

## **Economic Adviser**

### **Macro Research**

13. Dezember 2024 ♦ Ausgabe Outlook 2025

# Inhalt

<b>Einleitung: Zwischen Zöllen und Geopolitik – Navigieren in unsicheren Zeiten .....</b>	<b>3</b>
Trump, Geopolitik, Neuwahlen, Frankreich – politische Unsicherheiten außergewöhnlich hoch .....	3
Das Jahr 2025 startet eigentlich erst am 20. Januar so richtig.....	3
Prognoseunsicherheit außergewöhnlich hoch – Geldpolitik bleibt auf Lockerungskurs .....	3
<b>USA: In 2025 bleibt kein Stein auf dem anderen .....</b>	<b>4</b>
Der Arbeitsmarkt bereitet den Weg für erste Zinssenkungen .....	4
Wirtschaft und Politik stehen vor disruptiven Zeiten .....	4
Ausblick: Renten- und Devisenmarkt .....	5
<b>Euroland: Konjunkturrisiken im Fokus – EZB bleibt auf Lockerungskurs .....</b>	<b>7</b>
Rückblick 2024: Langsame Konjunkturerholung – Deutschland hinkt beim Wachstum hinterher .....	7
Europäischer Arbeitsmarkt erweist sich als sehr robust.....	7
Ausblick: Keine nennenswerte Konjunkturbelebung im Jahr 2025 .....	8
Inflationsdruck lässt weiter nach – Kernrate bleibt aber vorerst noch hartnäckig .....	9
Die Sorge an den Märkten vor politischem Stillstand in Frankreich ist groß.....	9
EZB seit Juni auf Lockerungskurs – restriktive Politik wird nicht mehr benötigt.....	10
Ausblick: Weitere Zinssenkungen bis 2,00% – Markterwartungen jedoch zu offensiv.....	11
<b>Deutschland: Auf der Suche nach Wegen aus der Struktur- und Konjunkturkrise .....</b>	<b>12</b>
Reale Wirtschaftsleistung schrumpft auch im Jahr 2024.....	12
Damoklesschwert US-Importzölle – Konjunkturerwartungen leiden unter hoher Unsicherheit.....	13
Konjunkturschwäche wirkt sich trotz Demografie zusehends negativ auf den Arbeitsmarkt aus .....	13
Disinflationsprozess hält an – Inflationsrate im Jahr 2025 im Bereich von 2,0% erwartet .....	14
Prognose 2025: Es droht ein weiteres Jahr Stagnation.....	15
<b>Schweiz: SNB mit großem Zinsschritt – Frankenstärke wird zum Problem .</b>	<b>16</b>
Schweizer Wirtschaftswachstum schwächt sich ab – insgesamt aber ein solides Jahr 2024.....	16
Aussichten für 2025 mit etwas mehr Dynamik, aber erheblichen Unsicherheiten.....	16
Inflation auf dem Rückzug – Rendezvous mit der Deflation?.....	17
SNB senkt ihren Leitzins überraschend stark – Aufwertung des Franken wird zum Problem.....	17
<b>Japan: Die Inflation rückt in den Fokus der Notenbank.....</b>	<b>18</b>
Nach dem Strategiewechsel bei der Zentralbank .....	18
Das Leitzinsniveau sollte langsam erhöht werden müssen.....	18
Der Yen bleibt wohl in Bewegung .....	18

<b>China: Kraftakt beim Binnen- und Außenhandel</b> .....	<b>19</b>
Vorzieheffekte beim Außenhandel im Vorgriff auf künftige US-Außenhandelspolitik .....	19
Fiskalische Hilfen stärker auf effektive Nachfrage fokussieren aber auch Pulver trocken halten.....	19
PBOC: Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung „moderately loose“ .....	19
<b>Großbritannien: Die Zukunftsaussichten sind gut</b> .....	<b>20</b>
Neue Regierung steuert mit wenig Rückhalt ins neue Jahr .....	20
Senkungszyklus bei der Bank Rate wahrscheinlichstes Szenario.....	20
Preisentwicklung und BIP-Wachstum dürften 2025 stabil bleiben.....	20
<b>Australien: Zinssenkungen und Wahlkampfspannung</b> .....	<b>21</b>
Leitzins durch Reserve Bank of Australia unverändert.....	21
Noch keine eindeutige Tendenz bei anstehenden Neuwahlen .....	21
Australien und China legen Handelsstreit endgültig bei.....	21
<b>Aktienmärkte: Erneut starkes Börsenjahr 2024 – vorsichtig optimistischer Ausblick für 2025</b> .....	<b>22</b>
Insgesamt starkes Börsenjahr 2024 dank Zinswende sowie steigender Unternehmensgewinne .....	22
Ausblick auf 2025: Vorsichtiger Optimismus.....	22
<b>Rohöl: Des einen Freud, des anderen Leid</b> .....	<b>23</b>
Mismatch zwischen Angebot und Nachfrage hält mind. in H1 2025 noch an.....	23
Risikoprämie 2025 dürfte geringer ausfallen .....	23
Überangebot erfreut Verbraucherseite.....	23
<b>Gas: Mix aus LNG, Wetter, Konjunktur sorgt für Vola</b> .....	<b>24</b>
Faktor Winter 2024/25: Trotz erster Kältewelle zu managen.....	24
Europas Achillesverse: Entspeicherung .....	24
Gaspreise im Kontext von Konjunktur, LNG-Strömen sowie Finanzinvestments .....	24
<b>Transformation: Weiter im Sog der Polykrise</b> .....	<b>25</b>
Lücke zwischen Wunsch und Wirklichkeit immer aufwendiger bis 2030 zu schließen .....	25
<b>Portfoliostrategien</b> .....	<b>26</b>
<b>Zinsstrukturkurve Euroland</b> .....	<b>26</b>
<b>Zinsstrukturkurve international: 3-Monats- &amp; 12-Monatssicht</b> .....	<b>27</b>
<b>Aktienmarktstrategie; 3-Monats-, 6-Monats- &amp; 12-Monatssicht</b> .....	<b>28</b>
<b>Übersicht Prognosen</b> .....	<b>29</b>

# Einleitung: Zwischen Zöllen und Geopolitik – Navigieren in unsicheren Zeiten

Analyst: Christian Lips, Chefvolkswirt

## **Trump, Geopolitik, Neuwahlen, Frankreich – politische Unsicherheiten außergewöhnlich hoch**

Es sind nur noch wenige Tage bis zum Jahreswechsel, die übliche Zeit für einen Rückblick auf das abgelaufene Jahr und einen Ausblick auf das vor uns liegende. Die weltwirtschaftliche Dynamik war im abgelaufenen Jahr erwartungsgemäß moderat, wobei sich das Bild einer heterogenen Entwicklung weiter verfestigt hat. Soliden Wachstumswahlen aus den USA und mit gewissen Abstrichen auch China steht eine anhaltende Wachstumsschwäche im Euroraum gegenüber. Hierbei hinkt die deutsche Volkswirtschaft noch deutlich hinterher und ist nach wie vor in der Stagnation gefangen. Insgesamt lag das Weltwirtschaftswachstum im Jahr 2024 erneut bei nur rund 3%. Ein Hauptbelastungsfaktor ist die anhaltend hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit, besonders ausgeprägt ist die Belastung seit dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine für Deutschland. Mit dem Wahlsieg von Donald Trump, dem Ampel-Aus in Deutschland und dem Scheitern der französischen Regierung Barnier hat sich die wirtschaftspolitische Unsicherheit Ende 2024 noch einmal deutlich verstärkt.

## **Das Jahr 2025 startet eigentlich erst am 20. Januar so richtig**

Zwar ist weder Ausmaß noch Zeitpunkt möglicher höherer US-Importzölle bekannt, die protektionistische Agenda von Donald Trump trägt jedoch bereits jetzt weltweit zur Verunsicherung bei. Wachsender Protektionismus und die geopolitische Konfrontationslage setzen Europa unter Druck. Vor allem auf die hierin zum Ausdruck kommende Abkehr von der Stärke des Rechts hin zum Recht des Stärkeren hat Europa offensichtlich noch keine Antwort. Auch in der Verteidigungs- und Geopolitik, speziell mit Blick auf die Ukraine, könnten Änderungen gerade für Europa erhebliche Folgen haben. Bislang sind dies jedoch alles nur Mutmaßungen und Spekulationen – ehrlicherweise muss man die Inauguration Donald Trumps und die konkreten Schritte der Administration Trump abwarten. Insofern startet das Jahr 2025 eigentlich erst am 20. Januar richtig.

## **Prognoseunsicherheit außergewöhnlich hoch – Geldpolitik bleibt auf Lockerungskurs**

In dieser Phase extremer politischer Unwägbarkeiten ist auch die Prognoseunsicherheit außergewöhnlich hoch. Im Basisszenario kann aus heutiger Sicht an vielen Stellen nur mit technischen Annahmen gearbeitet werden. Aber auch wenn viele Dinge im Fluss und nur wenige verlässlich sind, gibt es doch einige Entwicklungslinien, die uns recht robust erscheinen. Zumindest kurzfristig wird die Geldpolitik ihren Lockerungskurs fortsetzen, vor allem für die EZB sind die Konjunkturrisiken stärker in den Fokus gerückt. Der Disinflationprozess ist global weit fortgeschritten und macht zumindest in Europa eine restriktive Ausrichtung der Geldpolitik nicht mehr erforderlich. Die vergangene Hochzinsphase wirkt jedoch realwirtschaftlich noch einige Zeit nach, weshalb die Konjunkturdynamik noch gedämpft ist.

Eine wichtige Frage ist, ob sich Deutschland 2025 endlich aus der Stagnation befreien kann. Wir sind aufgrund des Umfelds skeptisch und rechnen mit dem dritten Jahr Nullwachstum in Folge. Allerdings besteht auch die Chance, dass die Politik nach den Neuwahlen im Februar beherzt die Konjunktur- und Strukturkrise angeht, Planungssicherheit schafft sowie Zuversicht stiftet und so der Investitionsattentismus endet. Wünsche werden ja noch erlaubt sein, es ist schließlich bald Weihnachten!

*Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in diesem Jahr und wünschen Ihnen viel Freude und vor allem gute Anregungen beim Lesen unseres Jahresausblicks, ein frohes Weihnachtsfest sowie einen guten Start in ein gesundes, erfolgreiches und hoffentlich friedlicheres Jahr 2025!*

*Herzlichst,*

*Ihr Research-Team der NORD/LB*

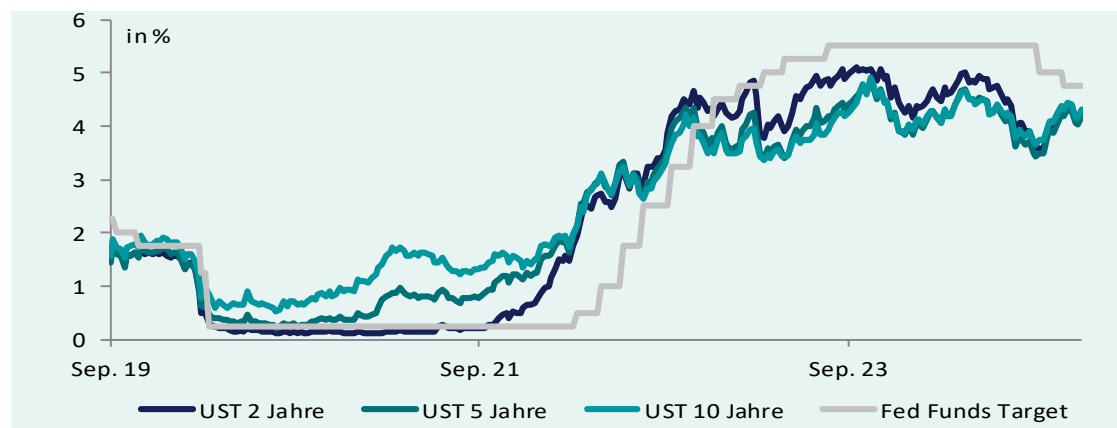
# USA: In 2025 bleibt kein Stein auf dem anderen

Analysten: Tobias Basse // Constantin Lürer

## Der Arbeitsmarkt bereitete den Weg für erste Zinssenkungen

Im ersten Halbjahr 2024 drehte sich innerhalb des ökonomischen Diskurses in Bezug auf die US-Wirtschaft im Grunde alles um die Inflationsentwicklung und ob es möglicherweise zu einem „Hard- bzw. Soft Landing“ kommen würde, also wie stark die Konjunktur abrauschen könnte. Aufgrund des auch dort herrschenden Fachkräftemangels und der immer wieder positiven Arbeitsmarktdaten schien diese Komponente des Dual Mandates der Fed zunächst keine Rolle zu spielen. Spätestens mit Beginn des zweiten Halbjahres und dem diesjährigen Höchstpunkt bei der Arbeitslosenquote im Juli mit 4,3%, änderte sich der Fokus dann ziemlich schnell. Die Inflation schien inzwischen kein großes Problem mehr darzustellen, umso mehr dann aber der Arbeitsmarkt. Zwar müsse die Wirtschaft gebremst werden, um die Inflation wieder in Richtung der Preisniveaustabilität zu entwickeln; dies dürfe aber nicht über Gebühr den Arbeitsmarkt belasten, so ließ Powell sinngemäß in Jackson Hole verlautbaren. Ebenda wurde auch bekanntermaßen rhetorisch die erste Zinssenkung der Fed eingeleitet, welche dann auch einen knappen Monat später im September erfolgte. Den einen Arbeitsmarkt scheint es in den USA allerdings nicht zu geben, denn über die verschiedenen Branchen und Regionen hinweg gibt es teilweise große Unterschiede. Die Industrieunternehmen befassen sich schon das ganze Jahr über damit, wo sie einerseits neue Fachkräfte herbekommen und ob sie andererseits überhaupt noch jemanden einstellen sollten. Bei den Dienstleistern zeichnete sich zwar ein etwas freundlicheres Bild ab; die Unsicherheiten blieben aber auch hier ähnlich. Es ist gerade auch in Bezug auf den anstehenden Administrationswechsel davon auszugehen, dass es in den HR-Abteilungen der Unternehmen im ersten Halbjahr 2025 nicht unbedingt einfacher wird und mitunter zu paradoxen Verzerrungen kommen dürfte.

Chart: Zinsentwicklung USA



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Wirtschaft und Politik stehen vor disruptiven Zeiten

Donald Trump konnte die US-Präsidentenwahl fast schon unerwartet klar für sich entscheiden und wird somit ab dem 20. Januar die künftige Administration führen. Er hat in allen sogenannten „Swing States“ eine Mehrheit errungen. Damit kommt er im Electoral College auf immerhin 312 Wahlmännerstimmen. Zudem haben die Republikaner Mehrheiten in beiden Kammern des Kongresses erzielt – allerdings nur recht knapp! Aus diesem Ergebnis leitet Donald Trump den Auftrag ab, die Wirtschaftspolitik in den USA mit seinem Team nun ziemlich deutlich umzubauen. Ganz grundsätzlich gesprochen sollen umfangreiche Steuersenkungen vor allem durch Einsparungen im Bundeshaushalt finanziert werden. Dabei ist die Gegenfinanzierung aller geplanten fiskalpolitischen Maßnahmen für

die neue Regierung von wirklich zentraler Bedeutung. Die Budgetsituation des Zentralstaats präsentiert sich am aktuellen Rand nämlich schon ziemlich angespannt. Mit Blick auf die Kenngröße Schuldenstand zum BIP bewegen sich die USA beispielsweise bereits jetzt in die Richtung italienischer Verhältnisse. Diese Haushaltsprobleme sind aber eindeutig noch handhabbar und von der neuen Regierung mittlerweile wohl auch eindeutig erkannt worden. Den zukünftigen Verantwortlichen in Washington ist ohne jeden Zweifel klar, dass sich der Zentralstaat keine neuen schuldenfinanzierten Wohltaten für die Wähler mehr leisten kann. Der designierte Finanzminister Scott Bessent darf als Garant für diesen Ansatz angesehen werden. Er betont bei jeder Gelegenheit, dass die Fiskalpolitik der neuen Regierung von drei Maximen geleitet werden sollte – die Neuverschuldung muss spürbar verringert werden, das Wirtschaftswachstum muss vom Trend her erhöht werden und die Energieunabhängigkeit der USA muss zudem vergrößert werden. In diesem Kontext dürften die Sparbemühungen von Elon Musk und Vivek Ramaswamy von zentraler Bedeutung sein. Deren neue Initiativen sollen das Volumen des US-Bundeshaushalts in der Summe um mehr als 2 Billionen USD verringern; dabei soll möglichst eine Vielzahl von Behörden geschlossen werden. Die Umsetzung dieser extrem ambitionierten Sparziele würde zumindest zunächst spürbar auf dem Wirtschaftswachstum im Land der eigentlich unbegrenzten Möglichkeiten lasten. Die Auswirkungen wären wohl sehr schnell auch in der Privatwirtschaft spürbar. So sollen beispielsweise Zuwendungen an NGOs schon sehr zügig überprüft und dann gegebenenfalls gestrichen werden. In der Summe dürfte das Wirken von Musk und Ramaswamy aufgrund von „Mismatch-Problemen“ zu einer Situation führen, in der einerseits die Arbeitslosigkeit zulegt, andererseits aber dennoch ein Personalmangel beobachtbar werden müsste. Die Aktivitäten von Tom Homann, der als Beauftragter für die Grenzsicherung in großem Maße Abschiebungen vornehmen soll, dürfte die ökonomische Relevanz dieses Szenarios sogar noch erhöhen. Illegale Einwanderung, deren exakte quantitative Bedeutung natürlich fast schon per Definition schwer messbar ist, dürfte in der Tat eine wichtige Rolle für den US-Arbeitsmarkt spielen. In Verbindung mit den handelspolitischen Plänen der neuen US-Regierung könnten sich aufgrund von deutlicher steigenden Löhnen also durchaus wieder größere Inflationsprobleme ergeben. Die nun fast in Endlosschleife über die Nachrichtenticker laufenden Meldungen zu möglichen kräftigen Zollerhöhungen sind aber wohl vor allem als Säbelrasseln Donald Trumps zu werten. Diese Wortmeldungen des zukünftigen Präsidenten sollen sicherlich insbesondere als Verhandlungsmasse dienen, um im Rahmen von Verhandlungen sonstige Ziele der US-Außenpolitik (zum Beispiel mit Blick auf die Zuwanderung) einfacher erreichbar zu machen – hier sieht man die „Kunst des Deals“ in Aktion, was den zu erwartenden Inflationsanstieg ebenso ausbremsen müsste, wie die durch die Einsparungen beim Staat kurzfristig wahrscheinlichen Einschränkungen beim Wirtschaftswachstum in den USA.

#### **Ausblick: Renten- und Devisenmarkt**

In Washington gibt es innerhalb der neuen Regierung offenbar noch recht kontroverse Diskussionen bezüglich der weiteren geldpolitischen Strategie, die dann von der US-Notenbank perspektivisch verfolgt werden soll. Es existieren einerseits (vor allem im Repräsentantenhaus) Stimmen bei den Republikanern, die ganz grundsätzlich eine lockerere Geldpolitik verfolgen wollen. Insbesondere im Senat hat man aber andere Pläne – und will eindeutig das Aufkeimen von höheren Inflationserwartungen bei den relevanten Wirtschaftssubjekten vermeiden. Für die US-Notenbanker ist dieses Umfeld natürlich nicht ganz einfach. Angesichts der Vielzahl von weiteren – und wohl zunächst auch akuterem – Problemen (zum Beispiel in der Ukraine oder in Syrien) sollte es beim Blick auf die Umsetzung von Reformen bei der US-Notenbank aktuell keine sonderlich große Eile bei Donald Trump geben. Bevor mehr Klarheit bezüglich der genauen geldpolitischen Pläne der neuen Regierung in Washington herrscht, könnten vorsichtige weitere Leitzinssenkungen durch das FOMC eine gute Strategie sein, um als Zentralbank zunächst regelrecht möglichst unter dem Radar der Politik zu fliegen. Auch am langen Ende der US-Zinsstrukturkurve werden weiterhin größere Sorgen bezüglich wirklich offensiver Pläne von „Team Trump“ bei den Themenkomplexen Geld- und Fiskalpolitik in den Vereinigten Staaten eingepreist. Die sich aus diesen Bedenken ergebenden Risikoprämien könnten derzeit allerdings bereits

zu hoch sein – zumal die Entscheidung Donald Trumps für Scott Bessent als neuen Finanzminister eher für eine solide Ausrichtung der zukünftigen Fiskalpolitik in den USA stehen dürfte. Die US-Währung profitiert aktuell sicherlich auch von den Nachrichten zu den politischen Turbulenzen in Frankreich. Zudem scheinen manche Marktteilnehmer eine ausgeprägtere Vorsicht der Fed beim Thema Leitzinssenkungen zu erwarten. Beide Punkte sprechen für den Dollar. Im Laufe des Jahres 2025 erhöht sich damit aber nun nach und nach das Risiko von Gegenbewegungen, wobei die Marke von 1,08 USD pro EUR dann zur neuen Marke von 1,10 USD pro EUR werden kann.

#### Fundamentalprognosen USA

	2023	2024	2025
BIP	2.9	2.7	1.7
Privater Konsum	2.5	2.6	2.1
Öffentlicher Konsum	2.9	3.0	1.1
Investitionen	3.2	4.1	2.6
Export	2.8	2.9	2.5
Import	-1.2	4.9	2.4
Inflation	4.1	2.9	2.4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3.6	4.1	4.7
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-6.5	-6.4	-5.1
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3.3	-3.5	-3.4

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

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen USA

	I/24	II/24	III/24	IV/24	I/25
BIP Q/Q ann.	7.0	3.0	2.8	1.8	1.4
BIP Y/Y	2.9	3.0	2.7	2.1	2.1
Inflation Y/Y	3.2	3.2	2.6	2.5	2.5

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse USA

	12.12.	3M	6M	12M
Fed Funds Target Rate	4.75	4.25	3.75	3.50
3M-Satz	4.36	4.10	3.60	3.40
10J Treasuries	4.33	3.90	3.50	3.40
Spread 10J Bund	212	170	120	90
EUR in USD	1.05	1.06	1.08	1.08

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Euroland: Konjunkturrisiken im Fokus – EZB bleibt auf Lockerungskurs

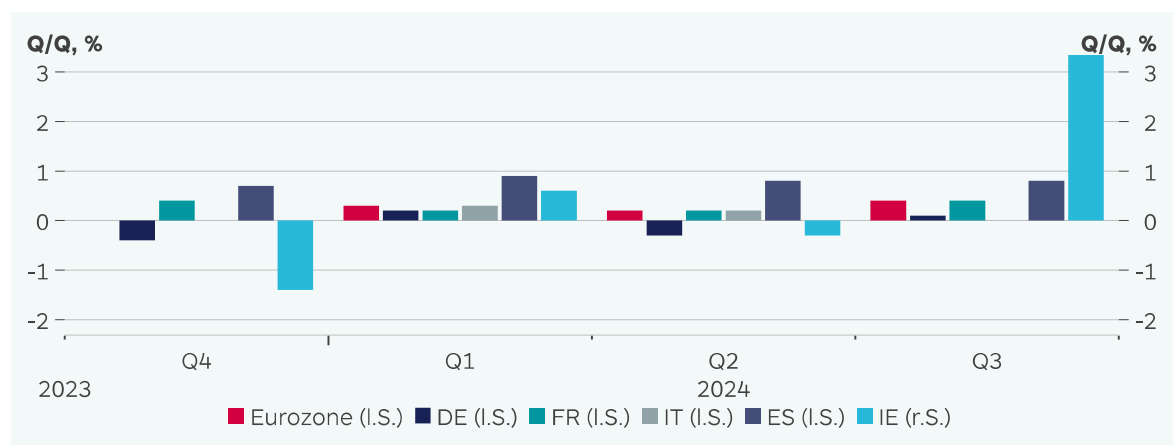
Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Valentin Jansen

## Rückblick 2024: Langsame Konjunkturerholung – Deutschland hinkt beim Wachstum hinterher

Nach einer längeren Stagnationsphase hat die Wirtschaft im Euroraum im Jahr 2024 langsam zu einem moderaten Wachstum zurückgefunden. Im Sommer legte das reale saisonbereinigte BIP um 0,4% gegenüber dem Vorquartal zu, die Jahresrate kletterte auf 0,9% Y/Y. Zur leichten konjunkturellen Belebung haben im Jahr 2024 die privaten und vor allem die öffentlichen Konsumausgaben beigetragen. Zudem haben trotz der allgemeinen Schwäche des Außenhandels die Nettoexporte das BIP-Wachstum unterstützt. Massiv gebremst haben hingegen die Bruttoinvestitionen, die deutlich im Jahr 2024 geschrumpft sind.

Vor allem Industrie und Bau entwickelten sich schwach, was angesichts der geopolitischen Belastungen und der (noch) restriktiven Finanzierungsbedingungen nicht überrascht. Auf Länderebene war vor allem in den südlichen Mitgliedsstaaten die Konjunkturdynamik hoch, zudem profitierte Frankreich von dem Sondereffekt der Olympischen Spiele in Paris. Deutschlands Wirtschaftsleistung ist hingegen leicht geschrumpft, was das Wachstum im Euroraum gebremst hat. Ohne Deutschland ist der übrige Euroraum voraussichtlich um 1,1% gegenüber dem Jahr 2023 gewachsen, während das reale BIP für den gesamten Euroraum nur um 0,7% zugelegt hat. Damit erweist sich unsere Prognose von vor einem Jahr mit 0,5% als relativ treffsicher.

Chart: BIP-Wachstum – heterogene Wirtschaftsentwicklung im Euroraum



Quelle: Eurostat, Macrobond, NORD/LB Macro Research

## Europäischer Arbeitsmarkt erweist sich als sehr robust

Trotz der seit 2022 andauernden Wachstumsschwäche hat sich der europäische Arbeitsmarkt sehr robust gezeigt. So liegt die Arbeitslosenquote (ILO) seit August auf dem Rekordtief seit dem Bestehen der Währungsunion von 6,3%. Während dies am aktuellen Rand auf aggregierter Ebene einem Rückgang von 0,3 Prozentpunkten gegenüber Oktober 2023 entspricht, ist die Arbeitslosenquote in einigen großen Mitgliedsländern wie Deutschland binnen Jahresfrist gestiegen (vgl. Chart).

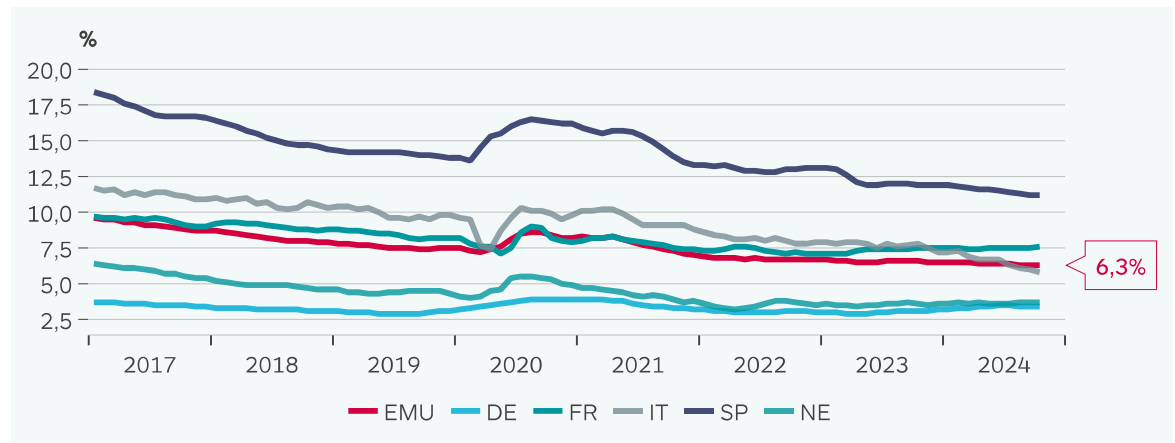
Hierin kommen auch die Wachstumsunterschiede im Euroraum zum Ausdruck, wenngleich der Arbeitsmarkt insgesamt im historischen Vergleich relativ unelastisch auf die aktuelle Wachstumsschwäche reagiert. Dies ist im Wesentlichen auf die demografische Entwicklung und den drohenden Fach- bzw. Arbeitskräftemangel zurückzuführen. Viele Unternehmen haben daher bislang Arbeitskräfte gehortet. Trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage lag der Anteil der Industrieunternehmen, die sich in ihrer Produktion durch einen Mangel an Arbeitskräften gehemmt sehen, im Oktober



noch immer bei 18,0%. Dieser Anteil ist zwar noch auf historisch hohem Niveau, ist aber gegenüber dem Wert Mitte 2022 um mehr als zehn Prozentpunkte gesunken.

Mit Blick auf das Jahr 2025 wird die Luft für einen weiteren nennenswerten Abbau der Arbeitslosigkeit jedoch dünn. Vor allem die anhaltende Wachstumsschwäche und die aus Sicht der Unternehmen zuletzt deutlich gesunkene Wettbewerbsfähigkeit auf Auslandsmärkten dürfte zu einem vorsichtigeren Einstellverhalten führen. Nach jahresdurchschnittlich 6,4% im Jahr 2024 erwarten wir daher auch für 2025 eine Arbeitslosenquote in gleicher Höhe.

Chart: Arbeitslosenquote sinkt im Euroraum auf neues Rekordtief



Quelle: Eurostat, Macrobond, NORD/LB Macro Research

### Ausblick: Keine nennenswerte Konjunkturbelebung im Jahr 2025

Die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren eine gedämpfte Konjunkturstimmung. Der Indikator für die Wirtschaftsstimmung im Euroraum ist im November marginal gestiegen, notiert mit 95,8 Punkten jedoch deutlich unter dem langjährigen Mittelwert. Neben der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage belastet auch die hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit, die bei Verbrauchern und Unternehmen in weiten Teilen des Währungsraums zu einem regelrechten Attentismus geführt hat. Die politische Unsicherheit hat zum Jahresende 2024 sogar noch einmal zugenommen, nicht zuletzt mit der Wahl von Donald Trump zum 47. US-Präsidenten. Seine politische Agenda ergibt zwar keinen schlüssigen Policy Mix, was die Unsicherheit über Art, Ausmaß und Zeitpunkt politischer Veränderungen noch erhöht. Die EU muss sich jedoch auf schwierige Gespräche in Fragen der Verteidigungs- und Handelspolitik einstellen. Ausgerechnet in dieser Phase des Übergangs in den USA ist die politische Handlungsfähigkeit in Europa – freundlich formuliert – ausbaufähig. Die Bildung der EU-Kommission ist zwar endlich abgeschlossen, zog sich aber fast ein halbes Jahr hin. Zudem ist die französische Regierung von Barnier am Haushalt 2025 gescheitert und mit dem Ampel-Aus stehen in Deutschland am 23. Februar vorgezogene Neuwahlen an.

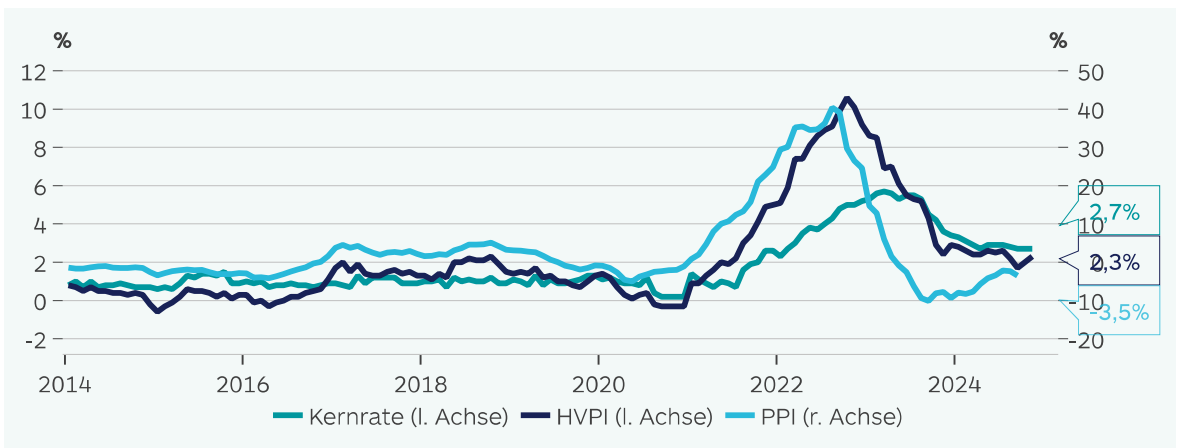
Die konjunkturelle Dynamik wird im Winterhalbjahr geringer ausfallen als zuletzt mit 0,4% Q/Q im dritten Quartal. Die hohen Reallohnzuwächse schaffen zwar eine wichtige Voraussetzung für eine allmähliche Normalisierung des privaten Konsums, allerdings hat sich diese Hoffnung im Jahr 2024 weitgehend noch nicht erfüllt. Das Konsumentenvertrauen muss sich hierfür noch deutlich verbessern, womit sich der Kreis zu der hohen politischen Unsicherheit schließt. Hierin liegt aber auch eine Chance, wenn klare politische Weichenstellungen einige Unsicherheitsherde beseitigen und so zu einer Erwartungsstabilisierung bei Unternehmen und privaten Haushalten beitragen. Auch könnten Deals mit Donald Trump zwar kostspielig werden, aber andererseits ebenfalls die Unsicherheit über drohende protektionistische Maßnahmen beseitigen.

Bis es so weit ist, bleiben Konsumzurückhaltung und Investitionsattentismus wahrscheinlich bestehen und werden trotz sukzessiver Lockerung der Finanzierungsbedingungen durch die EZB die wirtschaftliche Dynamik bremsen, so dass im Jahresvergleich das BIP nur um ca. 1,0% wachsen dürfte.

### Inflationsdruck lässt weiter nach – Kernrate bleibt aber vorerst noch hartnäckig

Der Disinflationprozess hat sich 2024 im Euroraum fortgesetzt, im Sommer sank die Inflationsrate in einzelnen Monaten sogar erstmals seit 2021 wieder unter die Marke von 2,0% Y/Y. Im November kletterte die HVPI-Jahresrate hingegen zurück auf 2,3% Y/Y. Dies ist im Wesentlichen auf das Auslaufen von günstigen Basiseffekten im Bereich der Energiepreise zurückzuführen und war insofern nicht überraschend. Diese Entwicklung lässt sich auch auf den vorgelagerten Preisstufen beobachten, allerdings liegt die Jahresrate der Erzeugerpreise mit -3,5% Y/Y noch immer im negativen Bereich. Die Kernrate blieb bis zuletzt recht hartnäckig, im November blieb sie konstant bei 2,7% Y/Y. Vor allem die Dienstleistungspreise legen noch kräftig zu. Dies ist auf die hohe Lohndynamik zurückzuführen, da Lohnkosten einen hohen Anteil an den Gesamtkosten im Dienstleistungsbereich haben. Allerdings ist der überraschend starke Anstieg des Lohnwachstums im dritten Quartal maßgeblich sowohl von Einmalzahlungen als auch von länger zurückliegenden Abschlüssen beeinflusst worden. Für 2025 ist hier eine deutliche Verlangsamung zu erwarten. Im Jahresmittel dürfte die Inflationsrate zum Ziel der EZB von 2,0% zurückkehren. Das größte Risiko sehen wir in einer stärkeren handelspolitischen Konfrontation und wachsenden Desintegration der Weltwirtschaft.

Chart: Disinflationprozess auf gutem Weg



Quelle: Macrobond, Eurostat, NORD/LB Macro Research

### Die Sorge an den Märkten vor politischem Stillstand in Frankreich ist groß

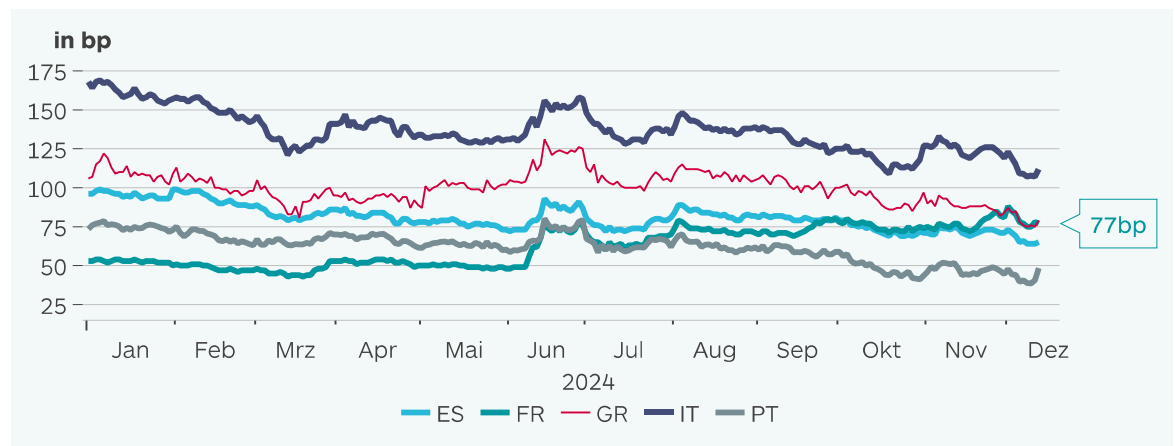
An den Kapitalmärkten steht Frankreich seit den Neuwahlen zur Nationalversammlung und der fehlenden Mehrheit des Präsidenten Macron im Fokus. Nach nur drei Monaten ist die Regierung Barnier bereits wieder gescheitert. Nach langwierigen Haushaltsverhandlungen nutzte Barnier die Möglichkeit des Artikels 49.3 der französischen Verfassung, um den Sozialhaushalt für 2025 ohne Zustimmung des Parlaments zu verabschieden. Das nachfolgende Misstrauensvotum verlor Barnier hingegen, da die extreme Rechte (Rassemblement National, RN) mit dem Linksbündnis stimmte. Ein „harter Shutdown“ ist aber unwahrscheinlich, da die Fraktionen bereits ihre Unterstützung für ein Sondergesetz zur Sicherung der Kontinuität für die Verwaltung signalisiert haben.

Aus Sicht der Märkte stellt sich die Frage der (fiskal-)politischen Handlungsfähigkeit. Die Nationalversammlung darf laut Verfassung nur einmal im Jahr aufgelöst werden und damit frühestens wieder Mitte 2025. Einen Rücktritt vor dem regulären Amtsende 2027 hat Macron bereits ausgeschlossen. Neuer Premierminister wird mit dem Vorsitzenden der Zentrumsparterie François Bayrou ein enger Vertrauter Macrons. Unklar ist, ob dieser die Blockade in der Nationalversammlung zu lösen und eine tragfähige Regierungsmehrheit zu bilden vermag. Die anhaltende Phase politischer schürt hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit die Sorgen an den Finanzmärkten weiter, dass sich künftige Pläne zur Rückführung des Defizits und Konsolidierung des Schuldenstands kaum umsetzen lassen werden. Die EZB dürfte die Renditeentwicklung französischer Staatsanleihen zwar ebenfalls genau im Auge behalten, jedoch sind Spekulationen auf ein Eingreifen fehl am Platz. Idiosynkratische Aspekte auf

einzelstaatlicher Ebene im Euroraum erfüllen nicht die notwendigen Voraussetzungen für eine Intervention, wie beispielsweise EZB-Chefvolkswirt Philip Lane sich in Bezug auf die Frage nach Notkäufen französischer Staatsanleihen äußerte. Es ist schlicht nicht die Aufgabe der EZB, als Reparaturbetrieb für die Politik zu agieren. Insofern ist es auch richtig, die Reinvestments im Rahmen des PEPP wie geplant zum Jahreswechsel vollständig zu beenden.

Das Antifragmentierungs-Tool TPI (Transmission Protection Instrument) wird demnach nicht zum Einsatz kommen. Zwar näherte sich der Renditeaufschlag französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatspapieren in der Spitze der Marke von 90bp an – und lag damit über denen Griechenlands – doch blieben die befürchteten Spill-Over-Effekte auf beispielsweise italienische Papiere aus. Das Risiko eines Scheiterns der Regierung und einer anhaltenden politischen Handlungsunfähigkeit dürfte zudem inzwischen weitgehend eingepreist sein. Es liegt nun der Ball im Spielfeld der Politik, um mit mehr Stabilität verlorenes Vertrauen an den Märkten zurückzugewinnen und so auch zu günstigeren Refinanzierungskosten für den französischen Staat sukzessive zurückzukehren.

Chart: Renditeaufschläge gegenüber deutschen Staatsanleihen (10J)



Quelle: Macrobond, NORD/LB Macro Research

### **EZB seit Juni auf Lockerungskurs – restriktive Politik wird nicht mehr benötigt**

Die Europäische Zentralbank hat auf ihrer letzten Sitzung im Jahr 2024 wie erwartet ihren im Juni eingeleiteten Lockerungskurs fortgesetzt. Der maßgebliche Einlagefazilitätensatz wurde zum vierten Mal um 25 Basispunkte auf nun 3,00% gesenkt. Die harten Konjunkturindikatoren waren im dritten Quartal solider ausgefallen als es die Stimmungsindikatoren zunächst nahegelegt hatten. Zudem kletterte die Inflationsrate im November wieder auf über 2% Y/Y, was insgesamt gegen einen großen Zinsschritt gesprochen hatte – diese Möglichkeit wurde aber im Rat zumindest diskutiert.

Mit vier Zinssenkungen seit Juni 2024 haben die Währungshüter den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik zurückgefahren und steuern sukzessive auf eine neutralere geldpolitische Ausrichtung zu – auch wenn sich der EZB-Rat weiterhin nicht auf einen vordefinierten Zinspfad festlegen will. Es wurde aber der Hinweis gestrichen, wonach das restriktive Zinsniveau so lange wie nötig beibehalten werden soll. Die Rückkehr Donald Trumps mit seiner protektionistischen Agenda stellt auch die Währungshüter vor neue Herausforderungen. Eine Verschärfung der Handelskonflikte und höhere Zölle hätten auch Implikationen für die Inflationsentwicklung auf mittlere Sicht. Für die EZB rücken mit den neuen politischen Unwägbarkeiten jedoch kurzfristig vor allem die Konjunkturrisiken stärker in den Fokus. Dies unterstreichen auch die Dezember-Projektionen der EZB zur Konjunktur, die mit 0,7% für 2024 und 1,1% für 2025 analog zu den jüngsten Rückgängen der Stimmungsindikatoren verhaltener ausfallen. Die Inflationsprojektionen wurden Ende 2024 gegenüber September leicht gesenkt. Zwar ist die Lohn-dynamik noch hoch und die Kernrate – insbesondere im Bereich der Preise für Dienstleistungen – erweist sich noch als hartnäckig. Dennoch sieht die EZB den Disinflationsprozess auf einem guten Weg. Es ist für die Währungshüter noch zu früh, aus der Wahl von Donald Trump verlässliche Rückschlüsse für ihre Zinspolitik zu ziehen. Es bleibt also vorerst beim datenabhängigen Ansatz – und diese Politik

der ruhigen Hand mit hoher Reaktionsfähigkeit ist vor dem Hintergrund der hohen Ungewissheit über die weiteren politischen Rahmenbedingungen sicher eine kluge Vorgehensweise.

### Ausblick: Weitere Zinssenkungen bis 2,00% – Markterwartungen jedoch zu offensiv

Von der Datenseite spricht am aktuellen Rand viel für eine fortgesetzte Lockerung der Geldpolitik, die aber wegen der noch hartnäckigen Kernrate graduell erfolgen sollte. Wir rechnen mit weiteren sukzessiven Zinssenkungen bis auf 2,00% zur Jahresmitte 2025.

Die Finanzmärkte reagierten auf die Wahl Donald Trumps zunächst, indem sie die neuen Inflationsrisiken sowie die Perspektive eines weiteren Anstiegs der öffentlichen Verschuldung in den USA in den Fokus nahmen. Zwischenzeitlich führte dies zu deutlich höheren Kapitalmarktzinsen, vor allem bei US-Staatsanleihen. Die Rendite deutscher Bundesanleihen (10J) kletterte in diesem Fahrwasser jedoch ebenfalls kurzzeitig bis auf 2,50%. Dieses einseitige Narrativ haben die Märkte inzwischen jedoch wieder korrigiert, Bunds rentieren aktuell wieder im Bereich von 2,20%.

Inzwischen ist wieder die Frage nach dem weiteren geldpolitischen Pfad und insbesondere der Terminal Rate im aktuellen Lockerungszyklus in den Vordergrund gerückt. Aus unserer Sicht preisen die Märkte am aktuellen Rand etwas zu offensive Zinssenkungen ein. So hatten die Geldmärkte zwischenzeitlich die Terminal Rate näher bei 1,50% als bei 2,00% gesehen. Einen Teil dieser Zinssenkungseuphorie haben sie bereits wieder korrigiert, allerdings besteht noch immer ein gewisses Enttäuschungspotenzial für die Finanzmärkte. Zudem setzt die EZB die Normalisierung ihrer Bilanz fort und nach der Wahl in Deutschland ist es wahrscheinlich, dass die neue Bundesregierung den fiskalpolitischen Handlungsspielraum erweitert, um den Investitionsstau zu beheben und Maßnahmen zur Stärkung des Standorts ergreifen zu können. Ende 2025 dürften Bunds (10J) daher wieder bei 2,50% rentieren.

### Fundamentalprognosen Euroland

	2023	2024	2025
BIP	0.5	0.7	1.0
Privater Konsum	0.7	0.9	1.4
Öffentlicher Konsum	1.6	2.3	1.5
Investitionen	1.8	-2.0	2.5
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0.3	0.5	-0.7
Inflation	5.4	2.3	2.0
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	6.6	6.4	6.4
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-3.6	-2.9	-3.0
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	1.7	3.0	2.3

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

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

### Quartalsprognosen Euroland

	I/24	II/24	III/24	IV/24	I/25
BIP sa Q/Q	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2
BIP sa Y/Y	0.4	0.5	0.9	1.0	0.9
Inflation Y/Y	2.6	2.5	2.2	2.1	2.2

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

### Zinsen Euroland

	12.12.	3M	6M	12M
Einlagesatz EZB	3.00	2.50	2.00	2.00
3M-Satz	2.89	2.40	2.00	2.00
10J Bund	2.21	2.20	2.30	2.50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Deutschland: Auf der Suche nach Wegen aus der Struktur- und Konjunkturkrise

Analysten: Christian Lips, Chefvolkswirt // Christian Reuter

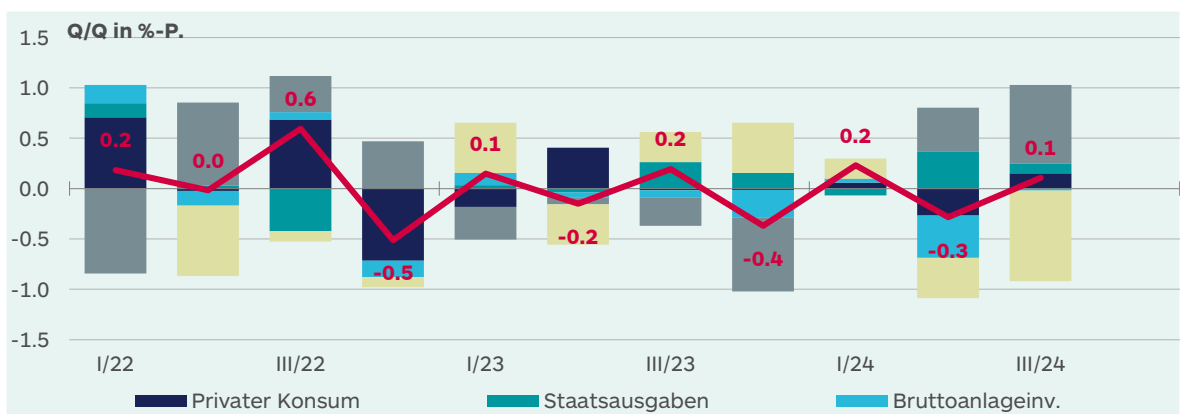
## Reale Wirtschaftsleistung schrumpft auch im Jahr 2024

Die deutsche Wirtschaft blieb auch im Jahr 2024 in der Stagnation gefangen. Die reale Wirtschaftsleistung ist gegenüber dem Vorjahr erneut leicht geschrumpft. Im Sommer hatte sich die deutsche Wirtschaft konjunkturell überraschend etwas erholt und ist leicht gewachsen. Dies kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die deutsche Wirtschaft seit rund drei Jahren auf der Stelle tritt. Vereinzelt Zuwächse des realen Bruttoinlandsprodukts standen meist bereits im Folgequartal wieder Rückschläge in ähnlicher Größenordnung gegenüber (vgl. Chart). Ein Ende dieser Wellblechkonjunktur ist noch nicht absehbar.

Das Sorgenkind ist weiterhin die Industrie, die Auftragslage ist ebenso wie die Exportnachfrage sehr schwach. Vor allem die energieintensiven Industrien haben seit Anfang 2022 ihre Produktion im Inland um annähernd 20% gedrosselt. Die deutsche Wirtschaft ist weiterhin mit einer ganzen Reihe von Belastungsfaktoren konfrontiert. Geopolitische Spannungen, Deglobalisierung, Transformation der Wirtschaft, Demographie, Nachfrageschwäche und Investitionsstau stellen gerade das deutsche Wachstums- und Wohlstandsmodell mit seiner hohen Industrie- und Exportabhängigkeit vor große Herausforderungen. Zudem haben sich die politischen Unwägbarkeiten mit der Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus, dem Ampel-Aus und dem Ende der französischen Regierung kurzfristig noch einmal spürbar erhöht.

In diesem Umfeld dürfte die deutsche Wirtschaft vorerst in der Stagnation gefangen bleiben. Im ersten Dreivierteljahr, für das bislang Daten vorliegen, schrumpfte das reale BIP um 0,2% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum. Für das Schlussquartal erwarten wir auf Basis der bislang vorliegenden Konjunkturindikatoren keine konjunkturelle Belebung. Im Gesamtjahr 2024 dürfte somit das reale BIP um -0,2% zum Vorjahr geschrumpft sein. Damit war unsere Konjunkturprognose von Ende 2023 mit 0,3% etwas zu optimistisch. Während wie befürchtet die Investitionen einbrachen, konnte bislang der private Konsum angesichts des gedämpften Verbrauchervertrauens noch nicht im erhofften Ausmaß von den gestiegenen Reallöhnen profitieren. Die Arbeitsmarktsituation hatte sich zwar bislang als relativ stabil erwiesen. Inzwischen mehren sich jedoch anekdotische Hinweise in Form von Unternehmensmeldungen zu geplanten Stellen- und Standortstreichungen, und das auch aus den Reihen deutscher Traditionsunternehmen.

Chart: Wachstumsbeiträge zum realen BIP



Quelle: Feri, Destatis, NORD/LB Macro Research

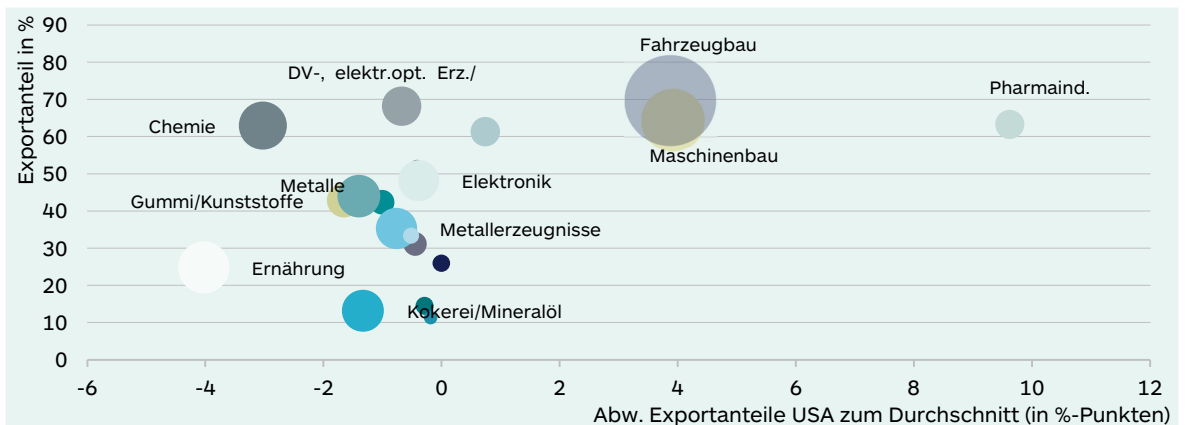
### Damoklesschwert US-Importzölle – Konjunkturerwartungen leiden unter hoher Unsicherheit

Mit der Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus droht auch eine Wiederauflage der protektionistischen Handelspolitik, was Deutschland als sehr offene Volkswirtschaft besonders stark belasten würde. Die USA ist für die deutsche Exportwirtschaft inzwischen der wichtigste Markt, im Gesamtjahr 2023 hatten die Ausfuhren im Wert von EUR 158 Mrd. einen Anteil von rund 10% an den gesamten Warenexporten Deutschlands. Aber auch bei den Importen hat die Bedeutung der USA zugenommen, mit EUR 95 Mrd. belegen sie nun den dritten Rang der wichtigsten Importländer. Damit sind die USA für Deutschland inzwischen der wichtigste Handelspartner, noch vor China. Allerdings verdeutlichen die Zahlen auch den hohen Handelsbilanzüberschuss, mit keinem anderen Handelspartner ist der Exportüberschuss so ausgeprägt wie mit den USA.

Die Abschätzung der Gesamtwirkung von höheren Zöllen ist alles andere als trivial und derzeit noch hoch spekulativ. Zu den direkten Effekten (Handelerschweren) kommen Umlenkungseffekte, Gegenmaßnahmen und Verschiebungen relativer Wettbewerbspositionen (Handelsverzerrungen). Dennoch lassen sich für die direkten Effekte unterschiedliche Vulnerabilitäten für einzelne Sektoren identifizieren. Überproportionale Exportquoten und zugleich relativ hohe US-Exportanteile bestehen in der Industrie bei Kraftfahrzeugen und -teilen, im Maschinenbau sowie im Pharmabereich (vgl. Chart). Neue Handelsschranken würden die deutsche Wirtschaft angesichts der strukturellen und konjunkturellen Krise zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt treffen.

Die Stimmung in den deutschen Unternehmen hat sich zuletzt vor dem Hintergrund der neuen politischen Unsicherheiten erwartungsgemäß eingetrübt. Der ifo-Geschäftsklimaindex sank im November auf 85,7 Punkte, vor allem die aktuelle Lage wurde erheblich schlechter bewertet. Nach dem Einbruch des sentix-Konjunkturindex im Berichtsmontat Dezember ist zumindest kurzfristig nicht mit einer spürbaren Stimmungsumkehr zu rechnen.

Chart: Damoklesschwert US-Importzölle – Vulnerabilitäten in der Industrie ungleich ausgeprägt



Quelle: Destatis, NORD/LB Macro Research

### Konjunkturschwäche wirkt sich trotz Demografie zusehends negativ auf den Arbeitsmarkt aus

Der Arbeitsmarkt präsentierte sich bislang relativ unbeeindruckt von der Konjunktur- und Strukturkrise. So waren im November saison- und kalenderbereinigt 2,86 Mio. Menschen arbeitslos gemeldet, 169.000 mehr als vor einem Jahr. Dabei verlangsamte sich der Beschäftigungsaufbau, kam aber mit einem Anstieg im Oktober von 32.000 im Vorjahresvergleich bisher noch nicht zum Erliegen. Allerdings wird sich der jahrelange Aufbau der Beschäftigung im Jahr 2025 so nicht mehr fortsetzen. Im Gesamtjahr 2024 ist die Arbeitslosenquote um 0,3 Prozentpunkte auf durchschnittlich 6,0% geklettert, auch für 2025 erwarten wir einen weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote auf 6,3%. Zwar ist das monatlich vom Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung erhobene IAB-Arbeitsmarktbarometer im November auf 99,5 Punkte erneut gefallen und signalisiert mit einem Wert von unter 100 Punkten einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit. Einem massiven Anstieg steht jedoch weiterhin die demografische Entwicklung und die Sorge vor einem Fachkräftemangel entgegen.

Nach wie vor nutzen die Unternehmen auch Kurzarbeit, um Phasen mit Unterauslastung zu überbrücken. Die Inanspruchnahme konjunkturell bedingter Kurzarbeit nahm im September deutlich zu; die Anzahl der in den Anzeigen für Kurzarbeit betroffenen Personen blieb im November hingegen auf dem Niveau der Vormonate und signalisiert somit derzeit noch keine massiv zunehmende Anspannung. Gleichwohl sind die Beschäftigungspläne der Unternehmen für 2025 ähnlich wie die Investitionspläne von ausgeprägter Vorsicht geprägt.

Chart: Arbeitsmarkt – Demografie hat bislang konjunkturbedingten Einbruch verhindert



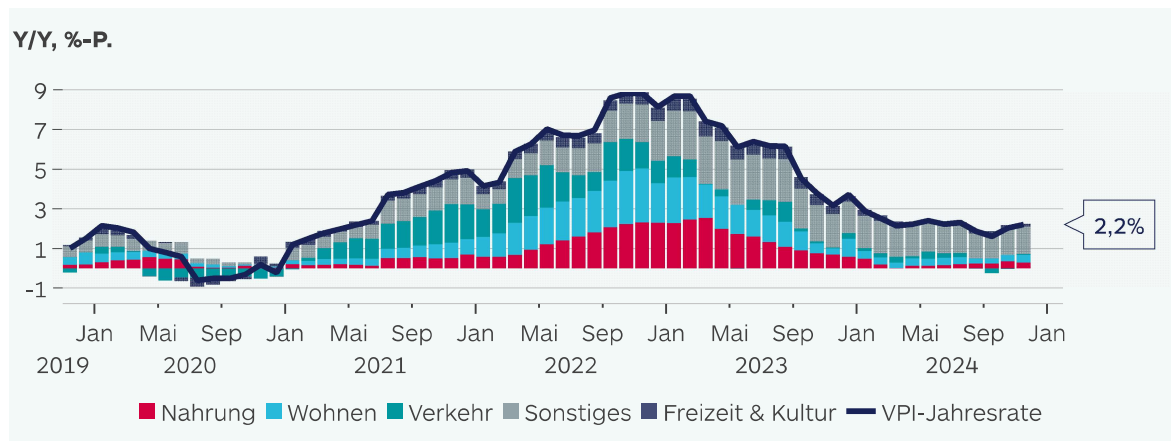
Quelle: Macrobond, ifo, BA, NORD/LB Macro Research

**Disinflationsprozess hält an – Inflationsrate im Jahr 2025 im Bereich von 2,0% erwartet**

Der Disinflationsprozess hat sich im Jahr 2024 fortgesetzt, auch wenn die Inflation im November wieder über die wichtige 2%-Marke geklettert ist (vgl. Chart). Beim für europäische Zwecke harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) blieb die Inflationsrate hingegen stabil bei 2,4% Y/Y. Dass im Herbst 2024 die Inflationsraten wieder ansteigen würden, war wegen Basiseffekten bereits im Voraus abzusehen. So läuft der ermäßigende Effekt niedriger Energiepreise sukzessive aus.

Bedenklich ist hingegen der nochmalige Anstieg der Kernrate auf 3,0% Y/Y, auch die Dynamik bei den Dienstleistungspreisen blieb zuletzt mit 4,0% Y/Y unverändert hoch. Zudem erhält die Kernrate durch absehbare Preissteigerungen zum Jahreswechsel (Deutschlandticket, Tarife privater Krankenversicherungen, Porto) neue Nahrung. Aber auch aufgrund der hohen Nominallohnzuwächse dürfte die Kernrate noch einige Zeit erhöht bleiben und erst im Verlauf von 2025 allmählich absinken. Für die Gesamtrate hingegen erwarten wir im Jahresmittel einen Wert im Stabilitätsbereich um 2,0%.

Chart: Disinflationsprozess weit fortgeschritten – 2025 Rückkehr auf 2% erwartet



Quelle: Macrobond, Destatis, NORD/LB Macro Research

### Prognose 2025: Es droht ein weiteres Jahr Stagnation

Die hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit, gerade auch mit Blick auf eine drohende Zunahme des Protektionismus unter dem neu gewählten US-Präsidenten Donald Trump, drückt zusätzlich zu der aktuellen Nachfrageschwäche und den Hemmnissen durch bürokratische Hürden auf die Stimmung in der Wirtschaft. Zwar dürfte die Aussicht auf neue US-Importzölle kurzfristig Vorzieheffekte im Außenhandel auslösen, die hohe Unsicherheit wird jedoch die Investitionstätigkeit weiter hemmen. Zusätzliche Impulse zum Überwinden der wirtschaftlichen Stagnation wären insofern notwendig und hilfreich, zumal es noch einige Zeit dauern wird, bis die Lockerung der Geldpolitik zu einer messbaren Erleichterung in der Realwirtschaft führt. Allerdings sind neue Konjunkturimpulse und dringende Strukturreformen der Politik, die zusammen die Negativspirale aus schlechter Stimmung und Attentismus brechen könnten, realistischerweise erst nach den Neuwahlen und der Bildung einer neuen Bundesregierung zu erwarten. Selbst wenn Konturen des neuen Kurses sicher schon im Frühjahr erkennbar werden, dürfte die konjunkturelle Dynamik frühestens im zweiten Halbjahr etwas anziehen. Es sieht im Moment nicht danach aus, dass sich die konjunkturelle Dynamik nach zwei Jahren der Stagnation im Jahr 2025 spürbar verbessert. Zwar dürfte sich beim privaten Konsum die langsame Belebung im neuen Jahr fortsetzen, andererseits erwarten wir eine anhaltend schwache Entwicklung der Investitionen. Die Geldpolitik wirkt noch restriktiv und die Fiskalpolitik kann nicht in dem Maße stabilisierend wirken, wie es derzeit angezeigt wäre. Unsere BIP-Prognose für Deutschland für 2025 fällt daher mit 0,2% entsprechend vorsichtig aus, die Prognoseunsicherheit ist zudem ungewöhnlich hoch. Schon bei einigen wenigen ungünstigen Entwicklungen könnte die deutsche Wirtschaft in die Rezession abgleiten. Andererseits besteht auch die Möglichkeit, dass der Politik eine Stimmungs- und Erwartungsstabilisierung gelingt und der Teufelskreis aus schlechter Stimmung und Investitionsattentismus endlich durchbrochen wird.

#### Fundamentalprognosen Deutschland

	2023	2024	2025
BIP	-0.3	-0.2	0.2
Privater Konsum	-0.4	0.1	1.0
Öffentlicher Konsum	-0.1	2.3	0.9
Investitionen	-1.2	-2.6	-0.3
Exporte	-0.3	-0.4	0.7
Importe	-0.6	0.1	2.8
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0.1	-0.2	-0.8
Inflation <sup>2</sup>	6.0	2.4	2.1
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	5.7	6.0	6.3
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	-2.6	-1.7	-2.3
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	5.7	6.3	5.8

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: Feri, NORD/LB Macro Research

#### Quartalsprognosen Deutschland

	I/24	II/24	III/24	IV/24	I/25
BIP sa Q/Q	0.2	-0.3	0.1	-0.1	0.1
BIP nsa Y/Y	-0.8	0.1	0.1	-0.4	-0.4
Inflation Y/Y	2.7	2.6	2.2	2.3	2.5

Veränderung in %

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research



# Schweiz: SNB mit großem Zinsschritt – Frankenstärke wird zum Problem

Analyst: Christian Reuter

## **Schweizer Wirtschaftswachstum schwächt sich ab – insgesamt aber ein solides Jahr 2024**

Die Schweizer Wirtschaft hat sich 2024 trotz widriger Umstände gut behauptet. Dabei kam das Wirtschaftswachstum fast ausschließlich aus den Dienstleistungsbranchen. Sie profitierten u.a. von ausgabefreudigeren Konsumenten und einer weiteren Belebung des Tourismus. Gleichzeitig hielt die Schwächephase der Industrie und Bauwirtschaft an. Die Nachfrage für diese konjunktursensiblen Branchen wurden durch die immer noch hohen Zinsen gebremst. Die Investitionstätigkeit kam nicht in Gang und die Auslandsgeschäfte wurden von einer schwachen Auslandsnachfrage zurückgehalten, ein Effekt, der durch eine ungünstige Entwicklung des Wechselkurses des Franken verstärkt wurde. Insgesamt wurde der Konjunkturverlauf vom Auf und Ab der chemisch-pharmazeutischen Industrie geprägt, die im zweiten Quartal einen außerordentlich guten Lauf ihrer Auslandsgeschäfte verzeichnete.

Im dritten Quartal 2024 verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum spürbar. Das Sportevent-bereinigte BIP wuchs real nur um 0,2% Y/Y nach 0,4% Y/Y im Vorquartal. Es ist nun davon auszugehen, dass das Wachstum für das Gesamtjahr 2024 unter 1% Y/Y bleibt. Das Wachstum wurde erneut vor allem durch die Binnennachfrage gestützt, insbesondere durch den privaten und staatlichen Konsum. Die Investitionen blieben weiterhin schwach. Vom Außenhandel kam ein spürbar negativer Impuls, der auf einen Rückprall der im Vorquartal außergewöhnlich kräftig gestiegenen Exporte der chemisch-pharmazeutischen Industrie zurückzuführen war. Gleichzeitig waren aber auch die übrigen Warenexporte rückläufig, so dass sich das Schweizer verarbeitende Gewerbe exklusive Chemie- und Pharma nicht aus seiner anhaltenden Schwäche befreien konnte.

Die Stimmung in der Schweizer Wirtschaft blieb bis zuletzt zweigeteilt. Einem auf eine solide Entwicklung in den meisten Dienstleistungsbranchen gegründeten Optimismus, steht ein anhaltender Pessimismus im verarbeitenden Gewerbe gegenüber. Nach der Wahl von Donald Trump gab es hier einen weiteren Dämpfer. So fiel der Einkaufsmanagerindex für die Industrie im November um 1,4 auf 48,5 Punkte und liegt damit wieder unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dabei hielten sich die Einkaufsmanager mit ihrem Pessimismus wahrscheinlich sogar zurück; wie aus der Befragung deutlich wurde, glauben mehr als doppelt so viele von ihnen an eine Zunahme protektionistischer Maßnahmen wie zu Beginn der ersten Amtszeit Trumps. Die schlechtere Stimmung schlug bisher nicht auf den Dienstleistungssektor über, dessen PMI im Monatsvergleich unverändert bei 51,8 Punkten blieb. Die Konsumentenstimmung verschlechterte sich im November erneut, blieb aber deutlich besser als vor einem Jahr.

## **Aussichten für 2025 mit etwas mehr Dynamik, aber erheblichen Unsicherheiten**

Die Konjunktur in der Schweiz sollte im kommenden Jahr wieder etwas mehr an Dynamik gewinnen. Die Hoffnungen beruhen auf einer anhaltenden Erholung des privaten Konsums, der von steigenden Realeinkommen profitieren sollte. Positiv sollten sich auch die gesunkenen Zinsen auswirken, die das Umfeld für Investitionen und die Bauwirtschaft verbessern. Auch außenwirtschaftlich sind mit einem Anziehen des Wachstums im Euroraum wieder mehr positive Impulse zu erwarten, auch wenn die Entwicklung dort vorerst gedämpft bleibt. Trotzdem stellt die außergewöhnlich hohe Abhängigkeit der eidgenössischen Wirtschaft vom Außenhandel im aktuellen Umfeld ein hohes Risiko dar. Dabei ist die Neuausrichtung der US-Wirtschaftspolitik eine wesentliche Unbekannte. Unsicherheiten erwachsen aber auch aus den wirtschaftlichen Schwierigkeiten Chinas und den politischen Unwägbarkeiten in der Eurone sowie in erheblichem Maße auch aus dem Wechselkurs des Franken.

### Inflation auf dem Rückzug – Rendezvous mit der Deflation?

Die Inflation ist in der Schweiz kein Thema mehr. Sie hat in den letzten zwölf Monaten regelmäßig nach unten überrascht. Im November betrug die Jahresrate der Teuerung 0,7%. Die Binneninflation nahm nach allen Maßstäben ab (Kernrate ohne frische und saisonale Produkte sowie Energie und Treibstoffe: 0,9% Y/Y; Preise für Inlandsgüter: 1,7% Y/Y). Aus dem Ausland kam erneut ein starker, Wechselkurs induzierter deflationärer Impuls, die Importgüter verbilligten sich um 2,3% Y/Y. Für das kommende Jahr ist mit einer anhaltenden disinflationären Tendenz zu rechnen, obwohl die Basiseffekte bei den fossilen Energieträgern auslaufen. Insbesondere wird es Entlastungen bei den administrierten Preisen von Strom und Mieten geben. Außerdem sind die Zweitrundeneffekte nur schwach ausgeprägt. Aktuell ist damit zu rechnen, dass die Inflationsrate zur Mitte des Jahres 2025 der Nulllinie nahekommen wird, auch wenn wir jahresdurchschnittlich mit einer Rate von 0,4% Y/Y rechnen.

### SNB senkt ihren Leitzins überraschend stark – Aufwertung des Franken wird zum Problem

Die Schweizerische Nationalbank konnte – oder musste – ihren Leitzins im Jahr 2024 auf jeder ihrer vier Sitzungen senken, zuletzt um 50bp auf 0,50%. Damit ist die Null-Zins-Politik wieder in Reichweite. Dieser große Zinsschritt stellte eine Überraschung dar, große Schritte um 50bp wurden eher in außergewöhnlichen Situationen vorgenommen. Die Zentralbank reagiert damit auf den Rückgang der Inflation. Die Währungshüter senkten ihre bedingte Inflationsprognose für 2025 auf jahresdurchschnittlich 0,3% Y/Y und hoben sie für 2026 um 0,1 Prozentpunkt leicht an auf 0,8%.

Die eidgenössischen Notenbanker wissen aber auch, dass der aktuelle Erfolg bei der Bekämpfung der Inflation nicht nur auf ihre Politik zurückzuführen ist. Vielmehr spielte ihnen der Status der Schweiz als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten in die Hände. Die aufwertende Währung dämpfte den Preisschock, der erst durch die Störung der Lieferketten (Corona-Krise) und dann die Verteuerung der fossilen Energieträger (Ukraine-Krieg) entstanden war. Inzwischen stellt die Verteuerung des Franken aber ein Problem dar – konjunkturell und für die Preisstabilität. Die SNB dürfte daher mit ihrem jüngsten Zinsschritt auch auf die Aufwertung des Franken gezielt haben. Wie stark der Aufwertungsdruck ist, zeigt ein Blick auf die Zinsdifferenz. Sie betrug zum Euroraum seit Juli über 200 bp. Das ist mehr als doppelt so hoch wie im langfristigen historischen Durchschnitt. Die Aktion der SNB kann als Versuch gewertet werden, diese Aufwertungstendenz zu erschüttern, auch weil man perspektivisch direkte Interventionen am Devisenmarkt wohl geringhalten wollen wird, immerhin hatte Donald Trump in seiner ersten Amtszeit die Schweiz bezichtig, „unfreundliche Währungsmanipulation“ zu betreiben. Der erhebliche Außenhandelsüberschuss mit den USA macht die Schweizer Wirtschaft an dieser Stelle verwundbar. Die SNB versucht daher, einer Situation zu entkommen, in der sie nur noch eine schlechte Wahl hat zwischen den Kosten einer Politik negativer Zinsen einerseits und außenpolitisch riskanten Manövern am Devisenmarkt.

Nach Lage der Dinge wird die SNB den anderen großen Notenbanken bis Mitte kommenden Jahres mit zwei weiteren Zinssenkungen auf dann 0% folgen. Was den Wechselkurs betrifft, wird sich an der strukturellen Stärke des Franken wenig ändern, sofern uns die multiplen geopolitischen Krisen erhalten bleiben.

#### Fundamentalprognosen\* Schweiz

	2023	2024	2025
BIP	1.1	0.9	1.5
Inflation	2.1	1.1	0.4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.0	2.4	2.7
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	0.3	0.3	0.2
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	6.4	7.0	6.5

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

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

#### Zinsen und Wechselkurse Schweiz

	12.12.	3M	6M	12M
SNB-Leitzins	0.50	0.25	0.00	0.00
3M Satz	0.45	0.20	0.00	0.10
10J	0.28	0.25	0.25	0.40
Spread 10J Bund	-193	-195	-205	-210
EUR in CHF	0.93	0.92	0.92	0.92

# Japan: Die Inflation rückt in den Fokus der Notenbank

Analyst: Tobias Basse

## Nach dem Strategiewechsel bei der Zentralbank

Das Jahr 2024 war für die Notenbank in Tokio zweifellos ziemlich turbulent. Erwartungsgemäß hat sich die Bank of Japan mit dem Abklingen der Deflationsängste im Land der aufgehenden Sonne gezwungen gesehen, auch das traditionelle Leitzinsniveau vorsichtig anzuheben. Der entsprechende Strategiewechsel kam also nicht wirklich überraschend. Angesichts der aktuellen Entwicklungen an der makroökonomischen Preisfront in Japan wird die Notenbank auch weiterhin unter einem gewissen Handlungsdruck stehen. Dabei dürften die Notenbanker in Tokio das Kind aber sicherlich nicht mit dem Bade ausschütten wollen.

## Das Leitzinsniveau sollte langsam erhöht werden müssen

Notenbankchef Kazuo Ueda müsste also weiter auf dem nun eingeschlagenen Pfad voranschreiten wollen. Das Leitzinsniveau in Japan sollte folglich auch in den kommenden 12 Monaten steigen. In der Tat ist hier wohl bereits recht kurzfristig mit einer Anpassung um immerhin +25bp zu rechnen. Die jüngsten Inflationsdaten aus Tokio lassen im November auch beim Blick auf den nationalen Verbraucherpreisindex, zu dem allerdings erst am Tag nach der Verkündung der Leitzinsentscheidung für Dezember veröffentlicht werden, einen doch ausgeprägteren Anstieg der Jahresrate dieser Zeitreihe erwarten. Die Bank of Japan müsste sich dieser Tatsache bereits sehr bewusst sein. Das momentane Preisumfeld spricht somit doch recht klar für eine Zinsanhebung im Dezember. Allerdings zitiert die japanische Presse derzeit Quellen aus dem „inneren Kreis“ der Notenbank in Tokio, die den Journalisten offenbar Hinweise in Richtung der Präferenz für eine etwas zögerlichere Haltung geliefert haben. Diese Anmerkungen könnten eher für eine Zinsanhebung zum Start des Jahres 2025 sprechen. In jedem Fall scheint es momentan sehr wahrscheinlich zu sein, dass die Notenbank im Dezember 2024 oder im Januar 2025 agieren wollen wird.

## Der Yen bleibt wohl in Bewegung

Die Aussicht auf Zinsanhebungen durch die Notenbanker in Tokio hatte der japanischen Währung in 2024 zwischenzeitlich helfen können. Aktuell neigt der Yen aber wieder zu einer recht bemerkenswerten Schwäche. Mit Blick auf die US-Währung ist die psychologisch wichtige Marke von 150,00 JPY pro USD abermals überboten worden. Das derzeit zu beobachtende eindeutige Abklingen der Deflationsängste in Japan, welches nun sogar fast nahtlos in ein langsames Aufkommen von Inflations Sorgen übergeht, darf an dieser Stelle aber keinesfalls aus dem Auge verloren werden. Die Bank of Japan wird das Leitzinsniveau perspektivisch anheben müssen – vielleicht sogar noch im Dezember. Davon sollte der Yen dann in gewissem Umfang profitieren können.

### Fundamentalprognosen\* Japan

	2023	2024	2025
BIP	1.5	-0.1	1.3
Inflation	3.3	2.7	2.2
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	2.6	2.5	2.4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5.2	-4.7	-4.0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	3.8	4.2	3.9

\* Veränderung gg. Vj. in %

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

### Zinsen und Wechselkurse Japan

	12.12.	3M	6M	12M
Leitzins	0.25	0.50	0.75	0.75
3M Satz	0.62	0.65	0.80	0.90
10J	0.66	1.10	1.30	1.40
Spread 10J Bund	-155	-110	-100	-110
EUR in JPY	160	158	157	149
USD in JPY	153	149	145	138

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# China: Kraftakt beim Binnen- und Außenhandel

Analyst: Valentin Jansen

## Vorzieheffekte beim Außenhandel im Vorgriff auf künftige US-Außenhandelspolitik

Zum Jahreswechsel steht die Ökonomie im Reich der Mitte vor vielfältigen Herausforderungen. Das BIP-Wachstum hat sich im dritten Quartal (Q3: 4,6% Y/Y vs. Q2: 4,7%) weiter verlangsamt. Die Industrieproduktion hat sich im Jahresverlauf durch die globale Nachfrageschwäche sowie einen schwachen Binnenmarkt abgeschwächt. Beim Caixin Manufacturing PMI (Oktober: 50,3) und seinem staatlichen Pendant machen sich allerdings am aktuellen Rand überdeutliche Vorzieheffekte bemerkbar, wobei Handelspartner in Erwartung steigender Zölle auf chinesische Einfuhren in die USA Lagerbestände anhäufen. Dies dürfte dem chinesischen Außenhandel, als wichtigster Konjunkturstütze in 2024, auch bis ins kommende Jahr hinein zunächst weiteren Rückenwind bescheren. Im Immobiliensektor hat sich der Preisverfall lediglich verlangsamt. Mit nur zaghaften Anzeichen auf eine bevorstehende Bodenbildung in 2025 wird sich der Binnenkonsum nur schwer von der Zurückhaltung lösen können.

## Fiskalische Hilfen stärker auf effektive Nachfrage fokussieren aber auch Pulver trocken halten

Mit einer Welle an monetären Lockerungen im September sind auch die Hoffnungen auf eine schlagkräftige Flankierung auf fiskalischer Seite gestiegen, die den Gordischen Knoten vor allem im Immobiliensektor und beim Binnenkonsum zu durchschlagen vermag. Der Hongkonger Leitindex und der CSI 300 auf dem Festland hatten Anfang Oktober Rekordstände erreicht, doch sind bereits weite Teile dieser Euphorie wieder verpufft. Das im November angekündigte Umschuldungsprogramm im Umfang von umgerechnet über USD 800 Mrd. für die in Schieflage befindlichen lokalen Gebietskörperschaften hat die Hoffnungen der Anleger nur teilweise erfüllt. Zwar blieben die ersehnten direkten Konsumhilfen aus, doch ist die Rolle der lokalen Gebietskörperschaften bzw. ihr Handlungsspielraum bei der Umsetzung der Pläne Pekings besonders wichtig. Auf der Zentralen Wirtschaftskonferenz (CEWC) im Dezember wurde insbesondere deutlich, dass 2025 infolge des negativen Ausblicks für den Außenhandel ein stärkerer Fokus auf der effektiven Nachfrage liegen muss. Peking wird sich allerdings bis Amtsantritt Donald Trumps und die dann erst reale Gestalt annehmende US-Handelspolitik sowie das jährliche Two-Sessions-Meeting im März bei konkreten Zahlen zum Stimulus noch bedeckt halten wollen.

## PBOC: Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung „moderately loose“

Die PBOC hat nach dem überraschend großen Lockerungspaket im Herbst nun im Dezember zum ersten Mal seit 14 Jahren eine Änderung der geldpolitischen Strategie vorgenommen und die offizielle Formulierung der Ausrichtung auf „moderat locker“ angepasst. Nicht zuletzt liegen diesem Umschwung die Pläne der US-Präsidentschaft zugrunde. Einige am Markt diskutierte Szenario-Überlegungen ranken sich um eine deutliche strategische Abwertung des Renminbis als Gegenmaßnahme. Unserer Auffassung nach wird Peking allerdings sehr vorsichtig beim Ausbalancieren langfristiger geostrategischer bzw. wirtschaftlicher Ziele und kurzfristigen konjunkturellen Bedürfnissen agieren wollen.

### Fundamentalprognosen\* China

	2023	2024	2025
BIP	5.2	4.8	4.5
Inflation	0.3	0.4	1.0
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5.2	5.1	5.1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4.6	-5.0	-5.5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1.4	1.3	1.2

\* Veränderung gg. Vj. in %

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

### Zinsen und Wechselkurse China

	12.12.	3M	6M	12M
Einlagesatz	1.50	1.50	1.50	1.50
3M SHIBOR	1.74	1.85	1.80	1.70
10J	1.82	2.10	2.05	2.05
Spread 10J Bund	-39	-10	-25	-45
EUR in CNY	7.61	7.63	7.88	7.88
USD in CNY	7.27	7.20	7.30	7.30

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

# Großbritannien: Die Zukunftsaussichten sind gut

Analyst: Constantin Lürer

## Neue Regierung steuert mit wenig Rückhalt ins neue Jahr

Im Juni wurde eine neue Regierung in Großbritannien unter Keir Starmer gewählt und beendete damit eine 14 Jahre anhaltende „Dauerregentschaft“ der konservativen Tories. Was derzeit viele Staatslenker um den Globus umtreibt, ist der Haushalt – so auch im UK. Um das Haushaltsdefizit zu reduzieren hat Finanzministerin Reeves ambitionierte Pläne vorgestellt. Diese sehen u.a. Steuererhöhungen im Umfang von 40 Mrd. Pfund vor, darunter bspw. eine Erhöhung der Kapitalertragssteuer von 20 auf 24% sowie Reformen bei der Erbschaftsteuer, welche besonders landwirtschaftliche Betriebe belasten würde. Landwirte gingen zuletzt buchstäblich auf die Barrikaden und erreichten durch Fernsehgröße Jeremy Clarkson ein großes Momentum. Mit der geplanten Reform würde für Betriebe, deren Bewertung eine Millionen Pfund übersteigt, eine Erbschaftsteuer in Höhe von 20% fällig. Dies war die erste große Belastungsprobe der neuen Regierung, welche sich mit wachsendem Widerstand aus der Bevölkerung konfrontiert sieht. Konjunkturell ist das Vereinigte Königreich derzeit allerdings gut aufgestellt, weshalb im kommenden Jahr zunächst nicht von politischen Kapriolen auszugehen ist.

## Senkungszyklus bei der Bank Rate wahrscheinlichstes Szenario

Seit August 2024 hat die Bank of England den als Bank Rate bekannten Leitzins zwei Mal zu je 25 Basispunkten gesenkt. Damit dürfte das höchste Zinsniveau seit 2007 Geschichte sein. Der Trend zeigt auch hier aktuell weiter nach unten. Das MPC konstatierte in seiner Evaluation der wirtschaftlichen Lage zur letzten Leitzinsanpassung, dass die „verzögerte“ Anpassung von selbigem nicht zu einem Belastungsfaktor in der Zukunft werden dürfte. Was beinahe dem Eingeständnis eines verspäteten Handelns nahekommt, sollte den Grundtenor für die künftige Ausrichtung der Geldpolitik setzen. Da der ökonomische Blick nach vorne im UK als positiv zu bewerten ist, erscheint eine graduelle Senkung der Bank Rate über das Jahr hinweg von in Summe 100 Basispunkten auch als realistisch. Jeder Leitzins oberhalb der 3,00%-Marke sollte im Hinblick auf die angezielte Preisniveaustabilität auch als ausreichend restriktiv angesehen werden. Sollte sich die Wirtschaft weiter den Ansprüchen und Prognosen gemäß präsentieren, ist aber auch eine Zwei vor dem Komma in 2026 denkbar.

## Preisentwicklung und BIP-Wachstum dürften 2025 stabil bleiben

Gerade die Inflation scheint nun im Großen und Ganzen gebändigt. Im September lag der Verbraucherpreisindex auf Jahressicht sogar bei 1,7% Y/Y, was zum Teil auch in einem Basiseffekt begründet liegt. Zuletzt zeigten sich die Monatsdaten wieder etwas volatiler. Sofern die Mittelwerte passen und es nun zu keiner Trendumkehr kommt, ist vonseiten der Inflation allerdings kein Druck auf die strategische Ausrichtung der Geldpolitik zu erwarten. Ein avisiertes BIP-Wachstum von 1,4% Y/Y in 2025 festigt nur den Glauben an eine stärkere wirtschaftliche Zukunft im Vereinigten Königreich.

### Fundamentalprognosen\* Großbritannien

	2023	2024	2025
BIP	0.3	1.0	1.4
Inflation	7.3	2.5	2.3
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4.0	4.3	4.5
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5.0	-4.5	-3.7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2.0	-3.0	-2.9

\*Veränderung gg. Vj. in %

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

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Großbritannien

	12.12.	3M	6M	12M
Reposatz	4.75	4.50	4.25	3.75
3M Satz	4.64	4.30	4.05	3.55
10J	4.36	4.10	4.00	3.95
Spread 10J Bund	216	190	170	145
EUR in GBP	0.83	0.82	0.82	0.82
GBP in USD	1.27	1.29	1.32	1.32

# Australien: Zinssenkungen und Wahlkampfspannung

Analyst: Constantin Lürer

## Leitzins durch Reserve Bank of Australia unverändert

Das Wachstum der australischen Wirtschaft betrug in den ersten drei Quartalen des Jahres 0,7% YTD – dem niedrigsten BIP-Wachstum seit den 1990er Jahren, abgesehen von der Pandemie. Diese schleppende wirtschaftliche Entwicklung führte zunächst zu Spekulationen über eine zügige Zinssenkung durch die Reserve Bank of Australia, auch wenn dieses Szenario aufgrund positiver Arbeitsmarktberichte bislang nicht allzu offensiv verfolgt werden musste. In Ihrer Sitzung am 10. Dezember entschied sich die RBA sodann den Leitzins unverändert bei 4,35% zu belassen. Die Inflationsrate, die durch den Consumer Price Index (CPI) ausgedrückt und in Australien vierteljährlich berechnet wird, sank in Q3 auf 2,8%Y/Y und lag somit innerhalb des Zielkorridors von 2-3%. Seit Oktober 2022 veröffentlicht das Australian Bureau of Statistics (ABS) auch einen Monthly Consumer Price Index, der zukünftige Entwicklungen frühzeitiger widerspiegeln soll aber lediglich etwa zwei Drittel des Warenkorb enthält. Somit sind diese Daten nur als grobes Schätzmaß anzusehen. Im Oktober dieses Jahres lag die Inflation demnach bei 2,1 % Y/Y. Diese Entwicklung war in den Augen der RBA-Gouverneure allerdings noch nicht ausreichend für eine Zinssenkung, da die Zentralbank laut Sitzungsprotokoll gerne eine längerfristig stabile Inflation im Zielkorridor wissen möchte, bevor die Cash Rate wirklich gesenkt wird. Unseren Prognosen zufolge dürfte eine erste Zinssenkung in Q1 in 2025 erfolgen und über das Jahr hinweg peu a peu weiter fortgeführt werden.

## Noch keine eindeutige Tendenz bei anstehenden Neuwahlen

Im Zeitraum bis zum 17. Mai 2025 werden auch in „Down Under“ Neuwahlen stattfinden, ein konkreter Termin wurde bisher noch nicht festgelegt. In den Umfragen zeichnet sich bereits jetzt ein Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen der regierenden Labor-Partei und der oppositionellen Mitte-Rechts-Partei ab (jeweils rund 50%). Premierminister Anthony Albanese könnte sich gezwungen sehen, eine Minderheitsregierung zu bilden, da seine aktuell hauchdünne Mehrheit von nur drei Sitzen gefährdet scheint. Ein Bündnis mit den Grünen oder Unabhängigen zeichnet sich immer mehr ab, um die Machtbasis zu festigen.

## Australien und China legen Handelsstreit endgültig bei

Die jahrelang angespannte Handelsbeziehung zwischen China und Australien gehört nun gänzlich der Vergangenheit an. Seit der Amtsübernahme von Premierminister Anthony Albanese wurden schrittweise sämtliche Einfuhrbeschränkungen zurückgenommen, die zuvor auf zahlreiche Produkte angewendet wurden. Zu den sanktionierten Produkten zählte bis vor kurzem noch der australische Hummer – doch auch dieses bedeutende Exportgut darf nun wieder nach China eingeführt werden. Somit wurden nun alle Sanktionen des wichtigsten Handelspartners für Australien aufgehoben.

### Fundamentalprognosen\* Australien

	2023	2024	2025
BIP	2.1	1.1	2.0
Inflation	5.6	3.3	2.8
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3.7	4.1	4.5
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-0.8	-0.4	-1.0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-0.3	-1.0	-1.0

\*Veränderung gg. Vj. in %

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

Quelle: Feri, Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Zinsen und Wechselkurse Australien

	12.12.	3M	6M	12M
Cash target rate	4.35	4.10	3.85	3.60
3M Satz	4.45	4.05	3.75	3.55
10J	4.00	4.20	4.15	4.15
Spread 10J Bund	180	200	185	165
EUR in AUD	1.64	1.63	1.66	1.63
USD in AUD	0.64	0.65	0.64	0.65

# Aktienmärkte: Erneut starkes Börsenjahr 2024 – vorsichtig optimistischer Ausblick für 2025

Analyst: Wolfgang Donie

**Insgesamt starkes Börsenjahr 2024 dank Zinswende sowie steigender Unternehmensgewinne**  
Bislang konnte der DAX im Verlauf des Jahres 2024 um beachtliche rund 21% zulegen. Er hat in dieser Zeit mehrere Rekorde geknackt, obwohl es in der deutschen Wirtschaft alles andere als rosig aussieht. Hierfür gibt es mehrere Gründe:

Die 40 größten deutschen Unternehmen sind international gut diversifiziert. Im Durchschnitt kommen knapp 80% der Erlöse aus dem Ausland und auch in der Produktion werden Vorteile in anderen Ländern genutzt (z.B. günstigere Arbeits- oder Energiekosten). Insofern spielt nicht nur die Entwicklung der deutschen Konjunktur, sondern insbesondere diejenige der entsprechenden ausländischen Volkswirtschaften, eine Rolle. MDAX und SDAX, deren Unternehmen einen geringeren Auslandsumsatzanteil haben, sind dagegen weit von ihren Rekordständen entfernt. Mit einem Plus von knapp 27% im breit aufgestellten S&P 500 haben die US-amerikanischen Aktienmärkte noch etwas besser performt. Dabei zeigte sich die amerikanische Ökonomie unerwartet robust und sorgte immer wieder für gute Wirtschaftsdaten.

Trotzdem beflügelte die Zinswende die Aktienmärkte. Risikoarme Alternativen, wie Staatsanleihen, werden bei niedrigeren Renditen unattraktiver. Geringere Zinsen senden positive Konjunkturimpulse und nicht zuletzt sind zukünftige Gewinne der Unternehmen abgezinst heute mehr wert.

Auch übergeordnete Themen, wie der aktuelle Hype um Künstliche Intelligenz, unterstützen die Märkte weltweit. Hier profitieren nicht nur die direkt involvierten Anbieter, sondern mit Blick auf die möglichen Produktivitätssteigerungen auch der Gesamtmarkt. Die Vielzahl geopolitischer Krisenherde wurde von den Anlegern dagegen kaum gewürdigt.

Insgesamt sind amerikanische Aktien höher bewertet als deutsche bzw. europäische. Neben der robusten Konjunktur können als Gründe hierfür der größere Anteil an Technologietiteln in den großen Indizes sowie Erwartungen an die America first-Politik des zukünftigen Präsidenten Donald Trump angeführt werden. Dagegen lahmt die Konjunktur in Deutschland, zudem wird der DAX durch schwächelnde Automobil- sowie Chemiewerte, deren Anteil allerdings abnimmt, gebremst.

## **Ausblick auf 2025: Vorsichtiger Optimismus**

Die Aktienmärkte werden voraussichtlich von einem hohen Stand ins neue Jahr starten. Dort werden sie aber im 1. Quartal auf einige Unsicherheitsfaktoren treffen, wie den Amtsantritt von Donald Trump oder die Regierungsneubildungen in Deutschland und Frankreich. Diese dürften zunächst für rückläufige Kurse sorgen. Für den weiteren Jahresverlauf sind wir dagegen vorsichtig optimistisch, sofern keine Handelskriege vom Zaun brechen und die vielen Ankündigungen von Donald Trump in der tatsächlichen Umsetzung von etwas Pragmatismus begleitet werden. In Europa dürften dabei der weitere Zinssenkungspfad der EZB sowie auf niedrigem Erwartungsniveau leicht steigende Gewinne unterstützen. Allerdings erwarten wir in 2025 noch keine Renaissance der Nebenwerte. So dürfte die Entwicklung zwischen DAX auf der einen und MDAX/SDAX auf der anderen Seite weiter auseinanderlaufen. In den USA sollte der Anstieg trotz des bereits höheren Bewertungsniveaus aufgrund der guten wirtschaftlichen Gesamtsituation und dynamisch steigender Unternehmensgewinne erneut etwas höher ausfallen. Aus dem dortigen Regierungswechsel können ebenfalls positive Impulse kommen. Risikofaktoren bleiben die vielfältigen geopolitischen Spannungsfelder, Probleme im Immobiliensektor in den USA, die Schuldenlast der Vereinigten Staaten sowie mögliche Handelsrestriktionen.

# Rohöl: Des einen Freud, des anderen Leid

Analyst: Thomas Wybierek

## **Mismatch zwischen Angebot und Nachfrage hält mind. in H1 2025 noch an**

Der OPEC+ -Verbund hat nicht umsonst bereits zum wiederholten Male die ursprünglich bereits 2023 beschlossene Lockerung der eigenen freiwilligen Förderbeschränkungen um 2,2 Mio. b/d vertagt. Auf ihrem turnusgemäßen Ministertreffen (JMMC) Anfang Dezember gab das Kartell bekannt, bis April 2025 den Status quo unverändert zu belassen. Die Maßnahme ist nachvollziehbar, da eine Angebotsausweitung auf eine unverändert schwache globale Nachfrage treffen und damit die Ölkurse fundamental erneut unter Druck setzen würde. Im Vergleich zum Jahresanfang haben die Ölpreise Mitte Dezember ca. 5% abgegeben, von den Höchstständen des Vorjahres, die maßgeblich die Entscheidung zur Förderausweitung beeinflusst hatten, sind es hingegen bis zu 27% (WTI). Dass die Nachfrageseite sich nicht wie erhofft entwickelte, da insbesondere von Chinas Wirtschaft wenig Impulse ausgingen, wurde bereits erkannt. Auch die lange Rezessionsphase in Europa und Deutschland belastet die Weltwirtschaft. Für 2025 rechnet beispielsweise der IWF wie im laufenden Jahr nur mit einem globalen BIP-Wachstum von 3,2%. So reduzierte das Öl-Kartell die Prognose für das Nachfragewachstum 2024 jüngst erneut von 1,81 Mio. b/d auf 1,61 Mio. b/d. Zudem wurde auch die Erwartung für 2025 weiter adjustiert. Statt einem Plus von 1,54 Mio. b/d wird nur noch ein Anstieg um 1,45 Mio. b/d gesehen. Angebotsseitig sind dem Kartell auch aus einem anderen Grund die Hände gebunden: Nach dem Wahlsieg Trumps spricht wenig für einen Rückgang der US-Ölproduktion. Diese bewegt sich seit Oktober 2023 auf einem Niveau oberhalb von 13 Mio. b/d, unterbrochen nur durch eine kurze Phase von Winterstürmen im Januar 2024. Hinzu kommt die generell fragile Förderdisziplin innerhalb der OPEC sowie Zugeständnisse an einzelne Mitglieder, die wie die VAE ihre Infrastruktur stark ausgebaut hatten.

## **Risikoprämie 2025 dürfte geringer ausfallen**

2024 waren die Ölpreise infolge der geopolitischen Entwicklungen vielfach mit Risikoprämien ausgestattet. Insbesondere die mehrfach eskalierende Situation im Nahen Osten führte zu temporär erhöhter Volatilität. Nach den letzten Militäraktionen Israels scheint aber sowohl von Seiten der Hisbollah als auch der Hamas die Gegenwehr deutlich nachzulassen. Auch besteht Hoffnung, dass der Iran die Gesamtlage inzwischen realistischer einschätzt, insbesondere nach dem Verlust des bisherigen Verbündeten Syriens Ende Q4 24. Zudem dürfte das Land kaum Interesse daran haben, einen Anlass zu neuen oder wieder verschärften (US-) Sanktionen zu geben. Insbesondere, da der Iran zuletzt so viel Öl - vorrangig nach China - exportierte, wie seit Jahren nicht mehr. Schätzungen zufolge wurden in der ersten Jahreshälfte 2024 bis zu 1,65 Mio. b/d verschifft. Von den Höchstkursen oberhalb der Marke von 90 USD/b (Brent) resp. 80 USD/b (WTI), die am Markt nach dem Hamas-Überfall im Oktober 2023 aufgerufen wurden, haben sich die Notierungen in den letzten beiden Quartalen 2024 stetig weiter entfernt.

## **Überangebot erfreut Verbraucherseite**

Infolge des Brennstoffemissionshandelsgesetzes folgt zum Jahresbeginn 2025 die nächste Preiserhöhung für die Tonne CO<sub>2</sub> in der Bundesrepublik. Diesmal steigt die nationale (!) Steuer von 45 EUR/t auf 55 EUR/t, mit entsprechenden Folgen für Kraftstoff- aber auch Gas- und Heizölpreise in Deutschland. Zwar wird an den Tankstellen mit dem üblichen Preissprüngen zur Ferienzeit durch die Mineralölindustrie zu rechnen sein, generell dürfte aber die Steuererhöhung in den nächsten Monaten durch die Situation am globalen Ölmarkt abgefedert werden. Es könnte sogar gleich zwei Effekte haben. Einerseits wird die Inflation durch steigende Energiekosten nicht wieder befeuert und die Negativspirale in der Wirtschaft (Tarifdruck) dreht sich weniger schnell. Andererseits könnten die Erlöse, mit denen der Transformationsprozess (Klimatransformationsfonds) finanziert wird, nicht weiter absinken, da der Kraftstoffverbrauch auf konstanten Levels verbleibt oder sogar bei weiter fallenden Ölpreisen anzieht.



# Gas: Mix aus LNG, Wetter, Konjunktur sorgt für Vola

Analyst: Thomas Wybierek

## **Faktor Winter 2024/25: Trotz erster Kältewelle zu managen**

Der frühe durch das Wetterphänomen „La Niña“ verursachte Wintereinbruch im November 2024 sorgte in Nord-West-Europa für fallende Temperaturen. Seit Beginn des Ukrainekrieges konnte von sehr milden Temperaturen in den typischen Heizperioden profitiert werden. Die befürchtete und Ende 2022 nicht unrealistische Gasmangellage in Deutschland blieb u.a. auch aus diesem Grund aus. Die durchschnittliche Temperatur lag lt. Dt. Wetterdienst im Winter 22/23 bei 2,9 Grad, 23/24 bei 4,1 Grad. Im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2018-2021 konnte der Gasverbrauch nach Daten der Bundesnetzagentur dabei um ca. 14% (2022) und 5% (2023) reduziert werden. 2024 stieg er erstmals wieder. Mit ca. 641 TWh (per Oktober ohne die kalten Novembertage) lagen die Verbrauchsdaten schon über denen des Vorjahres (617 TWh). In Summe ist somit 2024 mit einem Gasverbrauch zu rechnen, der den Wert des Jahres 2023 (808 TWh) übertreffen wird. Allerdings verlief der Dezember bis dato wieder milder, aufgrund der Energiepreise bleiben die Haushalte sensibel und die Konjunktur ist unverändert schlecht. Viel hängt zwar von den Monaten bis zum Winterende im März 2025 ab, eine Gasmangel-Situation ist u.E. aber unverändert nicht erkennbar.

## **Europas Achillesverse: Entspeicherung**

Zwar konnten die Gasspeicher Deutschlands im laufenden Jahr nicht wieder wie 2023 zum Stichtag 01.11. einen über 100% liegenden Wert ausweisen. Der höchste erreichte Wert (98,31% per 03.11.24) mag ähnlich komfortabel erscheinen. Im Gegensatz zum Vorjahr hatten sich aber einige Rahmenbedingungen verändert, was sich in einem gestiegenen Entnahmeverhalten spiegelte. Per Anfang Dezember waren die Gasspeicher in Deutschland zu 90,64 % gefüllt (per 01.01.23: 95,75%). EU-weit belief sich der Füllstand auf 85,08% (Vj. 94,68%). Erstmals seit Beginn der Energiekrise 2022 lagen die Werte im November wieder unter dem Fünfjahresmittel. Da sich 2024 die Rezession fortsetzte, hielt sich der Gasbedarf der Industrie zwar in Grenzen, dafür musste ein bisher ungelöstes Problem erneuerbarer Energien aufgefangen werden: Das Einsetzen einer „Dunkelflaute“ (fehlender Wind in Zeiten nur gering verfügbarer Sonneneinstrahlung) ließ die Stromversorgung aus Windkraft und Photovoltaik so stark sinken, so dass vermehrt auf Strom aus Gaskraftwerken zurückgegriffen werden musste. Die Preise für Gas und Strom reagierten mit deutlich anziehenden Volatilitäten.

## **Gaspreise im Kontext von Konjunktur, LNG-Strömen sowie Finanzinvestments**

Diametral zum Rohstoff Öl gib es im Gasmarkt einige Bedenken zur Versorgungslage Europas 2025. Einerseits müssen die Gasspeicher generell im Sommer wieder aufgefüllt werden, um die im Winter abgerufenen Mengen zu ersetzen und dabei die von der EU vorgegebenen Zielgrößen zu gewährleisten. Diese hatte sogar jüngst wieder die Vorgaben erhöht. So soll sich lt. EU-Kommission der Gasspeicherfüllstand in der EU per 01.02.25 auf mind. 50% belaufen (zuvor: 45%). Entsprechend ist unter Marktteilnehmern bekannt, dass die Nachfrage zum Auffüllen der Kavernen steigt. Hier sind saisonale Service-Unterbrechungen in Norwegen ebenso zu beachten wie Hitzeperioden in Asien, die unabhängig von der Konjunktur für verstärkte LNG-Nachfrage am Weltmarkt sorgen. Zudem wurde von der Ukraine das Transitabkommen per 31.12.24 aufgekündigt, das bisher die Gasversorgung von Ländern wie der Slowakei, Österreich und Ungarn aus Russland über die Transgas-Pipeline gewährleistete hatte. Da bisher keine Folgeösung publik wurde, wird über die Versorgung mittels LNG u.a. via Bundesrepublik spekuliert. Allerdings steht dem die Gasspeicherumlage - eine Durchleitungsgebühr - entgegen. Statt sie wie gefordert abzuschaffen, wurde die Umlage vom Trading Hub Europe (THE) sogar zum 01.01.25 noch erhöht (auf 2,99 EUR/MWh). Zwar wird mit einem wachsenden LNG-Markt gerechnet, 2025 wird aber weiterhin das Angebot limitiert sein, was zu Volatilitäten führen wird.

Die Rohstoffmärkte haben im Rahmen der Transformation und der jüngsten Vergangenheit im Übrigen auch das Interesse von Finanzinvestoren geweckt. Dies spiegeln temporär TTF-Notierungen, die für den Sommer 2025 (6 Mon.-Kontrakt) über denen für das Jahresende 2025 (1 Jahr-Kontrakt) lagen.

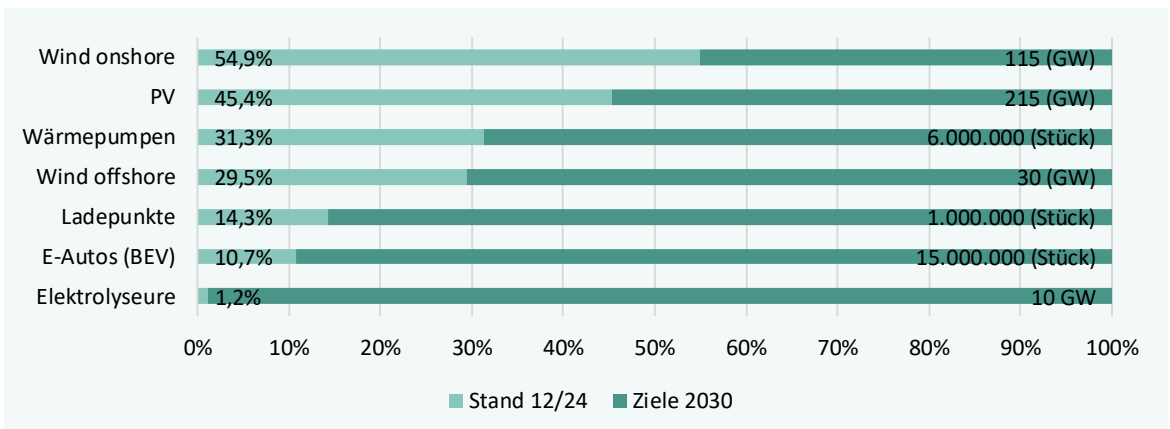
## Transformation: Weiter im Sog der Polykrise

Analyst: Thomas Wybierek

### Lücke zwischen Wunsch und Wirklichkeit immer aufwendiger bis 2030 zu schließen

War der Zeitplan des European Green Deals schon ambitioniert, trifft dies auf national verkürzte Zeitfenster noch mehr zu. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund von unverändert offenen Fragen um notwendige Infrastrukturen (Strom, Wasserstoff, Ladepunkte), Finanzierungen (Dimensionen und Quellen) und Auswirkungen der Transformation (Industrie, Immobilien, Kommunen). Zwar sind externe Schocks wie der Ukrainekrieg und seine Folgen kaum prognostizierbar, wiegen aber umso schwerer, wenn mit starren Zielen gearbeitet wird. Zumindest konjunkturelle Abschwungphasen und Rezessionen sind in langen Betrachtungszeiträumen nicht zu negieren. Dies spiegelt u.E. die aktuelle Situation, die aufgrund der internationalen Gemengelage und den weiterhin existenten geopolitischen Risiken mit hoher Wahrscheinlichkeit auch 2025 noch anhalten wird.

Chart: Ausbaustand Energiewende in Deutschland



Quelle: openenergytracker; NORD/LB Research

Zu bedenken ist dabei, dass in den kommenden 6 Jahren (inkl. 2030) ein Vielfaches dessen aufgebaut werden müsste, was über einen wesentlich längeren Zeitraum in der Vergangenheit erreicht wurde (Ist-Zustand). Zweifel sind vor dem Hintergrund global wackeliger Lieferketten, drohender protektionistischer Maßnahmen (PV oder Rotorblätter aus China) und der mit Investitionsbereitschaft bzw. -fähigkeit verknüpften Konjunktur berechtigt. Intervallverlängerung, Ausbauzieladjustierungen oder eine Kombination aus beiden bietet sich u.E. an, ohne vom Energiewendepfad abweichen zu müssen.

Marktdaten	Kurs		12-Monats-Hoch		12-Monats-Tief		NORD/LB-Prognose		
	12.12.24	12-Monats-Hoch auf tägl. Basis	12-Monats-Hoch auf tägl. Basis	12-Monats-Tief auf tägl. Basis	1 Monat	6 Monate	12 Monate		
Brent Rohöl (USD/Barrel)*	73,34	91,01	04.04.24	69,65	10.09.24	73	71	73	
WTI Rohöl (USD/Barrel)*	69,60	86,83	08.04.24	65,72	10.09.24	70	68	71	
Strompreis (EUR/MWh)**	104,97	121,41	19.11.24	50,75	04.04.24	115	86	97	
CO2-Zertifikate (EUR/Tonne)**	66,10	77,55	01.01.24	50,52	23.02.24	68	70	72	
Erdgas TTF (EUR/MWh)**	42,48	48,43	03.12.24	23,06	23.02.24	47	44	44	
Steinkohle Rotterdam (USD/Tonne)***	112,55	122,75	15.11.24	93,80	14.02.24	118	115	117	

Quelle: Macrobond, NORD/LB Research

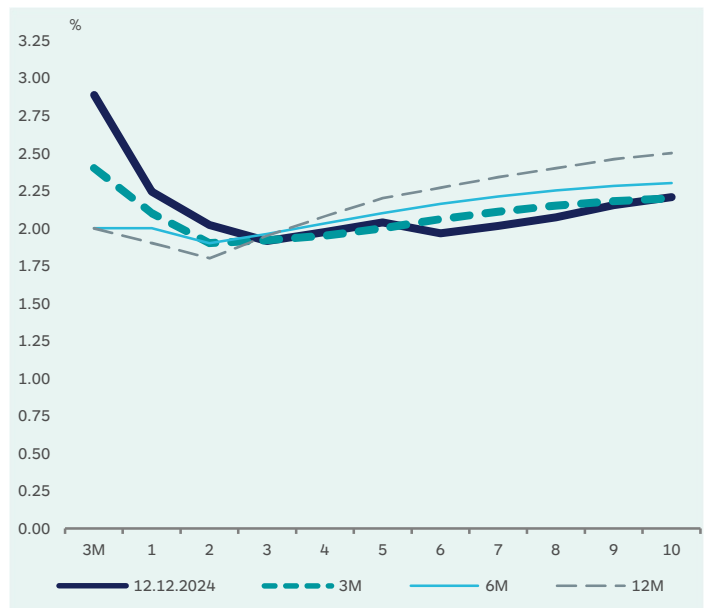
# Portfoliostrategien Zinsstrukturkurve Euroland

Renditen und Prognosen (Bunds/Swap)

	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	Aktuell	3M	6M	12M
3M	2.89	2.40	2.00	2.00
1J	2.24	2.10	2.00	1.90
2J	2.02	1.90	1.90	1.80
3J	1.91	1.92	1.96	1.95
4J	1.97	1.95	2.03	2.08
5J	2.04	2.00	2.10	2.20
6J	1.97	2.06	2.16	2.27
7J	2.01	2.11	2.21	2.34
8J	2.07	2.15	2.25	2.40
9J	2.15	2.18	2.28	2.46
10J	2.21	2.20	2.30	2.50
2J (Swap)	2.16	2.05	2.05	2.00
5J (Swap)	2.13	2.15	2.25	2.40
10J (Swap)	2.22	2.30	2.40	2.70

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen Zinsstrukturkurve (Bunds)



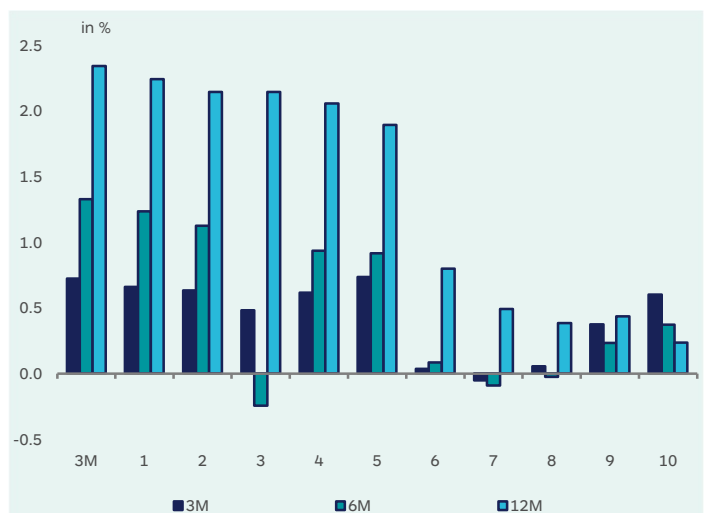
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Prognosen und Total Returns

	Total Returns (in %) auf Sicht von...		
	3M	6M	12M
3M	0.72	1.33	2.34
1J	0.66	1.23	2.24
2J	0.63	1.12	2.14
3J	0.48	-0.25	2.14
4J	0.61	0.93	2.05
5J	0.73	0.92	1.89
6J	0.04	0.08	0.80
7J	-0.05	-0.09	0.49
8J	0.05	-0.03	0.38
9J	0.37	0.23	0.43
10J	0.60	0.37	0.24

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	0.7	0.5	2.1	1.0	1.6
2J	0.6	0.4	2.3	1.0	1.5
3J	0.5	0.8	2.2	0.8	1.6
4J	0.6	1.2	2.3	0.7	1.6
5J	0.7	0.9	3.0	0.6	1.5
6J	0.0	2.9	2.7	0.3	1.6
7J	-0.1	2.1	3.2	0.2	1.7
8J	0.1	2.3	3.5	0.2	1.8
9J	0.4	2.5	3.7	0.3	1.7
10J	0.6	0.7	3.9	0.8	1.9

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	1.7	1.4	-0.1	0.1
2J	1.7	1.5	-0.3	0.0
3J	2.1	1.4	-0.3	0.0
4J	2.4	1.6	-0.5	0.1
5J	2.2	2.3	-0.5	0.0
6J	4.2	2.0	-0.8	0.1
7J	3.4	2.5	-0.9	0.2
8J	3.6	2.7	-0.9	0.3
9J	3.8	3.0	-0.8	0.2
10J	2.0	3.1	-0.3	0.3

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Auf 12-Monatssicht

Erwartete Total Returns (in %) in Euro					
	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
1J	2.2	1.6	5.2	7.7	1.7
2J	2.1	1.9	5.8	7.4	1.6
3J	2.1	2.3	6.0	7.0	1.6
4J	2.1	2.8	6.7	6.7	1.7
5J	1.9	3.3	7.9	6.4	1.8
6J	0.8	5.2	8.0	5.8	1.5
7J	0.5	4.5	9.1	5.6	1.6
8J	0.4	4.9	10.2	5.3	1.8
9J	0.4	5.4	10.0	5.1	1.6
10J	0.2	5.9	9.4	5.5	1.0

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung				
	USD	GBP	JPY	CHF
1J	4.8	4.5	0.4	0.2
2J	5.2	5.0	0.2	0.1
3J	5.6	5.2	-0.2	0.1
4J	6.0	6.0	-0.5	0.2
5J	6.6	7.1	-0.8	0.2
6J	8.6	7.2	-1.3	-0.1
7J	7.8	8.4	-1.6	0.0
8J	8.3	9.4	-1.8	0.3
9J	8.8	9.3	-1.9	0.0
10J	9.2	8.6	-1.6	-0.5

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

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

# Portfoliostrategien

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

### Werte und Performance

Index	Wert am	Stand		Performance seit	
	12.12.2024	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
DAX	20,426.27	19,626.45	16,751.64	4.08%	21.94%
MDAX	26,812.99	26,320.47	27,137.30	1.87%	-1.20%
EuroSTOXX50	4,965.53	4,804.40	4,521.44	3.35%	9.82%
STOXX50	4,416.65	4,328.45	4,093.37	2.04%	7.90%
STOXX600	519.20	510.25	478.99	1.75%	8.39%
Dow Jones	43,914.12	44,910.65	37,689.54	-1.70%	17.14%
S&P 500	6,051.25	6,032.38	4,769.83	0.86%	27.56%
Nikkei	39,849.14	38,208.03	33,464.17	4.30%	19.08%

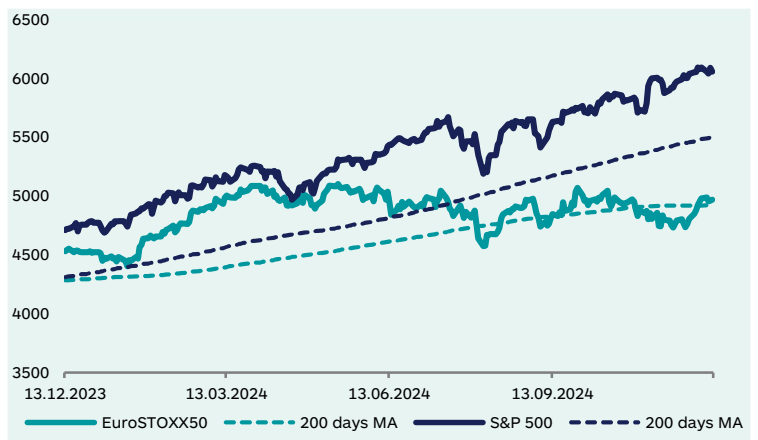
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### Prognosen Indizes

Index	NORD/LB Prognose		
	auf Sicht von ...		
	3M	6M	12M
DAX	19,500	20,500	22,000
MDAX	25,500	26,500	27,000
EuroSTOXX50	4,750	4,950	5,150
STOXX50	4,300	4,450	4,750
STOXX600	490	510	550
Dow Jones	43,000	44,500	46,500
S&P 500	5,750	6,000	6,600
Nikkei	37,500	39,000	41,000

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

### EuroSTOXX50 und S&P500



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

**Redaktionsschluss** für Daten, Prognosen und Texte war **Freitag, 13. Dezember 2024**.

Der nächste Economic Adviser erscheint am **31. Januar 2025**.

# Übersicht Prognosen

## Fundamentalprognosen

in %	BIP-Wachstum			Inflationsrate			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>			Haushaltssaldo <sup>2</sup>		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
USA	2.9	2.7	1.7	4.1	2.9	2.4	3.6	4.1	4.7	-6.5	-6.4	-5.1
Euroland	0.5	0.7	1.0	5.4	2.3	2.0	6.6	6.4	6.4	-3.6	-2.9	-3.0
Deutschland	-0.3	-0.2	0.2	6.0	2.4	2.1	5.7	6.0	6.3	-2.6	-1.7	-2.3
Japan	1.5	-0.1	1.3	3.3	2.7	2.2	2.6	2.5	2.4	-5.2	-4.7	-4.0
Großbritannien	0.3	1.0	1.4	7.3	2.5	2.3	4.0	4.3	4.5	-5.0	-4.5	-3.7
Schweiz	1.1	0.9	1.5	2.1	1.1	0.4	2.0	2.4	2.7	0.3	0.3	0.2
China	5.2	4.8	4.5	0.3	0.4	1.0	5.5	5.1	5.1	-4.6	-5.0	-5.5

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

Quelle: Feri, NORD/LB Macro Research

## Leitzinsen

In %	12.12.24	3M	6M	12M
USD	4.75	4.25	3.75	3.50
EUR	3.00	2.50	2.00	2.00
JPY	0.25	0.50	0.75	0.75
GBP	4.75	4.50	4.25	3.75
CHF	0.50	0.25	0.00	0.00
CNY	1.50	1.50	1.50	1.50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Wechselkurse

EUR in...	12.12.24	3M	6M	12M
USD	1.05	1.06	1.08	1.08
JPY	160	158	157	149
GBP	0.83	0.82	0.82	0.82
CHF	0.93	0.92	0.92	0.92
CNY	7.61	7.63	7.88	7.88

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M
USD	4.36	4.10	3.60	3.40	4.19	3.70	3.30	3.10	4.18	3.60	3.30	3.10	4.33	3.90	3.50	3.40
EUR	2.89	2.40	2.00	2.00	2.02	1.90	1.90	1.80	2.04	2.00	2.10	2.20	2.21	2.20	2.30	2.50
JPY	0.62	0.65	0.80	0.90	0.06	0.70	0.85	0.95	0.26	0.85	1.02	1.12	0.66	1.10	1.30	1.40
GBP	4.64	4.30	4.05	3.55	4.27	3.90	3.78	3.39	4.18	3.88	3.58	3.40	4.36	4.10	4.00	3.95
CHF	0.45	0.20	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.13	0.15	0.15	0.20	0.28	0.25	0.25	0.40

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M	12.12.	3M	6M	12M
USD	147	170	160	140	217	180	140	130	215	160	120	90	212	170	120	90
JPY	-226	-175	-120	-110	-196	-120	-105	-85	-178	-115	-108	-108	-155	-110	-100	-110
GBP	175	190	205	155	225	200	188	159	214	188	148	120	216	190	170	145
CHF	-244	-220	-200	-190	-193	-180	-180	-170	-191	-185	-195	-200	-193	-195	-205	-210

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Macro Research

## Anhang



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

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



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



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



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



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



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



Wolfgang Donie  
Sector Research  
+49 511 361 - 5375  
wolfgang.donie@nordlb.de



Thomas Wybierek  
Sector Research  
+49 511 361 - 2337  
thomas.wybierek@nordlb.de

Unter Mitwirkung von Sarina Beier



## **Weitere Ansprechpartner**

### **Sales**

Institutional Sales  
+49 511 9818-9440

Sales Sparkassen &  
Regionalbanken  
+49 511 9818-9400

Sales MM/FX  
+49 511 9818-9460

Sales Europe  
+352 452211-515

Sales Asia  
+65 64 203136

### **Origination & Syndicate**

Origination FI  
+49 511 9818-6600

Origination Corporates  
+49 511 361-2911

### **Treasury**

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

### **Trading**

Covereds/SSA  
+49 511 9818-8040

Financials  
+49 511 9818-9490

Governments  
+49 511 9818-9660

Länder/Regionen  
+49 511 9818-9550

Frequent Issuers  
+49 511 9818-9640

### **Corporate Sales**

Firmenkunden  
+49 511 361-4003

Asset Finance  
+49 511 361-8150

# Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

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

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

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Redaktionsschluss und letzte Aktualisierung aller Marktdaten:**

Freitag, 13. Dezember 2024, 17:06 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)