

## Economic Adviser Macro Research

15. Dezember 2023 ♦ Ausgabe Outlook 2024

# Inhalt

<b>Einleitung: Kaum rosige Aussichten für 2024 – Hoffnung auf Inflationsrückgang und Zinssenkungen .....</b>	<b>3</b>
Risiken und Belastungsfaktoren dämpfen weltwirtschaftliche Dynamik auch 2024 .....	3
Inflation bereits besiegt? Karten zwischen Falken und Tauben werden 2024 neu gemischt.....	3
Comeback des Konsums – Prognoseunsicherheit bleibt hoch .....	3
<b>USA: Ein wenig erfreulicher Ausblick.....</b>	<b>4</b>
Ein Rückblick auf wirklich erfreuliche US-Wirtschaftsdaten.....	4
Ein wenig erfreulicher Ausblick.....	4
Die US-Notenbank dürfte zunächst zögern wollen .....	5
<b>Euroland: Konjunkturschwäche und Inflationsrückgang ebnen Weg für Zinssenkungen der EZB in 2024.....</b>	<b>7</b>
Energiepreisschock wirkt nach, weltwirtschaftliches Umfeld schwach.....	7
Schwache Konjunktur dämpft Arbeitsmarkt bislang kaum.....	7
Ausblick: Risiko einer technischen Rezession im Winterhalbjahr, danach allmähliche Erholung .....	8
Inflation auf dem Rückzug, aber noch nicht endgültig geschlagen .....	8
EZB: Zinsstraffung beendet, aber Respekt vor „letzter Meile“ im Kampf gegen Inflation.....	9
Ausblick: Zinssenkungen ab Frühjahr – Kapitalmarkt preist bereits massive Zinssenkungen ein .....	10
<b>Deutschland: Stagnation auf Vor-Pandemieniveau.....</b>	<b>12</b>
Krisen und Belastungsfaktoren bewirken Rückgang der Wirtschaftsleistung in 2023 .....	12
Konjunkturerwartungen hängen vor allem an der Hoffnung auf schnelle Zinssenkungen.....	13
Inflation zügig gesunken – vorübergehender Rückprall durch Basiseffekte erwartet .....	14
Prognose 2024: Deutsche Wirtschaft bleibt vorerst in der Stagnation gefangen.....	15
<b>Schweiz: Inflation im Zaum, SNB agiert mit ruhiger Hand.....</b>	<b>17</b>
Konsumenten gehen auf Tauchstation – Wachstum kühlt sich weiter ab .....	17
Inflation bleibt unter Kontrolle .....	17
SNB kehrt zur Politik der ruhigen Hand zurück und hält zunächst die Zinsen konstant .....	17
<b>Japan: Der neue Notenbankchef wird handeln müssen .....</b>	<b>19</b>
Die Inflationsentwicklung wird für Handlungsdruck bei der Zentralbank sorgen.....	19
Der neue Notenbankchef wird handeln müssen .....	19
Die Schwäche des Yen sollte bald abklingen .....	19
<b>China: Stabilisierung in 2024 dürfte turbulent bleiben.....</b>	<b>20</b>
Konjunkturprobleme werfen lange Schatten.....	20
Fiskalische und geldpolitische Impulswirkung zeigt sich vor allem erst in 2024 .....	20
Die Stabilisierung Chinas und Zinssenkungen in den USA sollten den Renminbi in 2024 stützen.....	20

Großbritannien: Konjunktur mit Schramme?.....	21
2023 war durchwachsen.....	21
Die Bank of England steuert noch nicht um.....	21
Großbritannien bewegt sich auf schmalem Grat.....	21
Australien: Ein herausforderndes Jahr 2024 .....	22
Wachstum zeigt sich trotz hohen Zinsniveaus robust – Zinsgipfel in Sicht.....	22
Inflation hartnäckig aber rückläufig.....	22
Risiken und Chancen für die australische Konjunktur .....	22
Aktienmärkte: Unerwartet gutes Börsenjahr 2023 – moderat positive Entwicklung auch in 2024 .....	23
2023 – Erwartete Zinswende ist Haupttreiber einer unerwartet positiven Entwicklung .....	23
Ausblick auf 2024: Moderater Anstieg der Aktienmärkte .....	23
Rohöl: OPEC+ vs. (Geo-)Politik und Nachfrageschwäche.....	24
Ölpreis-Höhenflug und Korrektur durch Geopolitik beeinflusst.....	24
Schwache Konjunktur als Nachfragebremse.....	24
Globaler Ölbedarf wächst auch 2024 .....	25
Preisanstieg und höhere Verbraucherbelastung durch neue CO2-Aufschläge ab Januar 2024 .....	25
Gas: Winterverlauf und Verbrauch im Fokus.....	25
LNG – Ramp-up der Versorgung „in line“ .....	25
Gefüllte Gasspeicher als Backup.....	26
Portfoliostrategien.....	27
Zinsstrukturkurve Euroland .....	27
Portfoliostrategien.....	28
Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- & 12-Monatssicht.....	28
Portfoliostrategien.....	29
Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- & 12-Monatssicht .....	29
Übersicht Prognosen .....	30

# Einleitung: Kaum rosige Aussichten für 2024 – Hoffnung auf Inflationsrückgang und Zinssenkungen

Analyst: Christian Lips, Chefvolkswirt

## **Risiken und Belastungsfaktoren dämpfen weltwirtschaftliche Dynamik auch 2024**

Die weltwirtschaftliche Dynamik ist im Jahr 2023 wie erwartet nur mäßig ausgefallen. Angesichts der vielfältigen Belastungsfaktoren wie dem Ukrainekrieg, den geopolitischen Verspannungen und der zumindest im ersten Halbjahr noch sehr hohen Inflation war aber konjunkturell nicht viel mehr möglich als ein globales Wirtschaftswachstum im Bereich von 2,5 bis 3,0%. Mit diesem Basisszenario waren wir auch ins Jahr gestartet.

Besonders schwierig ist aus konjunktureller Sicht nach wie vor die Lage im Euroraum, vor allem wegen der strukturellen Verschlechterung bei den Energiepreisen im Vergleich zum Vorkriegszeitraum. Hinzu kommen die Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik. Die mit der Zinswende deutlich strafieren Finanzierungsbedingungen werden immer stärker in der Realwirtschaft spürbar, insbesondere in zinssensitiven Sektoren wie dem Bausektor.

Die Weltwirtschaft bleibt auch 2024 auf einem flachen Wachstumspfad. In Europa und Deutschland besteht im Winter erneut ein gewisses Risiko einer technischen Rezession, trotz leichter Erholung im Jahresverlauf dürfte die Wachstumsrate 2024 nur im Bereich von 0,5% liegen. Nach einem überraschend soliden Konjunkturverlauf im abgelaufenen Jahr erwarten wir für die USA eine Abkühlung in 2024. Und in China, das sich ohnehin an niedrigere Wachstumsraten gewöhnen muss, wird der BIP-Zuwachs im neuen Jahr (des Drachens) voraussichtlich unter der Schwelle von 5% liegen – trotz geld- und fiskalpolitischer Stimuli. Das Welt-BIP dürfte daher 2024 nur mäßig um ca. 2,5% zulegen.

## **Inflation bereits besiegt? Karten zwischen Falken und Tauben werden 2024 neu gemischt**

Der zuletzt starke Rückgang der Inflation hat an den Märkten ausgeprägte Zinssenkungsphantasien aufkommen lassen und im Zuge dessen eine Rallye an den Aktienmärkten sowie an den Bondmärkten ausgelöst. Allerdings sind die Zinserwartungen für 2024 inzwischen sehr offensiv, mithin besteht auch ein gewisses Enttäuschungspotenzial. Die Erfahrung aus früheren Hochinflationsphasen lehrt, dass Notenbanken nicht den Fehler machen sollten, zu früh den Kampf gegen die Inflation einzustellen und ihre Geldpolitik zu lockern. Auch am aktuellen Rand bleiben Aufwärtsrisiken für die Inflation durch die Geopolitik oder zu starke Lohnzuwächse bestehen. Insofern ist es verständlich, dass sich die Notenbanken zunächst noch zögerlich zeigen und nicht sofort die Wende von der Zinswende einleiten wollen. Allerdings besteht auch ein Risiko, dass die Notenbanken – wie schon beim Beginn ihres Strafungszyklus – wieder zu spät kommen. Dass die wichtigen Notenbanken aber im Laufe des Jahres 2024 Zinssenkungen vornehmen werden, scheint so gut wie sicher.

## **Comeback des Konsums – Prognoseunsicherheit bleibt hoch**

Eine große Hoffnung ruht im Jahr 2024 auf dem Comeback des Konsums, dank niedriger Inflation werden die Realeinkommen in vielen Ländern wieder zulegen. Die Prognoseunsicherheit ist aber weiter hoch. Insbesondere bleibt die geopolitische Lage sehr fragil. Aber auch ein zu starkes Abbremsen durch die restriktive Wirkung von Geld- und Fiskalpolitik ist möglich. Und die US-Präsidentenwahlen (5. Nov.) werden sicher nicht nur die Wahlberechtigten in den USA besonders im Fokus haben!

*Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in diesem Jahr und wünschen Ihnen viel Freude und vor allem gute Anregungen beim Lesen unseres Jahresausblicks, ein frohes Weihnachtsfest sowie einen guten Start in ein gesundes, erfolgreiches und friedliches Jahr 2024!*

*Herzlichst,*

*Ihr Research-Team der NORD/LB*

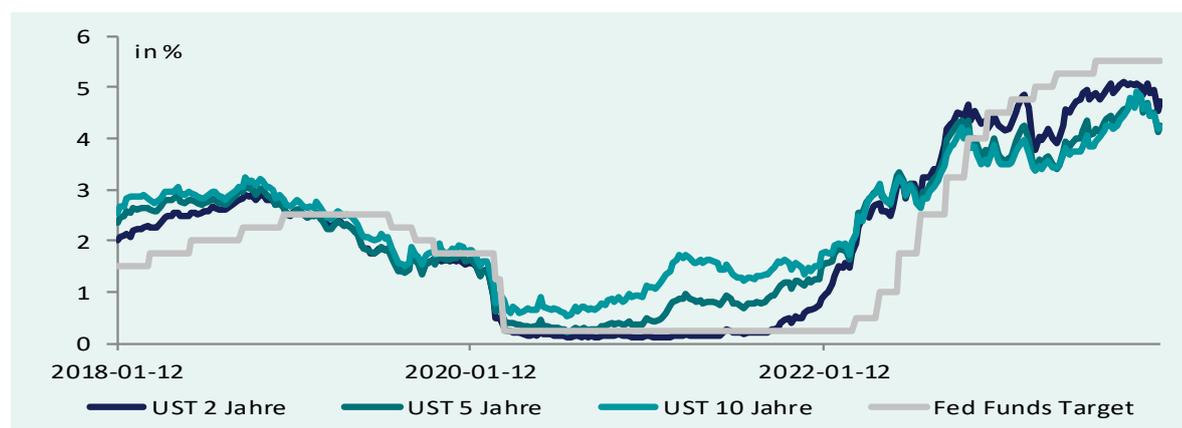
## USA: Ein wenig erfreulicher Ausblick

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lüer

### Ein Rückblick auf wirklich erfreuliche US-Wirtschaftsdaten

Die Ökonomie der Vereinigten Staaten konnte sich im Jahr 2023 bisher erstaunlich robust präsentieren. Noch sind die höheren Zinsen, die an verschiedenen Stellen eigentlich Sand im Getriebe der nord-amerikanischen Wirtschaft hätten darstellen sollen, an der US-Konjunktur aber regelrecht „abgeprallt“. Verschiedene Indikatoren zeigen ein weiterhin erfreuliches Bild der ökonomischen Lage in den Vereinigten Staaten. So notiert die Arbeitslosenquote nach noch vorläufigen Angaben für November bei lediglich 3,7%; immerhin 199.000 neue Stellen sind in diesem Monat von der Wirtschaft der USA geschaffen worden, woran vor allem der Gesundheitssektor und staatliche Stellen einen großen Anteil hatten. In der Privatwirtschaft sind 150.000 zusätzliche Jobs entstanden. Die öffentliche Hand hat in der Summe 49.000 weitere Personen eingestellt. Damit sind circa ein Viertel der im November geschaffenen neuen Stellen bei staatlichen Institutionen entstanden, was manche Beobachter kurz nach der Veröffentlichung der Daten schon etwas kritisch kommentiert hatten. Grundsätzlich bleibt aber festzuhalten, dass die jüngst gemeldeten Zahlen vom US-Arbeitsmarkt die meisten Prognostiker eindeutig positiv überrascht haben. Gleiches gilt für die BIP-Daten für das III. Quartal. Hier kam es jüngst sogar noch zu einer Aufwärtsrevision; damit notiert die annualisierte Wachstumsrate in diesem Zeitabschnitt nun bei einem wirklich beachtlichen Wert von 5,2%. Zwar zeigt sich beim Konsum nach den Anpassungen an der Zeitreihe nicht mehr ganz so deutlich die Stärke, die der Blick auf die ursprünglichen Daten noch offenbart hatte, die US-Ökonomie präsentiert sich aktuell allerdings in wirklich hervorragender Verfassung. Dies dürfte sich nun – also in den kommenden Monaten – aber wohl ändern. Wir rechnen in der Tat mit einer spürbaren Eintrübung beim Wachstum in den USA. Das „R-Wort“ sollte in der Wirtschaftspresse der Vereinigten Staaten im Jahr 2024 in jedem Fall deutlich häufiger zu lesen sein!

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Ein wenig erfreulicher Ausblick

Der in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtende Zinsanstieg wird nun also endlich Konsequenzen für die Konjunkturentwicklung in den Vereinigten Staaten haben. Diese Belastungen zeigen sich bereits recht klar am Immobilienmarkt des Landes. So ist das NAHB Bauklima, welches beispielsweise ein wirklich sehr gut geeigneter Frühwarnindikator für die Entwicklung der Hauspreise in den USA ist, im Berichtsmonat November auf lediglich noch 34 Zähler gefallen. Damit wird von dieser Zeitreihe ein eindeutig negatives Signal für die Lage am Immobilienmarkt der Vereinigten Staaten ausgesendet.

Dieses Segment der nordamerikanischen Ökonomie hat in der Tat eine nicht zu unterschätzende Bedeutung für die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft. So sind die Bauunternehmen in guten Zeiten in der Lage, die Beschäftigungssituation im Land der unbegrenzten Möglichkeiten nachhaltig zu verbessern. Diese stützende Wirkung zeigt sich nun in immer stärkerem Maße nicht mehr. Das deutlich erhöhte Zinsniveau hat zudem natürlich auch dämpfende Effekte auf andere Segmente der Ökonomie der USA. In diesem Kontext ist beispielsweise auf den privaten Verbraucher zu verweisen, der inzwischen offenbar regelrecht mit seinen verschiedenen Kreditkarten „jongliert“, um nach dem Inflationsschub der jüngeren Vergangenheit finanziell noch halbwegs über die Runden zu kommen. Unserer Auffassung nach wird es daher sehr bald zu einer nachhaltigen Eintrübung der Wirtschaftslage in den Vereinigten Staaten kommen. Aktuell scheint sogar das Szenario des Eintretens einer milden Rezession nicht unwahrscheinlich. In diesem Kontext werden die Marktteilnehmer das Votum des National Bureau of Economic Research sehr genau im Auge behalten müssen. Diese Einrichtung ist bekanntlich für die „Ausrufung“ von Rezessionen in den USA verantwortlich. Auch das Phänomen der technischen Rezession könnte noch von Relevanz werden – am Ende mag es mit Blick auf diese Frage in der Tat davon abhängen, ob sich im I. Quartal 2024 beim BIP-Wachstum eine schwarze oder eine rote Null zeigen wird.

#### **Die US-Notenbank dürfte zunächst zögern wollen**

In diesem doch eher schwierigen Umfeld würden wir aber dennoch davor warnen wollen, von der Fed sehr zügige Leitzinssenkungen zu erwarten. So müsste der in der US-Wirtschaft weiterhin zu beobachtende akute Personalangel wohl dafür sorgen, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt des Landes auch perspektivisch nicht sehr nachhaltig unfreundlich präsentieren wird. Unserer Auffassung nach sollten die US-Notenbanker daher zunächst auf Zeit spielen wollen. Mit einer sinkenden Fed Funds Target Rate ist daher wohl erst im Laufe des zweiten Halbjahres 2024 zu rechnen. Angesichts des aktuellen Inflationsumfeldes dürfte das FOMC das US-Zinsniveau wahrscheinlich nicht zu zügig sinken sehen wollen. Dennoch bleibt festzuhalten, dass das Thema Leitzinssenkungen in 2024 auf die Agenda der Notenbank in Washington rücken wird. Die unerwartet „dovishen“ Signale, die anlässlich der jüngsten FOMC-Sitzung von den Verantwortlichen für die US-Geldpolitik ausgesandt worden sind, würden wir in diesem Zusammenhang nicht überbewerten wollen – Augenmaß bleibt somit angesagt. Auf den ersten Blick ist dieses Umfeld eher nicht hilfreich für die Währung der Vereinigten Staaten. In diesem Kontext darf aber natürlich auch die EZB nicht aus dem Auge verloren werden. Diese Notenbank sollte im Jahr 2024 nämlich ebenfalls unter Handlungsdruck geraten. Folglich erwarten wir in der Summe eher wenig Bewegung beim Wechselkurs zwischen dem Euro und dem US-Dollar. In diesem Kontext ist festzuhalten, dass die internationalen Finanzmärkte mittlerweile recht ambitionierte Zinssenkungserwartungen durch die Fed einpreisen. Wir erwarten an dieser Stelle etwas mehr Vorsicht beim FOMC. Trotzdem rechnen wir in der Summe mit perspektivisch klar sinkenden US-Kapitalmarktzinsen. Die Bewegung nach unten kann gegebenenfalls als zwischenzeitlich sogar recht dynamisch bezeichnet werden. Auch die Präsidentschaftswahl im Land der unbegrenzten Möglichkeiten muss in diesem Zusammenhang genau im Auge behalten werden; durchaus denkbare Szenarien mit größeren Turbulenzen würden aber wohl insbesondere den globalen Aktienmarkt in Bewegung setzen.

## Fundamentalprognosen USA

	2022	2023	2024
BIP	1.9	2.3	1.4
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	3.6	4.2
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4.0	-5.9	-5.6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3.8	-3.3	-3.1

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

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

## Quartalsprognosen USA

	I/23	II/23	III/23	IV/23	I/24
BIP Q/Q ann.	7.0	2.1	5.2	-0.4	0.0
BIP Y/Y	1.7	2.4	3.0	2.2	1.6
Inflation Y/Y	5.8	4.0	3.5	3.1	3.1

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

## Zinsen und Wechselkurse USA

	14.12.	3M	6M	12M
Fed Funds Target Rate	5.50	5.50	5.50	5.00
3M-Satz	5.38	5.30	5.20	4.70
10J Treasuries	3.92	4.10	3.90	3.50
Spread 10J Bund	180	190	180	110
EUR in USD	1.10	1.08	1.08	1.09

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Euroland: Konjunkturschwäche und Inflationsrückgang ebnen Weg für Zinssenkungen der EZB in 2024

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Christian Reuter

## Energiepreisschock wirkt nach, weltwirtschaftliches Umfeld schwach

Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone hat sich im Jahresverlauf erheblich abgeschwächt. Im dritten Quartal fiel das reale saisonbereinigte BIP gegenüber der Vorperiode um 0,1%. Die Schwäche ist breit angelegt und geht keinesfalls nur von Deutschland aus. Von den fünf größten Volkswirtschaften verzeichneten nur Italien und Spanien ein Plus (0,1% bzw. 0,3%). Vor allem Spanien ist weniger stark betroffen von der ausgeprägten Industrierezession, die in Europa durch den Energiepreisschock noch verstärkt wird. Auch wenn die Phase akuter Energieknappheit vorüber ist, befindet sich die Industrie immer noch im Anpassungsmodus, wie an der Entwicklung der Produktion energieintensiver Branchen abzulesen ist.

Immer mehr in den Vordergrund rücken dagegen die gestiegenen Kapitalmarktzinsen. Das Produktionsniveau im Bausektor hat sich zwar bisher erstaunlich gut gehalten, allerdings sind die Auftragseingänge dramatisch eingebrochen, so dass hier im kommenden Jahr mit weiteren Belastungen zu rechnen ist. Zuletzt breitete sich die Schwäche auch auf den Dienstleistungssektor aus, der bisher die Konjunktur getragen hatte. Das dürfte auch daran liegen, dass die Aufholprozesse aus der Coronakrise weitgehend abgeschlossen sind und aus der Industrie weniger Aufträge kommen.

Chart: Offene Stellen und Job-Angebote gemäß Indeed



Quelle: Macrobond, Indeed, NORD/LB Macro Research

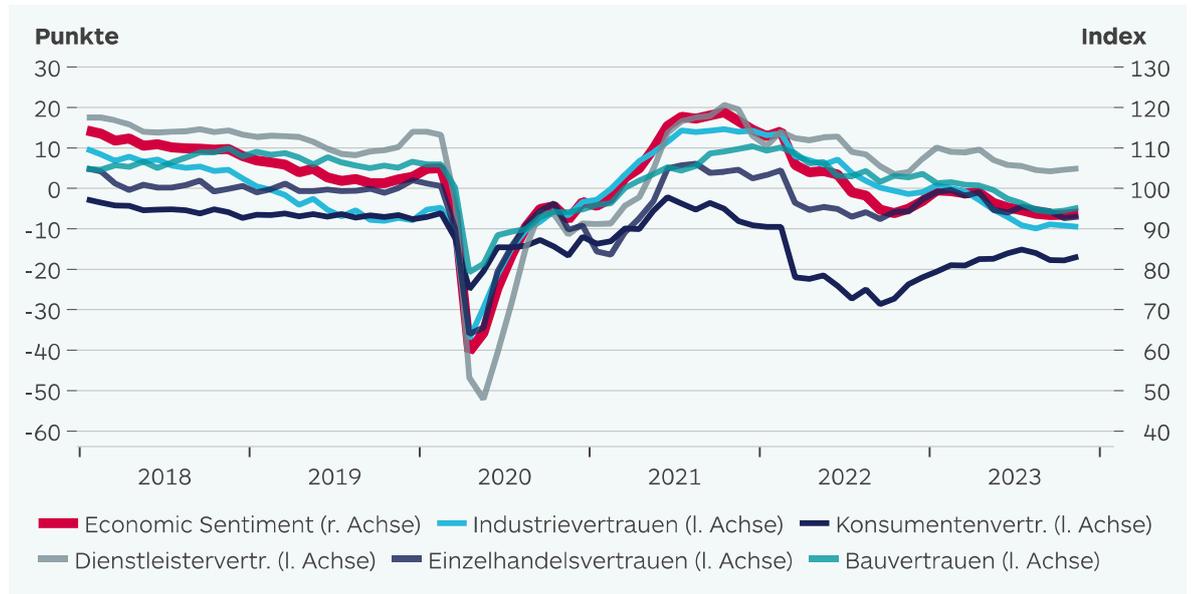
## Schwache Konjunktur dämpft Arbeitsmarkt bislang kaum

Der Arbeitsmarkt hat sich 2023 als sehr robust erwiesen und wird zunehmend vom demografischen Wandel bestimmt. Der Mangel an Arbeitskräften macht sich inzwischen nicht mehr nur bei den Fachkräften bemerkbar, auch für einfache Tätigkeiten sind oft nicht genügend Bewerber zu finden. Spätestens am Ende der Corona-Krise haben viele Unternehmen die Erfahrung gemacht, dass einmal entlassene Mitarbeiter nicht so schnell oder nur teurer zurückzugewinnen sind.

Entsprechend zurückhaltend zeigen sich die Unternehmen auch im aktuellen konjunkturellen Abschwung bei der Anpassung ihrer Belegschaft. So sind die Arbeitslosenzahlen mehr oder weniger in ganz Europa bis zuletzt trotz der seit einiger Zeit abnehmenden konjunkturellen Dynamik gesunken. Die Arbeitslosenquote liegt in der Eurozone seit März 2023 recht stabil auf einem historischen Tiefstand von 6,5%. Gleichwohl ist am aktuellen Rand eine leichte Abschwächung zu erkennen, der Tiefpunkt in diesem Zyklus könnte erreicht sein. Jedenfalls ging im Oktober u.a. in Deutschland, Frankreich und Italien die Arbeitslosenquote leicht nach oben. Tatsächlich wird aus einzelnen Sektoren von

Entlassungen berichtet, wie z.B. in der Bauwirtschaft. Die Anzahl offener Stellen bzw. die Job-Angebote gehen ebenfalls zurück (vgl. Chart). Da wir nicht von einer schweren Rezession ausgehen, sollte sich auch der Arbeitsmarkt trotz leichter Abschwächungstendenzen relativ robust halten. Wir rechnen nur mit einem leichten Anstieg der jahresdurchschnittlichen Arbeitslosenquote.

Chart: Unternehmens- und Verbrauchervertrauen eingetrübt



Quelle: Macrobond, EU-Kommission, NORD/LB Macro Research

### Ausblick: Risiko einer technischen Rezession im Winterhalbjahr, danach allmähliche Erholung

Der Indikator für die Wirtschaftsstimmung im Euroraum ist im November marginal nach oben geklettert, allerdings von einem tiefen Niveau ausgehend. Noch einmal leicht abwärts ging es dabei für Deutschland, Italien und Spanien, freundlicher war die jüngste Tendenz bei der Unternehmens- und Konsumentenstimmung in Frankreich und in den Niederlanden. Mehr Zuversicht zeigte sich bei den Konsumenten, bei den Dienstleistern, in der Bauwirtschaft sowie im Einzelhandel, während sich die Stimmung in der Industrie leicht verschlechterte. Zuletzt hellten sich die Erwartungen der Finanzmarktexperten auf, vor allem wegen der Hoffnung auf sinkende Zinsen.

Große Hoffnung ruhen für 2024 auf dem privaten Konsum. Der robuste Arbeitsmarkt zusammen mit den absehbaren Nominallohnsteigerungen und einer weiter zurückgehenden Inflation erhöhen das real verfügbare Einkommen. Hierdurch entsteht mehr Spielraum für Ausgaben und Anschaffungen der Konsumenten, allerdings müsste sich auch die Konsumlaune noch weiter verbessern.

Trotzdem bleiben erhebliche Risiken. Der bisher beispiellose Straffungskurs der EZB ist noch nicht voll in der Wirtschaft angekommen. Vorerst dürfte daher die Konjunkturdynamik gering ausfallen und auch im Jahr 2024 das BIP im Jahresvergleich erneut nur um ca. 0,5% wachsen.

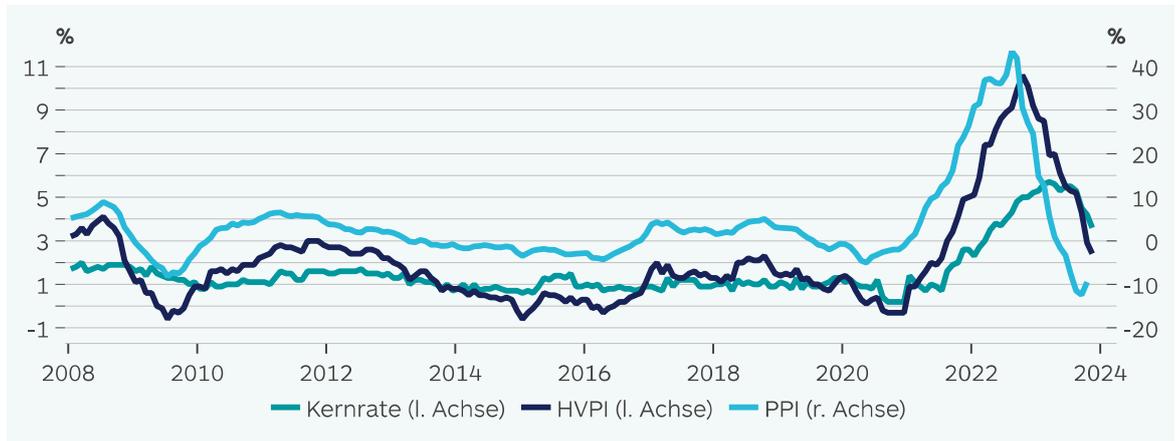
### Inflation auf dem Rückzug, aber noch nicht endgültig geschlagen

Die Inflation ist im Euroraum im Jahresverlauf schneller als erwartet zurückgekommen und hat seit September positiv überrascht. Im November sank die Inflationsrate auf 2,4% Y/Y. Zurückzuführen ist das überwiegend auf gesunkene Energiepreise, die auf Jahressicht um 11,5% niedriger lagen. Im gleichen Zeitraum fiel die Kernrate auf 3,6% Y/Y. Positiv sind die Preisentwicklungen auf den vorgelagerten Preisstufen. So sind die Produzentenpreise in der Eurozone im Vorjahresvergleich seit Mai 2023 gefallen und gingen im Oktober um 9,4% zurück.

Trotzdem liegt die Teuerungsrate im Euroraum nach wie vor über der Toleranzschwelle der Zentralbank, zumal kurzfristig aufgrund von Basiseffekten sogar ein leichter Rückprall zu erwarten ist. Da die günstigen Basiseffekte bei Energie sukzessive auslaufen und ein weiterer Rückgang der Energiepreise eher nicht zu erwarten ist, muss die Inflation nun verstärkt über die Kernrate zurückgeführt werden.

Für diesen binnenwirtschaftlichen Preisdruck spielt nicht zuletzt die Entwicklung der Löhne und Gehälter eine wichtige Rolle. Wir rechnen nicht mit einer Lohn-Preis-Spirale, wodurch die Inflation wieder angefacht werden könnte. Die Kernrate bildet sich aber auch im Jahr 2024 im Vergleich zur Gesamtinflation nur zeitverzögert zurück und bleibt vorerst über dem Inflationsziel der EZB.

Chart: Zuletzt starker disinflationärer Trend



Quelle: Macrobond, Eurostat, NORD/LB Macro Research

### **EZB: Zinsstraffung beendet, aber Respekt vor „letzter Meile“ im Kampf gegen Inflation**

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat nach zehn Zinsanhebungen in Folge im Oktober eine Zinspause eingelegt. Die deutliche Straffung der Finanzierungsbedingungen bremst inzwischen die wirtschaftliche Dynamik und hat zur Eindämmung der Inflation einen Beitrag geleistet. Angesichts einer inzwischen schrumpfenden Geldmenge M3 sowie deutlich rückläufiger Kreditdynamik stellt sich aber die Frage, ob die Geldpolitik nicht inzwischen zu restriktiv ist und perspektivisch eine Lockerung angebracht wäre.

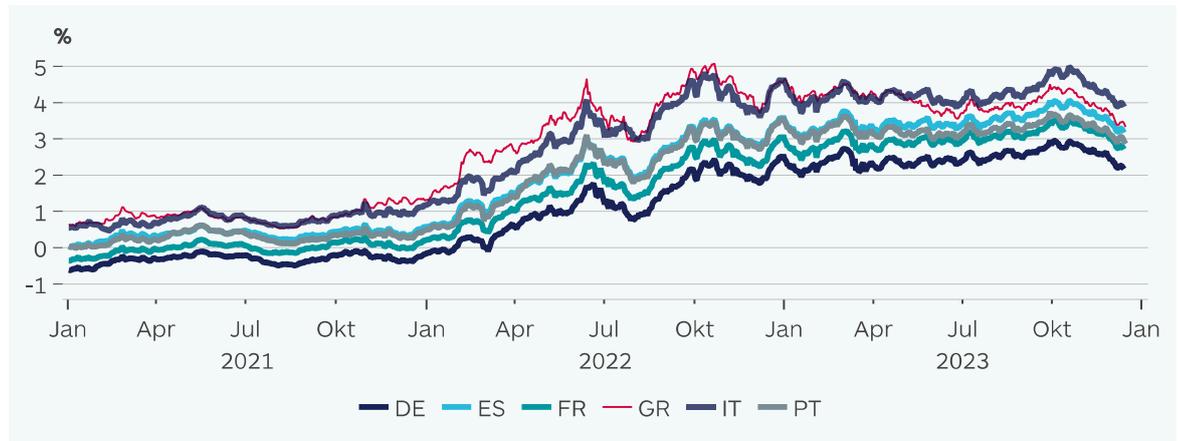
Für die Geldpolitik ist vor allem der Trend bei den Nominallöhnen noch ein zweischneidiges Schwert. So könnte infolge zu starker Lohnzuwächse der Preisauftrieb vor allem im Dienstleistungssektor länger erhöht bleiben. Der Respekt der Währungshüter vor der „letzten Meile“ im Kampf gegen die Inflation ist groß. Der zu erwartende temporäre Rückprall bei der Inflationsrate sowie die nach wie vor nicht gebannten Aufwärtsrisiken für die Inflation infolge geopolitischer Spannungen geben der EZB Argumente, zumindest noch einige Monate an ihrer Zinspause festzuhalten.

Die EZB hat entsprechend auf ihrer letzten turnusmäßigen Sitzung im Jahr 2023 ihre Leitzinsen unverändert gelassen. Der maßgebliche Einlagefazilitätensatz verharrt somit auf seinem Rekordhoch von 4,00%. Ein Festhalten an der Zinspause im Dezember war allgemein erwartet worden, der Fokus richtete sich daher auf die Themen makroökonomische Projektionen, PEPP-Reinvestmentpolitik und Zinsausblick.

Mit Vorlage der neuen Projektionen im Dezember hat die EZB ihre Erwartungen für die Konjunktur moderat, für die Inflation aber teils deutlich nach unten korrigiert. Dennoch erscheinen uns die neuen Wachstumsprojektionen mit 0,6% für 2023 bzw. 0,8% für 2024 sowie je 1,5% in 2025 und 2026 noch immer als etwas zu hoch. Zugleich ist die Inflation im Herbst stärker gesunken als bislang erwartet, dies gilt auch für die Kernrate. Damit deutet sich auch für die kommende Aktualisierung im März eine Anpassung der Projektionen an. Diese könnten dann endgültig den Weg für eine erste leichte Lockerung bei den Leitzinsen ebnen.

Zugleich beschloss der Rat einen zügigeren Abbau des PEPP-Anleihebestands mit einem Tapering ab Mitte 2024 (EUR 7,5 Mrd. im Monatsmittel). Ab 2025 sollen Reinvestments vollständig eingestellt werden. Die Klärung dieser offenen Frage noch im Jahr 2023 öffnet die Tür für Zinssenkungen im Laufe von 2024. Eine spätere (restriktive) Anpassung der Reinvestmentpolitik in einem bereits laufenden Zinssenkungszyklus wäre nur schwer zu vermitteln gewesen. Allerdings ist der Abbau des PEPP-Anleihebestands weniger als restriktiver Impuls intendiert, sondern stellt mehr eine Normalisierung dar.

Chart: Kapitalmarktzinsen spiegeln zunehmende Zinssenkungsphantasien im Euroraum



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Ausblick: Zinssenkungen ab Frühjahr – Kapitalmarkt preist bereits massive Zinssenkungen ein

Die jüngste Entwicklung der Kapitalmarktzinsen spiegelt die Erwartung von schon bald rückläufigen Leitzinsen wider. Die Zinserwartungen der Märkte für 2024 sind allerdings inzwischen sehr forsch. So wurden am Geldmarkt zuletzt Zinssenkungen von gut 150 Basispunkten allein im Jahr 2024 eingepreist – dies entspräche mindestens sechs Zinsschritten à 25 Basispunkte. Durch zu aggressive Zinssenkungserwartungen drohen sich die Finanzierungskonditionen zu früh und zu weit zu lockern. Dies würde den Erfolg im Kampf gegen die Inflation gefährden, womit die Erwartungen dann nicht erfüllt werden könnten („self-defeating prophecy“).

Bereits jetzt ist die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit von Anfang Oktober bis Mitte Dezember von ca. 3,00% auf nur noch knapp über 2,00% gesunken. Dies halten wir für übertrieben, genauso wie Wetten auf Zinssenkungen bereits im ersten Quartal. Zusammen mit dem früheren Abbau des PEPP ergibt sich daher auf kurze Sicht ein gewisses Korrekturpotenzial, zumal auch die nächsten Inflationsdaten etwas Wasser in den Wein gießen dürften.

EZB-Präsidentin Christine Lagarde stemmt sich gegen Marktspekulationen auf sehr schnelle Zinssenkungen. Ein EZB-Ratsmitglied hatte entsprechende Markterwartungen für Q1/2024 zuletzt gar als „Science Fiction“ bezeichnet. Lagarde betonte, dass die Währungshüter auf der Sitzung im Dezember noch nicht einmal über Zinssenkungen geredet hätten. Zu Recht verweist die EZB auf fortbestehende Aufwärtsrisiken, speziell beim binnenwirtschaftlichen Preisdruck. Demnach gelte es noch, die nächsten Lohnrunden abzuwarten. Hier wird man ab dem Frühjahr größere Klarheit haben – und im besten Fall wäre dann der Weg frei für eine baldige Lockerung der restriktiven Geldpolitik.

Die EZB will nicht zu früh den Erfolg im Kampf gegen die Inflation verkünden, auch aufgrund von Erfahrungen in der Vergangenheit. Gleichwohl könnte sie bei zu starkem Zögern auch hinter die Kurve rutschen. So kam die EZB mit dem Start ihres Zinserhöhungszyklus zu spät, sie hat wohl auch zu spät die Zinspause eingelegt und könnte nun auch noch den Beginn des Abstiegs vom Zinshochplateau zu spät einleiten. Wir erwarten eine deutliche Anpassung der Kommunikation im März und dann den Beginn eines moderaten Zinssenkungszyklus im Juni. Das genaue Timing wird jedoch stark datenabhängig sein.

Bei Ausbleiben einer Rezession dürften die Kapitalmarktzinsen (Bunds, 10J) nicht nachhaltig deutlich unter 2% fallen, hierfür wären nochmals deutlich niedrigere mittelfristige Leitzinserwartungen nötig. Größere Bewegungen sind 2024 aber am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve zu erwarten, womit sich die unnatürlich lange Phase mit inverser Zinsstruktur im Jahr 2024 dem Ende entgegen neigt. Richtung Jahreswechsel 2024/25 dürften – sofern die Konjunktur Tritt fasst und deflationäre Tendenzen ausbleiben – die Kapitalmarktzinsen wieder leicht aufwärts tendieren, auch vor dem Hintergrund des fortgesetzten Abbaus der Anleihebestände der EZB.

## Fundamentalprognosen Euroland

	2022	2023	2024
BIP	3.4	0.5	0.5
Privater Konsum	4.2	0.6	1.3
Öffentlicher Konsum	1.6	0.1	0.8
Investitionen	2.8	0.7	-0.1
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0.0	0.2	-0.3
Inflation	8.4	5.4	2.4
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	6.7	6.6	6.8
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-3.6	-3.4	-2.7
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	-0.6	1.7	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

	I/23	II/23	III/23	IV/23	I/24
BIP sa Q/Q	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1
BIP sa Y/Y	1.3	0.6	0.0	0.1	0.2
Inflation Y/Y	8.0	6.2	5.0	2.8	2.5

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

## Zinsen Euroland

	14.12.	3M	6M	12M
Tendersatz EZB	4.50	4.50	4.25	3.25
3M-Satz	3.93	3.80	3.60	2.70
10J Bund	2.12	2.20	2.10	2.40

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Deutschland: Stagnation auf Vor-Pandemieniveau

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Valentin Jansen

## Krisen und Belastungsfaktoren bewirken Rückgang der Wirtschaftsleistung in 2023

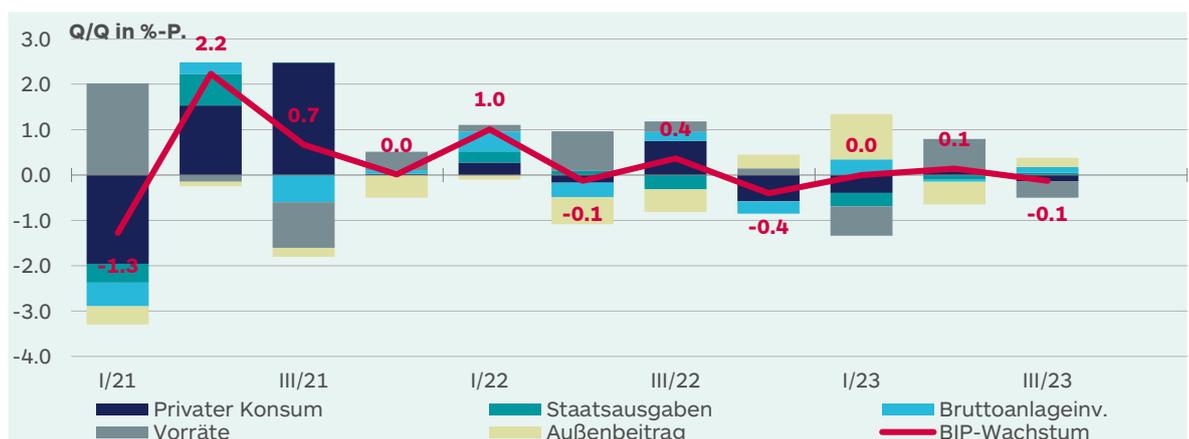
Die deutsche Wirtschaft ist in der Stagnation gefangen. Dabei hatte der Start ins Jahr 2023 noch zunächst für Erleichterung gesorgt. Die befürchtete Gasmangellage trat nicht ein, die zeitweise extrem hohen Energiepreise bildeten sich zügig zurück und damit sukzessive auch der massive Inflationsdruck. Schon früh im Jahr machte sich jedoch Ernüchterung mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung breit. Zwar ist nach aktuellen Daten Deutschland im letzten Winterhalbjahr doch knapp an einer technischen Rezession vorbeigeschrammt, allerdings stagniert die deutsche Wirtschaft mehr oder weniger seit dem ersten Quartal 2022 – und damit auf Vor-Pandemieniveau (vgl. Chart).

Damit ist auch einer der Hauptgründe schnell identifiziert. Seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine ist die deutsche Wirtschaft mit erheblichen Belastungen und Anpassungserfordernissen konfrontiert. Hierbei ging es nur vordergründig um die Reduktion von Abhängigkeiten von Russland, insbesondere im Bereich Energie. Die grundlegend veränderte geopolitische Situation und die wachsenden Spannungen stellen gerade eine sehr offene Volkswirtschaft wie die deutsche vor große Herausforderungen. Die aktuelle Schwäche des Welthandels, die eben nicht nur zyklische Ursachen hat, schlägt sich gerade in Deutschland sehr deutlich bei Auslandsaufträgen und Exporten nieder. Zudem ist bei energieintensiven Wirtschaftszweigen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch die strukturell höheren Energiepreise unter Druck geraten. Dies kommt in der nach wie vor deutlich gedrosselten Produktion in energieintensiven Industrien zum Ausdruck. Zuletzt lag hier der Output nur leicht über 80% des Vorkriegsniveaus.

Im ersten Dreivierteljahr, für das bislang Daten vorliegen, schrumpfte das reale BIP um 0,4% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum. Nach einem leichten Rückgang der Wirtschaftsleistung im Sommer erwarten wir auch für das Schlussquartal keine konjunkturelle Belebung. Vielmehr deuten die bislang vorliegenden harten Konjunkturindikatoren auf eine Stagnation oder gar einen nochmaligen leichten Rücksetzer des realen Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal hin.

Im Gesamtjahr 2023 dürfte somit das reale BIP um -0,4% zum Vorjahr geschrumpft sein. Damit hat sich unsere Konjunkturprognose von Ende 2022 mit -0,3% als recht treffsicher erwiesen. Wie erwartet sank vor allem der preisbereinigte private Konsum spürbar, da zunächst die hohe Inflation und zuletzt stärker Konjunktursorgen das Konsumklima gedämpft haben. Aber auch die Exporte, Importe und Bauinvestitionen sanken 2023 in realer Rechnung, während die Unternehmen überraschend trotz Zinswende ihre Ausrüstungsinvestitionen noch ausgeweitet haben.

Chart: Wachstumsbeiträge zum realen BIP



Quelle: Feri, Destatis, NORD/LB Macro Research

### Konjunkturerwartungen hängen vor allem an der Hoffnung auf schnelle Zinssenkungen

Im Verlauf des Jahres 2023 war die Stimmung bei Unternehmen, Finanzmarktexperten und Verbrauchern massiv von den geopolitischen Entwicklungen, dem Zinsanstieg, zwischenzeitlichen Markturbulenzen und der Inflationsentwicklung geprägt. Das Bild für die deutsche Wirtschaft hatte sich zum Jahresauftakt 2023 zunächst aufgehellt. Für Erleichterung sorgte vor allem die Entspannung an den Energiemärkten, nachdem zuvor Sorgen vor einer Gasmangellage im Winter die Stimmung gedrückt hatten. Auch die Entlastungspakete der Bundesregierung leisteten sicher einen Beitrag zur zwischenzeitlichen Erwartungsstabilisierung.

Die Umfrageergebnisse im zweiten Halbjahr deuten vor dem Hintergrund des stetig nachlassenden Preisauftriebs und Endes des Zinserhöhungszyklus auf eine allmähliche konjunkturelle Bodenbildung hin. Die ZEW-Konjunkturerwartungen legten im Dezember erneut leicht auf 12,8 Saldenpunkte zu, nachdem im Vormonat erstmals seit der Mai-Umfrage die Rückkehr in positives Terrain gelungen war. Der Sentix-Konjunkturindex für Deutschland hat sich am aktuellen Rand dreimal in Folge verbessert, wenngleich sich die Erwartungskomponente im Dezember minimal verschlechtert hatte.

Auch beim ifo-Geschäftsklima setzte im Oktober eine Trendwende ein. Mit zwei Anstiegen in Folge scheint sich auch die Unternehmensstimmung auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Gleichwohl deuten die bisherigen Ergebnisse auf eine anhaltend schwache konjunkturelle Dynamik hin.

Für die kommenden Monate sollten neben der geopolitischen Risikolage insbesondere die haushaltspolitischen Entwicklungen im Auge behalten werden. Zuletzt überlagerten der überraschend kräftige Inflationsrückgang und die damit verbundenen Hoffnungen vieler Marktteilnehmer auf schnelle Zinssenkungen offenbar die Risiken für Konjunktur und Wachstum.

Chart Konjunkturerwartungen: Hoffnung auf schnelle Zinssenkungen sorgten zuletzt für Auftrieb



Quelle: Macrobond, ZEW, sentix, ifo, NORD/LB Macro Research

### Haushaltsurteil des Bundesverfassungsgerichts hat weitreichende Folgen

Mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 15. November sind der Bundesregierung Teile ihrer bisherigen Finanzplanung weggebrochen. Im Klima- und Transformationsfonds (KTF), der bis 2027 über vier Jahre hinweg insgesamt EUR 211,8 Mrd. umfassen sollte, ist ein Volumen von EUR 60 Mrd. an Kreditermächtigungen für nichtig erklärt worden. Pandemiebedingt war 2021 die Schuldenbremse ausgesetzt worden. Durch ein zweites Nachtragshaushaltsgesetz für 2021 sollten noch nicht abgerufene Kreditermächtigungen an den damaligen Energie- und Klimafonds (heutiger KTF) übertragen werden. Als vom sonstigen Haushalt getrenntes Sondervermögen sollten diese Mittel für künftige Haushaltsjahre außerhalb der Anrechnung für die Schuldenbremse zur Verfügung stehen.

Das Gerichtsurteil hat die Schuldenbremse an mehreren Punkten geschärft. Erstens bemängelten die Karlsruher Richter, dass nicht ausreichend dargelegt worden sei, wie die Corona-Krise als Rechtfertigung für die Kreditaufnahme in der damaligen Notsituation mit den Klimaschutzinvestitionen im

Rahmen des heutigen KTF zusammenhängt. Außerdem können in Notsituationen geschaffene Kredittermächtigungen gemäß den Verfassungsgeboten Jährigkeit und Jährlichkeit nicht einfach zeitlich vom Jahr der Notlagenerklärung entkoppelt und in andere Haushaltsjahre übertragen werden. Und drittens erfolgte die Übertragung erst im Februar 2022 – also rückwirkend – für das abgeschlossene Haushaltsjahr 2021, was gegen den Grundsatz der Vorherigkeit verstößt.

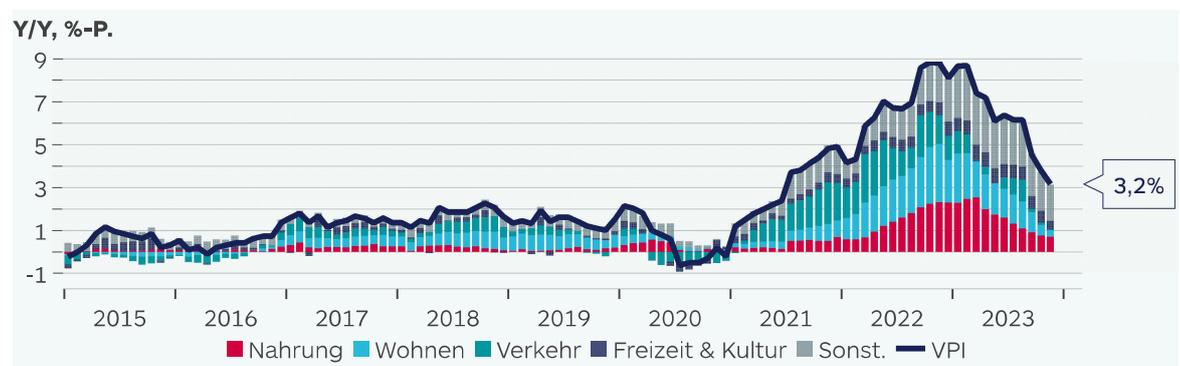
### Fiskalpolitik ungewollt restriktiv – erzielter Kompromiss trägt nur auf kurze Sicht

Die Bundesregierung hat sich auf kurzfristige fiskalpolitische Anpassungen geeinigt. So ist im Nachtragshaushalt vorgesehen, für 2023 doch noch einmal die Notlage zu erklären, um so ein Aussetzen der grundgesetzlichen Schuldengrenze zu erreichen. Für den Haushalt 2024 soll hingegen die Schuldenbremse wieder eingehalten werden. Verhandelt wurde über Ausgabenkürzungen beispielsweise im Klima- und Transformationsfonds sowie andererseits eine Stärkung der Einnahmenseite über höhere CO<sub>2</sub>-Abgaben ab 2024. Über das Preissignal sollen auch die Anreize für Klimaschutzinvestitionen gestärkt werden, da auf der anderen Seite nun weniger Anreize in Form direkter staatlicher Förderungen und Subventionen gesetzt werden.

Kurzfristig führt der erzielte Haushaltskompromiss zu einem ausgeprägteren kontraktiven fiskalischen Impuls. Neben noch offenen Fragen gibt er zudem keine Antwort darauf, wie die notwendigen öffentlichen Investitionen sowie Maßnahmen zur Mobilisierung privater Investitionen für den Klimaschutz auf mittlere Sicht finanziert werden sollen. Durch diese Unsicherheit verlieren Unternehmen und Verbraucher Planungssicherheit, was tendenziell zu einem Aufschieben von Investitionen führt. Die grundgesetzliche Schuldenregel ist durch das Urteil des Bundesverfassungsgerichts in ihrer jetzigen Form geschärft worden. Dies ist aber keine Absage an sinnvolle Anpassungen, die den hohen Investitions- sowie Transformationserfordernissen besser Rechnung tragen – ohne die fiskalische Solidität zu gefährden. Die Schuldenregel könnte z.B. durch eine Privilegierung öffentlicher Investitionsausgaben oder eine moderate Erhöhung des jährlichen strukturellen Verschuldungsrahmens (derzeit 0,35% des BIP für den Bund) angepasst werden, z.B. analog zu den europäischen Fiskalregeln. Bei Annahme eines nominalen Wachstums von durchschnittlich 2,4% würde die Schuldenquote selbst bei einer Erhöhung des strukturellen Verschuldungsrahmens auf gesamtstaatlicher Ebene auf 1,0% vom BIP langfristig in Richtung 42% vom BIP konvergieren.

Allerdings zeichnet sich ein hierfür notwendiger breiter politischer Konsens aktuell nicht ab. Auch das Ringen um eine Reform der europäischen Fiskalregeln dürfte dem derzeit noch entgegenstehen. Bis dahin dominieren der restriktive fiskalische Impuls durch die Haushaltsanpassungen sowie die mangelnde Planungssicherheit für Investitionen als Ergebnis des Haushaltsurteils, mit entsprechend dämpfender Wirkung für die ohnehin mäßige konjunkturelle Dynamik.

Chart: Inflationsdynamik (VPI) verringert sich schneller als erwartet – Rückprall im Dezember erwartet



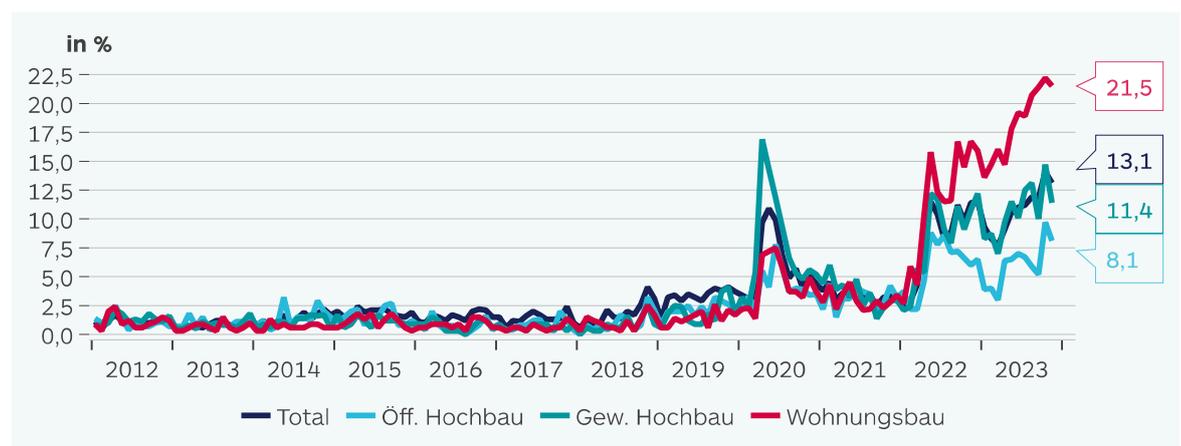
Quelle: Macrobond, Destatis, NORD/LB Macro Research

### Inflation zügig gesunken – vorübergehender Rückprall durch Basiseffekte erwartet

Die Inflation hat sich in Deutschland deutlich von den Höchstwerten Ende 2022 zurückgebildet. Vor allem seit September war der disinflationäre Trend ausgeprägter als erwartet. Bis November fiel die

Inflationsrate beim nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) auf 3,2% Y/Y (vgl. Chart). Beim für europäische Zwecke harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sank die Inflationsrate sogar von zuvor 3,0% Y/Y auf nur noch 2,3% Y/Y und notiert damit nur noch knapp über dem EZB-Stabilitätsziel. Der Rückgang ist maßgeblich auf günstige Basiseffekte zurückzuführen, so bei Nahrungsmitteln, die sich zuletzt nur noch um 5,5% Y/Y verteuerten. Die Energiepreise sanken zum Vorjahresmonat (-4,5% Y/Y), wozu jedoch vor allem der Energiepreiskrückgang am aktuellen Rand beigetragen hat. So sank der Ölpreis Brent im November gegenüber Oktober um fast 9%. Der Preisauftrieb hat sich auch bei der Kernrate (ex Nahrung, Energie, Alkohol, Tabak) spürbar auf 3,8% Y/Y reduziert. Allerdings ist besonders bei der deutschen Inflation aufgrund von Basiseffekten im Dezember ein kräftiger Rückprall wahrscheinlich. Ende 2022 hatte die einmalige staatliche Übernahme des Monatsabschlags bei Gas und Wärme eine starke Ermäßigung bei den Energiekosten der Haushalte ergeben. Auch im neuen Jahr dürfte die Inflationsrate noch einige Zeit auf leicht erhöhtem Niveau bleiben, bevor die Inflation weiter zurückgeht. Im Jahresmittel dürfte der Preisauftrieb 2024 nochmals leicht über 2% liegen. Vor diesem Hintergrund sollte nicht zu früh eine Entwarnung bei der Inflationsbekämpfung ausgerufen werden. Allerdings dürfte auch der bisherige Rückgang des Preisdrucks dazu beitragen, dem privaten Konsum im kommenden Jahr wieder auf die Beine zu helfen. Bereits im dritten Quartal 2023 haben die Reallöhne wieder um +0,6% Y/Y zugelegt, dank einer dynamischeren Entwicklung der Nominallohne als bei den Verbraucherpreisen. Dieser Trend wird sich noch verstärken.

Chart: Zinsanstieg bewirkt Stornierungswelle im Bausektor



Quelle: Macrobond, ifo, NORD/LB Macro Research

### Prognose 2024: Deutsche Wirtschaft bleibt vorerst in der Stagnation gefangen

Die konjunkturelle Dynamik war im Jahr 2023 schwach, auch für die kommenden Monate zeichnet sich kein Rückenwind ab. In den letzten Monaten hatten sich die Stimmungsindikatoren zwar leicht verbessert. Mehr als eine Bodenbildung stellt dies aber bislang noch nicht dar. Zu groß sind derzeit die Unsicherheiten und Belastungen durch Geopolitik, die hohen Energiepreise und die Zinswende. Dank geringerer Inflation zeichnet sich beim privaten Konsum eine Belebung im neuen Jahr ab, andererseits erwarten wir eine schwache Entwicklung der Investitionen. Geld- und Fiskalpolitik wirken 2024 restriktiv, vor allem die langfristigen Implikationen des Entscheids des Bundesverfassungsgerichts sind noch nicht absehbar – ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor für Unternehmen und eine Belastung für das Investitions- und Konsumklima. Die Bauinvestitionen dürften durch die restriktive Geldpolitik erneut zurückgehen. Die Unternehmen sind insbesondere im Wohnungsbau mit einer regelrechten Stornierungswelle konfrontiert (vgl. Chart). Fast jedes zweite Bauunternehmen klagt aktuell über einen Auftragsmangel. Unsere BIP-Prognose für Deutschland von 0,3% für 2024 fällt daher entsprechend vorsichtig aus. Der Arbeitsmarkt trübt sich wegen der schwachen Konjunktur noch ein wenig ein, aufgrund struktureller Angebotsengpässe dürfte die Arbeitslosigkeit aber nur leicht und auch nur vorübergehend ansteigen. Immerhin zeichnen sich im Jahresverlauf 2024 bei der Geldpolitik und dem Zinsniveau allmählich Erleichterungen ab (siehe Analyse zu Euroland).

## Fundamentalprognosen Deutschland

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
BIP	1.8	-0.4	0.3
Privater Konsum	3.9	-1.1	1.6
Öffentlicher Konsum	1.5	-2.2	0.3
Investitionen	0.1	0.9	-0.7
Exporte	3.3	-1.4	1.2
Importe	6.6	-2.5	2.0
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-1.2	0.4	-0.3
Inflation <sup>2</sup>	8.7	6.0	2.6
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	5.3	5.7	6.0
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	-2.5	-2.2	-1.3
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	4.4	6.8	6.6

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

	<b>I/23</b>	<b>II/23</b>	<b>III/23</b>	<b>IV/23</b>	<b>I/24</b>
BIP sa Q/Q	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1
BIP nsa Y/Y	0.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.7
Inflation Y/Y	8.7	6.9	5.7	3.0	3.3

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

# Schweiz: Inflation im Zaum, SNB agiert mit ruhiger Hand

Analyst: Christian Reuter // Christian Lips, Chefvolkswirt

## **Konsumenten gehen auf Tauchstation – Wachstum kühlt sich weiter ab**

Die Schweizer Wirtschaft hat sich im laufenden Jahr merklich abgekühlt. Im III. Quartal 2023 wuchs das um Sportveranstaltungen bereinigte BIP mit +0,3 % Q/Q, nach einem leichten Rückgang im Sommer von -0,1 % Q/Q. Insbesondere bei der Industrie schlägt das schwierige internationale Umfeld durch, die Aufträge sinken und der Auftragsbestand schrumpft. Der Dienstleistungssektor vermochte hingegen abermals zu stützen, wobei die post-Corona Sonderkonjunktur im Gastgewerbe nun auch in der Schweiz endgültig zum Ende gekommen ist.

Bisher waren die Hoffnungen für eine Wiederbelebung der Konjunktur auf die Konsumenten gerichtet. Allerdings ist die Konsumentenstimmung zuletzt überraschend deutlich in den Keller gefallen. Das Barometer gab von -27 auf -40 Punkte nach, das ist etwas tiefer als zum Ausbruch der Corona-Krise, aber immer noch oberhalb des historisch „absoluten“ Tiefpunktes von vor einem Jahr (-47). Die Konsumenten sind dabei wieder pessimistischer bezüglich der konjunkturellen Entwicklung, auffällig ist aber vor allem, dass sie ihre finanzielle Lage immer schlechter beurteilen. Das mag daran liegen, dass sie seit einiger Zeit die Reallohnverluste durch Auflösung von Ersparnissen kompensieren. Im kommenden Jahr stehen nun auch noch steigenden Krankenkassenbeiträge und Mieten sowie höhere Ausgaben für Strom ins Haus. Die Löhne konnten trotz eines recht robusten Arbeitsmarktes mit der Teuerung nicht mithalten, mit echten Impulsen kann erst im Laufe des Jahres 2024 gerechnet werden. Dann sollte sich nicht nur das außenwirtschaftliche Umfeld wieder verbessern, auch führt die niedrigere Inflation zu wieder steigenden Realeinkommen. Positive Impulse dürften dann auch wieder von den Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten sein.

Die Schweiz profitiert seit einigen Jahren von einer Ausweitung ihres Produktionspotenzials durch Einwanderung, eine Entwicklung, die sich 2023 fortgesetzt hat. Die zusätzlichen Arbeitskräfte konnten offenbar mühelos in den Arbeitsmarkt integriert werden. Die registrierte Arbeitslosigkeit stieg jedenfalls nur leicht von 1,9% auf 2,1% im November.

Insgesamt erwarten wir für 2024 weiter eine schleppende Konjunktur. Auf einen schwachen Start ins Jahr deuten wichtige Früh- und Stimmungsindikatoren wie das KOF-Konjunkturbarometer oder der Einkaufsmanagerindex für die Industrie.

## **Inflation bleibt unter Kontrolle**

Die Inflationsrate ist im November 2023 nochmals überraschend deutlich von 1,7 auf 1,4% Y/Y gefallen, der tiefste Stand seit zwei Jahren. Auch die Kernrate (ohne Frischeprodukte, Saisonales und Energie und Treibstoffe) gab erneut nach auf 1,4% Y/Y. Gesunken sind die Preise für Hotellerie und Pauschalreisen sowie sehr deutlich für Treibstoffe und Heizöl. Hingegen sind Mieten weiter gestiegen. Letzteres ist darauf zurückzuführen, dass in der Schweiz in den landesweit erhobenen Mietpreisspiegel ein hypothekarischer Referenzzinssatz einfließt, der – aufgrund der gestiegenen Kapitalmarktzinsen – im Juni 2023 angehoben wurde, eine weitere Anhebung erfolgt zu Anfang 2024. Zudem steigen im Januar die Elektrizitätspreise und die Mehrwertsteuer. Im Durchschnitt über alle Haushalte wird Strom um 18% teurer. Aufgrund des Basiseffektes werden sich diese Steigerungen durch das ganze Jahr ziehen. Wir gehen davon aus, dass die Teuerungsrate zu Jahresbeginn 2024 zunächst noch einmal über die 2-Prozentmarke klettert und später um 1,8% Y/Y schwankt.

## **SNB kehrt zur Politik der ruhigen Hand zurück und hält zunächst die Zinsen konstant**

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den Leitzins im Juni zuletzt auf 1,75% erhöht und seither unverändert gelassen. Die Notenbanker haben ihre „bedingte“ Inflationsprognose im Jahresverlauf

sukzessive gesenkt. Tatsächlich ist die Inflation seit Juni und die Kernrate sogar seit Mai 2023 in den Zielkorridor der Währungshüter von 0 bis 2% Y/Y zurückgekehrt.

Es fällt der SNB jedoch sichtlich schwer, ihren strikten Kurs zu verteidigen. Besonders sorgt sie sich über die Effekte der zu Jahresanfang 2024 anstehenden Preiserhöhungen. Eine schnelle Zinssenkung ist also kaum zu erwarten. Allerdings haben auch für die Schweiz die konjunkturellen Abwärtsrisiken zugenommen. Ab der Jahresmitte bietet sich Raum für moderate Lockerungen der Leitzinsen.

Wie in der Vergangenheit auch, kann und wird die SNB am Devisenmarkt tätig werden, um stabilitätspolitisch ungewünschte Wechselkursentwicklungen zu neutralisieren. Bei ihrem letzten Zinsentscheid vom 14.12.2023 hat die Bank offengelassen, in welche Richtung das gehen soll. Bisher hatten Devisenverkäufe im Vordergrund gestanden. Neben einer Normalisierung der Zentralbankbilanz wollte die SNB so eine Abwertung des Franken und einen Import von Inflation verhindern. Letzteres verliert zunehmend an Bedeutung, zumal der Schweizer Franken bereits stark aufgewertet hat und nun schon fast zu sehr disinflationär wirkt. Insofern wird die SNB bei der Kalibrierung ihrer Zins- und Devisenpolitik im Jahr 2024 auch auf die Entwicklung der Zinsdifferenzen, insbesondere zum Euroraum, achten müssen.

#### Fundamentalprognosen\* Schweiz

	2022	2023	2024
BIP	2.4	1.2	1.0
Inflation (CPI)	2.8	2.1	1.8
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.2	2.0	2.2
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	1.2	0.4	0.6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	9.7	9.0	8.6

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

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse Schweiz

	14.12.	3M	6M	12M
SNB-Leitzins	1.75	1.75	1.50	1.00
3M Satz	1.68	1.60	1.40	0.90
10J	0.62	0.60	0.60	0.80
Spread 10JBund	-150	-160	-150	-160
EUR in CHF	0.95	0.96	0.96	0.97

# Japan: Der neue Notenbankchef wird handeln müssen

Analysten: Tobias Basse // Bernd Krampen

## Die Inflationsentwicklung wird für Handlungsdruck bei der Zentralbank sorgen

Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern hatte Japan auch zuletzt kein wirklich großes Inflationsproblem. Allerdings beginnt sich der Wind nun langsam zu drehen; diese aktuelle Entwicklung dürfte die Deflationssorgen bei den Wirtschaftspolitikern in Tokio regelrecht „wegwehen“. Das lange als unerreichbar geltende Inflationsziel der Bank of Japan ist plötzlich gar kein größeres Problem mehr. Die Abwertungstendenzen beim Yen, die zu dieser Entwicklung natürlich maßgeblich beigetragen haben, lösen mittlerweile jedoch vor allem im japanischen Finanzministerium gewisse Sorgen aus. So wird befürchtet, dass die Schwäche der heimischen Währung das Konsumverhalten der privaten Haushalte beeinträchtigen könnte. Diese Bedenken sind durchaus nicht unbegründet. Damit kommt die Notenbank in Tokio nun mehr und mehr unter Handlungsdruck.

## Der neue Notenbankchef wird handeln müssen

Der neue Notenbankchef Kazuo Ueda wird also agieren müssen. Größere operative Anpassungen am Vorgehen der Bank of Japan bei ihren Maßnahmen zur Yield-Curve-Control sind inzwischen schon implementiert worden. Die einst sehr direkte Kontrolle der Kapitalmarktzinsen durch die Notenbank ist damit bereits mehr und mehr in den Hintergrund gerückt. Bei der „erlaubten“ Schwankungsbreite um die Renditen der japanischen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren ist aus einer Ankerkette mittlerweile nur noch ein sehr dehnbare Gummiband geworden. Entsprechend konnte das Kapitalmarktzinsniveau im Land der aufgehenden Sonne anziehen. Diese jüngsten Entwicklungen stellen keine große Überraschung dar. Im Laufe des Jahres 2024 wird es aber auch zu Erhöhungen des traditionellen Leitzinses kommen müssen. Ohne einen größeren Inflationssschock sollte die Bank of Japan bei der Umsetzung entsprechender geldpolitischer Maßnahmen aber noch auf den Abschluss des Prüfungsprozesses der eigenen Strategie warten wollen. Spätestens ab Sommer 2024 wird dann allerdings sehr intensiv über höhere Leitzinsen zu diskutieren sein!

## Die Schwäche des Yen sollte bald abklingen

Die Notenbank in Tokio marschiert damit wieder einmal nicht im Gleichschritt mit den Geldpolitikern in anderen wichtigen Währungsräumen. Die perspektivisch anstehenden Anhebungen des traditionellen Leitzinses durch die Bank of Japan sollten – auch wenn die verantwortlichen Offiziellen wahrscheinlich nur sehr vorsichtig agieren werden wollen – schon hilfreich für den Yen sein. Insofern gehen wir davon aus, dass die Schwäche der japanischen Währung nun langsam abklingen dürfte. Erste Hinweise in diese Richtung lassen sich bereits jetzt bei einem Blick auf den Chart erkennen. Es wäre aber wohl viel zu mutig, jetzt bereits auf einen wirklich nachhaltig starken Yen zu hoffen.

### Fundamentalprognosen\* Japan

	2022	2023	2024
BIP	1.0	2.0	0.9
Inflation	2.5	3.3	2.1
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.6	2.6	2.5
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5.8	-5.6	-4.1
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1.8	3.2	3.4

\* 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

	14.12.	3M	6M	12M
Leitzins	-0.10	-0.10	0.00	0.10
3M Satz	0.08	0.05	0.10	0.20
10J	0.66	0.80	1.00	1.10
Spread 10JBund	-145	-140	-110	-130
EUR in JPY	156	151	146	140
USD in JPY	142	140	135	128

# China: Stabilisierung in 2024 dürfte turbulent bleiben

Analyst: Valentin Jansen

## Konjunkturprobleme werfen lange Schatten

Im 1. Halbjahr 2023 wurde nach der Null-Covid-Politik eine lebhafte Erholung der chinesischen Konjunktur erwartet, die auch eine globale ökonomische Schubwirkung in Aussicht stellte. Mit den schwellenden Problemen am Immobilienmarkt, schwächelndem Konsum und deutlichen Warnsignalen aus dem Industriesektor sind diese Hoffnungen jedoch früh wieder verpufft. So schlingert der für die Industrie wichtige Stimmungskindikator Caixin Manufacturing PMI seit Monaten um die Expansionsgrenze von 50 Punkten. Als weiterer Bremsklotz für Produktion und Exporte gilt die verhaltene Auslandsnachfrage. Davon in Mitleidenschaft gezogen zeigt sich die Beschäftigungssituation. Besonders beunruhigend war die Jugendarbeitslosigkeit im Juni mit einem Rekordwert von 21,3%, welche seither von der Statistikbehörde NBS nicht mehr berichtet wird. Aber auch andere spezifische Probleme spielen weiterhin eine Rolle. Die Krise am Immobilienmarkt hilft sicher nicht dabei, die Nachfrage aus dem Ausland – wie von der Regierung in Peking erhofft – durch Inlandskonsum zu substituieren. Immerhin sorgte das Gipfeltreffen im November in den USA bei der schlechten Stimmung zwischen Washington und Peking für neue Impulse. Trotz niedriger Erwartungen ist der Wunsch nach einer Verbesserung der Handelsbeziehungen deutlich formuliert worden. Auch bei den jüngsten Gesprächen zwischen Australien und China wurde diese Botschaft gesendet. Ein unerfreulicher Trend für die Wirtschaft Chinas: Nach den Erfahrungen in der Coronakrise scheinen sich immer mehr nordamerikanische und europäischen Firmen weitere Geschäftspartner außerhalb Chinas zu suchen.

## Fiskalische und geldpolitische Impulswirkung zeigt sich vor allem erst in 2024

Mit dem Einschreiten auf sowohl fiskalischer als auch geldpolitischer Ebene soll vor allem der Bausektor aufgefangen und endlich Sicherheit zurückgewonnen werden. Ebenso der schwächelnde Inlandskonsum würde davon profitieren. Die Wirksamkeit der jüngsten Stimuli – u.a. ein zusätzliches fiskalisches Defizit von einer Billion Yuan, Zinssenkungen und Reduzierungen der Mindestreservesätze durch die PBOC – wird sich aufgrund der zeitverzögerten Übertragungskanäle in Gänze wohl erst im kommenden Jahr richtig zeigen; Nachjustierungen sind dabei keineswegs ausgeschlossen!

## Die Stabilisierung Chinas und Zinssenkungen in den USA sollten den Renminbi in 2024 stützen

Immerhin sorgen geringe Konjunkturimpulse für niedrige Inflation bzw. teilweise Deflation (CPI Oktober-Wert: -0,2% Y/Y), was sich aber mit den Erfolgsaussichten der jüngsten Stimuli ändern kann. Der Renminbi ist in 2023 deutlich unter Druck geraten; im Juli wechselte zudem überraschend der PBOC-Gouverneur. Vor der Ernennung wertete der CNY gegenüber USD infolge schwacher Konjunkturmeldungen ab, nach der Ernennung bewegte sich die chinesische Leitwährung monatelang im Bereich von 7,30 USD/CNY. Eine sukzessive Stabilisierung Chinas und die Aussichten auf baldige Zinssenkungen in den USA sowie Europa sollte den CNY in 2024 oberhalb der Marke von 7 halten.

### Fundamentalprognosen\* China

	2022	2023	2024
BIP	3.0	5.2	4.5
Inflation	1.9	0.4	1.4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5.2	5.2	5.0
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-7.5	-5.0	-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

	14.12.	3M	6M	12M
Einlagesatz	1.50	1.50	1.50	1.50
3M SHIBOR	2.60	2.25	2.25	2.25
10J	2.65	2.65	2.65	2.65
Spread 10JBund	53	45	55	25
EUR in CNY	7.82	7.72	7.67	7.68
USD in CNY	7.11	7.15	7.10	7.05

# Großbritannien: Konjunktur mit Schramme?

Analyst: Constantin Lürer

## 2023 war durchwachsen

Das ablaufende Jahr war für das Vereinigte Königreich aus der ökonomischen Perspektive ein Auf und Ab. Aufwärts ging es vor allem bei der Bank Rate der englischen Notenbank – dem dortigen Leitzins. Im Jahresverlauf stieg dieser bei 5 Zinsschritten um 175 Basispunkte von 3,5% auf 5,25% an. Auch die Arbeitslosenquote ist im Jahresverlauf merklich angewachsen, wobei sich diese nun oberhalb der 4%-Marke bewegt. Erfreulicherweise ging es mit der Inflationsrate bergab, und zwar sprichwörtlich von weit über 10% auf nur noch 4,6% zum aktuell letzten verfügbaren Berichtsmonat Oktober. Mechanistisch betrachtet zeichnet sich hierfür insbesondere der hohe Zins verantwortlich. Allerdings hat dieser auch spürbare Effekte auf das BIP, welches sich auf Quartalssicht mit seinem herumdümpeln im 0%-Bereich nicht so recht vom Fleck bewegt. Die Arbeitslosenquote bewegt sich im Ländervergleich auf etwas höherem Niveau, und zwar mit dem Ausblick, dass noch mehr Menschen ihre Arbeitsstelle verlieren könnten. Auch der Außenhandel stagniert, wobei dies möglicherweise eine Nachwehe des Brexit ist. Das MPC hat deshalb in der letzten Sitzung im Dezember den Zins auf dem Niveau von 5,25% belassen. Eine weitere Anhebung des Leitzinses wäre für die Konjunktur in UK möglicherweise schlicht zu viel des Guten gewesen.

## Die Bank of England steuert noch nicht um

So hat sich dann auch das MPC zu ihrem Nicht-Schritt entschieden. Die Kräfteverteilung war identisch zur letzten Gremiensitzung, wobei sechs Mitglieder dafür gestimmt haben den Leitzins dort zu belassen wo er ist und sich drei Mitglieder erneut dafür aussprachen, den Zins um weitere 25 Basispunkte auf 5,5% anzuheben. Es waren wieder Catherine Mann, Megan Greene und Jonathan Haskel, welche für eine Erhöhung warben. Dass die Preisniveaustabilität oberste Priorität hat, unter denen die Bank Rate angepasst wird, scheint bei den drei Mitgliedern des MPC etwas stärker ausgeprägt zu sein, denn noch ist dessen Niveau hoch. In dieser Situation ist wirklich genaues Augenmaß erforderlich.

## Großbritannien bewegt sich auf schmalem Grat

Aktuell ist eine leichte Rezession das wahrscheinlichere Szenario für die Konjunktur im Vereinigten Königreich. Jedoch gehen die Prognosen so weit, dass in Q2 2024 die Inflation bereits im 2%-Bereich ankommt. Sollte also der Disinflationstrend der Strategie des MPC weiter in die Karten spielen, so kann sich durchaus auch eine Tür für Senkungen der Bank Rate öffnen. Vor Q3 2024 wird dies nach Projektionen des MPC wohl auch noch keine Rolle spielen. Allerdings avisiert das Gremium graduelle Anpassungen mit einem Zielsatz von 4,25% gegen Ende 2026. Ein langer Weg liegt vor der Wirtschaft im UK. Die Zeit wird zeigen, ob es zu einer leichten Rezession kommt oder das Vereinigte Königreich nochmal mit einer Schramme davonkommt.

### Fundamentalprognosen\* Großbritannien

	2022	2023	2024
BIP	4.3	0.4	0.4
Inflation (CPI)	9.1	7.4	3.1
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3.7	4.1	4.7
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4.6	-4.9	-3.5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3.2	-3.3	-3.0

\*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

	14.12.	3M	6M	12M
Reposatz	5.25	5.25	5.25	5.00
3M Satz	5.33	5.40	5.40	5.15
10J	3.79	4.20	4.20	3.90
Spread 10JBund	167	200	210	150
EUR in GBP	0.86	0.87	0.88	0.88
GBP in USD	1.28	1.24	1.23	1.24

# Australien: Ein herausforderndes Jahr 2024

Analysten: Constantin Lüer // Tobias Basse

## Wachstum zeigt sich trotz hohen Zinsniveaus robust – Zinsgipfel in Sicht

Trotz hochgestiegener Leitzinsen hat sich das Wirtschaftswachstum in Australien als ziemlich robust präsentiert und konnte in jedem Quartal 2023 im Vergleich zur Vorperiode positive Wachstumsraten verzeichnen. Die Trendumkehr in der Dynamik dürfte sich aber in Q4 2023 offenbaren, wonach das BIP-Rate wahrscheinlich niedriger ausfallen wird als in Q3. Dennoch wird sie immer noch klar im positiven Bereich liegen. Von dem Schreckgespenst jedes Wirtschaftspolitikers – nämlich Rezession – ist Australien trotz der hohen Leitzinsen also ein gutes Stück entfernt und bleibt zunächst unwahrscheinlich. Daran ändern auch die teilweise schlechteren Aussichten in 2024 nichts.

Nach Acht erfolgten Leitzinsanhebungen in 2022 – von 0,1% startend – erfolgten im Jahr 2023 Fünf weitere Anhebungen. Die Cash Target Rate befindet sich demnach bei aktuell 4,35%. Während die Zinsschritte zunächst relativ groß waren, hat sich die Anhebungsdynamik zuletzt doch deutlich verlangsamt und es wurden nie Zinsschritte über 0,25% vorgenommen. Das Besteigen des Zinsgipfels wurde zuletzt sogar mit einigen Verschnaufpausen gespickt.

## Inflation hartnäckig aber rückläufig

Das Jahr 2023 hat mit dem Höchstwert des Inflationszyklus begonnen und lag zu Beginn des Jahres bei 8,3%. Es wird voraussichtlich mit einer Inflation von um die 4,5% enden. Die Prognose der durchschnittlichen Jahresrate der Inflation liegt bei 3,5% für das Jahr 2024. Das heißt, dass die Inflation zunächst weiterhin höher sein wird als, als von der RBA gewollt. Das Inflationsziel in Australien ist so definiert, dass sich die Preissteigerungsrate zwischen 2-3% befinden sollte, womit ihr ein vergleichsweise freierer Lauf gewährt wird als beispielsweise in der Eurozone. Das Ziel der Preisniveaustabilität nach australischer Interpretation und Definition ist aber womöglich schon wieder im ersten Halbjahr 2024 erreicht, und zwar voraussichtlich ohne den Leitzins ein weiteres Mal erhöhen zu müssen. Der Leitzinsgipfel dürfte sich demnach auch in Australien manifestieren. Freilich liefert die Inflation nicht den einzigen Impuls bei Zinsentscheidungen; auf die gesamte Konjunkturlage kommt es an!

## Risiken und Chancen für die australische Konjunktur

Die Konjunktur kühlt sich weiterhin etwas ab und transferiert sich auch in die Beschäftigungszahlen. Zum Jahresende 2023 schwächte sich der Arbeitsmarkt etwas ab und die Arbeitslosigkeit legte um 0,1-0,2 Prozentpunkte zu. Jüngst ist die Nachfrage nach Arbeitnehmern auch noch weiter gesunken, was sich auch zu Beginn des kommenden Jahres in höheren Arbeitslosenzahlen niederschlagen dürfte. Positive Effekte auf die generelle Nachfrage kann wiederum die zuletzt gestiegene Einwanderungsquote liefern, die hier alles in allem konjunkturglättend wirkt. Auch die jüngsten Annäherungen mit dem wichtigen Handelspartner China verbessern die generellen Rahmenbedingungen in Down Under!

### Fundamentalprognosen\* Australien

	2022	2023	2024
BIP	3.8	1.8	1.5
Inflation	6.6	5.7	3.5
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3.7	3.7	4.2
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-1.8	0.5	-0.6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1.1	1.1	0.5

\*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 Australien

	14.12.	3M	6M	12M
Cash target rate	4.35	4.35	4.20	4.20
3M Satz	4.35	4.40	4.25	4.25
10J	4.10	4.40	4.25	4.00
Spread 10JBund	199	220	215	160
EUR in AUD	1.64	1.64	1.59	1.54
USD in AUD	0.67	0.66	0.68	0.70

# Aktienmärkte: Unerwartet gutes Börsenjahr 2023 – moderat positive Entwicklung auch in 2024

Analyst: Wolfgang Donie

## **2023 – Erwartete Zinswende ist Haupttreiber einer unerwartet positiven Entwicklung**

Trotz der anhaltenden konjunkturellen Schwächephase zeigten die internationalen Aktienmärkte im laufenden Jahr insgesamt eine sehr solide Performance. Im I. Quartal kam es zunächst zu einem starken Anstieg der Indizes, vor allem in Deutschland und Europa. Gründe hierfür waren das Nicht-Eintreten von Horrorszenarien für den vergangenen Winter, wie bspw. die befürchtete Gasmangellage sowie die Kehrtwende in der Coronapolitik Chinas. In der zweiten Quartalshälfte kam es allerdings zu einer Korrektur infolge der Turbulenzen bei US-Regionalbanken. Im II. Quartal setzten sich die Kursanstiege fort, nachdem die Unternehmen mit den Geschäftszahlen zum I. Quartal die Markterwartungen übertreffen konnten, fallende Energiepreise für Entlastung sorgten und die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks den Höhepunkt überschritten hatte. Auch das III. Quartal begann hoffnungsvoll, die Unternehmensgewinne für das II. Quartal übertrafen abermals die Markterwartungen. Der DAX erreichte Ende Juli ein neues Allzeithoch. Von da an traten die Märkte sowohl in Europa als auch in den USA in eine Schwächephase, die bis Ende Oktober anhielt und für Kursverluste von über 10% sorgte. Grund war überwiegend die Befürchtung, dass die restriktive Geldpolitik der Notenbanken die Konjunktur zu stark abbremsen könnte. Nachdem der Rückgang der Inflation sowohl im Euroraum als auch in den USA die Markterwartungen zuletzt übertroffen hat, drehte sich auch die Einschätzung im Hinblick auf die zukünftige Geldpolitik. Einige Marktteilnehmer rechnen bereits mit ersten Zinssenkungen der großen Zentralbanken im März kommenden Jahres. Auch wenn diese Erwartungshaltung sehr optimistisch sein dürfte, haben die großen Leitindizes ihre zuvor erlittenen Verluste im November komplett wieder aufgeholt und der DAX schaffte Anfang Dezember sogar mehrere neue Allzeithochs, womit er sich aktuell im uncharted Terrain bewegt. Im Rahmen der Jahresend rally könnte sich dieser Trend sogar noch fortsetzen. In diesem Umfeld halten wir daher ein weiteres Testen der Marke von 17.000 Punkten im DAX für möglich, nachdem die Schwelle bereits am Donnerstag, 14.12., kurzzeitig übersprungen wurde. Unsere Jahresendprognose für den DAX lautet entsprechend 17.000 Punkte, für den S&P500 4.600 Punkte.

## **Ausblick auf 2024: Moderater Anstieg der Aktienmärkte**

Diverse Risiken machen auch den Ausblick für das Jahr 2024 schwierig. Eine Vielzahl geopolitischer Konflikte, wie die Kampfhandlungen in der Ukraine bzw. in Israel/Gaza oder die Spannungen zwischen Peking und Taiwan beherrscht die Nachrichtenlage. Hinzu kommen angespannte Handelsbeziehungen, insbesondere zwischen den USA und China, die Haushaltskrise in Deutschland, die sich möglicherweise zu einer Regierungskrise ausweiten könnte, oder die Präsidentschaftswahl in den USA, wo Donald Trump erneut kandidieren wird. Ein kalter Winter könnte zudem wieder Befürchtungen hinsichtlich einer Gasmangellage aufkommen lassen und letztendlich ist auch der zukünftige geldpolitische Kurs der großen Notenbanken alles andere als klar.

Trotzdem gehen wir für das Gesamtjahr 2024 von einer konstruktiven, moderat aufwärts gerichteten Entwicklung der europäischen und amerikanischen Aktienmärkte aus. Für das Jahresende prognostizieren wir 17.500 Punkte im DAX und 4.750 im S&P500. Im I. Quartal 2024 dürfte es allerdings zunächst zu einer Korrektur kommen, wenn sich herausstellen wird, dass die aktuell sehr optimistischen Zinssenkungsphantasien doch etwas übertrieben gewesen sein werden. Hier kann schnell wieder die Marke von 16.000 Punkten im DAX ins Visier geraten. Trotzdem dürften erste Zinssenkungen im weiteren Jahresverlauf die Attraktivität der Aktienmärkte steigern und die großen Unternehmen sollten in der überwiegenden Zahl Kursanstiege durch ein moderates Gewinnwachstum rechtfertigen.

# Rohöl: OPEC+ vs. (Geo-)Politik und Nachfrageschwäche

Analyst: Thomas Wybierek

## Ölpreis-Höhenflug und Korrektur durch Geopolitik beeinflusst

Die Ölpreise zeigten sich im Jahresverlauf 2023 sehr volatil. Im Auftaktquartal zunächst um die Marke von 85 USD/b schwankend, folgte ein eher schwaches Q2, bevor sich der Preis der Nordseesorte Brent in Q3 2023 Richtung 100 USD/b bewegte. Dieser Höhenflug hatte einige Gründe. Einerseits reduzierte Saudi-Arabien seine Öl-Fördermenge freiwillig seit Juli um 1 Mio. Barrel und Russland drosselte im Sommer seine Ölexporte (um 500.000 b/d), was das Angebot verknappte. Andererseits berichteten Marktteilnehmer noch von offenen Short-Positionen, die eingedeckt werden mussten. Die wichtige US-Konjunktur zeigte sich robuster als erwartet und hatte damit die Nachfrageseite parallel unterstützt. Die Kursstärke dauert jedoch nicht lange. Ab September folgte zunächst eine Korrektur. Der Abwärtstrend wurde dann durch den Hamas-Überfall auf Israel und die daraus folgenden Befürchtungen einer Konfliktausweitung im Nahen Osten im Oktober gestoppt. Spekulationen über Verwicklungen des Irans sowie das Schreckensszenario einer Sperrung der für den seeseitigen Öltransport bedeutenden Straße von Hormus sorgten für Preisauftrieb. Durch diesen Seeweg wird ca. ein Drittel der rund 60 Mio. Barrel, die pro Tag auf den Weltmeeren mit Tankern bewegt werden, transportiert. Eine Abriegelung dieser Transportarterie hätte einen weitreichenderen Kollaps der Weltwirtschaft zur Folge. Über dieses Wissen verfügen aber die Anrainerstaaten, die unisono von Öl- und Gasexporten abhängig sind. Dementsprechend wurde anderweitig versucht, die Ölpreise zu stabilisieren. Ende November gab das Kartell und seine Verbündeten neue bzw. ausgeweitete Förderbeschränkungen bekannt, die ab Januar 2024 gelten sollen. Die Krux an der Sache ist aber, dass es sich einmal mehr um freiwillige Maßnahmen handelt. In Summe (die Fortsetzung der bereits bestehenden Maßnahmen Saudi-Arabiens und Russlands inbegriffen) belaufen sich die Förderbeschränkungen dann zwar auf ca. 2,2 Mio. b/d. Sie sollen bis März 2024 hinein gelten, vorerst. In der Vergangenheit waren die Mitgliedsstaaten des OPEC+ - Verbundes jedoch nicht gerade für ihre gute Förderdisziplin bekannt. Entweder wurden hohe Preise ausgenutzt oder zugeteilte Quoten konnten aufgrund maroder Infrastruktur nicht erfüllt werden. Dementsprechend gab der Ölpreis bereits kurz nach dem letzten OPEC-Treffen Ende November wieder nach. Einen Strich durch die Rechnung könnten einmal mehr zudem auch die US-Ölproduzenten machen. Deren Förderungen lagen in der zweiten Jahreshälfte überraschend wieder auf einem Niveau um 13 Mio. b/d. Aufgrund eines Rückgangs der Zahl der Bohrtürme wurde zuvor mit nachlassenden Förderquoten gerechnet. Allerdings konnte die US-Ölindustrie offensichtlich mit Effizienzsteigerungen auf die niedrigeren Ölpreise reagieren. Bohrungen wurden an aussichtsreicheren Stellen durchgeführt und es wurden auch erfolgreich tiefer gelegene Vorkommen erschlossen. Ähnlich hohe Produktionsdaten hatte es zuletzt vor Beginn der COVID-19-Pandemie gegeben.

## Schwache Konjunktur als Nachfragebremse

Die globale Konjunktur kam 2023 nicht wirklich in Schwung. Die großen Notenbanken mussten auf die hohe Inflation reagieren, die insbesondere aus den signifikant gestiegenen Energiepreisen resultierte. Der Ukrainekrieg und die gegen Russland verhängten Sanktionen verteuerten die Energie. Die mehrfachen Leitzinserhöhungen der FED und der EZB in 2023 erweisen sich infolgedessen als deutliche Belastung der betroffenen Volkswirtschaften. Darüber hinaus blieb die Entwicklung der chinesischen Konjunktur hinter den Erwartungen zurück. Insbesondere die dortige Immobilienkrise bereitet Sorgen, da der Bausektor rund ein Viertel der chinesischen Wirtschaftsleistung ausmacht. Zwar profitierte China von der Verfügbarkeit des vergleichsweise günstigen Öls aus Russland, es wird jedoch vermutet, dass große Teile der Öleinkäufe zum Aufbau von Reserven genutzt wurden. Ein anderer Faktor

für den angenommenen verringerten Rohölkonsum Chinas wird in der Normalisierung des Reiseverhaltens gesehen. Nach der Abkehr von der restriktiven Zero-Covid-Strategie kam es zwar zu Nachholeffekten. Diese liefen in der zweiten Jahreshälfte 2023 jedoch wieder aus.

#### **Globaler Ölbedarf wächst auch 2024**

Die geplanten Förderkürzungen seitens der OPEC+ -Allianz für Q1 2024 verdeutlichen eine eher verhaltene Erwartungshaltung bezüglich der weltwirtschaftlichen Entwicklung und der daraus resultierenden Nachfrage. Dies ist deckungsgleich mit dem jüngsten IMF-Ausblick, der von einem ggü. 2023 leicht abgeschwächten globalen Wirtschaftswachstum ausgeht. Die IEA (Internationale Energieagentur) blickt hingegen etwas optimistischer ins Jahr 2024 und erhöhte die Prognose für das Wachstum der weltweiten Ölnachfrage leicht. Statt 880.000 b/d wird nun ein Anstieg um 930.000 b/d gesehen. Im laufenden Jahr geht die IEA von einer Ölnachfrage von ca. 102 Mio. b/d aus (Stand: November).

#### **Preisanstieg und höhere Verbraucherbelastung durch neue CO<sub>2</sub>-Aufschläge ab Januar 2024**

Mittels des Brennstoffemissionshandelsgesetzes wurden die Preise pro Tonne CO<sub>2</sub> für die Jahre 2021 bis 2025 in Deutschland festgesetzt. Ursprünglich war eine jährlich gestaffelte Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Steuer vorgesehen. Der Ukrainekrieg und die signifikanten Energiepreisanstiege führten jedoch 2023 zu einem Aussetzen der Steuererhöhungen. Ab Januar 2024 gilt hingegen wieder der Preisaufschlag, der nun auf 40 EUR/t festgesetzt wurde. Ursprünglich waren 35 EUR/t in den Planungen, befürchtet wurde sogar noch ein Sprung auf 45 EUR/t, um den Ausfall aus 2023 aufzuholen. Ab 2026 ist von 65 EUR/t auszugehen. Der steigende CO<sub>2</sub>-Preis soll stetig den Bezug fossiler Brennstoffe verteuern und den Umstieg auf CO<sub>2</sub>-arme oder CO<sub>2</sub>-freie Technologie erleichtern. In der Praxis führt dies jedoch vorrangig erstmal nur zu einem Effekt: Diesel/Heizöl und Benzin sowie Gas werden zusätzlich künstlich verteuert. Die Erlöse sollen zwar in den Klimatransformationsfonds (KTF) fließen mit dessen Hilfe wiederum der Transformationsprozess finanziert werden soll. Be- und Entlastungen stehen jedoch in keinem Verhältnis. Insofern ist wäre eine stabile Ölpreisentwicklung 2024 wünschenswert. Aufgrund der globalen Gemengelage (anhaltende Krisen, uneinheitliches Auftreten innerhalb des OPEC+ -Verbunds) erscheint dies u.E. möglich.

## Gas: Winterverlauf und Verbrauch im Fokus

Analyst: Thomas Wybierek

#### **LNG – Ramp-up der Versorgung „in line“**

Mit dem Wegfall des Pipeline-gases aus russischen Quellen, musste 2022 kurzfristig und schnell auf Alternativen umgesattelt werden. Im Hauruck-Verfahren wurde die LNG-Versorgung für Deutschland trotz Widerständen hochgezogen. Insgesamt konnten 2023 bereits drei LNG-Terminals (Wilhelms-haven, Brunsbüttel sowie Lubmin) in Betrieb genommen. Der Anteil des LNG-Gases an den Gasimporten der Bundesrepublik blieb allerdings 2023 (Stand Anfang Dezember) mit ca. 7% noch relativ gering. Das Gros der dt. Gasversorgung stammte 2023 weiterhin aus Norwegen und den Niederlanden. Letztere haben 2023 jedoch die Förderung im Gasfeld Groningen, welches das größte in Europa war, per 01. Oktober final eingestellt. Dies war bereits vor Beginn des Ukrainekrieges beschlossen worden, da die Region zunehmend unter Erdbeben und Bergbauschäden gelitten hatte. Insgesamt elf Bohrlöcher werden aber als eine Art Notreserve noch ein Jahr lang einsatzfähig gehalten. Wichtigster Gaslieferant der Bundesrepublik ist inzwischen Norwegen. Seit Jahresbeginn belief sich der Anteil der Gasimporte aus dem skandinavischen Land auf mehr als 40%. Zum Vergleich: Auf Holland entfiel gut ein Viertel der Importe. Belgien folgte mit ca. 22%. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass Belgien über keine eigenen Erdgasvorkommen verfügt, jedoch ein wichtiges Transitland ist. Zudem dürfte ein Teil des Gases aus

den Flüssiggastanks des Hafens Seebrügge stammen. Belgien ist einer der wenigen Häfen, der Tanker mit der sog. Eis-Klasse abfertigen kann, die im hohen Norden eingesetzt werden. Entsprechend finden hier Transporte aus Norwegen aber auch aus Russland den Weg in die Gas-Netze Europas. In Q3 2023 war Russland trotz Einfuhrverbot für fossile Rohstoffe hinter den USA der zweitgrößte LNG-Lieferant der EU. Erdgas unterliegt nämlich nicht dem Embargo. Laut Daten des IEEFA (US-amerikanisches Institut für Energiewirtschaft und Finanzanalyse) sollen annähernd 18 Mrd. cbm Erdgas in den ersten neun Monaten 2023 aus Russland in die EU verschifft worden sein.

### Gefüllte Gasspeicher als Backup

Bereits deutlich früher als geplant wurden die Zielvorgaben der Gasspeicherfüllung erreicht. Das für den 01.11.2023 vorgegebene Ziel von 95% konnte schon Ende September ausgewiesen werden. Anfang November wurde sogar die Marke von 100% leicht übertroffen (was technisch bedingt möglich ist). Entsprechend konnte der Wintereinbruch Anfang Dezember 2023 abgefedert werden. Die Füllung der Speicher bewegt sich trotzdem über dem Mittelwert der Jahre 2017-21, welche als Vergleichsdaten der Bundesnetzagentur herangezogen werden. Die aktuellen Wetterprognosen über den Jahreswechsel hinaus sprechen zudem für einen milden Winter 2023/24, zumindest in Mitteleuropa. Zugute kommt der Reserve jedoch auch der relativ geringe Verbrauch infolge einer schwachen Konjunktur. Energiesparappelle in Kombination mit über Vorkrisenniveaus liegenden Preisen für den Endverbraucher zeigen ebenfalls Wirkung. Sofern die europäische Gasversorgung reibungslos fortgesetzt werden kann, sinkt die Wahrscheinlichkeit von Engpässen weiter. Allerdings müssen sich Unternehmen und private Verbraucher auch in Zukunft mit volatilen Preisen und generell höheren Kosten abfinden. Die Zeit der billigen Energie aus Russland dank vertraglich fixierten Pipeline-gases ist vorbei. Der geplante Hochlauf der „grünen“ Wasserstoff-Produktion, die Fortsetzung der gesetzlich vorgegebenen Transformationsprozesse („Wärmewende“) als auch Abhängigkeiten von Weltmarktpreisen (LNG) verursachen eine Vielzahl an zusätzlichen Kosten, die auf Sicht nicht oder nur unzureichend durch staatliche Maßnahmenpakete abgefedert werden können. Das Ringen um den sog. Industriestrompreis hat dies deutlich gespiegelt. Der an den Rohstoffbörsen gehandelte Gaspreis wird aufgrund der unverändert schwachen Weltkonjunktur 2024 u.E. allerdings weiterhin seitwärts tendieren. Voraussetzung ist allerdings das Ausbleiben neuer geopolitischer Krisen.

Marktdaten <small>*Spot; **Day Ahead; ***Front Month Future</small>	Kurs	12-Monats-Hoch		12-Monats-Tief		NORD/LB-Prognose		
	14.12.23	auf tägl. Basis		auf tägl. Basis		1 Monat	6 Monate	12 Monate
Brent Rohöl (USD/Barrel)*	76,57	94,51	18.09.23	71,86	03.05.23	83	84	81
WTI Rohöl (USD/Barrel)*	71,58	93,68	27.09.23	66,74	17.03.23	79	81	78
Strompreis (EUR/MWh)**	74,20	282,10	19.12.22	72,62	01.06.23	98	105	110
CO2-Zertifikate (EUR/Tonne)**	66,79	97,08	21.02.23	66,79	14.12.22	85	100	105
Erdgas TTF (EUR/MWh)**	33,90	133,49	16.12.22	22,58	01.06.23	50	45	55
Steinkohle Rotterdam (USD/Tonne)***	117,75	240,60	16.12.22	93,00	30.05.23	125	115	110

Quelle: Macrobond, NORD/LB Research

# Portfoliostrategien Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	Aktuell	3M	6M	12M
3M	3.93	3.80	3.60	2.70
1J	3.25	2.90	2.60	2.30
2J	2.57	2.50	2.30	2.10
3J	2.28	2.30	2.16	2.10
4J	2.11	2.16	2.06	2.14
5J	2.08	2.10	2.00	2.20
6J	2.05	2.13	2.03	2.26
7J	2.05	2.15	2.05	2.31
8J	2.02	2.17	2.07	2.35
9J	2.07	2.19	2.09	2.38
10J	2.12	2.20	2.10	2.40
2J (Swap)	2.99	3.00	2.80	2.60
5J (Swap)	2.57	2.65	2.55	2.75
10J (Swap)	2.59	2.70	2.60	2.90

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

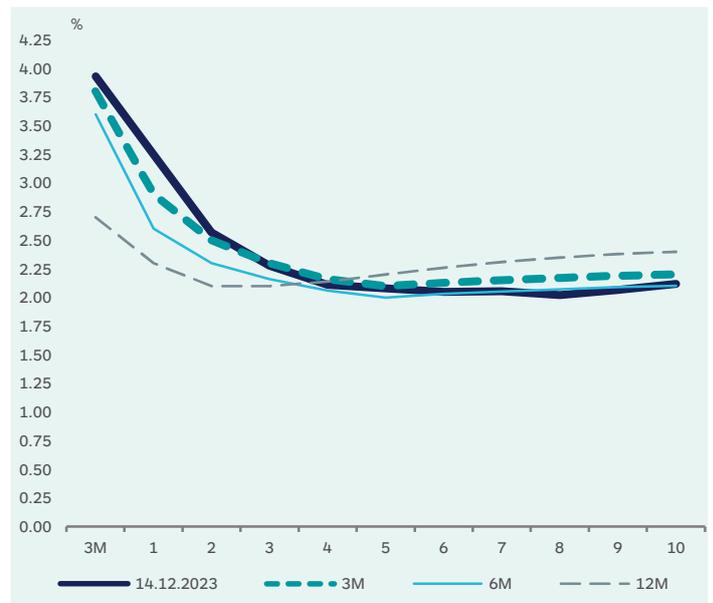
Prognosen und Total Returns

	Total Returns (in %) auf Sicht von...		
	3M	6M	12M
3M	0.98	1.94	3.67
1J	1.14	2.01	3.33
2J	0.80	1.68	3.04
3J	0.66	0.22	2.93
4J	0.61	1.45	2.55
5J	0.79	1.70	2.34
6J	0.60	1.69	1.88
7J	0.47	1.65	1.51
8J	-0.04	1.28	0.58
9J	0.12	1.49	0.61
10J	0.37	1.79	0.68

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

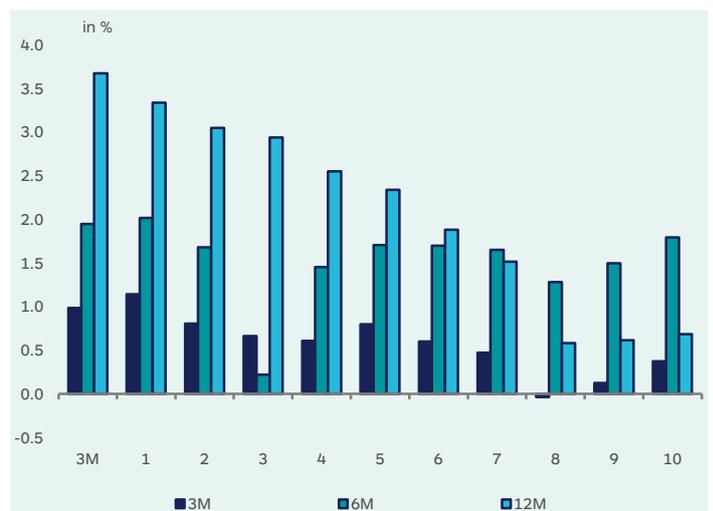
Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurvenveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

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	1.1	3.0	0.1	3.3	-0.3
2J	0.8	2.5	-1.1	3.4	-0.5
3J	0.7	2.3	-2.5	3.4	-0.3
4J	0.6	2.3	-4.0	3.4	-0.3
5J	0.8	2.4	-4.1	3.5	-0.2
6J	0.6	2.9	-5.5	3.2	-0.4
7J	0.5	2.6	-6.0	3.3	-0.4
8J	0.0	2.5	-5.4	3.2	-0.4
9J	0.1	2.5	-4.9	3.1	-0.3
10J	0.4	2.4	-4.1	2.8	-0.4

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	1.2	1.2	0.0	0.4
2J	0.7	-0.1	0.0	0.3
3J	0.5	-1.5	0.0	0.3
4J	0.5	-3.0	0.1	0.3
5J	0.6	-3.2	0.2	0.4
6J	1.1	-4.5	-0.1	0.3
7J	0.8	-5.0	-0.1	0.3
8J	0.7	-4.4	-0.1	0.2
9J	0.7	-3.9	-0.2	0.4
10J	0.6	-3.1	-0.5	0.3

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Auf 12-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	3.3	5.9	2.7	11.4	-0.3
2J	3.0	5.6	1.6	11.5	-0.5
3J	2.9	6.2	0.3	11.5	-0.6
4J	2.5	6.6	-1.1	11.7	-0.8
5J	2.3	7.0	-1.1	11.8	-1.0
6J	1.9	7.7	-2.2	11.5	-1.5
7J	1.5	7.3	-2.6	10.9	-1.7
8J	0.6	7.5	-1.9	11.3	-1.9
9J	0.6	8.0	-1.5	11.1	-2.1
10J	0.7	8.6	-0.6	10.3	-2.3

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	5.0	5.0	0.0	1.4
2J	4.7	3.8	0.1	1.2
3J	5.3	2.5	0.1	1.2
4J	5.7	1.1	0.3	0.9
5J	6.1	1.0	0.3	0.7
6J	6.8	-0.1	0.1	0.2
7J	6.4	-0.5	-0.4	0.0
8J	6.6	0.2	-0.2	-0.2
9J	7.1	0.7	-0.3	-0.5
10J	7.7	1.6	-1.0	-0.6

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzuglich 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	
	14.12.2023	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
DAX	16,752.23	16,215.43	13,923.59	3.31%	20.32%
MDAX	27,198.24	26,183.42	25,117.57	3.88%	8.28%
EuroSTOXX50	4,539.16	4,382.47	3,793.62	3.58%	19.65%
STOXX50	4,071.85	3,982.61	3,651.83	2.24%	11.50%
STOXX600	476.57	461.61	424.89	3.24%	12.16%
Dow Jones	37,248.35	35,950.89	33,147.25	3.17%	11.90%
S&P 500	4,719.55	4,567.80	3,839.50	3.05%	22.60%
Nikkei	32,686.25	33,486.89	26,094.50	-2.39%	25.26%

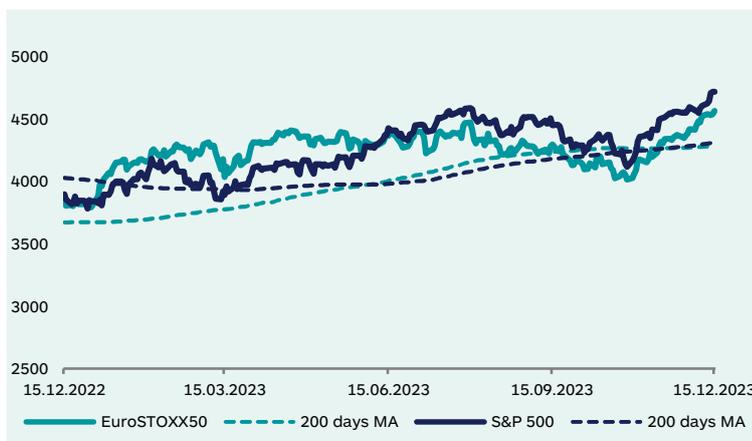
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Prognosen Indizes

Index	NORD/LB Prognose		
	auf Sicht von ...		
	3M	6M	12M
DAX	16,000	16,800	17,500
MDAX	25,400	26,600	28,000
EuroSTOXX50	4,300	4,500	4,650
STOXX50	3,950	4,000	4,300
STOXX600	450	480	490
Dow Jones	35,500	36,000	37,000
S&P 500	4,550	4,650	4,750
Nikkei	33,000	33,500	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, 15. Dezember 2023**.

Der nächste Economic Adviser erscheint am **26. Januar 2024**.

# 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	2.3	1.4	8.0	4.1	2.8	3.6	3.6	4.2	-4.0	-5.9	-5.6
Euroland	3.4	0.5	0.5	8.4	5.4	2.4	6.7	6.6	6.8	-3.6	-3.4	-2.7
Deutschland	1.8	-0.4	0.3	8.7	6.0	2.6	5.3	5.7	6.0	-2.5	-2.2	-1.3
Japan	1.0	2.0	0.9	2.5	3.3	2.1	2.6	2.6	2.5	-5.8	-5.6	-4.1
Großbritannien	4.3	0.4	0.4	9.1	7.4	3.1	3.7	4.1	4.7	-4.6	-4.9	-3.5
Schweiz	2.4	1.2	1.0	2.8	2.1	1.8	2.2	2.0	2.2	1.2	0.4	0.6
China	3.0	5.2	4.5	1.9	0.4	1.4	4.0	5.2	5.0	-7.5	-5.0	-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 %	14.12.23	3M	6M	12M
USD	5.50	5.50	5.50	5.00
EUR	4.50	4.50	4.25	3.25
JPY	-0.10	-0.10	0.00	0.10
GBP	5.25	5.25	5.25	5.00
CHF	1.75	1.75	1.50	1.00
CNY	1.50	1.50	1.50	1.50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Wechselkurse

EUR in...	14.12.23	3M	6M	12M
USD	1.10	1.08	1.08	1.09
JPY	156	151	146	140
GBP	0.86	0.87	0.88	0.88
CHF	0.95	0.96	0.96	0.97
CNY	7.82	7.72	7.67	7.68

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M
USD	5.38	5.30	5.20	4.70	4.39	4.60	4.25	3.60	3.90	4.10	3.85	3.50	3.92	4.10	3.90	3.50
EUR	3.93	3.80	3.60	2.70	2.57	2.50	2.30	2.10	2.08	2.10	2.00	2.20	2.12	2.20	2.10	2.40
JPY	0.08	0.05	0.10	0.20	0.04	0.05	0.07	0.10	0.25	0.30	0.38	0.40	0.66	0.80	1.00	1.10
GBP	5.33	5.40	5.40	5.15	4.36	5.03	5.02	4.80	3.82	4.80	4.80	4.50	3.79	4.20	4.20	3.90
CHF	1.68	1.60	1.40	0.90	1.00	0.90	0.70	0.70	0.68	0.60	0.60	0.70	0.62	0.60	0.60	0.80

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M	14.12.	3M	6M	12M
USD	145	150	160	200	182	210	195	150	183	200	185	130	180	190	180	110
JPY	-385	-375	-350	-250	-253	-245	-223	-200	-182	-180	-163	-180	-145	-140	-110	-130
GBP	140	160	180	245	180	253	272	270	174	270	280	230	167	200	210	150
CHF	-225	-220	-220	-180	-157	-160	-160	-140	-140	-150	-140	-150	-150	-160	-150	-160

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



Wolfgang Donie  
Sector Research  
+49 511 361 - 5375  
[wolfgang.donie@nordlb.de](mailto:wolfgang.donie@nordlb.de)



Thomas Wyberek  
Sector Research  
+49 511 361 - 2337  
[thomas.wyberek@nordlb.de](mailto:thomas.wyberek@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

Dieses Informationsschreiben (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIRO-ZENTRALE („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, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Kanada, Korea, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, 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, zu kopieren 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 Mitarbeitende 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 Kundeninformation. 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 der Mitarbeitenden der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeitende 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 Finanzinstruments 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 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 er 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 in dieser Information enthaltenen Angaben 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 Angaben 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 Information 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 verlaubbaren Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:** Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechtes 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 keine 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, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:** Die in dieser Information enthaltenen 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 Verordnung (EU) 2017/1129 (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektverordnung“) oder aufgrund der Prospektverordnung ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektverordnung oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektverordnung oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**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 Inhalte 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 Information 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 Mitteleuropäer, 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 Information, 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 Finanzproduktes 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 Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) 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 Bundesbankenkommission (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 Information richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Information 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, 15. Dezember 2023, 16:07 Uhr

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