte unter gehörigen Druck. Vor allem internationale Investoren reagierten auf den überwältigenden Wahlsieg der designierten Präsidentin Claudia Sheinbaum und die qualifizierte Mehrheit der Regierungspartei Morena im Kongress, schürten sie doch Befürchtungen über weitreichende Verfassungsreformen. Im August veranlasste dann die abrupte Aufwertung des Yen viele Anleger, ihre Peso-Carry-Trade-Positionen aufzulösen – was den Druck auf den mexikanischen Peso zusätzlich erhöhte. Die Unsicherheit über zukünftige finanzpolitische und politische Reformen unter der neuen Regierung dürfte die Stimmung an den Märkten in den kommenden Monaten belasten, ebenso der unsichere Ausgang der US-Präsidentschaftswahl.

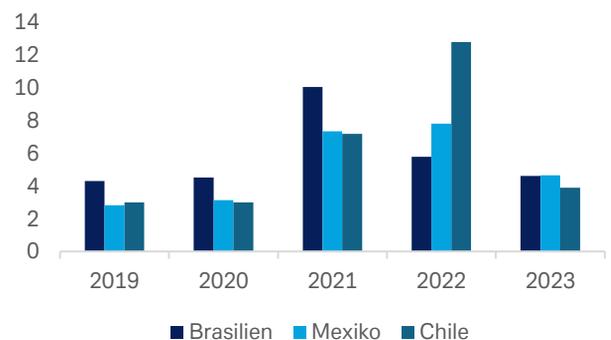
BIP-Wachstumsraten lateinamerikanischer Schwellenländer

(BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorjahr)



Inflationsraten lateinamerikanischer Schwellenländer

(Inflation in Prozent ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Deutsche Bank
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, 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 Risiko ausgesetzt.

Emerging Markets



Brasilien

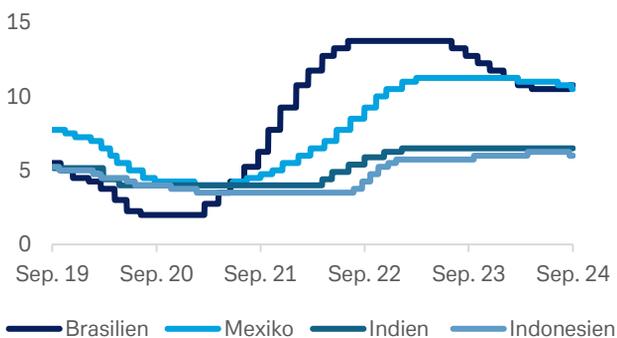
Die brasilianische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal um 0,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal, was vor allem dem Dienstleistungssektor zu verdanken war, der im Zuge der Erholung des privaten Konsums eine robuste Aktivität verzeichnete. Im zweiten Quartal beschleunigte sich die Wachstumsdynamik stärker als erwartet auf 1,4 Prozent. Wachstumstreiber war neben einem deutlichen Anstieg der Anlageinvestitionen weiterhin der durch staatliche Unterstützungen gestärkte private Konsum.

Die deutlich expansive Fiskalpolitik und die Zurückhaltung bei der Ausgabenkontrolle lassen Marktteilnehmer und Analysten zunehmend daran zweifeln, ob die Regierung um Präsident Luiz Inácio Lula da Silva ihre ambitionierten Haushaltsziele – darunter einen ausgeglichenen Primärhaushalt im laufenden Jahr 2024 – tatsächlich erreichen kann. Das gesamte Haushaltsdefizit des öffentlichen Sektors in Brasilien – also das Primärdefizit abzüglich der Nettozinszahlungen – belief sich im April 2024 für die vergangenen zwölf Monate auf stolze 9,4 Prozent des brasilianischen BIP. Ein Jahr zuvor lag es mit 5,8 Prozent noch bei knapp der Hälfte.

Die starke Inlandsnachfrage und die Schwäche des brasilianischen Real, die die überwiegend in US-Dollar gehandelten Importe verteuert, haben die brasilianischen Importe im zweiten Quartal um mehr als sieben Prozent gegenüber dem Vorquartal ansteigen lassen. Der inländische Nachfragedruck und die gestiegenen Importpreise treiben die Inflation in die Höhe. In der Folge stieg die Inflation seit Mai wieder an und erreichte mit 4,5 Prozent im Juli und 4,2 Prozent im August Werte, die die Währungshüter zu einer erneuten Straffung der Geldpolitik veranlassten. Auf ihrer Sitzung im September hob die brasilianische Zentralbank COPOM den Leitzins erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf 10,75 Prozent an und trug damit zu einer Stabilisierung des Reals auf niedrigem Niveau bei. Sollte die COPOM in den kommenden Monaten die Zinsen erneut anheben, könnten die hohen Realrenditen brasilianischer Anleihen weiter steigen und zu einer Aufwertung der brasilianischen Währung führen, insbesondere wenn die US-Notenbank die im September eingeleitete Zinswende in den kommenden Quartalen behutsam fortsetzt.

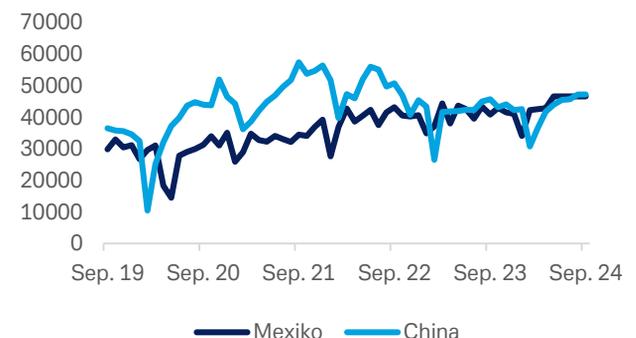
EM-Zinszyklen: Leitzinsen zu Jahresbeginn vs. heute

(Leitzinsen in Prozent)



Exporte in die USA: Mexiko vs. China

(Exporte in die USA in Mio. USD)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 30.09.2024

Deutsche Bank
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, 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 Risiko ausgesetzt.

Finanzmarktprognosen



Leitzinsen

Leitzinssätze in %	Akt. Wert	in 6 Monaten
Euroland	3.50	3.00
USA	5.00 ▲	4.00
UK	5.00	4.50
Japan	0.25	0.50
Kanada	4.25	4.25
Australien	4.35	4.35
Polen	5.75	5.75
Ungarn	4.25	3.50
Tschechien	4.25	3.50
China	2.00	1.60

Kapitalmarktzinsen

Marktzinsen 10J-Anleihen in %	Akt. Wert	in 6 Monaten
Deutschland	2.14	2.45
USA	3.77	3.95
UK	3.99	4.11
Japan	0.85	1.25

Währungen

Währungen	Akt. Wert	in 6 Monaten
EUR/USD	1.12	1.09
EUR/GBP	0.83	0.82
EUR/CHF	0.94	0.97
EUR/JPY	159.30	150.50
EUR/NOK	11.73	11.13
EUR/SEK	11.28	11.00
EUR/CAD	1.51	1.50
EUR/AUD	1.61	1.56
EUR/PLN	4.27	4.49
EUR/CZK	25.14	25.13
EUR/HUF	396.86	397.50
EUR/CNY	7.83	7.73

Rohstoffe

Rohstoffe	Akt. Wert	in 6 Monaten
Rohöl (WTI in USD)	67.75	78.00
Rohöl (Brent in USD)	71.59	83.00
Gold (in USD)	2647.78	2450.00
Silber (in USD)	31.65	29.00
Aluminium (in USD)	2598.02	2400.00
Kupfer (in USD)	9944.84	9200.00
Nickel (in USD)	16497.51	17000.00
Eisenerz (in USD)	93.60	110.00

Für aktualisierte Prognosen verfolgen sie bitte unsere periodischen Publikationen Währungs- und Zinsbulletin.

Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG; Stand 30.09.2024, Stand der Prognosen: 30.09.2024

Deutsche Bank
Chief Investment Office

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, 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 Risiko ausgesetzt.



AUD ist der Währungscode für den australischen Dollar.

Die Bank of Japan (**BoJ**) ist die Zentralbank Japans.

Der **Bovespa-Index** ist der Referenzindex von etwa 84 an der B3 (Brasil Bolsa Balcão) gehandelten Aktien.

BRL ist der Währungscode für den brasilianischen Real.

CAD ist der Währungscode für den kanadischen Dollar.

CHF ist der Währungscode für den Schweizer Franken.

CNY ist der Währungscode für den chinesischen Yuan.

Der **Verbraucherpreisindex (VPI)** misst den Preis eines Warenkorbs von Produkten und Dienstleistungen, der auf dem typischen Konsum eines Privathaushalts basiert.

Ein **Schwellenland (EM)** ist ein Land, das hinsichtlich Markteffizienz, Liquidität und anderen Faktoren einige Merkmale eines entwickelten Marktes aufweist, aber nicht alle Kriterien eines entwickelten Marktes erfüllt.

EUR ist der Währungscode für den Euro, die Währung der Eurozone.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist die Zentralbank der Eurozone.

Die **Eurozone** besteht aus 20 Mitgliedstaaten der Europäischen Union, die den Euro als gemeinsame Währung und einziges gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben.

Federal Reserve (Fed) ist die Zentralbank der Vereinigten Staaten. Sein Federal Open Market Committee (FOMC) trifft sich, um die Zinspolitik festzulegen.

Zur **G10** gehören Belgien, Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, die Niederlande, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten.

GBP ist der Währungscode für das britische Pfund/Sterling.

Das **Bruttoinlandsprodukt (BIP)** ist der Geldwert aller Fertigwaren und Dienstleistungen, die innerhalb der Grenzen eines Landes in einem bestimmten Zeitraum produziert werden.

IDR ist der Währungscode für die indonesische Rupiah.

JPY ist der Währungscode für den japanischen Yen, die japanische Währung.

KRW ist der Währungscode für den koreanischen Won.

LNG steht für Flüssigerdgas.

MXN ist der Währungscode für den mexikanischen Peso.

NOK ist der Währungscode für die norwegische Krone.

Einkaufsmanagerindizes (PMI) bieten einen Indikator für die wirtschaftliche Gesundheit des verarbeitenden Gewerbes und basieren auf fünf Hauptindikatoren: Auftragseingänge, Lagerbestände, Produktion, Lieferantlieferungen und Beschäftigungsumfeld. Der zusammengesetzte PMI umfasst sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor. Sie können von öffentlichen oder privaten Agenturen (z. B. Caixin, Nikkei) veröffentlicht werden.

Die **Erzeugerpreisinflation (PPI)** misst die Preisänderung, die Produzenten (z. B. Unternehmen) für ihre Produktion erhalten.

Die **Reserve Bank of Australia (RBA)** ist die Zentralbank Australiens.

Die **Riksbank** ist die Zentralbank Schwedens.

Der **SELIC-Satz (Sistema Especial de Liquidação e Custódia)** bezieht sich auf den Tagesgeldsatz der brasilianischen Zentralbank.

Der **S&P 500 Index** umfasst 500 führende US-Unternehmen, die etwa 80 % der verfügbaren US-Marktkapitalisierung abdecken.

SEK ist der Währungscode für die schwedische Krone.

Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** ist die Zentralbank der Schweiz.

SGD ist der Währungscode für den Singapur-Dollar.

Treasuries sind von der US-Regierung ausgegebene Anleihen.

TRY ist der Währungscode für die türkische Lira.

USA sind die Vereinigten Staaten.

USD ist der Währungscode für den US-Dollar.

ZAR ist der Währungscode für den Südafrikanischen Rand.

Wichtige Hinweise



Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Privat- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank Aktiengesellschaft, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“) vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder Finanzanalyse bzw. Anlageempfehlung in einem beliebigen Rechtsgebiet dar, sondern dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Informationen ersetzen nicht die auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Beratung. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände eines bestimmten Anlegers wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Finanzinstrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Emittenten zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Soweit nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig, machen wir keine Zusicherung hinsichtlich der Rentabilität eines Finanzinstruments oder einer wirtschaftlichen Maßnahme. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Dokuments dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

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 zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können sich ohne Vorankündigung ändern und beruhen auf einer Reihe von Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich – obwohl sie aus heutiger Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen – möglicherweise nicht als gültig erweisen oder sich in Zukunft als zutreffend oder korrekt erweisen und von den Schlussfolgerungen anderer Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank abweichen können. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die die Deutsche Bank für vertrauenswürdig und zuverlässig hält, übernimmt die Deutsche Bank keine Gewähr für die Vollständigkeit, Fairness oder Richtigkeit der Informationen, und der Anleger sollte sich nicht auf diese verlassen. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Soweit nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig, dient dieses Dokument nur zu Diskussionszwecken und begründet keine rechtlich bindenden Verpflichtungen für die Deutsche Bank, und die Deutsche Bank handelt nicht als Ihr Finanzberater oder in einer treuhänderischen Funktion, es sei denn, die Deutsche Bank hat ausdrücklich schriftlich etwas anderes vereinbart. Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Finanzfachmanns, entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien – unter Berücksichtigung der besonderen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände sowie der möglichen Risiken und Vorteile einer solchen Investitionsentscheidung – für sie geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument, sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Wichtige Hinweise



Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzeinrichtungen und sind nicht garantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern einschließlich (ohne Beschränkung) der USA eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist beim Amtsgericht Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und zum Betrieb von Bankgeschäften und zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen. Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland (www.ecb.europa.eu) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de), sowie die Deutsche Bundesbank („Deutsche Bundesbank“), Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main (www.bundesbank.de).

Für Einwohner der Vereinigten Arabischen Emirate

Dieses Dokument ist streng privat und vertraulich und wird an eine begrenzte Anzahl von Anlegern verteilt. Es darf nur an den ursprünglichen Empfänger weitergegeben werden und darf nicht vervielfältigt oder für andere Zwecke verwendet werden. Durch den Erhalt dieses Dokuments nimmt die Person oder Einrichtung, an die es ausgegeben wurde, zur Kenntnis und erklärt sich damit einverstanden, dass dieses Dokument nicht von der Zentralbank der VAE, der Wertpapier- und Rohstoffbehörde der VAE, dem Wirtschaftsministerium der VAE oder anderen Behörden in den VAE genehmigt worden ist. In den Vereinigten Arabischen Emiraten wurden und werden keine Finanzprodukte oder -dienstleistungen vermarktet, und in den Vereinigten Arabischen Emiraten kann und wird keine Zeichnung von Fonds, Wertpapieren, Produkten oder Finanzdienstleistungen erfolgen. Dies stellt kein öffentliches Angebot von Wertpapieren in den Vereinigten Arabischen Emiraten gemäß dem Handelsgesellschaftsgesetz, dem Bundesgesetz Nr. 2 von 2015 (in seiner jeweils gültigen Fassung) oder anderweitig dar. Dieses Dokument darf nur an „professionelle Anleger“ gemäß der Definition im Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism (in der jeweils gültigen Fassung) der UAE Securities and Commodities Authority verteilt werden.

Für Einwohner von Kuwait

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihren eigenen Wunsch hin zugesandt. Diese Präsentation ist nicht zur allgemeinen Verbreitung an die Öffentlichkeit in Kuwait bestimmt. Die Anteile wurden nicht von der kuwaitischen Kapitalmarktbehörde oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Regierungsbehörde zum Angebot in Kuwait zugelassen. Das Angebot der Anteile in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder eines öffentlichen Angebots ist daher gemäß dem Gesetzesdekret Nr. 31 von 1990 und den dazugehörigen Durchführungsbestimmungen (in der jeweils gültigen Fassung) sowie dem Gesetz Nr. 7 von 2010 und den dazugehörigen Verordnungen (in der jeweils gültigen Fassung) eingeschränkt. Es wird kein privates oder öffentliches Angebot der Anteile in Kuwait gemacht, und es wird kein Vertrag über den Verkauf der Anteile in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing- oder Werbemaßnahmen oder Anreize unternommen, um die Anteile in Kuwait anzubieten oder zu vermarkten.

Für Gebietsansässige des Königreichs Saudi-Arabien

Dieses Dokument darf im Königreich nur an Personen verteilt werden, die gemäß den von der Kapitalmarktaufsichtsbehörde herausgegebenen Investmentfondsvorschriften dazu berechtigt sind. Die Kapitalmarktaufsichtsbehörde übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments, gibt keine Zusicherung hinsichtlich seiner Richtigkeit oder Vollständigkeit und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die sich aus Teilen dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstanden sind. Potenzielle Zeichner von Wertpapieren sollten ihre eigene Due-Diligence-Prüfung in Bezug auf die Richtigkeit der Informationen über die Wertpapiere durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren.

Wichtige Hinweise



Für Einwohner von Katar

Dieses Dokument wurde nicht bei der Zentralbank von Katar, der Finanzmarktaufsicht von Katar, der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar oder einer anderen relevanten katarischen Regierungsbehörde oder Wertpapierbörse eingereicht, geprüft oder genehmigt und unterliegt nicht den Gesetzen des Staates Katar. Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot dar und ist nur an die Partei gerichtet, der es zugestellt wurde. Es wird keine Transaktion in Katar abgeschlossen, und Anfragen oder Anträge sollten außerhalb von Katar entgegengenommen und Zuteilungen vorgenommen werden.

Für Gebietsansässige des Königreichs Bahrain

Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Verkauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds dar, die in Bahrain im Sinne der Vorschriften der Bahrain Monetary Agency vertrieben werden. Alle Investitionsanträge und Zuteilungen sollten in jedem Fall von außerhalb Bahrains erfolgen. Dieses Dokument wurde nur für private Informationszwecke der beabsichtigten Investoren, die Institutionen sein werden, erstellt. Es erfolgt keine Aufforderung an die Öffentlichkeit im Königreich Bahrain, und dieses Dokument wird nicht veröffentlicht, an die Öffentlichkeit weitergegeben oder der Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Die Zentralbank (CBB) hat dieses Dokument oder den Vertrieb dieser Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt.

Für Personen mit Wohnsitz in Südafrika

Dieses Dokument stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Werbung in Südafrika dar und ist auch nicht Teil eines solchen. Dieses Dokument wurde nicht bei der südafrikanischen Zentralbank, der Financial Sector Conduct Authority oder einer anderen relevanten südafrikanischen Regierungsbehörde oder Wertpapierbörse eingereicht, geprüft oder genehmigt und unterliegt nicht den Gesetzen der Republik Südafrika.

Für Einwohner von Belgien

Dieses Dokument wurde in Belgien von der Deutsche Bank AG über ihre Niederlassung Brüssel verteilt. Die Deutsche Bank AG ist eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete Aktiengesellschaft, die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt und zum Betrieb von Bankgeschäften und zur Erbringung von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Die Deutsche Bank AG, Niederlassung Brüssel, wird in Belgien auch von der Financial Services and Markets Authority („FSMA“, www.fsma.be) beaufsichtigt. Die Niederlassung hat ihren Sitz in der Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel und ist unter der Nummer VAT BE 0418.371.094, RPM/RPR Brüssel, registriert. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich oder können unter www.deutschebank.be abgerufen werden.

Für Einwohner des Vereinigten Königreichs

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Finanzwerbung im Sinne von Abschnitt 21 des Financial Services and Markets Act 2000, die von der DB UK Bank Limited genehmigt und an Sie weitergeleitet wurde. Die DB UK Bank Limited ist ein Mitglied der Deutsche Bank Gruppe und ist beim Company House in England & Wales unter der Firmennummer 315841 mit eingetragenem Sitz registriert: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. Die DB UK Bank Limited ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority reguliert. Die Registrierungsnummer der DB UK Bank Limited für Finanzdienstleistungen lautet 140848. Die Deutsche Bank AG ist in der Bundesrepublik Deutschland eingetragen und die Haftung ihrer Mitglieder ist beschränkt.

Für Einwohner von Hongkong

Dieses Material ist bestimmt für professionelle Anleger in Hongkong. Darüber hinaus wird dieses Material nur dem Empfänger zur Verfügung gestellt, die Weitergabe dieses Materials ist strengstens untersagt. Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich der Information. Nichts in diesem Dokument ist als Angebot einer Investition oder als Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Investition gedacht und sollte nicht als Angebot, Aufforderung oder Empfehlung ausgelegt werden.

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong geprüft. Wir raten Ihnen, in Bezug auf die hierin enthaltenen Anlagen (falls vorhanden) Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel am Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen professionellen Rat einholen.

Dieses Dokument wurde weder von der Securities and Futures Commission in Hongkong („SFC“) genehmigt, noch wurde eine Kopie dieses Dokuments vom Registrar of Companies in Hongkong registriert, sofern nicht anders angegeben. Die hierin enthaltenen Anlagen können von der SFC genehmigt werden oder auch nicht. Die Anlagen dürfen in Hongkong nur (i) „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong) („SFO“) und den im Rahmen der SFO erlassenen Vorschriften ausgehändigt werden oder (ii) unter anderen Umständen, die nicht dazu führen, dass das Dokument ein „Prospekt“ im Sinne der Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 der Gesetze von Hongkong) (die „C(WUMP)O“) ist, oder die kein öffentliches Angebot im Sinne der C(WUMP)O darstellen. Niemand darf in Hongkong oder anderswo Werbung, Einladungen oder Dokumente in Bezug auf die Anlagen herausgeben oder für die Zwecke der Ausgabe besitzen, die an die Öffentlichkeit in Hongkong gerichtet sind oder deren Inhalt wahrscheinlich von der Öffentlichkeit in Hongkong eingesehen oder gelesen werden kann (es sei denn, dies ist nach den Wertpapiergesetzen von Hongkong erlaubt), außer in Bezug auf Anlagen, die nur an Personen außerhalb von Hongkong oder nur an „professionelle Anleger“ gemäß der Definition in der SFO und den im Rahmen der SFO erlassenen Vorschriften veräußert werden oder werden sollen.

Wichtige Hinweise



Für Einwohner von Singapur

Dieses Material ist bestimmt für zugelassene Investoren / institutionelle Investoren in Singapur. Darüber hinaus wird dieses Material nur dem Adressaten zur Verfügung gestellt. Die Weitergabe dieses Materials ist strengstens untersagt.

Für Einwohner der Vereinigten Staaten von Amerika

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

Für Personen mit Wohnsitz in Deutschland

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. 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 in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung oder simulierte Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Für Einwohner von Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Für Einwohner von Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Banca d'Italia und der CONSOB unterliegt. Ihr Sitz befindet sich in Piazza del Calendario 3 - 20126 Mailand (Italien) und ist bei der Handelskammer von Mailand eingetragen, MwSt.- und Steuernummer 001340740156, Teil des Interbankenfonds zur Einlagensicherung, eingetragen im Bankregister und Leiter der Bankengruppe Deutsche Bank, eingetragen im Register der Bankengruppen gemäß Gesetzesdekret vom 1. September 1993 Nr. 385 und untersteht der Leitung und Koordinationstätigkeit der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Deutschland).

Für Gebietsansässige in Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von der Deutschen Bank Luxembourg S.A. vertrieben, einer Bank, die nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg in Form einer Aktiengesellschaft (Société Anonyme) gegründet wurde und der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank („EZB“) und der Commission de Surveillance du Secteur Financier („CSSF“) unterliegt. Ihr eingetragener Sitz befindet sich in 2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, und sie ist im luxemburgischen Handels- und Gesellschaftsregister („RCS“) unter der Nummer B 9.164 eingetragen.

Wichtige Hinweise



Für Einwohner von Spanien

Die Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal ist ein Kreditinstitut, das der Aufsicht der spanischen Zentralbank und der CNMV unterliegt und in deren jeweiligen amtlichen Registern unter dem Code 019 eingetragen ist. Die Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal darf nur die Finanzdienstleistungen und Bankgeschäfte betreiben, die in den Anwendungsbereich ihrer bestehenden Lizenz fallen. Die Hauptniederlassung in Spanien befindet sich in Paseo de la Castellana Nummer 18, 28046 - Madrid. Eingetragen im Handelsregister von Madrid, Band 28100, Buch 0, Folio 1, Abschnitt 8, Blatt M506294, Eintragung 2. NIF: A08000614. Diese Informationen wurden von der Deutschen Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal zur Verfügung gestellt.

Für Einwohner von Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Bancode Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal.

Für Einwohner von Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG Filiale Wien wird zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien beaufsichtigt. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt.

Für Personen mit Wohnsitz in den Niederlanden

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG, Niederlassung Amsterdam, mit eingetragener Adresse De entree 195 (1101 HE) in Amsterdam, Niederlande, verteilt und ist im niederländischen Handelsregister unter der Nummer 33304583 sowie im Register im Sinne von Abschnitt 1:107 des niederländischen Finanzaufsichtsgesetzes (Wet op het financieel toezicht) eingetragen. Dieses Register kann über www.dnb.nl eingesehen werden.

Für Einwohner von Frankreich

Die Deutsche Bank AG ist ein zugelassenes Kreditinstitut und unterliegt der allgemeinen Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Ihre verschiedenen Zweigstellen werden für bestimmte Tätigkeiten von den zuständigen Bankaufsichtsbehörden vor Ort beaufsichtigt, wie z. B. der Aufsichtsbehörde für Aufsicht und Auflösung (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, „ACPR“) und der Finanzmarktaufsichtsbehörde (Autorité des Marchés Financiers, „AMF“) in Frankreich.

Jegliche Vervielfältigung, Darstellung, Verbreitung oder Weitergabe des Inhalts dieses Dokuments, ganz oder teilweise, in jeglichem Medium oder durch jegliches Verfahren, sowie jeglicher Verkauf, Weiterverkauf, Weiterübertragung oder Bereitstellung für Dritte, in welcher Form auch immer, ist verboten. Dieses Dokument darf ohne unsere schriftliche Genehmigung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden.

© 2024 Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

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

Editoren: Michael Blumenroth, Heval Ag

Redaktionsschluss: 08.10.2024 / 17:00 Uhr