

Economic Adviser

Macro Research

26. September 2025 ♦ Ausgabe Oktober 2025

Inhalt

| | |
|---|----|
| Special: Der DAX im Schlepptau der Rekordjagd an den US-Börsen?..... | 3 |
| Ein Blick auf die europäischen Aktienmärkte..... | 3 |
| Wie geht es mit DAX und MDAX weiter? | 3 |
| Ein Blick auf die internationalen Aktienmärkte | 4 |
| | |
| USA: Weitere Zinssenkungen voraus! | 5 |
| Nach den starken Wachstumswahlen | 5 |
| Noch bleibt der US-Konsument eine tragende Säule der Wirtschaft Nordamerikas | 5 |
| Weitere Zinssenkungen voraus!..... | 5 |
| | |
| Euroland: Frankreich kriselt, EZB dämpft Erwartungen | 7 |
| Haushaltsstreit in Frankreich: Blockade statt Konsolidierung | 7 |
| Märkte und Ratingagenturen verlieren allmählich die Geduld mit Frankreichs Politik | 7 |
| EZB: Vorerst keine Zinssenkung – Lagarde erklärt disinflationären Prozess für beendet | 8 |
| | |
| Deutschland: Herbstblues in deutschen Unternehmen..... | 9 |
| Beunruhigender Trend im Außenhandel mit China..... | 9 |
| Unfaire Handelspraktiken Chinas fordern EU-Handelspolitik heraus | 9 |
| Zölle und Verwässerung des Fiskalpakets dämpfen Stimmung – Hoffnung auf Aufschwung 2026 | 10 |
| | |
| Schweiz: Nun auch noch Pharma?..... | 11 |
| Zölle bisher mit isolierten Wirkungen – voller Effekt noch nicht spürbar | 11 |
| SNB demonstriert Gelassenheit und hält ihr Pulver trocken | 11 |
| | |
| Japan: Warten auf den neuen Regierungschef | 12 |
| Warten auf den neuen Regierungschef..... | 12 |
| Die Notenbank steht weiterhin unter Handlungsdruck | 12 |
| Kazuo Ueda erklärt die aktuellen Entscheidungen detaillierter | 12 |
| | |
| China: Außenhandel verliert an Zugkraft..... | 13 |
| Exportwachstum schwächt sich ab, Binnenmarkt bleibt das Sorgenkind | 13 |
| Annäherung zwischen Washington und Peking vor Präsidententreffen | 13 |
| Die PBOC wird vorsichtig bei weiteren Lockerungen vorgehen wollen | 13 |
| | |
| Großbritannien: Warten auf neue Inflationsdaten | 14 |
| Nach der Notenbanksitzung | 14 |
| Wie geht es weiter? | 14 |
| Warten auf neue Inflationsdaten..... | 14 |
| | |
| Portfoliostrategien..... | 15 |

| | |
|--|----|
| 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 |

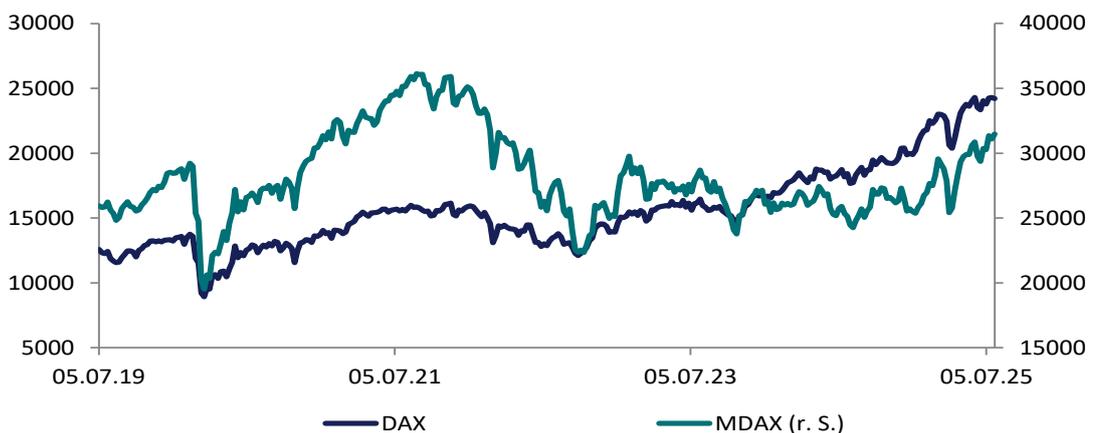
Special: Der DAX im Schlepptau der Rekordjagd an den US-Börsen?

Analysten: Wolfgang Donie // Tobias Basse

Ein Blick auf die europäischen Aktienmärkte

Die Aktienmärkte in Deutschland und Europa – und insbesondere der DAX – waren sehr dynamisch ins Jahr 2025 gestartet. In der Spitze lag das Plus beim deutschen Blue-Chip-Index im 1. Quartal bei 17,6%. Zunächst halfen erste konjunkturelle Stabilisierungsanzeichen, eine Berichtssaison zumindest ohne größere Enttäuschungen sowie die im Vergleich mit den USA günstigere Bewertung. Hinzu kamen in Folge des politischen Paradigmenwechsels in Washington eine stärkere Einigkeit innerhalb der EU sowie die Aussicht auf gigantische Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung. US-Aktien hinkten deutlich hinterher. Anfang April eskalierte US-Präsident Trump mit seinen Zolldrohungen, die Stimmung kippte und die bisherigen Jahresgewinne waren dahin. Infolge dieser Verwerfungen, die sich auch an den Rentenmärkten auswirkten, setzte das Weiße Haus dann einige Zölle aus. Die Aktienmärkte erholten sich wieder – ganz nach dem Motto: Bestimmt wird alles nicht ganz so schlimm. Der Markt setzte nun auf schnelle Handelsdeals. Nicht nur in Deutschland präsentierte sich das Wirtschaftswachstum im I. Quartal aufgrund von Vorzieheffekten im Außenhandel mit den USA freundlich. Am 9. Juli markierte der DAX ein neues Allzeithoch bei 24.549,56 Punkten. Seitdem befindet sich der Index der deutschen Standardwerte in einem volatilen Seitwärtskanal, der nach unten bislang bei rund 23.300 Punkten begrenzt ist. Die Unsicherheiten über die weitere US-Handelspolitik sowie die diversen geopolitischen Krisenherde fordern ihre Tribute. Der MDAX ist stärker auf den deutschen Binnenmarkt fokussiert und performte im bisherigen Jahresverlauf fast genauso gut, allerdings mit höherer Volatilität und größerer Abhängigkeit von Konjunkturnachrichten aus Deutschland.

Chart: DAX und MDAX



Quellen: Macrobond, NORD/LB Research

Wie geht es mit DAX und MDAX weiter?

Aufgrund des weiterhin soliden Wachstums der Weltwirtschaft (der DAX ist international sehr breit diversifiziert), der Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung in Deutschland und Europa für die kommenden Jahre und der im Vergleich mit den US-amerikanischen Aktienmärkten günstigeren Bewertung gehen wir für den DAX weiterhin von einer moderat positiven Entwicklung aus. Unsere Prognose für das Jahresende 2025 liegt bei 24.200 Punkten, was einer Jahresperformance von 21,6% entspräche. Mit Blick auf die nächsten 12 Monate trauen wir dem deutschen Leitindex aktuell einen Stand von 26.000 Punkten zu. Mittel- bis langfristig könnte der etwas günstiger bewertete MDAX in Abhängigkeit

vom Anspringen der deutschen Konjunktur den DAX sogar leicht outperformen. Hier lauten unsere Prognosen 30.800 Punkte für das Jahresende 2025 und 33.800 Punkte für den 12-Monats-Horizont.

Ein Blick auf die internationalen Aktienmärkte

Die in den USA zuletzt beobachtbare regelrechte Rekordjagd an den Börsen, die offenkundig auch den Dividendenpapieren in anderen Regionen geholfen zu haben scheint, dürfte in starkem Maße eine Konsequenz der Hoffnungen der Marktteilnehmer auf weitere Zinssenkungen durch die US-Notenbank sein. Das FOMC hatte jüngst die erste Leitzinssenkung im Jahr 2025 verkündet. Nun setzen die Anleger auf die Umsetzung weiterer geldpolitischer Maßnahmen zur vorsichtigen Stützung der nordamerikanischen Ökonomie. Die US-Beschäftigungssituation scheint für zusätzliche Verringerungen der Fed Funds Target Rate zu sprechen. Die Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten dürfte den Spielraum für kräftige Zinssenkungen durch das FOMC allerdings klar limitieren. Somit könnte das neue lokale Minimum bei der Fed Funds Target Rate erst im Laufe des 2. Halbjahres 2026 gefunden werden. Anlässlich seiner ersten offiziellen Rede nach der Pressekonferenz in der Folge der FOMC-Sitzung hat Fed-Chef Jerome Powell noch keine ganz klaren Signale bezüglich der weiteren Pläne der Notenbank aussenden wollen, was für etwas Nervosität an den Börsen gesorgt hat. In der Summe sollte die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik in Washington in jedem Fall wohl als grundsätzlich stützend für den globalen Aktienmarkt bezeichnet werden. In Japan spielt die Notenbank auch eine große Rolle für die Börse in Tokio. Die überraschende Verkündung der Pläne zum Abbau der Bestände der Zentralbank an ETFs und REITs hat dem japanischen Aktienmarkt zwischenzeitlich nicht geholfen. Notenbankchef Kazuo Ueda betonte allerdings, die Verantwortlichen in Tokio wollten an dieser Stelle wirklich vorsichtig agieren. Dies dürfte auch für die nun zudem noch drohenden Leitzinsanhebungen gelten. Man sollte somit wohl nicht zu viel geldpolitischen Gegenwind für die japanischen Börsen erwarten.

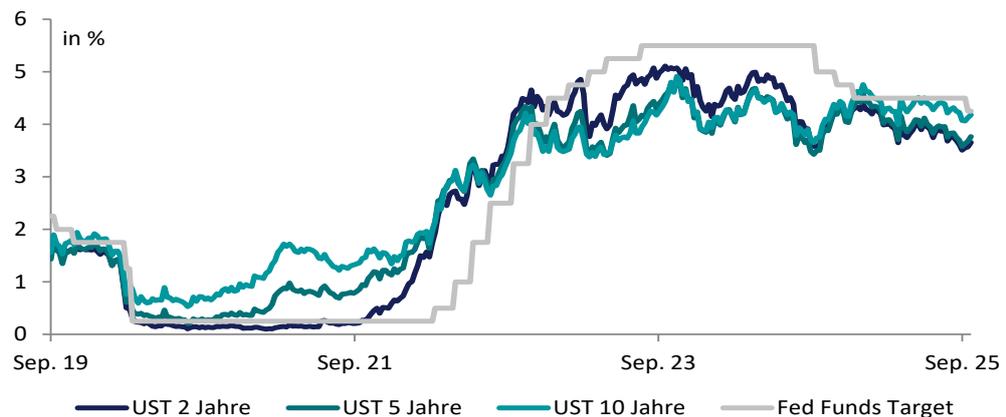
USA: Weitere Zinssenkungen voraus!

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lüer

Nach den starken Wachstumswahrscheinlichkeiten

Die starken Zahlen zur Entwicklung des Wirtschaftswachstums im II. Quartal sind bekanntlich in gewissem Umfang durch genau die Faktoren verzerrt worden, die zum Start von 2025 noch zu signifikanten Belastungen geführt hatten (nun natürlich in die Gegenrichtung). Insofern ist unserer Auffassung nach im 2. Halbjahr mit einer spürbaren Wachstumsabschwächung zu rechnen. Zumindest kurzfristig sollte die deutlich veränderte Ausrichtung der US-Wirtschaftspolitik nun langsam zu mehr Sand im Getriebe der Ökonomie der Vereinigten Staaten führen. In der Tat rechnen wir schon im III. Quartal mit einem klar langsameren Wachstum. Der Indikator GDPNow der Atlanta Fed zeigt ein solches Szenario momentan jedoch nicht an und deutet zunächst auf im Prinzip unverändert starke Wachstumsraten hin. Wir könnten derzeit also durchaus etwas zu skeptisch auf die US-Wirtschaft blicken. Hier geht es aber natürlich eher um Nuancen – vor allem wenn man die weiterhin große politische Unsicherheit in Washington in die Betrachtung mit einbezieht. Eine Rezession für 2025 hatten und haben wir bisher nie prognostiziert, wir rechnen nur mit einem schwächeren Wachstum im 2. Halbjahr.

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Noch bleibt der US-Konsument eine tragende Säule der Wirtschaft Nordamerikas

Im August hat sich bei den US-Einzelhandelsumsätzen ein Zuwachs von beachtlichen 0,6% M/M gezeigt. Diese Nachricht stellt eine positive Überraschung dar. Angesichts der bereits in den zwei Vormonaten beobachtbaren deutlichen Anstiege wäre es wohl kein Zeichen von einem überbordenden Optimismus, wenn man auch am aktuellen Rand von wirklich starken Zahlen sprechen würde. Die für die BIP-Erhebung relevante Kontrollgruppe der US-Einzelhandelsumsätze konnte im August um erfreuliche 0,7% M/M zulegen. Der Konsument ist somit noch eine tragende Säule der Wirtschaft der Vereinigten Staaten, Nordamerikas und der Welt. Die Stimmung bei den Verbrauchern hat sich zuletzt aber wieder eingetrübt. Die Sorge vor einem Verlust des Arbeitsplatzes scheint wie ein Damoklesschwert über der Finanzsituation vieler privater Haushalte in den USA zu schweben.

Weitere Zinssenkungen voraus!

Die Fed-Konferenz in Jackson Hole ist von Jerome Powell verwendet worden, um klare Signale in Richtung bald sinkender US-Leitzinsen zu senden. Mittlerweile ist der erste kleine Schritt nach unten bereits erfolgt. Die freundlichen Angaben zur Entwicklung der Einzelhandelsumsätze im August dürften die Diskussionen bezüglich des Umfangs der am aktuellen Rand zu implementierenden Zinssenkung wohl verkürzt haben. Lediglich Stephen Miran sprach sich für einen „großen“ Schritt aus. Die obere Grenze der Fed Funds Target Rate notiert damit nun bei 4,25%. Weitere Reduktionen werden wohl

noch folgen. Wir rechnen im Laufe von 2025 in der Summe noch mit Leitzinssenkungen im Umfang von 50bp. Die Beschäftigungssituation in den USA ist mittlerweile eindeutig stärker in den Fokus der Fed gerückt. Die Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten müsste wirklich kräftige Zinssenkungen durch das FOMC zwar zunächst verhindern, die Konsumentenpreise im Land der unbegrenzten Möglichkeiten werden nun nämlich doch noch spürbar zulegen, im Laufe des 2. Halbjahres 2026 sollten sich dann aber wieder Entspannungstendenzen an der makroökonomischen Preisfront zeigen, was schließlich eine Senkung des oberen Bandes der Fed Funds Target Rate auf 3,00% erlauben mag. Auch die US-Kapitalmarktzinsen müssen von den Anlegern im Auge behalten werden. Diese haben beispielsweise eine besondere Relevanz für den Immobilienmarkt des Landes. Die Rendite von Staatspapieren mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren ist zuletzt marginal gestiegen und notiert nun wieder etwas oberhalb der Marke von 4,10%. Wirklich große Sorgen des globalen Rentenmarktes um die Unabhängigkeit der Fed würden wohl zu einem deutlich höheren Renditeniveau am langen Ende der US-Zinsstrukturkurve führen.

Fundamentalprognosen USA

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 2.8 | 1.8 | 1.8 |
| Privater Konsum | 2.9 | 2.1 | 1.7 |
| Öffentlicher Konsum | 3.8 | 1.4 | 1.0 |
| Investitionen | 3.0 | 2.2 | 2.0 |
| Export | 3.6 | 0.9 | 1.2 |
| Import | 5.8 | 2.9 | 0.0 |
| Inflation | 3.0 | 2.9 | 2.8 |
| Arbeitslosenquote ¹ | 4.0 | 4.3 | 4.4 |
| Haushaltssaldo ² | -6.9 | -6.4 | -6.1 |
| Leistungsbilanzsaldo ² | -4.1 | -4.4 | -3.7 |

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Quartalsprognosen USA

| | IV/24 | I/25 | II/25 | III/25 | IV/25 |
|---------------|-------|------|-------|--------|-------|
| BIP Q/Q ann. | 2.4 | -0.5 | 3.8 | 1.1 | 1.4 |
| BIP Y/Y | 2.5 | 2.0 | 2.1 | 1.6 | 1.4 |
| Inflation Y/Y | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 3.1 | 3.6 |

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Zinsen und Wechselkurse USA

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------------|--------|------|------|------|
| Fed Funds Target Rate | 4.25 | 3.75 | 3.50 | 3.00 |
| 3M-Satz | 4.00 | 3.60 | 3.35 | 3.00 |
| 10J Treasuries | 4.17 | 4.00 | 3.80 | 3.65 |
| Spread 10J Bund | 140 | 130 | 110 | 75 |
| EUR in USD | 1.17 | 1.15 | 1.13 | 1.11 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

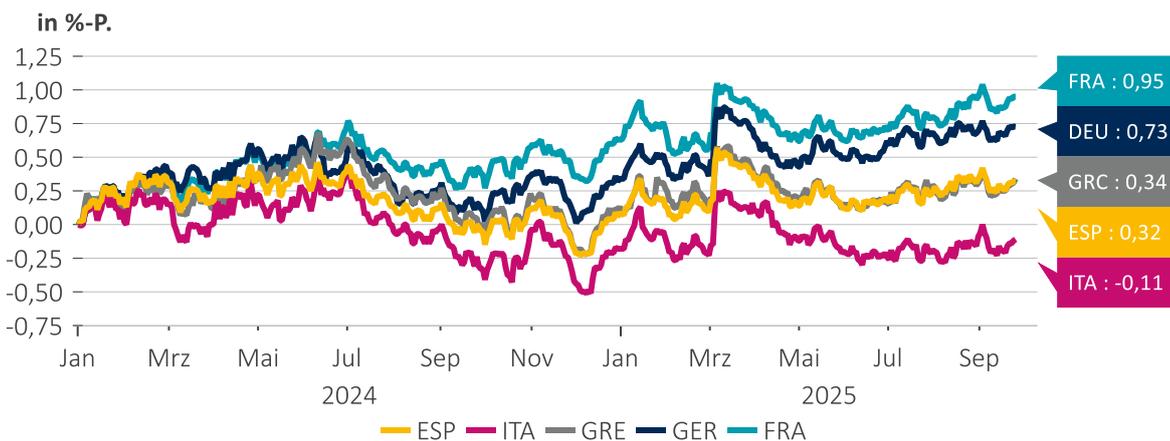
Euroland: Frankreich kriselt, EZB dämpft Erwartungen

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Valentin Jansen

Haushaltsstreit in Frankreich: Blockade statt Konsolidierung

Nach dem gescheiterten Konsolidierungshaushalt und dem Sturz von Premierminister Bayrou hat sich Präsident Macron entschieden, mit Sébastien Lecornu bereits den fünften Premierminister binnen zwei Jahren zu installieren. Einmal mehr dreht sich alles um die angespannte Haushaltslage. Das Haushaltsdefizit verharrt mit voraussichtlich ca. 5,5% des BIP auf ungesundem Niveau, die Staatsverschuldung beläuft sich derzeit bereits auf gut 114% des BIP. Der ambitionierte Sparkurs von Lecornus Vorgänger Bayrou mit geplanten Einsparungen von EUR 44 Mrd. vorsah, scheiterte am Widerstand in der Nationalversammlung. Lecornu steht nun wie bereits seine Vorgänger vor der Aufgabe, tragfähige Mehrheiten für den Haushalt zu schmieden. Ohne Zugeständnisse an die Sozialisten (bspw. höhere Sozialausgaben, Steuererhöhungen) oder die konservativen Républicains (Ausgabendisziplin) wird dies wohl kaum gelingen können. Konkrete Schritte zu ernsthaften Konsolidierungsbemühungen in Frankreich sind vor diesem Hintergrund erneut in weite Ferne gerückt.

Chart: Kumulierte Renditeveränderung Staatsanleihen 10J



Märkte und Ratingagenturen verlieren allmählich die Geduld mit Frankreichs Politik

Der Renditespread (10J) französischer OATs gegenüber deutschen Bunds ist im Zuge der politischen Krise seit Mitte August zwar wieder spürbar gestiegen. Der Bundspread blieb jedoch leicht unter dem bisherigen Rekordwert vom Dezember 2024, als die vorherige Regierungskrise ihren Höhepunkt markierte. Die Marktteilnehmer hatten ganz offensichtlich bereits im Vorfeld den Regierungswechsel eingepreist und rechneten aber nicht mit einer Eskalation.

Die Krisenursachen sind rein idiosynkratisch und auch die Marktreaktionen blieben klar auf Frankreich beschränkt. Mögliche Spillover-Effekte sind nicht nur ausgeblieben, seit der schon fast verhängnisvollen Entscheidung Macrons von Neuwahlen im Sommer 2024 haben sich für viele Länder ihre Renditedifferenzen zu Frankreich deutlich reduziert. Während italienische BTPs mit zehnjähriger Laufzeit leicht niedriger rentieren als Anfang 2024, haben französische OATs im selben Zeitraum fast einen Prozentpunkt Aufschlag hinnehmen müssen. Die politische Dauerkrise verschärft somit den finanzpolitischen Handlungsdruck zusätzlich. Auch die Ratingagenturen verlieren angesichts der mangelnden politischen Handlungsfähigkeit allmählich ihre Geduld mit Frankreich. So hat Fitch Frankreichs Bonität bereits von AA- auf A+ herabgestuft. Es dürfte kaum überraschen, sollten andere Boni-

tätshüter ebenfalls nachziehen. Die EZB hat im September wie gewohnt auf das TPI-Instrument hingewiesen. Eine Aktivierung wäre jedoch nur für den Fall ungerechtfertigter, ungeordneter Marktdynamiken bei Störung der Transmission vorgesehen. Hiervon kann im aktuellen Fall keine Rede sein.

EZB: Vorerst keine Zinssenkung – Lagarde erklärt disinflationären Prozess für beendet

Die EZB hat im September wie erwartet die Leitzinsen unverändert gelassen. Das Stillhalten der EZB ist gut nachzuvollziehen, die aktuellen Makrodaten üben weder inflations- noch konjunkturseitig einen unmittelbaren Handlungsdruck aus. Entsprechend fielen auch die Anpassungen bei den Projektionen gering aus. So erwartet die EZB nun für die Inflation 2,1% (2025), 1,7% (2026) und 1,9% (2027). Auch bei der Konjunkturprognose musste sie sich für das laufende Jahr leicht nach oben korrigieren (1,2%). Allerdings fällt der mittelfristige Wachstumsausblick nun etwas verhaltener aus. Der Ausblick auf ein leichtes Unterschreiten des Inflationsziels in zwei aufeinanderfolgenden Jahren hält die Tür für eine weitere Zinssenkung zwar prinzipiell offen. Dieses Argument sollte aber insbesondere wegen der nur leichten Unterschreitung des 2%-Wertes in 2027 nicht überbewertet werden. Hier kommt nun vor allem der erstmals im Dezember anstehenden Inflationsprojektion für 2028 eine hohe Signalwirkung zu. Überrascht hat Präsidentin Christine Lagarde, die auf der Pressekonferenz den disinflationären Trend für beendet erklärt hat. Dies wirkte de facto wie ein „Pre-Commitment“ gegen weitere Zinssenkungen, zumindest dieses Jahr will die EZB offenbar nicht mehr aktiv werden. Die Unsicherheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung bleibt jedoch hoch. Ein Schlussakkord der EZB als „Versicherungsschritt“ bleibt daher eine Option. Mögliche Trigger wären schlechtere Makrodaten als von der EZB erwartet oder eine erneute Verschärfung des Handelskonflikts. So zeigt Trumps Reaktion auf die von der EU-Kommission gegen Google verhängte Strafzahlung, dass die Zollvereinbarung nicht in Stein gemeißelt ist. Es ist gut möglich, dass sich Lagarde diesmal doch etwas zu weit aus dem Fenster gelehnt hat.

Fundamentalprognosen Euroland

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 0.8 | 1.3 | 1.1 |
| Privater Konsum | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| Öffentlicher Konsum | 2.3 | 1.7 | 2.4 |
| Investitionen | -2.1 | 2.3 | 3.8 |
| Außenbeitrag ¹ | 0.4 | -0.6 | -1.1 |
| Inflation | 2.4 | 2.1 | 1.7 |
| Arbeitslosenquote ² | 6.4 | 6.3 | 6.1 |
| Haushaltssaldo ³ | -3.1 | -3.3 | -3.4 |
| Leistungsbilanzsaldo ³ | 2.6 | 2.0 | 2.0 |

Veränderung gg. Vj. in %, ¹ Wachstumsbeitrag, ² in % der Erwerbstätigen, ³ in % des BIP

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Quartalsprognosen Euroland

| | IV/24 | I/25 | II/25 | III/25 | IV/25 |
|---------------|-------|------|-------|--------|-------|
| BIP sa Q/Q | 0.4 | 0.6 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| BIP sa Y/Y | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| Inflation Y/Y | 2.2 | 2.3 | 2.0 | 2.1 | 1.9 |

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Zinsen Euroland

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------|--------|------|------|------|
| Einlagesatz EZB | 2.00 | 2.00 | 1.75 | 1.75 |
| 3M-Satz | 1.98 | 2.00 | 1.90 | 1.85 |
| 10J Bund | 2.77 | 2.70 | 2.70 | 2.90 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Deutschland: Herbstblues in deutschen Unternehmen

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Valentin Jansen

Beunruhigender Trend im Außenhandel mit China

Der Trend im deutschen Außenhandel mit China ist zunehmend beunruhigend. Während die deutschen Gesamtausfuhren zwischen Januar und Juli 2025 im Grunde stagnierten (0,1% Y/Y), brachen die Exporte nach China massiv ein. So wurden im Jahresvergleich (ytd) 13,8% weniger Waren nach China geliefert. Besonders betroffen sind deutsche Kernbranchen wie u.a. die Automobilindustrie, der Maschinenbau, Metallerzeugnisse sowie die Herstellung elektrischer Ausrüstungen. Demgegenüber sind die Importe aus China im selben Zeitraum deutlich um 10,3% Y/Y gestiegen. Besonders stark nahmen die Einfuhren von Metallerzeugnissen, Maschinen und Pharmaprodukten zu.

Chart: Außenhandel mit China – Wettbewerb wird zunehmend härter und unfairer



Quelle: Destatis, Macrobond, NORD/LB Macro Research

Unfaire Handelspraktiken Chinas fordern EU-Handelspolitik heraus

Eine zentrale Ursache für die zunehmende Gewichtsverlagerung im Außenhandel mit China sind Wettbewerbsprobleme, die durch Wechselkurseffekte noch verstärkt werden. Chinesische Unternehmen profitieren von umfangreichen staatlichen Subventionen. Aufgrund der US-Handelspolitik verschärft sich das Problem der Überkapazitäten in China perspektivisch weiter – mit der Folge, dass Güter verstärkt auch auf europäische Märkte umgelenkt werden.

Zudem hat sich eine Yuan-Schwäche zum Euro aufgebaut, die chinesischen Exportgütern einen zusätzlichen preislichen Wettbewerbsvorteil verschafft. Laut dem IW in Köln haben chinesische Wettbewerber ihre Produkte bereits im vergangenen Jahr oft zu Preisen angeboten, die mehr als 30% unter denen deutscher Anbieter liegen. Solche Preisunterschiede zwingen immer mehr Unternehmen in Deutschland und Europa dazu, Vorleistungen durch günstige Importe aus China substituieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Der politische Handlungsspielraum der EU *innerhalb* des WTO-Rahmens ist begrenzt. Zwar kann man gegen unfaire Handelspraktiken vorgehen, doch sind solche Verfahren langwierig und mit Nachweispflichten verbunden. Daher mehren sich in der EU die Stimmen, die den heimischen Markt und die industrielle Wertschöpfung besser vor Billigimporten schützen wollen – auch wenn dies eine Abkehr von multilateralen Handelsregeln bedeutet. So sind offenbar Schutzzölle bei Stahl und Aluminium sowie eine „Buy-European-Klausel“ in Brüssel im Gespräch.

Der industriepolitische Erfolg einer Abschottung ist jedoch keineswegs gesichert. Es drohen negative Preiseffekte, Gegenmaßnahmen und eine weitere handelspolitische Eskalation. Andererseits kann Europa auch nicht tatenlos zusehen, wenn andere Player mit industrie- und handelspolitischen Aktionen

das „gemeinsame“ Regelwerk zunehmend missachten. Letztlich wären handelspolitische Maßnahmen der EU ein Akt der Selbstverteidigung, um zu einem fairen Wettbewerbsumfeld (Level-Playing-Field) zurückzukehren.

Zölle und Verwässerung des Fiskalpakets dämpfen Stimmung – Hoffnung auf Aufschwung 2026

Die Wirtschaftsstimmung der deutschen Unternehmen hat im September einen überraschend deutlichen Dämpfer erhalten. Der ifo-Geschäftsklimaindex sank erstmals seit April und liegt nun bei 87,7 Punkten. Die Unternehmen bewerten sowohl ihre Geschäftserwartungen als auch die aktuelle Lage pessimistischer. Die Hoffnungen auf eine rasche konjunkturelle Erholung haben damit einen Rückschlag erhalten.

Die Daten deuten darauf hin, dass die Belastungen der US-Zollpolitik allmählich spürbar werden. Auch viele Unternehmen ohne nennenswertes eigenes US-Geschäft sind durch verschärften Wettbewerbsdruck auf anderen Märkten indirekt betroffen – insbesondere durch den Druck chinesischer Importe. Zudem dürften Enttäuschungen über die Umsetzung des Fiskalprogramms sowie geringe Erwartungen an den „Herbst der Reformen“ ihr Übriges getan haben.

Die Zinssenkungserwartungen haben sich trotz der schwächeren Stimmungsdaten bislang nicht verstärkt – zu uneindeutig sind derzeit die Konjunktursignale. Tatsächlich besteht weiterhin große Unsicherheit über den grundlegenden Trend, da sich im aktuellen Umfeld relevante Signale nur schwer von „Noise“ unterscheiden lassen. So gingen von den wichtigsten Stimmungsindikatoren im September teilweise sehr unterschiedliche Signale aus.

Das Bild einer Konjunkturerholung im kommenden Jahr bleibt aus heutiger Sicht dennoch intakt. Allerdings besteht das Risiko, dass bei der Umsetzung des Fiskalprogramms ein Teil des Potenzials für eine nachhaltige Wachstumsbelebung nicht gehoben wird. Insbesondere das Kriterium der Zusätzlichkeit bei Investitionen ist entscheidend für den langfristigen Erfolg der fiskalpolitischen Wende. Wenn ein möglichst hoher Wachstumseffekt erzielt werden soll, wäre die Politik gut beraten, bei Haushalts- und Investitionsplanungen sowie den flankierenden Maßnahmen noch einmal entscheidend nachzubessern. Dies würde sicher auch die Wirtschaftsstimmung verbessern – eine wichtige Voraussetzung für einen selbsttragenden Aufschwung.

Fundamentalprognosen Deutschland

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | -0.5 | 0.2 | 1.2 |
| Privater Konsum | 0.5 | 1.3 | 1.4 |
| Öffentlicher Konsum | 2.6 | 2.3 | 3.4 |
| Investitionen | -3.3 | -0.3 | 3.8 |
| Exporte | -2.1 | 0.2 | 2.0 |
| Importe | -0.6 | 4.3 | 5.6 |
| Außenbeitrag ¹ | -0.7 | -1.6 | -1.3 |
| Inflation ² | 2.5 | 2.1 | 1.8 |
| Arbeitslosenquote ³ | 6.0 | 6.3 | 6.2 |
| Haushaltssaldo ⁴ | -2.7 | -2.9 | -3.6 |
| Leistungsbilanzsaldo ⁴ | 5.8 | 4.6 | 4.2 |

Veränderung gg. Vj. in %, ¹Wachstumsbeitrag; ²HVPI; ³in % der ziv. Erwerbspersonen (BA-Definition); ⁴in % des BIP

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Quartalsprognosen Deutschland

| | IV/24 | I/25 | II/25 | III/25 | IV/25 |
|---------------|-------|------|-------|--------|-------|
| BIP sa Q/Q | 0.2 | 0.3 | -0.3 | 0.1 | 0.2 |
| BIP nsa Y/Y | -0.4 | 0.0 | -0.2 | 0.3 | 0.7 |
| Inflation Y/Y | 2.5 | 2.6 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Schweiz: Nun auch noch Pharma?

Analyst: Christian Reuter

Zölle bisher mit isolierten Wirkungen – voller Effekt noch nicht spürbar

Die Schweizer Wirtschaft zeigte sich trotz der außenwirtschaftlichen Belastungen und großer Unsicherheit insgesamt bisher robust. Dazu tragen der stabile Arbeitsmarkt und die niedrige Inflation bei, die bei den Haushalten zu realen Einkommenszuwächsen führt. Außerdem akkommodiert das niedrige Zinsniveau und stützt Investitionen der Unternehmen sowie die Bauwirtschaft. Zudem war der Rückprall nach dem starken ersten Quartal offenbar bislang weniger stark als befürchtet. So sind die Exporte in die USA deutlich zurückgegangen, Zuwächse im Handel mit anderen Regionen konnten das aber überkompensieren. Die Exporte nahmen gegenüber dem Vormonat real sogar zu (2,4%). Dabei sprangen die Ausfuhren nach Kanada um 67% nach oben, was trotz des niedrigen Niveaus bemerkenswert ist. Es könnte ein Hinweis sein, dass Zölle eben umgangen werden können. Trotzdem dürfte sich die Situation in den kommenden Quartalen spürbar verschlechtern. Hierzu passt die Nachricht aus den USA, dass ein Zollsatz von 100% auf patent- und markenrechtlich geschützten Pharmaprodukte erhoben werden soll. Damit entfaltet sich ein Szenario, das bisher als Worst-Case galt. Pharma ist der bedeutendste Teil der Schweizer Exporte in die USA und ein sehr wichtiger Wirtschaftszweig für die Schweizer Wirtschaft insgesamt. Eine Rezession scheint nun nicht mehr ausgeschlossen. Viel wird davon abhängen, wie weit der negative Impuls von den direkt betroffenen Branchen auf die anderen Teile der Wirtschaft ausstrahlen wird. Bisher waren die indirekten Wirkungen überraschend begrenzt, was für einen gewissen Optimismus gesorgt hatte. Außerdem laufen wohl noch Gespräche zwischen Bern und Washington mit der Hoffnung, von 39% auf die 15% der EU zu kommen (und Pharma ausparen zu können). Ob dies realistisch ist, bleibt abzuwarten.

SNB demonstriert Gelassenheit und hält ihr Pulver trocken

Die Schweizerische Nationalbank hat auf der Sitzung im September ihren Leitzins unverändert bei 0,00% belassen. Auch bleibt es beim Zinsabschlag von 0,25% auf Überschussreserven von Banken, die das 18-fache ihrer Mindestreserve übersteigen. Die Entscheidung war zuletzt sowohl von den Analysten als auch den Marktteilnehmern so erwartet worden. An den Rentenmärkten wurden im Verlauf des Septembers ein negativer Leitzins zunehmend ausgepreist bzw. an das Ende des ersten Halbjahres 2026 verschoben. Mit Blick auf den Franken setzte sich die Auffassung durch, dass er hoch bewertet, das eigentliche Phänomen aber die Schwäche des USD ist. Tatsächlich hat der Dollar seit dem „Liberation Day“ gegenüber dem Franken ähnlich abgewertet wie gegenüber anderen Währungen auch, gleichzeitig blieb der Kurs zum Euro stabil. Da für die Schweizer Exportwirtschaft der Euro bedeutender ist als der USD, kann die SNB das tolerieren. Die Möglichkeiten, den Leitzins unter Null zu senken und am Devisenmarkt zu intervenieren, bleiben aber auf dem Tisch. Die Zentralbank will Zeit gewinnen und abwarten, was die Zölle für das Preisniveau bedeuten.

Fundamentalprognosen* Schweiz

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 1.0 | 1.4 | 0.8 |
| Inflation (CPI) | 1.1 | 0.2 | 0.4 |
| Arbeitslosenquote ¹ | 2.5 | 3.0 | 3.3 |
| Haushaltssaldo ² | 0.6 | 0.6 | -0.3 |
| Leistungsbilanzsaldo ² | 7.7 | 4.0 | 3.8 |

Zinsen und Wechselkurse Schweiz

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------|--------|-------|-------|------|
| SNB-Leitzins | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 3M Satz | -0.04 | -0.05 | -0.05 | 0.00 |
| 10J | 0.18 | 0.20 | 0.30 | 0.50 |
| Spread 10J Bund | -259 | -250 | -240 | -240 |
| EUR in CHF | 0.93 | 0.95 | 0.94 | 0.94 |

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Japan: Warten auf den neuen Regierungschef

Analyst: Tobias Basse

Warten auf den neuen Regierungschef

Premierminister Shigeru Ishiba hatte jüngst seinen Rücktritt angekündigt. Damit hat Japan in ohnehin schon recht schwierigen Zeiten nun auch noch mit einer erhöhten politischen Unsicherheit zu kämpfen. Erst ab Anfang Oktober wird man den Namen des zukünftigen Regierungschefs kennen. Diese Entscheidung der Regierungspartei LDP hat an sehr verschiedenen Stellen eine hohe ökonomische Relevanz. Auch für die Notenbank in Tokio wird es spannend. Sollte kein zu „dovisher“ neuer Premierminister berufen werden, ist wohl im Oktober oder Dezember mit einer vorsichtigen Leitzinsanhebung durch die Bank of Japan zu rechnen. Die Geldpolitiker in Tokio werden zudem auch die fiskalpolitischen Pläne der neuen Regierung sehr genau im Auge behalten müssen. An dieser Stelle dürfte die nun anstehende Personalentscheidung der LDP sogar eine ganz besonders hohe Bedeutung für die weiteren Entwicklungen haben.

Die Notenbank steht weiterhin unter Handlungsdruck

Erwartungsgemäß hat die Bank of Japan auch jüngst keine Anpassungen an ihrer Zinspolitik vornehmen wollen. Folglich notiert der maßgebliche Leitzins weiterhin bei einem Wert von nur 0,50%. Diese Entscheidung der Notenbank in Tokio konnte allerdings nicht einstimmig getroffen werden. Mit Hajime Takata und Naoki Tamura votierten sogar zwei Geldpolitiker für eine Leitzinsanhebung! Noch überraschender war die Verkündung der Pläne zum langsamen Abbau der Bestände der Notenbank an ETFs und REITs. Die nun avisierten Verkäufe sind auf jeden Fall ein klares Signal für ein grundsätzliches Bedürfnis der Bank of Japan, perspektivisch eine weniger expansiv ausgerichtete geldpolitische Strategie verfolgen zu wollen. Damit können diese Pläne durchaus als Hinweis auf bald anstehende Erhöhungen des Leitzinsniveaus gewertet werden.

Kazuo Ueda erklärt die aktuellen Entscheidungen detaillierter

Anlässlich der Pressekonferenz nach der Notenbanksitzung diskutierte Zentralbankchef Kazuo Ueda die Pläne zu den ETF-Verkäufen dann noch etwas detaillierter. Dabei betonte er, man wolle an dieser Stelle wirklich sehr vorsichtig vorgehen. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung in Japan erwartet Ueda nun eher Beruhigungstendenzen. Zudem rückte er den Handelsdeal mit Washington als großen Hoffnungsschimmer in den Fokus.

Fundamentalprognosen* Japan

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 0.1 | 1.2 | 0.9 |
| Inflation | 2.7 | 3.0 | 1.9 |
| Arbeitslosenquote ¹ | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| Haushaltssaldo ² | -2.2 | -3.4 | -3.2 |
| Leistungsbilanzsaldo ² | 4.8 | 4.6 | 4.4 |

* Veränderung gg. Vj. in %

¹ in % der Erwerbstätigen, ² in % des BIP

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Zinsen und Wechselkurse Japan

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------|--------|------|------|------|
| Leitzins | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 1.00 |
| 3M Satz | 0.80 | 0.80 | 0.90 | 1.10 |
| 10J | 0.66 | 1.60 | 1.60 | 1.70 |
| Spread 10J Bund | -211 | -110 | -110 | -120 |
| EUR in JPY | 175 | 168 | 159 | 152 |
| USD in JPY | 150 | 146 | 141 | 137 |

China: Außenhandel verliert an Zugkraft

Analyst: Valentin Jansen

Exportwachstum schwächt sich ab, Binnenmarkt bleibt das Sorgenkind

Im August hat sich das Wachstum der chinesischen Exporte deutlich abgeschwächt. Die Ausfuhren stiegen nur noch um 4,4% Y/Y und verfehlten damit die Erwartungen vieler Analysten und Volkswirte (Juli: 7,2% Y/Y). Besonders die Lieferungen in die USA gingen weiter zurück (-33,1% Y/Y), während Exporte nach Südostasien (+22,5% Y/Y) und Europa (+10,4% Y/Y) robust zulegen. Der Trend auf den Absatzmärkten sowie die jüngsten Entwicklungen beim China-ASEAN-Freihandelsabkommen (CAFTA 3.0) verdeutlichen, dass China auf die veränderten Rahmenbedingungen im internationalen Handel immer stärker mit einer Diversifizierung der eigenen Handelsbeziehungen reagiert. Beim Blick auf den Binnenmarkt bleibt das Bild auf der Inflationsseite herausfordernd. Die Verbraucherpreise sind im August um 0,4% Y/Y gefallen, getrieben vor allem durch einen starken Rückgang der Lebensmittelpreise (-4,3% Y/Y). Die Kerninflation stieg zwar leicht auf 0,9% Y/Y, was immerhin für leichte Stabilisierungstendenzen sprechen könnte, aber insgesamt bleibt die Nachfrage schwach. Die Produzentenpreise verharren mit -2,9% Y/Y weiterhin im deflationären Bereich, auch wenn sich der Rückgang gegenüber Juli etwas abgeschwächt hat. Insgesamt präsentiert sich die wirtschaftliche Dynamik am aktuellen Rand verhalten. Der Außenhandel bleibt zwar noch eine Stütze, aber gleichzeitig hält die Binnenschwäche weiter an. Die Zentralregierung setzt deshalb weiter auf gezielte Maßnahmen zur Stützung von Konsum und Industrie, mit umfangreicheren fiskalischen Impulsen ist allerdings erst im Umfeld der vierten Plenartagung des 20. Zentralkomitees der Kommunistischen Partei Chinas zu rechnen.

Annäherung zwischen Washington und Peking vor Präsidententreffen

Das jüngste Telefonat zwischen Präsident Trump und Staatschef Xi diente vor allem als wichtige Vorbereitung für das geplante Präsidententreffen im Rahmen des Apec-Gipfels Ende Oktober. Beide Seiten betonten die konstruktive Gesprächsatmosphäre, konkrete Ergebnisse wurden jedoch kaum kommuniziert. Im Fokus ist die Stabilisierung der bilateralen Beziehungen geraten und die Schaffung einer Basis für weitere Dialogformate. Die Fortschritte im Fall TikTok erweisen sich dabei seit einiger Zeit als Gradmesser für die künftige Zusammenarbeit zwischen Washington und Peking. Dieser Präzedenzfall zeigt auf, inwiefern beide Regierungen tatsächlich im Stande sind pragmatische Lösungen zu erzielen.

Die PBOC wird vorsichtig bei weiteren Lockerungen vorgehen wollen

Die PBOC hat das Leitzinsgefüge trotz Konjunktursorgen erneut unverändert gelassen. Mit der jüngsten Zinssenkung der US-Notenbank wiederum hat sich der Abwärtsdruck auf die chinesische Währung wie erwartet spürbar reduziert. Die PBOC wird im weiteren Jahresverlauf deshalb wohl vorsichtig weitere Lockerungen in der Geldpolitik vornehmen wollen, schließlich bleibt die Wechselkursstabilität stark im Fokus Pekings. Die Erwartung weiterer US-Zinssenkungen und die robuste Steuerung durch die PBOC sprechen perspektivisch für einen weiterhin stabilen bis leicht festeren Yuan.

Fundamentalprognosen* China

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 5.0 | 4.7 | 4.2 |
| Inflation | 0.1 | 0.2 | 1.0 |
| Arbeitslosenquote ¹ | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| Haushaltssaldo ² | -7.4 | -5.5 | -5.7 |
| Leistungsbilanzsaldo ² | 1.4 | 1.9 | 1.4 |

* Veränderung gg. Vj. in %

¹ in % der Erwerbstätigen, ² in % des BIP

Zinsen und Wechselkurse China

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------|--------|------|------|------|
| Einlagesatz | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 3M SHIBOR | 1.57 | 1.50 | 1.55 | 1.50 |
| 10J | 1.89 | 1.60 | 1.53 | 1.51 |
| Spread 10J Bund | -88 | -110 | -117 | -139 |
| EUR in CNY | 8.32 | 8.18 | 8.02 | 7.83 |
| USD in CNY | 7.14 | 7.11 | 7.10 | 7.05 |

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Großbritannien: Warten auf neue Inflationsdaten

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lüer

Nach der Notenbanksitzung

Die Bank of England hat jüngst beschlossen, keine Anpassungen am Leitzinsniveau im Vereinigten Königreich vornehmen zu wollen. Die Bank Rate verharrt damit zumindest zunächst bei einem Wert von 4,00%. Diese eher unspektakuläre Nachricht stellte für die internationalen Finanzmärkte wirklich keine größere Überraschung dar; das momentane Inflationsumfeld hatte der Notenbank in London eigentlich keinen echten Spielraum für Zinssenkungen eingeräumt. Dennoch konnte die Entscheidung nicht einstimmig getroffen werden. Es gab im Monetary Policy Committee genau zwei abweichende Meinungen.

Wie geht es weiter?

Mit Swati Dhingra und Alan Taylor stimmten am aktuellen Rand immerhin zwei hochrangige Entscheidungsträger für eine „kleine“ Zinssenkung um 25bp. Im Vergleich zum sehr turbulenten Treffen der Notenbank im August präsentierte sich die jüngste Sitzung aber dennoch fast schon konsensual! Innerhalb der Bank of England scheint es in der Tat auch weiterhin gewisse Sorgen bezüglich der Beschäftigungssituation im Vereinigten Königreich zu geben. In der Summe ist das Abstimmungsverhalten von Swati Dhingra und Alan Taylor letztlich allerdings wohl keine so große Überraschung. Beide gelten nicht als Falken. Taylor hatte bei der Notenbanksitzung im August bekanntlich sogar zunächst für eine „große“ Zinssenkung um 50bp gestimmt, sein Votum dann aber angepasst, um eine Verringerung der Bank Rate um zumindest 25bp erst zu ermöglichen.

Warten auf neue Inflationsdaten

Die Notenbanker in London werden die Inflationsentwicklung nun sehr genau im Blick behalten wollen. Ganz prinzipiell gesprochen dürften unter bestimmten Bedingungen Mehrheiten für vorsichtige Anpassungen der Bank Rate nach unten auch noch möglich werden. Sobald die Preisdaten entsprechende Handlungen zulassen, mag auch in London weiter an der Zinsschraube gedreht werden. In diesem Kontext ist die Beschäftigungssituation natürlich ebenfalls von hoher Bedeutung. Mit schwächeren Daten vom Arbeitsmarkt könnte die aktuelle Auffassung von Swati Dhingra und Alan Taylor ziemlich schnell weitere Anhänger finden. Das Thema Leitzinssenkungen ist also sicherlich noch nicht vom Tisch!

Fundamentalprognosen* Großbritannien

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| BIP | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| Inflation (CPI) | 2.5 | 3.2 | 2.4 |
| Arbeitslosenquote ¹ | 4.3 | 4.7 | 4.7 |
| Haushaltssaldo ² | -5.2 | -4.3 | -3.6 |
| Leistungsbilanzsaldo ² | -2.7 | -2.9 | -2.7 |

*Veränderung gg. Vj. in %

¹ in % der Erwerbstätigen nach ILO-Konzept, ² in % des BIP

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Zinsen und Wechselkurse Großbritannien

| | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
|-----------------|--------|------|------|------|
| Reposatz | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.25 |
| 3M Satz | 3.97 | 3.80 | 3.65 | 3.30 |
| 10J | 4.76 | 4.45 | 4.30 | 4.20 |
| Spread 10J Bund | 198 | 175 | 160 | 130 |
| EUR in GBP | 0.87 | 0.86 | 0.86 | 0.87 |
| GBP in USD | 1.33 | 1.34 | 1.31 | 1.28 |

Portfoliostrategien

Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

| | Renditen (in %) | NORD/LB Prognose auf Sicht von | | |
|------------|-----------------|--------------------------------|------|------|
| | 25.09.2025 | 3M | 6M | 12M |
| 3M | 1.98 | 2.00 | 1.90 | 1.85 |
| 1J | 1.94 | 1.80 | 1.70 | 1.80 |
| 2J | 2.04 | 1.90 | 1.80 | 1.90 |
| 3J | 2.12 | 1.99 | 1.92 | 2.01 |
| 4J | 2.25 | 2.09 | 2.06 | 2.15 |
| 5J | 2.36 | 2.20 | 2.20 | 2.30 |
| 6J | 2.40 | 2.32 | 2.32 | 2.44 |
| 7J | 2.51 | 2.43 | 2.43 | 2.57 |
| 8J | 2.61 | 2.53 | 2.53 | 2.69 |
| 9J | 2.69 | 2.62 | 2.62 | 2.80 |
| 10J | 2.77 | 2.70 | 2.70 | 2.90 |
| 2J (Swap) | 2.17 | 2.05 | 1.95 | 2.05 |
| 5J (Swap) | 2.43 | 2.30 | 2.30 | 2.40 |
| 10J (Swap) | 2.73 | 2.70 | 2.70 | 2.90 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

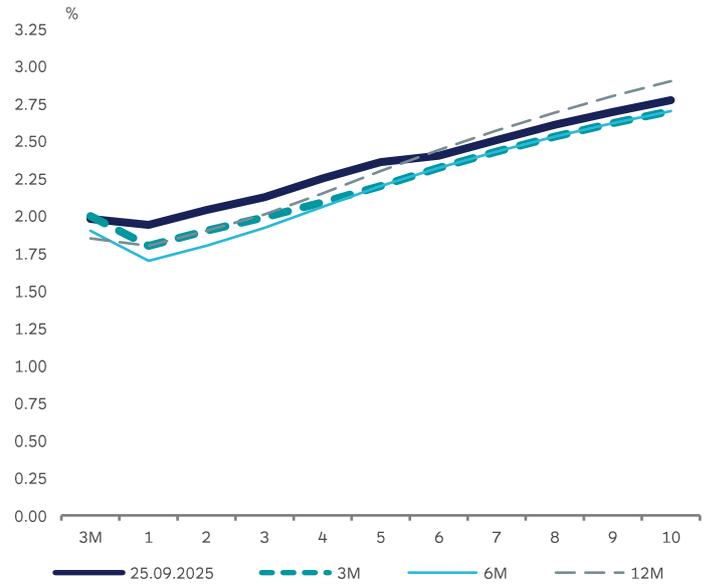
Prognosen und Total Returns

| | Total Returns (in %) auf Sicht von... | | |
|-----|---------------------------------------|------|------|
| | 3M | 6M | 12M |
| 3M | 0.50 | 1.00 | 1.96 |
| 1J | 0.59 | 1.08 | 1.94 |
| 2J | 0.79 | 1.45 | 2.27 |
| 3J | 0.95 | 0.57 | 2.55 |
| 4J | 1.22 | 1.99 | 2.93 |
| 5J | 1.42 | 2.16 | 3.14 |
| 6J | 1.23 | 1.97 | 2.91 |
| 7J | 1.29 | 2.07 | 2.88 |
| 8J | 1.38 | 2.18 | 2.84 |
| 9J | 1.43 | 2.25 | 2.71 |
| 10J | 1.50 | 2.33 | 2.56 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

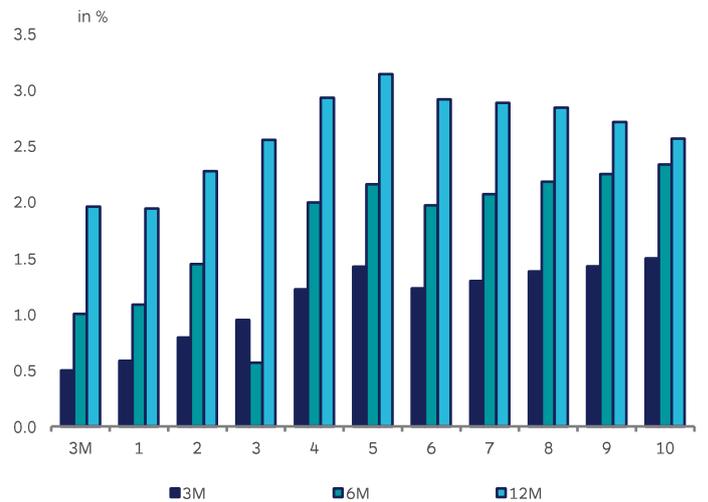
Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurvenveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

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 | 0.6 | 2.4 | 2.7 | 4.2 | -1.8 |
| 2J | 0.8 | 2.6 | 3.1 | 4.4 | -1.8 |
| 3J | 0.9 | 2.6 | 3.2 | 4.4 | -1.8 |
| 4J | 1.2 | 2.8 | 3.3 | 4.8 | -1.7 |
| 5J | 1.4 | 3.1 | 3.3 | 4.8 | -1.8 |
| 6J | 1.2 | 4.5 | 4.0 | 4.9 | -1.8 |
| 7J | 1.3 | 3.5 | 3.7 | 5.3 | -2.0 |
| 8J | 1.4 | 3.5 | 5.3 | 5.6 | -1.9 |
| 9J | 1.4 | 3.6 | 5.5 | 5.2 | -1.9 |
| 10J | 1.5 | 3.9 | 5.3 | 5.1 | -2.0 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

| Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung | | | | |
|---|-----|-----|-----|------|
| | USD | GBP | JPY | CHF |
| 1J | 1.0 | 1.1 | 0.2 | 0.0 |
| 2J | 1.1 | 1.5 | 0.4 | 0.0 |
| 3J | 1.2 | 1.5 | 0.4 | 0.0 |
| 4J | 1.4 | 1.6 | 0.8 | 0.1 |
| 5J | 1.6 | 1.6 | 0.8 | 0.1 |
| 6J | 3.1 | 2.3 | 0.8 | 0.0 |
| 7J | 2.0 | 2.1 | 1.2 | -0.2 |
| 8J | 2.1 | 3.5 | 1.5 | -0.1 |
| 9J | 2.1 | 3.8 | 1.2 | -0.1 |
| 10J | 2.4 | 3.6 | 1.0 | -0.2 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Auf 12-Monatssicht

| Erwartete Total Returns (in %) in Euro | | | | | |
|--|-----|------|-----|------|------|
| | EUR | USD | GBP | JPY | CHF |
| 1J | 1.9 | 9.0 | 4.4 | 15.8 | -0.9 |
| 2J | 2.3 | 9.7 | 5.0 | 16.0 | -1.1 |
| 3J | 2.6 | 10.3 | 5.4 | 16.1 | -1.3 |
| 4J | 2.9 | 10.8 | 5.9 | 16.4 | -1.2 |
| 5J | 3.1 | 11.5 | 6.2 | 16.7 | -1.4 |
| 6J | 2.9 | 13.8 | 7.1 | 17.2 | -1.5 |
| 7J | 2.9 | 13.3 | 7.0 | 17.9 | -1.5 |
| 8J | 2.8 | 13.4 | 8.6 | 17.7 | -1.7 |
| 9J | 2.7 | 14.0 | 9.1 | 17.7 | -2.1 |
| 10J | 2.6 | 14.5 | 9.5 | 17.5 | -2.3 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

| Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung | | | | |
|---|-----|-----|-----|------|
| | USD | GBP | JPY | CHF |
| 1J | 3.7 | 3.9 | 0.7 | -0.2 |
| 2J | 4.3 | 4.5 | 0.9 | -0.3 |
| 3J | 4.9 | 4.9 | 1.0 | -0.5 |
| 4J | 5.4 | 5.4 | 1.3 | -0.5 |
| 5J | 6.1 | 5.7 | 1.5 | -0.6 |
| 6J | 8.3 | 6.6 | 1.9 | -0.8 |
| 7J | 7.8 | 6.5 | 2.5 | -0.8 |
| 8J | 7.9 | 8.1 | 2.4 | -1.0 |
| 9J | 8.5 | 8.6 | 2.4 | -1.3 |
| 10J | 9.0 | 8.9 | 2.2 | -1.5 |

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 | |
|-------------|------------|-----------|--------------|------------------|--------------|
| | 25.09.2025 | Vormonat | Jahresbeginn | Vormonat | Jahresbeginn |
| DAX | 23,534.83 | 23,902.21 | 19,909.14 | -1.54% | 18.21% |
| MDAX | 30,034.59 | 30,286.90 | 25,589.06 | -0.83% | 17.37% |
| EuroSTOXX50 | 5,444.89 | 5,351.73 | 4,895.98 | 1.74% | 11.21% |
| STOXX50 | 4,569.38 | 4,554.67 | 4,308.63 | 0.32% | 6.05% |
| STOXX600 | 550.22 | 550.14 | 507.62 | 0.01% | 8.39% |
| Dow Jones | 45,947.32 | 45,544.88 | 42,544.22 | 1.27% | 8.41% |
| S&P 500 | 6,604.72 | 6,460.26 | 5,881.63 | 2.75% | 12.86% |
| Nikkei | 45,754.93 | 42,718.47 | 39,894.54 | 7.11% | 14.69% |

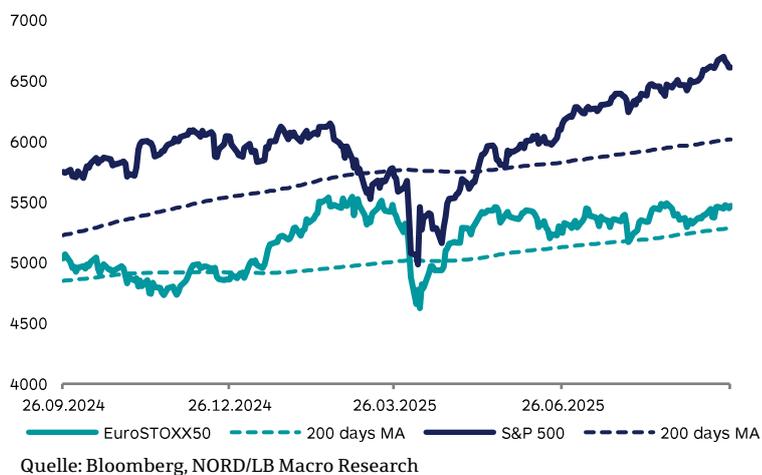
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen Indizes

| Index | NORD/LB Prognose | | |
|-------------|-------------------|--------|--------|
| | auf Sicht von ... | | |
| | 3M | 6M | 12M |
| DAX | 24,100 | 25,000 | 26,000 |
| MDAX | 30,600 | 32,500 | 33,800 |
| EuroSTOXX50 | 5,550 | 5,700 | 5,900 |
| STOXX50 | 4,675 | 4,800 | 4,975 |
| STOXX600 | 565 | 580 | 605 |
| Dow Jones | 46,500 | 47,000 | 48,000 |
| S&P 500 | 6,700 | 6,800 | 6,950 |
| Nikkei | 46,200 | 47,500 | 48,800 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

EuroSTOXX50 und S&P500



Redaktionsschluss für Daten, Prognosen und Texte war **Freitag, 26. September 2025**.

Der nächste Economic Adviser erscheint am **14. November 2025**.

Übersicht Prognosen

Fundamentalprognosen

| in % | BIP-Wachstum | | | Inflationsrate | | | Arbeitslosenquote ¹ | | | Haushaltssaldo ² | | |
|----------------|--------------|------|------|----------------|------|------|--------------------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| USA | 2.8 | 1.8 | 1.8 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 4.0 | 4.3 | 4.4 | -6.9 | -6.4 | -6.1 |
| Euroland | 0.8 | 1.3 | 1.1 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 6.4 | 6.3 | 6.1 | -3.1 | -3.3 | -3.4 |
| Deutschland | -0.5 | 0.2 | 1.2 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 6.0 | 6.3 | 6.2 | -2.7 | -2.9 | -3.6 |
| Japan | 0.1 | 1.2 | 0.9 | 2.7 | 3.0 | 1.9 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | -2.2 | -3.4 | -3.2 |
| Großbritannien | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 2.5 | 3.2 | 2.4 | 4.3 | 4.7 | 4.7 | -5.2 | -4.3 | -3.6 |
| Schweiz | 1.2 | 1.4 | 0.8 | 2.1 | 0.2 | 0.4 | 2.0 | 3.0 | 3.3 | 0.1 | 0.6 | -0.3 |
| China | 5.0 | 4.7 | 4.2 | 0.1 | 0.2 | 1.0 | 5.2 | 5.1 | 5.1 | -7.4 | -5.5 | -5.7 |

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

Leitzinsen

| In % | 25.09.25 | 3M | 6M | 12M |
|------|----------|------|------|------|
| USD | 4.25 | 3.75 | 3.50 | 3.00 |
| EUR | 2.00 | 2.00 | 1.75 | 1.75 |
| JPY | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 1.00 |
| GBP | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.25 |
| 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... | 25.09.25 | 3M | 6M | 12M |
|-----------|----------|------|------|------|
| USD | 1.17 | 1.15 | 1.13 | 1.11 |
| JPY | 175 | 168 | 159 | 152 |
| GBP | 0.87 | 0.86 | 0.86 | 0.87 |
| CHF | 0.93 | 0.95 | 0.94 | 0.94 |
| CNY | 8.32 | 8.18 | 8.02 | 7.83 |

Zinsen (Staatsanleihen)

| | 3M-Sätze | | | | Renditen 2J | | | | Renditen 5J | | | | Renditen 10J | | | |
|-----|----------|-------|-------|------|-------------|-------|-------|------|-------------|------|------|------|--------------|------|------|------|
| | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
| USD | 4.00 | 3.60 | 3.35 | 3.00 | 3.66 | 3.55 | 3.30 | 3.00 | 3.76 | 3.60 | 3.40 | 3.15 | 4.17 | 4.00 | 3.80 | 3.65 |
| EUR | 1.98 | 2.00 | 1.90 | 1.85 | 2.04 | 1.90 | 1.80 | 1.90 | 2.36 | 2.20 | 2.20 | 2.30 | 2.77 | 2.70 | 2.70 | 2.90 |
| JPY | 0.80 | 0.80 | 0.90 | 1.10 | 0.06 | 0.90 | 0.95 | 1.00 | 0.26 | 1.15 | 1.15 | 1.20 | 0.66 | 1.60 | 1.60 | 1.70 |
| GBP | 3.97 | 3.80 | 3.65 | 3.30 | 4.02 | 3.70 | 3.60 | 3.50 | 4.18 | 4.05 | 3.90 | 3.80 | 4.76 | 4.45 | 4.30 | 4.20 |
| CHF | -0.04 | -0.05 | -0.05 | 0.00 | -0.14 | -0.20 | -0.10 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.20 | 0.18 | 0.20 | 0.30 | 0.50 |

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Spreads (Bp)

| | 3M EURIBOR | | | | 2J Bund | | | | 5J Bund | | | | 10J Bund | | | |
|-----|------------|------|------|------|---------|------|------|------|---------|------|------|------|----------|------|------|------|
| | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M | 25.09. | 3M | 6M | 12M |
| USD | 202 | 160 | 145 | 115 | 162 | 165 | 150 | 110 | 140 | 140 | 120 | 85 | 140 | 130 | 110 | 75 |
| JPY | -118 | -120 | -100 | -75 | -198 | -100 | -85 | -90 | -210 | -105 | -105 | -110 | -211 | -110 | -110 | -120 |
| GBP | 199 | 180 | 175 | 145 | 198 | 180 | 180 | 160 | 182 | 185 | 170 | 150 | 198 | 175 | 160 | 130 |
| CHF | -202 | -205 | -195 | -185 | -218 | -210 | -190 | -180 | -236 | -220 | -215 | -210 | -259 | -250 | -240 | -240 |

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

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

Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung, sondern um eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende 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 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 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 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 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.

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 und darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmebestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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 Mitgliedsstaates 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 Waretermingeschäfte 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 rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss und letzte Aktualisierung aller Marktdaten: Freitag, 26. September 2025, 14:51 Uhr

Für die in unseren Studien verwendeten sprachlichen Formulierungen verweisen wir auf die Erklärung zur gendersensiblen Sprache auf www.nordlb.de/impressum