



Blickpunkt Budget 2026





Vorwort



Dr. Jan-Philipp Gillmann,
Leiter Unternehmensbank
Europa

Das Jahr 2025 war erneut geprägt von tiefgreifenden Veränderungen und wirtschaftlichen Herausforderungen. Geopolitische Spannungen, eine protektionistische Handelspolitik einiger Länder, volatile Märkte und strukturelle Umbrüche haben Unternehmen weltweit gefordert. Das exportorientierte deutsche Wirtschaftsmodell bekommt die Folgen dieser Entwicklungen deutlich zu spüren.

Gleichzeitig zeigen sich auch positive Signale: Aufgrund sinkenden Inflationsdrucks konnten die Europäische Zentralbank und die Federal Reserve die Leitzinsen in den vergangenen Jahren senken. Diese geldpolitischen Lockerungen schaffen nun neue Spielräume für Investitionen und Wachstum. Zudem hat die Bundesregierung nach der Änderung des Grundgesetzes für die Bereiche Infrastruktur und Verteidigung ein Fiskalpaket historischen Ausmaßes auf den Weg gebracht, das die Konjunktur vor allem im Jahr 2026 und 2027 kräftig anschieben dürfte. Und auch die digitale Transformation bietet neue Geschäftspotentiale für deutsche Unternehmen.

Als Deutsche Bank steht für uns der langfristige Erfolg und die finanzielle Sicherheit unserer Kunden im Mittelpunkt. Hierzu begleiten wir Sie zu Hause und in der Welt.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen für das Jahr 2026 viel Erfolg.



Dr. Ulrich Stephan,
Chief Investment Officer
Germany

Selten war der Begriff „Zeitenwende“ passender als im Jahr 2025. Was zunächst als politisches Schlagwort erschien, hat sich in den vergangenen Monaten in nahezu allen Bereichen – von der Wirtschaft über die Finanzmärkte bis hin zur Geopolitik – in handfeste Realität verwandelt. Ereignisse, die noch zu Jahresbeginn kaum jemand für möglich gehalten hätte, vollzogen sich in einer Geschwindigkeit und Wucht, die selbst erfahrene Marktteilnehmer überraschte.

Der Bruch der Ampel-Koalition, die Bildung einer neuen Bundesregierung unter Bundeskanzler Friedrich Merz, die Einführung eines umfangreichen Sondervermögens trotz strikter Schuldenbremse – all dies verdeutlicht, wie sehr politische und fiskalische Gewissheiten ins Wanken geraten sind. Gleichzeitig prägen die erneute Präsidentschaft Donald Trumps, sein aggressiver Kurs in der Handelspolitik sowie die weitreichenden Zollerhöhungen das globale wirtschaftliche Umfeld in bislang ungekanntem Maße.

Während die Märkte auf diese Entwicklungen häufig anders reagierten, als es klassische Lehrbuchlogik erwarten ließ, traten neue Unsicherheiten in den Vordergrund: eine wachsende Staatsverschuldung vieler Industrieländer, die komplexe Gratwanderung der Notenbanken zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumsstabilisierung, und nicht zuletzt die geopolitischen Spannungsfelder zwischen den großen Wirtschaftsräumen.

Das Jahr 2025 hat eindrucksvoll gezeigt, wie eng politische Entscheidungen und wirtschaftliche Dynamik miteinander verflochten sind und wie schnell sich die tektonischen Platten der Weltwirtschaft verschieben können. Mit Blick auf 2026 bleibt die Frage, ob es gelingen wird, aus dieser Phase der Unruhe zu einem stabileren Gleichgewicht zurückzufinden.

Die Publikation Blickpunkt Budget 2026 soll Orientierung bieten. Die Unterlage fasst die wesentlichen Entwicklungen des bisherigen Jahres zusammen, ordnet sie ein und wagt einen Blick nach vorn. Denn bei aller Volatilität gilt: Wer die Mechanismen versteht, kann auch in stürmischen Zeiten Kurs halten.



Inhalt

Autoren:

Dr. Ulrich Stephan,
Chief Investment Officer
Germany
Dr. Dirk Steffen,
Chief Investment Officer EMEA
Michael Blumenroth,
Senior Kapitalmarktstrategie
Wolf Kisker,
Senior Kapitalmarktstrategie
Elena Ahonen,
Senior Kapitalmarktstrategin

01 Executive Summary

02 Deutschland

03 Eurozone

04 USA

05 Japan

06 Vereinigtes Königreich

07 Schweiz

08 Skandinavien

09 Dollar-Block

10 Osteuropa

11 China

12 Emerging Markets



01

Executive Summary

„Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts passiert und Wochen, in denen Jahrzehnte passieren.“ Dieses Zitat wurde – vermutlich fälschlicherweise – Lenin zugeschrieben. Aber egal, von wem es letztlich stammt, selten dürfte es so zutreffend gewesen sein wie im Frühjahr 2025.

War die Ampelkoalition in Deutschland unter anderem aufgrund des Streits um die „Schuldenbremse“ auseinandergebrochen und hatte der nun amtierende Bundeskanzler Merz im Vorfeld der Bundestagswahlen eine Lockerung derselben ausgeschlossen, wurde noch vor der konstituierenden Sitzung des neu gewählten Bundestages ein Sondervermögen für Infrastruktur sowie verteidigungsbedingte Ausgaben auf den Weg gebracht, das im Laufe der kommenden Jahre hohe dreistellige Milliardenbeträge an Kreditaufnahme erfordern wird. Erreichten die meisten NATO-Staaten lange Zeit nicht die vereinbarten zwei Prozent Anteil der Militärausgaben am Bruttoinlandsprodukt, wurden beim NATO-Gipfel in den Niederlanden US-Präsident Donald Trump robuste fünf Prozent an Ausgaben auf mittlere Sicht versprochen.

Apropos Trump: Zwar hatten die meisten Marktakteure damit gerechnet, dass es diesmal „ernst werden würde“ mit den US-Importzöllen. Allerdings hatte kein Analyst mit der Höhe der Länderzölle, die am „Liberation Day“ Anfang April verkündet wurden, bzw. der Höhe der sektoralen Zölle für beispielsweise Stahl, Aluminium oder Kupferprodukte in Höhe von 50 Prozent vor dem „Liberation Day“ gerechnet.

Diese Zölle waren die Ursache eines ungewohnten Bildes im ersten Quartal, nämlich einer leicht schrumpfenden US-Wirtschaft, die einer leicht steigenden in Deutschland und der Eurozone gegenüberstand. Verantwortlich hierfür waren Vorzieheffekte, also verstärkte Importe in die USA, die zur Vermeidung von Importzöllen im ersten Quartal beschleunigt vorgenommen wurden.

Ebenfalls unerwartet war die Reaktion des US-Dollars auf die US-Zölle und die daraufhin deutlich ansteigenden Renditen insbesondere der langlaufenden US-Staatsanleihen. Statt lehrbuchgemäß aufzuwerten, geriet der Greenback im Frühjahr unter kräftigen Abwertungsdruck. Dieser verstärkte sich noch, nachdem US-Präsident Donald Trump bzw. die US-Regierung ihre Steuerreform – die „One Big Beautiful Bill“ – durch Senat und Repräsentantenhaus bringen konnte.

Dies dürfte ein Thema sein, auf das wir im Verlauf dieser Publikation noch häufiger stoßen werden, da die Sorgen an den Finanzmärkten hinsichtlich einer in vielen Industrieländern stark zunehmenden Staatsverschuldung in den vergangenen Monaten in den Vordergrund gerückt sind.

Dies wiederum erschwert die Arbeit der Notenbanken, die zwischen einer im Zuge der Zoll- und Handelskonflikte potenziell wieder steigenden Inflationsrate und einer wirtschaftlichen Abschwächung navigieren müssen. Während sich die EZB mit einem Einlagensatz in Höhe von 2,0 Prozent gut aufgestellt sieht, hatte die Fed sich mit einer bis September anhaltenden Zinssenkungspause den Unmut des Weißen Hauses zugezogen.



01

Executive Summary

Die Bank of England stolperte im August nur mithilfe einer zweiten Abstimmung in eine weitere Zinssenkung hinein, während die Schweiz bereits wieder auf Nullzinsniveau zurückgekehrt ist. In Osteuropa wurden die Zinssenkungszyklen beendet bzw. zumindest unterbrochen, wobei Polen eine Ausnahme darstellt. In vielen Schwellenländern warten die Währungshüter auf weitere Leitzinssenkungen der Fed, um selbst die Leitzinsen senken zu können, ohne in Gefahr zu geraten, Kapitalabflüsse auszulösen. In Japan wurden hingegen aufgrund der tief negativen Realzinsen durchaus vorstellbare Leitzinserhöhungen immer wieder mit fernöstlicher Gelassenheit auf die lange Bank geschoben. Hier hatten die Unklarheiten hinsichtlich der Zollverhandlungen mit den USA sowie der Verlust der Mehrheit der Regierungsparteien im Zuge der Oberhauswahl offenbar Stolpersteine auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik dargestellt.

Ein Fels in der währungs- und geldpolitischen Brandung blieb auch China. Der Zollkonflikt mit den USA hatte sich so lange hochgeschaukelt, bis beide Länder gegenseitig dreistellige Importzölle erhoben hatten. Hier setzte sich schließlich die Vernunft durch – wobei die Exportbeschränkungen Chinas bezüglich seltener Erden den Verhandlungswillen der US-Regierung vermutlich spürbar gestärkt hatten –, sodass in einer in Genf geschlossenen Vereinbarung die Zölle deutlich reduziert wurden, bis die Verhandlungen zu einem Abschluss gebracht werden. Diese Zollpause wurde mittlerweile bis Mitte November verlängert.

Wie bereits angedeutet reagierten die Notierungen an den Märkten im bisherigen Jahresverlauf oft nicht so, wie man es lehrbuchgemäß hätte erwarten können: Die US-Importzölle sind auf dem höchsten Stand seit den Dreißiger-Jahren des vorigen Jahrhunderts. Dennoch stieg die Inflation bis zum Ende des Sommers nicht so stark wie erwartet an. Die Inflationsrate blieb unter der Drei-Prozent-Marke, die Kernrate stieg allerdings mittlerweile darüber hinaus. Zwar vergrößerte sich die Zinsdifferenz zwischen dem Fed-Leitzins und beispielsweise dem EZB-Einlagensatz somit bis zum Sommer immer weiter. Allerdings profitierte der US-Dollar hiervon ebenso wenig von den stark gestiegenen Renditen der langlaufenden US-Treasuries. Im Gegenteil, der US-Dollar wertete auf ein Drei-Jahres-Tief zum Euro ab.

Während der Schweizer Franken den Nullzinsen zum Trotz gefragt bleibt, verhielt sich auch die People's Bank of China anders als von vielen Analysten erwartet. Sie liess den Renminbi nicht abwerten, um die Folgen der US-Zölle abzumildern, sondern sorgte im Gegenteil durch robuste Fixings über den Markterwartungen für einen anhaltend festen Renminbi, vermutlich auch, um Kapitalzuflüsse aus dem Ausland nicht zu gefährden.

Zu den Gewinnern an den Währungsmärkten zählten lange auch erneut einige Schwellenländerwährungen, insbesondere aus Lateinamerika. Diese profitierten davon, dass die Realzinsen dort auf hohem Niveau verblieben sind. Als Musterbeispiel mag hier Brasilien gelten: Das Land wurde von US-Präsident Donald Trump aus politischen Gründen mit 50-prozentigen Zöllen belegt, trotzdem konnte der Real zulegen. Ein Leitzins in Höhe von 15,0 Prozent bei einer Inflationsrate von 5,2 Prozent dürfte dies hinreichend erklären.



01

Executive Summary

Während wir also bereits in den ersten drei Quartalen durch ungewöhnlich bewegte Zeiten gegangen sind, zeichnet sich ab, dass sich daran vermutlich auch 2026 nichts Einschneidendes ändern wird. 2025 hat uns demonstriert, dass die geo- und handelspolitischen Maßnahmen und Entscheidungen der US-Regierung bzw. des US-Präsidenten Donald Trumps schwer bis überhaupt nicht vorhersehbar sind und manchmal wie ein Blitz aus dem heiteren Himmel über die Märkte niedergegangen sind. Diese Unsicherheiten könnten anhalten – was man unter anderem an der Entwicklung der Goldpreise ablesen kann.

Von höchster Relevanz sind die Zwischenwahlen in den USA, die Anfang November 2026 auf der Agenda stehen. Die US-Regierung dürfte alles daransetzen, die Mehrheit im US-Senat und Repräsentantenhaus zu verteidigen. Sollten die Demokraten jedoch eine oder beide der Kammern „erobern“ können, dürfte es für US-Präsident Trump nur noch via Executive Orders möglich sein, „durchzuregieren“.

Auf dieser Seite des Atlantiks stellen sich u.a. die Fragen, inwieweit das Fiskalpaket in Deutschland tatsächlich durchschlagende positive Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung haben wird und inwiefern Frankreich es schaffen könnte, aus der Dauerkrise herauszukommen und sich auf das nahende Ende der Präsidentschaft Macrons im Jahr 2027 vorzubereiten. Positive Entwicklungen in Zentraleuropa dürften auch einen Schub für die Länder Mittelosteuropas mit sich bringen.

Dass sich trotz der Verwerfungen rund um die US-Zollpolitik die Konjunktur der meisten Länder Mittel- und Lateinamerikas recht wacker hielt, dürfte auch den zumeist recht stabilen Preisen für Rohstoffe geschuldet sein, hier insbesondere den Metallen. Spannend wird zu beobachten sein, ob die Ölpreise 2025 ihren Boden gefunden haben, oder ob sich 2026 weitere Löcher auftun werden, die dem weiter steigenden Angebot geschuldet sein könnten. Hier spielt natürlich ebenso wie bei den Erdgaspreisen eine wichtige Rolle, ob es im kommenden Jahr endlich ein Ende des Russland-Ukraine-Krieges geben wird.

Auch beim Blick nach Asien stellen sich viele Fragen. Beispielsweise, wie schnell die Bank of Japan ihre Geldpolitik unter einer Ministerpräsidentin Takaichi normalisieren wird, wie Indien, Japan und Südkorea die erhöhten US-Importzölle verkraften werden und ob es China gelingen wird, für eine Kehrtwende an den Immobilienmärkten zu sorgen und die Konsumfreude der Bevölkerung wieder anzustacheln.

All diesen Fragen werden wir uns im Rahmen dieser Publikation nähern. Rheinländer wissen: Et hätt noch emmer joot jejang („Es ist bisher noch immer gut gegangen“). Hoffen wir also auch für 2026 das Beste.

Ein Hinweis: Für eine fortlaufende Aktualisierung der Prognosen der Deutschen Bank empfehlen wir unsere monatlich erscheinenden Publikationen „Währungsbulletin“ und „Zinsbulletin“.



02

Deutschland

- Erneute Stagnation der Wirtschaft im ersten Halbjahr
- Frühindikatoren auf niedrigem Niveau stabilisiert bzw. verbessert
- Fiskalische Stimuli bzw. „Sondervermögen“ sollten 2026 für Aufschwung sorgen
- Stimuli könnten für leicht zunehmenden Inflationsdruck sorgen
- Notwendigkeit für Strukturreformen bleibt bestehen

Lernt der „kranke bzw. lahme Mann Europas“ wieder laufen?

„Denk' ich an Deutschland in der Nacht, dann bin ich um den Schlaf gebracht. Ich kann nicht mehr die Augen schließen, und meine heißen Tränen fließen.“, so dichtete unser Düsseldorfer Lokalmatador Heinrich Heine seine „Nachtgedanken“ (1844). Dieses Gedicht könnte insbesondere den Staatsdienern im Finanz- und Wirtschaftsministerium auch 2025 nächtelang durch den Kopf gegangen sein. In unserem Blickpunkt Budget 2024 hatten wir darauf hingewiesen, dass das Titelbild des Economist im August 2023 ein Ampelmännchen am Tropf zeigte. Titel: „Ist Deutschland schon wieder der kranke Mann Europas?“

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

Nun ja, zumindest sollte sich die seit dem Frühjahr amtierende Regierung des „Ausmaßes der Aufgabe bewusst“ sein – etwas, das der Economist damals angezweifelt hatte. Von Sparsamkeit des Staates kann nach dem Beschluss über das Infrastrukturpaket des Staates und der Aufhebung der Deckelung für Verteidigungsausgaben vermutlich keine Rede mehr sein. Dies dürfte sich in einem spürbaren Anstieg der Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr widerspiegeln. Sollten die Ausgaben dann auch zielgerichtet Innovationen fördern und aus dem wie ein Mantra wiederholten Versprechen des „Abbaus des Bürokratieungeheuers“ tatsächlich einmal Taten folgen, dann spricht einiges dafür, dass wir für die Schlussmonate 2025 und 2026 in unserer kommenden Ausgabe tatsächlich bessere Daten besprechen können als diesmal.



02

Deutschland

Enttäuschende konjunkturelle Entwicklung im ersten Halbjahr

Die deutsche Wirtschaft schien sich bereits frühzeitig zu berappeln. Im ersten Quartal stieg das BIP um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal. Verantwortlich hierfür waren unter anderem Vorziehkäufe aus den USA aufgrund der für April angekündigten US-Zölle. Die Enttäuschung folgte im zweiten Quartal, das BIP sank um 0,3 Prozent zum Vorquartal, nachdem vorläufig ein Minus von 0,1 Prozent gemeldet worden war. Für das erste Halbjahr ergab sich somit eine Stagnation. Lediglich die Konsumausgaben des Staates (+0,8 Prozent) und der private Konsum mit bescheidenen 0,1 Prozent trugen stärker als im Auftaktquartal zur Wirtschaftsleistung bei.

Schlimmer geht jedoch immer: In den Jahren 2023 und 2024 war die deutsche Wirtschaftsleistung nach überarbeiteten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes noch stärker geschrumpft als zunächst ermittelt: Für 2023 stand nun ein Minus von 0,9 (bisher: -0,3) Prozent in der Statistik, für 2024 von 0,5 (0,2) Prozent.

Frühindikatoren im Vorfeld der Fiskalstimuli nur leicht verbessert

Auch im dritten Quartal dürfte die Konjunktur in Deutschland auf der Stelle treten. Die führenden Forschungsinstitute IfW, RWI, Ifo und IWH gehen für 2025 nur noch von einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zwischen 0,1 und 0,2 Prozent aus. Obgleich auch wir 2025 keine Konjunkturrakete mehr erwarten, sind wir nicht extrem pessimistisch. Sollte der Haushalt 2026 so wie aktuell geplant verabschiedet werden, dürften sich im vierten Quartal 2025 bereits erste Wachstumseffekte aus den geplanten Infrastruktur- und Verteidigungsmaßnahmen zeigen. Ab dem kommenden Jahr rechnen auch die oben genannten Forscher mit einem deutlich höheren Wachstum.

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hatte sich im Sommer gemessen am Ifo-Geschäftsklimaindex trotz der erhöhten US-Importzölle erneut verbessert. Der Index stieg im August um 0,3 Punkte auf 88,9 Punkte, legte somit den sechsten Monat in Folge zu und erreichte den höchsten Wert seit April 2024. Die Erwartungskomponente stieg auf das höchste Niveau seit Beginn des Russland-Ukraine-Krieges. Die Ernüchterung folgte im September mit einem Rückgang auf 87,7 Punkte.

Die Einkaufsmanagerindizes als Frühindikatoren schwanken um die Schwelle zwischen Schrumpfs- und Wachstumszone herum. Während der Indikator für die verarbeitende Industrie seit Jahresbeginn den US-Zöllen zum Trotz langsam, aber stetig anstieg, zeigt der für die Dienstleistungen keine klare Tendenz. Der private Konsum springt aufgrund des Arbeitsplatzabbaus in Teilen der Wirtschaft weiterhin nicht an. Hier beruht die Hoffnung auf steigenden Reallöhnen im Jahr 2026.



02

Deutschland

Inflation auf dem Rückzug, Kerninflation bleibt hoch

Zuletzt zeigten die Verbraucherpreise in Deutschland wieder eine leicht aufsteigende Tendenz. Nachdem die Inflationsrate im Juni und Juli jeweils 2,0 Prozent betragen hatte, kletterte sie im August auf 2,2 Prozent, im September sogar auf 2,4 Prozent. Weiterhin dämpfend wirken die Energiepreise, ein Effekt, der sich 2026 jedoch abschwächen könnte. Die Kerninflationsrate verharrte im August den dritten Monat in Folge bei 2,7 Prozent; Dienstleistungen verteuerten sich um 3,1 Prozent. Gemessen am HVPI stiegen die Verbraucherpreise ebenfalls um 2,4 Prozent.

Vorausblickend könnten die Infrastruktur- und Verteidigungsmaßnahmen im kommenden Jahr Aufwärtsdruck auf die Preise mit sich bringen. Starke Nachfrage des Staates dürfte auf knappe Kapazitäten treffen, was für zunehmenden Preisdruck spricht, der sich auch auf die Verbraucherpreise niederschlagen könnte. Unklar dürften zudem die Effekte der US-Importzölle bleiben. Weiterhin dürfte diskutiert werden, ob Länder wie China oder Indien, die mit hohen US-Zöllen belegt wurden, neue Absatzmärkte für ihre Exportwaren finden – was hier in Europa infolge eines größeren Angebots die Preise drücken könnte.

Im Großen und Ganzen könnte die Inflationsrate hierzulande zunächst weiterhin in der Nähe der Zwei-Prozent-Marke verharren. Sollte dies für die gesamte Eurozone der Fall sein, spricht einiges dafür, dass die EZB zunächst einmal die Füße still halten wird. Das aktuelle Leitzinsniveau dürfte ceteris paribus eher leichten Rückenwind für die Wirtschaft bedeuten.

Fiskalischer Spielraum wird enger

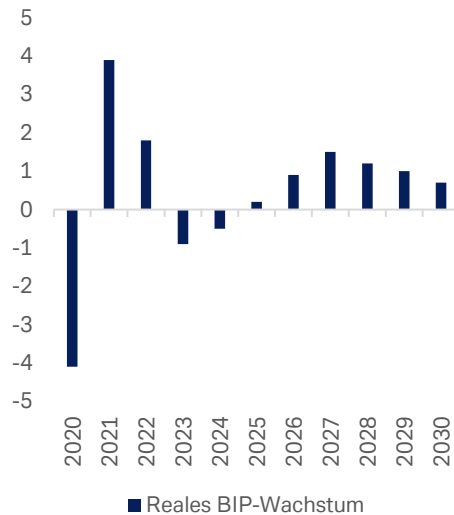
Die deutsche Finanzpolitik steht nun vor einer stark expansiven Phase. Nicht nur die Mehrausgaben für Infrastruktur und Verteidigung werden die Schuldenquote nach oben treiben, sondern auch die Zuschüsse für die wachsenden Ausgaben für Gesundheit, Pflege und Renten. Zudem werden im Zeitablauf die Zinsausgaben stark zulegen. Nach Angaben der Bundesbank ist für den Bund für das Jahr 2029 eine strukturelle Defizitquote von knapp vier Prozent und für 2025 bis 2029 eine kumulierte Neuverschuldung von rund 850 Milliarden Euro eingeplant. In diesen Zahlen sind bereits Konsolidierungsmaßnahmen – also Ausgabenkürzungen – herausgerechnet, die bis dato noch nicht konkretisiert sind, aber kontinuierlich wachsen sollen. Allein für 2029 sollen diese 74 Mrd. Euro betragen – und dies in einem Jahr, in dem voraussichtlich wieder Bundestagswahlen stattfinden werden. Die demografischen Herausforderungen werden den Handlungsdruck weiter erhöhen. Man kann nur hoffen, dass die Bundesregierung sich im „Herbst der Reformen“ wirklich zu nachhaltigen Strukturreformen durchringen kann.



02

Anhaltend anämische Entwicklung des BIP. Neustart 2026?

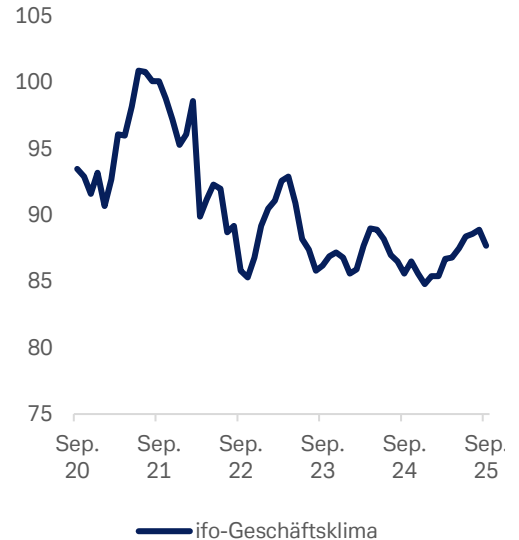
In Prozent



Quelle: IWF; Stand: 21.10.2025

Stimmungsdaten deuten auf sanften Optimismus hin

In Indexpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Verbraucherstimmung bleibt gedämpft

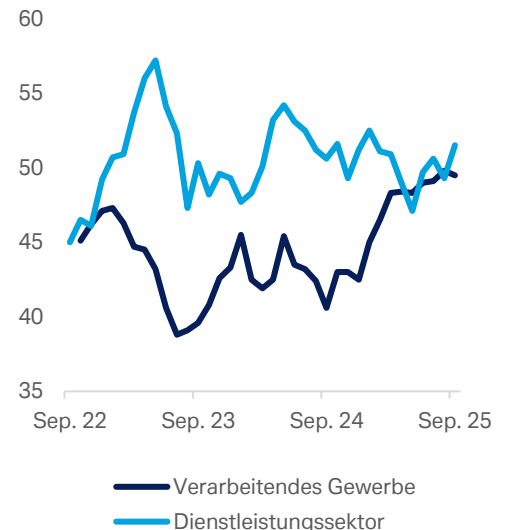
In Indexpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Einkaufsmanagerindizes an der Expansionsschwelle

Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten

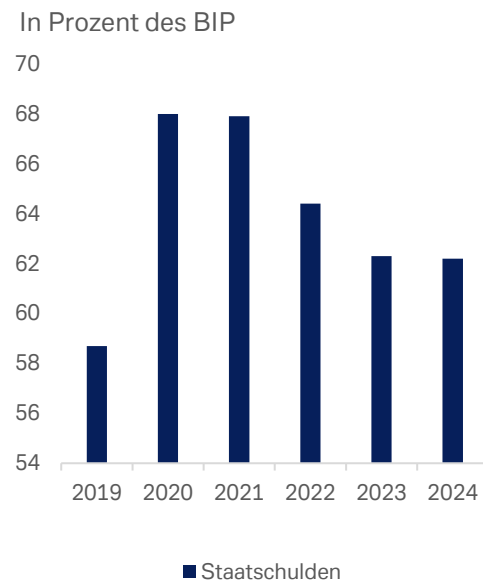


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



02

Staatsverschuldung vor dem Anstieg



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Inflation bei der Zwei-Prozent-Marke angelangt



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



03

Eurozone

- Vorzieheffekte lieferten moderates Wachstum im ersten Halbjahr 2025
- Handelskonflikte wirken jedoch zunehmend belastend
- Inflation leicht über Zielniveau, Kerninflation bleibt leicht erhöht
- EZB sieht sich „gut aufgestellt“. Zinssenkungszyklus dürfte beendet sein.
- Regierungskrise in Frankreich + fiskalische Stimuli dürften Renditeniveau hoch halten

Schleppende Konjunktorentwicklung in den Eurostaaten nach dem „Liberation Day“

Auf den ersten Blick überzeugend erschien das Wachstum der Eurozone im ersten Quartal 2025. Im Vergleich zum Vorquartal legte es nämlich 0,6 Prozent zu und übertraf somit die Erwartungen. Dies war allerdings primär auf Vorzieheffekte in Erwartung höherer Zölle im Handel mit den USA zurückzuführen. Hier stachen insbesondere Exporte pharmazeutischer Produkte aus Irland hervor, die im Auftaktquartal ein Rekordniveau erreichten. Im zweiten Quartal stieg das BIP nur noch leicht um 0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal. Die Exporte sanken erwartungsgemäß etwas, wohingegen zumindest die Binnennachfrage ihren moderaten Aufwärtstrend fortsetzte. Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuteten zuletzt eine Aufhellung der Lage an.

Die Aussichten bleiben jedoch verhalten, was nicht zuletzt der Handelsvereinbarung zwischen den USA und der EU geschuldet ist. Der durchschnittliche US-Zoll auf Einfuhren aus der EU dürfte von etwa 1,5 Prozent vor Donald Trumps Präsidentschaft auf rund 14 Prozent steigen, sofern nicht noch Zölle auf Pharmaerzeugnisse entgegen der Meinung der EU-Kommission obendrauf gesattelt werden – Stand jetzt gelten hier ebenfalls 15 Prozent. Gestützt werden dürfte die Konjunktur der Eurozone hingegen durch die im Vergleich zu den Vorjahren moderateren Inflationsraten, die aufgrund der Zinssenkungen der EZB günstigeren Finanzierungsbedingungen sowie die angekündigten fiskalischen Stimuli in Deutschland, die auch auf die Nachbarländer ausstrahlen dürften.

Das Wachstum der französischen Wirtschaft hatte sich im Gegensatz zur deutschen im zweiten Quartal etwas verstärkt. Nach 0,1 Prozent im Auftaktquartal stieg es um 0,3 Prozent zum Vorquartal. Während der private Konsum und die Exporte noch einmal leicht zulegten, sanken jedoch die Investitionen – und das bereits vor dem Misstrauensvotum gegen Ministerpräsident Bayrou und dem anschließenden Sturz der Regierung.



03

Eurozone

In Italien verringerte sich hingegen das BIP im zweiten Quartal leicht um 0,1 Prozent, nachdem es im Vorquartal auch dank der zollbedingten Vorzieheffekte noch um 0,3 Prozent gestiegen war. Immerhin erholte sich die Binnennachfrage im Frühjahr weiter und die Investitionstätigkeit blieb robust.

Die spanische Wirtschaft wuchs hingegen weiterhin kräftig. Das BIP stieg im ersten Quartal um 0,6 Prozent und im zweiten Vierteljahr gar um 0,7 Prozent. Erfreulich zudem, dass der private Verbrauch und die Investitionstätigkeit deutlich zulegten, während der Staatsverbrauch etwas abnahm. Auch die Bauwirtschaft stützte die Konjunktur.

Rückgang der Energiepreise liefert leichten Rückenwind

Den zumeist rohstoffarmen Ländern der Eurozone kommt der Rückgang der Energiepreise zugute, der sich bis in den Herbst 2025 fortsetzte. Die Ölpreise notierten Anfang Oktober auch aufgrund der Produktionsausweitungen der OPEC+ rund zehn Prozent unterhalb des Niveaus vom Jahresbeginn. Noch stärker war der Rücksetzer der Erdgaspreise an der niederländischen Terminbörse TTF. Kurzfristige Kontrakte zur Lieferung in einem Monat verbilligten sich von Jahresbeginn bis Anfang Oktober um rund ein Drittel – ein starker Preisanstieg im Februar war (für die Verbraucher glücklicherweise) nur von kurzer Dauer. Zuletzt stieg zwar aus dem asiatischen Raum die Nachfrage nach verflüssigtem Erdgas (LNG). Trotz etwas schwächer als im Vorjahr gefüllter Speicher sollten die Erdgaspreise dennoch weiterhin eher einen entlastenden Einfluss auf die Inflationsraten haben, sofern der kommende Winter nicht außergewöhnlich kalt wird.

Inflation auf dem Zielniveau, Kerninflation jedoch noch etwas erhöht

Die Inflation im Euroraum stieg zuletzt im September erwartungsgemäß mit 2,2 Prozent leicht über die Zielmarke von 2,0 Prozent. Dämpfend wirken weiterhin die Energiepreise, während die Lebensmittelpreise zuletzt wieder leichten Aufwärtsdruck verzeichneten und die Dienstleistungsinflation trotz eines leichten Rückgangs auf hohem Niveau blieb. Der Höchststand von 10,7 Prozent für die Verbraucherpreisinflation vom Oktober 2022 ist jedoch in weite Ferne gerückt. Da die EZB erwartet, dass der Lohndruck im Euroraum im laufenden Jahr spürbar abnehmen wird, könnte dann mittelfristig auch die Dienstleistungsinflation und damit die weiterhin 2,3 Prozent betragende Kerninflationsrate gedämpft werden. Anhand des EZB-Wage Trackers dürften die Gehälter, einschließlich über den Jahresverlauf geglätteter Sonderzahlungen, 2025 um 3,16 Prozent steigen, nachdem sie 2024 um 4,63 Prozent zugelegt hatten. Für das erste Quartal 2026 werden (geglättete) 1,70 Prozent Lohnzuwachs prognostiziert und für das zweite Quartal 1,76 Prozent. Inwieweit eine Umleitung von Handelsströmen die Inflation beeinflussen wird, lässt sich weiterhin schwer abschätzen.



03

Eurozone

EZB sieht Geldpolitik in „a good place“, sowie den Disinflationsprozess beendet

Nachdem die EZB den Einlagenzins im Juni auf 2,0 Prozent gesenkt hatte, beließ sie diesen in den beiden Folgesitzungen unverändert. EZB-Präsidentin Christine Lagarde äußerte sich nach der Sitzung überzeugt, dass der Disinflationsprozess nun beendet sei. Die EZB werde zwar weiterhin datenabhängig von Sitzung zu Sitzung entscheiden, fühle sich mit dem derzeitigen Zinsniveau jedoch gut positioniert. Die Risiken im Hinblick auf die Konjunktur seien nicht mehr abwärts gerichtet, sondern nach der Zollvereinbarung mit den USA in etwa ausgeglichen. Die EZB wird die potenziell inflationären Effekte der Maßnahmen für Infrastruktur und Verteidigung – unter anderem aufgrund des Sondervermögens in Deutschland – im Auge behalten. Es erscheint deshalb nicht ausgeschlossen, dass an den Finanzmärkten im Laufe des kommenden Jahres allmählich wieder Leitzinserhöhungen eingepreist werden könnten. Inflationsdämpfend könnte in den kommenden Monaten jedoch noch die Aufwertung des Euros, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, seit diesem Frühjahr wirken.

Renditeanstieg am langen Ende möglich, Staatsschulden dürften ein Thema bleiben

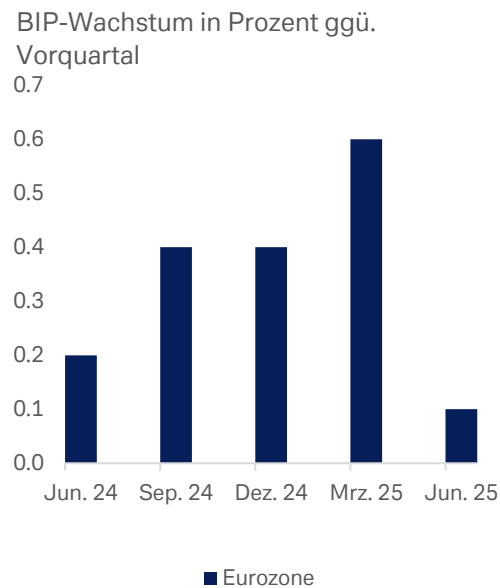
Während die Renditen der Kurzläufer unter den Staatsanleihen der Eurozone im Gleichklang mit den Zinssenkungen der EZB sanken, blieb der Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen bestehen. Spektakulär war der Sprung der Renditen zehnjähriger Bunds Anfang März von 2,40 auf 2,94 Prozent Rendite, nachdem das Sondervermögen des Bundes für die kommenden Jahre noch vor Konstituierung des neuen Bundestages beschlossen wurde. Nicht minder denkwürdig ist die Tatsache, dass nach dem Rücktritt der Regierungen Bayrou und Lecornu in Frankreich zehnjährige französische Staatsanleihen auf einem höheren Niveau als italienische oder griechische rentierten und dass der Spread zu Bundesanleihen mit 87 Basispunkten wieder ein sehr hohes Niveau erreicht hat. Dies unterstreicht die Sorgen der Finanzmärkte, dass die Staatsschulden insbesondere in Frankreich zu stark anwachsen – 2024 waren sie auf 5,8 Prozent des BIP gestiegen. Die EZB dürfte hier nicht mit dem TPI-Programm – gezielten Ankäufen der Anleihen eines Staates – zur Hilfe eilen.

Der IWF erwartet für die Eurozone ein Wachstum in Höhe von 1,0 Prozent für 2025 und 1,2 Prozent für 2026. Dies dürfte durch die anstehenden Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben gedeckt sein. Die Bundesbank erklärte zuletzt, dass Ausfuhren in die USA rund 3 Prozent des BIP der EU ausmachen, sodass die Belastungen für die EU-Wirtschaft aufgrund der Handelsvereinbarung mit den USA nicht dramatisch ausfallen sollten. Von dem zunehmenden Hedging des Währungsexposures in US-Anlagen könnte der Euro mittelfristig weiter profitieren. Der Aufwärtsdruck auf die Renditen am langen Ende dürfte anhalten.



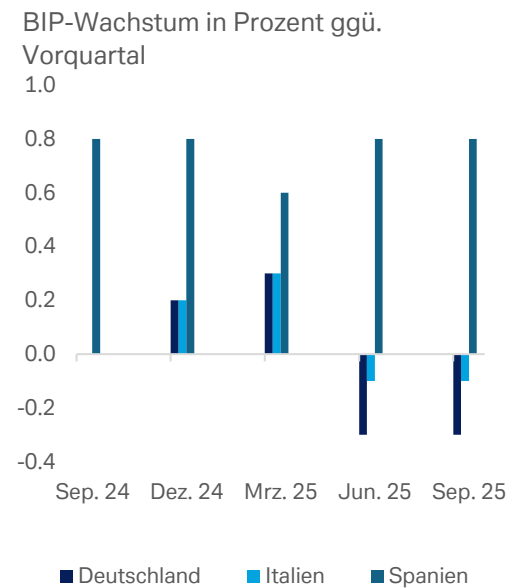
03

EWU-BIP mit moderatem Wachstum im ersten Halbjahr



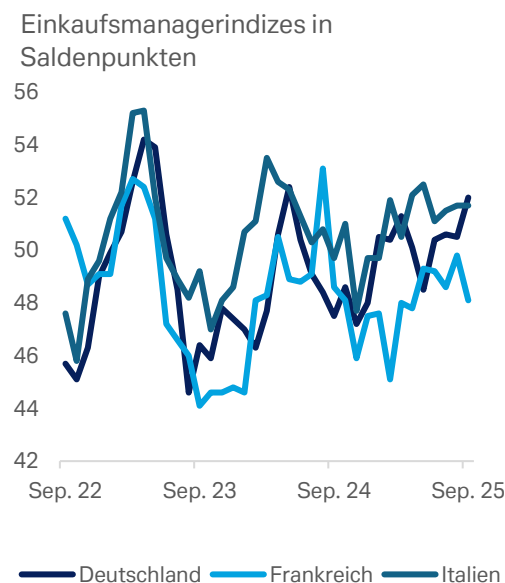
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Spanien bleibt weiterhin positiver Ausreißer



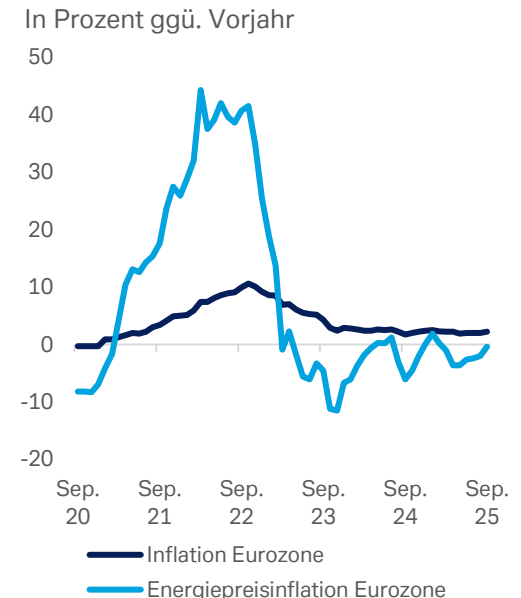
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Leichter Stimmungsaufschwung im Euroraum



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Sinkende Energiepreise bringen Inflation auf die Zielmarke

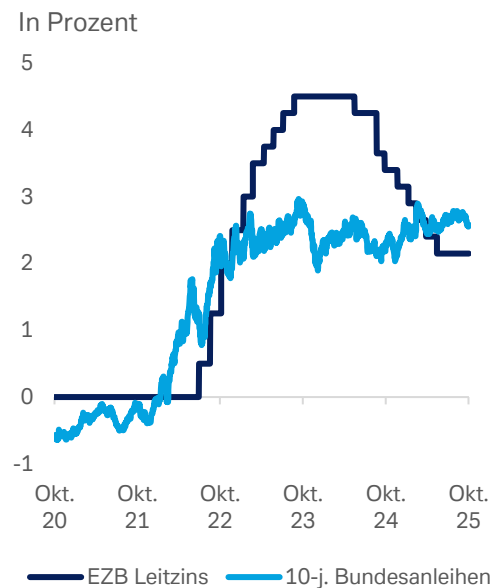


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



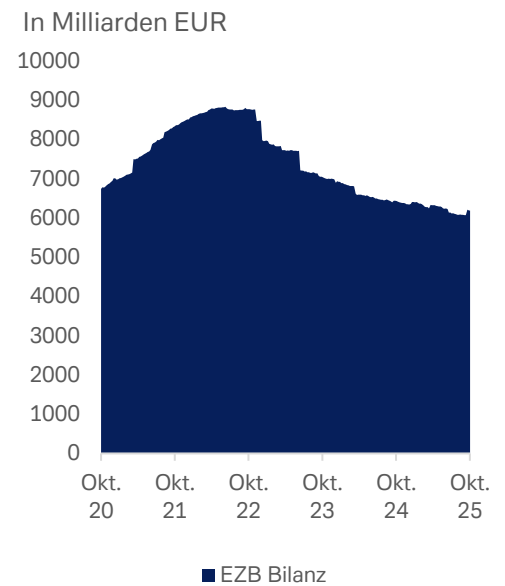
03

EZB dürfte Zinssenkungszyklus beendet haben



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

EZB: Bilanzabbau schreitet fort



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



04

USA

- US-Wirtschaft wächst nach schwachem erstem Quartal wieder robust
- Arbeitsmarkt sendete jedoch zuletzt Schwächesignale
- Inflation in leichtem Aufwärtstrend
- Zinssenkungszyklus wieder aufgenommen, zukünftiger Zinspfad datenabhängig
- Abwertungsdruck auf den US-Dollar könnte anhalten

Zollbedingte Schwankungen verzerren das US-BIP

Ungewöhnliches ereignete sich im ersten Quartal 2025: Während die Wirtschaft der Eurozone moderat wuchs, schrumpfte die US-Wirtschaft um annualisiert 0,5 Prozent. Dies in erster Linie, da es im Vorfeld des „Liberation Days“ zu Vorzieheffekten, also Importen der von erhöhten Zöllen „bedrohten“ Güter kam. Diese Importe belasteten als Negativposten das Wachstum im Auftaktquartal.

Nachdem die Anleihemärkte auf den „Liberation Day“ mit einem sehr starken Renditeanstieg besonders bei langlaufenden US-Treasuries reagierten, wurden die am 2. April verkündeten, teils sehr hohen Zölle am 9. April auf einen Basiszoll in Höhe von zehn Prozent reduziert – wobei höhere Zölle gegenüber einigen Ländern wie bspw. China und höhere sektorale Zölle auf Aluminium und Stahl bestehen blieben. Die US-Unternehmen nutzten die „Zollpause“ im zweiten Quartal teils für einen weiteren Lageraufbau. Die stark negativen Effekte der Importe auf das BIP wiederholten sich jedoch nicht in dem Ausmaß des Vorquartals, die US-Wirtschaft wuchs annualisiert um 3,8 Prozent.

Frühindikatoren wie die ISM-Indizes deuten an, dass die US-Wirtschaft auch im dritten Quartal – insbesondere aufgrund der Stärke des Dienstleistungssektors – robust gewachsen sein sollte. Während der ISM-Index der Industrie knapp unterhalb der Expansionsschwelle verharrt, hielt sich der für die Dienstleistungen beharrlich darüber, bis er Anfang Oktober von 52,0 auf 50,0, mithin also die Expansionsschwelle fiel. Der Subindex der bezahlten Preise verharrt auf einem sehr hohen Niveau, die Neuaufträge kamen nach einem robusten Anstieg zurück. Noch wichtiger ist aber, dass die Subindizes der Beschäftigung deutlich in den „Schrumpfungsbereich“ zurückgefallen sind.

Wenngleich man eine Rezession natürlich niemals ausschließen kann, dürfte diese für die USA sehr unwahrscheinlich sein. Der IWF erwartet ein Wachstum der US-Wirtschaft in Höhe von 1,9 Prozent für 2025 und 2,0 Prozent für 2026. Die verabschiedete Steuerreform „One Big Beautiful Bill“ dürfte das US-Wachstum in den Folgejahren jeweils um zusätzliche rund 0,5 Prozent anschieben.



04

USA

Arbeitsmarkt sendete zuletzt Schwächesignale aus

Während die US-Wirtschaft und die Gewinne der US-Unternehmen sich widerstandsfähig präsentieren und für Rekordkurse der Aktienindizes sorgten, verdunkelte sich der Himmel am Arbeitsmarkt. „Gamechanger“ waren hier die Arbeitsmarktdaten für den Juli, die spürbar unterhalb der Erwartungen reinkamen, wobei zudem die beiden Vormonate um mehr als 200.000 Arbeitsplätze abwärts revidiert wurden. Auch die einen Monat später veröffentlichten Daten für den August enttäuschten die Erwartungen. Die schwachen Vormonate wurden weiter abwärts revidiert.

Irritierend wirkt zudem, dass Anfang September die neugeschaffenen Stellen zwischen April 2024 und März 2025 um 911.000 abwärts revidiert wurden. Rund die Hälfte aller ursprünglich ausgewiesenen Neueinstellungen existierten somit überhaupt nicht. Bereits im Vorjahr hatte es eine Abwärtsrevision um 818.000 Stellen gegeben – der US-Arbeitsmarkt ist mithin seit rund zwei Jahren nicht so robust, wie es zunächst schien. Dies unterstreicht auch der Rückgang der im JOLTS-Report ausgewiesenen offenen Stellen. Vor gut zwei Jahren kamen laut JOLTS-Report mehr als zwei offene Stellen auf einen registrierten Arbeitslosen. Zuletzt sank jedoch die Relation „offene Stellen zu Arbeitslosen“ erstmals seit 2021 wieder unter die Marke von 1,0.

Die Schwächesignale des Arbeitsmarktes hatten schließlich den Wiedereinstieg der US-Notenbank in den Zinssenkungszyklus im September zur Folge, nachdem sie seit Ende vergangenen Jahres ihr Pulver trocken gehalten hatte. Die Zinssenkung im September war von Fed-Gouverneur Jerome Powell im Rahmen des Fed-Symposiums in Jackson Hole verbal vorbereitet worden. Er hatte dort die Tür für eine Zinssenkung weit für den Fall geöffnet, dass sich die abzeichnende Schwäche am Arbeitsmarkt weiter fortsetzt. Dies bringt die Fed jedoch in eine Zwickmühle, da zuletzt – auch induziert durch die US-Importzölle – die US-Inflationsraten langsam aber stetig wieder anstiegen.

Inflationsdruck wieder leicht zunehmend, US-Importzölle dürften allmählich stärker an den Endverbraucher weitergereicht werden

Nachdem im August verschiedene Handelspartner in unterschiedlichem Ausmaß mit US-Zöllen belastet wurden, lag der durchschnittliche Effektivzollsatz der USA bei 16 Prozent und somit mehr als 14 Prozentpunkte höher als zu Jahresbeginn. Aufgrund des hohen Lageraufbaus im ersten Halbjahr konnten viele Importeure die teils kräftig erhöhten Zölle zunächst noch vermeiden. Aufgrund der Unklarheiten vermieden einige Importeure zudem zunächst die Weitergabe der Zölle an den Endverbraucher, und übernahmen diese vorübergehend zu Lasten der eigenen Gewinnmarge. Dies dürfte sich aber in den kommenden Monaten ändern.



04

USA

Der Verbraucherpreisindex stieg noch im April um „lediglich“ 2,4 Prozent, im August waren es bereits 2,9 Prozent. Die PCE-Kernrate erhöhte sich von 2,5 Prozent im April auf ebenfalls 2,9 Prozent bereits im Juli. Allmählich scheinen sich die Importzölle somit in den Inflationsdaten niederzuschlagen, was sich bspw. an den Preisen für Möbel und Einrichtungsgegenstände bereits nachweisen lässt. Inflationäre Impulse dürften zumindest auf mittlere Sicht auch von der „One Big Beautiful Bill“ ausgehen, welche die Steuerlast für die meisten Unternehmen und viele Haushalte senkt und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage voraussichtlich weiter stimulieren wird – eine Rezession in den USA sollte somit weiterhin nicht in Sicht sein.

Zinserhöhungszyklus dürfte zumindest 2025 weiter fortgesetzt werden

Nach der Zinssenkung Mitte September hatten die Fed-Mitglieder mittels ihrer „Dot Plots“ mit ganz knapper Mehrheit zwei weitere Leitzinssenkungen für 2025 projiziert. Es könnte somit Ende Oktober bzw. Mitte Dezember zu zwei weiteren Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte kommen – wie es danach weitergehen wird, dürften die Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten entscheiden. An den Finanzmärkten wird ab Juni 2026 mit großer Aufmerksamkeit verfolgt werden, wie sich der Nachfolger Jerome Powells als Fed-Gouverneur schlagen wird, und inwieweit die Fed eine weitere Politisierung ihrer Arbeit fürchten muss.

Aufwärtsdruck auf langfristige Renditen könnte wieder aufleben

Ausschlaggebend für die Zollpause dürften die stark steigenden Renditen insbesondere der 30-jährigen US-Staatsanleihen gewesen sein. Mit zeitweise spürbar mehr als 5,0 Prozent hatten diese ein langfristig kaum tragbares Niveau erreicht. Mit Blick auf die kommenden zwölf Monate könnte sich die Zinsstrukturkurve wieder versteilern, insbesondere wenn die Fed die Leitzinsen weiter senkt, da die langfristigen Renditen aufgrund der weiter anwachsenden Staatsverschuldung der USA (laut IWF jährlich bis zu 6 Prozent des BIP) wenig Abwärtspotenzial haben dürften.

Moderater Gegenwind für den US-Dollar dürfte anhalten

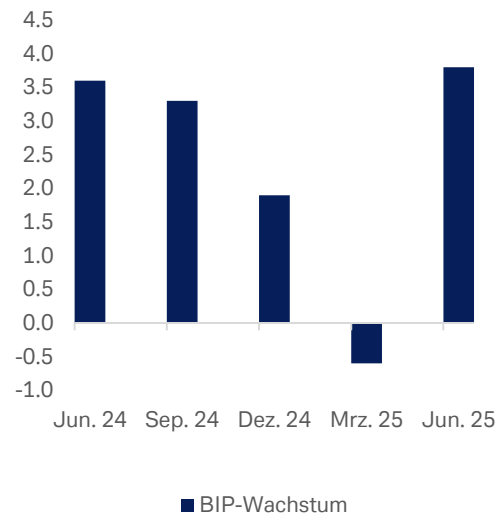
Der US-Dollar geriet seit dem Frühjahr kräftig unter Druck. Die zunehmende Verschuldung der USA, Sorgen aufgrund der potenziell negativen Auswirkungen der US-Zölle und eine schwer vorhersehbare Handelspolitik setzten dem Greenback zu. Ausländische Anleger erhöhten ihre Hedging-Quoten kräftig. Die Wirtschaft der Eurozone dürfte aufgrund der fiskalischen Stimuli in Deutschland zumindest vorübergehend einen starken Rückenwind verspüren, was den EUR/USD-Kurs ebenfalls stützen dürfte. Aufgrund der Unsicherheiten rund um die Wirtschafts- und Geldpolitik in den USA könnte der Abwertungsdruck auf den US-Dollar anhalten.



04

US-Wirtschaft im ersten Halbjahr von Vorzieheffekten gebremst

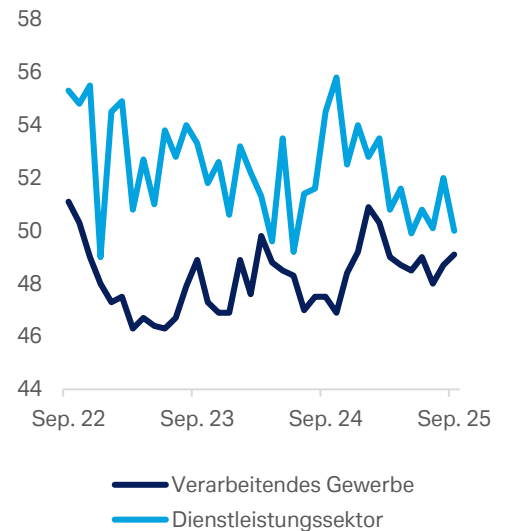
In Prozent ggü. Vorquartal, annualisiert



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

ISM-Indizes: Dienstleistungen noch robust, Industrie verhalten

Einkaufsmanagerindizes in Saldenpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Inflation zuletzt in leichtem Aufwärtstrend

In Prozent ggü. Vorjahr

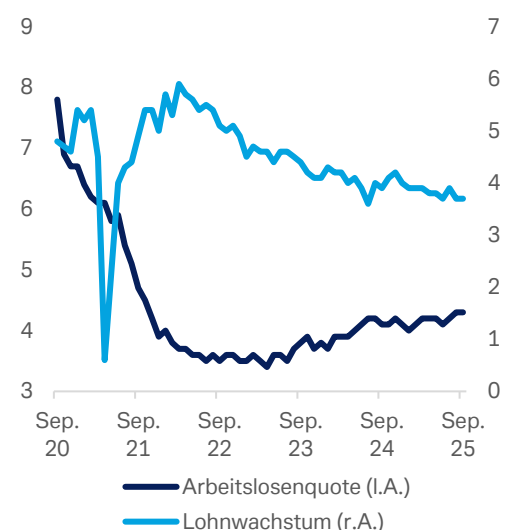


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Arbeitslosenquote bleibt noch niedrig, Lohnwachstum gebremst

I.A.: In Prozent

r.A.: In Prozent ggü. Vorjahr

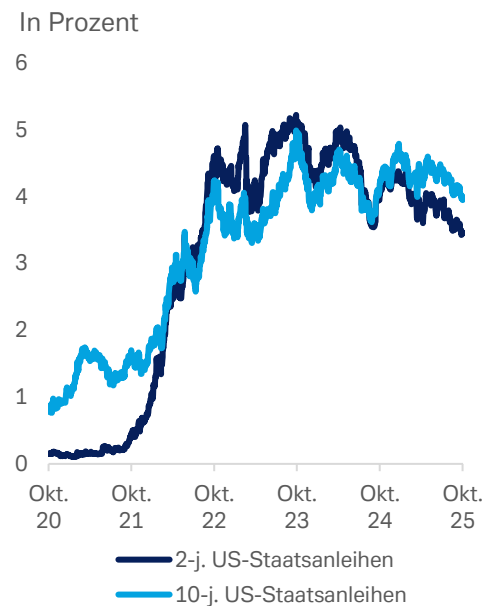


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



04

Renditen zuletzt moderat im Rückwärtsgang



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

US-Dollar 2025 kräftig unter Druck



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



05

Japan

- Wirtschaft in Q2 unerwartet stark. US-Zölle werfen aber Schatten voraus
- Lohnwachstum bleibt robust, Inflation über der Zielmarke
- Bank of Japan lässt sich mit Normalisierung der Geldpolitik Zeit
- Politische Unsicherheiten werden größer
- Yen zum Euro nahe Rekordtief, Erholung 2026 nicht unwahrscheinlich

Wirtschaft wächst zuletzt trotz US-Importzöllen noch robust

Nachdem Japans Wirtschaft im Auftaktquartal verglichen mit dem Schlussquartal 2024 noch stagnierte, wuchs das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal annualisiert um 2,2 Prozent. Gestützt wurde das Wachstum von der Kauflaune der japanischen Konsumenten: Der private Konsum stieg annualisiert um 1,6 Prozent zum Vorquartal, dabei lieferte der Konsum von Dienstleistungen einen positiven Beitrag von 0,8 Prozent. Hier dürften unter anderem die Rekordzahlen des Tourismussektors eine Rolle spielen: Auch der Autor dieser Zeilen konsumierte im April in Japan, trug also mit zum Wachstum bei... Insgesamt lieferte der private Sektor somit seit fünf aufeinanderfolgenden Quartalen einen positiven Wachstumsbeitrag, sicherlich unterstützt durch die robusten Lohnsteigerungen. Die Investitionen (Capex) legten im zweiten Quartal um 2,6 Prozent im Vergleich zum Vorquartal (annualisiert) zu und sind somit drei Quartale in Folge gestiegen. Im zweiten Quartal legten auch die Exporte spürbar zu.

Perspektivisch dürfte hier der US-Importzollsatz von 15 Prozent für die meisten japanischen Güter jedoch die Konjunktur belasten. Der IWF reduzierte im Rahmen seiner Sommerprognose die Erwartung für das Wachstum 2026 leicht auf 0,5 Prozent. Die gedämpften Aussichten für die Industrie spiegeln sich auch in den Einkaufsmanagerindizes wider, die seit Juli in den rezessiven Bereich unterhalb der 50-Punkte-Marke zurückgefallen sind. Die Stimmung unter den Dienstleistern bleibt hingegen anhaltend auf vielleicht nicht gerade euphorischem, aber vergleichsweise hohem Niveau. Seit Juli liegt der Einkaufsmanagerindex oberhalb von 53 Punkten. Anekdotisch wird quasi im Monatstakt von neuen Rekorden im Tourismussektor berichtet. Der anhaltend schwache Yen sorgt für einen nicht versiegenden Strom.



05

Japan

Weiterhin hohes Lohnwachstum

Im Rahmen der Frühjahrs-Lohnverhandlungen (Shunto) meldete die größte Gewerkschaftsgruppe Japans, Rengo, dass japanische Unternehmen in diesem Jahr einer Lohnerhöhung von 5,4 Prozent zugestimmt haben. Damit wachsen die Reallöhne in Japan weiter auf Multi-Dekaden-Hochs, wobei dies gleichzeitig aber auch anhaltenden Aufwärtsdruck für die Dienstleistungspreise bedeuten kann.

Inflation bleibt auf hohem Niveau

Die Verbraucherpreis-Inflationsrate sank im August von 3,1 Prozent im Juli auf 2,7 Prozent, den niedrigsten Stand seit Oktober 2024. Der neue Kern-Verbraucherpreisindex (VPI ohne frische Lebensmittel und Energie) sank um 0,1 Prozentpunkte auf 3,3 Prozent, womit er jedoch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau bleibt. Erfreulich war der Rückgang der im Frühjahr stark angestiegenen Reispreise, die Preise für Dienstleistungen des privaten Sektors blieben weitgehend stabil. Der Anstieg der Energiepreise wird aufgrund der im August wiederaufgenommenen Preisregulierungsmaßnahmen für Strom und Gas gedämpft, weshalb der Kern-VPI um 0,4 Prozentpunkte auf 2,7 Prozent sank. Wenngleich die Inflation somit auf dem Rückzug bleibt, liegt sie in Teilbereichen damit aber immer noch höher als beispielsweise in den meisten Ländern der Eurozone.

BoJ lässt sich weiterhin Zeit bei Normalisierung der Geldpolitik

Umso mehr erscheint es verwunderlich, dass die Bank of Japan über die vergangenen Quartale so zurückhaltend agierte. Seit der Erhöhung von 0,25 auf 0,50 Prozent Ende Januar beließ die BoJ den Leitzins unverändert bei 0,5 Prozent. Allerdings stimmten bei der Septembersitzung zwei der neun Währungshüter für eine Anhebung um 0,25 Prozentpunkte. Dies waren die ersten Gegenstimmen seit dem Amtsantritt von BoJ-Gouverneur Kazuo Ueda im April 2023. Entsprechend korrigierten die Marktakteure ihre Zinserwartungen nach oben. Eine Zinsanhebung um 25 Basispunkte bis Ende des Jahres wird an den Märkten nun mit einer impliziten Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent eingepreist. Bis September 2026 wird via Overnight Index Swaps ein Leitzins von 0,9 Prozent gepreist.

Im September kündigte die BoJ zudem an, ihre seit 2010 im Zuge der ultralockeren Geldpolitik erworbenen Bestände an japanischen Aktien-ETFs und Immobilienfonds schrittweise abzubauen, dies allerdings in überschaubarem Ausmaß. Sie plant, jährlich Anteile im Buchwert von 5,0 Milliarden Yen an Immobilienfonds sowie Aktien-ETFs im Wert von 330 Milliarden Yen zu veräußern. Bei dem vorhandenen Bestand an Aktien-ETFs würden bei konstantem Tempo und Kursen gut 112 Jahre benötigt, um den Bestand auf null zu reduzieren.



05

Japan

In diesem Kontext erscheinen die Zeiten, in denen die BoJ Renditeststeuerung betrieb und die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen bei 1,0 Prozent deckelte wie eine ferne Vergangenheit. Die Aussicht auf eine schnellere als bisher erwartete Normalisierung der Geldpolitik hatte den Druck auf japanische Staatsanleihen zuletzt merklich erhöht: Die Rendite zwei- und zehnjähriger JGBs kletterte mit 0,94 bzw. 1,65 Prozent auf das höchste Niveau seit 2007. Noch beeindruckender war der Anstieg der 30-jährigen Staatsanleihen Japans auf ein Rekordniveau bei 3,30 Prozent (30-jährige Anleihen gibt es seit 1999), womit sie ebenso hoch rentierten wie Bundesanleihen gleicher Laufzeit.

Hierin spiegelt sich aber auch die Erwartung, dass auch aufgrund des gestiegenen Zins- und Renditeniveaus und gleichzeitig weiter ansteigender Staatsverschuldung langfristig Fragen nach der Schuldentragfähigkeit gestellt werden könnten. Zudem erhöhte sich nach den letzten für die langjährige Regierungspartei LDP enttäuschenden Wahlergebnissen die Unsicherheit, ob in den Koalitionsverhandlungen weitere fiskalische Stimuli auf den Weg gebracht würden, welche die Verschuldung weiter erhöhen würden.

Zuletzt erhöhte sich die politische Unsicherheit, nachdem am 7. September Premierminister Shigeru Ishiba seinen Rücktritt ankündigte. Anfang Oktober wurde Sanae Takaichi zur Vorsitzenden der Liberaldemokratischen Partei LDP gewählt und dürfte zeitnah zur Premierministerin gewählt werden. Sorgen an den Finanzmärkten beruhen auf ihrem Ruf, Wachstum durch Ausgaben zu fördern, und ihre Präferenz für geldpolitische Stimulierungsmaßnahmen der BoJ zur Ankurbelung der Wirtschaft.

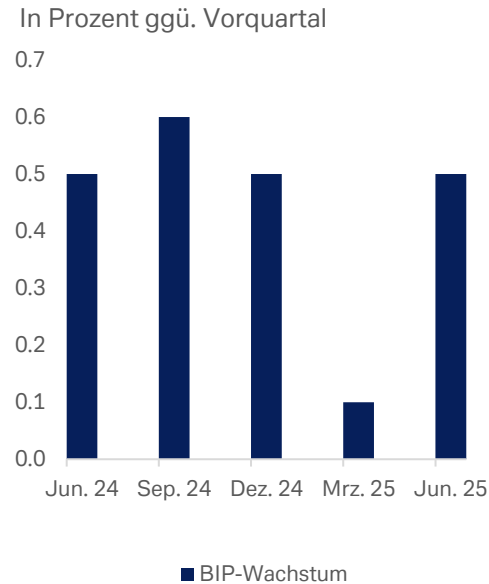
EUR/JPY zuletzt nahe Rekordhoch, Erholung des JPY 2026 jedoch nicht unwahrscheinlich

Der Yen geriet zum Euro insbesondere über den Sommer hinweg unter Abwertungsdruck. Mit EUR/JPY 176,25 wertete er nach der Wahl Takaichis auf ein Rekordtief ab, das vorherige war im Juli 2024 bei EUR/JPY 175,42 erzielt worden. Zum USD handelte er somit zuletzt bei etwa USD/JPY 150. Damit gehört der Yen erneut eher zu den schwächeren G10-Währungen in diesem Jahr. In den Verhandlungen zu dem Abkommen mit den USA hinsichtlich der US-Importzölle wurde das Thema „schwacher Yen“ zwar ab und zu von US-Finanzminister Bessent angesprochen, führte aber zu keinen „Sanktionen“ seitens der USA, die darin einen ungerechtfertigten Vorteil für den Außenhandel Japans sehen dürften. 2026 und mittelfristig spricht einiges dafür, dass der Yen über Aufwertungspotenzial verfügen könnte. Primär aufgrund der weiter schrumpfenden Differenz zwischen den Leitzinsen, da Japan vermutlich das einzige G10-Land sein dürfte, das in einem Zinserhöhungszyklus steht. Zudem könnte die Repatriierung von Anlagegeldern aus den USA nach Japan zunehmen.



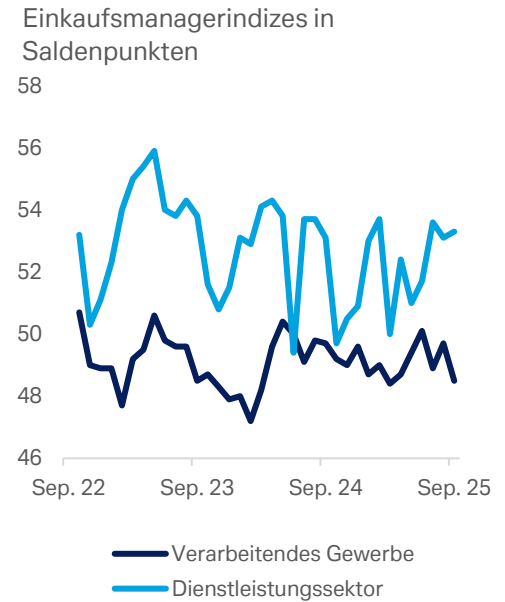
05

Wirtschaft stagniert in Q1, wächst unerwartet stark in Q2



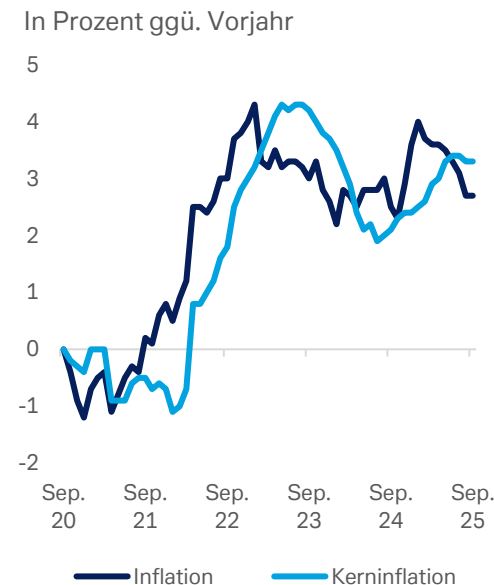
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Aussichten bleiben zumindest für Dienstleister aufgehellte



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Inflation im Rückwärtsgang, aber spürbar über Zielbereich



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Löhne ziehen weiter an

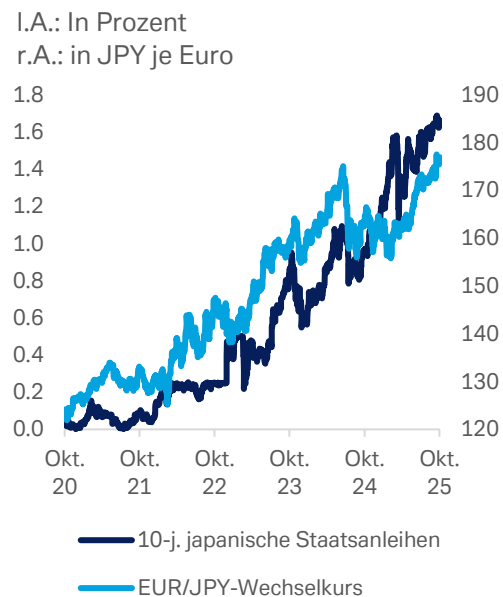


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



05

Trotz steigender Renditen: Yen zum Euro im Abwärtstrend



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

TOPIX dürfte auch von ausländischen Zuflüssen profitieren



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



06

Vereinigtes Königreich

- Britische Wirtschaft bleibt trotz leichten Dellen auf Wachstumskurs
- Inflationsraten bleiben auf zu hohem Niveau. Arbeitsmarkt weiterhin robust
- Bank of England bleibt vorsichtig
- Ang gespanntes Warten auf das Herbstbudget. Staatsverschuldung im Fokus
- Pfund zum Euro meist in enger Handelsspanne

Britische Wirtschaft wächst bis dato stärker als erwartet

Sowohl im ersten Quartal (+0,7 Prozent) als auch im zweiten Quartal (+0,3 Prozent) wuchs die britische Wirtschaft stärker als im Marktkonsens erwartet. Auch hier dürften Vorzieheffekte vor dem „Liberation Day“ in den USA eine Rolle gespielt haben. Zudem war das Vereinigte Königreich in der Pole Position, was eine Handelsvereinbarung mit den USA anbelangt, weshalb die Auswirkungen der US-Importzölle begrenzt blieben.

Sollten die Analysten des IWF recht behalten, könnte das britische BIP 2026 mit 1,4 Prozent sogar noch etwas stärker wachsen als 2025, wobei sie für dieses Jahr von einem Anstieg um 1,2 Prozent ausgehen. Vorlaufindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten jedoch wie in der Eurozone auch auf eine zunehmende Abkühlung der Konjunktur in der Industrie und im Baugewerbe hin. Zuletzt sind für das Verarbeitende Gewerbe die Werte deutlicher als erwartet in den Kontraktionsbereich gefallen. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor schaltete zwar zum Abschluss des dritten Quartals ebenfalls in den Rückwärtsgang. Er hielt sich jedoch damit weiterhin konstant und mit moderatem Abstand oberhalb der Marke von 50 Punkten. Das Konsumentenvertrauen bleibt schwach. Das GfK-Verbrauchervertrauen stabilisierte sich, verharrt aber seit Jahresbeginn unterhalb des Niveaus vom Dezember 2024.

Inflationsraten anhaltend auf zu hohem Niveau

Zwar waren die Verbraucherpreise zuletzt leicht auf dem Rückzug, sie verbleiben aber auf einem unangenehm hohen Niveau oberhalb der Zielzone der Bank of England – besonders die Dienstleistungspreise halten sich hartnäckig. Mit 3,8 bzw. 3,6 bzw. 4,7 Prozent zum Vorjahr bereiten die Gesamt-, Kern- und Dienstleistungsinflation den Währungshütern weiterhin Kopfzerbrechen, was den Zinssenkungszyklus zuletzt wieder ausbremste. Seit Mai haben die Gesamt- und die Kerninflationsrate sogar wieder moderat zugelegt.



06

Vereinigtes Königreich

Beschäftigungssituation etwas abgeschwächt, Lohnzuwachs allmählich gebremst

Die Arbeitslosenquote verharrte im Juli den dritten Monat in Folge bei 4,7 Prozent und damit dem höchsten Stand seit fast vier Jahren. Klammert man die Pandemien Monate 2020/2021 aus, ist dies ein Niveau, das zuletzt im Jahr 2016 gemeldet wurde. In den vergangenen Monaten nahm insbesondere auch die Zahl der Langzeitarbeitslosen zu. Dass der Arbeitsmarkt geringer angespannt ist als zu Beginn dieses Jahres, spiegelt sich auch in der Lohnentwicklung wider. Die jährliche Wachstumsrate der Löhne (ohne Boni) fiel in den drei Monaten bis Juli auf 4,8 Prozent zurück – gegenüber 5,0 Prozent in den drei Monaten von April bis Juni 2025. Der Rückgang betraf sowohl den öffentlichen Sektor (von 5,7 auf 5,6 Prozent) als auch den privaten Sektor (von 4,8 auf 4,7 Prozent). Damit übertreffen die Lohnsteigerungen jedoch weiterhin die Inflationsrate, die Reallöhne steigen also weiter an.

Zinszyklus wird behutsam fortgesetzt

Aufgrund der zuletzt wieder leicht ansteigenden Inflationsraten beließ die Bank of England (BoE) bei ihrer Septembersitzung den Leitzins bei 4,0 Prozent. Bereits im August hatten sich die Währungshüter sehr schwer getan mit der Entscheidung, die Leitzinsen zu senken. Nach einem Patt in der ersten Runde sprachen sich in der zweiten Abstimmungsrunde fünf MPC-Mitglieder für eine Senkung um 25 Basispunkte und vier für eine Beibehaltung aus. In ihrem Statement wies die BoE auf die in den letzten Monaten gestiegenen Aufwärtsrisiken für die Inflation hin. Die Swapmärkte preisen derzeit die nächste Zinssenkung um 25 Basispunkte erst für März/April 2026 ein.

Nicht unwichtig für Schatzkanzlerin Rachel Reeves dürfte die Entscheidung der BoE über das Tempo der quantitativen Straffung (QT) von Oktober 2025 bis September 2026 gewesen sein. Seit 2022 hat die BoE ihre Bestände an britischen Staatsanleihen (Gilts) von 875 Milliarden Pfund auf rund 558 Milliarden Pfund reduziert. Dies erfolgte bisher mit 100 Milliarden Pfund pro Jahr durch die Nicht-Wiederanlage fälliger Papiere sowie durch direkte Verkäufe am Anleihemarkt. Das QT-Tempo wurde nun auf rund 70 Milliarden Pfund pro Jahr reduziert, davon 21 Mrd. mittels direkter Verkäufe von Anleihen. Um die längerfristigen Gilt-Renditen nicht zu stark nach oben zu treiben, könnte sich die BoE bei den aktiven Anleiheverkäufen auf kürzere Restlaufzeiten konzentrieren. Der Spread bei zehnjährigen Restlaufzeiten zwischen Gilts (4,70 Prozent) und US-Treasuries (4,10 Prozent) lag kürzlich auf dem höchsten Niveau seit mehr als zwei Jahren.



06

Vereinigtes Königreich

Staatsanleiherenditen weiterhin auf hohem Niveau. Warten auf das Herbstbudget

Die zuletzt in Großbritannien wieder ansteigende Inflation und die absehbare Zurückhaltung der Bank of England hat für Aufwärtsdruck bei den Renditen kurzlaufender britischer Staatsanleihen gesorgt. Die Renditen der langlaufenden Gilt wurden aufgrund der Sorgen um die Finanzierbarkeit des Haushalts 2026 bzw. die anwachsende Staatsverschuldung aufwärts getrieben. Stiegen die Sorgen an, resultierte dies über das ganze Jahr hinweg in einem unmittelbaren und schnellen Anstieg insbesondere auch bei den 30-jährigen Gilt. Mit 5,74 Prozent rentierten diese Anfang September so hoch wie zuletzt im Jahr 1999. Anfang Oktober rentieren sie mit rund 5,55 Prozent immer noch 80 Basispunkte höher als deren Pendant in den USA.

Die Finanzmärkte warten gebannt auf die Vorlage des Herbstbudgets am 26. November durch die Schatzkanzlerin Rachel Reeves. Spar-Maßnahmen bei den Ausgaben werden durch eine Art „Revolte“ vieler Parteimitglieder erschwert, die schon im Frühjahr einen Teil der geplanten Ausgabenkürzungen verhinderten. Steuererhöhungen erscheinen deshalb möglich, mit all den negativen Folgen, die diese für den Standort „Großbritannien“ mit sich brächten. Die Volatilität bei britischen Assets könnte in den Tagen um die Vorlage des Herbstbudgets herum spürbar zunehmen.

Pfund Sterling von Sorgen um Staatsschulden gebremst

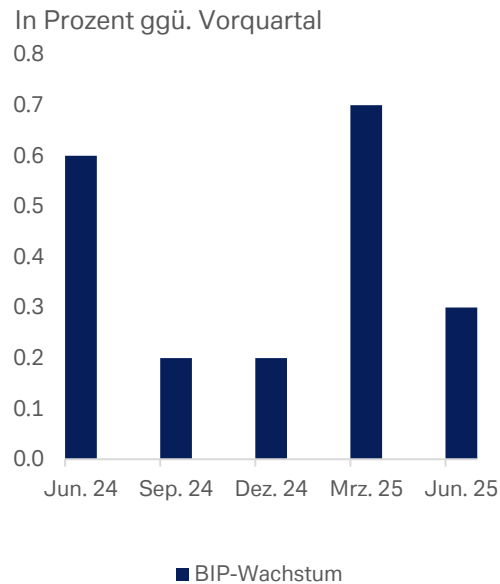
Trotz des sich in Jahresverlauf vergrößernden Spreads zwischen den Leitzinsen der Bank of England und der EZB wertete das Pfund Sterling von Jahresbeginn bis Ende September um mehr als fünf Prozent zum Euro ab. Zwar war die Volatilität in dem Währungspaar phasenweise recht gering, die Ausschläge dann aber umso heftiger, wenn Bewegung in den Kurs rein kam. Ähnlich wie beim EUR/USD – Kurs geriet das Pfund insbesondere dann unter Abwertungsdruck, wenn die Renditen der langlaufenden britischen Staatsanleihen ihren Höchstständen zustrebten – ein klares Indiz dafür, dass sich die Märkte stark auf das Thema „Staatsverschuldung“ fokussierten.

Kurzfristig dürfte der Pfad für das Pfund Sterling davon beeinflusst werden, wie die Märkte das Herbstbudget am 26. November aufnehmen werden. In den vergangenen Monaten dürfte bereits viel Negatives in den Kurs des Pfundes eingepreist worden sein. Andererseits dürfte die Bank of England behutsam weiterhin den Zinssenkungszyklus fortsetzen, so dass die Differenz zu den Leitzinsen der EZB geringer werden wird. Sollte es keinen „Unfall“ beim Thema „britische Staatsverschuldung“ geben, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich Euro und Pfund Sterling in den kommenden Monaten recht parallel bewegen mit einem möglicherweise leichten Abwertungsdruck auf das Pfund.



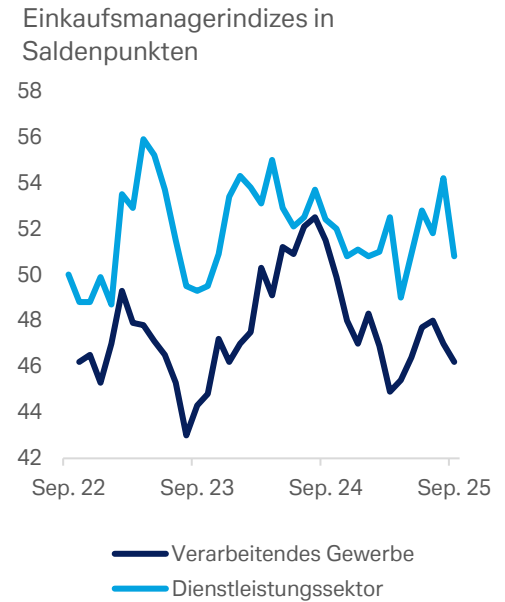
06

BIP trotz Abschwächung über Marktkonsens



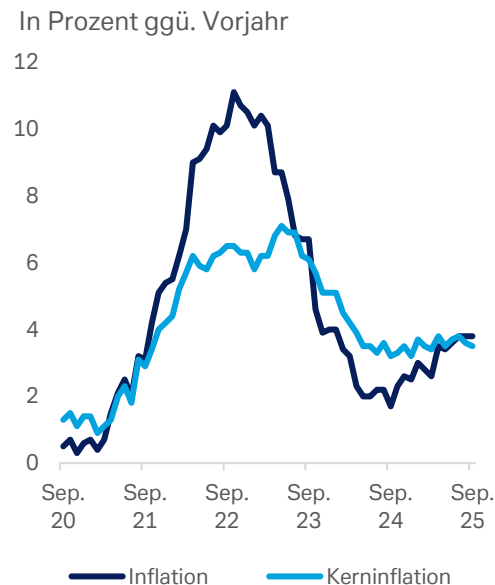
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Einkaufsmanagerindizes auf getrennten Pfaden



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Abwärtstrend der Inflation zuletzt gestoppt und umgekehrt



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Leichte Dellen am Arbeitsmarkt

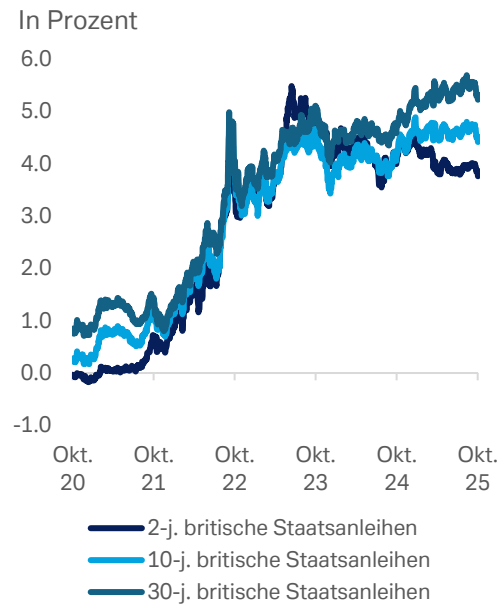


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



06

Renditen in UK bleiben auf hohem Niveau



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Britisches Pfund unter moderatem Abwertungsdruck



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



07

Schweiz

- US-Zölle könnten Schweizer Wirtschaft mittelfristig dämpfen
- Starkes Auftaktquartal gefolgt von gedämpftem zweitem Quartal
- Inflation in der Nähe der Nulllinie
- Nullzinsen, aber keine Negativzinsen, SNB mit moderaten Interventionen
- Frankenstärke dennoch weiter anhaltend

„Zollshock“ zum Nationalfeiertag

War die Schweizer Regierung nach Verhandlungen mit US-Regierungsbehörden noch davon ausgegangen, mit US-Importzöllen in Höhe von zehn Prozent „davonzukommen“, kam der Schock wenige Stunden vor dem Anbruch des Schweizer Nationalfeiertags am 1. August. US-Präsident Trump verkündete Importzölle in Höhe von 39 Prozent gültig ab dem 7. August – auch ein kurzfristig anberaumter Trip einer eidgenössischen Regierungsdelegation nach Washington brachte keine Erleichterung. Ausgenommen von den Zöllen waren lediglich Edelmetalle und Pharmaerzeugnisse. Ironischerweise haben gerade die im ersten Halbjahr deutlich erhöhten Goldexporte aus der Schweiz im Gegenwert von etwa 39 Milliarden US-Dollar entscheidend zu dem hohen Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA beigetragen. Dabei hatte die Schweiz lediglich als Durchgangsstation für das Umschmelzen von Barren fungiert, die aus Sorge vor potenziellen US-Zöllen in deutlich erhöhten Mengen gen USA geschickt worden waren.

Nichtsdestotrotz reagierten die Finanzmärkte nicht panikartig. Einen Rücksetzer um rund zwei Prozent nach Verkündung der Zölle machte der Schweizer Franken schnell wieder wett. Entscheidend dazu beigetragen hat die Tatsache, dass die US-Zölle keine Edelmetalle und – unter bestimmten Kriterien, die die großen Schweizer Pharmaunternehmen erfüllen, ansonsten würden Zölle in Höhe von 100 Prozent drohen – keine Pharmaprodukte umfassen.

Schweizer Wirtschaft verliert an Schwung

Die Schweizer Wirtschaft überzeugte mit einem mehr als soliden Auftaktquartal. Im ersten Quartal 2025 wuchs sie mit 0,5 Prozent etwas stärker als erwartet, bereinigt um Sportereignisse (viele Dachorganisationen wie das Olympische Komitee oder die FIFA haben ihren Sitz in der Schweiz) gewann die Wirtschaft sogar um 0,8 Prozent an Fahrt. Im zweiten Quartal stiegen dann jedoch beide Messgrößen des BIP lediglich um 0,1 Prozent.



07

Schweiz

Stark rückläufig hatten sich die industrielle Wertschöpfung und die Exporte entwickelt, wohingegen der Dienstleistungssektor laut Pressemitteilung "breit abgestützt" gewachsen sei. Vor dem Hintergrund der US-Zölle reduzierte das Schweizer Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) die Wachstums-Prognose für 2026 von 1,2 auf 0,8 Prozent.

Einige Frühindikatoren zeigen zudem eine zuletzt etwas gedämpftere Stimmung. Der KOF-Frühindikator rutschte leicht unter seinen langjährigen Durchschnitt von 100 Punkten. Der Einkaufsmanagerindex der verarbeitenden Industrie schafft es weiterhin nicht, die 50-Punkte-Marke zu überwinden und somit in die Expansionszone zurückzuklettern. Der Index für die Dienstleistungen stürzte von 56,8 im Mai auf 41,8 im Juli ab und konnte sich seitdem auch nicht nachhaltig erholen.

Inflation zurück an der Nulllinie

Waren die Verbraucherpreise im Mai noch kurz in die Deflation zurück gesunken (-0,1 Prozent zum Vorjahr) stabilisierten sie sich seitdem und kehrten in der Jahresrate auf 0,2 Prozent zurück. Auch die Kernrate stabilisierte sich bei rund 0,7 Prozent. Der Index der Erzeuger- und Importpreise fiel zuletzt jedoch weiter unter die Nulllinie. Die Schweizerische Nationalbank SNB bestätigte im Rahmen ihrer Septembersitzung ihre Inflationserwartungen vom Juni: Für 2025 wird mit einer Teuerung von 0.2 Prozent gerechnet, für 2026 mit 0.5 Prozent und für 2027 von 0.7 Prozent.

Leitzins ebenfalls an der Nulllinie, aber Negativzinsen unwahrscheinlich

Sechs Sitzungen in Folge hatte die SNB den Leitzins gesenkt. Im März, Juni und September 2024 senkte sie ihn um jeweils 25 Basispunkte, im letzten Dezember um 50 Basispunkte, im März und im Juni dann wieder um 25 Basispunkte. Damit war der Leitzins auf null zurückgekehrt. Für kurze Zeit waren an den Swapmärkten ein bis zwei weitere Leitzinssenkungen erwartet worden, Ende September waren diese zumindest für 2025 und Anfang 2026 jedoch wieder nahezu komplett ausgepreist worden.

SNB-Präsident Martin Schlegel machte deutlich, dass er den Zinssenkungszyklus als beendet ansieht. „Die Lockerung unserer Geldpolitik hat dazu beigetragen, dass die Inflation seit Mai nicht weiter zurückgegangen ist“, erklärte er. Im Gegenteil: Sie legte von -0.1 Prozent im Mai auf +0.2 Prozent im August zu. Unter der Annahme eines unveränderten SNB-Leitzinses dürfte sie in den nächsten Quartalen weiter leicht ansteigen. Mit dem aktuellen Leitzins sei die Preisstabilität, also eine Teuerung von 0 bis maximal 2 Prozent, laut der SNB gewährleistet.



07

Schweiz

Franken bleibt trotz Nullzinsen gefragt

Im Zuge der Marktturbulenzen im Anschluss an den „Liberation Day“ wertete der Franken mit EUR/CHF 0,9213 um Haaresbreite auf ein neues Rekordhoch zu Euro auf. Lediglich Ende November 2024 hatte der Franken kurzzeitig marginal fester notiert. Im Großen und Ganzen notierte der EUR/CHF-Kurs vom Jahresbeginn bis Ende September 2025 meist unspektakulär innerhalb einer Spanne von EUR/CHF 0,921 und 0,966 – seit Mai gar mit wenigen Ausschlägen nach unten oder oben in einer weiter verengten Range zwischen 0,93 und 0,94.

Die Schweizerische Exportindustrie leidet somit nicht nur unter den neuen US-Importzöllen, sondern auch aufgrund des anhaltend festen Frankens. Da die SNB die Möglichkeiten der geldpolitischen Steuerung via Null- oder gar Negativzinsen weitgehend ausgereizt hat, bliebe als Möglichkeit, an den Währungsmärkten zu intervenieren. Dies könnte allerdings die US-Regierung auf den Plan rufen, welche die Schweiz im schlimmsten Fall als „Währungsmanipulator“ brandmarken könnte, und im „Worst Case“ zu Sanktionen führen würde.

Nichtsdestotrotz griff die SNB im zweiten Quartal 2025 zu diesem Mittel, nachdem sie 15 Monate Abstand von Währungsmarktinterventionen genommen hatte. Nach Daten, die Ende September veröffentlicht wurden, hatte die SNB 5,1 Milliarden Franken gegen Fremdwährung verkauft, um den Anstieg des Frankens zu bremsen. Dennoch hatte dieser Franken rund zehn Prozent zum US-Dollar im zweiten Quartal aufgewertet, zum Euro rund zwei Prozent. Am 29. September gaben die Schweiz und die USA eine gemeinsame Erklärung ab, in der sie sich gegenseitig versprochen, den Franken-US-Dollar-Wechselkurs nicht zu beeinflussen, um sich wirtschaftliche Vorteile zu verschaffen.

Die Rhetorik der Schweizerischen Nationalbank deutet darauf hin, dass sie möglichst unter allen Umständen vermeiden möchte, erneut Negativzinsen einzuführen. Dies deutet darauf hin, dass sie weiterhin dann intervenieren wird, wenn eine starke Aufwertung in kurzer Zeit stattfinden sollte. Eine langsame, geordnete Aufwertung des Frankens dürfte sie jedoch tolerieren. Daten für das dritte Quartal werden erst am 31. Dezember veröffentlicht.

Mit dem Infrastruktur- und Verteidigungspaket in Deutschland sollte es zumindest zu einem kurzfristigen Konjunkturschub in Deutschland und Europa kommen. Zudem unterliegen US-Importe aus der EU mit 15 Prozent einem niedrigeren Zollsatz als die US-Importe aus der Schweiz mit 39 Prozent. Dies dürfte nicht in Stein gemeißelt sein, aber könnte dem Franken zum Euro 2026 leichten Gegenwind ins Gesicht blasen.



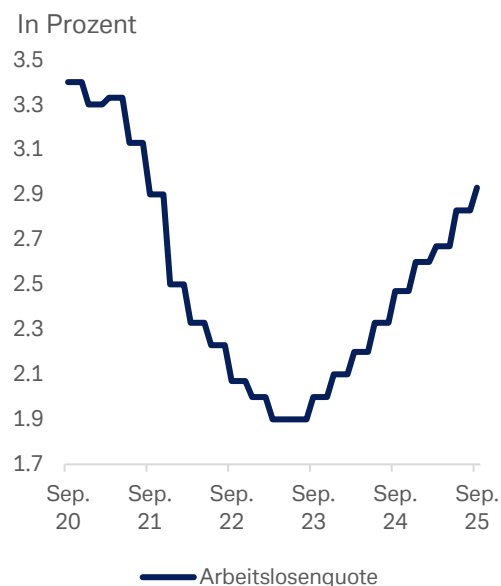
07

KOF-Konjunkturbarometer: Wirtschaft verliert an Dynamik



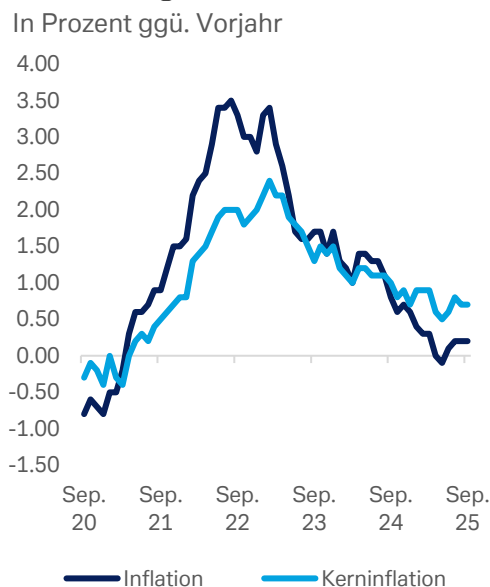
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Arbeitsmarkt bleibt recht stabil



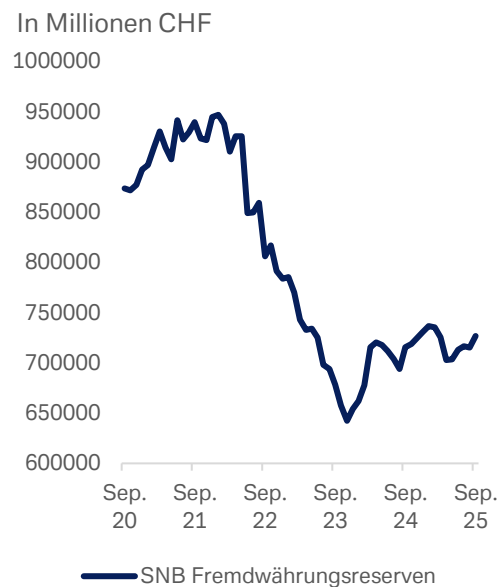
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Inflation knapp über der Nulllinie: Preisniveaustabilität wieder hergestellt



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Währungsreserven der SNB wenig verändert

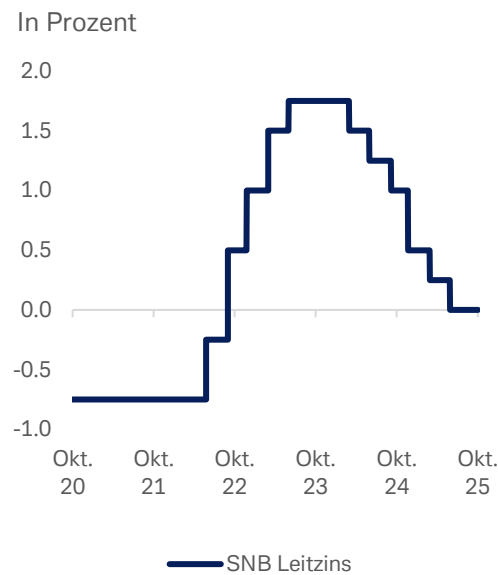


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



07

Leitzinsen zurück auf null



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Frankenstärke trotz Interventionen und Nullzinsen



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



08

Skandinavien

- Konjunktur in Norwegen und Schweden gedämpft, Aussichten unsicher
- Inflation in beiden Ländern rückläufig, in Schweden bleibt sie hoch
- Riksbank hat Zinssenkungszyklus beendet, Norges Bank hat erst spät begonnen
- US-Importzölle belasten besonders die schwedische Wirtschaft
- Sowohl die norwegische Krone als auch die schwedische Krone könnten zulegen

Norwegische Wirtschaft stärker als erwartet, schwedische bleibt verhaltener

Das Wirtschaftswachstum in Schweden war 2025 bis dato verhalten, im ersten Quartal schrumpfte das BIP um 0,2 Prozent zum Vorquartal, im zweiten legt es 0,5 Prozent zu. Das schwache Wirtschaftswachstum ging mit einer noch zu hohen Inflation, Unsicherheit über die US-Zollpolitik und einer schwachen Binnennachfrage sowohl von Haushalten als auch von Unternehmen einher. Zudem ist die Arbeitslosenquote trotz der expansiveren Geldpolitik der Riksbank auf hohem Niveau geblieben.

Norwegens Wirtschaftsleistung hat sich stärker als zuvor verbessert, das Festlands-BIP legte im ersten Quartal 1,0 und im zweiten 0,6 Prozent zum Vorquartal zu. Die bis zum Herbst niedrigeren Öl- und Erdgaspreise belasten jedoch die Aussichten und damit mutmaßlich auch die öffentlichen Finanzen Norwegens. Sowohl die schwedische als auch die norwegische Krone haben sich bis dato 2025 im Vergleich zu anderen G10-Währungen relativ stark entwickelt.

PMIs für das verarbeitende Gewerbe bewegen sich in entgegengesetzte Richtungen

Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe schwankten in beiden Ländern zwischen Rückgang und Expansion. Der norwegische DNB-Einkaufsmanagerindex sank im August von 51,1 auf 49,6 Punkte und fiel damit in den rezessiven Bereich. Im Anschluss an den „Liberation Day“ in den USA Anfang April war der Index noch auf 46,2 Punkte gefallen, als die Unsicherheit über die US-Zollpolitik ihren Höhepunkt erreichte. Norwegen unterliegt bis dato keinen erhöhten Importzöllen.

Es erscheint erstaunlich, dass die schwedischen Einkaufsmanager optimistischere Daten meldeten als die Kollegen in Norwegen, obwohl das makroökonomische Umfeld in Schweden schwieriger war. Der Index stieg zuletzt von 52,1 im Juli auf 55,3 im August und erreichte damit den höchsten Stand in diesem Jahr. Zudem blieb er im Kontrast zu vielen zentraleuropäischen Einkaufsmanagerindizes der Industrie in den vergangenen zwölf Monaten konstant in der Expansionszone.



08

Skandinavien

Konsum verbessert sich auf niedrigem Niveau

Der Konsum der privaten Haushalte hat sich in beiden Ländern zwar zuletzt im Vergleich zum Vorjahr verbessert, ist aber nach wie vor schwach. In Schweden stieg er im Juli nur noch 0,2 Prozent zum Vormonat nach 0,6 Prozent im Juni. Zuletzt hat sich das Wachstum der Löhne im Vergleich zum Vorjahresmonat von 4,0 Prozent im September 2024 auf 2,8 Prozent im Juni 2025 verlangsamt. Die Arbeitslosenquote sank zwar von 9,7 Prozent im Mai auf 8,0 Prozent im Juli, stieg dann jedoch auf 8,4 Prozent im August und bleibt somit anhaltend auf hohem Niveau.

In Norwegen hat sich die Wirtschaftstätigkeit gemäß den Erwartungen der Norges Bank erholt. Norwegens Produktion dürfte nahe ihres Potenzialwachstums sein. Die Arbeitslosenquote bleibt mit 2,1 Prozent beneidenswert niedrig. Der Konsum der privaten Haushalte bleibt deshalb robust.

Schwedische Regierung will Wirtschaft ankurbeln

Die schwedische Regierung hat für das Wahljahr 2026 – wen überrascht es? – zusätzliche staatliche Ausgabenprogramme angekündigt. Obwohl die Riksbank mit der Senkung der Leitzinsen auf eine akkommodierendere Geldpolitik umschwenkte, hat sich die Wirtschaft nicht wie erhofft erholt. Deswegen geht die amtierende Regierung in die Vollen und möchte die Binnennachfrage ankurbeln, indem sie den Steuersatz auf Erwerbseinkommen, Renten und Unternehmensgewinne sowie die Mehrwertsteuer auf Lebensmittel senken möchte und die Verteidigungsausgaben um 18 Prozent erhöhen. Insgesamt soll die Wirtschaft durch eine Ausgabenerhöhung über 800 Milliarden Kronen angekurbelt werden.

Darüber hinaus will sie die hohe Arbeitslosenquote des Landes, die nach Spanien und Finnland die dritthöchste in Europa, durch Kürzung der Sozialleistungen für Arbeitslose und die Einführung staatlich finanzierter finanzieller Anreize für Arbeitslose bekämpfen. Die Verschuldung des öffentlichen Sektors ist mit 35,1 Prozent des BIP verglichen mit dem EU-Durchschnitt von 90 Prozent jedoch niedrig. Die zusätzlichen Staatsausgaben dürften das Niveau 2026 auf 35,8 Prozent anheben.

Zinssenkungszyklus der Riksbank beendet

Die Riksbank begann ihren Zinssenkungszyklus im Mai 2024 vor den meisten anderen europäischen Zentralbanken. Seitdem hat sie ihren Leitzins von 4,0 Prozent auf 1,75 Prozent gesenkt, zuletzt im September. Sie stellte fest, dass sie nun zu einer abwartenden Haltung übergehe. Nach Ansicht der Währungshüter sind bis Ende 2028 keine Zinssenkungen mehr zu erwarten. Schließlich birgt auch der Haushalt für 2026 Risiken für die Inflationsaussichten.



08

Skandinavien

In Schweden ist die Verbraucherpreisinflation über den Sommer gestiegen, wenngleich sie innerhalb des Zielbandes der Riksbank geblieben ist. Die Notenbank fokussiert sich jedoch als Inflationsmaß auf den CPIF, der nicht von Änderungen der Zinssätze für Hypotheken beeinflusst wird. Der CPIF sank im August leicht von 3,3 auf 3,2 Prozent. Die Immobilienpreise haben sich von ihrem Einbruch erholt und sind im 2. Quartal 2025 im Vergleich zum Vorquartal um 2,0 Prozent gestiegen.

Norges Bank senkt Leitzinsen gefühlt in Zeitlupe

In Norwegen stiegen die Verbraucherpreise im August unangenehm stark um 3,5 Prozent zum Vorjahr. Die Kerninflationsrate VPI-ATE verharrte entgegen dem Marktkonsens eines leichten Rückgangs bei 3,1 Prozent und blieb damit über der Zielrate der Norges Bank von zwei Prozent. Die Inflation bei Nahrungsmitteln und bei Dienstleistungen blieb weiterhin hoch.

Angesichts dieser Entwicklungen hat die Norges Bank im September eine „falkenhafte“ Zinssenkung vorgenommen, indem sie zwar ihren Leitzins von 4,25 auf 4,00 Prozent senkte. Gleichzeitig teilte sie jedoch mit, dass mindestens bis nach 2026 hinein noch eine restriktive Geldpolitik erforderlich sei, um die Inflation in den Zielbereich zu bekommen. Bis Ende 2028 projizierte die Norges Bank gerade einmal drei Leitzinssenkungen à 25 Basispunkte, also eine pro Kalenderjahr.

Stabilisierung bis Aufwertung für beide Kronen möglich

Nach der Zinssenkung der Riksbank im Mai hat sich die Krone gegenüber dem Euro trotz ihrer insgesamt dennoch starken Performance in der ersten Jahreshälfte deutlich abgeschwächt. Nach der Vereinbarung der EU-Kommission mit der US-Regierung über die Handelspolitik Anfang August pendelte sich die Krone gegenüber dem Euro bei etwa EUR/SEK 11,00 ein. In den kommenden Monaten sollte die schwedische Krone gegenüber dem Euro leicht an Wert gewinnen können, da die nun vor der Tür stehenden fiskalischen Stimuli in Deutschland das Wachstum in der Eurozone stützen dürften. Dies wiederum dürfte die Auslandsnachfrage auch nach schwedischen Gütern stärken und die dämpfenden Auswirkungen der Zinssenkungen der Riksbank kompensieren.

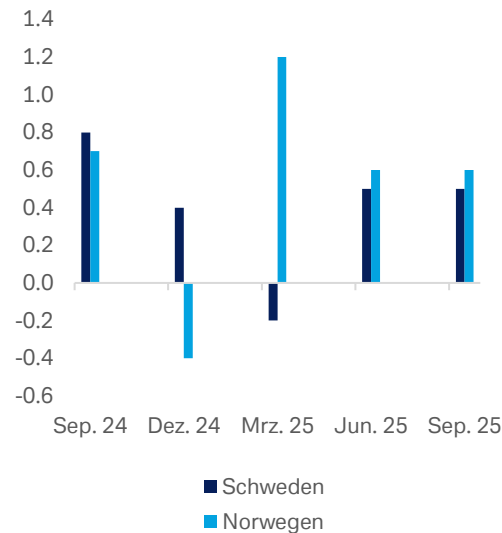
Auch die norwegische Krone sollte gegenüber dem Euro leichtes Aufwertungspotenzial haben, insbesondere, falls sich die Öl- und Erdgaspreise stabilisieren sollten. Zudem könnte die Norges Bank zwar mittelfristig behutsam die Zinsen weiter senken, der Abstand zwischen den hohen Zinssätzen Norwegens und den niedrigeren in der Eurozone sich also verkleinern. Dennoch sollte Norwegen neben Großbritannien 2026 die höchsten Leitzinsen eines G10-Landes bieten, was Anlagen in Kronen attraktiv machen könnte – auch als Diversifizierung zu US-Dollar-Anlagen.



08

Norwegische Wirtschaft brummt, schwedische stottert

BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Verbrauchervertrauen hellt sich allmählich auf

I.A. & r.A.: Verbraucher-vertrauen in Indexpunkten



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Lohnentwicklung zuletzt moderater

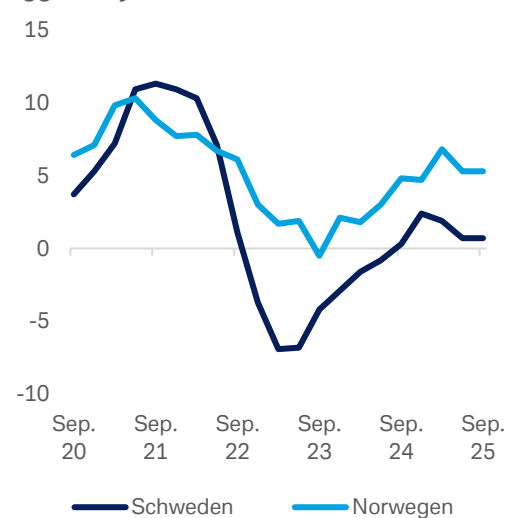
Lohnwachstum in Prozent ggü. Vorjahr



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Immobilienmärkte stabilisiert

Immobilienpreise in Prozent ggü. Vorjahr

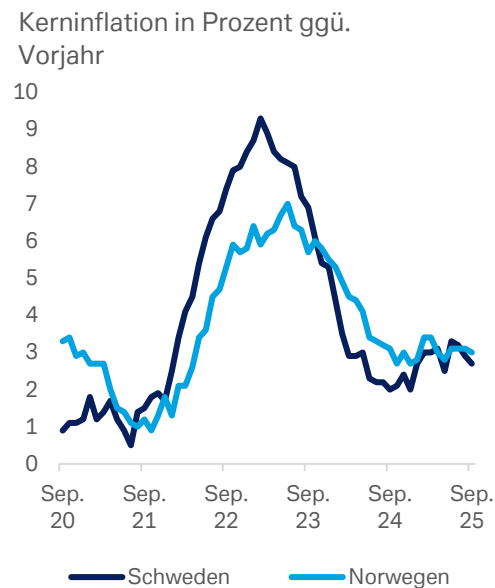


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



08

Kerninflation noch immer über Zielbereich



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Schwedische und norwegische Krone mit Rückenwind



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



09

Dollar-Block

- Divergenz bei den Rohstoffpreisen zwischen Metallen und Energierohstoffen
- Konjunkturelle Erholung in China aufgrund von Stimuli bleibt Hoffnung
- Zinssenkungszyklus in Kanada nahezu beendet, in Australien gebremst
- US-Handelspolitik bleibt Belastungsfaktor
- Kursverluste für AUD und CAD 2025 dürften sich in dem Ausmaß nicht fortsetzen

Weltkonjunktur und Rohstoffe

Zwar dürfte die Weltkonjunktur nach den Juli-Prognosen des IWF mit 3,0 Prozent 2025 bzw. 2,6 Prozent 2026 etwas stärker wachsen als in den April-Prognosen angenommen. Allerdings ist dies historisch betrachtet eine eher schwache Steigerung, welche durch die vielen geo- und handelspolitischen Unsicherheiten nicht gerade nachhaltig unterstützt wird.

Für die Dollarwährungen, die ja nicht unerheblich auch von der Entwicklung der Rohstoffpreise abhängig sind, zeigten diese 2025 zwei Gesichter: Zum einen stiegen die Edelmetalle in Höhen, die sich vor Jahresbeginn nicht ein Marktakteur hätte vorstellen können. Anfang Oktober hatten die Goldpreise seit Jahresbeginn rund 50 Prozent auf rund 3.950 USD/Unze zugelegt, Silber gar knapp 70 Prozent, Platin nahezu 80 Prozent. Naheliegenderweise profitierten die Goldproduzenten in Kanada und Australien hiervon, ebenso wie die Kupferförderer von dem Anstieg um mehr als 20 Prozent auf rund 10.700 USD/Tonne.

Der Anstieg der Goldpreise beruht primär auf der Suche nach „sicheren Häfen“ im Umfeld häufig schwer vorhersehbarer Entwicklungen der US-Handelspolitik sowie geopolitischer Unsicherheiten. Silber und Platin hatten in den Augen vieler Anleger Nachholbedarf nach dem starken Anstieg der Goldpreise. In Kupfer kamen zunächst Unsicherheiten bezüglich der US-Zölle auf Kupferprodukte sowie zuletzt Sorgen um ein wachsendes Angebotsdefizit aufgrund der zeitweisen Schließung der Grasberg-Mine in Indonesien hinzu. Die Eisenerzpreise bewegten sich seit Jahresbeginn seitwärts.

Unter Druck blieben zuletzt die Ölpreise: Sie haben seit Jahresbeginn mehr als zehn Prozent nachgegeben. Dies ist in erster Linie auf ein sich abzeichnendes Überangebot zurückzuführen, zumal die Opec+ im Verlauf des Jahres einen großen Teil ihrer Produktionskürzungen rückgängig gemacht hat. Der Lageraufbau in China reichte nicht, um die Preise nachhaltig zu stützen. Die IEA erwartet für 2026 eine weitere Ausweitung des Angebots u.a. aus den USA, Guayana und Brasilien, so dass die Aussichten für stark steigende Ölpreise eher gering erscheinen.



09

Dollar-Block

Der Energiesektor hat einen überproportionalen Einfluss auf den Außenwert des CAD, da er knapp zehn Prozent des kanadischen BIP ausmacht, sodass der CAD häufig eine starke Korrelation mit den Ölpreisen aufwies. Für Australien sind eher die Preise für Eisenerz, Kupfer, Kohle und Erdgas relevant. Eisenerz wird Anfang Oktober in Asien auf dem Niveau vom Jahresanfang gehandelt, hat also wenig Einfluss auf den Außenwert des AUD gehabt. Während die Erdgaspreise sich ähnlich wie die für Öl seit dem Jahresbeginn verbilligten, sollte Australien von dem vermutlich auch in den Folgejahren bestehenden Angebotsdefizit bei Kupfer profitieren können. Schließlich sprechen auch gerade die starke Nachfrage von Data Centers, von Seiten der erneuerbaren Energien sowie von Stromleitungsherstellern für ein nachhaltig robustes Kaufinteresse an Kupfer.

Australien

Der australische Dollar hat seit Jahresbeginn gut sechs Prozent zum Euro abgewertet. Hier spiegelte sich auch die lange Zeit unsichere Lage im Handelskonflikt zwischen den USA und China wider. Die australische Konjunktur entwickelte sich dabei nicht so schlecht: Im ersten Quartal wuchs sie um 0,3 Prozent zum Vorquartal, im zweiten um 0,6 Prozent. Die Arbeitslosenquote verharrte knapp über der Marke von vier Prozent. Kopfschmerzen bereitet jedoch weiterhin potenzieller Inflationsdruck, nachdem die Verbraucherpreise im ersten Quartal um 0,9 und im zweiten um 0,7 Prozent zum Vorquartal gestiegen waren.

In der Sitzung Ende September beschloss deshalb die Reserve Bank of Australia (RBA), den Leitzins, der zu Jahresbeginn noch bei 4,35 Prozent stand, bei 3,6 Prozent zu belassen. Die Währungshüter erwähnten einerseits die Lockerung der finanziellen Bedingungen nach den vorangegangenen Zinssenkungen. Andererseits betonten sie die zuletzt höher als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten. Obwohl die Gesamtinflation und die Zielrate, die getrimmte Inflationsrate, im zweiten Quartal innerhalb des Zielbereichs von zwei bis drei Prozent geblieben seien, deuteten die Monatsdaten darauf hin, dass die Inflation im dritten Quartal höher ausfallen könne als erwartet.

Via OIS werden nun bis zum Jahresende rund 15 Basispunkte an kumulierten Zinssenkungen eingepreist, die nächste Zinssenkung um 25 Basispunkte komplett für die Sitzung am 17. März 2026. Zukünftige Zinsentscheidungen dürften in hohem Maße von den Konjunkturdaten abhängen, insbesondere von den am 16. Oktober anstehenden Daten zum Arbeitsmarkt und vor allem von den am 29. Oktober zu veröffentlichen Inflationsdaten für das dritte Quartal.



09

Dollar-Block

Wertete der AUD kurz nach dem „Liberation Day“ in den USA noch auf EUR/USD 1,85 ab, ein Fünf-Jahres-Tief, stabilisierte er sich seit Anfang September unterhalb der Marke von EUR/AUD 1,80. In den kommenden Monaten könnte er die Seitwärtsbewegung eine Weile fortsetzen und zumindest nicht mehr signifikant an Wert verlieren.

Kanada

Der kanadische Dollar war bis Anfang Oktober mit einem Wertverlust in Höhe von rund neun Prozent die schwächste G10-Währung hinter dem US-Dollar. Dies ist nicht weiter verwunderlich, wenn man sich vor Augen hält, wie stark Kanadas Wirtschaft zeitweise von dem zu Jahresbeginn recht stark eskalierenden Handelskonflikt mit dem südlichen Nachbarn USA getroffen wurde. Erst mit der Einigung darauf, das USMCA-kompatible Güter von den US-Importzöllen befreit bleiben, setzte eine moderate Beruhigung ein. Die Zölle in Höhe von 50 Prozent auf Stahl und Aluminium blieben jedoch gerade für Kanada ein großes Problem.

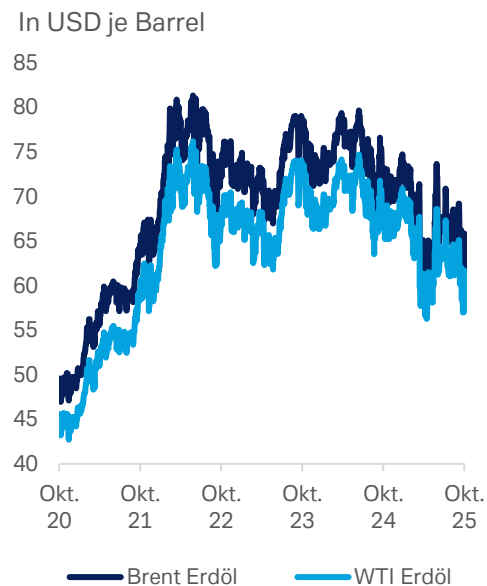
Somit konnte Kanadas Wirtschaft auch aufgrund von Vorzieheffekten im ersten Quartal annualisiert noch um 2,0 Prozent zulegen, während sie im zweiten Quartal um 1,6 Prozent schrumpfte. Zu Jahresbeginn lag der Leitzins noch bei 3,25 Prozent, Mitte September senkte die BoC ihn zuletzt um 25 Basispunkte auf 2,50 Prozent – der erste Zinsschritt nach einer sechsmonatigen Pause. Grund hierfür war die zuletzt deutlich abgekühlte Konjunktur. Die BoC betonte, dass sich die Schwäche des Arbeitsmarktes auf Sektoren ausgeweitet habe, die nicht direkt vom Handel betroffen sind und dass die Aufwärtsrisiken für den Inflationsdruck zurückgegangen seien. Innerhalb von zwei Monaten waren mehr als 100.000 Arbeitsplätze verloren gegangen. Mit 7,1 Prozent liegt die Arbeitslosenquote inzwischen auf dem höchsten Stand seit neun Jahren – ausgenommen der Jahre der Corona-Pandemie. BoC-Gouverneur Tiff Macklem ließ deshalb die Tür für weitere Zinssenkungen offen. An den Swap-Märkten wird via OIS noch eine weitere, vermutlich finale, Senkung um 25 Basispunkte bis zum Ende dieses Jahres eingepreist.

Anfang Oktober wertete der CAD zum EUR auf EUR/CAD 1,64 ab und damit auf das niedrigste Niveau seit 2009. Das Abwertungspotential für den CAD dürfte somit aber vermutlich weitgehend ausgeschöpft sein. In den kommenden Monaten könnte er sich relativ parallel zum Euro bewegen.

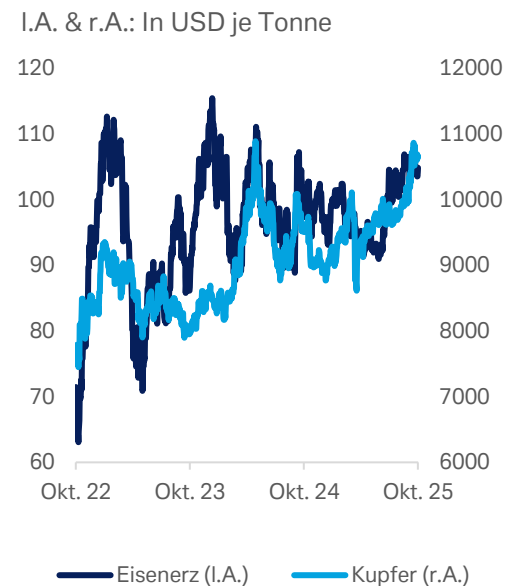


09

Ölpreise durch Förderausweitungen gedämpft



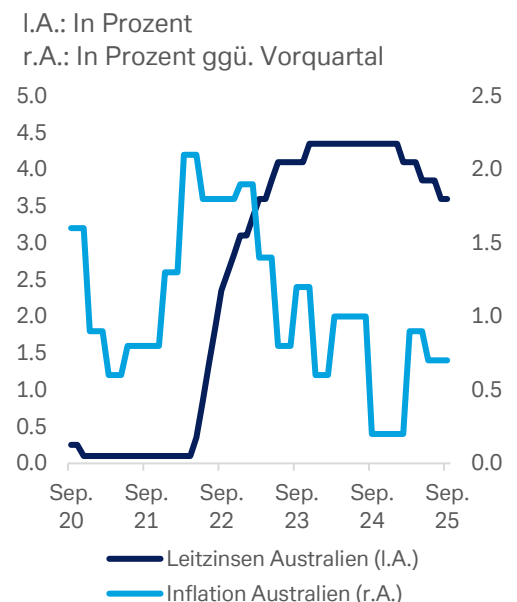
Eisenerz wenig verändert, Kupfer gefragt



Wertentwicklung des Australischen Dollars



Leitzins- und Inflationsentwicklung in Australien

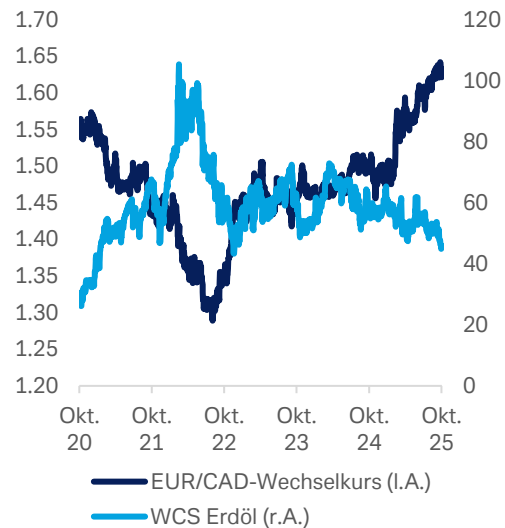




09

CAD leidet unter Erdölpreisen und Handelskonflikt mit den USA

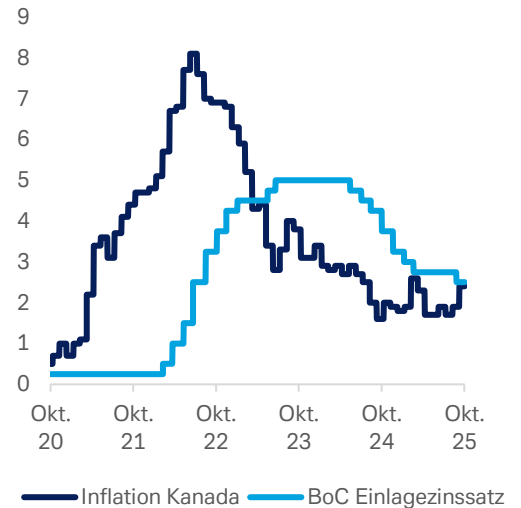
I.A.: CAD je Euro
r.A.: In USD je Barrel



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

BoC vermutlich noch nicht am Ende des Zinssenkungszyklus

In Prozent, Inflation ggü.
Vorjahr



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



10

Osteuropa

- Inflationsraten unter Kontrolle und an den bzw. nahe der Zielniveaus
- Zinssenkungszyklus in Tschechien beendet, in Ungarn pausiert, in Polen intakt
- Konjunkturentwicklung dürfte vom „Sondervermögen“ Deutschlands profitieren
- Wahlen gab es in Polen und Tschechien 2025, Ungarn folgt 2026
- Auszahlung der NGEU-Fondsmittel an Ungarn immer noch in der Schwebe

Sinkende Inflationsraten die Norm: Zielzonen der Notenbanken jedoch noch nicht überall erreicht

Das Bruttoinlandsprodukt entwickelte sich 2025 in den mittelosteuropäischen Staaten bis dato meist solide. In Tschechien wuchs die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal um 0,7 und im zweiten um 0,5 Prozent. In Ungarn misslang der Jahresauftakt hingegen, die Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal um 0,2 Prozent zum Vorquartal, im zweiten legte sie hingegen einen Zahn zu und wuchs stärker als erwartet um 0,4 Prozent. Die Pole Position ergatterte sich Polen mit einem unerwartet kräftigen Anstieg der Wirtschaftsleistung um 0,7 Prozent im ersten Quartal, gefolgt von 0,8 Prozent im zweiten Quartal (jeweils zum Vorquartal). Allgemein dürften hier Vorzieheffekte vor den US-Zöllen eine Rolle gespielt haben. Auch sorgen teils robuste Reallohnzuwächse für anhaltend gute inländische Nachfrage, die Konsumenten bleiben in Kauflaune.

Von Jahresbeginn bis Ende September werteten die drei CEE-Währungen allesamt zum Euro auf. Der „Star“ des vergangenen Jahres, der Zloty, legte nur marginal zum Euro zu, die Tschechische Krone rund 3,5 und der Forint gar 6,1 Prozent. Tschechiens Währung stieg mit rund EUR/CZK 24,20 auf das höchste Niveau seit knapp zwei Jahren. Der Forint wertete immerhin auf ein 15-Monats-Hoch bei rund EUR/HUF 388 auf.

Die Stärke der Krone und des Forints ist unter anderem den zuletzt „falkenhaften“ Äußerungen der jeweiligen Notenbankgouverneure geschuldet. Die Tschechische Notenbank hielt den Leitzins seit Beginn des dritten Quartals konstant, die Ungarische sogar seit Jahresbeginn. Für die kommenden Monate spricht einiges dafür, dass die Stärke des HUF und der CZK anhalten werden. Neben den geldpolitisch restriktiveren Notenbanken – in Polen dürfte es hingegen zu weiteren Zinssenkungen kommen – haben gerade Tschechien und Ungarn eine sehr starke Korrelation zum Wirtschaftswachstum Deutschlands und dürften somit indirekt vom hiesigen „Sondervermögen“ mit profitieren.



10

Osteuropa

Tschechien

Die Tschechische Notenbank (CNB) sieht ihren Kampf gegen hohe Inflationsraten als beendet an. War die Verbraucherpreisinflation vorübergehend von 1,8 Prozent im April bis Juni zurück auf 2,9 Prozent angestiegen, setzt sie seitdem Schritt für Schritt zurück, zuletzt auf 2,5 Prozent im August. Im August lag die Inflation in Tschechien somit zwar weiterhin auf dem niedrigsten Niveau in Mitteleuropa, allerdings gleichzeitig über dem Mittelwert des Zielkorridors der CNB von ein bis drei Prozent. Außerdem hat die Kerninflation zuletzt zugenommen. Seit Anfang des Jahres betrug sie etwa 2,5 Prozent oder etwas mehr, im August stieg sie gar auf 2,8 Prozent. Nicht zuletzt deshalb haben die Währungshüter in den vergangenen Monaten einen restriktiveren Ton angeschlagen. In ihrer jüngsten Prognose hob die CNB ihre Inflationsprojektionen sowohl für dieses als auch für das nächste Jahr an und erwartet im Jahresmittel nun 2,6 für 2025 beziehungsweise 2,3 Prozent für 2026.

Insofern war es nachvollziehbar, dass sich bei der Septembersitzung alle sieben Mitglieder des geldpolitischen Rats der CNB erneut für einen unveränderten Leitzins bei 3,5 Prozent aussprachen. Die CNB erklärte, dass die Risiken „insgesamt inflationär“ seien und der anhaltende Inflationsdruck aus der Binnenwirtschaft eine Senkung der Zinssätze derzeit ausschließe. CNB-Gouverneur Aleš Michl betonte, dass eine straffe Geldpolitik erforderlich sei, um die Inflation wieder auf das Zwei-Prozent-Ziel zu senken. Er hob erneut hervor, dass bei künftigen Zinsentscheidungen „alle Optionen“ offen seien. Da der Leitzins mit 3,5 Prozent bereits nahe dem Niveau liegt, das die meisten Notenbanker als neutral betrachten, dürfte die Hürde für eine Anpassung – nach oben oder unten – recht hoch bleiben.

Anfang Oktober fanden in Tschechien Parlamentswahlen statt. Erwartungsgemäß lag die rechtspopulistische Partei ANO unter der Führung des ehemaligen Premierministers Andrej Babiš mit rund 35 Prozent deutlich vor den anderen Parteien. Die regierende konservativ-liberale Allianz Spolu unter Premierminister Petr Fiala lag mit 23 Prozent deutlich zurück. Durch die Bildung von Bündnissen über gemeinsame Wahllisten einer Reihe kleinerer Parteien erhöhte sich die Fragmentierung des Parlaments erheblich. Dies könnte die Regierungsbildung erschweren. Die ANO könnte eine Minderheitsregierung bilden und sich von der rechtsextremen SPD und der Autofahrerpartei tolerieren lassen, oder mit Letzteren eine Koalitionsregierung bilden, was allerdings mit der SPD äußerst schwierig erscheint. Politische Kommentatoren gehen davon aus, dass Andre Babis sich trotz womöglich radikal anders denkender Koalitionspartner aufgrund seiner geschäftlichen Interessen nicht gegen die anhaltende EU-Einbindung seines Landes stellen dürfte.



10

Osteuropa

Ungarn

Nach einem unerwarteten Anstieg der Inflationsrate Anfang des Jahres zurück auf 5,6 Prozent dürften die ungarischen Währungshüter vor Erleichterung aufgeatmet haben, als diese Schritt für Schritt zurück auf 4,3 Prozent im August zurückfiel. Dennoch zeigt sich die Notenbank (MMNB) seit Jahresbeginn vorsichtig und wachsam: Der Leitzins in Höhe von 6,5 Prozent wurde 2025 nicht angetastet.

Die Begründung der MNB basiert darauf, dass, dass die Maßnahmen der Regierung zur Regulierung der Gewinnmargen – beispielsweise bei Lebensmitteln, im Einzelhandel und bei Versorgern – „einen erheblichen dämpfenden Effekt auf die Inflation hatten“, außerhalb ihres Anwendungsbereichs jedoch „starke Preisanpassungen der Unternehmen zu beobachten“ seien. Sie geht daher davon aus, dass die Inflation für den Rest des Jahres über ihrem Zielkorridor von zwei bis vier Prozent bleiben dürfte und dass „Preisstabilität auf nachhaltige Weise durch die Gewährleistung straffer geldpolitischer Bedingungen erreicht werden kann“. Mit anderen Worten, der Leitzins dürfte zunächst einmal weiterhin da bleiben, wo er ist.

Die MNB erwartet, dass die Inflation Anfang 2026 nachhaltig in den Zielkorridor zurückkehren und Anfang 2027 das Inflationsziel von drei Prozent erreichen wird. Positiv gestimmt ist die MNB für das Wachstum der ungarischen Wirtschaft. Steigende Reallöhne, fiskalische Unterstützungsmaßnahmen sowie die für die EU erwartete Konjunkturerholung sollen das BIP-Wachstum auf 2,8 Prozent und im Jahr 2027 sogar auf 3,2 Prozent beschleunigen.

MNB-Gouverneur Mihály Varga äußerte sich kürzlich auch über den Außenwert des Forints. Die Notenbank zielt in ihrer Geldpolitik nicht auf den Wechselkurs ab, allerdings habe der im Jahresverlauf stärkere Forint positive Auswirkungen auf die Inflationserwartungen. Die anhaltend hohen Realzinsen hatten 2025 vermehrt für Kapitalzuflüsse internationaler Anleiheanleger gesorgt und damit nicht nur Ungarns Bondmärkten, sondern auch dem Forint ordentlich Rückenwind verschafft.

Sollte Ungarns Bevölkerung bei den voraussichtlich im April 2026 stattfindenden Parlamentswahlen für einen Regierungswechsel stimmen, könnte dies dem Forint weiteren Rückenwind verschaffen. Der Grund: Die Märkte würden auf eine Auszahlung der Mittel aus dem EU Next Generation Fund setzen, die bis dato immer noch größtenteils blockiert sind.



10

Osteuropa

Polen

Das robuste Wirtschaftswachstum Polens in diesem Jahr ist vor allem auf Konsumausgaben zurückzuführen, während sich die Auslandsnachfrage aufgrund der Unsicherheiten in Bezug auf den internationalen Handel abgeschwächt hat. Das kräftige Wachstum der Löhne stützt weiterhin den Konsum der privaten Haushalte und damit die Einzelhandelsumsätze. Auch die Industrieproduktion erholte sich und trug somit zum starken Wachstum im 2. Quartal bei.

Die positiven Auswirkungen der deutschen fiskalischen Impulse auf die polnische Wirtschaft sollten in Form einer gestiegenen Auslandsnachfrage ebenso wie die noch auszahlenden EU-Mittel aus dem Aufbau- und Resilienzprogramm und dem Security Action for Europe-Fund das Wirtschaftswachstum mittelfristig stützen. Der IWF prognostiziert, dass die polnische Wirtschaft ihr kräftiges Wachstum fortsetzen und im Jahr 2025 um 3,2 Prozent sowie im Jahr 2026 um 3,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr steigen wird.

Die Innenpolitik steht weiterhin still, da der neu gewählte Präsident Karol Nawrocki sein Veto gegen mehrere Vorschläge der Regierung für Wirtschaftsreformen eingelegt hat. Nawrocki trat im August sein Amt an und wird von der größten Oppositionspartei PiS unterstützt, nachdem er als unabhängiger Kandidat zur Wahl angetreten war. Zuletzt kündigte der Präsident an, sein Veto gegen den Vorschlag der Regierung einzulegen, die Körperschaftssteuer für Banken zu erhöhen, mit der geplante Erhöhungen der Verteidigungsausgaben und der Sozialausgaben finanziert worden wären.

Polens Haushaltsdefizit ist nach Finnland das zweithöchste in der Europäischen Union und wird nach Prognosen des Finanzministeriums in diesem Jahr bei 6,9 Prozent des BIP liegen. Da noch keine zusätzlichen Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung geplant sind, wird sich das Haushaltsdefizit wahrscheinlich nicht zeitnah verringern.

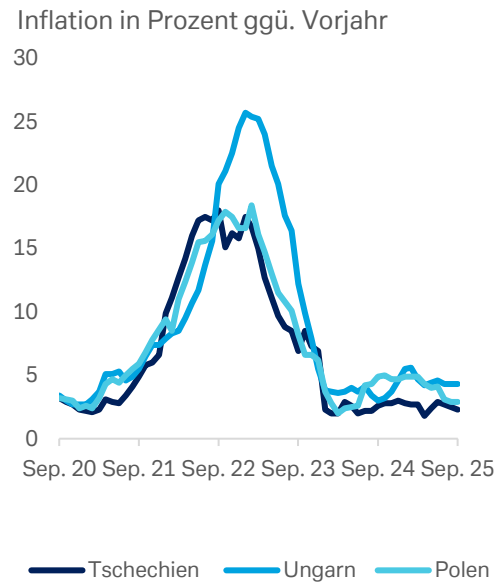
Die Kerninflation war zuletzt auf 3,2 Prozent im August gesunken, was der polnischen Notenbank NBP eine Steilvorlage lieferte, ihre Leitzinsen von 5,75 Prozent zu Jahresbeginn auf aktuelle 4,50 Prozent zu senken. Gesamt- und Kerninflation liegen somit nun innerhalb des Zielbandes der NBP, wenngleich die Währungshüter aufgrund des starken BIP-Wachstums im zweiten Quartal dieses Jahres, einer potenziell expansiveren Fiskalpolitik und der starken Konsumnachfrage in Verbindung mit einem kräftigen Wachstum der Löhne Aufwärtsrisiken für die Inflation sehen. Die NBP dürfte ihren geldpolitischen Lockerungszyklus vermutlich im Jahr 2026 weiter fortsetzen.

Der Zloty notiert nicht allzu weit von seinem Jahresanfangskurs gegenüber dem Euro entfernt. Viele positive Nachrichten und Daten sind bereits eingepreist. Zudem könnte die NBP die Leitzinsen weiter senken. Kritisch dürfte aus dem Ausland weiterhin die innenpolitische Blockade gesehen werden. Je nach Entwicklung des Russland-Ukraine-Krieges könnte auch dieser Einfluss auf den Zloty-Kurs haben. Dies alles zusammen genommen spricht dafür, dass der Zloty in den kommenden Monaten zunächst noch moderaten Gegenwind verspüren dürfte.



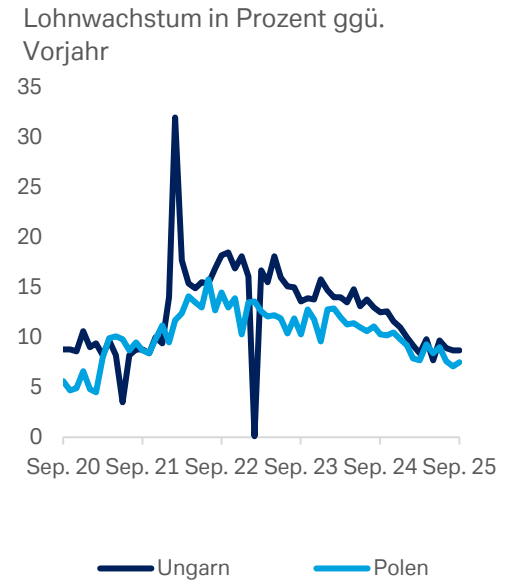
10

Inflationsraten der CEE3-Länder volatil



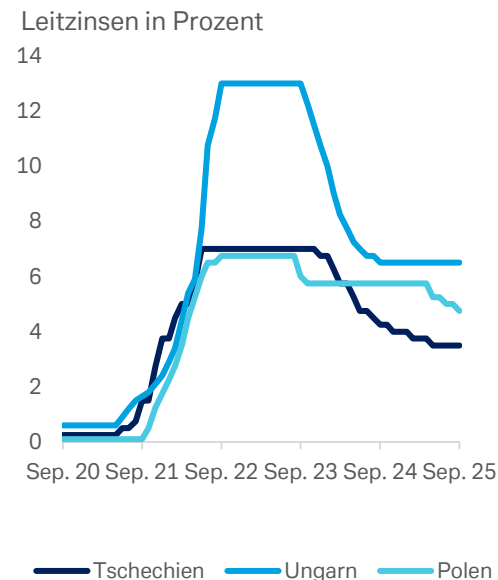
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Lohnsteigerungen auf anhaltend hohem Niveau



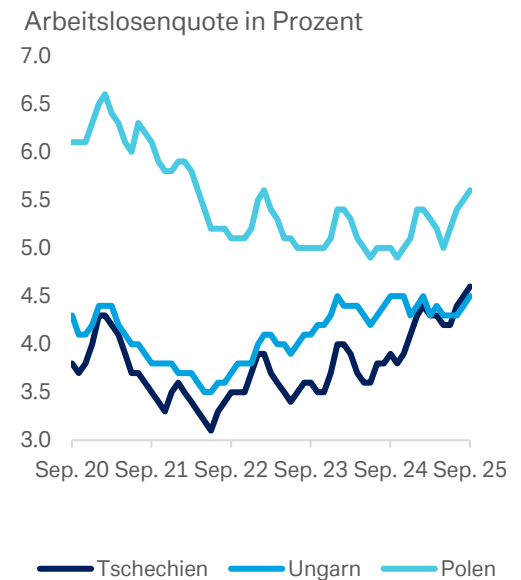
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Notenbanken auf unterschiedlichen Pfaden



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Arbeitsmärkte weiterhin robust



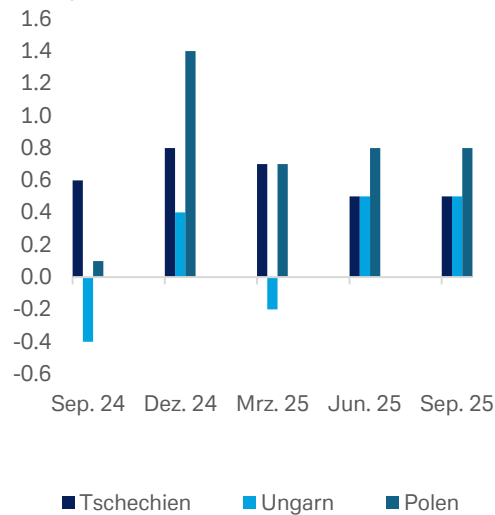
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



10

BIP-Entwicklung unterschiedlich

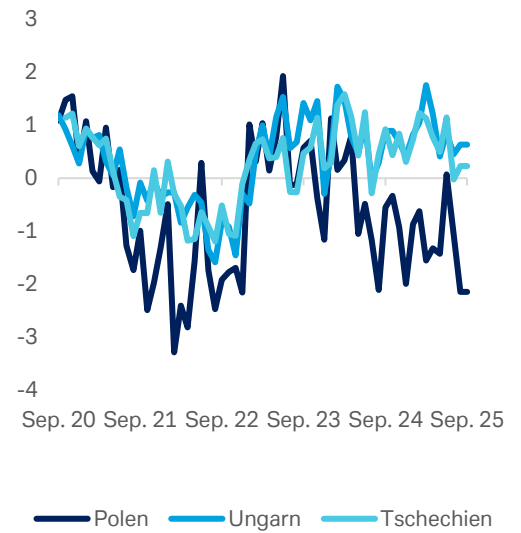
BIP-Wachstum in Prozent ggü. Vorquartal



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Handelsbilanzüberschüsse wegen US-Zöllen leicht geschrumpft

Handelsbilanz in Millionen Euro



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



11

China

- Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr über Plan
- US-Zölle und schwache Binnennachfrage belasten zunehmend
- Märkte hoffen auf neue Wachstumsimpulse durch fiskalische Stimuli
- Im Oktober dürfte zudem der neue Fünfjahresplan in den Fokus der Märkte rücken
- PBoC stabilisiert weiterhin den CNY zum US-Dollar

Aufschwung verliert im zweiten Quartal an Dynamik

Im ersten Halbjahr wuchs die chinesische Wirtschaft um 5,3 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Allerdings verlor die Konjunktur im zweiten und zu Beginn des dritten Quartals – wie bereits 2024 – an Schwung. Legte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal noch um 5,4 Prozent zu, verlangsamte sich die jährliche Wachstumsrate im zweiten Quartal auf 5,2 Prozent. Dabei waren es vor allem Vorzieheffekte vor den angedrohten US-Zöllen sowie die spätere De-Eskalation im Zollkonflikt zwischen Washington und Peking, die die Exporte ansteigen ließen und die größten Wachstumsbeiträge lieferten; die Binnennachfrage blieb hingegen weiterhin gedämpft.

Zu Beginn des dritten Quartals hat sich die Konjunktur stärker als erwartet abgekühlt. Chinas Statistikbehörde warnte angesichts des insgesamt enttäuschenden Zahlenwerks: „Die Wirtschaft steht ... weiterhin vor zahlreichen Risiken und Herausforderungen.“ Das Wachstum der Industrieproduktion ging im Juli im Jahresvergleich auf 5,7 und im August auf 5,2 Prozent zurück (nach 6,8 Prozent im Juni). Der geringste Anstieg seit November 2024 resultierte aus einer stark nachlassenden Dynamik in den Bereichen Automobile, Elektromaschinen und Elektronik. Auch die Anlageinvestitionen entwickelten sich zuletzt weitaus schwächer als erwartet. Während sich das Investitionswachstum in Infrastruktur und im verarbeitenden Gewerbe abschwächte, verschärfte sich der Rückgang im Immobiliensektor, wo die Anlageinvestitionen in den ersten acht Monaten des Jahres 12,9 Prozent gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahrs zurückgingen.

Auch bei den Immobilienpreisen hielt der Abwärtstrend an und trug somit auch zur insgesamt schwachen Preisdynamik bei. Im August sanken die Verbraucherpreise im Jahresvergleich um 0,4 Prozent, während sich die Deflation der Erzeugerpreise mit -2,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr im 35. Monat in Folge fortsetzte. Vor diesem Hintergrund verlangsamte sich das Wachstum der Einzelhandelsumsätze im August weiter auf 3,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die städtische Arbeitslosenquote stieg auf 5,3 Prozent.



11

China

Peking forciert konjunkturelle Unterstützungen

Das Ergebnis der Sitzung des Politbüros im Juli blieb etwas hinter den Markterwartungen zurück. Allerdings bekräftigte Chinas Führung, „die politische Dynamik aufrechtzuerhalten und bei Bedarf die Unterstützung zu verstärken“. Daraufhin wurde die Umsetzung der Konjunkturmaßnahmen vorangetrieben. Die Kombination aus traditionellen Investitionen in Infrastruktur – wie dem Eisenbahnprojekt Xinjiang-Tibet mit einem Investitionsvolumen von über 300 Mrd. RMB über einen Zeitraum von zehn Jahren und dem Bau eines Staudamms am Yarlung Zangbo in Tibet mit einem Volumen von 1,2 Billionen RMB –, sowie nachfrageorientierten Maßnahmen zur Stärkung der sozialen Absicherung und des Konsums weist in die richtige Richtung. Peking adressiert damit zwei wichtige Herausforderungen, denen sich China derzeit gegenüber sieht – dem demografischen Wandel und den anhaltenden Deflationstendenzen.

Letzteren versucht Peking auch mit einer Renaissance der sogenannten „Anti-Involution“-Kampagne entgegenzuwirken. Mit angebotsseitigen Produktionsbeschränkungen und Preiskontrollen sowie Subventionskürzungen soll der ruinöse Preiswettbewerb eingeschränkt sowie Überkapazitäten abgebaut werden. Die Kampagne hat zuletzt Hoffnungen auf eine zumindest mittelfristige Ankurbelung der Preisdynamik und ihrer potenziellen Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne in Sektoren wie Stahl, Solarenergie und Automobilbau geweckt und entsprechend für Aufmerksamkeit an den Märkten gesorgt.

Erfahrungen aus der Vergangenheit (z. B. aus den Jahren 2015–2016) legen nahe, dass die Maßnahmen die Erzeugerpreis-Inflation in den kommenden Quartalen allmählich wieder in den positiven Bereich zurückbringen und auch die Preisdynamik insgesamt wiederbeleben könnten. Angebotsbeschränkungen dürften die Gewinnmargen in vorgelagerten Branchen wie der Zement-, Stahl- und Solarglaserstellung stützen. Die Auswirkungen auf nachgelagerte Produktionsunternehmen sind jedoch ambivalent. Einerseits sollten diese Unternehmen von der Eindämmung von Preiskämpfen profitieren. Andererseits schmälern höhere Inputpreise deren Margen. In den vergangenen Jahren haben viele Lokalregierungen durch Subventionen Standortwettbewerb betrieben und so zu Fehlallokationen in Bereichen wie dem Automobilbau, der Pharmaindustrie, der Solarenergie und der Rohstoffgewinnung beigetragen. Dem versucht die Zentralregierung nun mit Subventionsabbau und mehr Wettbewerb entgegenzuwirken. Unrentable Unternehmen dürften zunehmend unter Druck geraten und aus dem Markt gedrängt werden. Größere Unternehmen, die von positiven Skaleneffekten profitieren, könnten sich in einer Phase der Marktkonsolidierung als resilienter erweisen.

Der anhaltende Rückgang der Immobilienpreise hat auch Auswirkungen auf die Konsumbereitschaft vieler chinesischer Haushalte. Solange ihr größter Vermögenswert, die Wohnimmobilie, an Wert verliert, werden Chinas Konsumenten ihre Nachfrage kaum signifikant steigern. Ohne eine nachhaltige Stärkung des Konsumentenvertrauens scheint eine Wiederbelebung der Binnennachfrage – eines der priorisierten Ziele Pekings – kaum vorstellbar.



11

China

Parallel zu den Stützungsmaßnahmen im Immobiliensektor kündigte Peking im August daher neue Sozialleistungen (Kindergeldzahlungen, Ausbau des Sozialversicherungsschutzes für Geringverdiener) zur Entlastung privater Haushalte an. Die schwache private Kreditnachfrage adressierte Chinas Führung zudem mit Zinssubventions-Programmen. Der im September startende Aktionsplan sieht für ein Jahr Zinsvergünstigungen für Kredite für den privaten Konsum, Anlageinvestitionen und Betriebskapital vor. Darüber hinaus wurde ein Zinszuschussprogramm für acht Dienstleistungssektoren vorgestellt. Dieses richtet sich an Unternehmen in Schlüsselbereichen wie Gastronomie, Hotellerie, Gesundheitswesen, Altenpflege, Kinderbetreuung, Haushaltsdienstleistungen, Kultur, Unterhaltung, Tourismus und Sport.

Neben der Ankurbelung der Kredit- und Konsumnachfrage zielt der dienstleistungsorientierte Ansatz auch auf die Linderung von Ungleichgewichten in der Binnennachfrage ab. Während der Warenkonsum rund 22 Prozent der chinesischen Wirtschaftsleistung ausmacht, liegt der Anteil der Dienstleistungen mit 18 Prozent noch darunter. In den USA beträgt das Verhältnis beispielsweise in etwa 1:2. Während die Initiative zur Aufhellung der Verbraucherstimmung beitragen könnte, von der auch Hersteller langlebiger Konsumgüter profitieren sollten, dürften die finanziellen Auswirkungen auf chinesische Banken überschaubar sein, da Kredite an die acht Dienstleistungssektoren beispielsweise nur rund ein Prozent der gesamten Bankkredite ausmachen.

US-Handelskonflikt und neuer Fünf-Jahres-Plan

Während das binnenwirtschaftliche Umfeld also gedämpft ist, verschaffte die Verlängerung der Zollschonfrist um weitere 90 Tage bis zum 10. November Zeit für die laufenden Verhandlungen zwischen Washington und Peking. Zudem werden die Lagerplanung chinesischer Exporteure und deren Lieferketten für das umsatzstarke Weihnachtsgeschäft mit den USA entlastet. Aus Sicht der chinesischen Führung dürfte sich damit der unmittelbare Druck verringern, der sich abzeichnenden Wachstumsdelle mit zeitnahen, signifikanten zusätzlichen Konjunkturmaßnahmen zu begegnen. Peking wird zunächst den Ausgang der Handelsverhandlungen abwarten wollen. Allerdings liegen die US-Importzölle auf viele chinesische Waren auch nach Verlängerung der Zollschonfrist weiterhin bei 30 %. Die Belastungen für die betroffenen Unternehmen sind also keineswegs geringer geworden.

Sollten die Wirtschaftsdaten im weiteren Verlauf des dritten Quartals weiter hinter den Erwartungen zurückbleiben, könnte der Druck auf die chinesische Regierung zunehmen, ergänzende Stützungsmaßnahmen zu beschließen, um das Wachstum im vierten Quartal zu stabilisieren und somit das Wachstumsziel für das Gesamtjahr 2025 von „rund 5 Prozent“ zu sichern.

Spätestens im Oktober dürfte der neue Fünf-Jahres-Plan in den Fokus der Märkte rücken, den die Führung der Kommunistischen Partei Chinas anlässlich ihres 4. Plenums vorstellen wird. Im Mittelpunkt der strategischen wirtschaftlichen Ausrichtung könnte eine Verlagerung des rein wachstumsorientierten hin zu einem stärker innovationsgetriebenen Ansatz stehen.



11

China

„Mehr Qualität und weniger Quantität“ scheint vor dem Hintergrund der schnell voranschreitenden Alterung der chinesischen Gesellschaft nicht nur eine Tugend, sondern auch eine Notwendigkeit. Zu den strategischen Kernthemen könnten die innovative Fertigung mit Schwerpunkt auf KI, Halbleitern und grüner Technologie ebenso zählen wie die fortgesetzte Priorisierung des Binnenkonsums und die Förderung des sozialen Wohlstands.

Währungspolitik: Unterschiede zum Handelskonflikt 2018

Seit Jahresbeginn hat die chinesische Währung gegenüber allen G10-Währungen an Wert verloren – außer gegenüber dem US-Dollar. Zu diesem notiert der Yuan seit Anfang Januar etwa zwei Prozent fester. Seit dem 10. April, dem Tag der Ankündigung der ersten 90-tägigen „Schonfrist“ für Washingtons „reziproke“ Zölle, sogar 2,5 Prozent. Von dieser Entwicklung waren viele Marktakteure überrascht. Die Historie zeigt nämlich, dass Peking bei Zollstreitigkeiten mit den USA den Renminbi eher abwertet, um seinen Unternehmen die Last höherer US-Zölle teilweise zu nehmen und sie bei Exporten in die USA wettbewerbsfähig zu halten. Diesmal ist es jedoch anders: Die chinesische Notenbank PBoC, die den Außenwert der Heimatwährung durch ihr Fixing des Onshore-Yuan (CNY) steuert, stützte die heimische Währung. Ende 2018, als sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China während der ersten Amtszeit von US-Präsident Trump zuspitzte, geriet der Offshore-Yuan (CNH) unter Druck, da Marktteilnehmer eine Abwertung antizipierten. Gleichzeitig versuchte die PBoC, den CNY im Inland durch Devisenmarkt-Interventionen und kapitalregulatorische Maßnahmen zu stabilisieren.

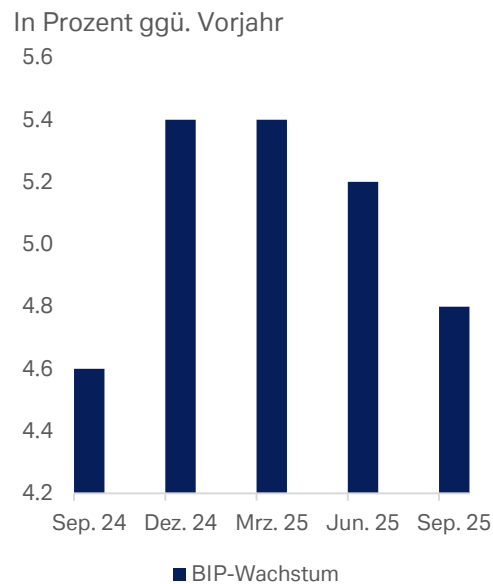
Im laufenden Handelskonflikt hat die PBoC seit Anfang April über ihre tägliche Fixing-Politik deutlich restriktivere Signale gesendet. Mehrere USD/CNY-Fixings lagen spürbar unter dem erwarteten Marktkonsens. Dies wurde als politische Absicht gewertet, das USD/CNY-Währungspaar zu stabilisieren oder (aus chinesischer Sicht) sogar zu stärken – vermutlich auch, um politische Signale in Richtung Washington zu senden und möglichen Abwertungsbeschuldigungen während der laufenden Handelsverhandlungen die Grundlage zu entziehen. Der entscheidende Unterschied zum Handelsstreit zwischen Washington und Peking im Jahr 2018 dürfte allerdings in der unterschiedlichen Entwicklung des US-Dollars gegenüber allen anderen größeren Währungen liegen. Während der handelsgewichtete US-Dollar-Index seinerzeit kontinuierlich anstieg, hat er im aktuellen Konflikt seit Anfang des Jahres gut neun Prozent verloren.

Während Präsident Trump im Jahr 2018 den Zollfokus auf China legte, erhöht er zu Beginn seiner zweiten Amtszeit den Druck auf nahezu alle US-Handelspartner gleichzeitig. Die Schwäche des US-Dollars wird auch mit Blick auf den EUR/CNY-Wechselkurs deutlich: Anfang Juli wurde der chinesische Yuan mit 8,45 Yuan je Euro gehandelt – so schwach wie seit elf Jahren nicht mehr. Zwar erholte sich der Yuan bis Ende August auf EUR/CNY 8,30 und notiert Anfang Oktober knapp darüber. Seit Jahresbeginn steht dennoch eine Abwertung zur europäischen Gemeinschaftswährung von rund neun Prozent zu Buche – sicher nicht zum Nachteil vieler chinesischer Exporteure, die in Länder der Eurozone liefern.



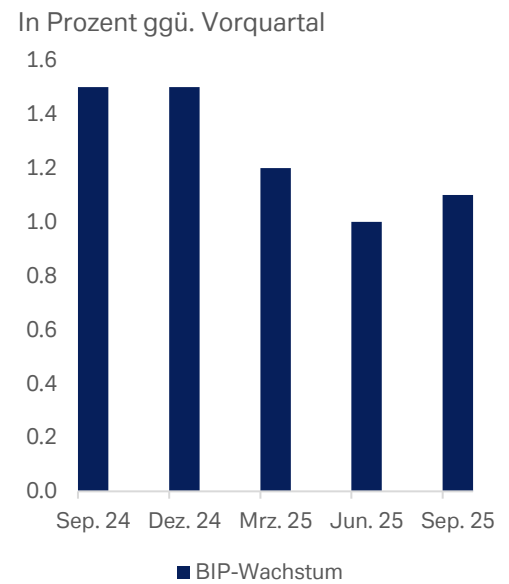
11

Quartals-BIP-Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr



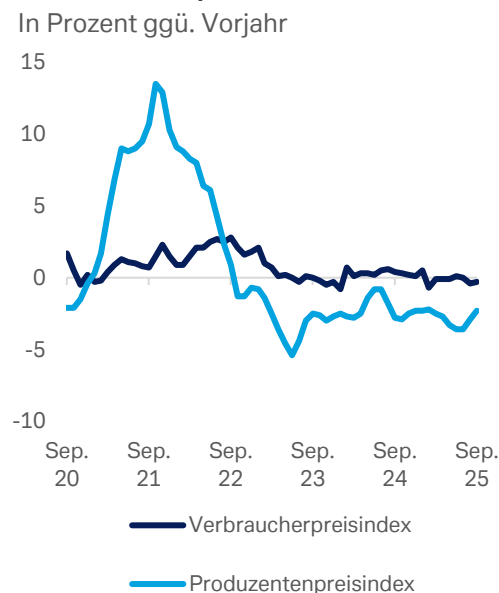
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Quartals-BIP-Wachstumsraten gegenüber dem Vorquartal



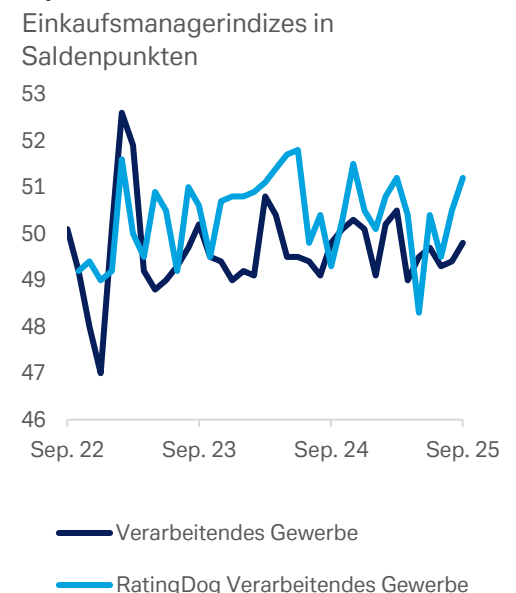
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Deflation hält an: Konsumenten- versus Produzentenpreise



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Stimmung der Fertigungsindustrie an der Expansionsschwelle



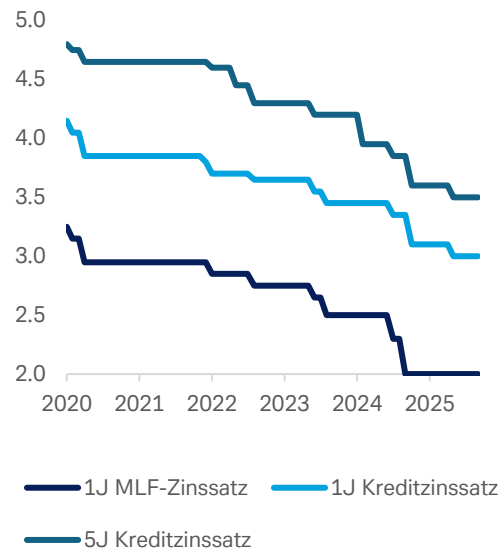
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



11

Ausgewählte Zinssätze der chinesischen Zentralbank (PBoC)

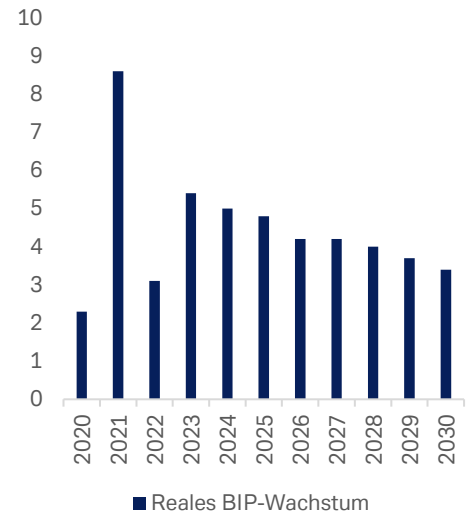
In Prozent



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Rückgang des realen BIP-Wachstums erwartet

In Prozent



Quelle: IWF; Stand: 21.10.2025



12

Emerging Markets

- Trotz der Unwägbarkeiten der US-Handelspolitik werteten einige EM-Währungen kräftig auf
- Leitzinssenkungen in den USA könnten Interesse an Carry-Trades wieder steigern
- EM-Notenbanken könnten der Fed mit weiteren Zinssenkungen folgen
- Innenpolitik bremst einige Währungen jedoch etwas aus
- Asien dürfte weiterhin eine starke Wachstumsdynamik aufweisen

Die wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Schwellenländern war im bisherigen Verlauf des Jahres trotz der Unsicherheiten rund um die US-Handelspolitik vergleichsweise robust. Gerade einige EM-Länder wurden mit besonders hohen Zöllen belegt, man denke nur an die 50 Prozent, die Brasilien auferlegt wurden, oder die 30 Prozent, mit denen Südafrika getroffen wurde. Diese Zollsätze waren noch nicht bekannt, als der IWF im Juli sein Update zum Ausblick auf die Weltkonjunktur veröffentlicht hatte. Verglichen mit 2023 (4,7 Prozent) und 2024 (4,3 Prozent) geht der IWF zwar für 2025 (4,1 Prozent) und 2026 (4,0 Prozent) von einem etwas verhalteneren Wachstumspfad aus. Im April-Ausgang war jedoch insbesondere für 2025 ein spürbar schwächeres Wachstum prognostiziert worden.

Zudem verbergen sich hinter diesem Durchschnittswert wie in den Vorjahren weiterhin teils erhebliche Unterschiede zwischen den Regionen. Asien soll mit 5,1 Prozent 2025 und 4,7 Prozent 2026 die Wachstumslokomotive bleiben, wohingegen die Emerging Markets-Länder Lateinamerikas (2,2 bzw. 2,4 Prozent) und jene in Europa (1,8 und 2,2 Prozent) weiterhin in Summe unterdurchschnittliche Wachstumsraten liefern dürften.

Asien

Die Unsicherheiten waren gerade in Asien groß, als der Handelskonflikt zwischen den USA und China mit zeitweise dreistelligen Zollsätzen eskalierte. Die Sorgen waren groß, dass China die Nachbarländer mit Exporten „überschwemmen“ würde. Bis jetzt sind hierfür keine Anzeichen zu erkennen, wenngleich die Exporte in den asiatischen Raum zugelegt haben. Ein Problem für die asiatischen Länder ist jedoch, dass viele von ihnen hohe Handelsbilanzüberschüsse mit den USA haben, so dass sie mit höheren Zöllen bedacht wurden als die „reziproken“ 15 Prozent, die allgemein gelten. Hier liegt zum Beispiel Laos mit aktuell 40 Prozent weit vor den Ländern, denen ungefähr 20 Prozent Zölle auferlegt wurden, wie beispielsweise Indonesien (Trade Deal abgeschlossen), Kambodscha, Thailand oder Vietnam.



12

Emerging Markets

Indien

Stärker betroffen war Indien mit US-Zöllen in Höhe von 25 Prozent plus weiteren 25 Prozent wegen der Ankäufe und Exporte in Russland geförderten Öls. Indiens Wirtschaft scheint diese Zölle abzuschütteln, der IWF erwartet mit jeweils 6,4 Prozent BIP-Wachstum nur geringfügig weniger als 2024 mit 6,5 Prozent (zudem jeweils mathematisch betrachtet von einer höheren Ausgangsbasis aus...).

Im zweiten Quartal 2025 wuchs Indiens Wirtschaft um 7,8 Prozent gegenüber dem Vorjahr – und damit nach 7,4 Prozent im ersten Quartal so schnell wie zuletzt vor mehr als einem Jahr. Wachstumstreiber waren der Privatkonsum, die Staatsausgaben und höhere Bruttoanlageinvestitionen. Der Außenhandel wirkte hingegen wachstumsbremsend, weil trotz niedrigerer Rohölpreise die Importe stärker als die Exporte stiegen. Für das vergangene Fiskaljahr 2024/2025, das im März 2025 endete, sowie das laufende Fiskaljahr 2025/2026 rechnet die indische Regierung selbst mit einem realen BIP-Wachstum von 6,5 beziehungsweise 6,6 Prozent.

Die Inflation hat sich von 6,2 Prozent im Oktober 2024 kontinuierlich verringert und lag mit 2,1 Prozent im August 2025 am unteren Ende des von der Notenbank RBI mittelfristig anvisierten Korridors von zwei bis sechs Prozent. Vor diesem Hintergrund begannen Indiens Währungshüter im Januar 2025, den Leitzins schrittweise von 6,5 auf aktuell 5,5 Prozent zu senken. Dabei fiel der letzte Zinsschritt im Juni mit 0,5 Prozentpunkten größer aus als die beiden vorangegangenen – auch, um die indische Wirtschaft im sich zuspitzenden Handelskonflikt mit den USA zu stützen.

Politisch reagiert Indiens Regierung auf die hohen US-Zölle unter anderem mit einer Neuausrichtung der „Make in India“-Initiative. Unternehmen sollen demnach verstärkt für den heimischen Markt produzieren und sich von exportabhängigen Geschäftsmodellen lösen. Weniger gut ist es im bisherigen Jahresverlauf um die indische Rupie bestellt. Während die meisten anderen Schwellenländer- und G10-Währungen gegenüber dem US-Dollar aufgewertet haben, notiert die indische Währung 3,5 Prozent schwächer. Allerdings dürften viele Risiken mittlerweile eingepreist sein, sodass das weitere Abwertungspotenzial begrenzt scheint, zumal auch die Devisenreserven im Laufe des Jahres wieder auf über 700 Milliarden US-Dollar aufgebaut wurden. Dies spricht zumindest mittelfristig für eine Stabilisierung der Rupie.

Lateinamerika

In den Fokus der US-Handelspolitik gerieten einige Länder Lateinamerikas, zunächst Mexiko, dann u.a. Brasilien. Mexiko wurde gemeinsam mit Kanada schon vor dem „Liberation Day“ mit hohen Zöllen belegt, um das Land so für den „Fentanyl-Schmuggel“ in die USA hinein zu maßregeln.



12

Emerging Markets

Brasilien wiederum wurde dann – trotz eines Handelsbilanzdefizits gegenüber den USA – im Sommer mit Zöllen in Höhe von 50 Prozent belegt, da US-Präsident Trump innenpolitische Entwicklung in Brasilien nicht guthieß. Bis Anfang Oktober hatte sich daran noch nichts geändert, wenngleich laut Donald Trump zwischen ihm und Brasiliens Präsident Lula ein „sehr gutes Telefongespräch“ stattgefunden habe. Der brasilianische Real kletterte im September trotz dieser Handelserschwernisse mit rund USD/BRL 5,27 auf ein 15-Monats-Hoch zum Greenback. Einer der Gründe sollte in den sehr hohen Realzinsen liegen: Die Notenbank beließ die SELIC Rate im September unverändert bei 15,00 Prozent, die Inflationsrate lag im August bei 5,1 Prozent.

Auch der chilenische Peso wertete seit Jahresbeginn zum US-Dollar moderat auf. Hier dürften weniger die leicht positiven Realzinsen (der Leitzins liegt bei 4,75 Prozent, die Verbraucherpreise zuletzt bei 4,4 Prozent) als vielmehr der hohe Preis des Hauptexportgutes Kupfer eine Rolle spielen. Bei den beiden Währungen könnte das Kurspotenzial nun jedoch kurzfristig weitgehend ausgereizt sein.

In Mexiko kühlte sich die Konjunktur im Juli auf breiter Front ab, nachdem das BIP im zweiten Quartal noch um 0,6 Prozent zum Vorquartal zugelegt hatte. Sorgenkind ist die Industrie: Der Produktionsrückgang verschärfte sich deutlich von minus 0,4 Prozent im Juni auf minus 2,7 Prozent zum Vorjahr. Der Inflationsdruck entspannte sich jedoch weiter: Die Verbraucherpreise zogen im August wie erwartet leicht auf 3,6 Prozent an und blieben damit zum zweiten Mal in Folge im Zielkorridor von 2-4 Prozent. Die Notenbank Banxico senkte im Rahmen ihrer Septembersitzung und den Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf 7,5 Prozent. Der Peso profitierte zuletzt weiter von hohen Realrenditen und Hoffnungen auf eine Einigung im Handelskonflikt. Im Oktober notierte er mit knapp 18,15 je US-Dollar auf dem stärksten Niveau seit über einem Jahr und hatte zum US-Dollar knapp 13 Prozent seit Jahresbeginn zugelegt. Hält Banxico an der schrittweisen geldpolitischen Lockerung fest, könnte der Gegenwind für den Peso aufgrund sinkender Realrenditen in den kommenden Monaten jedoch zunehmen.

Südafrika

Der südafrikanische Rand wertete zum Euro zuletzt unter die Marke von EUR/ZAR 20 auf. Die Wirtschaft wuchs in Q2 mit 0,8 Prozent zum Vorquartal etwas stärker als erwartet. Die US-Zölle könnten jedoch mittelfristig Autoindustrie und Landwirtschaft negativ treffen. Die Inflationsrate fiel im August auf 3,3, die Kernrate stieg auf 3,1 Prozent. Der Leitzins wurde im September bei 7.00 Prozent belassen.



12

Emerging Markets

Innenpolitische Probleme hatten der Rand zeitweise etwas aus der Spur gebracht. Die Regierungskoalition zerbrach fast an Uneinigkeiten über eine potenzielle Mehrwertsteuererhöhung. Aufgrund der hohen Realrenditen und der Ankündigung eines anhaltend restriktiven geldpolitischen Kurses der Notenbank erfreuten sich südafrikanische Staatsanleihen in den vergangenen Monaten jedoch Rekordzuflüssen. Zudem dürfte der Rand weiter von den im Jahresverlauf deutlich angestiegenen Preisen für Edel- und Industriemetalle, sowie den niedrigeren Einfuhrpreisen für Öl und Ölprodukte profitieren. Vieles hiervon dürfte bereits im Kurs enthalten sein, weshalb weitere Kursgewinne für den Rand fragil erscheinen.

Türkei

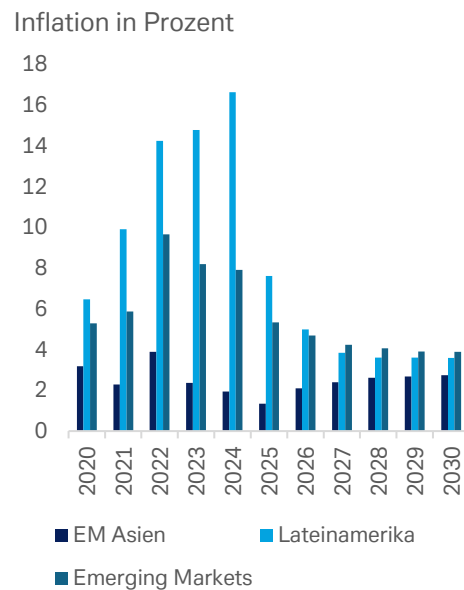
Auch die türkische Lira wurde im Jahresverlauf zeitweise stark von innenpolitischen Entwicklungen gebremst, nämlich der Verhaftung des Istanbuler Bürgermeisters Ekrem Imamoğlu. Seit Jahresbeginn hat die Lira deswegen Rekordtief nach Rekordtief gehandelt, Anfang Oktober notierte sie bei rund EUR/TRY 48,50. Neben den innenpolitischen Einflussfaktoren ist der Dauerbrenner „Hohe Inflation“ weiterhin ein Bremsklotz für die Lira. Im September stieg die Verbraucherpreisinflation unerwartet erstmals seit Mai 2024 wieder an, und zwar auf 33,3 Prozent.. Der Anstieg war breit angelegt, wurde jedoch insbesondere durch teurere Lebensmittel und Dienstleistungen angetrieben. Die Mietinflation erreichte durch einen saisonalen Anstieg der Mietvertragsverlängerungen im September ein neues Hoch.

Sollte sich der wiederaufflammende hohe Preisdruck zu verstetigen – die Kerninflationsrate lag im September bei 32,5 Prozent, könnte den Marktakteuren der Gedanke kommen, dass die Geldpolitik der türkischen Notenbank möglicherweise nicht restriktiv genug ist, um den Desinflationsprozess voranzutreiben. Vor diesem Hintergrund dürfte die TCMB das Lockerungstempo zumindest weiter verlangsamen, nachdem sie den Leitzins im Juli um 300 Basispunkte auf 43 Prozent und zuletzt am 11. September um 250 Basispunkte auf 40,5 Prozent gesenkt hat. Am 23. Oktober legte sie mit einer Zinssenkung auf 39,5 Prozent nach, für die nächsten zwölf Monate rechnen die Finanzmärkte aktuell mit weiteren Zinssenkungen in Höhe von insgesamt 750 Basispunkten, was den Leitzins in Richtung 32 Prozent bringen würde. In diesem Umfeld könnte der Abwertungsdruck auf die Lira noch eine Weile anhalten.



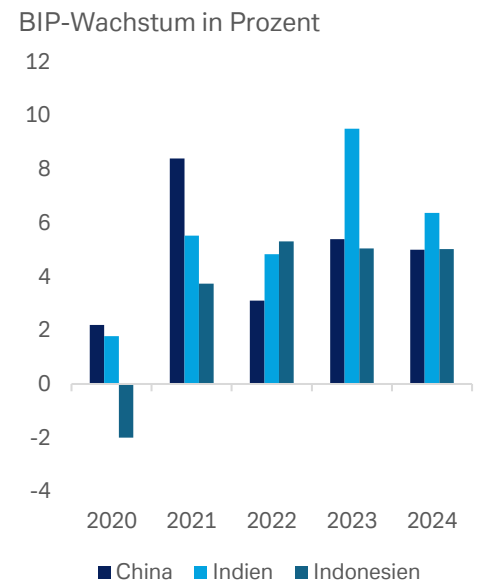
12

Regionale Inflationsraten gem. IWF



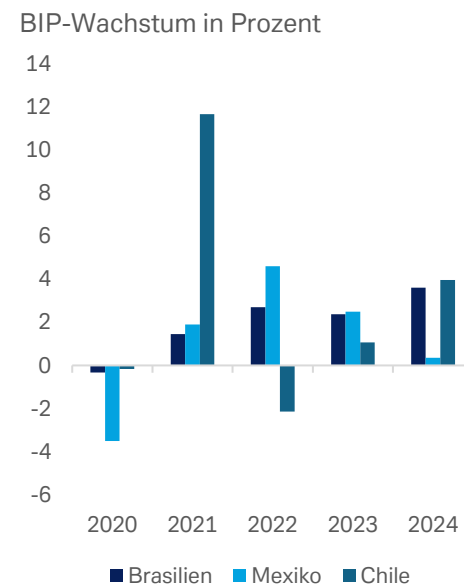
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

BIP-Wachstumsraten asiatischer Schwellenländer



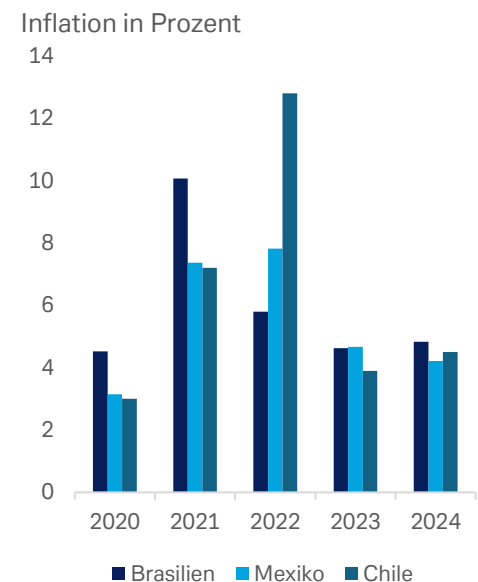
Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

BIP-Wachstumsraten lateinamerikanischer Schwellenländer



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Inflationsraten lateinamerikanischer Schwellenländer

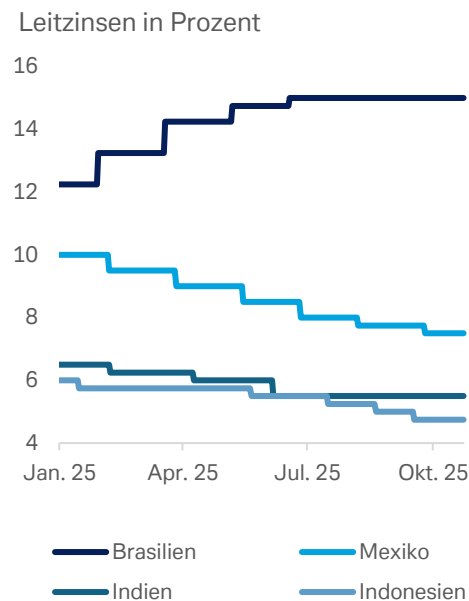


Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



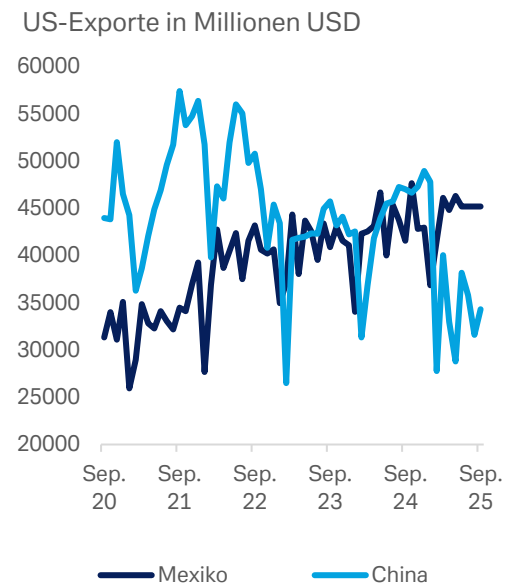
12

EM-Zinszyklen: Leitzinsen zu Jahresbeginn vs. heute



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025

Exporte in die USA: Mexiko vs. China



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 23.10.2025



Glossar

BIP (Bruttoinlandsprodukt): Gesamtwert aller in einem Land hergestellten Waren und Dienstleistungen abzüglich der Vorleistungen.

Kerninflation: Inflationsrate ohne Berücksichtigung von Energie- und Lebensmittelpreisen.

HVPI (Harmonisierter Verbraucherpreisindex): Vergleichbarer Verbraucherpreisindex innerhalb der EU.

Frühindikatoren: Statistische Kennzahlen, die Hinweise auf die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung geben (z.B. Ifo-Geschäftsklimaindex, Einkaufsmanagerindex).

Reallohn: Lohn unter Berücksichtigung der Inflation.

Staatsverschuldung/Defizitquote: Verhältnis der Staatsschulden zum BIP bzw. jährliches Haushaltsdefizit.

Leitzins: Zinssatz, zu dem sich Banken bei der Zentralbank Geld leihen können.

EZB (Europäische Zentralbank): Zentralbank der Eurozone.

Fed (Federal Reserve): US-amerikanische Zentralbank.

SNB (Schweizerische Nationalbank): Zentralbank der Schweiz.

Zinssenkungszyklus/Zinserhöhungszyklus: Phasen, in denen Zentralbanken die Leitzinsen senken oder erhöhen.

Quantitative Straffung (QT): Reduzierung der Zentralbankbilanz durch Verkauf von Wertpapieren.

Sondervermögen: Zweckgebundene staatliche Finanzmittel außerhalb des regulären Haushalts.
Bundesanleihe, Gilt, Treasury, JGB: Staatsanleihen Deutschlands, Großbritanniens, der USA und Japans.

Spread: Zinsdifferenz zwischen verschiedenen Anleihen.

Greenback: Spitzname für den US-Dollar.

Liberation Day: Im Dokument als Stichtag für US-Zollerhöhungen genannt.

Ampel-Koalition: Die Koalition aus SPD, Grünen und FDP in Deutschland.

Fiskalpaket: Staatliches Maßnahmenbündel zur Belebung der Wirtschaft.

Schuldenbremse: Gesetzliche Begrenzung der Neuverschuldung.

Capex (Capital Expenditure): Investitionsausgaben von Unternehmen.

PMI (Purchasing Managers' Index/Einkaufsmanagerindex): Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung eines Sektors.

KOF-Konjunkturbarometer: Schweizer Frühindikator für die Wirtschaftsentwicklung.

CPIF: Verbraucherpreisindex Schwedens ohne Hypothekenzinsen.

OIS (Overnight Index Swap): Zinssatz für kurzfristige Geldmarktgeschäfte.

Dot Plots: Prognoseinstrument der US-Notenbank für zukünftige Zinssätze.

TPI-Programm: Transmission Protection Instrument der EZB (gezielte Anleihekäufe).



Anhang

Finanzmarktprognosen

Leitzinsen in %			Währungen		
	Akt Wert	in 6 Monaten		Akt Wert	in 6 Monaten
USA	4,25	3,75	EUR/USD	1,16	1,21
Kanada	2,50	2,25	EUR/GBP	0,87	0,87
Euroland	2,00	2,00	EUR/CHF	0,92	0,98
UK	4,00	3,50	EUR/NOK	11,59	11,25
Polen	4,50	3,75	EUR/SEK	10,90	10,88
Tschechien	3,50	3,50	EUR/PLN	4,23	4,31
Ungarn	6,50	6,00	EUR/CZK	24,32	23,75
Türkei	39,50	36,50	EUR/HUF	389,83	392,50
Australien	3,60	3,35	EUR/TRY	48,87	55,10
Neuseeland	2,50	2,25	EUR/ZAR	20,09	22,05
Japan	0,50	0,75	EUR/CAD	1,62	1,65
China	2,00	1,40	EUR/AUD	1,78	1,78
Indien	5,50	5,25	EUR/NZD	2,02	1,97
Indonesien	4,75	4,25	EUR/JPY	177,27	160,50
Südkorea	2,50	2,00	EUR/CNY	8,27	8,40
Brasilien	15,00	14,75	EUR/INR	101,85	107,33
Mexiko	7,50	7,00	EUR/IDR	19288,05	19850,00
			EUR/BRL	6,25	6,41
			EUR/MXN	21,35	22,05

Kapitalmarktzinsen in %			Rohstoffe in USD		
10-jährige Staatsanleihen	Akt Wert	in 6 Monaten		Akt Wert	in 6 Monaten
USA	3,98	4,45	Gold (Feinunze)	4145,97	3700,00
Kanada	3,08	3,50	Silber (Feinunze)	49,12	42,00
Deutschland	2,58	3,05	Aluminium (Tonne)	2809,61	2591,75
UK	4,41	4,49	Kupfer (Tonne)	10656,64	10026,75
Japan	1,67	1,70	Nickel (Tonne)	14960,84	15269,75
China	1,84	1,85	Eisenerz (Tonne)	105,30	100,16
Indien	6,54	5,80	WTI-Rohöl (Barrel)	61,40	61,44
Indonesien	5,99	6,75	Brent-Rohöl (Barrel)	65,53	64,50
Südkorea	2,91	3,20			

Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG; Stand: 23.10.2025

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Anhang

Historische Wertentwicklung

	23.10.2020 - 23.10.2021	23.10.2021 - 23.10.2022	23.10.2022 - 23.10.2023	23.10.2023 - 23.10.2024	23.10.2024 - 23.10.2025
Performance					
EUR/USD	-1,8%	-15,3%	8,2%	1,1%	7,7%
EUR/GBP	-6,9%	3,0%	-0,2%	-4,2%	4,2%
EUR/CHF	0,6%	8,3%	3,8%	1,6%	1,1%
EUR/NOK	-11,2%	6,7%	13,8%	0,2%	-1,8%
EUR/SEK	-3,9%	10,6%	6,1%	-2,4%	-4,4%
EUR/PLN	0,8%	3,7%	-6,6%	-2,6%	-2,6%
EUR/CZK	-5,7%	-4,6%	0,5%	2,6%	-3,8%
EUR/HUF	-0,1%	12,0%	-6,5%	5,6%	-3,4%
EUR/TRY	18,4%	64,0%	63,4%	23,4%	31,8%
EUR/ZAR	-10,1%	3,5%	13,2%	-5,3%	5,5%
EUR/CAD	-7,4%	-6,6%	8,6%	2,1%	8,9%
EUR/AUD	-6,1%	-0,9%	8,9%	-3,5%	10,1%
EUR/NZD	-8,1%	5,3%	6,4%	-1,6%	12,7%
EUR/JPY	6,4%	10,2%	9,7%	3,1%	7,1%
EUR/CNY	-6,2%	-4,0%	9,3%	-1,6%	7,7%
EUR/INR	-0,2%	-6,8%	8,9%	2,3%	12,4%
EUR/IDR	-5,4%	-6,3%	10,3%	-0,9%	14,3%
EUR/BRL	-1,3%	-22,6%	5,1%	14,7%	2,2%
EUR/MXN	-5,1%	-16,4%	-1,4%	10,5%	0,0%
EUR/THB	4,2%	-3,3%	3,4%	-5,9%	4,4%
EUR/SGD	-2,5%	-11,1%	4,5%	-2,2%	5,6%
EUR/HKD	-1,5%	-14,5%	7,8%	0,3%	7,7%
EUR/TWD	-4,4%	-2,5%	8,9%	0,4%	3,3%
EUR/KRW	2,5%	2,7%	1,7%	3,8%	11,7%
Gold	-4,9%	-9,1%	20,4%	37,1%	49,0%
Silber	-1,8%	-24,4%	26,1%	48,8%	38,4%
Aluminium	55,8%	-23,3%	-1,8%	23,0%	6,3%
Kupfer	43,9%	-21,7%	2,4%	18,7%	13,7%
Nickel	26,6%	10,0%	-17,9%	-10,6%	-6,8%
Eisenerz	-4,3%	-15,6%	21,7%	-12,6%	6,5%
Brent	113,4%	2,4%	-0,5%	-17,2%	-16,9%
WTI	104,7%	9,2%	-3,8%	-16,7%	-16,4%

Quelle: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Stand: 23.10.2025

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Anhang

Historische Wertentwicklung

	23.10.2020 - 23.10.2021	23.10.2021 - 23.10.2022	23.10.2022 - 23.10.2023	23.10.2023 - 23.10.2024	23.10.2024 - 23.10.2025
Performance					
2-jährige US-Staatsanleihen	-0,2%	-4,2%	2,4%	5,9%	4,9%
10-jährige US-Staatsanleihen	-4,7%	-18,3%	-1,4%	9,2%	6,8%
30-jährige US-Staatsanleihen	-7,4%	-35,8%	-7,6%	12,7%	3,8%
2-jährige kanadische Staatsanleihen	-0,5%	-3,2%	2,5%	6,2%	3,9%
10-jährige kanadische Staatsanleihen	-7,6%	-12,8%	0,0%	9,8%	4,9%
30-jährige kanadische Staatsanleihen	-15,6%	-26,7%	1,0%	11,0%	0,2%
2-jährige deutsche Staatsanleihen	-1,0%	-3,8%	0,9%	3,4%	2,2%
10-jährige deutsche Staatsanleihen	-4,1%	-19,5%	-0,4%	7,2%	0,8%
30-jährige deutsche Staatsanleihen	-10,5%	-46,8%	-12,1%	13,6%	-6,8%
2-jährige britische Staatsanleihen	-0,8%	-5,2%	2,0%	5,3%	4,5%
10-jährige britische Staatsanleihen	-6,6%	-19,8%	-2,0%	8,6%	3,2%
30-jährige britische Staatsanleihen	-8,8%	-41,4%	-11,3%	11,6%	-4,7%
2-jährige japanische Staatsanleihen	-0,1%	-0,2%	0,0%	-0,2%	0,1%
10-jährige japanische Staatsanleihen	0,0%	-0,7%	-1,9%	0,7%	-3,9%
30-jährige japanische Staatsanleihen	-0,6%	-18,0%	-5,2%	-4,8%	-15,9%
2-jährige chinesische Staatsanleihen	3,2%	3,6%	1,8%	3,8%	1,8%
10-jährige chinesische Staatsanleihen	4,3%	4,3%	2,4%	6,5%	3,8%
30-jährige chinesische Staatsanleihen	9,1%	9,6%	5,7%	16,5%	5,8%
2-jährige indische Staatsanleihen	4,5%	1,6%	6,8%	8,4%	7,8%
10-jährige indische Staatsanleihen	2,1%	-1,8%	8,2%	11,5%	8,4%
30-jährige indische Staatsanleihen	1,9%	0,9%	9,1%	15,9%	6,0%
2-jährige indonesische Staatsanleihen	6,3%	2,7%	6,1%	5,3%	9,2%
10-jährige indonesische Staatsanleihen	9,7%	-2,9%	10,1%	10,9%	12,2%
30-jährige indonesische Staatsanleihen	9,8%	0,1%	12,1%	9,0%	11,1%
2-jährige südkoreanische Staatsanleihen	-0,1%	-0,6%	4,3%	4,8%	3,5%
10-jährige südkoreanische Staatsanleihen	-5,1%	-13,4%	5,6%	14,3%	5,3%
30-jährige südkoreanische Staatsanleihen	-10,7%	-29,9%	6,8%	28,0%	6,0%

Quelle: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Stand: 23.10.2025

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Anhang

Historische Wertentwicklung

	23.10.2020 - 23.10.2021	23.10.2021 - 23.10.2022	23.10.2022 - 23.10.2023	23.10.2023 - 23.10.2024	23.10.2024 - 23.10.2025
Performance					
2-jährige niederländische Staatsanleihen	-0,7%	-3,6%	0,4%	4,6%	2,2%
10-jährige niederländische Staatsanleihen	-3,5%	-19,1%	-0,8%	9,0%	2,1%
30-jährige niederländische Staatsanleihen	-7,4%	-38,1%	-7,3%	13,9%	-5,9%
2-jährige französische Staatsanleihen	-0,8%	-3,4%	0,9%	4,5%	2,5%
10-jährige französische Staatsanleihen	-3,6%	-18,8%	-0,4%	7,2%	1,9%
30-jährige französische Staatsanleihen	-11,2%	-44,8%	-7,3%	10,2%	-5,8%
2-jährige italienische Staatsanleihen	-0,2%	-3,6%	1,9%	5,5%	3,0%
10-jährige italienische Staatsanleihen	-0,3%	-25,9%	5,0%	16,2%	5,6%
30-jährige italienische Staatsanleihen	-1,7%	-42,1%	-3,1%	25,4%	3,6%
2-jährige spanische Staatsanleihen	-0,4%	-4,3%	0,7%	4,5%	2,5%
10-jährige spanische Staatsanleihen	-1,6%	-21,6%	1,0%	12,2%	3,3%
30-jährige spanische Staatsanleihen	-6,0%	-43,7%	-5,9%	23,0%	0,8%
2-jährige südafrikanische Staatsanleihen	4,2%	5,0%	2,4%	0,0%	0,0%
10-jährige südafrikanische Staatsanleihen	8,1%	2,1%	10,1%	21,8%	24,0%
30-jährige südafrikanische Staatsanleihen	16,0%	2,4%	3,9%	26,8%	28,3%

Quelle: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Stand: 23.10.2025

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



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 Inkennzeichnung 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.

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.

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Wichtige Hinweise

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 Kapitalmarktaufsichtsbehörde 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.

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 Bahains 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.

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Wichtige Hinweise

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.

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 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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.

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. Dieses Dokument wurde im Oktober 2025 erstellt.



Wichtige Hinweise

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.

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.

© 2025 Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

HA/ST