

## **Economic Adviser**

### **Macro Research**

22. Dezember 2025 ♦ Ausgabe Outlook 2026

# Inhalt

<b>Epochenwende – im Westen viel Neues.....</b>	<b>3</b>
Unsicherheit bleibt Konstante im geopolitischen Umbruch.....	3
Ausblick 2026: Geld- und Fiskalpolitik stützen – EZB hält still, Fed bleibt auf Lockerungskurs.....	3
<b>USA: Steht 2026 unter einem guten Stern?.....</b>	<b>4</b>
Ein Blick zurück.....	4
Ein Blick voraus.....	4
Der Immobilienmarkt bleibt weiterhin ein Fokusthema.....	5
Die USA als Land der Käufer.....	5
<b>Euroland: Resiliente Wirtschaft und Fiskalwende – EZB hält Leitzinsen 2026 stabil.....</b>	<b>7</b>
Rückblick 2025: Wirtschaft erweist sich als bemerkenswert resilient.....	7
Konjunkturausblick: Moderates Wachstumstempo hält an.....	7
Inflation im Zielbereich – temporäres Unterschreiten der 2%-Marke im Jahr 2026.....	8
EZB hält aktuelle Geldpolitik für angemessen – keine schnelle Zinsänderung.....	8
Ausblick: EZB hält Leitzins länger bei 2,00% – Markterwartungen zu Zinsanhebungen verfrüht.....	9
<b>Deutschland: Mit mehr Investitionen aus der Stagnation.....</b>	<b>11</b>
Reale Wirtschaftsleistung legt 2025 nur minimal zu.....	11
US-Handelspolitik und Chinahandel setzen Export unter Druck.....	11
Hoffnungen ruhen auf Fiskalpolitik und Investitionen.....	12
Arbeitsmarktlage wird sich 2026 kaum verbessern – Inflation kein großes Thema.....	12
Prognose 2026: Mit mehr Zuversicht zurück auf den Wachstumskurs.....	13
<b>Schweiz: Mit Zuversicht ins Neue Jahr.....</b>	<b>15</b>
Schweiz schließt Zollabkommen mit den USA – Zusatzzoll von 39% ist vom Tisch.....	15
Aussichten für 2026 verbessern sich – Jahreswachstum nur optisch schwach.....	15
Inflation bedrohlich gering und mit fallender Tendenz.....	16
Und was macht die SNB?.....	16
<b>Japan: Die Notenbank hat gehandelt.....</b>	<b>17</b>
Rückblick auf ein auch politisch recht turbulentes Jahr.....	17
Die Notenbank hat gehandelt.....	17
Der Yen rückt in den Fokus.....	17
<b>China: Spagat zwischen Binnenmarkt und Exportboom.....</b>	<b>18</b>
Binnenkonjunktur und Außenhandel – ein Balanceakt.....	18
Wachsender Argwohn bei Handelspartnern deutet zunehmenden Gegenwind an.....	18
Renminbi bleibt zentrales Steuerungsinstrument für Außenhandel und Binnenkonjunktur.....	18

Großbritannien: Die Konjunktur könnte geldpolitische Impulse gut gebrauchen.....	19
Die Bank of England sendet positive Impulse fürs nächste Jahr.....	19
Die Inflation ging zuletzt stärker zurück als erwartet.....	19
Weitere Senkungen kämen sehr zur Freude der Konjunktur .....	19
Australien: Der Zinspfad in 2026 ist ungewiss .....	20
Die Geldpolitik war möglicherweise nicht restriktiv genug.....	20
Bekommt das historische Jagdinstrument der Aborigines ein Revival?.....	20
Unklar, was das RBA-Mandat mehr in Schach hält .....	20
Aktienmärkte im Spannungsfeld von Innovation und Bewertung – Entwicklungen 2025, Perspektiven 2026.....	21
KI-Boom und Rekordstände: Das Aktienjahr 2025 im Zeichen globaler Aufwärtsdynamik .....	21
Herausforderungen und Chancen 2026: Aktienmärkte zwischen hoher Bewertung und solidem Wachstum .....	21
Rohöl: Überangebot ante portas .....	22
Ölflut oder verkraftbarer Ölüberhang in 2026? .....	22
Risikoprämien 2026 zunächst eingepreist .....	22
In H1 2026 Preiseffekte für den Endverbraucher möglich .....	22
Gas: Niedrige Preise aber leere Speicher.....	23
Wie lange bleibt der Preisdruck am Gasmarkt bestehen?.....	23
Speicherfüllung spiegelt verkehrte Preis-Welt.....	23
Ist die alte Erdgasbevorratung ein Auslaufmodell? .....	23
Transformation: Vereinzelte Fortschritte erkennbar .....	24
2030er Ausbauziele bleiben ambitioniert.....	24
Portfoliostrategien.....	25
Zinsstrukturkurve Euroland .....	25
Portfoliostrategien.....	26
Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- & 12-Monatssicht.....	26
Portfoliostrategien.....	27
Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- & 12-Monatssicht .....	27
Übersicht Prognosen .....	28

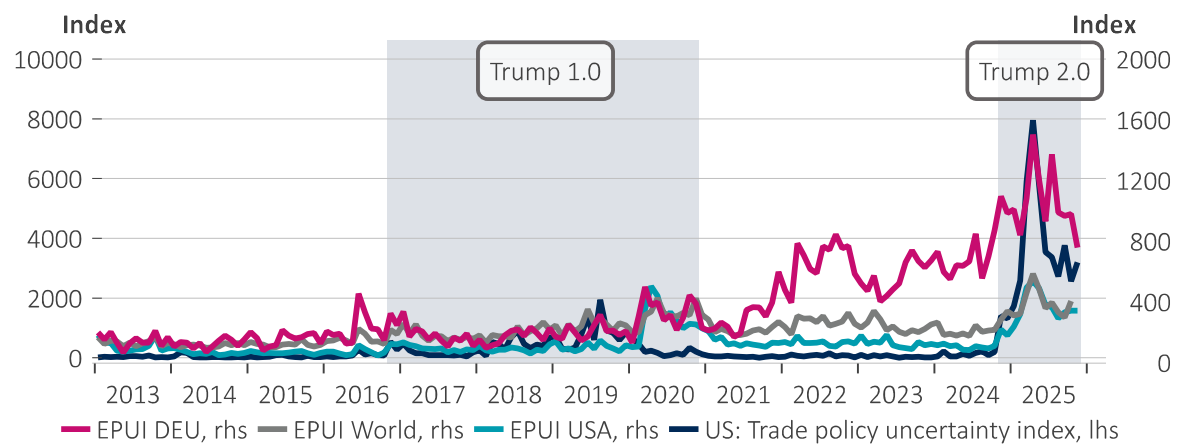
# Epochenwende – im Westen viel Neues

Analyst: Christian Lips, Chefvolkswirt

## Unsicherheit bleibt Konstante im geopolitischen Umbruch

Kurz vor Weihnachten und dem Jahreswechsel bietet es sich an, innezuhalten und das bewegte Jahr 2025 Revue passieren zu lassen und zugleich einen Ausblick auf das Jahr 2026 zu wagen. Die vergangenen zwölf Monate standen ganz im Zeichen der neuen US-Administration, deren Politik erhebliche Verschiebungen im globalen Gefüge ausgelöst hat. Dies betrifft zum einen die multilaterale Welthandelsordnung, die durch Donald Trumps Zollpolitik massiv unter Druck geraten ist. Die Unsicherheit über die US-Handelspolitik war nie so groß wie im ersten Jahr der Ära Trump 2.0 (vgl. Chart). Zum anderen zeichnen sich auch in der Geopolitik tektonische Verschiebungen ab, vor allem im „Westen“ – sofern er als geopolitische „Einheit“ überhaupt noch existiert. In der Ukrainefrage wird die Neuordnung besonders deutlich: Die europäischen Regierungschefs sind zunehmend frustriert, dass die US-Regierung ihre transaktionalen Interessen offenbar über grundlegende Fragen der europäischen Sicherheitsarchitektur stellt. Die wirtschaftspolitische Unsicherheit hat daher vor allem in Europa 2025 neue Höhen erreicht und bleibt auch im Jahr 2026 eine Konstante. „Europa - Allein zu Haus“ – eine Erkenntnis, die Aufbruch und nicht Resignation bewirken sollte. Leider steht sich Europa noch immer zu oft selbst im Weg, wie das jüngste Gezerre um den Abschluss des Mercosur-Abkommens belegt.

Chart: Wirtschaftspolitische Unsicherheit weiterhin deutlich erhöht



Quelle: Economic Policy Uncertainty Index, Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Ausblick 2026: Geld- und Fiskalpolitik stützen – EZB hält still, Fed bleibt auf Lockerkurs

Angesichts dieses Umfelds hat sich die globale Wirtschaft bemerkenswert resilient entwickelt. Und auch unsere Prognosen waren an entscheidenden Stellen überraschend präzise: BIP-Entwicklung und Arbeitsmarkt, Mini-Wachstum in Deutschland, Inflation im Euroraum sowie der Zinspfad von EZB, Fed und anderen Notenbanken liegen nahezu punktgenau im Rahmen unserer Vorjahresprognose. Und 2026? Die weniger restriktive Geldpolitik sowie die expansive Fiskalpolitik in den USA und Deutschland werden die Weltwirtschaft stützen und Deutschland zurück auf den Wachstumspfad führen. Bei der Geldpolitik ist die Marschrichtung unterschiedlich: Während die EZB am Ende ihres Lockerkurses angekommen sein dürfte, wird die Fed ihren Spielraum für weitere Lockerungen nutzen.

*Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in diesem Jahr und wünschen Ihnen eine anregende Lektüre unseres Jahresausblicks, ein frohes Weihnachtsfest sowie einen guten Start in ein gesundes, erfolgreiches und möglichst friedliches Jahr 2026!*

*Herzliche Grüße,  
Ihr Research-Team der NORD/LB*

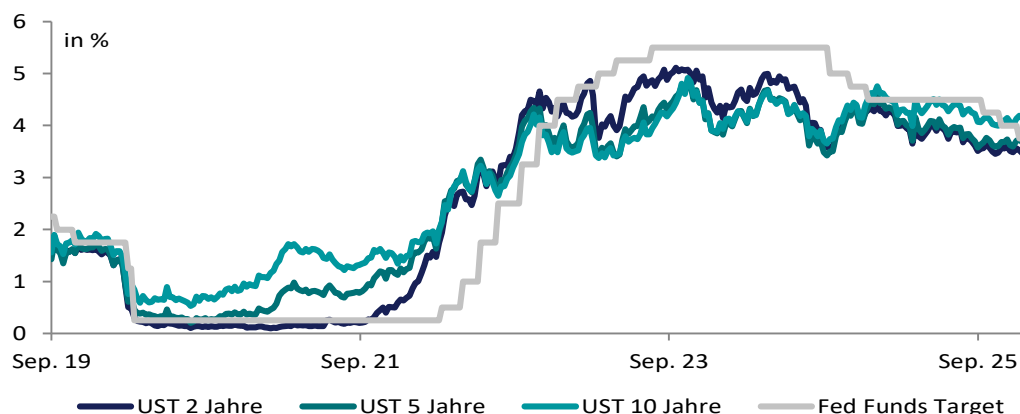
# USA: Steht 2026 unter einem guten Stern?

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lürer

## Ein Blick zurück

Die US-Wirtschaft blickt auf ein wirklich ziemlich turbulentes Jahr zurück. Zunächst stand die neue Handelspolitik in Washington ganz eindeutig im Fokus der interessierten Beobachter. Im I. Quartal hat die Sorge vor bald deutlich höheren Zöllen viele Wirtschaftssubjekte in den Vereinigten Staaten zu einer Bevorratung mit ausländischen Produkten veranlasst. Diese hat das US-Wachstum zwischenzeitlich klar belastet. Im II. Quartal kam es dann zu einer Gegenbewegung, was die annualisierte Wachstumsrate auf einen wirklich sehr erfreulichen Wert von 3,8% hochschnellen lassen hat. Im III. Quartal sollte sich nun zwar ein etwas moderateres Anziehen der realen Wirtschaftsaktivität zeigen, die Zölle haben die US-Ökonomie aber offenkundig nicht in die Rezession geführt. Auch mit Blick auf die Inflationsentwicklung sind die von einigen Pessimisten avisierten sehr bedrohlichen Krisenszenarien im Jahr 2025 offenkundig nicht eingetreten.

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Ein Blick voraus

Der Shutdown in den USA ist mittlerweile beendet. Neue Wirtschaftsdaten werden nun nach und nach wieder bessere Informationen über die nordamerikanische Konjunkturlage liefern können. Im IV. Quartal müsste es bei der Wirtschaftsaktivität gewisse belastende Effekte durch den Shutdown geben, die zwar schon spürbar sein sollten, deren Bedeutung aber wohl auch nicht überschätzt werden darf. Wir rechnen auch zum Abschluss des Jahres weiterhin nicht mit einer negativen annualisierten Wachstumsrate. Die US-Ökonomie sollte auch in 2026 grundsätzlich weiterhin vom KI-Boom profitieren können. Die Beschäftigungssituation trübt sich nach und nach dennoch ein. Die wirtschaftliche Aktivität im wichtigen Dienstleistungssektor scheint aber immerhin weiter zuzulegen; der ISM Services PMI konnte im November sogar ganz leicht auf nun 52,6 Punkte steigen. Als Reaktion auf die Anzeichen für gewisse Probleme am Arbeitsmarkt hat das FOMC das Leitzinsniveau im 2. Halbjahr 2025 bereits weiter gesenkt. Die obere Grenze der Fed Funds Target Rate ist inzwischen sogar unter die psychologisch wichtige Marke von 4,00% gefallen und notiert nun bei 3,75%. Die Notenbanker in Washington machen sich mittlerweile immer größere Sorgen um den US-Arbeitsmarkt und betreiben eine Art von „makroökonomischem Risikomanagement“. Angesichts des zunächst noch drohenden Anstieges der Inflationsraten sollte die Strategie von nur kleinen Zinssenkungen daher beibehalten werden. Bis zum III. Quartal 2026 könnte das Leitzinsniveau auf einen Wert von 3,00% fallen. Trotz der expansiveren Ausrichtung der US-Geldpolitik – so wurden inzwischen auch Käufe von Staatsanleihen angekündigt – muss die Währung der Vereinigten Staat gegenüber dem Euro nicht unter nachhaltigen

weiteren Druck geraten. Der Devisenmarkt hatte zwischenzeitlich nämlich sehr negative Szenarien für den US-Dollar partiell eingepreist (Stichwort „Plaza-Abkommen 2.0“), die nun wahrscheinlich doch nicht zur Realität werden dürften. In diesem Kontext sollte das Thema USD-Stablecoins von den Anlegern sehr genau im Auge behalten werden. Niedrigere Kapitalmarktzinsen dürften zudem auch der Stimmung am Immobilienmarkt etwas helfen können.

### **Der Immobilienmarkt bleibt weiterhin ein Fokusthema**

Der Immobiliensektor der USA war im ganzen Jahr 2025 von geringer Dynamik geprägt. Der weithin beachtete NAHB-Bauklimaindex konnte beispielsweise keinen Monat die als Expansionsschwelle definierte 50-Punkte-Marke überschreiten. Dieser Indikator bildet eine Befragung von Bauunternehmern ab, welche sich auf den Bau von Einfamilienhäusern spezialisiert haben. Abgefragt werden dabei drei Komponenten, wobei der „Prospective Buyers Traffic“ die Kauflaune von Interessenten darstellt und zwei Komponenten die zu erwartenden Hausverkäufe über einen Zeithorizont von sechs Monaten abbilden. Die höchste Ausprägung findet sich zum Beginn des Jahres 2025, wobei der Januar einen Punktestand von 47 auswies. Danach ging es bei der Stimmung fast nur noch bergab. Im Jahr zuvor sah es nur unwesentlich besser aus – in immerhin zwei Monaten konnte man gewisse Tendenzen von Wachstum erkennen, wobei sich dies nur als vorübergehend erwies. Regionale Unterschiede waren ebenfalls beobachtbar; während der Nordosten die meiste Zeit robust zu sein schien und häufig auch Werte oberhalb von 60 Punkten aufweisen konnte, waren es vor allem der Mittlere Westen und der Westen, welche auf besonders tiefe Niveaus absanken. Der Süden profitierte in gewissem Maße von den Abwanderungsbewegungen von Unternehmen aus dem Silicon Valley, aber auch hier konnte man sich vor teuren Finanzierungskonditionen nicht verstecken. Vieles an dieser schlechten Stimmung der Marktteilnehmer hängt von der Zinssituation der Erwartungshaltung ab, wie sich diese entwickeln könnte. Vor allem der Pfad der Fed Funds Target Rate ist dafür essenziell, auch wenn die üblicherweise langlaufenden Hypotheken und auch die länger laufenden US-Treasuries in der Beziehung ein gewisses Eigenleben führen. Die Entwicklungstendenzen z.B. der 10- und 30-jährigen Treasuries und auch der durchschnittlichen 30-jährigen Hypothekenzinsen werden auch von anderen Faktoren bestimmt, wobei der Leitzins ganz klar eine wichtige Rolle beim Rendite- bzw. Hypothekenniveau spielt. Nichtsdestotrotz wurde die „Affordability Crisis“ als Kampfbegriff ausgerufen, welche verdeutlichen soll, dass sich der „durchschnittliche US-Amerikaner“ wichtige Vermögenswerte wie eine Immobilie kaum noch leisten kann. Der Shutdown hat hier schon auch Auswirkungen gehabt, da staatlich geförderte Programme für einen günstigeren Erwerb über diesen Zeitraum weitgehend pausiert wurden.

### **Die USA als Land der Käufer**

Vor allem die Finanzierungskonditionen über Hypotheken machen den Erwerb von Wohneigentum derzeit im Vergleich extrem teuer. Die bereits thematisierten durchschnittlichen 30-jährigen Hypothekenzinsen konnten sich trotz der jüngst erfolgten Leitzinssenkungen kaum unter die psychologisch wichtige Marke von 6% bewegen. Zwar ist man mittlerweile wieder weit von der Situation entfernt, in der diese schon sehr nah an der 8%-Marke kratzten, finanzielle Spielräume haben die Haushalte nach der letzten Inflationsphase aber dennoch spürbar weniger. Gleichzeitig bleibt das Problem des Lock-In-Effektes weiterhin bestehen. Nachdem die Zentralbank der USA die Zinsen anhub, haben viele Immobilieneigentümer mit offenen Krediten richtig geschaltet und die meist variabel verzinsten Hypothekenkredite zu günstigen Konditionen langfristig „eingelogggt“. Das bremst aber sehr die Dynamik auf dem Immobilienmarkt, weil viele ihre günstigen Konditionen nicht für eine neue, sehr viel teurere Hypothek hergeben mögen. Das dürfte zwischenzeitlich auch einen gewissen Einfluss auf den US-Arbeitsmarkt gehabt haben, denn wenn man schon des Jobs wegen umzieht, dann geht dies meist mit dem Erwerb einer Immobilie vor Ort einher. Nicht umsonst weisen die USA demnach eine Quote bei selbst genutztem Immobilieneigentum von rund 2/3 aus. Perspektivisch sollte im Jahr 2026 aber wieder mehr Dynamik auf dem US-Immobilienmarkt aufkommen. Wenn die Leitzinsen sinken, müsste sich dies auch irgendwann bei den Hypotheken niederschlagen. Gleichzeitig ist die nach dem „Libera-

tion Day“ aufgekommene Unsicherheit deutlich zurückgegangen, was die Geldbörsen der Marktteilnehmer wieder ein Stück weit öffnen dürfte – in Zeiten hoher Unsicherheit geht nämlich niemand gerne hohe finanzielle Verbindlichkeiten ein. Die Immobilienwirtschaft und die Konjunktur unter dem Sternenbanner stehen also womöglich wirklich unter einem guten Stern.

#### Fundamentalprognosen USA

	2024	2025	2026
BIP	2,8	2,0	2,0
Privater Konsum	2,9	2,4	2,1
Öffentlicher Konsum	3,8	1,1	1,0
Investitionen	3,0	2,8	2,4
Export	3,6	0,8	1,5
Import	5,8	2,8	-0,4
Inflation	3,0	2,8	2,8
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,0	4,3	4,4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-6,9	-6,2	-6,2
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-4,0	-4,1	-3,7

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen USA

	I/25	II/25	III/25	IV/25	I/26
BIP Q/Q ann.	-0,6	3,8	3,0	0,8	1,8
BIP Y/Y	2,0	2,1	2,0	1,7	2,4
Inflation Y/Y	2,7	2,5	2,9	3,0	3,1

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse USA

	18.12.	3M	6M	12M
Fed Funds Target Rate	3,75	3,50	3,25	3,00
3M-Satz	3,70	3,40	3,10	3,00
10J Treasuries	4,12	3,85	3,70	3,60
Spread 10J Bund	127	105	80	60
EUR in USD	1,17	1,15	1,13	1,10

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Euroland: Resiliente Wirtschaft und Fiskalwende – EZB hält Leitzinsen 2026 stabil

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Christian Reuter

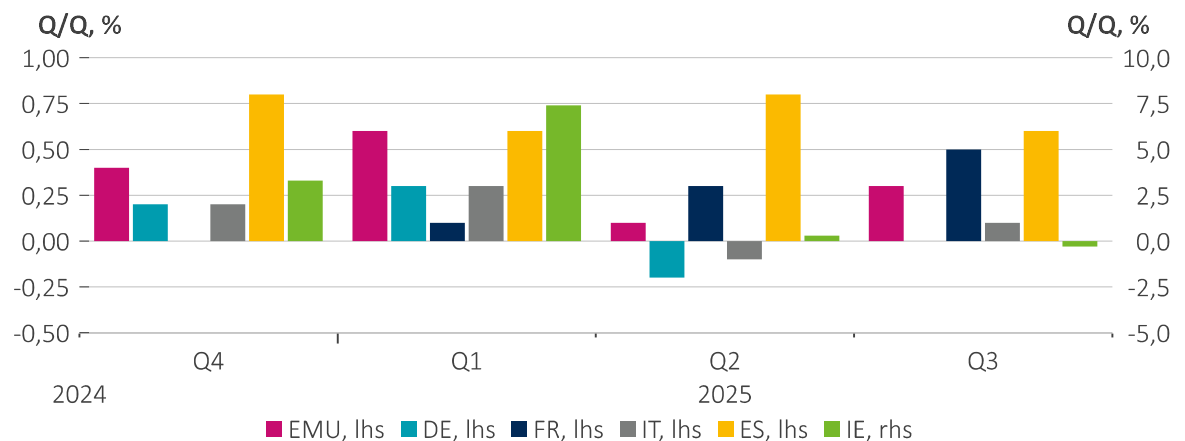
## Rückblick 2025: Wirtschaft erweist sich als bemerkenswert resilient

Die Wirtschaft in der Eurozone hat sich im Jahr 2025 besser entwickelt als befürchtet. Das BIP-Wachstum dürfte sich voraussichtlich auf 1,4% Y/Y beschleunigt haben und liegt damit nahe am Potenzialwachstum. Die Ausgangslage war schon zu Beginn des Jahres schwierig, verschlechterte sich im Verlauf jedoch aufgrund der Handelskonflikte – insbesondere mit den USA – deutlich. Dies belastete naturgemäß vor allem die stark exportorientierten Branchen.

Die außenwirtschaftlichen Schwierigkeiten spiegeln sich auch in einer recht heterogenen Wachstumsdynamik innerhalb der Euro-Mitgliedsstaaten wider. Besonders die export- und industrielastigen Volkswirtschaften Deutschland und Italien hinken der Entwicklung des gesamten Währungsraums deutlich hinterher. Hinzu kamen eine deutliche Aufwertung des Euros und eine verschärfte Konkurrenz durch chinesische Wettbewerber. Wenig überraschend war der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte im Jahr 2025 negativ, während die binnenwirtschaftlichen Komponenten allesamt einen positiven Wachstumsbeitrag lieferten. Dieses Muster dürfte sich auch im Jahr 2026 fortsetzen.

Der Dienstleistungssektor hat maßgeblich zur Resilienz der Konjunktur beigetragen – insbesondere in den meisten südeuropäischen Staaten, allen voran Spanien. Zwar hat sich die Dynamik dort im Jahresverlauf etwas abgeschwächt, blieb aber bis zuletzt deutlich stärker als in den übrigen Mitgliedsländern.

Chart: BIP-Wachstum – heterogene Wirtschaftsentwicklung im Euroraum



Quelle: Eurostat, Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Konjunkturausblick: Moderates Wachstumstempo hält an

Die Stimmungsindikatoren im verarbeitenden Gewerbe und in der Industrie haben sich trotz der schwierigen Rahmenbedingungen im Jahresverlauf tendenziell verbessert, signalisieren aber weiterhin eine im historischen Vergleich unterdurchschnittliche Konjunkturdynamik. Der Economic-Sentiment-Indikator für den Euroraum stieg im November leicht auf 97,0 Punkte, liegt damit jedoch noch immer unter dem langjährigen Mittelwert.

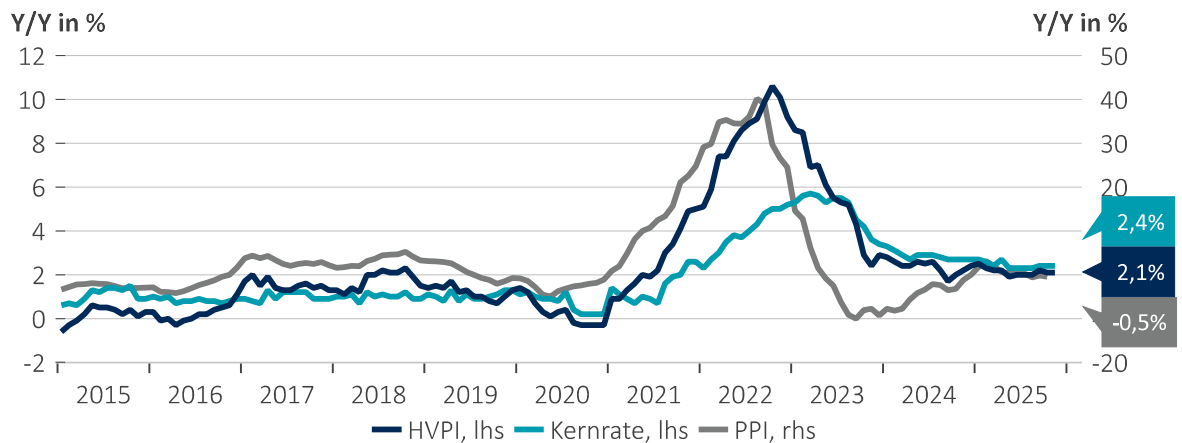
Die Wirtschaftsstimmung entwickelt sich zudem in den großen Volkswirtschaften sehr heterogen, vor allem in Deutschland bleibt sie deutlich schlechter als im übrigen Euroraum. Leichte Rücksetzer einiger Frühindikatoren zum Jahresende, wie beim Industrievertrauen oder den Einkaufsmanagerindizes, sollten nicht überbewertet werden. Die Aussichten für Produktion und Investitionen in den Jahren



2026 und 2027 sind deutlich besser als in der Vergangenheit, da das deutsche Fiskalpaket (Investitionen, Verteidigungsausgaben) zunehmend in der Realwirtschaft ankommen wird. In den Auftragsbüchern relevanter Wirtschaftszweige sind bereits erste positive Signale erkennbar.

Die konjunkturelle Dynamik dürfte in den kommenden Quartalen im Vergleich zum Sommerhalbjahr (0,1% und 0,25% Q/Q) wieder etwas zunehmen. Die Konsumdynamik bleibt trotz solider Lohnzuwächse verhalten, da das Konsumentenvertrauen weiterhin schwach ist. Die Hoffnungen ruhen daher auf der Fiskalpolitik. Zudem sind die Finanzierungsbedingungen nach den Zinssenkungen der EZB bis auf 2,00% nicht mehr restriktiv und bremsen die wirtschaftliche Entwicklung nicht länger. Für 2026 rechnen wir mit einem realen BIP-Wachstum von 1,2% gegenüber dem Vorjahr.

Chart: Inflation im Zielbereich – temporäres Unterschneiden im Jahr 2026 unkritisch



Quelle: Macrobond, Eurostat, NORD/LB Macro Research

#### Inflation im Zielbereich – temporäres Unterschreiten der 2%-Marke im Jahr 2026

Die Inflation bewegt sich seit dem Frühjahr um die 2%-Marke und liegt damit im Zielbereich der EZB. Unterstützt wurde dies durch niedrige Energiepreise und den relativ festen Außenwert des Euro. Auch auf den vorgelagerten Preisstufen ist bis zuletzt nur geringer Preisdruck zu beobachten: Die Jahresrate der Erzeugerpreise lag im Oktober mit -0,5% Y/Y weiterhin im negativen Bereich. Die Kernrate sowie die Dienstleistungspreise blieben jedoch das gesamte Jahr über oberhalb der 2%-Marke.

Im November lag die HVPI-Inflationsrate bei 2,1% Y/Y. Aufgrund günstiger Basiseffekte sind in den kommenden Monaten etwas niedrigere Jahresraten wahrscheinlich. Die Kernrate blieb bis zuletzt hartnäckig bei 2,4% Y/Y. Die Preisdynamik im Dienstleistungssektor wird von der EZB als etwas hartnäckiger eingeschätzt als bisher, gleichwohl deutet der Trend hier weiterhin abwärts. Hierbei kommt der Lohnentwicklung eine entscheidende Bedeutung zu. Abgesehen von starken Schwankungen durch Einmalzahlungen nimmt die Lohndynamik im Euroraum sukzessive ab. Auf mittlere Sicht sind die Inflationserwartungen fest verankert, und auch die EZB geht in ihren neuen Projektionen nicht von nachhaltigen Abweichungen vom Stabilitätsziel aus. Für 2026 erwarten wir eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von 1,9% Y/Y.

#### EZB hält aktuelle Geldpolitik für angemessen – keine schnelle Zinsänderung

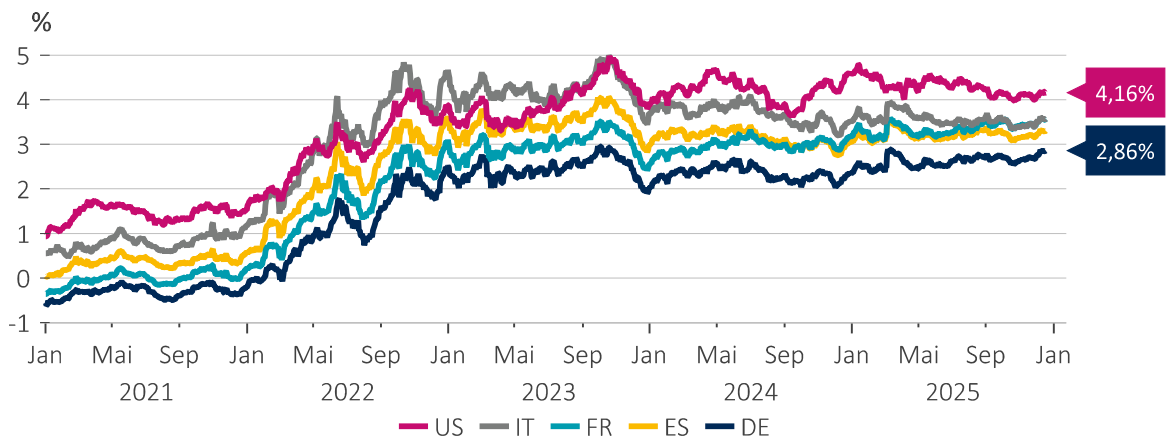
Die EZB hat auf ihrer letzten Sitzung im Jahr 2025 erwartungsgemäß beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Seit der letzten Zinssenkung im Juni verharret der relevante Einlagesatz bei 2,00%. Sowohl die Kommunikation der EZB als auch das Makroumfeld und die aktualisierten mittelfristigen Projektionen sprechen dafür, dass die EZB dieses Niveau für längere Zeit beibehält.

Die neuen EZB-Projektionen zur Konjunkturentwicklung spiegeln die überraschend hohe Resilienz der Wirtschaft im Euroraum wider. Für den Prognosezeitraum wird mit Wachstumsraten von jährlich 1,4% gerechnet, mit Ausnahme des Jahres 2026 (1,2%). Auch die zuletzt etwas schwächer ausgefalle-

nen Stimmungsindikatoren haben für die EZB keinen neuen Handlungsbedarf ausgelöst. Die Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf bleibt jedoch hoch – insbesondere durch Zollpolitik, geopolitische Risiken und die neue Fiskalpolitik in Deutschland.

Erstmals wurden im Dezember auch Schätzungen für das Jahr 2028 veröffentlicht. Die Inflationsprognosen wurden nur leicht angepasst. So rechnen die Währungshüter auf kurze Sicht mit einer leicht rückläufigen Inflationsrate. Ein leichtes und temporäres Unterschreiten der 2%-Marke in den Jahren 2026 und 2027 ist unkritisch und steht nicht im Widerspruch zur EZB-Strategie. Mittelfristig wird weiterhin eine Stabilisierung der Inflationsrate im Bereich des Zielwerts von 2,0% erwartet, allerdings nun erst im Jahr 2028.

Chart: Entwicklung Kapitalmarktrenditen (10J) im Euroraum und in den USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Ausblick: EZB hält Leitzins länger bei 2,00% – Markterwartungen zu Zinsanhebungen verfrüht

Die EZB agiert im von Unsicherheit geprägten Umfeld besonnen und vermeidet unnötige Vorfestlegungen. Abwärtsrisiken bestehen u.a. durch Umlenkungen chinesischer Billigimporte, stärkere Brems-effekte durch die höheren US-Importzölle, niedrigere Energiepreise oder eine weitere Euro-Aufwertung. Gleichzeitig bestehen auch Aufwärtsrisiken, etwa durch deutlich höhere Staatsausgaben bei kurzfristig begrenzten Kapazitäten sowie strukturelle Faktoren wie Demographie und Deglobalisierung.

Die Argumente für Zinserhöhungen und Zinssenkungen halten sich derzeit die Waage. Die Währungshüter dürften nun längere Zeit die Leitzinsen unverändert lassen, wir rechnen mit einem unveränderten Leitzinsniveau im gesamten Jahr 2026. Eine Zinsanpassung wäre erst bei einem deutlichen Abweichen vom aktuellen Basisszenario der EZB wahrscheinlich.

Ein Interview von EZB-Direktorin Isabel Schnabel mit Bloomberg Anfang Dezember hatte an den Märkten deutliche Bewegungen ausgelöst. Schnabel hatte geäußert, dass der nächste Zinsschritt eher eine Anhebung als eine Senkung sein könnte, ohne jedoch einen Zeitpunkt zu nennen. Marktspekulationen auf eine Zinserhöhung bereits im zweiten Halbjahr 2026 halten wir für übertrieben und eine Überinterpretation der Äußerungen von Isabel Schnabel. Ein Kurswechsel im Jahr 2026 dürfte im EZB-Rat nicht mehrheitsfähig sein – zumal im Jahr 2026 neue politische Unwägbarkeiten (US-Midterms, deutsche Landtagswahlen, Vorwahlkampf Frankreich) lauern. Die zwischenzeitlich aufgekommenen Markterwartungen auf bereits im nächsten Jahr anstehende Zinserhöhungen sollten daher sukzessive ausgepreist werden.

Langfristig sind die Überlegungen jedoch nicht unbegründet. So hatten die Finanzmärkte bereits direkt nach Ankündigung der fiskalpolitischen Wende in Deutschland mit einem Sprung der Kapitalmarktzinsen reagiert. Dies war weniger auf Sorgen über die Schuldentragfähigkeit als auf einen verbesserten Wachstumsausblick zurückzuführen. Mit einer deutlich expansiveren Fiskalpolitik dürfte sich zudem der neutrale Zins nach oben verschieben. Die Rendite deutscher Bundesanleihen (10J) kletterte daher im Jahresverlauf und lag zum Jahresende über der Marke von 2,80%.

Für die Kapitalmarktzinsen (10J Bund) erwarten wir eine Fortsetzung der Aufwärtstendenz. Besonderes Augenmerk gilt zudem bereits zum Jahreswechsel den Auswirkungen durch die niederländische Pensionsreform auf die Bond- und Swapmärkte, insbesondere bei langen Laufzeiten. Die Zinskurve dürfte sich 2026 weiter versteilern. Für Ende 2026 rechnen wir mit Bundrenditen (10J) um 3,00%, trotz der erwarteten Abwärtstendenz bei US-Zinsen. Allerdings ist in zwölf Monaten auch mit einer Phase erhöhter Volatilität zu rechnen, da zu dem Zeitpunkt bereits die französischen Präsidentschaftswahlen 2027 in den Fokus der Finanzmärkte rücken dürften – mit möglicherweise temporären Effekten auf Safe-Haven-Assets wie deutsche Bundesanleihen.

#### Fundamentalprognosen Euroland

	2024	2025	2026
BIP	0,8	1,4	1,2
Privater Konsum	1,2	1,3	1,4
Öffentlicher Konsum	2,2	1,7	2,4
Investitionen	-2,1	2,7	4,1
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0,3	-0,6	-1,1
Inflation	2,4	2,1	1,9
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	6,4	6,4	6,3
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-3,1	-3,2	-3,3
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	2,7	1,9	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

	I/25	II/25	III/25	IV/25	I/26
BIP sa Q/Q	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3
BIP sa Y/Y	1,6	1,6	1,4	1,2	0,9
Inflation Y/Y	2,3	2,0	2,1	2,1	1,9

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen Euroland

	18.12.	3M	6M	12M
Einlagesatz EZB	2,00	2,00	2,00	2,00
3M-Satz	2,04	2,05	2,05	2,05
10J Bund	2,85	2,80	2,90	3,00

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Deutschland: Mit mehr Investitionen aus der Stagnation

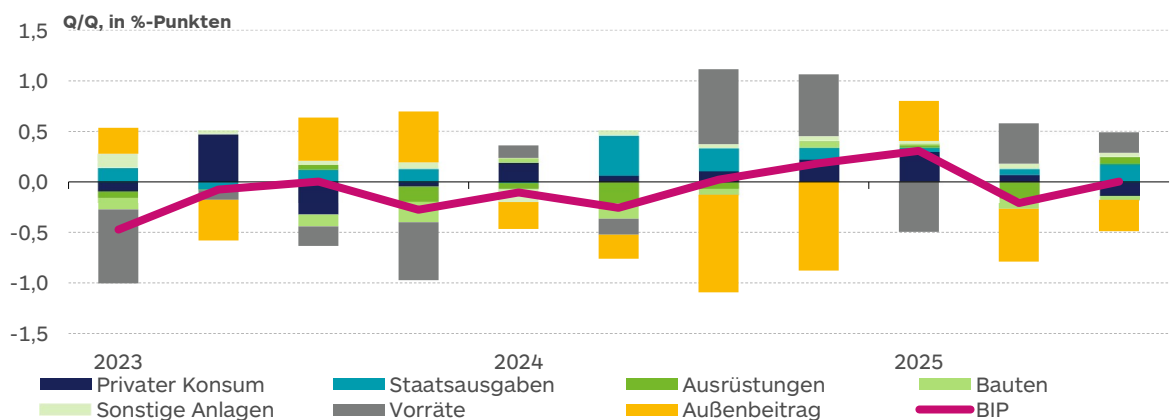
Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Valentin Jansen

## Reale Wirtschaftsleistung legt 2025 nur minimal zu

Geopolitik, Trump 2.0, Handelskonflikte – das deutsche Wachstumsmodell mit seiner hohen Industrie- und Exportabhängigkeit steht in dem aktuellen globalen Umfeld anhaltend unter Druck. Angesichts der vielen Belastungen ist es wenig überraschend, dass sich die deutsche Wirtschaft im Jahr 2025 noch nicht aus der Stagnation befreien konnte. Zwar endete der Abwärtstrend der beiden Vorjahre, in denen sich die deutsche Volkswirtschaft neueren Daten zufolge sogar in der Rezession befand. Allerdings lag das reale BIP zuletzt noch immer unter dem Niveau, das im Sommer 2019 erreicht wurde.

Im ersten Dreivierteljahr, für das bislang Daten vorliegen, expandierte das reale BIP um 0,3% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum. Für das Schlussquartal erwarten wir auf Basis der bislang vorliegenden Konjunkturindikatoren eine Rückkehr zu einem moderaten Wachstum. Im Gesamtjahr 2025 dürfte die reale Wirtschaftsleistung gegenüber dem Vorjahr nur minimal um 0,2% gewachsen sein, was exakt unserer Konjunkturprognose von Ende 2024 entsprechen würde. Während wie befürchtet von den Nettoexporten eine erhebliche Bremswirkung ausging, stützte die Binnennachfrage das Wachstum. Dies konzentrierte sich vor allem auf die privaten und öffentlichen Konsumausgaben, während sich die Bruttoanlageinvestitionen schwach entwickelten (vgl. Chart).

Chart: Wachstumsbeiträge zum realen BIP (bis Q3/2025)



Quelle: Macrobond, Destatis, NORD/LB Macro Research

## US-Handelspolitik und Chinahandel setzen Export unter Druck

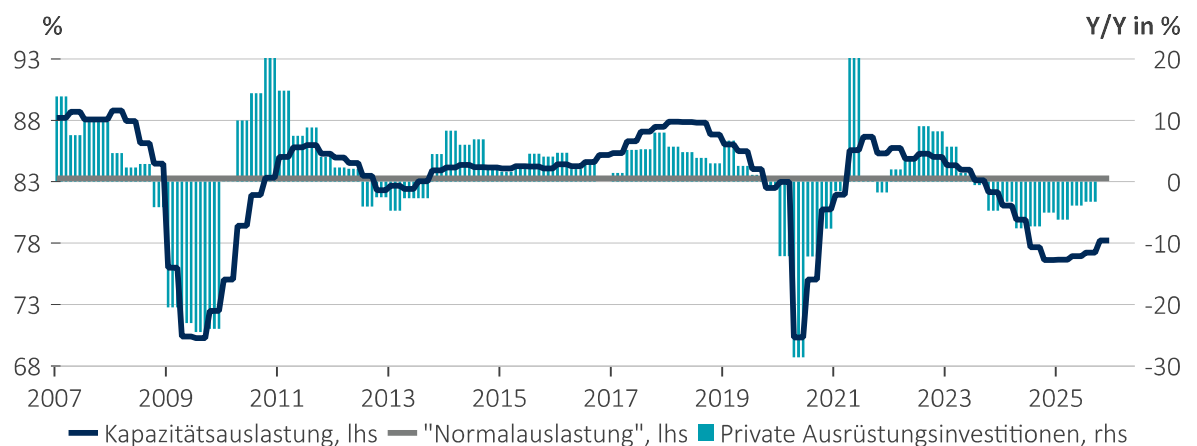
Das in vergangenen Krisen übliche zyklische Muster einer Stimulierung über den Export scheint dieses Mal wenig realistisch. Schon in den vergangenen Jahren konnte die deutsche Exportwirtschaft von dem realen Wachstum der wichtigsten Absatzmärkte kaum noch profitieren. Nun ist mit der US-Handelspolitik ein zusätzlicher Belastungsfaktor für die deutsche Volkswirtschaft hinzugekommen. In Antizipation der Zollpolitik von Donald Trump hatte das Exportgeschäft zu Jahresbeginn zwar kurzzeitig einen Schub erhalten. Diese Vorzieheffekte waren jedoch rein temporär und hatten sich im Frühjahr bereits umgekehrt. Die Zollvereinbarung zwischen der EU-Kommission und den USA ist insgesamt enttäuschend ausgefallen, zudem weist sie gleich mehrere Sollbruchstellen auf. Die Vereinbarung stellt daher mehr eine Atempause als eine dauerhafte Lösung des Handelskonflikts dar. Viele Unternehmen müssen nun mit den Belastungen durch die höheren US-Importzölle umgehen. Aber auch der Trend im deutschen Außenhandel mit China ist zunehmend beunruhigend. Aufgrund der US-Handelspolitik verschärft sich das Problem der Überkapazitäten in China weiter – mit der Folge, dass Güter verstärkt auch auf europäische Märkte umgelenkt werden. Im Jahr 2025 dürfte das bilaterale Handelsbilanzdefizit Deutschlands mit China einen Rekordwert markieren.

### Hoffnungen ruhen auf Fiskalpolitik und Investitionen

Daher ruhen die Hoffnungen für eine Belebung der Gesamtwirtschaft auf der Binnennachfrage, insbesondere durch eine Steigerung der Investitionen. Die fiskalpolitische Wende ist nicht nur eine Antwort auf den Investitionsstau der vergangenen 20 Jahre. Sie ist auch eine Reaktion auf die geopolitische Lage und die Ära Trump 2.0 mit ihren negativen Auswirkungen auf das exportorientierte deutsche Geschäftsmodell. Mit ersten positiven Impulsen für die Realwirtschaft aus dem Sondervermögen „Infrastruktur und Klimaneutralität“ (SVIK) ist bereits im Jahr 2026 zu rechnen. Entscheidend wird aber vor allem sein, wie nachhaltig der Fiskalimpuls wirkt. Der realwirtschaftliche Effekt wird in dem Maße verwässert, soweit die Investitionen eben nicht zusätzlich sind (Stichwort „Verschiebeparkplatz“).

Neben diesem Kriterium der Additivität sind für einen nachhaltigen Erfolg vor allem flankierende Maßnahmen entscheidend, u.a. Maßnahmen für mehr Effektivität und Effizienz, zur Steigerung des Arbeitsangebots und zusätzliche Investitionsanreize. Eine solche Flankierung ist entscheidend für den Gesamterfolg. Denn die Umsetzung ist ambitioniert, immerhin muss ein deutlich höheres Investitionsvolumen effizient und zielgerichtet verbaut werden, ohne dass es zu Überhitzung oder Fehlsteuerungen kommt. So könnten schnell Kapazitätsengpässe in der Bauwirtschaft und Verwaltung spürbar werden. Ein erheblicher Teil der Investitionen ist jedoch leider nicht zusätzlich, die Investitionsanreize sind bislang nur mäßig und auch beim Abbau bürokratischer Hürden und Ineffizienzen gibt es noch Luft nach oben. Entsprechend gering ist aktuell noch die private Investitionstätigkeit, der reine Ankündigungseffekt scheint weitgehend verpufft. Allerdings ist eine Schwäche der privaten Investitionstätigkeit in Phasen einer deutlichen Unterauslastung der Kapazitäten auch nicht unüblich (vgl. Chart).

Chart: Niedrige Kapazitätsauslastung, schwache Investitionsdynamik



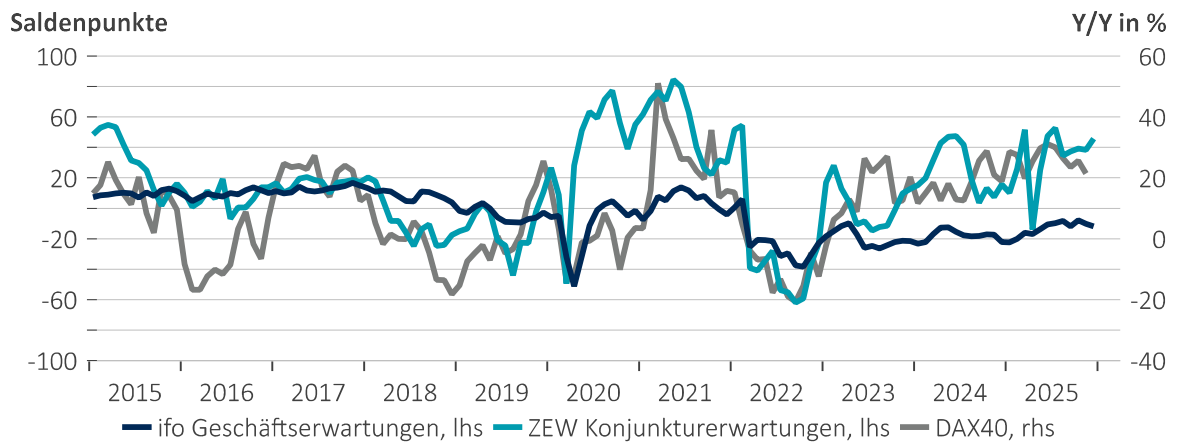
Quelle: Destatis, ifo, NORD/LB Macro Research

### Arbeitsmarktlage wird sich 2026 kaum verbessern – Inflation kein großes Thema

Der Arbeitsmarkt hat sich trotz des fortgesetzten Stellenabbaus der Industrie zuletzt etwas stabilisiert. Saisonbereinigt ist die Zahl der Arbeitslosen im November auf fast drei Millionen Personen angestiegen. Dies entspricht einer Arbeitslosenquote von 6,3%. Trotz der beklagten Nachfrageschwäche wird das Instrument Kurzarbeit weiter kaum genutzt. Somit scheinen die Unternehmen für ihren Auftragsmangel zunehmend strukturelle Faktoren verantwortlich zu machen. Allerdings könnte dies auch ein Hinweis auf noch bestehende Überhänge aus der Phase des Hortens von Talenten und Arbeitskräften sein. Die verfügbaren Frühindikatoren sprechen für eine Seitwärtsbewegung am Arbeitsmarkt, wobei das IAB-Arbeitsmarktbarometer auf eine allmähliche Stabilisierung der Lage hindeutet.

Bei den Verbraucherpreisen hat sich der disinflationäre Trend im Jahr 2025 fortgesetzt, geriet zuletzt jedoch vorübergehend etwas ins Stocken. Beim für europäische Zwecke harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) kletterte die Inflationsrate im November auf 2,6% Y/Y. Speziell bei Dienstleistungen erweist sich die Preisdynamik als hartnäckig. Für das Gesamtjahr ergibt sich eine durchschnittliche Teuerungsrate von 2,3%, die sich im Jahr 2026 weiter auf 2,0% zurückbilden dürfte.

Chart: Verhaltene Unternehmen – Finanzmarktexperten optimistischer



Quelle: ifo, ZEW, Deutsche Börse, Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Prognose 2026: Mit mehr Zuversicht zurück auf den Wachstumskurs

Die wichtigsten Stimmungsindikatoren für die deutsche Wirtschaft zeichnen zum Jahreswechsel ein gemischtes Bild, wobei vor allem die vom ifo befragten Unternehmenslenker noch immer pessimistisch in die Zukunft schauen. Die Unternehmensstimmung hat sich im Dezember sogar noch weiter eingetrübt. Der ifo-Geschäftsklimaindex ging auf 87,6 Punkte zurück, vor allem aufgrund pessimistischerer Geschäftserwartungen (89,7 Punkte). Die aktuelle Geschäftslage wurde von den Befragten im Vergleich zum Vormonat unverändert schlecht beurteilt (85,6).

Die Stimmung hat sich zum Jahresende in fast allen Sektoren verschlechtert. Im verarbeitenden Gewerbe ist das Sentiment auf den niedrigsten Wert seit April gerutscht, vor allem wegen schlechterer Zukunftserwartungen. Auch die Zahl der Neuaufträge ging zurück, was sich offenbar negativ auf die Produktionspläne auswirkt. Bei den Dienstleistern lief es nicht viel besser, das Geschäftsklima ist hier im Dezember in den negativen Bereich zurückgefallen. Der Handel zeigt sich unzufrieden mit dem bisherigen Verlauf des Weihnachtsgeschäfts, hat jedoch auch pessimistischere Erwartungen für das erste Halbjahr 2026. Der Einzelhandel leidet erkennbar unter der geringen Dynamik des Konsums. Die real verfügbaren Einkommen entwickeln sich seit längerer Zeit wegen der höheren Abgabenlast deutlich weniger dynamisch als die Bruttolöhne. Zudem bleibt das Verbrauchervertrauen in Deutschland auf historisch niedrigem Niveau, von Anschaffungsneigung oder Kauflaune ist kaum etwas zu spüren. Im Bausektor stagniert das Geschäftsklima seit einem halben Jahr, nachdem Zinssenkungen und die Investitionsoffensive im Frühjahr eine spürbare Stimmungsaufhellung ausgelöst hatten.

Die Daten des ifo-Instituts passen zur ebenfalls verhaltenen Stimmung der Einkaufsmanager im Dezember, während die zuvor gemeldeten ZEW-Erwartungen ein etwas positiveres Bild gezeichnet hatten. Die vom ZEW befragten Finanzmarktexperten schienen kurz vor dem Weihnachtsfest zu etwas mehr Optimismus bereit als die Unternehmenslenker in der Realwirtschaft. Der etwas positivere Blick in die Zukunft könnte aber auch schlicht der guten Aktienmarktpformance im Gesamtjahr geschuldet sein (vgl. Chart). Diese hat erfahrungsgemäß großen Einfluss auf die Gemütsverfassung von Finanzmarktexperten.

Die Stimmung in den deutschen Chefetagen war zum Jahresende 2025 trist und damit ein Spiegelbild der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Ausgangslage. Zwar dürfte die Wirtschaft im Schlussquartal wieder leicht gewachsen sein, für das Gesamtjahr steht jedoch nach zwei Rezessionsjahren erneut nicht viel mehr als eine schwarze Null beim Wachstum zu Buche. Der Funke für den Konjunkturaufschwung zündete zum Jahresende noch nicht, von Industrie über Bau, von Dienstleistern bis hin zum Handel herrschte Einigkeit im Pessimismus. Die Gefahr einer self-fulfilling prophecy scheint somit durchaus real. Auf dem ökonomischen Wunschzettel für 2026 steht daher neben Strukturreformen und einem höheren Wirkungsgrad der Fiskalpolitik auch ganz oben: „Mehr Zupacken und weniger Wehklagen.“ Schließlich gibt es durchaus ein paar gute Gründe für etwas mehr Optimismus: Im Jahr

2026 dürften bereits erste realwirtschaftliche Impulse von der Fiskalpolitik spürbar werden. Neben dem sukzessiven Hochlauf der Investitionen sind auch einige Nachfrageimpulse von den Maßnahmen zur Ertüchtigung der Verteidigungsfähigkeit zu erwarten. Zudem bremsst die Geldpolitik nicht mehr wie in den vergangenen beiden Jahren. Für 2026 rechnen wir trotz der anhaltenden Belastungen durch Geopolitik, US-Zollpolitik und dem anhaltend scharfen internationalen Wettbewerb immerhin mit einem realen BIP-Wachstum von 1,1%. Die Bäume wachsen somit noch nicht in den Himmel, ein Anfang für einen Aufbruch aus der Misere wäre damit aber schon gemacht.

#### Fundamentalprognosen Deutschland

	2024	2025	2026
BIP	-0,5	0,2	1,1
Privater Konsum	0,5	1,1	1,1
Öffentlicher Konsum	2,6	2,3	3,0
Investitionen	-3,3	-0,3	3,6
Exporte	-2,1	0,0	1,6
Importe	-0,6	3,8	5,0
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-0,7	-1,4	-1,3
Inflation <sup>2</sup>	2,5	2,3	2,0
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	6,0	6,3	6,3
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	-2,7	-2,8	-3,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	5,8	4,7	4,3

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

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen Deutschland

	I/25	II/25	III/25	IV/25	I/26
BIP sa Q/Q	0,3	-0,2	0,0	0,3	0,2
BIP nsa Y/Y	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,3
Inflation Y/Y	2,6	2,1	2,1	2,4	2,1

Veränderung in %

Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

# Schweiz: Mit Zuversicht ins Neue Jahr

Analyst: Christian Reuter

## **Schweiz schließt Zollabkommen mit den USA – Zusatzzoll von 39% ist vom Tisch**

Die guten Nachrichten vorweg: Die Schweiz konnte Mitte November eine grundsätzliche Einigung im Zollstreit mit den USA erreichen. Die vorliegende Absichtserklärung sieht vor, dass die zusätzlichen Zölle auf Einfuhren aus der Schweiz nun nicht mehr 39%, sondern nur noch maximal pauschal 15% betragen sollen. Außerdem werden sie auf einige Produkte wie z.B. Flugzeuge, Kosmetika oder Generika ganz aufgehoben. Die bereits bestehenden Ausnahmen bei Chemie und Pharma sowie Gold und Kaffee bleiben bestehen. Seit Mitte Dezember ist nun auch klar, dass diese Regelung rückwirkend gilt. Damit schließt sich vorerst ein dramatisches Kapitel in der Schweizer Wirtschaftsgeschichte. Die Auswirkungen allerdings werden noch eine Weile zu beobachten sein. Bemerkenswert ist, wie selektiv die Zollpolitik der USA (wahrscheinlich nicht nur) gegenüber der Schweiz vorgeht: Der handelsgewichtete durchschnittliche Zollsatz sinkt durch die Zurücknahme der 39% um nur 10%-Punkte. Auch scheinen die Zugeständnisse der Schweiz auf den ersten Blick eher gering bis symbolischer Natur zu sein. Die Eidgenossen mussten im Gegenzug lediglich die Zölle auf agrarpolitisch nicht sensible Agrarprodukte abschaffen und in sensiblen Bereichen Importkontingente zulassen, deren Größe im Vergleich zur in der Schweiz insgesamt konsumierten Menge nicht ins Gewicht fallen.

Mit dieser Einigung im Zollstreit hellen sich die Aussichten für die Schweizer Wirtschaft auf. Schon im zu Ende gehenden Jahr 2025 lief die Konjunktur robuster als viele Beobachter angesichts der schwierigen und vor allem unsicheren Situation vorhergesehen hatten. Zwar schwächte sich das Wachstum im zweiten Quartal ab und rutschte im dritten Quartal ins Minus (-0,5% Q/Q), für das laufende Quartal deutet sich jedoch bereits wieder eine Rückkehr des Wachstums an. Insbesondere erwies sich die für die Schweizer Wirtschaft wichtige chemisch-pharmazeutische Industrie als sehr robust. Sie konnte zu Anfang des Jahres zunächst von Vorzieheffekten profitieren, die der Handelsstreit mit den USA ausgelöst hatten und die der Wirtschaft im ersten Quartal einen Wachstumsschub bescherten. Die sich anschließenden Rückpralleffekte fielen insgesamt weniger ausgeprägt aus als zunächst vermutet. Tatsächlich ist das BIP-Wachstum im dritten Quartal allein von einer Herunterregelung der Schweizer AKW um 0,4 Prozentpunkte gedrückt worden, die wegen der Hitze im August nicht mehr produzieren konnten – ein Klima-, aber kein handelspolitischer Effekt. Die Binnennachfrage erwies sich zunehmend als Stütze der Schweizer Konjunktur. Dank der geringen Inflation und entsprechend steigenden Reallöhne konnte der private Konsum die Schwäche bei den Ausrüstungsinvestitionen abfedern.

## **Aussichten für 2026 verbessern sich – Jahreswachstum nur optisch schwach**

Mit der Einigung im Zollstreit, Preisstabilität und einer expansiven Geldpolitik dürfte sich das Wachstum im kommenden Jahr wieder beschleunigen. Aufgrund des großen Unterhanges, mit dem das Wachstum aus dem alten Jahr kommt, wird die Jahreswachstumsrate optisch allerdings schwach aussehen. Die meisten Stimmungsindikatoren lagen im November zwar noch im negativen Bereich, eine Verbesserung gegenüber dem Sommer ist aber zu erkennen. Erleichterung kommt insbesondere aus der Industrie, deren Einkaufsmanager so optimistisch sind wie seit Januar 2023 nicht mehr und den PMI im November auf 49,7 dicht an die Marke von 50 Punkten hievt. Maßgebliche Impulse sind im kommenden Jahr weiterhin eher von der Binnennachfrage zu erwarten. Erst 2027 dürfte wieder mit Rückenwind aus dem Außenhandel zu rechnen sein, jedenfalls wenn sich die wichtigsten Auslandsmärkte Deutschland, die EU und die USA etwa so entwickeln wie aktuell projiziert.

Die Abwärtsrisiken bleiben hoch. Nach wie vor liegt ein wesentlicher Teil davon in den Handelsbeziehungen zu den USA und in den noch ausgeklammerten Bereichen, über die noch verhandelt wird. Insbesondere schwebt über dem Pharmasektor weiter die Gefahr, dass die USA Preissenkungen verlangen. Das könnte die Gewinne der Unternehmen auslöschen und deren Investitionen in F&E in Frage



stellen. Darüber hinaus steht im Zollabkommen, dass die Schweizer Pharmakonzerne bis 2028 200 Mrd. USD in den USA investieren sollen. Obwohl das nicht von der Regierung in Bern angeordnet werden kann, so ist doch der „Deal“ durch direkte Beteiligung der Konzernchefs zustande gekommen, so dass ein ernst zu nehmendes Commitment besteht. Dabei handelt es sich auch nicht um eine Marginalie. Die fünf größten Schweizer Pharmakonzerne haben aktuell eine Marktkapitalisierung von 680 Mrd. USD; die weltweiten Auslandsinvestitionen des Sektors betrugen im Durchschnitt der letzten fünf Jahre 150 Mrd. USD. Die versprochene Summe von 200 Mrd. USD Direktinvestitionen in die USA erscheint sowohl groß als auch realistisch. Zwischen der Schweiz und den USA ergibt sich hier leider ein Nullsummenspiel, das den Standort Schweiz empfindlich schwächen könnte. Die Bedeutung des Sektors für die Alpenökonomie ist kaum zu überschätzen: Insgesamt hängen etwa 10% der Wirtschaftsleistung von Pharma ab. Außerdem trägt die Branche durch ihre hohen F&E-Investitionen überproportional zum Produktivitätswachstum bei und leistet den größten Beitrag zum Warenexport. Die Prognosen für 2026 und 2027 kann sich leicht als zu optimistisch erweisen und der Schweiz tatsächlich eine Phase schwieriger struktureller Umbrüche bevorstehen.

**Inflation bedrohlich gering und mit fallender Tendenz**

Die Teuerung lag in der Schweiz das ganze Jahr 2025 im unteren Quantil des Stabilitätsziels der Notenbank. Seit August waren die Monatsraten des LIK sowie alle relevanten Subkomponenten negativ. Die zunächst nur importierte Deflation hat sich also bis zu den Inlandspreisen herangearbeitet. Ohne eine Beschleunigung des Wachstums droht ein Abrutschen in die Deflation. Die globalen Unsicherheiten und der Vertrauensverlust beim USD sowie die extrem solide Haushaltsführung der Eidgenossen und die geringe Inflationsrate haben den Wechselkurs des Schweizer Franken auf neue Rekordwerte getrieben. Nicht einmal die Einführung der mit 39% höchsten Zusatzzölle unter den Industriestaaten konnte das Vertrauen in die Schweizer Währung erschüttern.

**Und was macht die SNB?**

Die Schweizerische Nationalbank hat 2024 als erste große Notenbank die Phase sinkender Zinsen eingeleitet und ist als erste in diesem Jahr bei ihrer vermutlichen Terminal-Rate von 0,00% angekommen. Trotzdem musste sie in jeder der vier Sitzungen ihre „bedingte Inflationsprognose“ nach unten korrigieren. Sie geht nun davon aus, dass der Disinflationsprozess im Winter 2025/26 seinen Höhepunkt erreicht. Ausgeschlossen ist das nicht, allerdings darf bei Wechselkurs und Wirtschaftswachstum nur wenig schief gehen. Mit den neuen Zöllen scheinen da nun gute Voraussetzungen geschaffen. Der Markt hat die Wahrscheinlichkeit, dass die SNB ihren Leitzins unter Null senken wird, vollständig ausgepreist. Aktuell ergibt sich kein systematischer Handlungsdruck für die Währungshüter. Frühestens zur Mitte nächsten Jahres dürfte sich die Konjunktur soweit gefestigt und die Inflation hinreichend zuverlässig im Stabilitätsintervall bewegt haben, dass mit ersten Diskussionen über eine Anhebung des Leitzinses zu rechnen ist. Bis es so weit ist, dürften aber noch mehr als 12 Monate vergehen.

Fundamentalprognosen\* Schweiz

	2024	2025	2026
BIP	1,2	1,3	0,9
Inflation	1,1	0,2	0,4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2,5	2,9	3,1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	0,6	0,6	0,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	7,5	3,9	3,5

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

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Zinsen und Wechselkurse Schweiz

	18.12.	3M	6M	12M
SNB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Satz	-0,05	-0,03	-0,01	0,00
10J	0,28	0,30	0,35	0,40
Spread 10J Bund	-257	-250	-255	-260
EUR in CHF	0,93	0,92	0,92	0,93

# Japan: Die Notenbank hat gehandelt

Analyst: Tobias Basse

## Rückblick auf ein auch politisch recht turbulentes Jahr

Mit Sanae Takaichi hat Japan im Jahr 2025 nun eine Regierungschefin erhalten, die ihren eher glücklosen Vorgänger nach den Oberhauswahlen inzwischen abgelöst hat. Aufgrund ihrer fiskalpolitischen Pläne wir der Premierministerin ganz grundsätzlich gesprochen eine Präferenz für ein niedrigeres Zinsniveau im Land der aufgehenden Sonne nachgesagt. Auch ein zu starker Yen scheint ihr eher ein Dorn im Auge zu sein. Mit Blick auf diesen Punkt hat Takaichi aufgrund des zuletzt beobachtbaren Abwertungsdruck auf die japanische Währung aktuell aber sicherlich keinen Grund zur Sorge! Hinsichtlich der Geldpolitik erscheint es aber denkbar zu sein, dass die Notenbanker in Tokio nicht schon kurz nach der Wahl der Regierungschefin an der Zinsschraube drehen wollten. Insofern hat sich die Bank of Japan also zunächst zögerlich verhalten. Im Dezember kam es nun aber doch noch zu einer erneuten Leitzinsanhebung.

## Die Notenbank hat gehandelt

Erwartungsgemäß hat die Notenbank in Tokio anlässlich der jüngsten Zentralbanksitzung eine Zinsanhebung verkündet. Der maßgebliche Leitzins ist nun auf 0,75% erhöht worden. Diese Entscheidung konnte einstimmig getroffen werden. Inflation wird also auch in Japan zu einem wichtigen Thema für die Wirtschaftspolitik. Die Notenbanker in Tokio dürften zwar weiterhin unter einem gewissen Handlungsdruck stehen, werden die Zinsen im Land der aufgehenden Sonne aber auch perspektivisch nur sehr vorsichtig erhöhen wollen.

## Der Yen rückt in den Fokus

Anlässlich der Pressekonferenz nach der Notenbanksitzung sprach Zentralbankchef Kazuo Ueda unter anderem über die Auswirkungen der schwachen heimischen Währung auf das makroökonomische Preisniveau in Japan. Risiken, die auf die neue Handelspolitik Washingtons zurückzuführen seien, würden seiner Auffassung nach langsam in den Hintergrund treten. Mit Blick auf das neutrale Zinsniveau werde man zudem weitere Wirtschaftsdaten genau im Auge behalten müssen. Wie auch schon anlässlich seines Auftritts in Nagoya rückte der Notenbankchef den Realzins ins Blickfeld der Diskussionen. Klar ist in diesem Kontext aber wohl nur eine Sache: Kazuo Ueda wird die Marktteilnehmer in 2026 überraschen müssen, um die ausgeprägte Schwäche des Yen zu beenden und eine nachhaltige Trendwende im FX-Segment einzuleiten!

Fundamentalprognosen\* Japan

	2024	2025	2026
BIP	0,1	1,2	0,8
Inflation	2,7	3,1	1,9
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2,5	2,5	2,4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-2,0	-3,0	-3,2
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	4,5	4,6	4,4

\* 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 Japan

	18.12.	3M	6M	12M
Leitzins	0,50	0,75	0,75	1,00
3M Satz	1,04	0,85	0,90	1,10
10J	1,97	1,75	1,70	1,70
Spread 10J Bund	-88	-105	-120	-130
EUR in JPY	182	174	165	155
USD in JPY	156	151	146	141

# China: Spagat zwischen Binnenmarkt und Exportboom

Analyst: Valentin Jansen

## Binnenkonjunktur und Außenhandel – ein Balanceakt

Zum Jahresende steht die Ökonomie Chinas vor einem schwierigen Balanceakt. Auf der einen Seite hat sich das Bild der Binnenkonjunktur in der zweiten Jahreshälfte deutlich eingetrübt, wie exemplarisch an den Einzelhandelsumsätzen im November (1,3% Y/Y; niedrigster Wert außerhalb der Pandemie) erkennbar wird. Die konjunkturellen Impulse infolge der auf privaten Konsum fokussierten fiskalischen Maßnahmen zu Jahresbeginn haben sich schlicht als kurzlebig erwiesen. Auf der anderen Seite konnte sich der Außenhandel trotz Handelskrieg überraschend robust präsentieren, wovon auch die Industrieproduktion 2025 zeitweise profitierte. Im November legten die Exporte um 5,9% Y/Y zu und trieben den Handelsüberschuss auf ein Rekordniveau von über 1 Billion USD. Allerdings gerät die bemerkenswerte Elastizität der alternativen Absatzmärkte wie die ASEAN-Staaten und die EU bereits an ihre (politischen) Grenzen. Für den Außenhandel, der in 2025 beim Einschwenken auf das Wachstumsziel eine monumentale Rolle gespielt hat, hält das kommende Jahr bereits jetzt mit wachsendem Argwohn bei Handelspartnern spürbaren Gegenwind bereit. Die Belebung der Binnenkonjunktur wird damit immer dringender und avanciert zu einer Hauptpriorität der politischen Entscheider.

## Wachsender Argwohn bei Handelspartnern deutet zunehmenden Gegenwind an

Die EU-Kommission hat im Dezember einen neuen Aktionsplan zur Beschleunigung des „De-Risking“ von China bei kritischen Rohstoffen vorgelegt. Er folgt auf jüngste Störungen in den Lieferketten bei Seltenen Erden und Halbleitern. Vor diesem Hintergrund hat Brüssel seine Haltung damit deutlich verschärft, denn die wiederholten Engpässe verdeutlichen einmal mehr die strukturelle Abhängigkeit Europas von chinesischen Vorleistungen und die Verwundbarkeit zentraler Industrien. Mit Blick nach vorn hat Frankreichs Präsident Macron jüngst mit möglichen europäischen Gegenzöllen den Druck erhöht, sollte Peking keine Maßnahmen zur Verringerung des „Handelsdefizits“ ergreifen. Die Verspannungen in Chinas geopolitischem Umfeld dürften sich damit auf Sicht eher verschärfen.

## Renminbi bleibt zentrales Steuerungsinstrument für Außenhandel und Binnenkonjunktur

In 2026 wird die PBOC nach einem insgesamt zurückhaltenden Kurs im Jahr 2025 wieder mehr geldpolitischen Spielraum nutzen wollen, um Fiskalimpulse zu flankieren. Gleichzeitig hat sich der Aufwertungstrend des Renminbis gegenüber dem US-Dollar seit April von 7,20 in Richtung der Marke von zuletzt 7,06 fortgesetzt. Auffällig ist dabei, dass die PBOC jüngst mehrfach einen deutlich schwächeren Referenzkurs festgesetzt hat als vom Markt erwartet, was insofern als Versuch gelesen werden kann, die Aufwertungs­dynamik zu glätten, um nicht zuletzt die Konkurrenzfähigkeit der Exporte zu schützen. Angesichts des rekordhohen Handelsüberschusses und niedriger Inflation bleibt der CNY damit ein zentrales Steuerungsinstrument im Spannungsfeld zwischen relativer außenwirtschaftlicher Stärke und dem politischen Willen, in 2026 zu einer robusteren Binnenkonjunktur zu finden.

Fundamentalprognosen\* China

	2024	2025	2026
BIP	5,0	4,8	4,5
Inflation	0,1	0,0	0,8
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5,1	5,2	5,1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4,8	-5,5	-5,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	2,3	2,8	2,4

\* Veränderung gg. Vj. in %

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

Zinsen und Wechselkurse China

	18.12.	3M	6M	12M
Einlagesatz	1,50	1,50	1,50	1,50
3M SHIBOR	1,60	1,50	1,45	1,40
10J	1,84	1,68	1,65	1,65
Spread 10J Bund	-101	-112	-125	-135
EUR in CNY	8,26	8,17	7,97	7,70
USD in CNY	7,04	7,10	7,05	7,00

Quelle: Macrobond, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Großbritannien: Die Konjunktur könnte geldpolitische Impulse gut gebrauchen

Analyst: Constantin Lürer

## Die Bank of England sendet positive Impulse fürs nächste Jahr

Kurz vor den Weihnachtsfeierlichkeiten wartet das Monetary Policy Committee mit einer Zinssenkung auf. Nach der jüngsten Dezembersitzung wurde die Bank Rate demnach auf 3,75% gesenkt, was von den meisten Marktbeobachtern im Vorfeld bereits so antizipiert wurde. Bei dem letzten Termin im November gab es bereits gewisse Anzeichen für diesen Schritt, denn seinerzeit wurde der Leitzins nur mit einem knappen Votum auf dem bis heute Mittag gültigen Leitzins belassen. Im Sitzungsprotokoll vom Novembertermin kam es bereits zu einer Art „Forward Guidance“: Sollte sich die Inflation erwartungsgemäß präsentieren, so wird man am geldpolitischen Kurs der Senkungen festhalten wollen.

## Die Inflation ging zuletzt stärker zurück als erwartet

Zum Einen sollte absehbar sein, dass der Inflationsdruck weiter nachgibt, dies bestenfalls auch verbunden mit einer abnehmenden Lohndynamik. Mit einer negativen Inflationsrate von -0,2% M/M im November wurde diese Bedingung sogar übererfüllt. Ein CPI-Wert von nun 3,2% Y/Y rückt somit näher an das Ziel der Preisniveaustabilität von 2,0% Y/Y, auch wenn dies zwischenzeitlich wieder in die Ferne gerückt war. Als zweite Maßgabe sollte ein erkennbarer Senkungspfad beibehalten werden, wobei dies natürlich nachlassenden Preisdruck bedingt. Insofern war die Zinsentscheidung am aktuellen Rand keineswegs überraschend. Wir gehen davon aus, dass die Inflation sich auch im kommenden Jahr mäßiger präsentieren dürfte.

## Weitere Senkungen kämen sehr zur Freude der Konjunktur

Unsere Prognose zum Zinspfad der Bank of England für das kommende Jahr lautet: Heiter weiter! Die Wirtschaft entwickelte sich bis Ende September nämlich nicht wirklich gut. Auf das zunächst solide erste Quartal folgten maue Zahlen in Q2 und Q3. Das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal konnte sich mit 0,1% Q/Q gerade so über der Expansionsschwelle halten. Man sieht auch bei den Stimmungskindikatoren aus der Industrie und dem Dienstleistungsbereich gewisse Bremsspuren, vor allem das Baugewerbe blickte zuletzt ziemlich pessimistisch in die Zukunft. Auch das Herbst-Budget der Schatzkanzlerin Reeves dürfte der Konjunktur ein wenig Sand ins Getriebe streuen. Von einer technischen Rezession gehen wir im Vereinigten Königreich allerdings nicht aus, Zinssenkungen sollten hier aber zusätzliche Impulse liefern, um die Konjunktur zu stabilisieren. Eine günstige Inflationsentwicklung sollte weiteren Senkungen bei der Bank Rate perspektivisch nicht im Wege stehen.

### Fundamentalprognosen\* Großbritannien

	2024	2025	2026
BIP	1,1	1,4	1,1
Inflation	2,5	3,4	2,5
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,3	4,8	5,0
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5,2	-4,5	-3,8
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2,2	-3,0	-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

	18.12.	3M	6M	12M
Reposatz	3,75	3,75	3,50	3,25
3M Satz	3,73	3,55	3,35	3,20
10J	4,48	4,45	4,30	4,25
Spread 10J Bund	163	165	140	125
EUR in GBP	0,88	0,88	0,88	0,87
GBP in USD	1,34	1,31	1,28	1,26

# Australien: Der Zinspfad in 2026 ist ungewiss

Analyst: Constantin Lürer

## Die Geldpolitik war möglicherweise nicht restriktiv genug

Schaut man sich einmal die Leitzinsen der größten Währungsräume im Vergleich zu Australien an, so fällt eines auf: Die Kurve des Cash Rate Target in Down Under war deutlich flacher als das Leitzins-Pendant z.B. bei der EZB, Fed und Bank of England. Natürlich hat jede Wirtschaft dabei Besonderheiten, aber es scheint sich nun bei diesem „globalen Experiment“ von unterschiedlich restriktiven Notenbankstrategien abzuzeichnen, dass die Australier vielleicht nicht restriktiv genug waren. Einerseits war das BIP-Wachstum im dritten Quartal schwächer als von vielen Volkswirten prognostiziert, auch wenn es sich das Jahr über bei all der Unsicherheit vergleichsweise solide zeigen konnte. Die Details des Datenkranzes gemahnten aber zur Vorsicht mit Blick auf die Verbraucherpreisentwicklung. Im Vorfeld der Veröffentlichung zu den Q3-Zahlen hatte die „Wette“ auf sogar steigende Leitzinsen einige Befürworter, die sich bei der Präsentation der Konjunkturdaten zunächst abschwächte. Es setzte sich aber eben eine Theorie durch, welcher dieser Spekulation wieder Auftrieb gab: Die Löhne steigen zu schnell.

## Bekommt das historische Jagdinstrument der Aborigines ein Revival?

Die Definition der Preisniveaustabilität ist auf dem Roten Kontinent etwas anders, als man es hierzulande wohl gewohnt ist. Eine Bandbreite von 2-3% lässt freilich etwas mehr Dynamik bei den Notenbankern zu, weshalb ein Cash Rate Target von zwischenzeitlich 4,35% durchaus als angemessen gelten konnte. Zum Zeitpunkt der ersten Zinssenkung war das Realzinsniveau restriktiv, legt man die offiziellen Quartalszahlen von 3,5% Y/Y im Dezember 2024 und die 3,0% Y/Y aus dem März ‘25 zugrunde. Das bei den Aborigines historisch bedeutsame Jagdinstrument, der Bumerang, könnte nun im übertragenen Sinne jedoch ein Comeback erfahren, denn die Inflation steigt. Aufgrund verschiedener, ambitionierter staatlicher Programme, die Preise insbesondere auch rund um Wohnen zu senken, dürften diese Gefahr aber mildern. Eine Zinssenkung ist deshalb aus unserer Sicht weiterhin das wahrscheinlichere Szenario.

## Unklar, was das RBA-Mandat mehr in Schach hält

Es besteht durchaus das Risiko steigender Inflation, weshalb Michele Bullock eine Zinspause nach der letzten RBA-Sitzung verkündete. Der Arbeitsmarkt zeigt aber durchaus auch Tendenzen des Abkühlens. Allerdings scheint es hier eher in ein Kopf-an-Kopf Rennen zu münden, was ich Zeitverlauf schlagender wird. Die Lohn-Preis-Entwicklung ist wieder ein Problem und der Arbeitsmarkt wohl schon fortgeschritten abgekühlt, weshalb der Zinspfad im kommenden Jahr durchaus ungewiss ist. Für unser Dafürhalten dürfte sich die Inflation aber im Zaum halten und die RBA sogar noch Luft zum Senken haben, auch wenn die Chance eher in Richtung 50-50 geht.

Fundamentalprognosen\* Australien

	2024	2025	2026
BIP	1,0	1,9	2,2
Inflation	3,2	2,8	3,1
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,0	4,2	4,4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-1,5	-1,0	-1,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2,2	-2,1	-2,3

\*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 Australien

	18.12.	3M	6M	12M
Cash target rate	3,60	3,60	3,35	3,35
3M Satz	3,72	3,70	3,60	3,40
10J	4,74	4,30	4,35	4,35
Spread 10J Bund	189	150	145	135
EUR in AUD	1,77	1,72	1,72	1,69
USD in AUD	0,66	0,67	0,67	0,68

# Aktienmärkte im Spannungsfeld von Innovation und Bewertung – Entwicklungen 2025, Perspektiven 2026

Analyst: Wolfgang Donie

## **KI-Boom und Rekordstände: Das Aktienjahr 2025 im Zeichen globaler Aufwärtsdynamik**

Das Aktienjahr 2025 war geprägt von einer beeindruckenden Aufwärtsbewegung an den globalen Märkten. Nach dem sogenannten „Liberation Day“ im April kam es zwar zunächst zu heftigen Kursrücksetzern, sechs Wochen später waren diese aber bereits nahezu komplett wieder verdaut. Viele Indizes, wie der DAX Anfang Juli, erreichten neue Allzeithochs. Treiber dieser Entwicklung waren das robuste Wachstum der Weltwirtschaft, solide Gewinnzuwächse der Unternehmen – insbesondere in den USA – sowie die schrittweise Verringerung der US-Leitzinsen und moderat gesunkene Kapitalmarktzinsen. Besonders hervorzuheben ist der KI-Boom, der durch starke Quartalszahlen von Tech-Unternehmen, rasantem Nutzerwachstum und großen Deals zwischen KI-Schwergewichten immer weiter befeuert wurde. Während es in den USA und Asien auch nach dem Sommer weiter nach oben ging, befinden sich die europäischen Aktienindizes aber seitdem in einer Seitwärtsbewegung. Die Hoffnung auf fiskal- und wirtschaftspolitische Impulse, die im 1. Quartal 2025 noch für eine Outperformance sorgte, wurde bislang eher enttäuscht.

Die Unternehmensgewinne in den USA stiegen um über 10%, während sie in Europa stagnierten. Die Bewertungen der Aktienmärkte sind im historischen Vergleich mittlerweile überdurchschnittlich, insbesondere in den USA.

## **Herausforderungen und Chancen 2026: Aktienmärkte zwischen hoher Bewertung und solidem Wachstum**

Für das kommende Jahr 2026 bleiben die Perspektiven grundsätzlich positiv, aber die Luft wird dünner. Es wird weiterhin ein solides globales Wirtschaftswachstum erwartet. Auch im Euroraum dürfte sich das Wachstum leicht beschleunigen. Die Konsensschätzungen für die Unternehmensgewinne sind sowohl für die USA als auch für Europa optimistisch und liegen bei erwarteten Zuwachsraten von 10–15%. Allerdings deuten negative Gewinnrevisionen in Europa und Belastungen durch höhere Zölle sowie einen stärkeren Euro darauf hin, dass die Erwartungen dort noch nach unten angepasst werden könnten. Die Leitzinsen dürften in der Eurozone auf dem aktuellen Niveau verharren, die Kapitalmarktzinsen möglicherweise leicht ansteigen. In den USA sind weitere eher vorsichtige Leitzinssenkungen zu erwarten. Die Bewertungen sind hoch, sodass die Märkte empfindlicher auf Enttäuschungen reagieren könnten.

KI und Infrastruktur bleiben die zentralen Wachstumstreiber. Darüber hinaus eröffnen auch die Bereiche Energie, Industrieautomation sowie ausgewählte asiatische Märkte – insbesondere Japan – attraktive Chancen. In Europa und Deutschland könnten ab Mitte 2026 fiskalische Maßnahmen sowie Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung neue Wachstumsimpulse setzen. Zudem bieten im Vergleich zu Standardwerten günstiger bewertete Titel der zweiten und dritten Reihe, wie etwa im MDAX, bei einer anziehenden Konjunktur besonderes Potenzial. Risiken bleiben: geopolitische Konflikte, Handelsbarrieren, strukturelle Probleme im US-Immobilien Sektor, Staatsverschuldung und die hohe Marktkonzentration auf wenige Tech-Giganten. Beim Thema KI dürfte zunehmend die Monetarisierung in den Fokus rücken.

Katalysatoren für eine Korrektur könnten neben der Bewertungsthematik bei KI-Unternehmen eine Eintrübung der Konjunktur, fallende Unternehmensgewinne oder steigende Zinsen sein.

# Rohöl: Überangebot ante portas

Analyst: Thomas Wybierek

## Ölflut oder verkraftbarer Ölüberhang in 2026?

Der OPEC+ -Verbund hat 2025 seine Strategie, Marktanteile zurückzuerobern, konsequent umgesetzt. Seit April wurden die vor einigen Jahren beschlossenen freiwilligen Förderbeschränkungen schrittweise zurückgenommen. Zunächst wurde zwar im April noch mit einer relativ kleinen Anhebung von ca. 140.000 b/d gestartet, ab Mai folgten dann bis Juli Freigaben um jeweils 411.000 Barrel pro Tag. Sowohl im August als auch im September wurde der Ölhahn dann noch weiter aufgedreht und jeweils ca. 548.000 b/d zusätzlich genehmigt. Erst zu Beginn des vierten Quartals wurde Tempo rausgenommen. Für die Monate Oktober bis Dezember durften jeweils 137.000 b/d mehr gefördert werden. In Summe steht damit zum Jahresende ein Plus von 2,9 Mio. b/d. Zumindest scheint damit die Strategie aufgegangen zu sein, die Marktmacht zu stabilisieren oder gar auszuweiten. Der Blick auf die Daten der US-Ölproduktion zeigt bis zum Sommer eine vergleichsweise stabile Entwicklung. Erst in Q3 25 wurde wieder mehr Rohöl in den Staaten gefördert und ein neues Rekordhoch von 13,84 Mio. b/d erzielt. Die globale Versorgungssituation belastet jedoch die Notierungen, sodass in den Staaten weiterhin eine Zurückhaltung bei Investitionen innerhalb der Förderindustrie gegeben war. Die vielfach vor einem Jahr befürchtete „drilling“-Offensive unter der Trump-Regierung blieb somit erstmal aus. Ob die 2026 kommt, ist u.E. eher unwahrscheinlich. So erwartet der IWF in 2026 ein Weltwirtschaftswachstum von 3,1%, nach 3,2% in 2025. Die OPEC+ -Allianz zeigt sich jedoch optimistisch und rechnet nur mit einem leichten Angebotsüberhang im nächsten Jahr, der aktuellen Schätzungen zufolge bei ca. 60.000 b/d liegen könnte. 2026 wird eine Nachfrage von 106,52 Mio. b/d prognostiziert (2025: 105,14 Mio. b/d). Das Nachfragewachstum wird entsprechend bei ca. 1,4 Mio. b/d 2026 gesehen. Wesentlich pessimistischer fällt hingegen die Prognose der IEA aus. Die Internationale Energieagentur erwartet, dass die Nachfrage 2026 um bis zu 3,84 Mio. b/d Angebotsseitig übertroffen werden könnte. Dieses Szenario würde die Ölpreise erneut unter Druck setzen.

## Risikoprämien 2026 zunächst eingepreist

Ob der Ukrainekrieg in das fünfte Jahr gehen oder ob es noch bis zum Februar 2026 zu einer Lösung und einem Waffenstillstand kommen wird, ist aktuell trotz diverser Bemühungen der USA und der EU offen. Zumindest scheinen die Sanktionen gegen Russlands Ölindustrie und die Schattenflotte inzwischen mehr Wirkung zu zeigen. Im Gaza-Konflikt ist aber seit Oktober 2025 eine gewisse Ruhe eingetreten. Entsprechend sind die aktuellen geopolitischen Risiken eingepreist und die beschriebenen Fundamentalfaktoren werden wieder deutlicher gewichtet. Der Brent-Kurs verringerte sich seit Jahresanfang um ca. 15%, WTI notierte fast 19% unterhalb des Niveaus vom Jahresbeginn 2025. Nichtsdestotrotz kann es auch 2026 zu volatilen Phasen kommen. In Q1 2026 dürfte die Entwicklung in Südamerika rund um das OPEC+ -Mitglied Venezuela eine Rolle spielen. Worst Case-Szenario wäre 2026 hingegen ein China-Taiwan-Konflikt. Dies gilt aber nicht nur für den Ölmarkt.

## In H1 2026 Preiseffekte für den Endverbraucher möglich

Auch 2026 wird sich die CO<sub>2</sub>- Abgabe in Deutschland weiter erhöhen. Allerdings wird sie weniger starr ausfallen, als noch 2025. Sie soll sich in einer Spanne zwischen 55 EUR/t und 65 EUR/t bewegen. Da sich jedoch der in der EU gehandelte CO<sub>2</sub>-Preis im Dezember deutlich über der Marke von 80 EUR/t bewegte, deutet viel auf einen Aufschlag von 10 EUR/t zu Jahresbeginn hin. Zwar könnte noch ein positiver Preiseffekt vom USD ausgehen, problematischer würden jedoch Ausfälle in den Tradeflows von Ölprodukten wirken. Insbesondere für die globale Diesel- und Heizölproduktion spielt z.B. das „saure“ und „schwere“ Rohöl aus Venezuela eine wichtige Rolle. Sollten hier Lieferungen aufgrund einer Eskalation der Spannungen mit den USA ausfallen, könnte dies zu Preisanstiegen führen.

# Gas: Niedrige Preise aber leere Speicher

Analyst: Thomas Wybierek

## Wie lange bleibt der Preisdruck am Gasmarkt bestehen?

Zum Jahresende 2025 lagen die Gaspreise wieder auf Niveaus, die zuletzt in 2024 gesehen wurden. Teilweise wurden im Dezember weniger als 26 EUR/MWh aufgerufen. Die Futures für die nächsten Monate und Quartale in 2026 weisen auf eine konstante Entwicklung hin. Zum einen gab es aufgrund der milden Temperaturen im Dezember in Nordwesteuropa keine signifikanten Nachfragesprünge aus dem Wärmesektor, zum anderen blieb die konjunkturbedingte Nachfrage weiter schwach. Hinzu kam, dass am Weltmarkt ausreichende Mengen an LNG verfügbar waren. In Asien blieb die Nachfrage gering während die USA hingegen ihre Exportkapazitäten ausbauten. Ende 2025 kam mehr als die Hälfte der von Europa importierten LNG-Mengen aus den USA. Zudem sind seit der Energiekrise 2022 Terminkapazitäten nicht nur in Deutschland aufgebaut worden. Zwar wurde von der EU ein weiteres Sanktionspaket für Russland beschlossen. Der Einfuhrstopp gilt aber für die langfristigen Verträge erst ab dem 01.01.2027. Das untersagte Umladen von LNG-Ladungen aus Russland in europäischen Häfen führte im laufenden Jahr sogar zu mehr Einspeisungen ins europäische Gasnetz. Die Verfügbarkeit von Erdgas gibt derzeit somit wenig Anlass zur Sorge. Allerdings sollten auch die Entwicklungen in den USA nicht gänzlich vernachlässigt werden. Hier waren im vierten Quartal die Gaspreise deutlich gestiegen. Außerdem sind im ersten Quartal Winterstürme üblich, die regelmäßig zu Problemen in wichtigen Förderregionen wie z.B. Texas führen. Sollte es zu längeren Ausfällen wichtiger Exportkapazitäten kommen, wird dies Auswirkungen auf die Preise haben.

## Speicherfüllung spiegelt verkehrte Preis-Welt

Europas Gasspeicher waren Ende 2025 im Vergleich zu den letzten fünf Jahren nur 2021 geringer gefüllt. Per 01.11.25 wurde ein Wert von 82,81% ausgewiesen. In Deutschland wurden zum Stichtag 75,13% erreicht. Ein kurzer Kälteeinbruch Ende November führte dann zu einem deutlichen Absinken der Bestände. Per Mitte Dezember waren die hiesigen Vorräte noch zu ca. 63% vorhanden. EU-weit waren die Reserven auf ca. 69% reduziert. In der Winterzeit sind Entspeicherungen die Regel und somit nicht das Problem. Dies ist im Vorfeld in der typischen Auffüllperiode zwischen Frühjahr und Sommer 2025 zu finden. An den Gasmärkten kam es zu engen saisonalen Spreads d.h. die Preisunterschiede zwischen Sommer- und Wintergas bzw. für kurze und längere Abschlüsse der Futures waren äußerst gering. Damit fehlte den Speicherbetreibern der übliche ökonomische Anreiz. Gas wird im Sommer günstig gekauft, eingelagert und kann dann im Winter teurer verkauft werden. Anfang März lag die TTF-Notierung bei ca. 45,20 EUR/MWh und ging dann relativ stetig bis November auf 31,85 EUR/MWh zurück. Per 15.12.25 wurden sogar nur noch 27,58 EUR/MWh aufgerufen. Auch die aktuellen Future-Notierungen zeigen für 2026 eine kaum veränderte Erwartungshaltung der Marktteilnehmer.

## Ist die alte Erdgasbevorratung ein Auslaufmodell?

Eine verringerte Bevorratung macht Deutschlands Gasversorgung theoretisch anfälliger für starke Preisschwankungen, da die Pufferwirkung fehlt. Dieses Phänomen war 2022 in der Energiekrise zu beobachten. Allerdings hat sich die Gemengelage seitdem etwas verändert. Der Ausbau erneuerbarer Energien setzt sich fort, der Gasverbrauch wird langfristig eher abnehmen. Teile des Erdgasnetzes sollen umgewidmet und in die Wasserstoffversorgung integriert werden. Erste Versuche mit den Kavernen laufen, der H2-Hochlauf stockt jedoch. Es existieren zwar einige langfristige Verträge zur LNG-Versorgung (Katar und USA), die Lieferungen sind aber nicht bedarfsdeckend. Es fehlt eine konsequente politische Absicherungsstrategie. Anders als bei Rohöl oder Strom gibt es keine gesetzlich vorgeschriebene staatliche Reserve. Solange noch Gas in Deutschland benötigt wird, bleibt diese Art von Marktvertrauen eine riskante Wette nicht nur auf Preise.



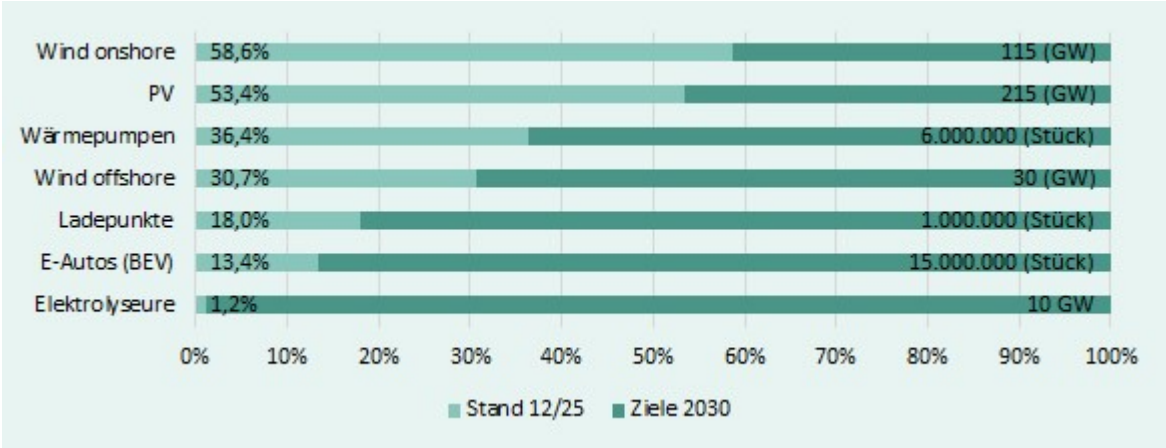
# Transformation: Vereinzelte Fortschritte erkennbar

Analyst: Thomas Wybierek

## 2030er Ausbauziele bleiben ambitioniert

Eine Änderung der Ausbauziele für erneuerbare Energien und damit im Zusammenhang stehenden Technologien wie z.B. Ladesäulen ging nicht mit dem Regierungswechsel in Deutschland einher. Es besteht die Hoffnung, dass sich die geplanten Investitionen in Infrastrukturmaßnahmen und Klimaschutz positiv auswirken. Dies hängt aber weiterhin davon ab, wie schnell Hürden wie aufwendige Genehmigungsverfahren weiter abgebaut werden können und die Wirtschaft generell in Schwung gebracht werden kann. In Anbetracht der absehbaren geopolitischen Rahmenbedingungen (US-Zölle, neue Machtblöcke, Sanktionen und anhaltende Konflikte) bleiben zumindest für 2026 Zweifel.

Chart: Ausbaustand Energiewende in Deutschland



Quelle: openenergytracker; NORD/LB Research

Bei fast allen betrachteten Anwendungsfeldern hat sich die Lücke zwischen dem aktuellen Stand und den für 2030 definierten Zielen etwas verringert. Kaum Bewegung war beim Thema Ausbau der E-Mobilität sowie bei der Elektrolyseleistung feststellbar. Letzteres überrascht nicht, da das Thema Wasserstoff unverändert mit der Kosten- und Verfügbarkeitsthematik kämpft. Immer mehr Projekte wurden 2025 auf Eis gelegt, da H2 zu teuer oder nicht in der notwendigen Menge beschaffbar war. Die Beliebtheit von E-Autos nahm nur marginal zu, was sowohl mit gesunkener Konsumfreude in der Rezession im Zusammenhang stand, als auch mit dem Mismatch zwischen Angebot und Nachfrage. Dass sich mit der avisierten neuen E-Autoprämie für Käufer mit geringen Einkommen eine nachhaltige Trendumkehr generieren lässt, ist u.E. unwahrscheinlich. Positiv entwickelte sich hingegen die Nutzung von PV-Anlagen. Hier konnte 2025 die wichtige Marke von 50% der Zielerreichung deutlich überschritten werden. Während der Ausbau der Offshore-Windenergie ins Stocken geraten ist, machten sich aber wenigstens erste Maßnahmen zum beschleunigten Zubau von Windkraftanlagen an Land bemerkbar.

Marktdaten	Aktuell	12-Monats-Hoch		12-Monats-Tief		NORD/LB-Prognose		
	18.12.25	auf tägl. Basis		auf tägl. Basis		3M	6M	12M
Brent Rohöl (USD/Barrel)*	59,67	81,64	15.01.25	58,76	16.12.25	60	62	63
WTI Rohöl (USD/Barrel)*	55,86	79,00	15.01.25	55,43	16.12.25	56	59	60
Strompreis (EUR/MWh)**	91,98	135,24	12.02.25	61,31	23.06.25	103	72	86
CO2-Zertifikate (EUR/Tonne)**	84,49	85,34	15.12.25	59,97	09.04.25	86	87	88
Erdgas TTF (EUR/MWh)**	27,50	58,28	10.02.25	26,43	10.12.25	28	32	33
Steinkohle Rotterdam (USD/Tonne)***	96,40	114,50	02.01.25	89,05	14.10.25	97	101	99

Quelle: Macrobond, NORD/LB Research

# Portfoliostrategien

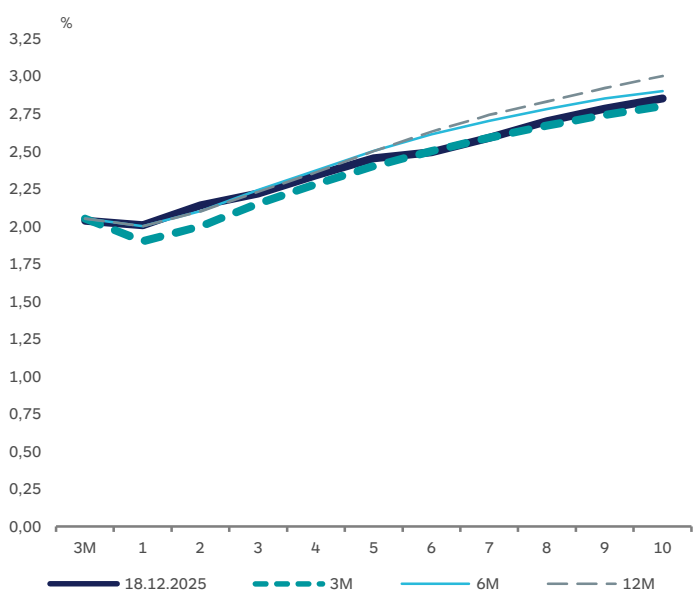
## Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von			
	Aktuell	3M	6M	12M	
3M	2,04	2,05	2,05	2,05	
1J	2,01	1,90	2,00	2,00	
2J	2,14	2,00	2,10	2,10	
3J	2,22	2,15	2,24	2,23	
4J	2,34	2,28	2,37	2,36	
5J	2,45	2,40	2,50	2,50	
6J	2,49	2,50	2,61	2,63	
7J	2,59	2,59	2,70	2,74	
8J	2,70	2,67	2,78	2,83	
9J	2,78	2,74	2,85	2,92	
10J	2,85	2,80	2,90	3,00	
2J (Swap)	2,28	2,15	2,25	2,25	
5J (Swap)	2,58	2,50	2,60	2,60	
10J (Swap)	2,92	2,80	2,90	3,00	

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen Zinsstrukturkurve (Bunds)



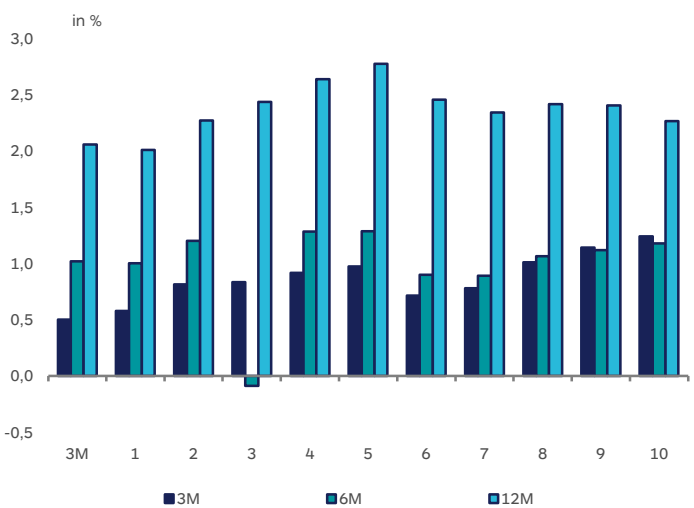
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen und Total Returns

	Total Returns (in %) auf Sicht von...			
	3M	6M	12M	
3M	0,50	1,02	2,05	
1J	0,58	1,00	2,01	
2J	0,81	1,20	2,27	
3J	0,83	-0,09	2,43	
4J	0,91	1,28	2,64	
5J	0,97	1,29	2,77	
6J	0,71	0,90	2,45	
7J	0,78	0,89	2,34	
8J	1,01	1,06	2,41	
9J	1,14	1,12	2,40	
10J	1,24	1,18	2,26	

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns



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.

# Portfoliostrategien

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

### Auf 3-Monatssicht

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

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

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

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Auf 12-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	2,0	10,3	4,5	18,6	-0,1
2J	2,3	10,7	4,9	19,1	0,0
3J	2,4	11,3	5,0	19,4	-0,1
4J	2,6	12,1	5,4	20,2	-0,1
5J	2,8	12,9	5,6	20,9	0,0
6J	2,5	15,6	6,4	21,7	0,2
7J	2,3	14,4	6,2	22,7	0,1
8J	2,4	14,5	7,5	23,5	-0,1
9J	2,4	15,0	7,7	24,4	-0,2
10J	2,3	15,3	7,8	24,2	-0,3

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	3,5	3,7	0,8	-0,2
2J	3,9	4,2	1,2	-0,1
3J	4,5	4,2	1,5	-0,2
4J	5,2	4,6	2,2	-0,2
5J	6,0	4,8	2,8	-0,1
6J	8,5	5,7	3,4	0,1
7J	7,4	5,4	4,3	0,0
8J	7,5	6,7	5,0	-0,2
9J	7,9	6,9	5,7	-0,3
10J	8,2	7,0	5,6	-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	
	18.12.2025	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
DAX	24.199,50	23.836,79	19.909,14	1,52%	21,55%
MDAX	30.281,18	29.937,15	25.589,06	1,15%	18,34%
EuroSTOXX50	5.741,71	5.668,17	4.895,98	1,30%	17,27%
STOXX50	4.860,31	4.803,44	4.308,63	1,18%	12,80%
STOXX600	585,35	576,43	507,62	1,55%	15,31%
Dow Jones	47.951,85	47.716,42	42.544,22	0,36%	12,56%
S&P 500	6.774,76	6.849,09	5.881,63	-1,86%	14,28%
Nikkei	49.001,50	50.253,91	39.894,54	-2,49%	22,83%

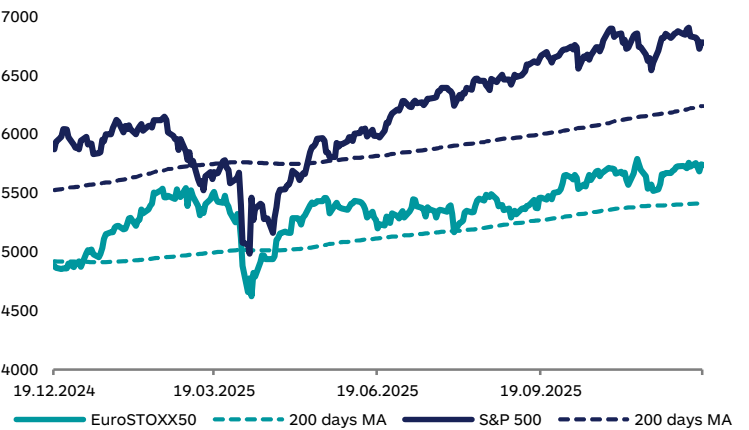
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen Indizes

Index	NORD/LB Prognose		
	auf Sicht von ...		
	3M	6M	12M
DAX	24.500	25.500	26.500
MDAX	30.800	32.500	33.800
EuroSTOXX50	5.800	6.050	6.200
STOXX50	4.900	5.100	5.250
STOXX600	590	610	625
Dow Jones	49.000	50.500	51.500
S&P 500	6.900	7.100	7.300
Nikkei	50.500	52.500	55.000

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

EuroSTOXX50 und S&P500



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

**Redaktionsschluss** für Daten, Prognosen und Texte war **Freitag, 19. Dezember 2025**.

Der nächste Economic Adviser erscheint am **30. Januar 2026**.

# 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	2,0	2,0	3,0	2,8	2,8	4,0	4,3	4,4	-6,9	-6,2	-6,2
Euroland	0,8	1,4	1,2	2,4	2,1	1,9	6,4	6,4	6,3	-3,1	-3,2	-3,3
Deutschland	-0,5	0,2	1,1	2,5	2,3	2,0	6,0	6,3	6,3	-2,7	-2,8	-3,5
Japan	0,1	1,2	0,8	2,7	3,1	1,9	2,5	2,5	2,4	-2,0	-3,0	-3,2
Großbritannien	1,1	1,4	1,1	2,5	3,4	2,5	4,3	4,8	5,0	-5,2	-4,5	-3,8
Schweiz	1,3	1,3	0,9	2,1	0,2	0,4	2,0	2,9	3,1	0,1	0,6	0,0
China	5,0	4,8	4,5	0,1	0,0	0,8	5,2	5,2	5,1	-4,8	-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 %	18.12.25	3M	6M	12M
USD	3,75	3,50	3,25	3,00
EUR	2,00	2,00	2,00	2,00
JPY	0,50	0,75	0,75	1,00
GBP	3,75	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...	18.12.25	3M	6M	12M
USD	1,17	1,15	1,13	1,10
JPY	182	174	165	155
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87
CHF	0,93	0,92	0,92	0,93
CNY	8,26	8,17	7,97	7,70

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M
USD	3,69	3,40	3,10	3,00	3,46	3,35	3,05	3,00	3,66	3,50	3,20	3,10	4,12	3,85	3,70	3,60
EUR	2,04	2,05	2,05	2,05	2,14	2,00	2,10	2,10	2,45	2,40	2,50	2,50	2,85	2,80	2,90	3,00
JPY	1,04	0,85	0,90	1,10	1,07	0,90	0,95	1,00	1,44	1,25	1,25	1,25	1,97	1,75	1,70	1,70
GBP	3,73	3,55	3,35	3,20	3,75	3,70	3,62	3,53	3,94	4,00	3,85	3,75	4,48	4,45	4,30	4,25
CHF	-0,05	-0,03	-0,01	0,00	-0,08	-0,03	0,00	0,05	0,09	0,10	0,15	0,20	0,28	0,30	0,35	0,40

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M	18.12.	3M	6M	12M
USD	166	135	105	95	132	135	95	90	121	110	70	60	127	105	80	60
JPY	-99	-120	-115	-95	-106	-110	-115	-110	-101	-115	-125	-125	-88	-105	-120	-130
GBP	169	150	130	115	161	170	152	143	149	160	135	125	163	165	140	125
CHF	-208	-208	-206	-205	-222	-203	-210	-205	-236	-230	-235	-230	-257	-250	-255	-260

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Anhang



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

Christian Lips  
Chefvolkswirt  
Head of Macro Research  
+49 172 735 1531  
[christian.lips@nordlb.de](mailto:christian.lips@nordlb.de)



Tobias Basse  
Macro Research  
+49 511 361-2722  
[tobias.basse@nordlb.de](mailto:tobias.basse@nordlb.de)



Christian Reuter  
Macro Research  
+49 152 0412 9316  
[christian.reuter@nordlb.de](mailto:christian.reuter@nordlb.de)



Valentin Jansen  
Macro Research  
+49 157 8516 7232  
[valentin.jansen@nordlb.de](mailto:valentin.jansen@nordlb.de)



Constantin Luer  
Macro Research  
+49 157 8516 4838  
[constantin.lueer@nordlb.de](mailto:constantin.lueer@nordlb.de)



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



Thomas Wybierek  
Sector Research  
+49 511 361 - 2337  
[thomas.wybierek@nordlb.de](mailto:thomas.wybierek@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](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 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 Ausgestaltungsmerkmale 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. 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 Mitgliedstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektrichtlinie oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektrichtlinie oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

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

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

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Redaktionsschluss und letzte Aktualisierung aller Marktdaten:**

Montag, 22. Dezember 2025, 12:56 Uhr

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