

## **Economic Adviser**

### **Macro Research**

29. September 2023 ♦ Ausgabe Oktober 2023

# Inhalt

<b>Special: Industriestrompreis – Brems- oder Gaspedal?</b> .....	<b>3</b>
Belastung deutscher Unternehmen mit gestiegenen Energiekosten im Fokus der Politik .....	3
Industriestrompreis – Abgabenlast seit 2022 bereits verringert .....	4
Preisdiskussion und alternative Maßnahmen.....	5
<b>USA: Das FOMC wartet ab</b> .....	<b>6</b>
Nach der „großen“ Revision der BIP-Zahlen .....	6
Der NAHB-Index hat sich weiter verschlechtert .....	6
Das FOMC wartet ab .....	6
<b>Euroland: EZB-Straffung wohl beendet – Zinsgipfel oder Hochplateau?</b> .....	<b>8</b>
Frühjahrserholung deutlich abwärts revidiert – Dynamik bleibt im zweiten Halbjahr schwach.....	8
EZB wählt „dovish hike“ – Zinsgipfel dürfte erreicht sein .....	8
Zinsausblick: High for longer – Spekulationen auf Zinssenkungen werden 2024 zunehmen .....	9
<b>Deutschland: Konjunkturstimung im Keller</b> .....	<b>10</b>
Schwaches Sommerquartal – Wirtschaftsleistung dürfte in Q3 geschrumpft sein .....	10
Konjunkturstimung bleibt schlecht – Fallgeschwindigkeit hat sich aber reduziert .....	10
Inflation im September deutlich unter 5% - nur Sondereffekte? .....	11
<b>Schweiz: SNB überrascht – Zinspause oder Zinsgipfel?</b> .....	<b>12</b>
Stagnation im Frühjahr – Schwächephase setzt sich fort .....	12
Schweiz als Hort der Preisstabilität – SNB senkt bedingte Inflationsprognose .....	12
SNB überrascht Märkte mit „hawkischer Zinspause“ .....	12
<b>Japan: Warten auf den nächsten Streich</b> .....	<b>13</b>
Nach der Anpassung des Prozederes bei der Yield-Curve-Control .....	13
Warten auf den nächsten Streich .....	13
Die Yen-Schwäche als Problem.....	13
<b>China: Konjunktursorgen flauen nicht ab</b> .....	<b>14</b>
Konjunkturelle Dynamik: Mehr Höhen als Tiefen? .....	14
Immobilienktor – „under pressure“ .....	14
Von der Golden Week doch noch zum goldenen Oktober?.....	14
<b>Großbritannien: Auch die Bank of England wartet ab</b> .....	<b>15</b>
Auch die Bank of England wartet ab.....	15
Die aktuellen Inflationsdaten haben die Notenbank zögern lassen .....	15
Eine sehr knappe Entscheidung für konstante Leitzinsen .....	15
<b>Portfoliostrategien</b> .....	<b>16</b>

Zinsstrukturkurve Euroland .....	16
Portfoliostrategien.....	17
Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- & 12-Monatssicht.....	17
Portfoliostrategien.....	18
Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- & 12-Monatssicht .....	18
Übersicht Prognosen .....	19

# Special: Industriestrompreis – Brems- oder Gaspedal?

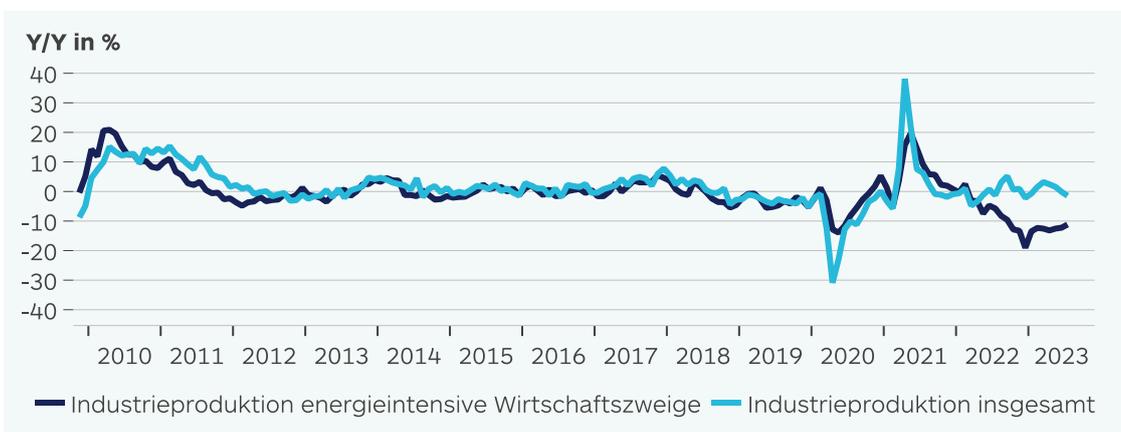
Analysten: Thomas Wybierek, Pascal Seidel, Christian Lips (Chefvolkswirt), Christian Reuter

## Belastung deutscher Unternehmen mit gestiegenen Energiekosten im Fokus der Politik

Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine hatte erhebliche Folgen für die Energieversorgung und die Entwicklung der Energiepreise. Zugleich besteht nach wie vor große Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Energiepreise. Längere Zeit ist noch mit Energiepreisen oberhalb des Vorkriegsniveaus zu rechnen, und auch im Rahmen der Maßnahmen zur Begrenzung des Klimawandels dürfte die (notwendige) Steigerung der Preisaufschläge für CO<sub>2</sub>-Emissionen temporär die Energiekosten in die Höhe treiben, da sich die Abkehr von fossilen Energieträgern nur schrittweise vollziehen wird. Diese Entwicklungen haben Sorgen um den Wirtschaftsstandort verstärkt, die vor dem Hintergrund einer längeren Wachstumsschwäche, geringen Investitionen, geopolitischen Belastungen für den globalen Handel, eines öffentlichen Investitionsstaus sowie einer ungünstigen demographischen Entwicklung bei einem bereits heute herrschenden eklatanten Arbeitskräftemangel schon groß sind. Vor allem für die stark im internationalen Wettbewerb stehenden Industrieunternehmen wird eine Erosion der preislichen Wettbewerbsfähigkeit befürchtet, die zu Produktionsdrosselungen, -verlagerungen oder gar Betriebsschließungen führen könne. Es liegt auf der Hand, dass die Betroffenheit der Wirtschaftszweige und Unternehmen mit der Energieintensität der Produktion im Verhältnis zur erzielten Bruttowertschöpfung stark schwankt. Als besonders energieintensive Industrien lassen sich die Herstellung chemischer Erzeugnisse, die Metallherzeugung und -bearbeitung, Kokerei und Mineralölverarbeitung sowie die Herstellung von Glas, Keramik sowie von Papier und Pappe identifizieren. Die Entwicklung der Produktion in diesen besonders energieintensiven Wirtschaftszweigen ist seit Anfang 2022 rasant und massiv eingebrochen, während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe insgesamt weitgehend stabil blieb (vgl. Chart). Zeitgleich waren die Erzeugerpreise der wichtigsten Energieträger massiv angestiegen.

Die Industrieunternehmen reagierten auf den Preisschock einerseits mit Preiserhöhungen bzw. Inanspruchnahme staatlicher Stützungsmaßnahmen, andererseits reagierten sie auf das Preissignal mit höheren Investitionen in die Energieeffizienz, einer Verringerung des Energieverbrauchs und die Substitution mit erneuerbaren Energieträgern. Ein deutlich geringerer Anteil der Unternehmen hat Maßnahmen wie Produktionsverlagerungen, -drosselungen oder verstärkte Importe energieintensiver Vorprodukte ergriffen.

Chart: Industrieproduktion insgesamt kompensiert die Schwäche in den energieintensiven Bereichen



### Industriestrompreis – Abgabenlast seit 2022 bereits verringert

Die energieintensiven Industriezweige hatten 2021 einen Anteil von gut 75% am gesamten Energieverbrauch der deutschen Industrie, standen jedoch „nur“ für 20% der Wertschöpfung und 15% der Beschäftigten bzw. Betriebe. Wirtschaftspolitische Eingriffe bei den Energiekosten müssen somit gut abgewogen und begründet werden. Für einige, aber sicher nicht für alle energieintensiven Produktionen lassen sich Argumente finden, die für einen industriepolitischen Eingriff zugunsten dauerhaft heimischer Produktion und gegen den verstärkten Import energieintensiver Vorleistungsgüter sprechen. Der derzeit viel diskutierte Industriestrompreis per se ist zunächst einmal nichts Unbekanntes. Aufgrund der abgenommenen Menge und i.d.R. langfristigen Verpflichtungen liegen die Preise für industrielle Großkunden unter denen privater Haushalte. Als solche Verbraucher gelten Unternehmen, deren Jahresverbrauch zwischen 16.000 und 20 Mio. kWh liegt. Physikalisch betrachtet gibt es beim Strom keinerlei Unterschiede. Der Industriestrompreis bzw. seine Zusammensetzung hat sich hingegen in den letzten 25 Jahren gewandelt und von dem entfernt, was private Haushalte bezahlen müssen. Während sich der Industriestrompreis 1998 noch nur aus dem Preis für Beschaffung und Vertrieb, dem Netzentgelt und der Konzessionsabgabe zusammensetzte, gab es 2022 bis zu acht Teilkomponenten. Hierzu zählte die §19 NEV-Umlage mit deren Hilfe die ermäßigten Netzentgelte für Industrieunternehmen finanziert wurden ebenso wie die KWK(G)-Umlage zur Förderung der Stromerzeugung aus Kraft-Wärme-Kopplung. Dann gibt es noch die auf 0,25 EUR-Cent gedeckelte Offshore-Haftungsumlage zur Finanzierung von Schadensersatzforderungen, die durch Verzögerungen und Ausfälle bei der Netzanbindung von Offshore-Windparks entstehen könnten. Die Erneuerbare Energien (EEG)-Umlage zur Förderung der Energieerzeugung aus erneuerbaren Energien ist hingegen seit Juli 2022 entfallen. Ein ähnliches Schicksal wird die Umlage für abschaltbare Lasten erfahren, die zum Jahresende 2023 endgültig auslaufen soll. Darunter wurden Vergütungszahlungen der Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) an Anbieter von sogenannter „Abschaltleistung“ (Industriebetriebe, die bei Stromengpässen kurzfristig auf die Lieferung von Strom verzichten können) verstanden. Des Weiteren ist die Konzessionsabgabe Teil des Preises. Dies ist ein von der jeweiligen Kommune erhobenes Wegerecht für den Bau und Betrieb von Leitungen. Final bleibt noch die Stromsteuer, die Teil der Ökosteuern ist, welche 1999 zur Förderung klimapolitischer Ziele eingeführt wurde. Zu einem großen Teil wird allerdings damit die Rentenversicherung querfinanziert. Die Umsatzsteuer (MwSt. von 19% auf alle Preisbestandteile) wird zudem erhoben.

**Chart: Industriestrompreis-Zusammensetzung und Entwicklung (Euro-Cent)**



Quelle: bdew, VEA, NORD/LB Research (Stand 07/2023)  
EEG galt 2022 nur in H1 (Höhe 3,42 cent/kWh)

### **Preisdiskussion und alternative Maßnahmen**

Befürworter des in der Diskussion stehenden Industriestrompreises verweisen auf die ohnehin hohen Belastungen in der Bundesrepublik und die Arbeitsplätze in den betroffenen Industriezweigen. Geschätzt kommen ca. 2.500 Unternehmen für eine solche Subvention in Frage. Die Vereinigung der Energieintensiven Industrien (EID) beziffert die Zahl seiner Beschäftigten auf ca. 850.000 bzw. 15% der Beschäftigten des Verarbeitenden Gewerbes. Da an einem Arbeitsplatz in der energieintensiven Grundstoffproduktion zwei Arbeitsplätze in anderen Industriezweigen und im Dienstleistungssektor hängen, wird auf rund 2,5 Mio. Arbeitsplätze in Deutschland verwiesen. Gern werden auch vermeintlich attraktivere Investitionsbedingungen in den USA angeführt, deren Energie- und Strompreisniveaus deutlich unter denen in Deutschland liegen. Auf lange Sicht ist für den Wohlstandserhalt in Deutschland das Verbleiben wichtiger energieintensiver Industrien grundsätzlich existentiell. Dementsprechend sollte es möglich sein, diese Industriezweige temporär durch subventionierte Strompreise zu unterstützen.

Wie bei allen staatlichen Ausgaben ist der erste Kritikpunkt die Frage nach der Finanzierung. Die jüngste Idee, die notwendigen Milliarden aus dem „Klima- und Transformationsfonds“ (KTF) abzuleiten, bewirkte nur eins: Heftige Gegenwehr. Statt für Strompreissubvention ist der KTF für die Unterstützung von Effizienzsteigerungen gedacht. In den KTF sollen die Einnahmen der CO<sub>2</sub>-Bepreisung fließen. Dadurch soll sich eigentlich ein Kreislauf von Einnahmen und Ausgaben ergeben, von dem vor allem ärmere Haushalte profitieren, weil sie weniger Energie nutzen.

In der Kritik steht die Maßnahme nicht nur wegen der unverändert unklaren Finanzierungen. So befürchtet der Verband der Maschinen- und Anlagenbauer (VDMA) eine „nicht kalkulierbare Dauersubvention mit der Gießkanne“.

Auch wird auf die Gefahr eines Subventionswettrufs innerhalb der EU verwiesen. Folgt man den Abgrenzungen von Eurostat, hat Deutschland im europäischen Vergleich nicht unbedingt die höchsten Strompreise. Ohne Berücksichtigung von Steuern und Umlagen liegt der Strompreis in Deutschland sogar leicht unterhalb des durchschnittlichen EU-27-Preises.

Stattdessen erscheint ein Anreizsystem zur Transformationsförderung und ein beschleunigter Ausbau erneuerbarer Energien sinnvoller. An dieser Stelle muss in den Ausbau der Stromnetzinfrastuktur ebenso investiert werden wie in neue Technologien. Auch die bisherige Preisgestaltung am Strommarkt sollte hinterfragt werden. Das sog. Merit-Order-Prinzip orientiert sich bisher immer am teuersten verfügbaren Preis, der aber an den fossilen Kraftwerken und damit am CO<sub>2</sub>-Preis hängt. Eventuell könnte eine Regelung geschaffen werden, mit der Großverbraucher direkt von den günstigen Gesteuerungskosten der Erneuerbaren profitieren.

Langfristig kann die angestrebte Transformation hin zu CO<sub>2</sub>-freien Techniken und das Ziel der Klimaneutralität nur über sukzessive Steigerungen des Preises bzw. Abschmelzen von Subventionierung erreicht werden. Ziel sollte es bleiben, ein Anreizsystem zu schaffen, den Umbau so schnell wie möglich voranzutreiben. Im Idealfall sollte also ein Weg gefunden werden, temporär Maßnahmen zu generieren, um in der derzeitigen konjunkturellen Schwächephase nicht noch mehr die Industrie abzuwürgen, aber auch nicht auf dem Transformationspfad stehen zu bleiben. Im Idealfall wäre also das Gaspedal kurzfristig anzutippen (Anschubunterstützung) und das Bremspedal für die Neuausrichtung bei der Energieversorgung möglichst gar nicht erst zu nutzen. Ob allerdings wie in einem solchen Idealfall gewünscht, mittelfristig ausreichend grüner Strom zur Verfügung stehen wird und dies dann wirklich die gewünschten Preiseffekte haben wird, ist derzeit alles andere als klar. Hier sind leider noch immer sehr viele nicht nur bürokratische Hürden zu überwinden. Dass energieintensive Unternehmen ihren Strombedarf bei günstigen subventionierten Preisen deutlich erhöhen und über Nachfragesteigerungen sogar für die Allgemeinheit für höhere Preisen am Strommarkt sorgen, halten wir für ebenso unwahrscheinlich wie die Annahmen, dass energieintensive Industrien hierzulande keine Zukunft haben sollen.

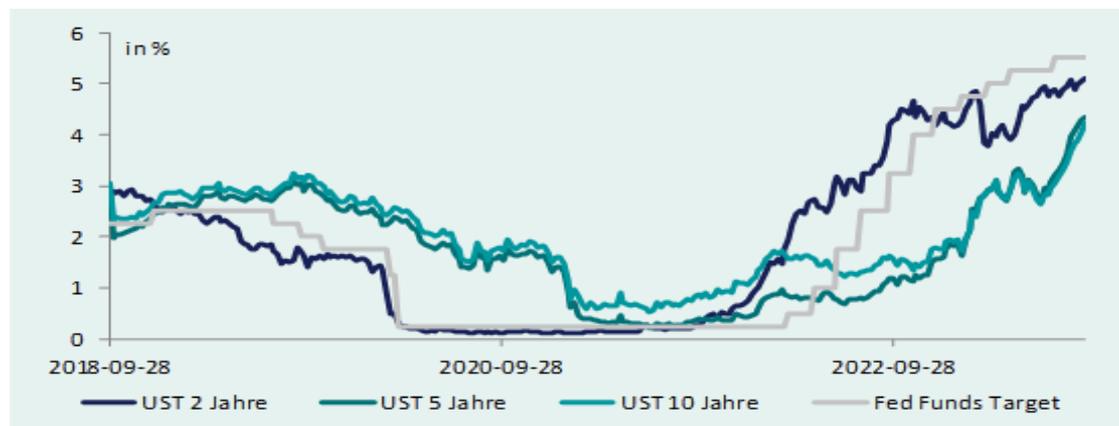
# USA: Das FOMC wartet ab

Analysten: Tobias Basse // Bernd Krampen

## Nach der „großen“ Revision der BIP-Zahlen

Die „große“ Revision der BIP-Daten in den USA hat zwar einen gewissen Einfluss auf den Verlauf der Zeitreihe genommen, wirklich nachhaltige Überraschungen sind in der Summe aber eher ausgeblieben. Mit Blick auf den aktuellen Rand verharrt die Wachstumsrate für das II. Quartal – trotz nun weniger starkem Konsums der privaten Haushalte – unverändert zum vorläufigen Wert bei 2,1% (ann.). Die Wirtschaftslage in den USA präsentiert sich folglich auch weiterhin ziemlich erfreulich. Die Augen der Finanzmärkte ruhen aber natürlich schon auf den zu erwartenden zukünftigen Entwicklungen, Die jüngst gemeldeten vorläufigen Daten zu den US-Einzelhandelsumsätzen haben vor allem auf den ersten Blick positiv überraschen können. Im August war ein Anstieg um 0,6% M/M zu beobachten. Allerdings hatten höhere Benzinpreise die Umsätze an den Tankstellen regelrecht aufgebläht. Die für die BIP-Erhebung maßgebliche Kontrollgruppe der Einzelhandelsumsätze legte am aktuellen Rand lediglich um 0,1% M/M zu und notierte damit ziemlich genau im Rahmen der Erwartungen der Marktteilnehmer. Die höheren Kosten für den Treibstoff dämpfen offenbar ganz grundsätzlich gesprochen die finanziellen Spielräume der US-Verbraucher und haben daher negative Auswirkungen auf den Konsum in anderen Segmenten. Sie stellen zudem auch eine Hypothek auf die Zukunft dar. Die ökonomische Bedeutung eines möglichen Shutdowns in Washington würden wir derzeit nicht überbewerten wollen. Der sich offenbar weiter verschärfende Streik der Autogewerkschaft UAW wird allerdings schon zu spürbaren Belastungen des realen Wirtschaftswachstums in den USA führen.

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Der NAHB-Index hat sich weiter verschlechtert

Das NAHB Bauklima ist inzwischen sogar wieder unter die „magische“ Marke von 50 Punkten gefallen. Mit lediglich 45 Zählern wird von diesem US-Stimmungsindikator mittlerweile ein recht klares Überwiegen der negativen über die positiven Rückmeldungen angezeigt. Der Sub-Index Prospective Buyers Traffic notiert zudem bei nur noch 30 Punkten. Die hohen Zinsen lösen ganz offensichtlich eine Schwäche auf der Nachfrageseite am Immobilienmarkt aus. Zudem verharren die Hauspreise auf einem für viele potentielle Käufer zu hohem Niveau. So hat sich der Home Ownership Affordability Index der Atlanta Fed im Juli 2023 um immerhin 7,9% Y/Y verschlechtert. Dieses schwierige Umfeld für die wichtige US-Bauwirtschaft muss die Federal Reserve natürlich schon sehr aufmerksam im Auge behalten.

## Das FOMC wartet ab

Daher macht es wohl durchaus Sinn für die Fed, zunächst eher auf Zeit zu spielen. Das FOMC hat die Fed Funds Target Rate daher anlässlich der jüngsten Notenbanksitzung nicht weiter gesenkt. Ohne

neue (und größere) Überraschungen bei der Inflationsentwicklung sollten die Geldpolitiker in Washington nun wohl in der Lage sein, auf weitere Zinsanhebungen zu verzichten. In diesem Kontext muss am aktuellen Rand auch sehr genau auf die Entwicklungen bei den Energiepreisen geachtet werden. Dieser wichtige Einflussfaktor für die Inflationsdaten in den Vereinigten Staaten stellt in der Tat ein großes Prognoserisiko für unsere momentanen US-Zinsprojektionen dar. Vor allem die Sorge vor höheren Inflationserwartungen dürfte die Mehrzahl der hochrangigen Fed-Offiziellen aktuell zum Aussenden von ziemlich „hawkishen“ verbalen Signalen bewegen. Zudem will man die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer beeinflussen, die bisher in der Summe noch auf recht baldige Zinssenkungen gesetzt hatten. Dieser Themenkomplex ist aktuell von zentraler Bedeutung für die Kapitalmarktrenditen in Nordamerika. Die wahrscheinlich bevorstehende Abkühlung am US-Arbeitsmarkt wird noch einen Einfluss auf die weitere Fed-Geldpolitik haben. An dieser Stelle sollte man zwar Schwierigkeiten erwarten, es ist aber nicht angebracht, sich Katastrophenszenarien auszumalen. Der generelle Personalmangel in der US-Wirtschaft sollte die Beschäftigungssituation weiterhin stabilisieren können! Dennoch wird es natürlich zu einer Eintrübung kommen – und der nächste Zinsschritt nach einer Phase des wortreichen Zögerns der Fed dürfte somit nach unten gehen.

#### Fundamentalprognosen USA

	2022	2023	2024
BIP	1,9	1,9	1,0
Privater Konsum	2,5	2,5	1,4
Öffentlicher Konsum	-0,9	1,5	0,5
Investitionen	0,9	0,5	2,0
Export	7,0	0,5	3,0
Import	8,6	2,0	3,0
Inflation	8,0	4,1	2,8
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3,6	3,8	4,0
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4,2	-3,7	-3,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3,8	-3,4	-3,4

Veränderung gg. Vj. in %, <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen, <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen USA

	IV/22	I/23	II/23	III/23	IV/23
BIP Q/Q ann.	7,0	2,2	2,1	2,0	-0,4
BIP Y/Y	0,7	1,7	2,4	2,2	1,4
Inflation Y/Y	7,1	5,8	4,0	3,5	3,2

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse USA

	28.09.	3M	6M	12M
Fed Funds Target Rate	5,50	5,50	5,50	5,25
3M-Satz	5,39	5,35	5,25	4,90
10J Treasuries	4,57	4,00	3,70	3,40
Spread 10J Bund	164	130	110	100
EUR in USD	1,06	1,08	1,08	1,09

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Euroland: EZB-Straffung wohl beendet – Zinsgipfel oder Hochplateau?

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Christian Reuter

## Frühjahrserholung deutlich abwärts revidiert – Dynamik bleibt im zweiten Halbjahr schwach

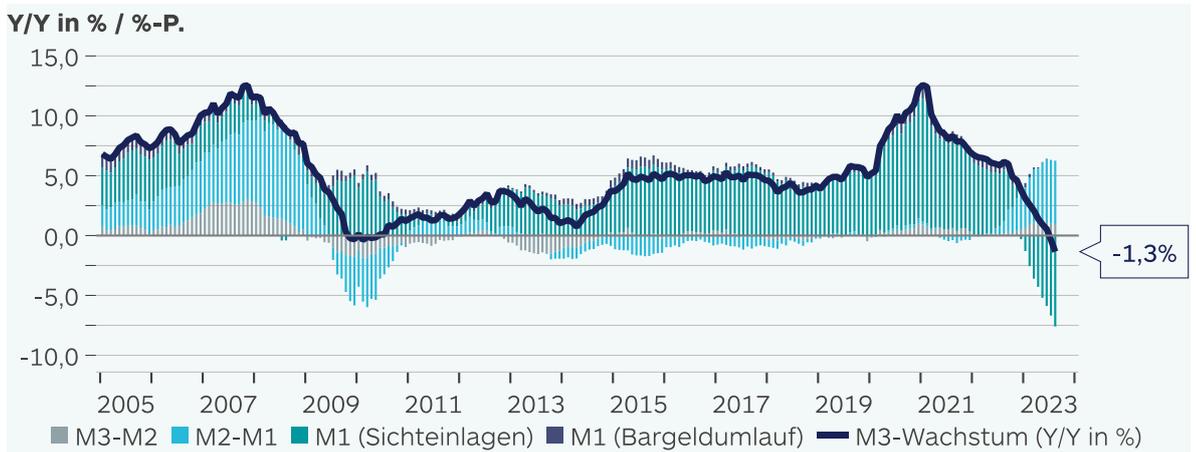
Nach den letzten Daten von Eurostat ist das zunächst für das Frühjahr gemeldete moderate Wachstum von 0,3% Q/Q auf nur noch 0,1% Q/Q abgeschmolzen. Die Jahresrate liegt entsprechend bei 0,5% Y/Y. Verantwortlich ist hierfür maßgeblich die massive Revision der irischen BIP-Daten. Anstelle von 3,3% Q/Q steht hier im zweiten Quartal nur noch eine Wachstumsrate von 0,5% Q/Q zu Buche. Losgelöst von diesen verzerrenden Effekten, hat sich der konjunkturelle Grundtrend im dritten Quartal weiter abgeschwächt. Die Industrieproduktion sank im Juli deutlich um -1,1% M/M und die realen Einzelhandelsumsätze leicht (-0,2% M/M). Darüber hinaus hat sich die Stimmung weiter eingetrübt, auch unter den Verbrauchern. Im zweiten Halbjahr dürfte das BIP annähernd stagnieren, so dass für das Gesamtjahr 2023 nur noch eine Wachstumsrate von 0,5% realistisch ist.

## EZB wählt „dovish hike“ – Zinsgipfel dürfte erreicht sein

Die Europäische Zentralbank hat auf ihrer Ratssitzung Mitte September ihre Leitzinsen erneut um jeweils 25 Basispunkte angehoben. Der relevante Einlagesatz kletterte damit auf einen Rekordwert von 4,00%, der Hauptrefinanzierungssatz auf 4,50%. Eine Anpassung im Statement hat diese Entscheidung jedoch zu einem „dovish hike“ werden lassen. Demnach dürften die Leitzinsen nun ein Niveau erreicht haben, „das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird.“

Die jüngste EZB-Zinsentscheidung war eine der spannendsten der vergangenen Jahre. Zinsanhebung oder Zinspause? Sowohl Märkte als auch Volkswirte waren sich so unsicher wie selten zuvor. Hintergrund war die in den vergangenen Wochen verzeichnete deutliche Eintrübung des konjunkturellen Umfelds. Allerdings waren zumindest bis zum August die Inflationsdaten recht hartnäckig geblieben, und die Daten für September lagen noch nicht vor. Immerhin scheint auch die Kernrate ihren Hochpunkt hinter sich gelassen zu haben. Mit der Entscheidung, die Leitzinsen im September nochmals um 25 Basispunkte anzuheben, haben sich die Falken im Rat durchgesetzt. Allerdings zu einem hohen Preis: Auf Basis der neuen Formulierung im Statement spricht vieles dafür, dass bei Ausbleiben starker Überraschungen die EZB-Leitzinsen ihren zyklischen Hochpunkt erreicht haben.

Chart: Geldmenge schrumpft mit Rekordtempo



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

**Zinsausblick: High for longer – Spekulationen auf Zinssenkungen werden 2024 zunehmen**

Der Rat wird sich nun darauf konzentrieren, die Erwartungen dahin zu kanalisieren, dass das erreichte Zinsniveau noch längere Zeit Bestand haben wird. Zinssenkungsphantasien sollen aus Sicht der Geldpolitiker nicht zu früh an den Märkten aufkommen, damit der gewünschte kontraktive Effekt der Zinspolitik hinreichend lange wirken kann.

Nach Aussage von Christine Lagarde wurde der Beschluss im September von einer „soliden Mehrheit“ unterstützt. Dennoch zeigt der Kompromiss zwischen Falken und Tauben nun doch unübersehbar zunehmende Meinungsverschiedenheiten im Rat über den weiteren geldpolitischen Kurs. Dies zeigt vor allem der Kampf um die Deutungshoheit nach Ablauf der „quiet period“.

Die Falken hatten offenbar befürchtet, dass man Ende Oktober die Zinsen nicht nochmals hätte anheben können. In der Tat schließt sich das Tor für Zinsanhebungen nun zügig. Die neue Konjunkturprognose der EZB für 2023 erscheint uns mit +0,7% weiter als zu optimistisch. Und nachdem nun im September auch die Inflationsrate kräftig nach unten gefallen ist, dürften die Tauben eine weitere Zinserhöhung nicht mehr durchwinken. Besorgniserregend ist aus konjunktureller Sicht die Abschwächung der monetären Dynamik: Die Geldmenge M3 schrumpfte im August um 1,3% Y/Y (vgl. Chart), das Kreditwachstum verlangsamte sich weiter.

Wir rechnen daher mit keiner weiteren Zinssteigerung, ein Antasten der bisherigen PEPP-Reinvestments halten wir ebenso für wenig wahrscheinlich. Und auch, wenn es die EZB noch so lang wie möglich hinauszögern möchte, von nun an wird allenthalben über den Zeitpunkt des nächsten Zinsschritts spekuliert – und dies wird aller Voraussicht nach eine Zinssenkung sein. Vor Mitte 2024 ist damit zwar nicht zu rechnen, dennoch wird die Luft für weiter steigende Kapitalmarktzinsen langsam dünn.

**Fundamentalprognosen Euroland**

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
BIP	3,4	0,5	1,0
Privater Konsum	4,3	0,5	1,5
Öffentlicher Konsum	1,4	0,1	0,9
Investitionen	2,9	0,7	1,0
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-0,1	0,4	-0,3
Inflation	8,4	5,7	2,9
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	6,7	6,5	6,6
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-3,6	-3,4	-2,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	-0,7	1,3	1,5

Veränderung gg. Vj. in %, <sup>1</sup> Wachstumsbeitrag, <sup>2</sup> in % der Erwerbstätigen, <sup>3</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

**Quartalsprognosen Euroland**

	<b>IV/22</b>	<b>I/23</b>	<b>II/23</b>	<b>III/23</b>	<b>IV/23</b>
BIP sa Q/Q	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1
BIP sa Y/Y	1,7	1,1	0,5	0,1	0,3
Inflation Y/Y	10,0	8,0	6,2	5,0	3,8

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

**Zinsen Euroland**

	<b>28.09.</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tendersatz EZB	4,50	4,50	4,50	4,00
3M-Satz	3,96	4,00	3,90	3,50
10J Bund	2,93	2,70	2,60	2,40

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Deutschland: Konjunkturstimmung im Keller

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Christian Reuter

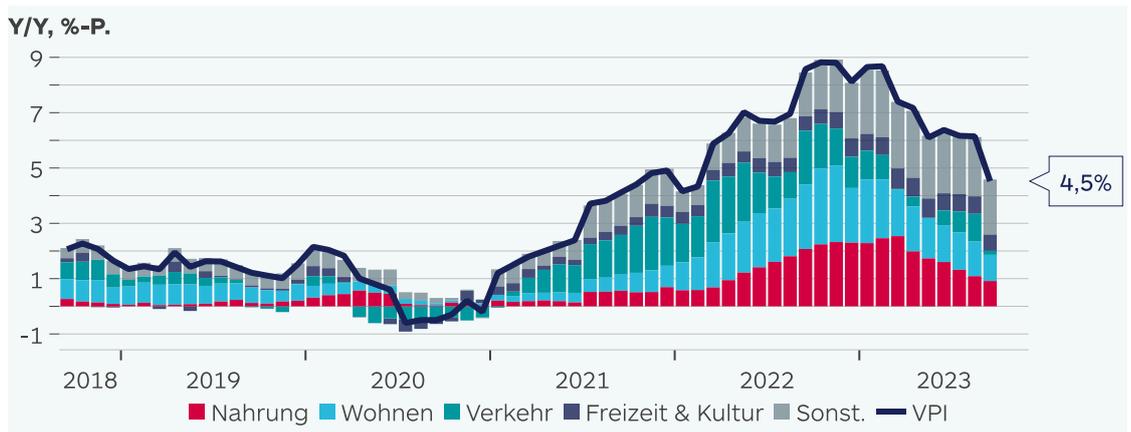
## Schwaches Sommerquartal – Wirtschaftsleistung dürfte in Q3 geschrumpft sein

Aus konjunktureller Sicht fiel der Start in den Sommer außerordentlich schwach aus. Die Auftragseingänge in der Industrie sanken um 11,7% zum Vormonat – der größte Monatsrückgang seit dem ersten Corona-Lockdown. Allerdings ist dieser Rückgang durch einen umfangreichen Großauftrag im Luft- und Raumfahrzeugbau im Juni (sonstiger Fahrzeugbau Juni: +72,4% M/M) bedingt gewesen. Im Juli führte dies zu einer Gegenbewegung (-54,5% M/M). Regional schlug sich dies in stark schwankenden Auslandsaufträgen aus der Eurozone nieder. Ohne die sehr volatile Entwicklung bei den Großaufträgen haben die neuen Orders im Juli um 0,3% M/M zugelegt.

Die Industrieproduktion sank im Juli mit -0,8% M/M den zweiten Monat in Folge. Überraschend robust zeigte sich hierbei die Bauproduktion (+2,6% M/M), während der Output im verarbeitenden Gewerbe den zweiten Monat in Folge deutlich gedrosselt wurde (Juli: -1,8% M/M). Schwach entwickelten sich im Juli zudem die Nettoexporte und die realen Einzelhandelsumsätze.

Nachdem die reale Wirtschaftsleistung im Frühjahr stagnierte, dürfte sie im dritten Quartal somit wieder leicht geschrumpft sein. Auch für das Schlussquartal sind die Vorzeichen alles andere als rosig. Vor allem Industrie und Export leiden aktuell unter der globalen Nachfrageschwäche. Mit rückläufiger Inflation verbessert sich zwar sukzessive die Position der Konsumenten. Dank weiterhin kräftiger Nominallohnzuwächse werden die real verfügbaren Einkommen nach längerer Zeit wieder wachsen. Der erhofften Wiederbelebung des realen Konsums steht bislang jedoch die konjunkturell bedingt verschlechterte Konsumentenstimmung entgegen.

Chart: Inflationsrate fällt erwartungsgemäß im September deutlich unter 5% Y/Y



Quelle: Feri, Destatis, NORD/LB Macro Research

## Konjunkturstimmung bleibt schlecht – Fallgeschwindigkeit hat sich aber reduziert

Der ifo-Geschäftsklimaindex ist im Berichtsmonat September den fünften Monat in Folge auf nun 85,7 Punkte gesunken. Das wichtige Stimmungsbarometer hat damit aber zumindest die Fallgeschwindigkeit im laufenden Monat erheblich reduzieren können. Eine konjunkturelle Belebung noch in diesem Jahr wird aber immer unwahrscheinlicher, frühestens im Laufe des kommenden Jahres ist aus unserer Sicht damit zu rechnen.

Im laufenden Monat bewerteten die Unternehmenslenker ihre aktuelle Geschäftslage nur noch etwas schlechter als im August. Mit 88,7 Punkten bleibt der Teilindex aber auf dem niedrigsten Niveau seit drei Jahren. Immerhin haben sich aber die Geschäftserwartungen erstmals seit April wieder ganz

leicht verbessert: Mit 82,9 Punkten bleiben die Aussichten für die kommenden Monate aber ausgesprochen trist.

Auf sektoraler Ebene waren im September zwar leichte Verbesserungen im verarbeitenden Gewerbe (-16,4 Saldenpunkte) und im Handel (-25,0) festzustellen, allerdings jeweils ausgehend von einem sehr niedrigen Ausgangswert. Die Stimmung der Dienstleister (-5,0) verschlechterte sich hingegen weiter und gibt damit eine andere Indikation als der PMI Dienstleistungen, der im September wieder überraschend nahe der Expansionsschwelle notierte. Das Sentiment im Bauhauptgewerbe markiert mit -31,3 Punkten sogar den tiefsten Wert seit der globalen Finanzkrise Anfang 2009.

Die konjunkturelle Grundstimmung bleibt somit schlecht. Zwar hatten die Befragungen unter Einkaufsmanagern zuletzt verbesserte Werte ergeben, mit 39,8 Punkten befindet sich die Industrie jedoch weiter klar im Schrumpfungsbereich. Bei der ZEW-Befragung von Finanzmarktexperten Mitte September hatte sich ähnlich wie in der ifo-Umfrage zwar die Erwartungskomponente auf niedrigem Niveau etwas verbessert, zugleich wurde aber die aktuelle konjunkturelle Situation nochmals schlechter beurteilt. Im Gesamtjahr 2023 dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 0,6% zurückgehen, während wir für 2024 dank einer Belebung des Konsums ein gedämpftes Wachstum (BIP: +0,7%) erwarten.

### Inflation im September deutlich unter 5% - nur Sondereffekte?

Die Jahresrate der Inflation ist im September auf 4,5% gefallen. Auch die von der EZB besonders beachtete Kernrate (ohne Energie und Lebensmittel), gab auf 4,6% kräftig nach. Sicher halfen hier zwei Sondereffekte, da sowohl der Tankrabatt als auch das 9-Euro-Ticket im September letzten Jahres ausliefen. Allerdings reiht sich der deutsche Rückgang in die europäische Entwicklung ein. Die Schnellschätzung auf Ebene der Währungsunion ergibt einen Rückgang der jährlichen Inflation auf 4,5%. Auch hier tragen die gefallenen Energiepreise wesentlich zur Mäßigung der Teuerung bei, der Rückgang in Deutschland ist daher nicht nur auf Sonderfaktoren zurückzuführen. Die Kapitalmarktzinsen reagierten darauf und gaben von knapp 3% auf 2,8% (10-jährige Bunds) nach. Leider rückt nun der Ölpreis zunehmend in den Blick. Rohöl hat sich seit Juni stark verteuert und steht mit 95 USD je Barrel der Sorte Brent etwa auf dem Niveau von vor 12 Monaten. Vor zu viel Euphorie sei also gewarnt.

### Fundamentalprognosen Deutschland

	2022	2023	2024
BIP	1,8	-0,6	0,7
Privater Konsum	3,9	-0,6	1,6
Öffentlicher Konsum	1,6	-2,3	1,4
Investitionen	0,1	0,4	-0,1
Exporte	3,3	-0,6	2,0
Importe	6,6	-1,0	3,4
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-1,3	0,2	-0,5
Inflation <sup>2</sup>	8,7	6,2	2,9
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	5,3	5,7	5,6
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	-2,6	-2,8	-2,3
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	4,2	5,7	6,0

Veränderung gg. Vj. in %, <sup>1</sup>Wachstumsbeitrag; <sup>2</sup>HVPI; <sup>3</sup>in % der ziv. Erwerbsspersonen (BA-Definition); <sup>4</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

### Quartalsprognosen Deutschland

	IV/22	I/23	II/23	III/23	IV/23
BIP sa Q/Q	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0
BIP nsa Y/Y	0,2	0,1	-0,6	-1,1	-0,7
Inflation Y/Y	10,8	8,7	6,9	5,7	4,0

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

# Schweiz: SNB überrascht – Zinspause oder Zinsgipfel?

Analyst: Christian Lips, Chefvolkswirt

## Stagnation im Frühjahr – Schwächephase setzt sich fort

Während die Schweizer Wirtschaft noch sehr dynamisch ins Jahr 2023 gestartet war (BIP +0,9% Q/Q), hat die konjunkturelle Schwäche mit zeitlicher Verzögerung im Frühjahr auch die Schweiz erfasst. Das reale BIP stagnierte im zweiten Quartal. Zwar expandierte der Dienstleistungsbereich überdurchschnittlich, eine ausgeprägte Schwäche zeigte sich jedoch in der Industrie. Dies spiegelte sich auch in einer zurückhaltenden Investitionstätigkeit. Solide entwickelt sich hingegen weiterhin der private Konsum (+0,4% Q/Q), auch angesichts der im internationalen Vergleich erheblich geringeren Inflation. Die Verfassung des Arbeitsmarkts blieb bislang angesichts der Schwäche relativ robust. Im weiteren Jahresverlauf dürfte das Wachstum jedoch schwach bleiben, hierauf deutet auch das seit Mai nur leicht oberhalb von 90 Punkten schwankende KOF-Konjunkturbarometer hin. Vor allem das verarbeitende Gewerbe schwächelt weiterhin, der PMI Industrie lag im dritten Quartal unter 40 Punkten. Neben der verhaltenen Nachfrage aus dem Ausland hat die SNB inzwischen auch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen als Ursache ausgemacht. Die Geldpolitik beginnt somit zu wirken, dürfte die Schweizer Wirtschaft aber nicht in die Rezession stürzen

## Schweiz als Hort der Preisstabilität – SNB senkt bedingte Inflationsprognose

Im internationalen Vergleich erscheint die Alpenrepublik – nicht zum ersten Mal – fast schon wie ein Hort der Preisniveaustabilität. In den vergangenen Monaten ist die Inflationsrate überraschend stark gesunken, im August lag sie bei nur noch 1,6% Y/Y. Die SNB hat ihre bedingte Inflationsprognose entsprechend gegenüber Juni leicht gesenkt. Für dieses und das kommende Jahr erwartet die SNB bei gleichbleibendem Leitzinsniveau eine jahresdurchschnittliche Inflationsrate von 2,2%, bevor sie 2025 auf 1,9% und somit in den grünen Bereich zurückfällt. Für den prognostizierten Rückprall in den kommenden Monaten sprechen die Erwartung anziehender Mieten sowie die zum Jahreswechsel höheren Mehrwertsteuersätze und Strompreise.

## SNB überrascht Märkte mit „hawkischer Zinspause“

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im September ihren Leitzins entgegen den Erwartungen überraschend nicht weiter angehoben. Gleichwohl schließt sie weitere Zinssteigerungen für die nähere Zukunft nicht aus. Thomas Jordan wies somit zurecht darauf hin, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht beendet sei. Grundsätzlich hängt der weitere Zinspfad maßgeblich von den in den kommenden Monaten eingehenden Makrodaten ab. Die SNB dürfte den Leitzins aber nur bei negativen Überraschungen bei der Preisentwicklung nochmals anheben. Es wird nun darum gehen, die Märkte von einer bis weit ins nächste Jahr hineinreichenden restriktiven Ausrichtung der Geldpolitik zu überzeugen. Es wird spannend, ob dies der SNB mit der „hawkischen Zinspause“ besser gelingt als der EZB mit ihrem „dovishen hike“. Parallel ist damit zu rechnen, dass die SNB ihre Devisenbestände behutsam weiter reduziert, was für einen tendenziell festen Franken unter der Euro-Parität spricht.

### Fundamentalprognosen\* Schweiz

	2022	2023	2024
BIP	2,4	1,2	1,0
Inflation (CPI)	2,8	2,3	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2,2	2,0	2,1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	1,0	0,4	0,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	9,7	8,4	8,6

\*Veränderung gg. Vj. in %, 1 in % der Erwerbstätigen, 2 in % des BIP

### Zinsen und Wechselkurse Schweiz

	28.09.	3M	6M	12M
SNB-Leitzins	1,75	1,75	1,75	1,75
3M Satz	1,71	1,75	1,75	1,75
10J	1,17	1,10	1,00	1,20
Spread 10JBund	-176	-160	-160	-120
EUR in CHF	0,97	0,96	0,97	0,97

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Japan: Warten auf den nächsten Streich

Analysten: Tobias Basse // Bernd Krampen

## Nach der Anpassung des Prozederes bei der Yield-Curve-Control

Die Bank of Japan hatte bekanntlich bereits im Juli verkündet, dass das Vorgehen bei der Yield-Curve-Control nun flexibler gestaltet werden sollte. Damals wurde beschlossen, bei den Renditen von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren nun auch Zinssätze bis hin zu einem Wert von 1,0% zu tolerieren. Dieses Vorgehen kann ohne jeden Zweifel als Kazuo Uedas erster Streich in seiner neuen Rolle als japanischer Notenbankchef angesehen werden; zuletzt hat die Bank of Japan jedoch keinen weiteren akuten Handlungsbedarf gesehen. Anlässlich der Sitzung im September ist folglich beschlossen worden, vorerst eine abwartende Strategie zu verfolgen

## Warten auf den nächsten Streich

Japan hat sicherlich noch kein wirkliches Inflationsproblem. Auch wenn es innerhalb der Notenbank aktuell ziemlich unterschiedliche Auffassungen bezüglich der Interpretation der aktuellen Preisdaten zu geben scheint, zeichnet sich mittlerweile allerdings doch immer klarer ab, dass das Inflationsziel der Bank of Japan inzwischen mit großer Nachhaltigkeit erreichbar zu sein scheint. Die offenbar weiterhin vorhandenen Deflationssorgen bei einigen hochrangigen japanischen Zentralbankern dürften perspektivisch also mehr und mehr in den Hintergrund treten können. Dann sollte es zunächst weitere Anpassungen am Prozedere bei der Yield-Curve-Control geben. Nach dem Abschluss des Überprüfungsprozesses der geldpolitischen Strategie der Bank of Japan wird in Tokio schließlich auch über Anhebungen des traditionellen Leitzinses zu diskutieren sein. Ohne größere Überraschungen bei den Inflationsdaten ist mit einer solchen Maßnahme aber eher erst im zweiten Halbjahr 2024 zu rechnen. In jedem Fall kann fest davon ausgegangen werden, dass die Bank of Japan bei allen denkbaren Maßnahmen mit großer Vorsicht agieren dürfte.

## Die Yen-Schwäche als Problem

Auch der schwache Yen sollte in den kommenden Monaten dabei helfen, die Deflationssorgen bei den besonders vorsichtigen Notenbankern in Tokio zu vertrieben. Vor allem im Finanzministerium scheinen sich einige hochrangige Offizielle inzwischen größere Sorgen zu machen; es wird offenbar befürchtet, dass die abwertende heimische Währung über höhere Güterpreise auf der Konsumfreude im Land der aufgehenden Sonne lasten könnte. Entsprechend gehen wir davon aus, dass vor allem die aktuellen Bewegungen am Devisenmarkt für einen gewissen Handlungsdruck bei der Bank of Japan sorgen werden. Daher ist wohl schon recht bald mit weiteren Anpassungen beim Prozedere zur Yield-Curve-Control zu rechnen.

### Fundamentalprognosen\* Japan

	2022	2023	2024
BIP	1,0	2,2	1,0
Inflation	2,5	3,1	1,9
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2,6	2,6	2,5
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5,9	-5,5	-4,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1,9	2,7	2,8

\* Veränderung gg. Vj. in %

<sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen, <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Japan

	28.09.	3M	6M	12M
Leitzins	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3M Satz	0,07	0,05	0,05	0,10
10J	0,76	0,70	0,80	1,00
Spread 10JBund	-217	-200	-180	-140
EUR in JPY	158	151	146	140
USD in JPY	149	140	135	128

# China: Konjunktursorgen flauen nicht ab

Analysten: Tobias Basse // Bernd Krampen // Valentin Jansen

## Konjunkturelle Dynamik: Mehr Höhen als Tiefen?

Nachdem die Wirtschaftsleistung im Reich der Mitte im letzten Quartal 2022 von Stagnation geprägt war, folgte im I. Quartal 2023 immerhin ein Anstieg um 2,2% Q/Q. Diese Dynamik ließ jedoch bereits im II. Quartal mit einem gemeldeten Wachstum von lediglich 0,8% Q/Q merklich nach. Mit Blick auf das III. Quartal sind aus einigen Sektoren mitunter positive Konjunkturimpulse zu verzeichnen, womit die Hoffnung auf ein annualisiertes Wirtschaftswachstum von 5% in 2023 wieder erstarken könnte. So fiel die Industrieproduktion Chinas im August – nach einem unerwartet schwachen Vormonat (+3,7% Y/Y) – mit einem Wert von 4,5% Y/Y besser aus als weitläufig prognostiziert wurde. Auch die Einzelhandelsumsätze zogen mit 4,6% Y/Y wieder stärker an (Vormonat: +2,5% Y/Y) und übertrafen damit die Erwartungen. Die Datenlage im Immobiliensektor hingegen ist mit Blick auf Investitionen und Umsätze abermals ernüchternd, zusätzlich mehren sich erneut die Sorgen um zentrale Akteure der Branche.

## Immobilienmarkt – „under pressure“

Im Berichtsmonat August setzten die Investitionen im chinesischen Immobiliensektor ihren Abwärtstrend mit einem Wert von -8,8% Y/Y weiter fort. Begleitet wird die angespannte Situation weiterhin von einem nicht abreißen Strom an Negativmeldungen. Im Zentrum stehen zumeist wichtige Branchenakteure, wie der infolge hoher Verschuldung in immer schwierigeres Fahrwasser geratende Immobilienkonzern China Evergrande Group. Mit möglichen Zahlungsausfällen sehen sich auch Investoren der Country Garden Holdings Co. als einem der wichtigsten Immobilienentwickler konfrontiert. Chinesische Immobilienwerte belasten zunehmend auch die Aktienmärkte, insbesondere, wenn der Handel infolge der auf den Plan gerufenen Strafverfolgungsbehörden teils ausgesetzt wurde. Auch an den Bonitätshütern gehen die Sorgen nicht spurlos vorbei: So reagierte nicht zuletzt Moody's im September u.a. mit Ratinganpassungen sowohl auf Sektor- als auch Unternehmensebene, was den Druck auf die Kapitalmarktfinanzierung der Konzerne zusätzlich erhöht haben dürfte. Infolge staatlicher Stützungsmaßnahmen hatten zuletzt 20 staatliche Banken die Zinsen für ausstehende Wohnbaudarlehen gesenkt, um der hohen Verschuldung entgegenzuwirken und den Immobiliensektor wieder aufzufangen. Angesichts dieser Nachrichtenlage überrascht außerdem die Abwertung des Renminbis kaum.

## Von der Golden Week doch noch zum goldenen Oktober?

Mit Blick auf die kommende „Golden Week“ als Feiertagswoche zu Oktoberbeginn setzen vor allem Bauträger auf die traditionell umsatzstärkste Woche des Jahres. So wird diese Gelegenheit in einigen Städten und vor allem Tourismusgebieten genutzt, um Großprojekte zu bewerben oder einzuweihen. Viele Privathaushalte nutzen die Urlaubszeit vornehmlich zur Exploration eigener Wohnbauprojekte. Wie stark dies auch in diesem Jahr der Fall ist, wird genau zu beobachten sein.

### Fundamentalprognosen\* China

	2022	2023	2024
BIP	3,0	4,8	4,5
Inflation	1,9	0,6	1,9
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5,6	5,3	5,1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-7,5	-5,5	-4,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	2,2	1,5	1,2

\* Veränderung gg. Vj. in %

<sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen, <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse China

	28.09.	3M	6M	12M
Einlagesatz	1,50	1,50	1,50	1,50
3M SHIBOR	2,30	2,10	2,10	2,10
10J	2,68	2,60	2,60	2,50
Spread 10JBund	-25	-10	0	10
EUR in CNY	7,70	7,78	7,67	7,63
USD in CNY	7,30	7,20	7,10	7,00

# Großbritannien: Auch die Bank of England wartet ab

Analysten: Tobias Basse // Bernd Krampen

## Auch die Bank of England wartet ab

Anlässlich der jüngsten Notenbanksitzung hat die Bank of England sich nicht zu einer weiteren Anhebung des Leitzinsniveaus im Vereinigten Königreich durchringen können. Die Bank Rate wurde am aktuellen Rand also nicht um 25bp angehoben und verharrt damit weiterhin bei „lediglich“ 5,25%. Diese Nachricht ist ohne jeden Zweifel schon eine gewisse Überraschung für die Mehrzahl der Beobachter, die sich für die Geldpolitik der Notenbank in London interessieren.

## Die aktuellen Inflationsdaten haben die Notenbank zögern lassen

Die jüngst gemeldeten Daten zu den Konsumentenpreisen hatten unerwartet klare Entspannungstendenzen an der makroökonomischen Preisfront im Vereinigten Königreich offenbart. Die Jahresrate des Konsumentenpreisindex ist im August auf „nur“ noch 6,7% gefallen; für die Kernrate wurde sogar lediglich ein Wert von 6,2% gemeldet. Damit bleiben diese Inflationsraten zwar auf einem eigentlich noch zu hohen Niveau, die Notenbank in London scheint aber perspektivisch – und auch trotz eines recht ausgeprägten Lohnwachstums – auf anhaltende Besserungstendenzen zu hoffen. Zudem fürchtet man inzwischen wohl, dass ein zu starker Zinsanstieg die britische Wirtschaft unter fast schon gefährlich großen Druck setzen würde. Folglich haben sich die verantwortlichen Geldpolitiker am aktuellen Rand mehrheitlich gegen eine Anhebung der Bank Rate entschieden.

## Eine sehr knappe Entscheidung für konstante Leitzinsen

Diese Entscheidung konnte aber natürlich nicht einstimmig getroffen werden. Erwartungsgemäß sprachen sich Catherine Mann und Jonathan Haskel für eine weitere Leitzinsanhebung aus. Zudem favorisierten auch Jonathan Cunliffe und Megan Greene eine um 25bp höhere Bank Rate. Den Ausschlag in die andere Richtung brachte letztlich die Entscheidung des Chefs! Etwas überraschend sprach sich Andrew Bailey gegen einen erneuten Zinsschritt aus und bevorzugte damit ein Zögern bei der Notenbank in London. Folglich votierte das Monetary Policy Committee der Bank of England am aktuellen Rand also äußerst knapp mit 5 zu 4 Stimmen für eine konstante Bank Rate. Die Unsicherheit bei den britischen Geldpolitikern scheint damit auch für externe Beobachter wirklich klar spürbar zu sein. Das Zögern der Notenbank dürfte wahrscheinlich keine nur kurzfristige Entscheidung sein. Entsprechend müsste der „lokale“ Zinsgipfel (zumindest ohne zu heftiges Gegenfeuer von der Seite der Energiepreise) nun wohl bereits erreicht worden sein!

### Fundamentalprognosen\* Großbritannien

	2022	2023	2024
BIP	4,3	0,4	0,5
Inflation (CPI)	9,1	7,5	3,1
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3,7	4,2	4,6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5,2	-5,1	-3,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3,8	-2,7	-3,1

\*Veränderung gg. Vj. in %

<sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen nach ILO Konzept, <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Großbritannien

	28.09.	3M	6M	12M
Reposatz	5,25	5,25	5,25	5,25
3M Satz	5,42	5,40	5,40	5,40
10J	4,48	4,30	4,30	4,20
Spread 10JBund	155	160	170	180
EUR in GBP	0,87	0,87	0,87	0,86
GBP in USD	1,22	1,24	1,24	1,27

# Portfoliostrategien Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	25.09.2023	3M	6M	12M
3M	3,98	4,00	3,90	3,50
1J	3,73	3,70	3,40	2,40
2J	3,24	3,20	3,00	2,40
3J	2,94	2,92	2,82	2,44
4J	2,80	2,78	2,68	2,47
5J	2,77	2,70	2,60	2,50
6J	2,74	2,67	2,57	2,50
7J	2,76	2,65	2,55	2,50
8J	2,71	2,63	2,53	2,50
9J	2,75	2,61	2,51	2,50
10J	2,80	2,60	2,50	2,50
2J (Swap)	3,87	3,80	3,60	2,95
5J (Swap)	3,50	3,30	3,20	3,05
10J (Swap)	3,46	3,20	3,10	3,05

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

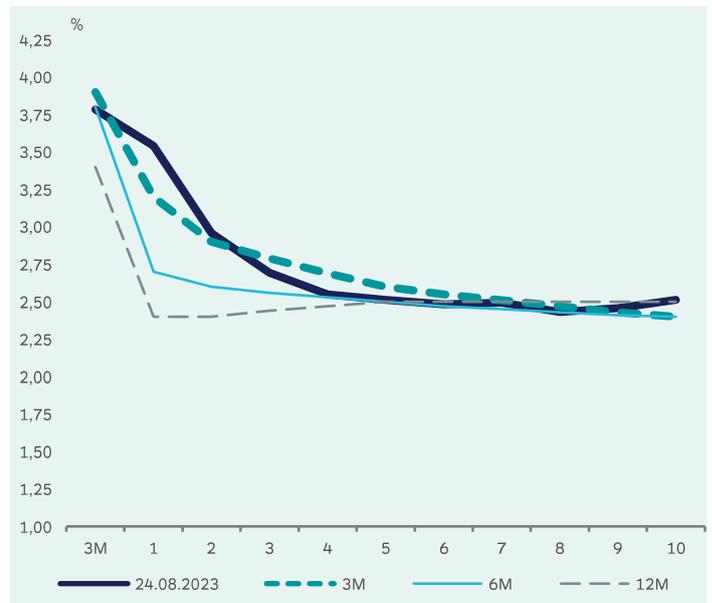
Prognosen und Total Returns

	Total Returns (in %) auf Sicht von...		
	3M	6M	12M
3M	0,99	2,00	3,95
1J	0,93	2,00	3,72
2J	0,77	1,79	4,17
3J	0,82	0,04	4,27
4J	1,05	1,98	4,30
5J	1,47	2,51	4,54
6J	1,73	2,90	4,68
7J	2,14	3,40	5,12
8J	2,27	3,66	5,25
9J	2,78	4,22	5,75
10J	3,43	4,95	6,42

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

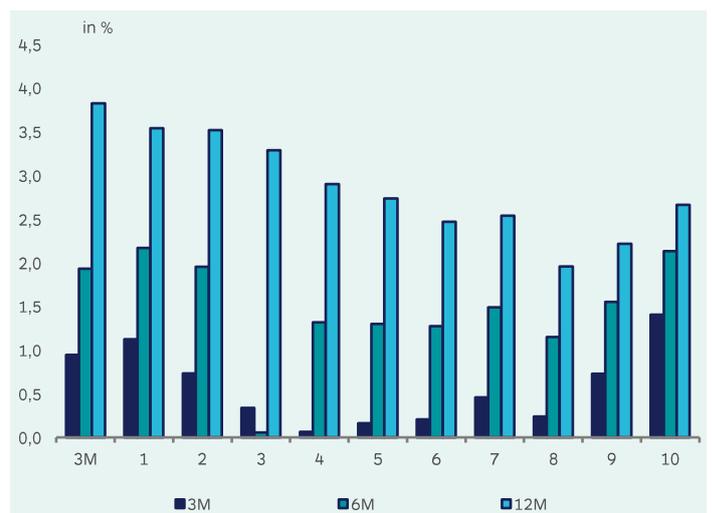
Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurvenveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

Prognosen Zinsstrukturkurve (Bunds)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Portfoliostrategien

## Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- & 12-Monatssicht

### Auf 3-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	0,9	-0,7	0,6	4,4	1,1
2J	0,8	-0,4	0,4	4,6	0,9
3J	0,8	-0,1	-0,2	4,5	0,8
4J	1,1	0,5	-1,2	4,6	0,9
5J	1,5	1,4	-0,5	4,9	0,6
6J	1,7	-0,9	-1,1	4,9	0,6
7J	2,1	2,3	-1,3	5,3	0,5
8J	2,3	2,6	-0,4	5,5	0,6
9J	2,8	3,3	-0,3	5,5	0,6
10J	3,4	3,7	1,0	5,5	0,7

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	1,5	1,1	-0,1	0,4
2J	1,8	0,9	0,1	0,1
3J	2,2	0,3	0,1	0,1
4J	2,7	-0,7	0,2	0,2
5J	3,6	0,0	0,4	-0,1
6J	1,3	-0,6	0,4	-0,1
7J	4,5	-0,9	0,8	-0,2
8J	4,8	0,0	1,0	-0,1
9J	5,6	0,2	1,0	-0,1
10J	6,0	1,5	1,0	0,0

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Auf 12-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	3,7	2,3	5,7	12,6	1,2
2J	4,2	2,6	5,5	12,7	0,9
3J	4,3	4,0	5,5	13,0	1,0
4J	4,3	4,8	4,7	13,1	1,0
5J	4,5	5,9	5,4	13,3	0,6
6J	4,7	4,3	5,0	13,1	0,3
7J	5,1	8,0	4,6	13,4	0,1
8J	5,3	8,7	5,4	13,2	0,1
9J	5,7	9,8	5,3	12,9	-0,1
10J	6,4	10,7	6,3	12,4	-0,1

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	5,5	5,0	-0,1	1,5
2J	5,8	4,8	0,0	1,2
3J	7,3	4,8	0,3	1,4
4J	8,2	4,0	0,4	1,3
5J	9,3	4,7	0,6	0,9
6J	7,6	4,2	0,4	0,7
7J	11,4	3,9	0,6	0,4
8J	12,2	4,6	0,5	0,5
9J	13,3	4,6	0,2	0,2
10J	14,2	5,6	-0,3	0,3

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurven- und Wechselkursveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

# Portfoliostrategien

## Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- & 12-Monatssicht

### Werte und Performance

Index	Wert am	Stand		Performance seit	
	28.09.2023	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
DAX	15.323,50	15.947,08	13.923,59	-3,91%	10,05%
MDAX	25.718,43	27.818,98	25.117,57	-7,55%	2,39%
EuroSTOXX50	4.161,56	4.297,11	3.793,62	-3,15%	9,70%
STOXX50	3.917,03	3.963,39	3.651,83	-1,17%	7,26%
STOXX600	448,50	458,19	424,89	-2,11%	5,56%
Dow Jones	33.666,34	34.721,91	33.147,25	-3,04%	1,57%
S&P 500	4.299,70	4.507,66	3.839,50	-4,61%	11,99%
Nikkei	31.872,52	32.619,34	26.094,50	-2,29%	22,14%

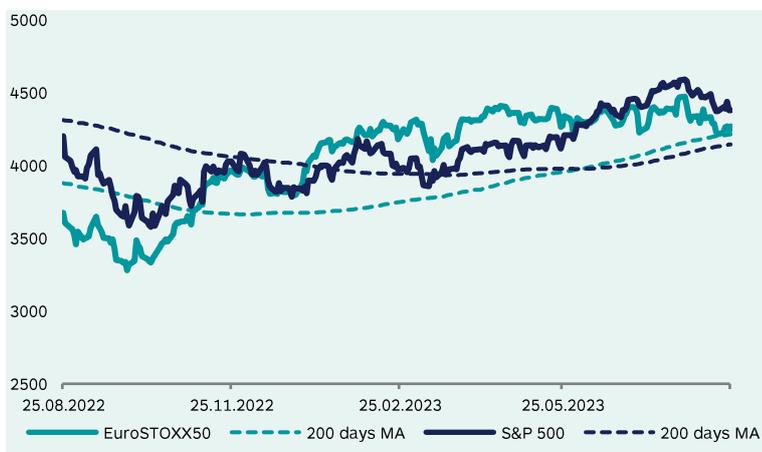
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Prognosen Indizes

Index	NORD/LB Prognose auf Sicht von ...		
	3M	6M	12M
DAX	15.700	16.200	17.000
MDAX	26.400	27.300	28.500
EuroSTOXX50	4.100	4.300	4.600
STOXX50	3.950	4.100	4.300
STOXX600	450	470	490
Dow Jones	34.000	36.000	37.000
S&P 500	4.350	4.500	4.650
Nikkei	32.500	33.000	34.000

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### EuroSTOXX50 und S&P500



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

**Redaktionsschluss** für Daten, Prognosen und Texte war **Freitag, 29. September 2023.**

Der nächste Economic Adviser erscheint am **10. November 2023.**

# Übersicht Prognosen

## Fundamentalprognosen

in %	BIP Wachstum			Inflationsrate			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>			Haushaltssaldo <sup>2</sup>		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
USA	1,9	1,9	1,0	8,0	4,1	2,8	3,6	3,8	4,0	-4,2	-3,7	-3,7
Euroland	3,4	0,5	1,0	8,4	5,7	2,9	6,7	6,5	6,6	-3,6	-3,4	-2,7
Deutschland	1,8	-0,6	0,7	8,7	6,2	2,9	5,3	5,7	5,6	-2,6	-2,8	-2,3
Japan	1,0	2,2	1,0	2,5	3,1	1,9	2,6	2,6	2,5	-5,9	-5,5	-4,0
Großbritannien	4,3	0,4	0,5	9,1	7,5	3,1	3,7	4,2	4,6	-5,2	-5,1	-3,7
Schweiz	2,4	1,2	1,0	2,8	2,3	2,0	2,2	2,0	2,1	1,0	0,4	0,6
China	3,0	4,8	4,5	1,9	0,6	1,9	4,0	5,3	5,1	-7,5	-5,5	-4,5

Veränderung gg. Vj. in %, <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen (Deutschland: BA-Definition), <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

## Leitzinsen

In %	28.09.23	3M	6M	12M
USD	5,50	5,50	5,50	5,25
EUR	4,50	4,50	4,50	4,00
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
GBP	5,25	5,25	5,25	5,25
CHF	1,75	1,75	1,75	1,75
CNY	1,50	1,50	1,50	1,50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Wechselkurse

EUR in...	28.09.23	3M	6M	12M
USD	1,06	1,08	1,08	1,09
JPY	158	151	146	140
GBP	0,87	0,87	0,87	0,86
CHF	0,97	0,96	0,97	0,97
CNY	7,70	7,78	7,67	7,63

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M
USD	5,39	5,35	5,25	4,90	5,06	4,70	4,30	3,65	4,62	4,10	3,75	3,40	4,57	4,00	3,70	3,40
EUR	3,96	4,00	3,90	3,50	3,29	3,20	3,00	2,40	2,89	2,70	2,60	2,50	2,93	2,70	2,60	2,40
JPY	0,07	0,05	0,05	0,10	0,03	0,00	0,00	0,00	0,31	0,26	0,30	0,38	0,76	0,70	0,80	1,00
GBP	#NV	5,40	5,40	5,40	4,94	5,00	4,90	4,50	4,58	4,74	4,68	4,39	4,48	4,30	4,30	4,20
CHF	1,71	1,75	1,75	1,75	1,20	1,20	1,20	1,00	1,09	1,10	1,00	1,10	1,17	1,10	1,00	1,20

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M	28.09.	3M	6M	12M
USD	144	135	135	140	177	150	130	125	173	140	115	90	164	130	110	100
JPY	-389	-395	-385	-340	-326	-320	-300	-240	-258	-244	-230	-213	-217	-200	-180	-140
GBP	#NV	140	150	190	165	180	190	210	169	204	208	189	155	160	170	180
CHF	-225	-225	-215	-175	-209	-200	-180	-140	-180	-160	-160	-140	-176	-160	-160	-120

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Anhang



### **Ansprechpartner in der NORD/LB**

Dr. Martina Noß  
Leiterin Research  
+49 172 512 2742  
martina.noss@nordlb.de



Christian Lips  
Chefvolkswirt  
Head of Macro Research  
+49 172 735 1531  
christian.lips@nordlb.de



Tobias Basse  
Macro Research  
+49 511 361-2722  
tobias.basse@nordlb.de



Bernd Krampen  
Macro Research  
+49 162 103 1939  
bernd.krampen@nordlb.de



Christian Reuter  
Macro Research  
+49 152 0412 9316  
christian.reuter@nordlb.de



Valentin Jansen  
Macro Research  
+49 157 8516 7232  
valentin.jansen@nordlb.de



Constantin Lür  
Macro Research  
+49 157 8516 4838  
constantin.lueer@nordlb.de

## **Weitere Ansprechpartner**

### **Sales**

Institutional Sales  
+49 511 9818-9440

Sales Sparkassen &  
Regionalbanken  
+49 511 9818-9400

Sales MM/FX  
+49 511 9818-9460

Sales Europe  
+352 452211-515

Sales Asia  
+65 64 203136

### **Origination & Syndicate**

Origination FI  
+49 511 9818-6600

Origination Corporates  
+49 511 361-2911

### **Treasury**

Liquidity Management  
+49 511 9818-9620  
+49 511 9818-9650

### **Trading**

Covereds/SSA  
+49 511 9818-8040

Financials  
+49 511 9818-9490

Governments  
+49 511 9818-9660

Länder/Regionen  
+49 511 9818-9550

Frequent Issuers  
+49 511 9818-9640

### **Sales Wholesale Customers**

Firmenkunden  
+49 511 361-4003

Asset Finance  
+49 511 361-8150

# Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen

Diese Studie (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“)** erstellt worden. Die für die **NORD/LB** zuständigen Aufsichtsbehörden sind die **Europäische Zentralbank („EZB“)**, **Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main**, und die **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“)**, **Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn** und **Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main**. Sofern Ihnen diese Information durch Ihre Sparkasse überreicht worden ist, unterliegt auch diese Sparkasse der Aufsicht der BaFin und ggf. auch der EZB. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Thailand, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich, Vietnam und Zypern (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, ganz oder in Teilen zu kopieren oder in andere Sprachen zu übersetzen und/oder zu reproduzieren. Diese Information ist nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf die Angaben in dieser Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon nach Japan oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung, sondern um eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Werbemittelteilung. Aus diesem Grund ist diese Information nicht unter Berücksichtigung aller besonderen gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen erstellt worden. Ebenso wenig unterliegt diese Information dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung, wie dies für Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen gilt.

Die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Für die Erstellung dieser Information nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Information vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstrumentes lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Information stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusage dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Information enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt und das jeweilige Registrierungsformular der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Friedrichswall 10, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Information in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausstattungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um Derivate handelt, können diese je nach Ausgestaltung zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses einen aus Kundensicht anfänglichen negativen Marktwert beinhalten. Die NORD/LB behält sich weiterhin vor, ihr wirtschaftliches Risiko aus einem mit ihr abgeschlossenen Derivat mittels eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts an Dritte in den Markt abzugeben.

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) abrufbar ist.

Die in dieser Information enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Information und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information. Zukünftige Versionen dieser Information ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der NORD/LB, die Informationen in dieser Information zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter [www.dsgv.de/sicherungssystem](http://www.dsgv.de/sicherungssystem).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:** DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY BEAUFICHTIGT.

Die NORD/LB bietet mit dieser Analyse keine persönliche Beratung an und berücksichtigt nicht die Ziele, die finanzielle Situation oder Bedürfnisse des Empfängers (außer zum Zwecke der Bekämpfung von Geldwäsche).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:** Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlaublichen Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:** Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Information (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmebestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:** Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Information mit einem Fachmann beraten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:** Die in dieser Information beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:** Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt eine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

Diese Information enthält Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

Diese Information enthält allgemeine Informationen und ist nicht auf die Verhältnisse einzelner oder bestimmter Empfänger zugeschnitten. Diese Information ist Teil des Marketingmaterials der NORD/LB.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

Diese Information wurde nicht in Übereinstimmung mit der Richtlinie 2003/71/EG (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektrichtlinie“) oder aufgrund der Prospektrichtlinie ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektrichtlinie oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektrichtlinie oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warentermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen.

Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar.

Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

Diese Information wurde Ihnen kostenfrei und lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Alle in der Information enthaltenen Informationen sind Sachinformationen und spiegeln somit weder die Meinung noch die Beurteilung der NORD/LB wider. Die in der Information enthaltenen Informationen dürfen somit nicht als Angebot, Vermarktung, Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes oder Anlageberatung hinsichtlich der in der Information erwähnten Anlageprodukte ausgelegt werden.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

Die NORD/LB ist keine in Neuseeland registrierte Bank. Diese Analyse stellt lediglich eine allgemeine Information dar. Sie berücksichtigt nicht die finanzielle Situation oder Ziele des Empfängers und ist kein persönlicher Finanzberatungsservice („personalized financial adviser service“) gemäß dem Financial Advisers Act 2008.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:**

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

Diese Information stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapieren dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Analyse, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):**

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Anlageergebnisse, oder dass die Anwendung einer Strategie die Anlageentwicklung verbessert oder zur Erreichung Ihrer Anlageziele führt.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden.

Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektpflicht gemäß der EG-Prospektrichtlinie und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:**

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt.

Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung).

Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

Diese Analyse richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur.

Diese Analyse ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:**

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Die in dieser Information enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren.

Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

Diese Information stellt eine Analyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Information nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentproduktes dar.

**Redaktionsschluss und letzte Aktualisierung aller Marktdaten:**

Freitag, 29. September 2023, 17:27 Uhr

Für die in unseren Studien verwendeten sprachlichen Formulierungen verweisen wir auf die Erklärung zur gendersensiblen Sprache auf [www.nordlb.de/impressum](http://www.nordlb.de/impressum)