

## **Economic Adviser**

### **Macro Research**

25. Juli 2025 ♦ Ausgabe August 2025

# Inhalt

<b>Special: Krypto-Märkte, Stablecoins und die US-Zinsstrukturkurve .....</b>	<b>3</b>
Die USA als „Hauptstadt“ der globalen Krypto-Branche.....	3
Der Markt für Stablecoins.....	3
Stablecoins und die Preferred-Habitat-Theorie.....	4
<b>USA: Zunächst noch keine Zinssenkung.....</b>	<b>5</b>
Keine ökonomische Schwäche im II. Quartal.....	5
Das NAHB Bauklima bleibt weiterhin schwach.....	5
Zunächst noch keine Zinssenkung der Fed.....	5
<b>Euroland: Wirtschaft gibt sich widerstandsfähig .....</b>	<b>7</b>
Auswirkungen des Zollkonfliktes werden sichtbarer – Binnenkonjunktur ohne Schwung.....	7
Stimmung deutet auf eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit hin.....	7
Inflation im Zielbereich – Risiken ausbalanciert, Unsicherheit aber außerordentlich groß .....	7
EZB will mehr Informationen – Folgen des Zollkrieges aktuell nicht abschätzbar .....	8
<b>Deutschland: Wirtschaftsstimmung wird vorsichtiger .....</b>	<b>9</b>
Industrie: Divergenz zwischen aktueller Produktionsdynamik und Auftragsperspektive .....	9
Aufwärtstrend in den Stimmungsindikatoren wird vorsichtiger .....	9
<b>Schweiz: Unternehmen bleiben optimistisch.....</b>	<b>11</b>
Schweizer Wirtschaft erstaunlich stabil – Rückenwind aus der Binnenkonjunktur .....	11
Die Inflation meldet sich überraschend zurück – Franken bleibt breit unterstützt .....	11
<b>Japan: Der Handelsdeal mit den USA ist nun endlich da.....</b>	<b>12</b>
Die Ergebnisse der Oberhauswahlen sorgen für politischen Druck.....	12
Der Handelsdeal mit den USA ist nun da .....	12
Die Bank of Japan sollte trotzdem noch zögern wollen .....	12
<b>China: Zweites Halbjahr dürfte schwächer ausfallen .....</b>	<b>13</b>
Kräftiges BIP-Wachstum durch Exporte, Konjunkturrisiken nehmen nun aber deutlich zu .....	13
Zusätzlicher Druck auf Exportwirtschaft durch US-Abkommen mit anderen Handelspartnern .....	13
BIP-Wachstum im ersten Halbjahr spricht für abwartende Linie der PBOC.....	13
<b>Großbritannien: Die dunklen Wolken dürften sich lichten.....</b>	<b>14</b>
Die Konjunktur schwächelte den zweiten Monat in Folge.....	14
Der Arbeitsmarkt in der Krise – oder vielleicht doch nicht? .....	14
Zinssenkung im August wahrscheinlich.....	14
<b>Portfoliostrategien.....</b>	<b>15</b>

Zinsstrukturkurve Euroland .....	15
Portfoliostrategien.....	16
Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- & 12-Monatssicht.....	16
Portfoliostrategien.....	17
Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- & 12-Monatssicht .....	17
Übersicht Prognosen .....	18

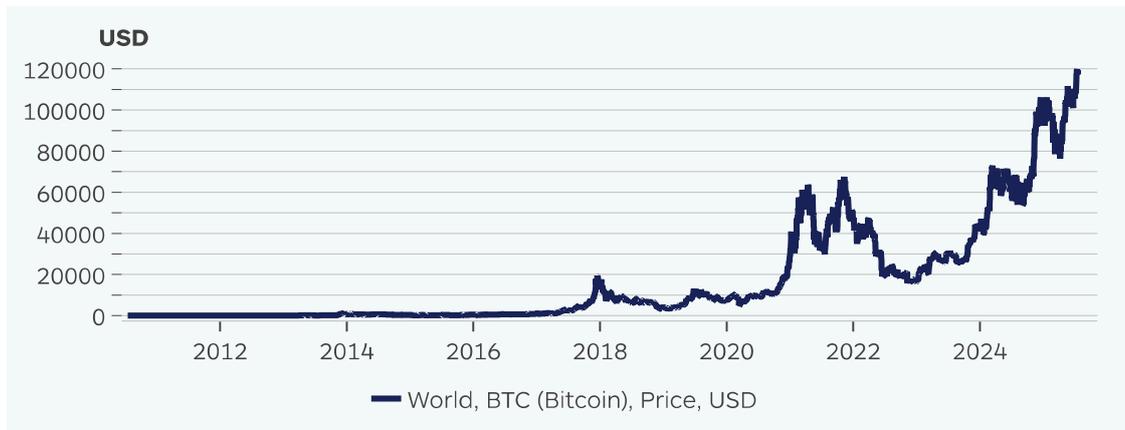
# Special: Krypto-Märkte, Stablecoins und die US-Zinsstrukturkurve

Analyst: Tobias Basse

## Die USA als „Hauptstadt“ der globalen Krypto-Branche

Schon im Wahlkampf hat sich Donald Trump sehr positiv zur Kryptowährung Bitcoin geäußert; bei ihm ist an dieser Stelle offensichtlich ein Sinneswandel zu beobachten. In der Vergangenheit waren vom 45sten und 47sten US-Präsidenten mit Blick auf dieses Thema ziemlich skeptische Kommentare zu hören. Nun plant er allerdings, die Vereinigten Staaten noch stärker als bisher zu der zentralen „Spielwiese“ für den globalen Krypto-Markt zu machen – und in diesem Zusammenhang vor allem „unnötige“ regulatorische Hemmnisse zu beseitigen. Von diesen neuen Plänen in Washington konnte die Kryptowährung Bitcoin in den letzten Monaten ganz eindeutig profitieren. Hier soll nun aber nicht generell über die Vor- und Nachteile von Bitcoin diskutiert werden. Dieses sicherlich sehr wichtige Thema würde zweifellos einen gesonderten Beitrag erfordern; der Blick auf den Chart illustriert aber bereits sehr klar ein großes Problem, welches stattdessen im Fokus stehen soll: Die Volatilität des Bitcoin-Preises ausgedrückt in US-Dollar (oder Euro) präsentiert sich offenkundig ziemlich ausgeprägt!

Chart: Viel Bewegung beim Bitcoin (ausgedrückt in USD)



Quellen: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Der Markt für Stablecoins

An dieser Stelle kommen die Stablecoins ins Spiel. In den USA hat sich die neue Regierung gegen das in anderen Währungsräumen sehr populäre Modell des von der Zentralbank emittierten elektronischen Geldes entschieden. Damit rücken fast schon zwangsläufig die sogenannten Stablecoins als Zahlungsweg in den Fokus. Diese Tokens sind fest an eine für den Finanzmarkt relevante Größe gekoppelt – zum Beispiel an den US-Dollar, den Euro oder auch an Gold – und müssen somit relativ zu der jeweiligen „Recheneinheit“ als wertstabil angesehen werden. Aktuell spielt die US-Währung an dieser Stelle eine ganz besondere Rolle; in Washington will man nun auf jeden Fall sicherstellen, dass sich diese einfache Tatsache in der Zukunft nicht ändert. Entsprechend wurde in den Vereinigten Staaten mit dem Genius Act auf Bundesebene ein einheitlicher Rechtsrahmen geschaffen, der die Deckung der Stablecoins sinnvoll reguliert und somit eine größere Sicherheit für die Nutzer dieses Finanzproduktes schafft. Zukünftig dürften die in US-Dollar denominierten Stablecoins weitgehend mittels kurzlaufender US-Staatsanleihen gedeckt sein. Die sich daraus ergebenden Zinserträge kann der jeweilige Stab-

lecoin-Anbieter vereinnahmen, was die Emission entsprechender Tokens zu einem attraktiven Geschäftsmodell werden lässt. Auch Walmart und Amazon werden in den USA aktuell Ambitionen nachgesagt, zu wichtigen Anbietern von USD-Stablecoins zu werden. Die großen Einzelhandelsunternehmen in den Vereinigten Staaten scheinen mittels der Umsetzung entsprechender Pläne auch ihre Abhängigkeit von den Kreditkartenanbietern reduzieren zu wollen. Genau diese denken daher offenbar ebenfalls sehr intensiv über einen Einstieg in den Markt für Stablecoins nach. Für einen flüchtigen Betrachter der Krypto-Märkte mag überraschend sein, in welchem Umfang Stablecoins jetzt schon in Afrika genutzt werden. In vielen Ländern dieses Kontinents sind die Bankensysteme nicht so gut entwickelt wie in Europa oder Nordamerika. Neben praktischen Hindernissen – also insbesondere dem einfachen Zugang zu Bankfilialen – stellen auch hohe Gebühren für im Rahmen des Zahlungsverkehrs erbrachte Dienstleistungen der Finanzinstitute in Afrika eine Herausforderung für die Wirtschaftssubjekte dar. Vor allem grenzüberschreitende Transfers von finanziellen Mitteln sind an dieser Stelle klar als Problem zu benennen. Stablecoins können hier Abhilfe schaffen (beziehungsweise tun dies bereits). Weiterhin muss die lokale Währung in vielen afrikanischen Ländern als zumindest potentiell instabil bezeichnet werden. Zudem existieren gelegentlich auch Kapitalverkehrskontrollen. Folglich ermöglichen USD-Stablecoins den Wirtschaftssubjekten, das jeweilige Vermögen erstens vor deutlichen Abwertungen zu schützen und zweitens international viel leichter transferierbar zu machen.

#### **Stablecoins und die Preferred-Habitat-Theorie**

Vor allem bei einer großen internationalen Nutzung von USD-Stablecoins kann es einen weiteren Gewinner geben – nämlich die Vereinigten Staaten selbst. Das Land kämpft aktuell mit einer hohen Staatsverschuldung bei einem gleichzeitig angestiegenen Niveau der Staatsanleiherenditen. Ein prüfender Blick auf die Liste der zentralen Ausgabenposten der Vereinigten Staaten offenbart, dass die Finanzierungskosten der Schulden des Bundes mittlerweile die Aufwendungen im Bereich Verteidigung überflügelt haben. Insbesondere ein sehr großer internationaler Erfolg der USD-Stablecoins könnte Finanzminister Scott Bessent bei der Finanzierung des Haushaltsdefizits perspektivisch schon helfen. In einem solchen Szenario würde die Bedeutung der Kleinsparer in Afrika als „indirekte“ Gläubiger der Vereinigten Staaten steigen. Den Umfang der zusätzlichen Nachfrage nach kurzlaufenden US-Staatstiteln zur Deckung der Tokens darf man auf der Basis der aktuell verfügbaren Informationen allerdings wohl auch nicht überschätzen. In der Summe könnten der kombinierte Bedarf an USD-Stablecoins im In- und Ausland aber schon einen Einfluss auf die Form der US-Zinsstrukturkurve haben. Hier ist die Preferred-Habitat-Theorie von Relevanz; eine durch strukturelle Faktoren hervorgerufene spürbare Veränderung des Nachfrageverhaltens am Markt für Staatsanleihen, die Anleger vermehrt in kurzlaufende Papiere investieren lässt, hat schon das Potential, eine grundsätzliche Versteilerung der Zinsstrukturkurve in den USA herbeizuführen.

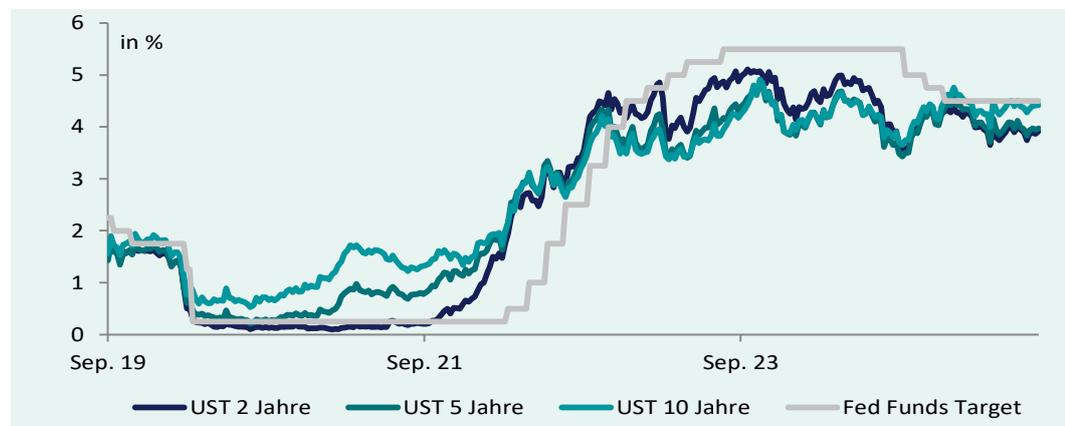
# USA: Zunächst noch keine Zinssenkung

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lüer

## Keine ökonomische Schwäche im II. Quartal

Die US-Einzelhandelsumsätze haben im Juni positiv überraschen können. Gemeldet wurde ein Anstieg um immerhin 0,6% M/M. Nach den schwachen Zahlen in April und Mai kam aus dem Segment Kraftfahrzeuge endlich wieder ein stützender Impuls. Die Umsätze in den Autohäusern sind am aktuellen Rand um beachtliche 1,2% M/M gestiegen. Daten aus Branchenkreisen hatten im Vorfeld nicht unbedingt in diese Richtung gedeutet. Unter Ausklammerung der Automobile zeigte sich im Juni folglich ein Anstieg um 0,5% M/M. Die für die BIP-Erhebung in den USA bedeutende Kontrollgruppe der Einzelhandelsumsätze konnte im Berichtsmonat Juni ebenfalls um immerhin 0,5% M/M zulegen. Man muss sich zunächst also wohl keine größeren Sorgen um den US-Konsumenten machen. Nach dem durch Sondereffekte verzerrten schwachen Jahresauftakt ist bei der realen Wirtschaftsentwicklung im Land der unbegrenzten Möglichkeiten im II. Quartal mit einem gewissen Rückpralleffekt zu rechnen. Das annualisierte Wirtschaftswachstum sollte in Sichtweite der auch psychologisch wichtigen Marke von 2% notieren. Die neue Regierung will aber – auch um die Schuldentragfähigkeit sicherzustellen – eindeutig ein stärkeres Zulegen der ökonomischen Aktivität. Damit rückt die Geldpolitik der Fed ins Blickfeld.

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Das NAHB Bauklima bleibt weiterhin schwach

Die hohen Zinsen sind ohne jeden Zweifel aktuell vor allem ein Problem für den US-Immobilienmarkt. Entsprechend bleibt die Stimmung in der US-Bauwirtschaft weiterhin schlecht. So konnte das NAHB Bauklima im Juli nur ganz leicht auf 33 Zähler steigen. Die wichtige Komponente „Prospective Buyers Traffic“ hat sich sogar weiter abgeschwächt und notiert nur noch bei 20 Punkten. Die Nachfrageseite bleibt also ein Problem. Die Kombination von hohen Hauspreisen und Hypothekenzinsen ist ein regelrechter „Stimmungskiller“. Vom Immobilienmarkt der Vereinigten Staaten gehen folglich keine großen stützenden Impulse für das US-Wirtschaftswachstum aus.

## Zunächst noch keine Zinssenkung der Fed

Vor allem der US-Immobilienmarkt würde von Leitzinssenkungen durch das FOMC wohl profitieren können. Noch zielt sich Jerome Powell aber wohl. Insofern ist am aktuellen Rand nicht mit einer Verringerung der Fed Funds Target Rate zu rechnen. Die Inflationsentwicklung präsentiert sich aktuell ziemlich unproblematisch. Die neue Handelspolitik Washingtons wird zwar noch für einen spürbaren Preisauftrieb sorgen, im Jahresdurchschnitt sollte in 2025 die magische Marke von 3% aber nicht mehr überboten werden. Mit fallenden Inflationserwartungen bei den Konsumenten dürfte das

Thema Leitzinssenkungen im Laufe des 2. Halbjahrs dennoch auf die Agenda der Notenbanker in Washington rücken. Dafür wird wohl auch der US-Präsident mit seinen Wortmeldungen sorgen. Die aktuellen – und noch vorläufigen – Juli-Zahlen zu den 1 Jahr Inflationserwartungen der Universität von Michigan liefern klare Evidenz in diese Richtung. Diese sind am aktuellen Rand deutlich gefallen und notieren „nur“ noch bei 4,0%. Damit nähert sich nun auch diese Zeitreihe nach und nach den bei den Daten der New York Fed schon länger beobachtbaren Niveaus an. Diese Nachricht ist in jedem Fall von hoher Bedeutung für die Geldpolitiker in Washington. Die allgemeine Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung hallt auch am Devisenmarkt nach und sorgt für eine ausgeprägte Schwäche der Währung der Vereinigten Staaten. Grundsätzlich sollten Handelsdeals mittelfristig positiv für den US-Dollar sein. Von der Verkündung der Ergebnisse der Verhandlungen zwischen Washington und Tokio konnte die Währung der USA jüngst aber eher nicht profitieren. Einige Beobachter scheinen weiterhin zu glauben, der Greenback sollte als sicherer Hafen am Devisenmarkt angesehen werden, was diese Beobachtung schon erklären mag. Mittelfristig dürfte mehr wirtschaftspolitische Ruhe in Washington aber doch hilfreich für die Währung der Vereinigten Staaten sein; wir bleiben zunächst jedenfalls bei unserer Einschätzung: Washington will einen schwächeren (aber eben doch keinen nachhaltig schwachen) US-Dollar!

#### Fundamentalprognosen USA

	2024	2025	2026
BIP	2.8	1.5	1.7
Privater Konsum	2.8	2.1	1.9
Öffentlicher Konsum	3.4	1.4	1.1
Investitionen	4.0	1.8	2.3
Export	3.3	1.6	1.4
Import	5.3	3.9	0.6
Inflation	3.0	3.0	2.7
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4.0	4.3	4.4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-6.9	-6.4	-6.0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-4.1	-4.1	-3.5

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen USA

	III/24	IV/24	I/25	II/25	III/25
BIP Q/Q ann.	3.1	2.4	-0.5	1.9	1.0
BIP Y/Y	2.7	2.5	2.0	1.7	1.2
Inflation Y/Y	2.6	2.7	2.7	2.5	3.3

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse USA

	24.07.	3M	6M	12M
Fed Funds Target Rate	4.50	4.25	3.75	3.25
3M-Satz	4.31	4.05	3.60	3.15
10J Treasuries	4.40	4.30	4.00	3.60
Spread 10J Bund	169	170	130	80
EUR in USD	1.17	1.15	1.12	1.10

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Euroland: Wirtschaft gibt sich widerstandsfähig

Analysten: Christian Reuter // Valentin Jansen

## Auswirkungen des Zollkonfliktes werden sichtbarer – Binnenkonjunktur ohne Schwung

Der außenwirtschaftliche Gegenwind hat das Wachstum in der Eurozone geschwächt und auch aus der Binnenkonjunktur kommen eher negative Signale. Zwar konnte die Industrieproduktion trotz des Zollkriegs im Mai preis- und saisonbereinigt um 1,7% M/M zulegen. Dabei ging aber der große Teil des Anstiegs auf Irland zurück und das Plus wurde von Pharma getrieben, einer Branche, die im Zollkonflikt eine besondere Stellung einnimmt und von hohen Barrieren bedroht ist. Es gut möglich, dass es sich hier also wiederum um Vorzieheffekte handelt, der Anstieg also nicht nachhaltig ist. Zudem musste die Bauwirtschaft einen Dämpfer hinnehmen. Die Produktion sank saison- und kalenderbereinigt um 1,6% M/M. Die Ausfuhren aus dem Euroraum fielen im Mai saisonbereinigt erneut, wenn auch der Rückgang mit 0,5% M/M kleiner war als im Vormonat. Die Einfuhren gingen im Berichtsmonat um 1,0% M/M zurück, zumindest Umlenkungseffekte scheinen sich noch nicht zu materialisieren.

## Stimmung deutet auf eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit hin

Dafür, dass sich die Ökonomen einig sind, dass Zölle und Unsicherheit schlecht für die Wirtschaft sind, ist der Umschwung der Stimmung seitdem „Liberation Day“ im März bemerkenswert. Die wichtigsten Stimmungsindikatoren haben den Knick wett machen können und haben die Verbesserung bis an den aktuellen Rand immer wieder bestätigt. Dabei wurden nicht nur die Erwartungen nach oben geschraubt, sondern auch die Lagebeurteilungen. Bei den finanzmarktbasierten Befragungen ist das angesichts der positiven Börsenkurse nicht so verwunderlich. Die Befragungen der Einkaufsmanager im Juli bestätigt das nun aber, wenn auch die Verbesserung gegenüber dem Vormonat geringer ausfiel. Der Composite-Index konnte leicht auf 51,0 Punkte zulegen und zeigt nun schon seit Jahresbeginn kontinuierlich eine Expansion der Wirtschaftsaktivität an. Stütze des Wachstums bleibt offenbar der Dienstleistungssektor; während die Einkaufsmanager in der Industrie nach wie vor mehrheitlich eher skeptisch sind, wenn auch marginal weniger als im Monat zuvor und das trotz Zollstreit. Da die Befragungen vor Bekanntgabe des Japan-Deals durchgeführt wurden, gibt es hier u.U. sogar noch Upside!

Chart: Bundrendite (10J) bildete zuletzt einen Boden bei 2,50% aus



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Inflation im Zielbereich – Risiken ausbalanciert, Unsicherheit aber außerordentlich groß

Die Inflationsrate im Euroraum ist im Berichtsmonat Juni wie erwartet leicht gestiegen. Im Vormonatsvergleich legte das Preisniveau um 0,3% M/M zu. Mit 2,0% im Vorjahresvergleich lag die Teue-

rungsrate aber im Zielbereich der EZB. Die neuerliche Beschleunigung des Preisauftriebs bei Dienstleistungen auf eine Jahresrate von 3,3% Y/Y ist ausbalanciert durch ein langsames Lohnwachstum und steigende Arbeitsproduktivität. Die Eurostärke und die im Jahresvergleich niedrigen Energiepreise konnten das kompensieren. Da aktuell in den EZB-Projektionen bereits ein Unterschneiden der Inflation eingearbeitet ist, könnte ein zu starker Euro zu Abwärtsrisiken führen. Andererseits muss perspektivisch damit gerechnet werden, dass die Inflation wieder etwas Auftrieb bekommt. Das folgt sowohl aus den fiskalpolitischen Maßnahmen (Infrastrukturpaket in Deutschland; Aufrüstung) als auch den mittelfristigen Wirkungen erhöhter Zölle. Die Ökonomen sind sich einig, dass letzteres im Gleichgewicht ceteris paribus die Produktivität reduziert und das ist inflationstreibend. Das hängt aber von weiteren Gegebenheiten ab, insbesondere wie die Politik auf Umlenkungseffekte reagiert.

### **EZB will mehr Informationen – Folgen des Zollkrieges aktuell nicht abschätzbar**

Die EZB hat ihre Leitzinsen auf der Juli-Sitzung in einer einstimmigen Entscheidung wie erwartet unverändert gelassen. Die Währungshüter zeigten sich zu Recht zufrieden mit ihrer Arbeit. Die Entscheidungsfindung per datenbasiertem Ansatz und „von Sitzung zu Sitzung“ hat sich bisher bewährt. Die EZB wird nun abwarten und beobachten, bis sie genügend Gewissheit hat, was das wirtschaftspolitische Experiment der Trump-Regierung für die Eurozone bedeutet. Die Risiken für das Wachstum sieht man eher nach unten gerichtet, bei der Inflation ist man nicht so sicher. Im Policy Statement wurde dazu der Halbsatz eingeführt, man „bewerte den Inflationsausblick und die ihn umgebenden Risiken“. Damit folgt man den Ergebnissen des kürzlich durchgeführten Strategie-Reviews. Wann die Verantwortlichen genügend Informationen haben bzw. was diese dann für die Geldpolitik bedeuten, ist offen. Die EZB-Präsidentin hat sehr klar gesagt, dass es aktuell nicht entscheidbar ist. Ob das schon zur nächsten Sitzung im September so weit sein wird, ist möglich, aber nicht sicher.

### Fundamentalprognosen Euroland

	2024	2025	2026
BIP	0.9	1.1	1.1
Privater Konsum	1.1	1.3	1.6
Öffentlicher Konsum	2.5	1.6	2.4
Investitionen	-1.8	2.8	4.0
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0.5	-0.6	-1.3
Inflation	2.4	2.0	1.7
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	6.4	6.3	6.1
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-3.1	-3.3	-3.4
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	2.6	2.2	2.0

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Quartalsprognosen Euroland

	III/24	IV/24	I/25	II/25	III/25
BIP sa Q/Q	0.4	0.3	0.5	0.1	-0.1
BIP sa Y/Y	1.1	1.3	1.5	1.3	0.8
Inflation Y/Y	2.2	2.2	2.3	2.0	1.8

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Zinsen Euroland

	24.07.	3M	6M	12M
Einlagesatz EZB	2.00	1.75	1.75	1.75
3M-Satz	1.95	1.75	1.80	1.90
10J Bund	2.70	2.60	2.70	2.80

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Deutschland: Wirtschaftsstimmung wird vorsichtiger

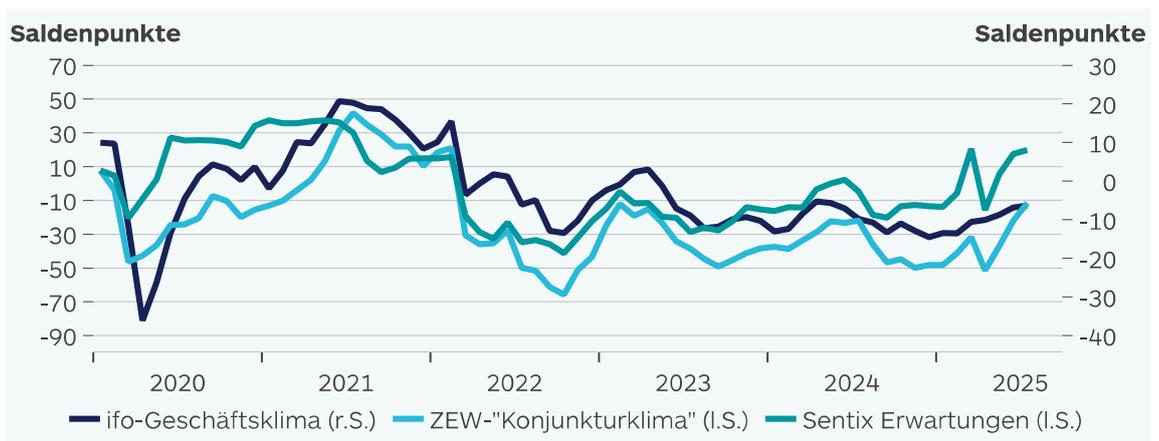
Analysten: Valentin Jansen // Christian Reuter

## Industrie: Divergenz zwischen aktueller Produktionsdynamik und Auftragsperspektive

Die vorläufigen realen Mai-Daten für das Produzierende Gewerbe in Deutschland konnten mit einem Plus von 1,2% M/M (1,0% Y/Y) einen Teil des Rückgangs im Vormonat kompensieren. Kräftige Impulse kamen aus der Automobilindustrie (+4,9%) und der Energieerzeugung (+10,8%). Auch mit der Pharmaindustrie trug ein weiterer Sektor, der im Fokus der laufenden Verhandlungen mit Washington steht und für spürbare Vorzieheffekte im Frühjahr gesorgt hatte, mit einem zweistelligen Zuwachs positiv bei. Die Industrieproduktion insgesamt – also ohne Energie und Bau – legte saison- und kalenderbereinigt sogar um 1,4% M/M zu.

Ein Blick auf die Auftragsgänge hingegen (Mai: -1,4% M/M; ohne Großaufträge sogar -3,1%), mahnt zur Vorsicht. Die jüngste Divergenz zwischen aktueller Produktionsdynamik und Auftragsperspektive ist zwar zum Teil auf verzerrende Effekte von Großaufträgen zurückzuführen. Der Rückenwind für das Produzierende Gewerbe jedoch, der besonders im Frühjahr in Form von erhöhter Industriekonjunktur durch vorgezogene Bestellungen von US-Importeuren das BIP-Wachstum gestützt hat, dürfte weiter abflauen. Der schwelende Handelskonflikt mit den USA lastet weiter auf den Exportperspektiven deutscher Industrieunternehmen. Seit März 2025 gelten dort erhöhte Zölle auf Stahl- und Aluminiumprodukte, die im Juni nochmals verschärft wurden. Besonders betroffen ist die Stahlindustrie, deren Exporte in die USA zuletzt deutlich zurückgingen. Parallel dazu zeigen die Außenhandelsdaten einen spürbaren Rückgang der Exporte insgesamt (-1,4% M/M; April: -1,6%), die Ausfuhren in die USA sanken sogar um 7,7% M/M (-13,8% Y/Y). Auch die Exporte in die Eurozone und nach China entwickelten sich rückläufig. Die deutsche Industriekonjunktur fährt damit weiter auf Sicht und ist besonders mit Blick auf die zweite Jahreshälfte auf die Binnennachfrage angewiesen. Auch Rückschläge bei den Verhandlungen mit den USA würden die fragile Industriekonjunktur empfindlich treffen.

Chart: Frühindikatoren – nach der gewachsenen Zuversicht wird die Luft dünner



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

## Aufwärtstrend in den Stimmungsindikatoren wird vorsichtiger

Die konjunkturelle Zuversicht in Deutschland hat sich auch im Juli weiter gefestigt. Die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten haben ihre Konjunkturerwartungen zum dritten Mal in Folge erneut nach oben korrigiert. In Zahlen gesprochen erreichte der Index mit 52,7 Saldenpunkte den höchsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Auch die Einschätzung der aktuellen Lage verbesserte sich deutlich (+12,5 auf -59,5 Punkte) und setzt damit auf Stabilisierungstendenzen bei den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Auch das Geschäftsklima in den Chefetagen deutscher Unternehmen hat sich im Juli weiter aufgehellt. Die leicht verbesserte Lagebeurteilung hob den ifo-Geschäftsklimaindex von 88,4 auf 88,6 Punkte und damit auf den höchsten Wert seit über einem Jahr. Die Geschäftserwartungen hingegen haben sich nach der kräftigen Aufwärtsbewegung in den letzten drei Monaten nicht weiter nach oben schrauben können. Sorgen vor einer Eskalation in den Handelsstreitigkeiten mit Washington mit Blick auf den 01. August werden hier eine wichtige Rolle gespielt haben.

Die aktuelle Umfrage des ifo-Instituts reiht sich ein in die positiven Daten stimmungsbasierter Frühindikatoren. Allerdings ist bei den Erwartungskomponenten bereits eine nachlassende Dynamik im Vergleich zu den beiden Vormonaten zu erkennen, was sich auch in den heutigen ifo-Zahlen widerspiegelt. Einen Dämpfer lieferten zudem die gestern veröffentlichten Ergebnisse der Juli-Befragung unter Einkaufsmanagern in Deutschland. Demnach ist die Geschäftstätigkeit insgesamt nur geringfügig gewachsen und hat sich gegenüber dem Juni leicht abgeschwächt.

So wirkt die anhaltende Zuversicht in der deutschen Wirtschaft bereits seit einiger Zeit vor dem Hintergrund der weiterhin angespannten geo- und handelspolitischen Lage bemerkenswert. Aus europäischer bzw. deutscher Perspektive hat sich das Umfeld schließlich kaum entspannt – dennoch ist das ifo-Geschäftsklima bereits zum siebten Mal in Folge gestiegen. In konjunkturell stabileren Zeiten wäre dies ein deutliches Signal für eine beginnende Trendwende. Doch der ungelöste Zollkonflikt mit den USA, zuletzt verschärft durch eine europäische Einigung auf mögliche Gegenmaßnahmen im Falle eines Scheiterns der Gespräche, bleibt ein zentrales Risiko für die deutsche Wirtschaft.

An den Märkten wird das Vorgehen der US-Regierung offenbar zunehmend als Teil einer strategischen Verhandlungsführung interpretiert, was die Hoffnung auf eine Einigung in letzter Minute zuletzt genährt hat. Parallel dazu zeigt sich, dass die wirtschaftspolitischen Signale aus Berlin, aber auch zunehmend aus der Privatwirtschaft („Made for Germany“) die lang ersehnte Stimmungsaufhellung in der deutschen Wirtschaft stützen. Trotz dieser grundsätzlich erfreulichen Entwicklung bleibt der Ausblick mit Vorsicht zu genießen. Es bleibt abzuwarten, ob sich die in den vergangenen Monaten aufgetürmten Erwartungen auch in eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung ummünzen lassen. Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte wird es vor allem auf binnenkonjunkturelle Nachfrageimpulse ankommen.

#### Fundamentalprognosen Deutschland

	2024	2025	2026
BIP	-0.2	0.2	1.4
Privater Konsum	0.2	1.0	1.5
Öffentlicher Konsum	3.2	1.6	3.2
Investitionen	-2.7	1.3	4.7
Exporte	-1.8	-0.5	1.7
Importe	-0.7	2.2	5.5
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-0.5	-1.0	-1.4
Inflation <sup>2</sup>	2.5	2.1	1.7
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	6.0	6.3	6.3
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	-2.8	-2.9	-3.6
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	5.7	5.1	4.4

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: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen Deutschland

	III/24	IV/24	I/25	II/25	III/25
BIP sa Q/Q	0.1	-0.2	0.4	0.0	0.1
BIP nsa Y/Y	0.1	-0.4	-0.2	-0.3	0.3
Inflation Y/Y	2.2	2.5	2.6	2.1	1.9

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

# Schweiz: Unternehmen bleiben optimistisch

Analyst: Christian Reuter

## Schweizer Wirtschaft erstaunlich stabil – Rückenwind aus der Binnenkonjunktur

Trotz der globalen Unsicherheiten und des nicht gelösten Zollkonflikts mit den USA bleiben die Unternehmen in der Schweiz offenbar zuversichtlich. Der Einkaufsmanagerindex konnte im Juni sogar einen regelrechten Sprung hinlegen, von 42,1 auf 49,6 Punkte. Das ist zwar immer noch unterhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten, aber der drittstärkste Anstieg seit Erhebung des Index und im Ergebnis steht er nun wieder etwa auf der Höhe von vor dem Zollkrieg. Die Verbesserung zog sich durch alle Branchen des verarbeitenden Gewerbes. Beeindruckend war aber insbesondere die Kehrtwende beim Auftragseingang. Der diesbezügliche Sub-Index verbesserte sich um 14,5 Punkte auf 50,4. Ein Grund für den Optimismus findet sich offenbar bei den Lagerbeständen, die nach Angaben der Einkaufsmanager weiter zurück gingen. Gleichzeitig wurde eine Zunahme der Lieferzeiten signalisiert. Beide Tendenzen sind nun schon seit Monaten zu beobachten. Die Belastungen aus den hohen Lagerbeständen in Folge der Corona-Krise scheinen nun also nachhaltig überwunden zu sein, was auf eine relativ robuste binnenwirtschaftliche Konjunktur hindeutet. Die gute Stimmung bei den Einkaufsmanagern steht in gewissem Widerspruch zu ihren Bekundungen bezüglich Zollstreits. So ist der Anteil der Unternehmen, die von einem Anstieg protektionistischer Maßnahmen in den kommenden zwölf Monaten ausgehen, im Berichtsmonat von 50 auf 60% gestiegen. Wie aus Verhandlungskreisen zu hören ist, bleiben die Gespräche zwischen den Regierungen zäh und schwierig. Bern hofft zumindest für die chemisch-pharmazeutische Industrie eine Ausnahmeregelung zu bekommen, allein aus der Trumpschen Erratik lässt sich noch keine Kontur eines Abkommens erkennen.

Die Auslandsnachfrage legte im Juni überraschend zu. Saisonbereinigt stiegen die Exporte im Berichtsmonat real um 6,1% M/M. Insofern der Haupttreiber wieder die chemisch-pharmazeutischen Produkte waren, kann spekuliert werden, dass es sich um weitere Vorzieheffekte aus dem Zollkrieg handelt. Nach zwei schwachen Monaten April und Mai meldete das Bundesamt für Zoll und Grenzsicherheit für das zweite Quartal insgesamt allerdings einen rückläufigen Außenhandel. Die Ausfuhren in die USA brachen um fast 30% ein und lagen wieder auf dem Niveau des letzten Quartales 2024.

## Die Inflation meldet sich überraschend zurück – Franken bleibt breit unterstützt

Die Schweizer Nationalbank dürfte es mit Erleichterung aufgenommen haben, dass die Inflation im Juni um 0,1% Y/Y gestiegen ist. Mit Sorge dürfte man aber auf eine Entwicklung schauen, die den Status des Schweizer Franken als sicherer Hafen weiter zu untermauern scheint. Aus Daten des IWF geht hervor, dass die als Reserven gehaltenen Devisenbestände in Franken im ersten Quartal von 20 auf 88 Mrd. USD gestiegen sind – der größte Anstieg seit Beginn der Datenreihe. Global betrachtet ist das Volumen nicht groß, für die kleine Schweiz kann das aber zum Problem werden. Entsprechend halten die Spekulationen über eine Rückkehr der SNB zu negativen Zinsen und Interventionen am Devisenmarkt an.

### Fundamentalprognosen\* Schweiz

	2024	2025	2026
BIP	0.9	1.4	1.5
Inflation (CPI)	1.1	0.3	0.6
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.5	2.9	3.0
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	0.6	0.4	0.3
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	5.1	4.3	3.7

### Zinsen und Wechselkurse Schweiz

	24.07.	3M	6M	12M
SNB-Leitzins	0.00	0.00	0.00	0.00
3M Satz	-0.07	0.00	0.00	0.05
10J	0.42	0.40	0.45	0.55
Spread 10J Bund	-229	-220	-225	-225
EUR in CHF	0.93	0.93	0.93	0.93

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Japan: Der Handelsdeal mit den USA ist nun endlich da

Analyst: Tobias Basse

## Die Ergebnisse der Oberhauswahlen sorgen für politischen Druck

Die Oberhauswahlen in Japan sind für den bisher eher glücklosen Shigeru Ishiba nicht gut verlaufen. Die regierende Koalition hat nun auch die Mehrheit in dieser Parlamentskammer verloren. Verschiedene Faktoren scheinen – wie eigentlich immer – eine Rolle bei der Erklärung des Wahlergebnisses zu spielen; die Entwicklung der Reispreise ist in diesem Kontext auf jeden Fall als wichtige Einflussgröße zu benennen.

## Der Handelsdeal mit den USA ist nun da

Der Regierungschef Ishiba hat direkt nach der Wahlniederlage betont, zunächst im Amt bleiben zu wollen, um die Verhandlungen zur Beilegung des Handelsstreits mit den USA erfolgreich zu beenden. Dieser Deal ist nun verkündet. In der Presse hatte es sofort Gerüchte über einen zügigen Rücktritt Ishibas gegeben. Diese haben beispielsweise auch leichte Turbulenzen am Devisenmarkt ausgelöst. Der Regierungschef dementierte die Presseberichte allerdings recht zügig. Innerhalb der Liberaldemokratischen Partei mehren sich nach der Wahl jedoch offenbar die kritischen Stimmen; hinter den Kulissen wird von einigen Politikern inzwischen scheinbar ein baldiger Wechsel an der Spitze der Regierung gefordert. Die japanischen Automobilhersteller haben den Handelsdeal mit den Vereinigten Staaten zweifellos benötigt – und hinter den Kulissen großen Druck auf Ishiba ausgeübt. In der Bevölkerung hätte sich mancher interessierte Beobachter aber wohl einen vorteilhafteren Vertrag mit den USA gewünscht. Der aktuelle Regierungschef Japans dürfte momentan nicht von sehr vielen Menschen um seinen Job beneidet werden. Die politische Situation in Tokio ist in der Tat nicht einfach. Die internationalen Finanzmärkte werden die weiteren Ereignisse genau im Auge behalten.

## Die Bank of Japan sollte trotzdem noch zögern wollen

Die zusätzliche Unsicherheit für die japanische Wirtschaft, die von der neuen Handelspolitik Washingtons ausgelöst wurde, war in der jüngeren Vergangenheit offenkundig ein wichtiger Grund für die nur sehr zögerliche Neuausrichtung der Geldpolitik in Tokio. Mit dem nun verkündeten Deal dürften der Bank of Japan Leitzinsanhebungen perspektivisch sicherlich deutlich leichter fallen. Kurzfristig wird man wohl noch konkrete Details der Vereinbarung mit Washington etwas genauer analysieren wollen – und daher zunächst zurückhaltend agieren. Im Laufe des Jahres sollten vorsichtige Zinserhöhungen möglich sein, wobei aber wohl auch nicht mit großer Hektik gerechnet werden sollte.

### Fundamentalprognosen\* Japan

	2024	2025	2026
BIP	0.2	0.8	0.9
Inflation	2.7	2.9	1.9
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.5	2.5	2.4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-2.2	-3.5	-3.2
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	4.8	4.5	4.3

\* Veränderung gg. Vj. in %

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Japan

	24.07.	3M	6M	12M
Leitzins	0.50	0.50	0.75	1.00
3M Satz	0.77	0.80	0.90	1.10
10J	0.66	1.50	1.55	1.70
Spread 10J Bund	-204	-110	-115	-110
EUR in JPY	173	164	156	151
USD in JPY	147	143	139	137

# China: Zweites Halbjahr dürfte schwächer ausfallen

Analyst: Valentin Jansen

## Kräftiges BIP-Wachstum durch Exporte, Konjunkturrisiken nehmen nun aber deutlich zu

Chinas BIP ist in Q2 2025 um 5,2% gegenüber dem Vorjahr gewachsen (Q1: 5,4%) womit im ersten Halbjahr insgesamt ein Wachstum von 5,3% vorliegt. Das Wachstumsziel 2025 von „rund 5%“ erscheint damit auf den ersten Blick noch formal erreichbar. Überraschend robust haben sich die Exporte trotz des schwelenden Handelskonflikts entwickelt: Zwar brachen die Ausfuhren in die USA im April und Mai um rund ein Drittel ein, wurden jedoch durch Exporte in andere Wirtschaftsräume überkompensiert, sodass die Gesamtexporte in Q2 um 0,8% Q/Q stiegen. Am aktuellen Rand konnte im Juni die Industrieproduktion ebenfalls kräftig zulegen (+6,8% Y/Y). Getragen von Fokusbranchen in Pekings Industriepolitik, wie u.a. die Autobranche, Elektrotechnik oder Halbleiterindustrie, ist insbesondere die Fertigung im Hochtechnologiesektor um 9,7% Y/Y gewachsen. Gleichzeitig tun sich jedoch immer tiefere Risse in wichtigen Teilen der Binnenkonjunktur auf. Die Einzelhandelsumsätze verloren im Juni mit 4,8% Y/Y an Dynamik (Mai: 6,4%), womit die Wirkung der kurzfristig angelegten Konsumstimuli Pekings bereits wieder an Schwung zu verlieren scheint. Auch die Immobilienpreise sind im Juni den dritten Monat in Folge gefallen. Diese anhaltende Schwäche belastet das Konsumklima angesichts der Bedeutung für die Vermögen privater Haushalte weiter spürbar. Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte nehmen die Konjunkturrisiken für die Binnenwirtschaft und den unsicheren Außenhandel allerdings deutlich zu.

## Zusätzlicher Druck auf Exportwirtschaft durch US-Abkommen mit anderen Handelspartnern

Neben dem temporären Kompromiss im Zollkonflikt mit den USA und den laufenden Verhandlungen treiben die chinesische Exportwirtschaft Abkommen mit anderen Handelspartnern Washingtons um. Denn diese beinhalten zunehmend Regelungen, die u.a. auf chinesische Vorleistungen abzielen, wie etwa durch strengere Ursprungsregeln oder gestaffelte Zollsätze (bspw. im Abkommen mit Vietnam), wobei Produkte mit hohem Anteil chinesischer Komponenten mit höheren Zöllen belegt werden. Diese Klauseln belasten indirekte chinesische Exporte über Drittländer und dürften zu einer zusätzlichen Bremse für den in 2025 besonders wichtigen Wachstumsbeitrag des Außenhandels werden. Nicht zuletzt wird Peking damit umso mehr eine stärkere Binnenmarktorientierung anstreben müssen.

## BIP-Wachstum im ersten Halbjahr spricht für abwartende Linie der PBOC

Die PBOC hat die Leitzinsen im Juli nach der letzten Lockerungsrunde im Mai wie erwartet unverändert gelassen. Der Balanceakt aus einer Abfederung der Wirtschaft im Handelskonflikt mit Washington bei gleichzeitiger Vermeidung von weiterem Abwärtsdruck auf den Renminbi bleibt schwierig, da nicht zuletzt die Zinsdifferenz zu den USA bereits erheblich ist. Mit einem BIP-Wachstum von 5,3% im ersten Halbjahr dürfte der akute Handlungsdruck seitens der PBOC kurzfristig etwas abgenommen haben. So hielt sich der Wechselkurs im Juli vergleichsweise stabil um die Marke von 7,17 USD/CNY.

### Fundamentalprognosen\* China

	2024	2025	2026
BIP	5.0	4.5	4.2
Inflation	0.1	0.3	1.1
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5.1	5.1	5.1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-7.4	-5.5	-5.7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1.4	1.9	1.4

\* Veränderung gg. Vj. in %

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse China

	24.07.	3M	6M	12M
Einlagesatz	1.50	1.50	1.50	1.50
3M SHIBOR	1.55	1.60	1.50	1.50
10J	1.74	1.65	1.60	1.60
Spread 10J Bund	-96	-95	-110	-120
EUR in CNY	8.42	8.26	8.01	7.81
USD in CNY	7.15	7.18	7.15	7.10

# Großbritannien: Die dunklen Wolken dürften sich lichten

Analyst: Constantin Lüer

## Die Konjunktur schwächelte den zweiten Monat in Folge

Der britischen Wirtschaft hängt derzeit der Bremsklotz am Bein. Bereits im April sank die Wirtschaftsleistung des Vereinigten Königreichs im Vergleich zum Vormonat um 0,3%. Am aktuellen Rand im Mai sah es mit -0,1% M/M kaum besser aus. Sofern der Juni nicht positiv überrascht, dürfte das zweite Quartal voraussichtlich negativ ausfallen. Der zwischenzeitlich mit den USA ausgetragene Zollkonflikt hallt also noch nach, wobei die negativen Effekte dieses kurzen Intermezzos durch verschiedene ökonomische Daten kaskadiert. Der Blick nach vorne lässt erwarten, dass der große Aufschwung noch ausbleibt, eine nachhaltige Rezessionsgefahr besteht jedoch nicht. Zwar ist dieses Risiko leicht angestiegen und wird von den Marktteilnehmern in Summe mit rund 30% quantifiziert. Ähnlich wie beim Regenbericht spricht die mutmaßliche Wahrscheinlich also eher dafür, dass der Regenschirm daheim gelassen werden kann.

## Der Arbeitsmarkt in der Krise – oder vielleicht doch nicht?

Bleiben wir bei meteorologischen Allegorien, so sorgt das als Office for National Statistics bekannte Statistikamt bereits seit mehreren Wochen für dichten Nebel. Die Wirtschaftspolitik sowie die Bank of England navigieren also stellenweise auf Sicht durch die Ökonomie. Bei der Erhebung der sogenannten Payrolls wurde in den letzten zwei Monaten ein Beschäftigungsabbau geschätzt, welcher bei den Revisionen jeweils kräftig nach oben korrigiert wurde. Anders als zunächst mitgeteilt, wurden bspw. im Mai keine 109.000 Stellen abgebaut, sondern „nur“ 25k. Dies entspricht knapp dem Wert des April, wobei dort ebenfalls eine zunächst drastischere Prognose von rund 70k veröffentlicht wurde. Insofern ist der Rückgang von 41.000 im Juni mit Vorsicht zu genießen. Einerseits scheint sich das ONS mit einem zu geringen Budget konfrontiert zu sehen. Andererseits fehlen teilweise auch schlicht die Rückläufer der Fragebögen, um solide statistische Werte zu ermitteln. Das Problem ist jedenfalls politisch adressiert, wobei eine Lösung noch auf sich warten lässt. Eine auf 4,7% angestiegene Arbeitslosenquote erhärtet aber dann doch die Vermutung, dass sich der Arbeitsmarkt in einer Abkühlungsphase befindet.

## Zinssenkung im August wahrscheinlich

Nichtsdestotrotz dürfte sich die Bank of England dazu durchringen den Zins bei der nächsten Sitzung im August zu senken – einer etwas erhöhten Inflation zum Trotz. Die Dynamik bei der Preisentwicklung ist in den Augen der Notenbanker wohl gering genug, um solch einen Schritt wagen zu können. Auch wenn sich die Preise im April sprunghaft entwickelten, so sind die letzten Zahlen wohl als gemäßigt zu interpretieren. Der bereits angesprochene Schock aus den USA mäandert eben noch durch die Daten. Ein ökonomisches Aufklaren ist zur Zeit das wahrscheinlichste Szenario in Großbritannien.

### Fundamentalprognosen\* Großbritannien

	2024	2025	2026
BIP	1.1	1.0	1.2
Inflation (CPI)	2.5	3.1	2.4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4.3	4.7	4.6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5.2	-4.3	-3.6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2.7	-2.9	-2.7

\*Veränderung gg. Vj. in %

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Großbritannien

	24.07.	3M	6M	12M
Reposatz	4.25	4.00	3.75	3.50
3M Satz	4.02	3.90	3.75	3.50
10J	4.62	4.45	4.35	4.25
Spread 10J Bund	192	185	165	145
EUR in GBP	0.87	0.85	0.86	0.87
GBP in USD	1.35	1.35	1.30	1.26

# Portfoliostrategien Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	24.07.2025	3M	6M	12M
3M	1.95	1.75	1.70	1.75
1J	1.84	1.75	1.70	1.80
2J	1.93	1.80	1.80	1.90
3J	2.05	1.81	1.81	1.92
4J	2.17	1.89	1.89	2.06
5J	2.28	2.00	2.00	2.20
6J	2.32	2.12	2.14	2.32
7J	2.43	2.23	2.27	2.43
8J	2.54	2.33	2.39	2.53
9J	2.62	2.42	2.50	2.62
10J	2.70	2.50	2.60	2.70
2J (Swap)	2.06	1.90	1.95	2.05
5J (Swap)	2.34	2.10	2.20	2.40
10J (Swap)	2.67	2.60	2.70	2.80

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

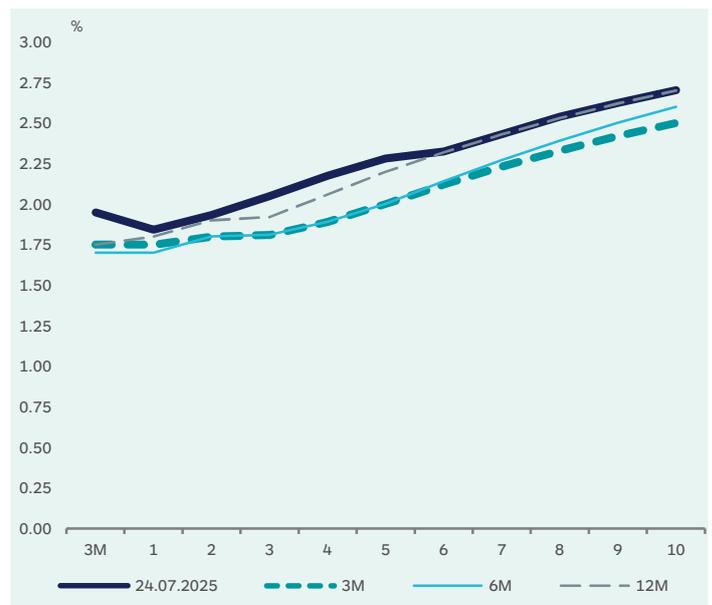
Prognosen und Total Returns

	Total Returns (in %) auf Sicht von...		
	3M	6M	12M
3M	0.49	0.93	1.80
1J	0.53	0.99	1.84
2J	0.73	1.24	2.06
3J	1.14	0.54	2.32
4J	1.61	2.15	2.88
5J	1.94	2.56	3.10
6J	1.90	2.54	2.94
7J	2.04	2.58	3.03
8J	2.25	2.68	3.18
9J	2.40	2.67	3.23
10J	2.58	2.65	3.30

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

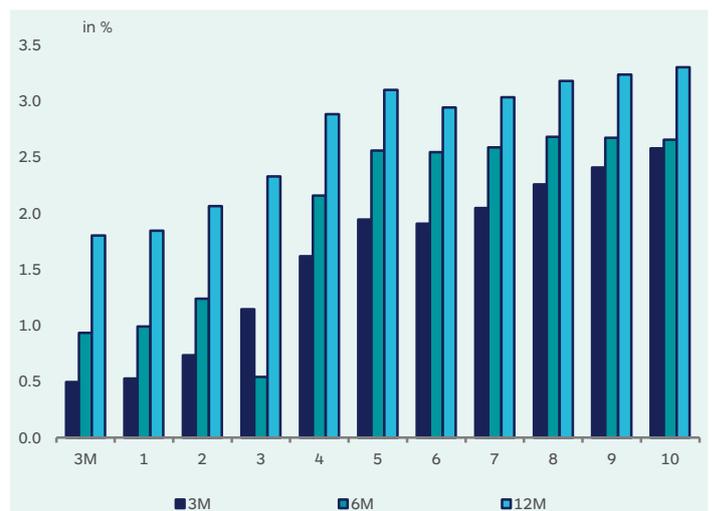
Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurvenveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

Prognosen Zinsstrukturkurve (Bunds)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Portfoliostrategien

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

### Auf 3-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	0.5	3.3	3.2	5.5	0.4
2J	0.7	3.3	3.5	5.7	0.4
3J	1.1	3.3	3.3	5.7	0.5
4J	1.6	3.4	3.3	6.0	0.7
5J	1.9	3.5	3.0	6.4	0.7
6J	1.9	3.9	3.4	6.7	0.7
7J	2.0	3.9	3.1	7.2	0.9
8J	2.3	4.0	4.0	7.2	0.7
9J	2.4	4.1	4.5	7.2	1.1
10J	2.6	4.2	4.8	7.0	0.9

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	1.1	0.9	0.2	-0.1
2J	1.1	1.1	0.3	0.0
3J	1.1	1.0	0.3	0.0
4J	1.2	0.9	0.6	0.2
5J	1.3	0.7	1.0	0.2
6J	1.7	1.0	1.3	0.2
7J	1.7	0.8	1.8	0.4
8J	1.8	1.7	1.8	0.2
9J	1.9	2.1	1.8	0.6
10J	2.0	2.5	1.6	0.4

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Auf 12-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	1.8	11.2	3.7	15.1	0.3
2J	2.1	11.8	4.2	15.2	0.1
3J	2.3	12.5	4.4	15.2	0.0
4J	2.9	13.3	4.8	15.5	0.0
5J	3.1	14.2	5.1	15.8	0.1
6J	2.9	15.5	5.8	16.1	0.0
7J	3.0	16.3	5.6	16.6	0.0
8J	3.2	17.1	7.0	16.7	-0.2
9J	3.2	17.8	7.4	16.6	0.0
10J	3.3	18.5	7.7	16.6	0.0

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	4.1	3.8	0.7	-0.2
2J	4.7	4.2	0.8	-0.4
3J	5.3	4.4	0.7	-0.5
4J	6.1	4.8	1.0	-0.4
5J	6.9	5.1	1.2	-0.4
6J	8.1	5.8	1.5	-0.4
7J	8.8	5.7	1.9	-0.4
8J	9.6	7.0	2.0	-0.6
9J	10.3	7.4	1.9	-0.4
10J	10.9	7.7	2.0	-0.4

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

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

# Portfoliostrategien

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

### Werte und Performance

Index	Wert am	Stand		Performance seit	
	24.07.2025	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
DAX	24,295.93	23,909.61	19,909.14	1.62%	22.03%
MDAX	31,633.56	30,483.50	25,589.06	3.77%	23.62%
EuroSTOXX50	5,355.20	5,303.24	4,895.98	0.98%	9.38%
STOXX50	4,528.68	4,454.06	4,308.63	1.68%	5.11%
STOXX600	551.55	541.37	507.62	1.88%	8.65%
Dow Jones	44,693.91	44,094.77	42,544.22	2.08%	5.80%
S&P 500	6,363.35	6,204.95	5,881.63	2.48%	8.11%
Nikkei	41,826.34	40,487.39	39,894.54	3.31%	4.84%

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Prognosen Indizes

Index	NORD/LB Prognose		
	auf Sicht von ...		
	3M	6M	12M
DAX	23,000	24,500	25,000
MDAX	30,300	32,000	33,000
EuroSTOXX50	5,080	5,400	5,550
STOXX50	4,300	4,580	4,675
STOXX600	525	555	570
Dow Jones	41,000	43,500	44,000
S&P 500	5,800	6,200	6,300
Nikkei	41,000	41,800	44,000

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### EuroSTOXX50 und S&P500



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

**Redaktionsschluss** für Daten, Prognosen und Texte war **Freitag, 25. Juli 2025**.

Der nächste Economic Adviser erscheint am **29. August 2025**.

# Übersicht Prognosen

## Fundamentalprognosen

in %	BIP-Wachstum			Inflationsrate			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>			Haushaltssaldo <sup>2</sup>		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
USA	2.8	1.5	1.7	3.0	3.0	2.7	4.0	4.3	4.4	-6.9	-6.4	-6.0
Euroland	0.9	1.1	1.1	2.4	2.0	1.7	6.4	6.3	6.1	-3.1	-3.3	-3.4
Deutschland	-0.2	0.2	1.4	2.5	2.1	1.7	6.0	6.3	6.3	-2.8	-2.9	-3.6
Japan	0.2	0.8	0.9	2.7	2.9	1.9	2.5	2.5	2.4	-2.2	-3.5	-3.2
Großbritannien	1.1	1.0	1.2	2.5	3.1	2.4	4.3	4.7	4.6	-5.2	-4.3	-3.6
Schweiz	1.2	1.4	1.5	2.1	0.3	0.6	2.0	2.9	3.0	0.2	0.4	0.3
China	5.0	4.5	4.2	0.1	0.3	1.1	5.2	5.1	5.1	-7.4	-5.5	-5.7

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Leitzinsen

In %	24.07.25	3M	6M	12M
USD	4.50	4.25	3.75	3.25
EUR	2.00	1.75	1.75	1.75
JPY	0.50	0.50	0.75	1.00
GBP	4.25	4.00	3.75	3.50
CHF	0.00	0.00	0.00	0.00
CNY	1.50	1.50	1.50	1.50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Wechselkurse

EUR in...	24.07.25	3M	6M	12M
USD	1.17	1.15	1.12	1.10
JPY	173	164	156	151
GBP	0.87	0.85	0.86	0.87
CHF	0.93	0.93	0.93	0.93
CNY	8.42	8.26	8.01	7.81

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M
USD	4.31	4.05	3.60	3.15	3.92	3.80	3.55	3.10	3.96	3.90	3.70	3.20	4.40	4.30	4.00	3.60
EUR	1.95	1.75	1.80	1.90	1.93	1.80	1.80	1.90	2.28	2.00	2.00	2.20	2.70	2.60	2.70	2.80
JPY	0.77	0.80	0.90	1.10	0.06	0.80	0.95	1.00	0.26	1.00	1.05	1.20	0.66	1.50	1.55	1.70
GBP	4.02	3.90	3.75	3.50	3.86	3.78	3.68	3.59	4.03	4.18	3.95	3.85	4.62	4.45	4.35	4.25
CHF	-0.07	0.00	0.00	0.05	-0.10	-0.10	0.02	0.17	0.13	0.10	0.15	0.30	0.42	0.40	0.45	0.55

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M	24.07.	3M	6M	12M
USD	237	230	180	125	198	200	175	120	168	190	170	100	169	170	130	80
JPY	-118	-95	-90	-80	-188	-100	-85	-90	-202	-100	-95	-100	-204	-110	-115	-110
GBP	208	215	195	160	193	198	188	169	175	218	195	165	192	185	165	145
CHF	-202	-175	-180	-185	-203	-190	-178	-173	-216	-190	-185	-190	-229	-220	-225	-225

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



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

## **Weitere Ansprechpartner**

### **Sales**

Institutional Sales  
+49 511 9818-9440

Sales Sparkassen &  
Regionalbanken  
+49 511 9818-9400

Sales MM/FX  
+49 511 9818-9460

Sales Europe  
+352 452211-515

Sales Asia  
+65 64 203136

### **Origination & Syndicate**

Origination FI  
+49 511 9818-6600

Origination Corporates  
+49 511 361-2911

### **Treasury**

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

### **Trading**

Covereds/SSA  
+49 511 9818-8040

Financials  
+49 511 9818-9490

Governments  
+49 511 9818-9660

Länder/Regionen  
+49 511 9818-9550

Frequent Issuers  
+49 511 9818-9640

### **Corporate Sales**

Firmenkunden  
+49 511 361-4003

Asset Finance  
+49 511 361-8150

# Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen

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

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

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

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

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

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

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

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Information enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt und das jeweilige Registrierungsformular der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:** Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt eine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen. Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar. Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten 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 Prospektpflicht gemäß der EG-Prospektrichtlinie und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtliche Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

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

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankkommission (übergangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt. Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung). Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

Diese Analyse richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Analyse ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

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

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren. Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Redaktionsschluss und letzte Aktualisierung aller Marktdaten:**

Freitag, 25. Juli 2025, 15:15Uhr

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