

Neues Schaffen

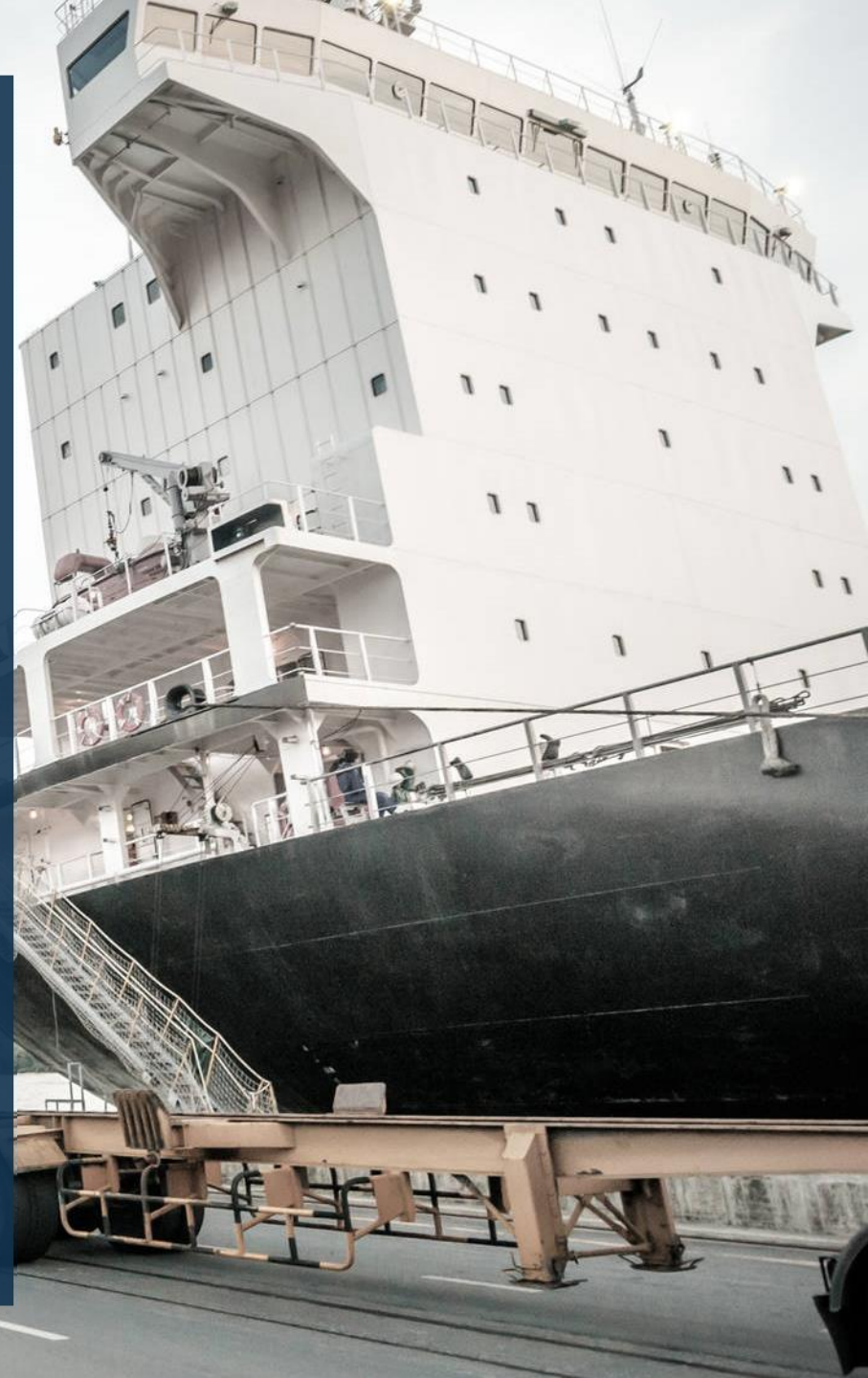
LB≡BW

Kapitalmarktkompass September

Fed gibt nach

02.09.2025

Makro | Zinsen | Credits | Aktien



Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Anschluss an die Veröffentlichung des Kapitalmarktkompass' präsentieren wir Ihnen um 14 Uhr die wesentlichen Inhalte in Form einer Webkonferenz.

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 02.09.2025 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **2744 924 0761#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565009#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=ma28d00f652ee8f6ed46ffaa97181614b>

Event-Kennnummer: **2744 924 0761**

Event-Passwort: **KMK-09** (565009 über Telefone)

Am komfortabelsten ist die Teilnahme über die Webex-App am PC oder am Mobilgerät. Sollten Sie die App nicht nutzen können oder wollen, wählen Sie bitte im Browser statt „Jetzt beitreten“ die Option „Per Browser beitreten“.

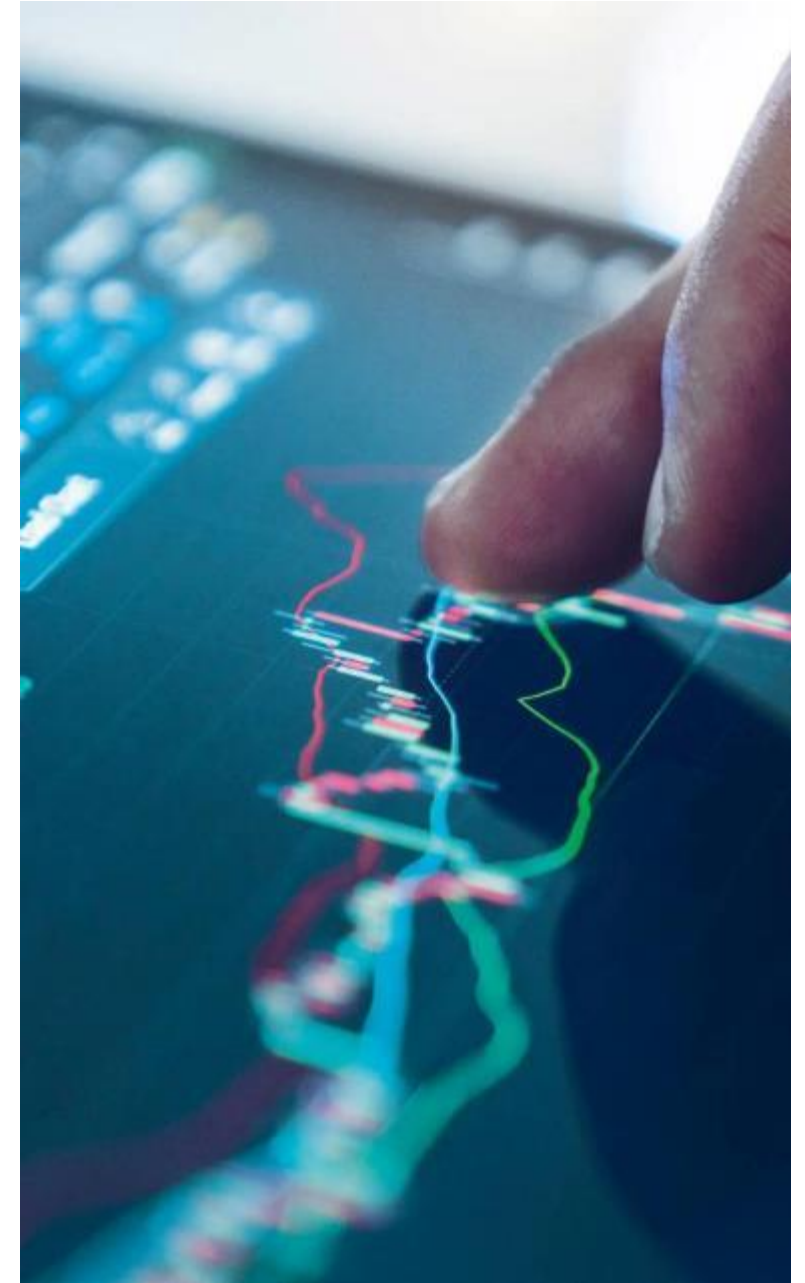
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 02.09.2025 14h
- Dienstag, 16.09.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 07.10.2025 14h
- Dienstag, 21.10.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.11.2025 14h
- Dienstag, 18.11.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.12.2025 14h

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema Immobilien: Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen	08
03	Makro: Frankreichs Regierung vor dem Aus; US-Inflation nur aufgeschoben	17
04	Zinsen: Fed steuert auf Zinssenkung zu	30
05	Credits: Blick auf die Autozölle	44
06	Aktien: Heißer Herbst? Hohe Konzentration als Alarmsignal	50
07	Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positivszenario ein	57
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	67



01

Vorwort und Einleitung

Dr. Thomas Meißner
Leiter Strategy Research
Tel: +49 711 127-73574
thomas.meissner@LBBW.de



Dr. Moritz Kraemer

Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

» *Das Gezänk zwischen Fed und Oval Office ist unwürdig.* «

Im Euroraum hat die EZB ihren zuvor angestammten Turnus an Leitzinssenkungsschritten zuletzt unterbrochen. Die Inflation ist unter Kontrolle; die Marke von 2,0 % ist im Blick. Eine weitere Absenkung der Zinsen scheint möglich, auch um Unsicherheiten zu begegnen. Beispiel: eine Regierung auf Abruf in Frankreich. In einem noch viel unangenehmeren Umfeld muss die US-Notenbank agieren, beständig angefeindet aus dem Oval Office. Geben die Währungshüter Forderungen von dort nach Leitzinssenkungen über Gebühr nach, gefährden sie ihre eigene Glaubwürdigkeit und damit die führende Rolle des US-Dollar an den Weltfinanzmärkten. Glück im Unglück: Die größte Volkswirtschaft der Welt schwächelt – da lassen sich Zinssenkungen leichter rechtfertigen, auch wenn die Inflation noch nicht gezähmt wurde.

Die wichtigsten Termine im September

[illegible]

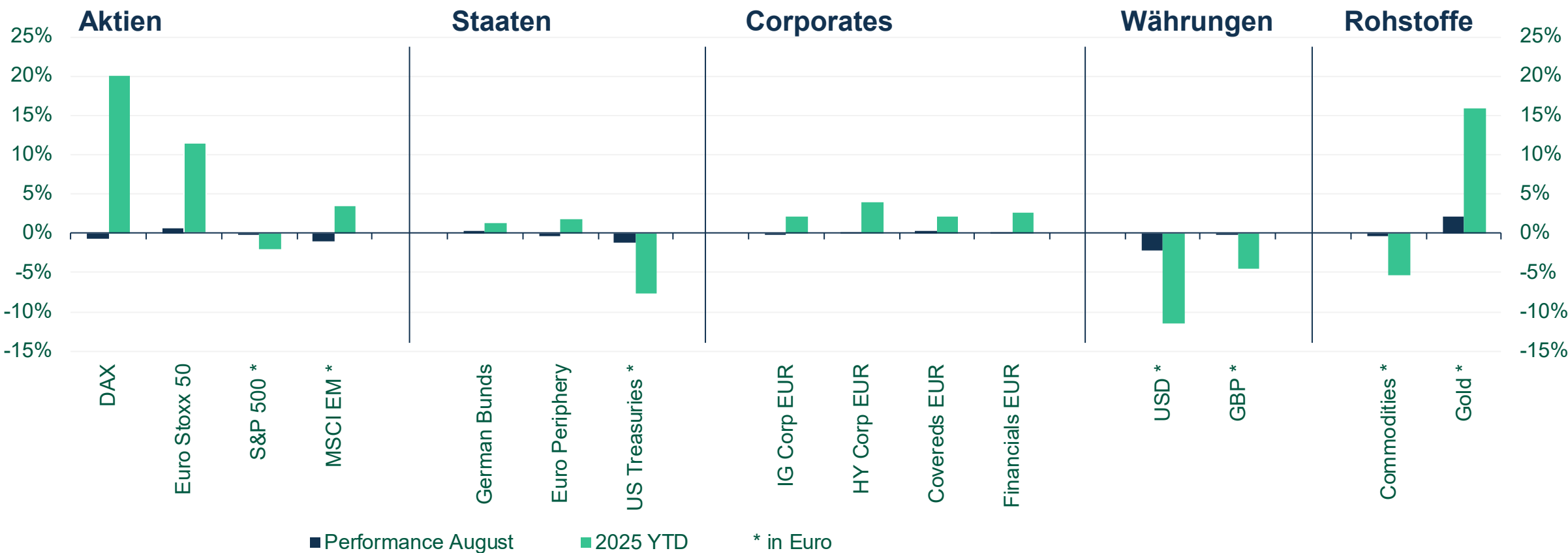
- Die EZB dürfte ihre Leitzinsen zum zweiten Mal in Folge konstant halten, sofern ein neuerlicher externer Schock ausbleibt.
- Die Fed steuert auf eine Zinssenkung um 25 Bp zu, sofern Arbeitsmarktbericht und/oder Inflationsdaten nicht erheblich überraschen.
- Frankreich droht im Zwist über die Sparpläne von Premierminister Bayrou eine wiederholte Regierungskrise.
- Ein anstehendes Großmanöver Russlands löst Sorgen vor möglichen militärischen Provokationen aus.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Performance: Seitwärtstrend im August

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

02

Sonderthema Immobilien

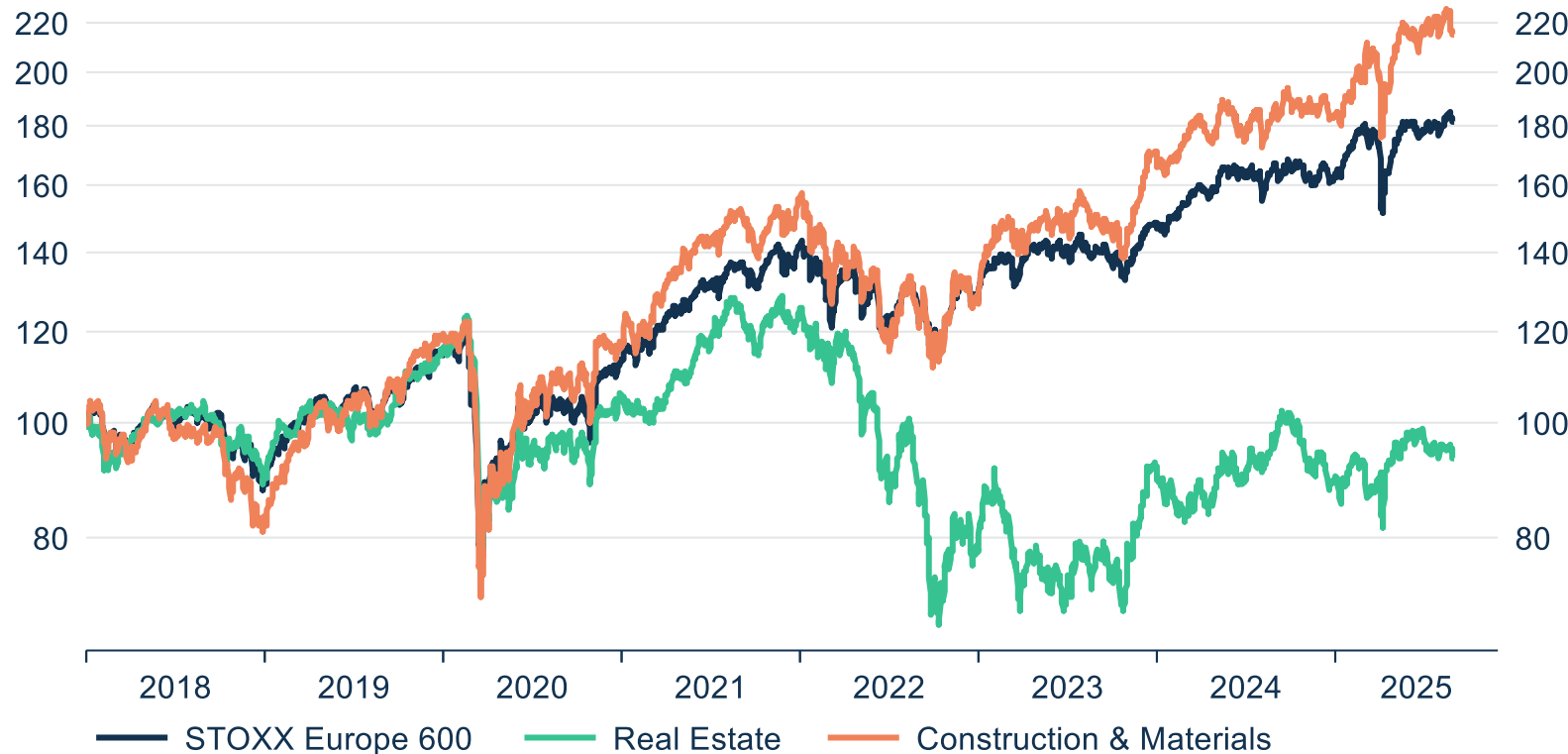
Mühsam er-
nährt sich das
Eichhörnchen

Martin Güth, CQF
Senior Economist
Tel: +49 711 127-7 96 03
martin.gueth@LBBW.de

Aktien von Immobilienunternehmen bleiben am Boden, Bau-Aktien dagegen auf Wolke 7

Aktienindizes des STOXX Europe 600

Total Return Indizes, Start = 100, logarithmische Skala

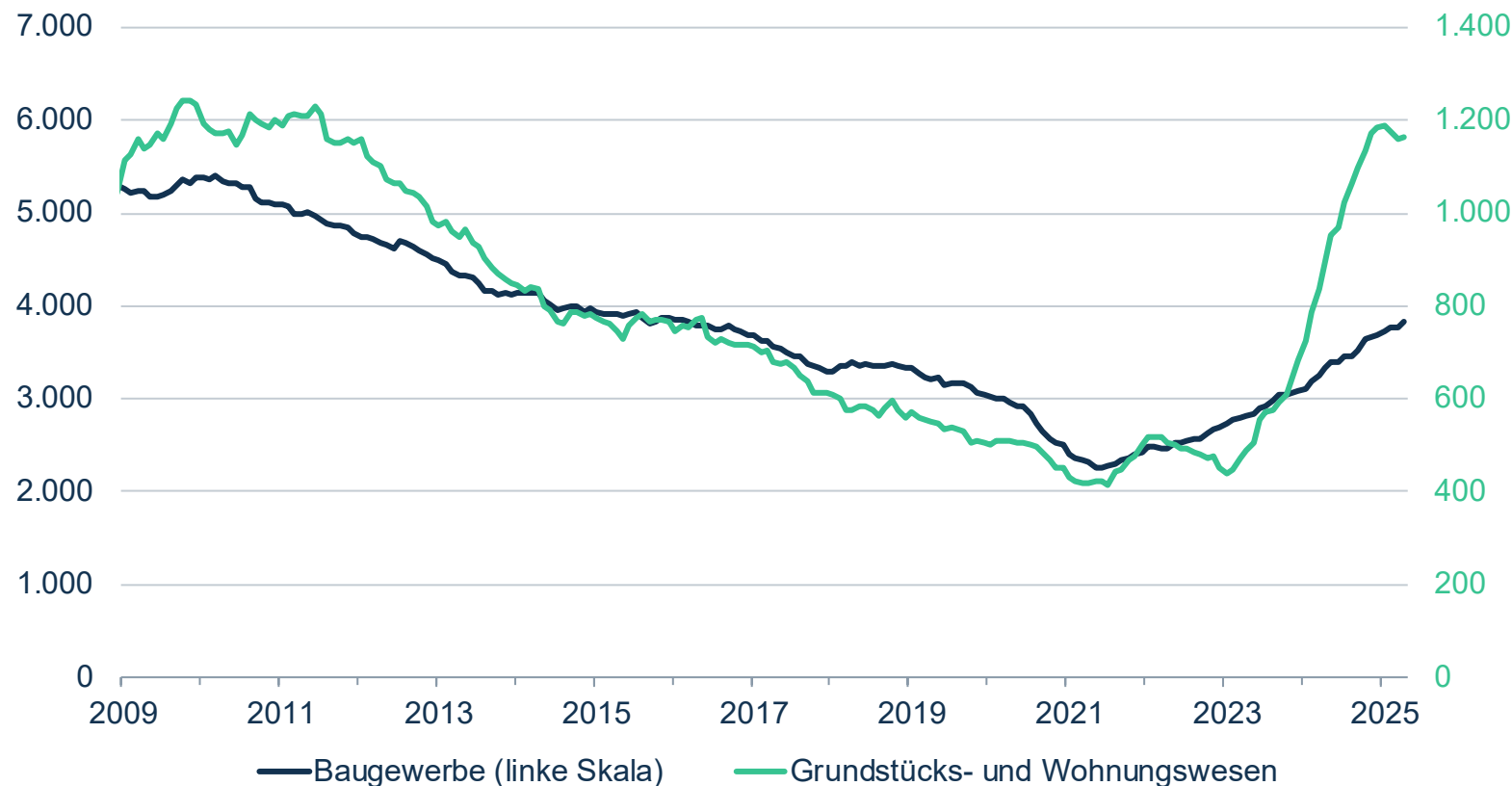


- Immobilienunternehmen werden noch immer durch den zurückliegenden Zinsanstieg belastet. Gegenüber dem Gesamtmarkt konnten sie seit 2023 kaum Boden gutmachen. Die Kursentwicklung ist ein Spiegelbild der verhaltenen Stimmung in der Immobilienbranche.
- Börsennotierte Bauunternehmen steigerten dagegen trotz schlechter Baukonjunktur ihre Gewinne. Ihre Aktien überflügeln sogar den Gesamtmarkt.
- Die Entwicklung ist aber nicht repräsentativ für die Bauwirtschaft als Ganzes. Große Unternehmen spielen offenbar ihre Preissetzungsmacht aus, während in der Baubranche insgesamt die Anzahl der Insolvenzen steigt (siehe folgende Seite).

Insolvenzwelle rollt weiter

Beantragte Insolvenzverfahren

Summe der jeweils vergangenen zwölf Monate, letzter Datenpunkt vom April 2025

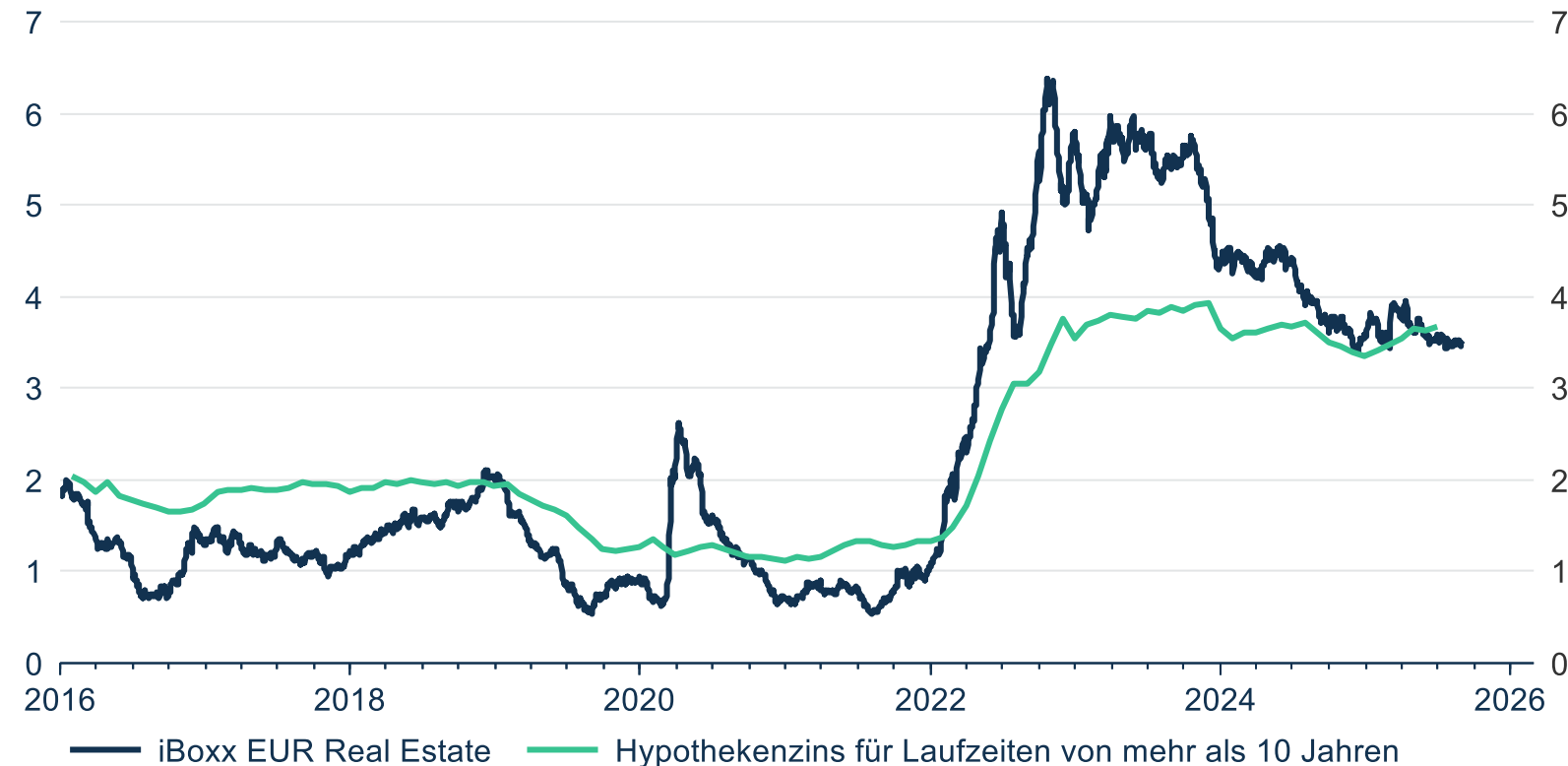


- Die Marktbereinigung ist auch im Jahr drei nach dem Zinsanstieg noch keineswegs abgeschlossen.
- Die Anzahl der Insolvenzen im Grundstücks- und Wohnungswesen ist 2025 zwar nicht mehr weiter gestiegen, verharrt aber auf historisch hohem Niveau.
- Auch in der Bauwirtschaft nahmen die Insolvenzen zu. Die Geschwindigkeit des Anstiegs war hier zwar geringer, dafür sind aber zahlenmäßig mehr Unternehmen betroffen. Eine Trendwende deutet sich bislang nicht an.

Immobilienunternehmen finanzieren sich günstiger als 2023, Privathaushalte dagegen kaum

Anleiherendite Immobilienunternehmen und Hypothekenzins

In Prozent

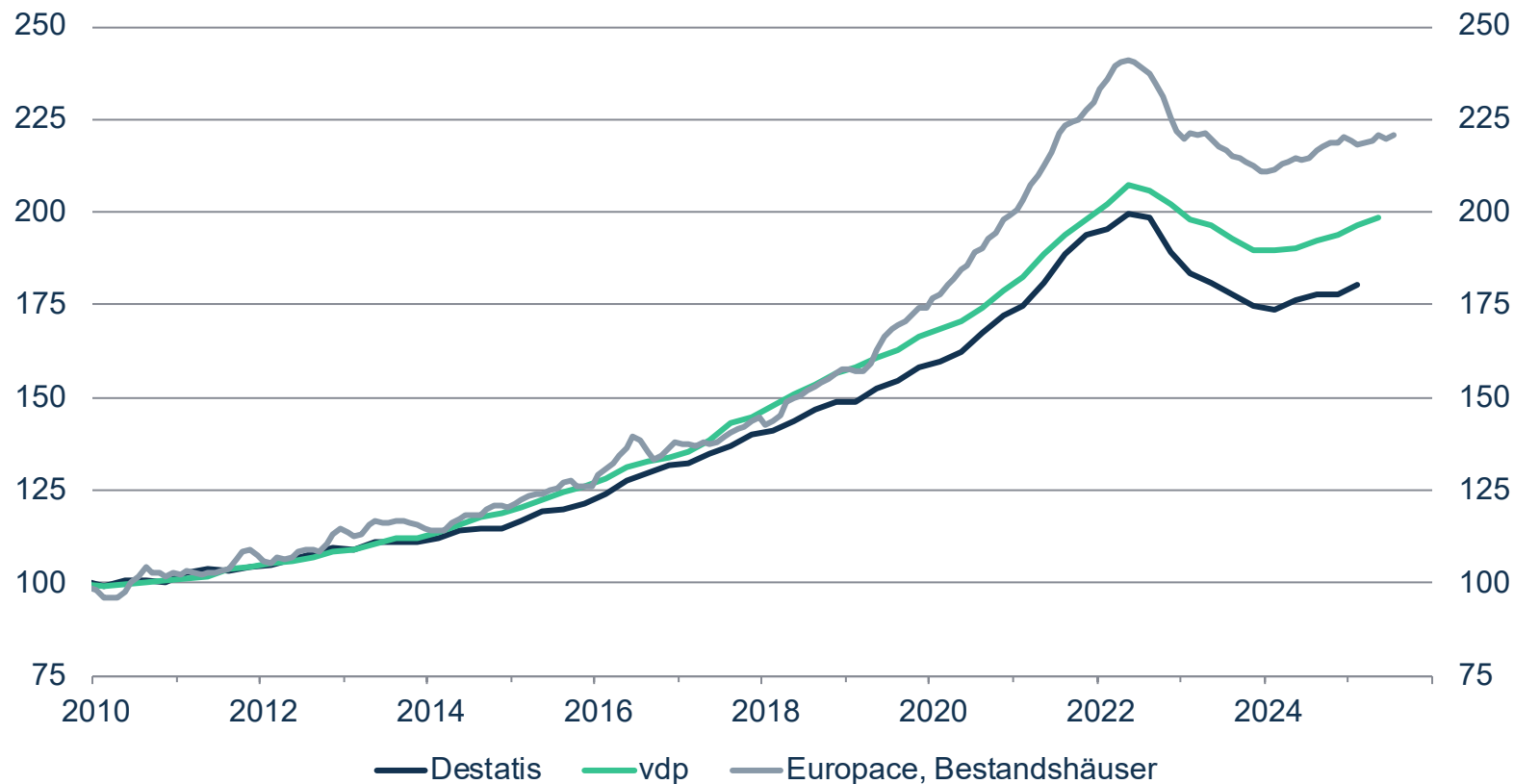


- Die Renditen ausstehender Anleihen von Immobilienunternehmen in Europa notieren nahe der Tiefstände der vergangenen drei Jahre – vor allem, da die Risikoaufschläge deutlich gesunken sind.
- Große Immobilienunternehmen schalten bilanziell zunehmend wieder vom Rückwärts- in den Vorwärtsgang.
- Die Hypothekenzinsen für Privathaushalte in Deutschland sind dagegen seit Jahresbeginn leicht gestiegen. Sie liegen nur noch wenig unterhalb des Niveaus von 2023.
- Nach vorn blickend erwarten wir weder für den privaten noch für den gewerblichen Immobilienmarkt wesentliche Impulse von der Zinsseite.

Leichter Aufwärtstrend – Preisanstieg von 3 % bis 4 % erwartet

Preisindizes für Wohnimmobilien

2010 = 100

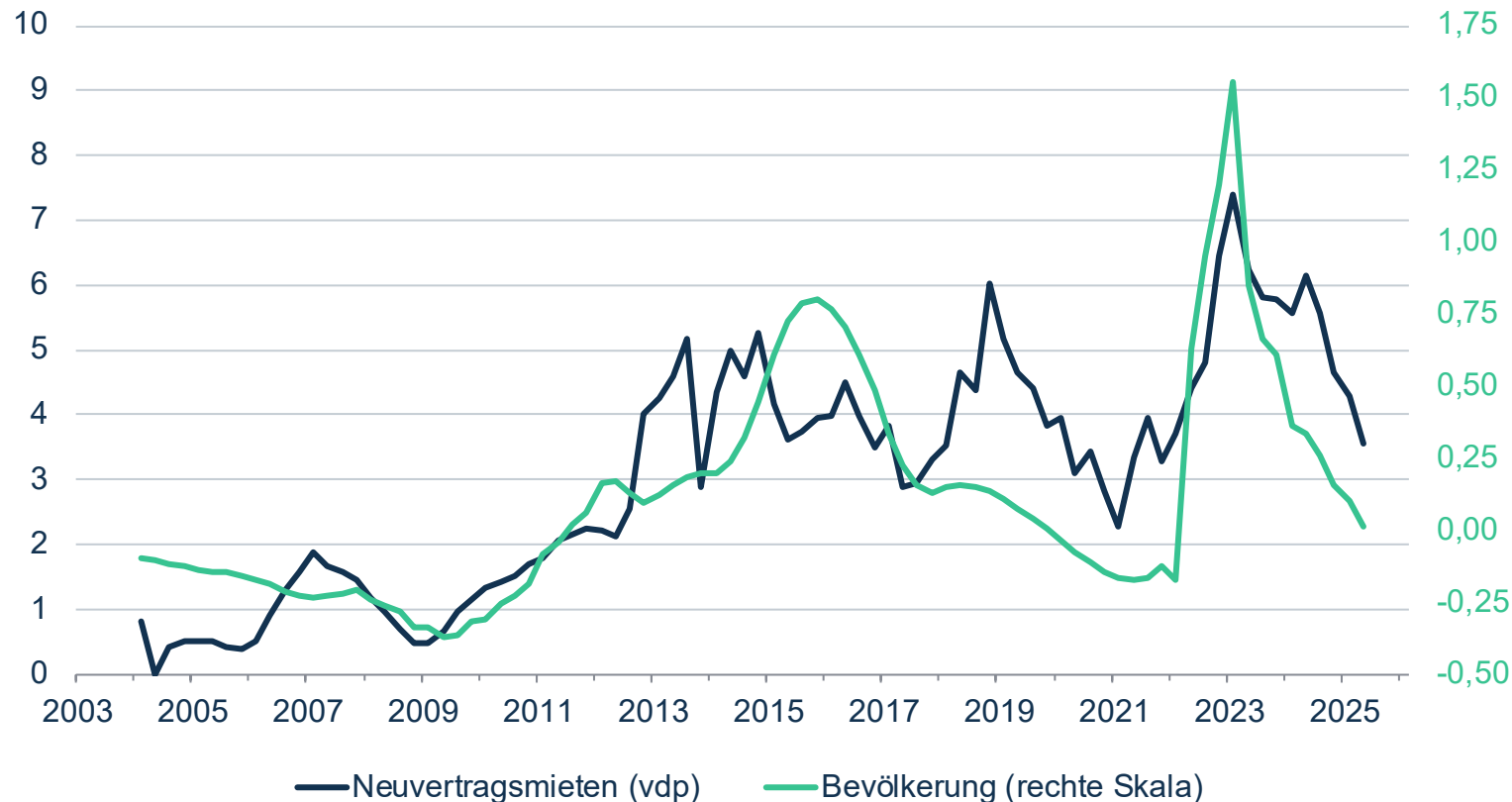


- Die Preisindizes für den privaten Wohnimmobilienmarkt zeigen, wie von uns erwartet, leicht aufwärts.
- Dieser Trend dürfte sich vorerst fortsetzen. Wir erwarten für das laufende und für das kommende Jahr einen Preiszuwachs von jeweils 3 % bis 4 %.
- Gewerbliche Wohnimmobilien waren im ersten Halbjahr die umsatzstärkste Assetklasse am Immobilienmarkt. Das Investitionsvolumen hat weiter zugelegt, auch wenn es noch spürbar hinter dem langjährigen Durchschnitt zurückbleibt.

Mietwachstum schwächt sich ab

Mietwachstum und Bevölkerungswachstum

Jahresveränderungsrate in %

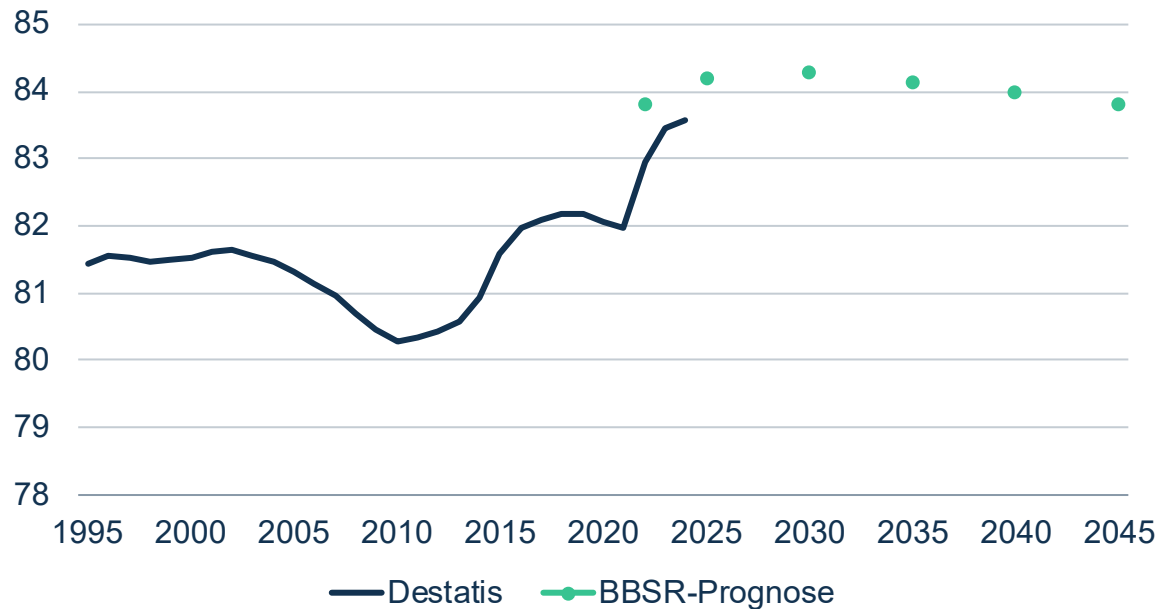


- Die Neuvertragsmieten sind gemäß dem Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) seit 2012 mit einer Jahresrate von durchschnittlich 4,2 % gestiegen – deutlich schneller, als etwa die Verbraucherpreise oder die verfügbaren Einkommen.
- Auch die Bestandsmieten sind im Schnitt deutlich langsamer gestiegen. Doch hier gibt es offenbar große Unterschiede je nach Vermieter. Große Immobilienunternehmen vermeldeten in ihren Halbjahresbilanzen, sie hätten die Mieten um rund 3 % bis 4 % angehoben.
- Das starke Mietpreiswachstum der vergangenen Jahre dürfte unter anderem dem Bevölkerungswachstum geschuldet gewesen sein. Letzteres ist nun zum Erliegen gekommen. Dies dürfte das künftige Mietwachstum dämpfen.

Anzahl der Haushalte dürfte kaum noch wachsen: Das bremst langfristig das Miet- und Preiswachstum

Bevölkerungsentwicklung Deutschlands

in Mio., Historie bereinigt um Sprungstellen beim Zensus 2011 u. 2022

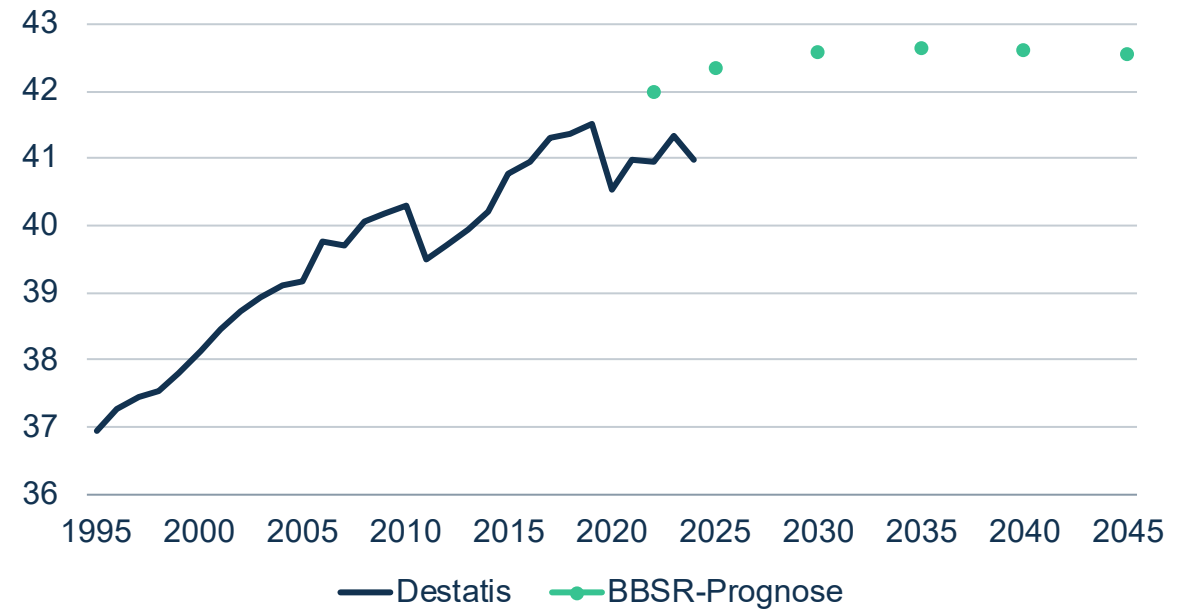


- Das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) erwartet bis 2030 nur noch ein geringfügiges Wachstum der Bevölkerung und nachfolgend eine sinkende Einwohnerzahl.
- Regional wird die Entwicklung sehr unterschiedlich ausfallen.

Quelle: LSEG, [BBSR](#), LBBW Research

Anzahl Haushalte

in Mio.

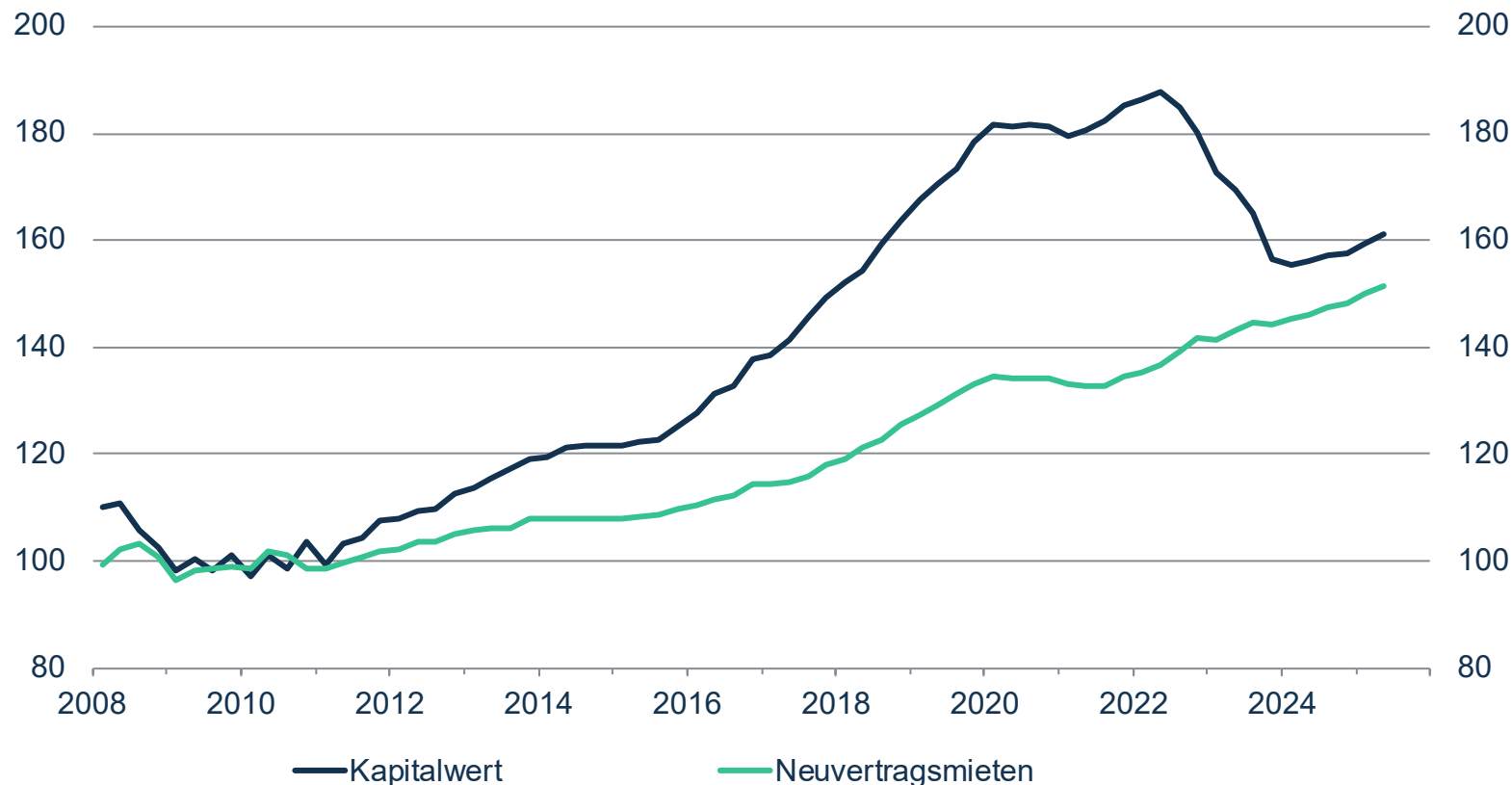


- In der Vergangenheit wuchs die Anzahl der Haushalte auch in Phasen schrumpfender Bevölkerung, da die Haushalte kleiner wurden.
- Dieser Effekt wird laut BBSR in Zukunft deutlich schwächer ausfallen. Die Anzahl der Haushalte wächst daher künftig kaum noch, was die Langfristperspektiven von Immobilien trübt.

Büros: Berichte über steigende Preise und Mieten passen noch immer nicht zur Nachrichtenlage

Kapitalwerte und Neuvertragsmieten für Büroimmobilien

2010 = 100

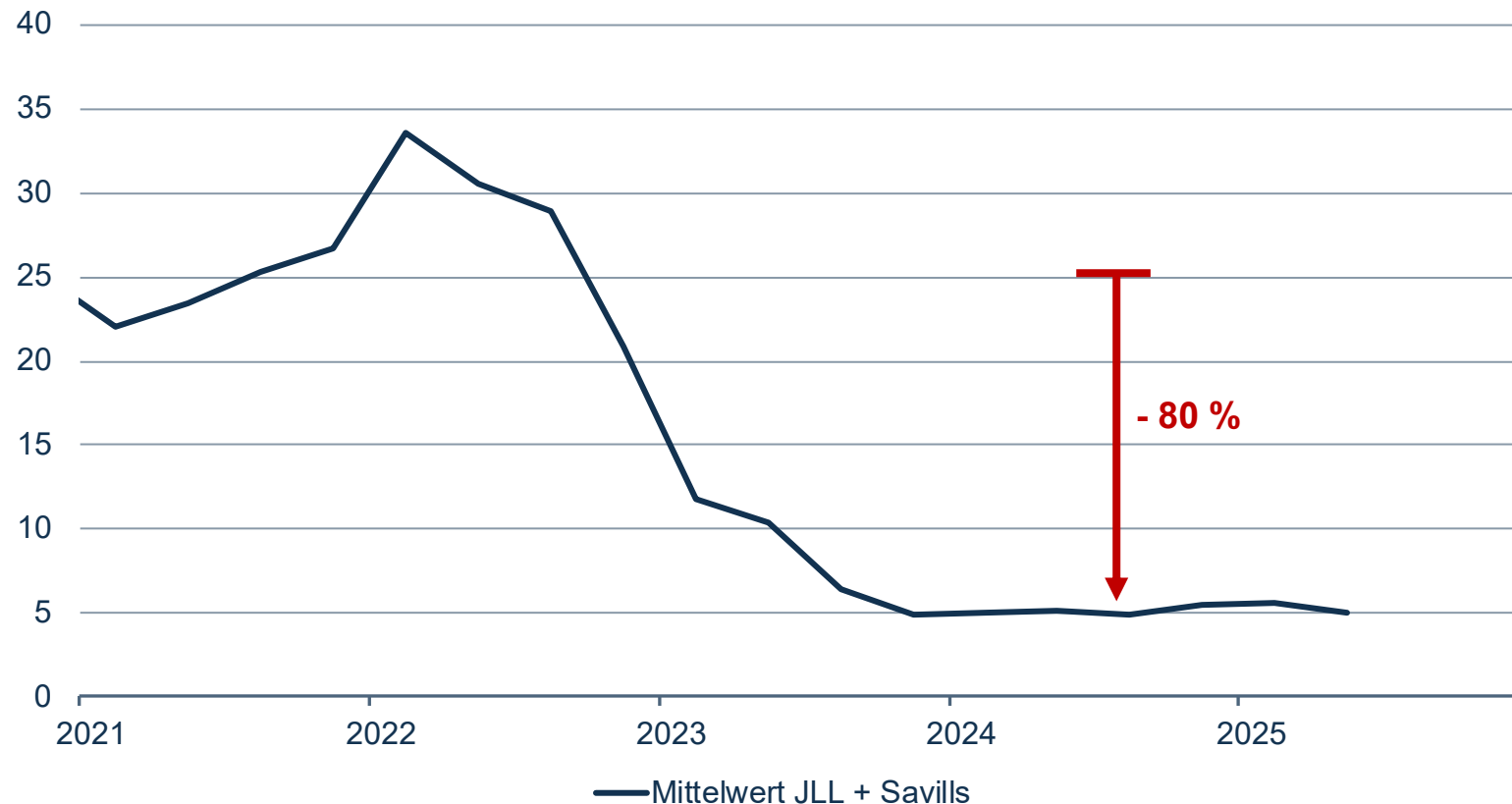


- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) berichtete für das zweite Quartal 2025 von einem Anstieg der Kapitalwerte und von Mieten bei Büroimmobilien um gut 3 % im Jahresvergleich.
- JLL vermeldete für seinen „Victor Prime Office Indikator“ für fünf Großstädte einen Anstieg von knapp 3 % gegenüber dem Vorjahr.
- Die Daten sollten unseres Erachtens nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Lage am Büromarkt nach wie vor schwierig ist.
- Moderne Objekte in guten Lagen erfreuen sich zwar guter Nachfrage. In der Breite hat der Markt aber unverändert mit niedrigen Verkaufszahlen und steigenden Leerständen zu kämpfen.

Noch immer werden sich Käufer und Verkäufer selten einig

Transaktionsvolumen Büroimmobilien

Summe über die vergangenen vier Quartale, in Mrd. Euro



- Zu Jahresbeginn hatten sich die Umsätze am Investmentmarkt noch belebt. Das zweite Quartal konnte aber nicht an die positiven Vorgaben anknüpfen.
- Die Preisvorstellungen potenzieller Käufer und Verkäufer liegen offenbar noch immer in vielen Fällen zu weit auseinander: ein deutliches Indiz dafür, dass am Büroimmobilienmarkt die Marktbereinigung noch immer nicht vorbei ist.

03

**Frankreichs Regierung
vor dem Aus**

**US-Inflation:
Aufgeschoben ist
nicht aufgehoben**

Sandro Pannagl
Senior Economist
Tel: + 44 7874 628823
sandro.pannagl@LBBW.de

Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

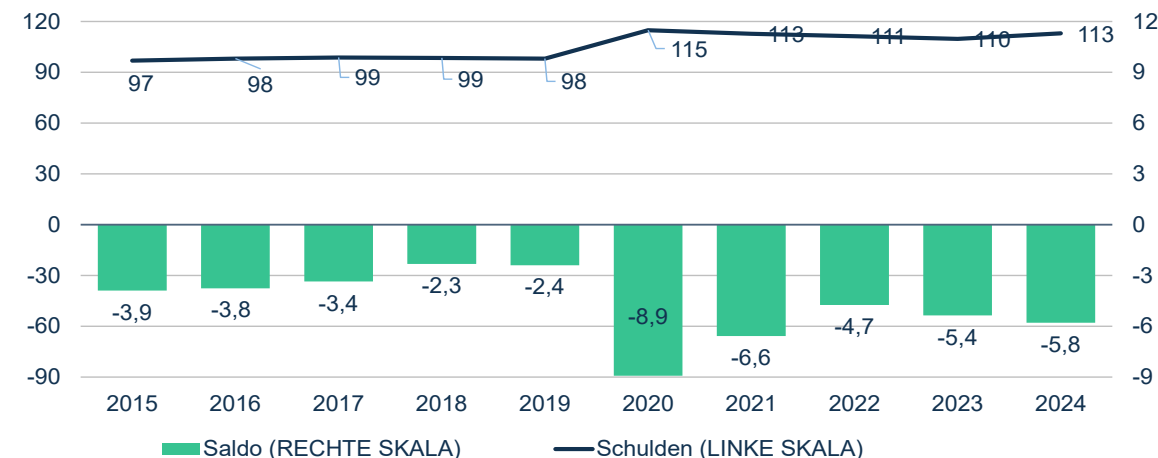
Frankreich: Regierung Bayrou vor dem Aus

Premierminister Bayrou kündigt Vertrauensfrage im Parlament an

- Frankreichs Premierminister François Bayrou kündigte an, am 8. September im Parlament die Vertrauensfrage zu stellen. Hintergrund ist die Debatte über den Haushalt 2026 mit geplanten Einsparungen von 43,8 Mrd. Euro, der von der Opposition abgelehnt wird. Bayrou verfügt in der Nationalversammlung nur über eine Minderheit der Stimmen. Sein Sturz gilt als wahrscheinlich.
- Seit der vorigen Parlamentsauflösung ist mehr als ein Jahr verstrichen. Der zunehmend unpopuläre Präsident Emmanuel Macron könnte nach einem Sturz Bayrous erneut zum Mittel der Parlamentsauflösung greifen oder einen anderen Premierminister ernennen, der dann aber vor demselben Problem stehen würde wie jetzt Bayrou.

Frankreich: Staatsverschuldung und Defizite

in % des BIP



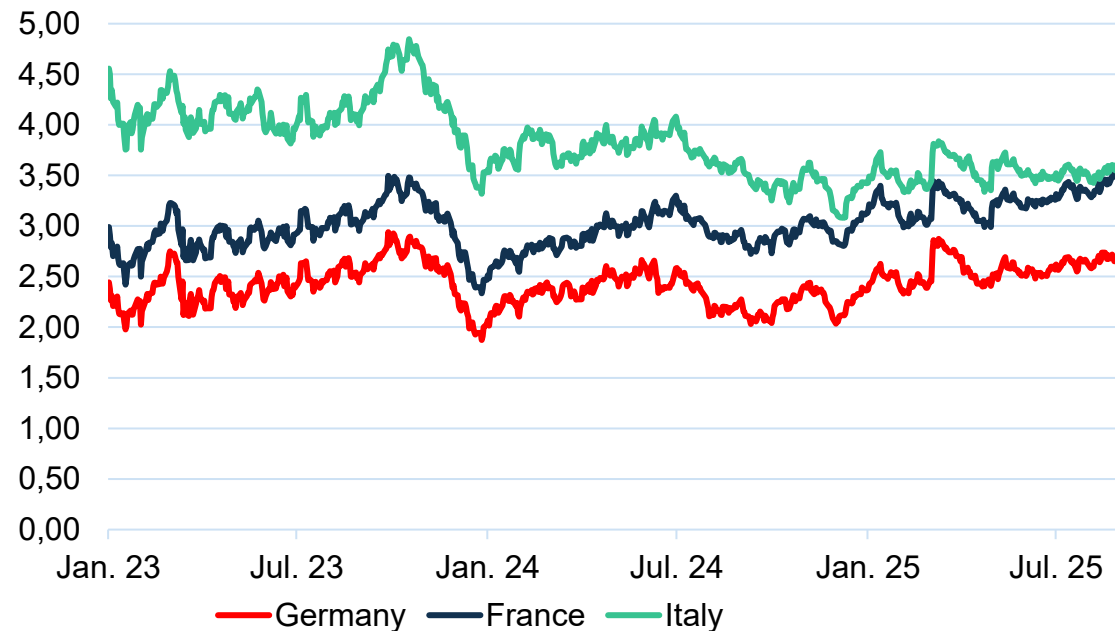
Quelle: LSEG, LBBW Research

- Da in den Wahlen keiner der drei Blöcke im Parlament (Links-bündnis Nouveau Front Populaire, bisheriges Regierungsbündnis der Mitte, rechter Rassemblement National (RN)) eine Mehrheit erringen dürfte, ist kaum vorstellbar, wie fiskalische Reformen zur Senkung des Defizits umgesetzt werden könnten.
- Alle Parteien schielen auf die **Präsidentschaftswahlen 2027**. In den Umfragen führt der mögliche RN-Kandidat Jordan Bardella. Der Alptraum der Märkte wäre eine Stichwahl zwischen den Kandidaten der äußersten Linken und Rechten.
- **Sollten die Finanzmärkte das Vertrauen in die Solidität der französischen Staatsfinanzen verlieren, würde dies den gesamten Euroraum unter Druck setzen.**

Frankreich: Markt fordert höhere Risikoprämie

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen

%, Tagesdaten



- Die Renditen der großen EWU-Staaten sind seit Ende 2023 seitwärts bis aufwärts gerichtet.

Spreads ggü. Bundesanleihen, 10 Jahre

Basispunkte, Tagesdaten

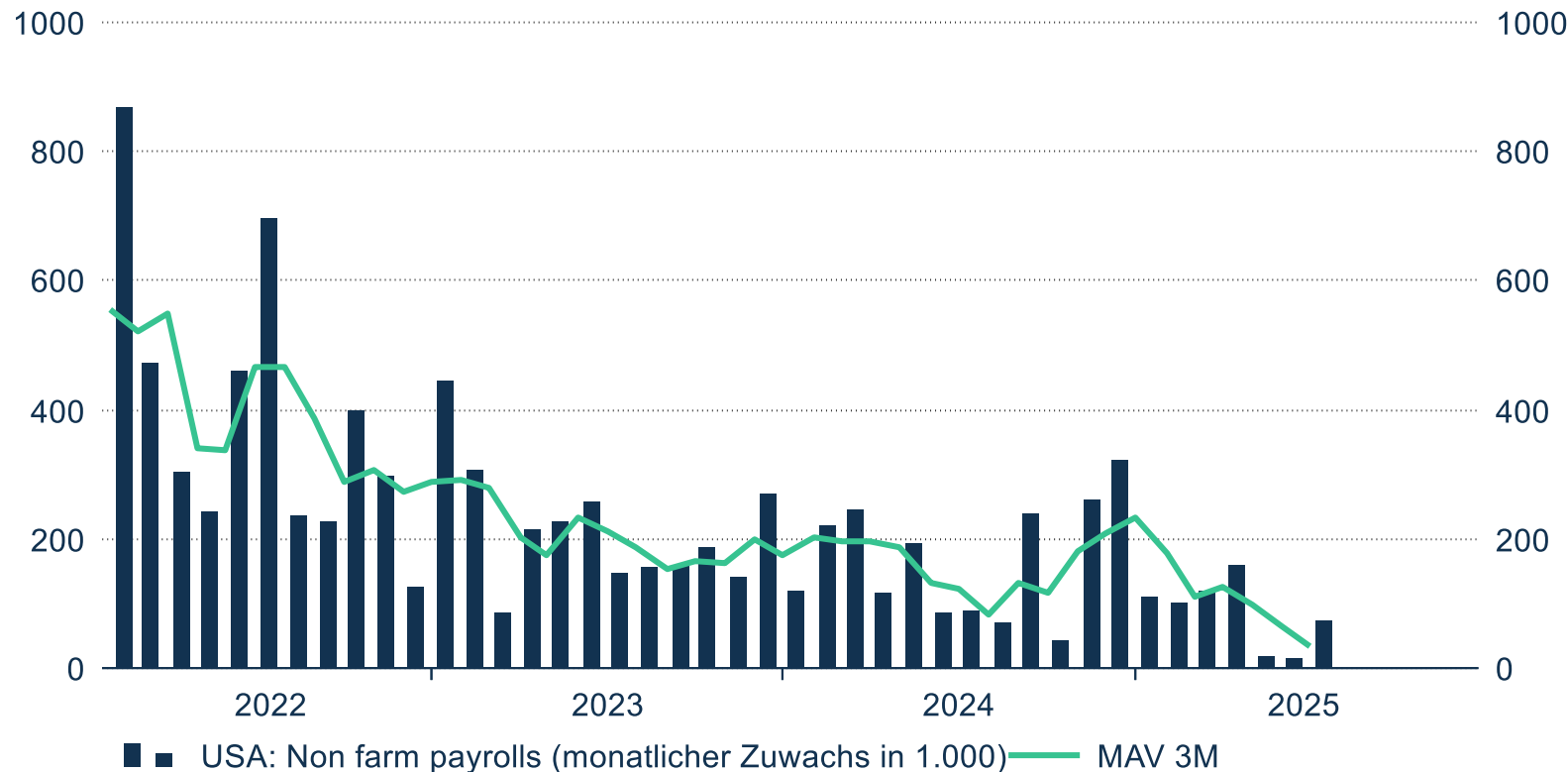


- Frankreich wird am Markt inzwischen ähnlich wie Italien wahrgenommen, das einen deutlich höheren relativen Schuldenstand hat (135% ggü. 113% des BIP).

USA: Arbeitsmarktdaten schwächer

Neue Stellen außerhalb der Landwirtschaft

Monatlicher Zuwachs in 1.000 mit MAV 3 Monate

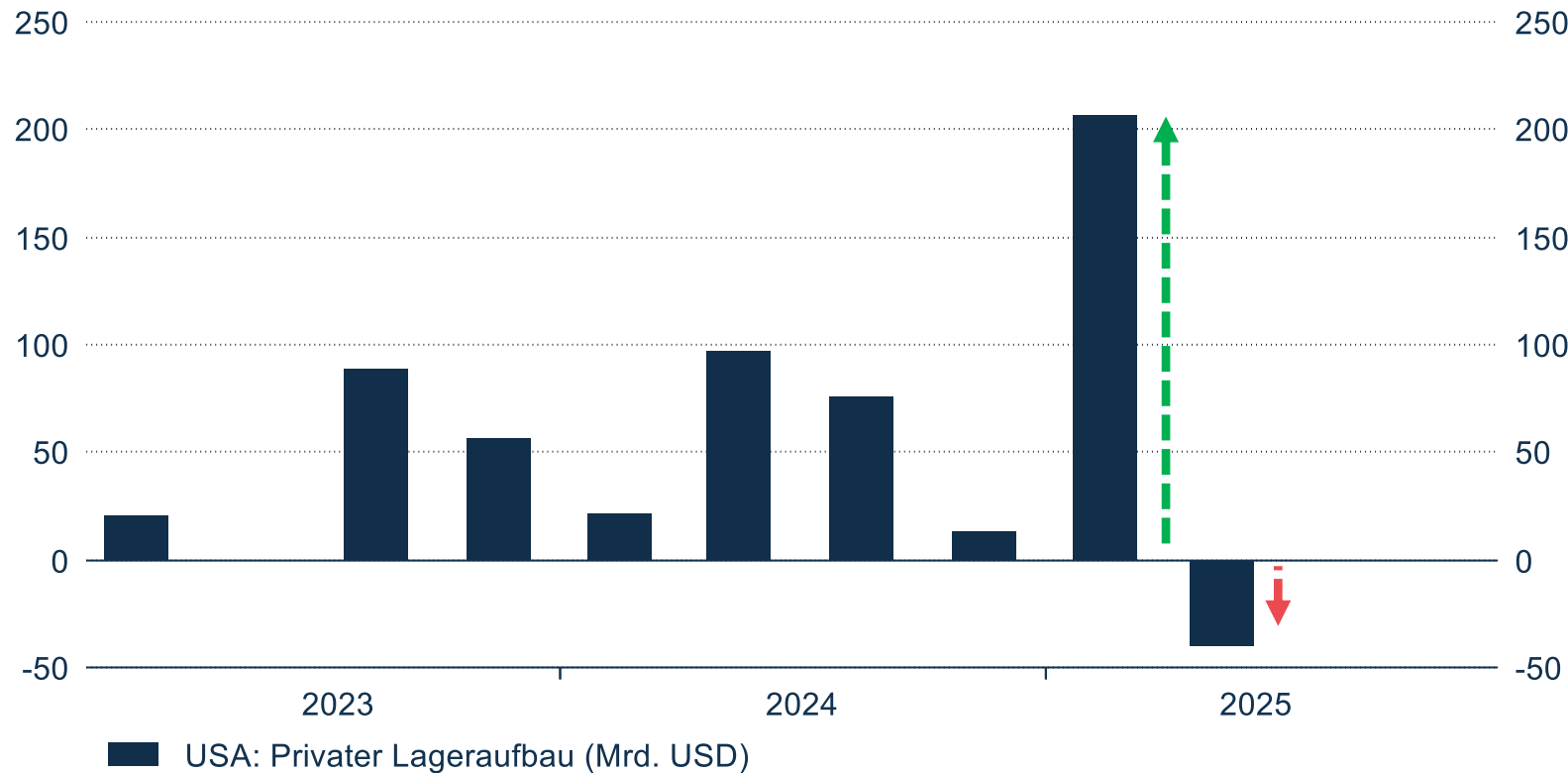


- Der US-Arbeitsmarkt neigt deutlich zur Schwäche. Die Anzahl der neugeschaffenen Stellen außerhalb der Landwirtschaft nahm zuletzt im Trend stark ab. Die US-Wirtschaft verliert an Schwung.
- Im Juli wurden nur 73.000 neue Stellen geschaffen, im Dreimonatsdurchschnitt sogar nur 35.000.
- Allerdings wurden auch weniger Abgänge verzeichnet, so dass die AL-Quote auf niedrigem Niveau verharrt (4,2 %).
- Und auch die von der Trump-Regierung geplanten massenhaften Abschiebungen lateinamerikanischer Arbeitskräfte dürften den Arbeitsmarkt eher „eng“ halten.
- Für die US-Fed entsteht vor dem Hintergrund von Trumps Zollpolitik und damit einhergehender Inflationsrisiken ein Zielkonflikt.

USA: Warum ist die Inflation (noch) so niedrig (1) ?

Hoher Lageraufbau privater US-Unternehmen bis Q1 2025

in Mrd. USD pro Quartal



- Unternehmen in den USA haben in Erwartung von Zöllen ihre Lager massiv aufgestockt und verkaufen nun aus dem Lager.
- Die Unsicherheit in Bezug auf die endgültige Höhe der neuen Zölle hat Unternehmen zumindest bis August von stärkeren Preiserhöhungen abgehalten.
- Und: Keiner möchte der Erste sein, der an der Preisschraube dreht:
 - aus „Imagegründen“ am Markt
 - um nicht in den Fokus Trumps zu geraten
- ABER:

Werden Unternehmen die Zölle dauerhaft zum größten Teil auf ihre Marge nehmen?

Wer hatte bislang so hohe Gewinne in den USA, dass er sich das leisten kann? Die Profitabilität jenseits der großen US-Tech-Unternehmen stagniert schon länger.

USA: Warum ist die Inflation (noch) so niedrig (2)?

Der Rohölpreis ist deutlich gefallen

USD pro Fass - West Texas Intermediate (WTI)

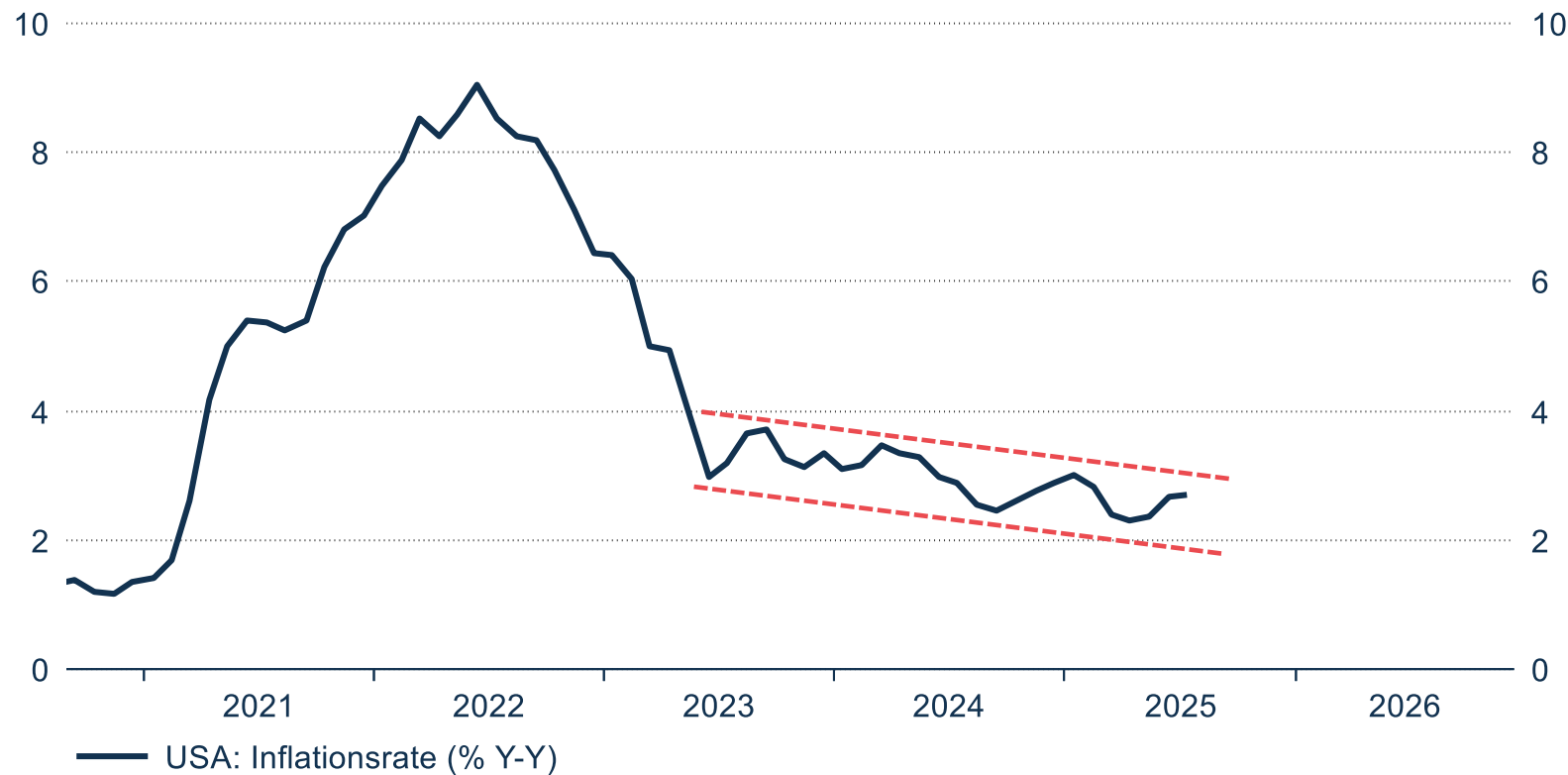


- Wegen einer schwachen Weltkonjunktur, wegen Sorgen um die Auswirkungen von Trumps Zollpolitik und wegen einer bis 2026 angekündigten weiteren Ausweitung der Rohölförderung seitens der OPEC-Staaten hat der Rohölpreis zuletzt deutlich nachgegeben.

USA: Revision unserer Inflationsprognose für 2025

US-Inflationsrate

in % Y-Y



- Mit Blick auf eine noch immer recht moderate Preisniveauentwicklung in den Vereinigten Staaten, auf hohe US-Lagerbestände und auf gefallene Ölpreise revidieren wir unsere **US-Inflationsprognose für 2025 von 3,2 % auf 2,8 %**.
- Unsere 2026er-Prognose bleibt dagegen unverändert bei 3,5 %.

USA: Zölle dürften das US-Preisniveau erhöhen

Geschätzte Auswirkungen der neuen Zölle auf den Konsumentenpreisindex der USA

CPI-Effekt in %-Punkten bei Überwälzung der Zölle auf die Preise zu 100 %

Daten der US Tax Foundation:		(Schätzung mit Werten aus 2024)	
Private US-Haushalte: Konsum von Importgütern (2024) aus ...		neuer Zollsatz	Inflationseffekt der neuen Zölle:
(von neuen Zöllen tangiert; in Mrd. USD)		(in %)	(%-Punkte bei Überwälzung 100 %)
Kanada	256,1	35%	0,31%
China	264,0	30%	0,27%
Mexiko	255,2	25%	0,22%
EU	316,5	15%	0,16%
Indien	53,8	50%	0,09%
Vietnam	88,6	20%	0,06%
Schweiz	37,3	39%	0,05%
Japan	72,9	15%	0,04%
Südkorea	45,7	15%	0,02%
Thailand	34,9	19%	0,02%
Taiwan	31,0	20%	0,02%
Malaysia	25,5	19%	0,02%
Indonesien	23,4	19%	0,02%
Brazil	7,9	50%	0,01%
Südafrika	6,5	30%	0,01%
Phillipinen	7,7	19%	0,01%
Rest der Welt	240,6		0,10%
gesamt	1.768		1,43%

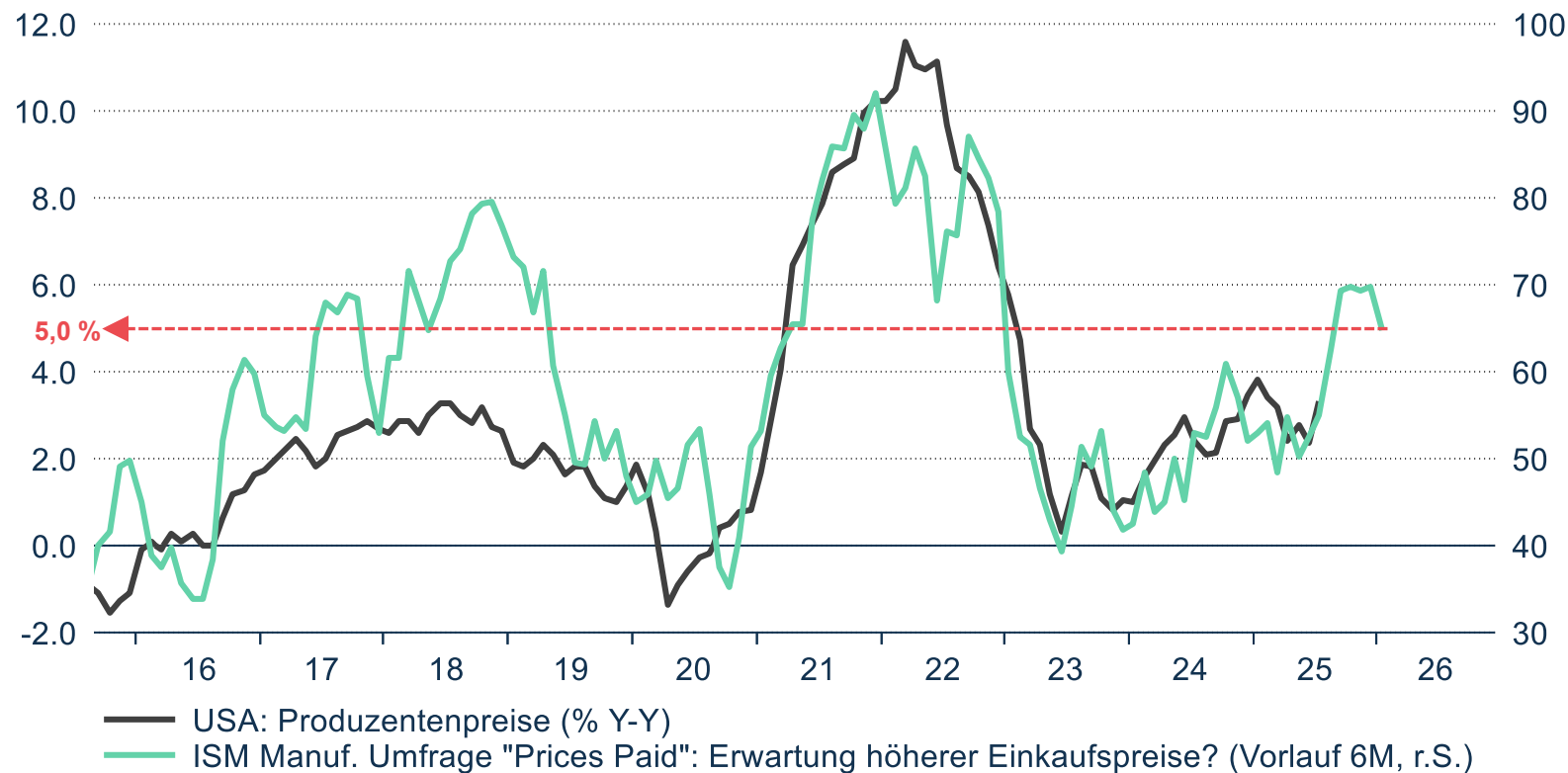
- Rechnet man alle Ausnahmen heraus, werden **aktuell 54 % aller US-Importe mit neuen Zöllen in unterschiedlicher Höhe belegt**.
- Mit besonders hohen Zöllen werden wichtige Handelspartner der USA wie Indien, Brasilien, die Schweiz, Kanada, China, Südafrika und Mexiko belegt.
- Auch die EU und Japan sind mit 15 % signifikant betroffen.
- Sollten die Zölle nach und nach zu 100 % auf die Preise überwälzt werden, würde dies c.p. zu einem **Anstieg der US-Konsumentenpreise um rund 1,4 %-Punkte** führen.
- Der CPI-Effekt könnte noch höher ausfallen, wenn man **Trittbrettfahreneffekte** berücksichtigt: Auch US-Unternehmen dürften ihre Verkaufspreise erhöhen, wenn die Güter ihrer ausländischen Konkurrenten teurer werden.
- **Zweitrundeneffekte** (z.B. die Forderung allgemein höherer Löhne zum Ausgleich des Kaufkraftverlusts) sind wahrscheinlich. Hier kommt es auch auf die Reaktion der US-Fed auf die Inflation an.
- Der CPI-Effekt wäre geringer, würden die Zölle nur zum Teil auf die Preise überwälzt. Dies ginge auf Kosten der Anbieter.

Quelle: US Tax Foundation 08/2025, LBBW Research

USA: Preiserhöhungen sind in der Pipeline

US-Produzentenpreise und ISM-Umfrage „Prices Paid“

in % Y-Y / Indexwerte „Prices Paid“ ISM Manufacturing mit Vorlauf 6 Monate

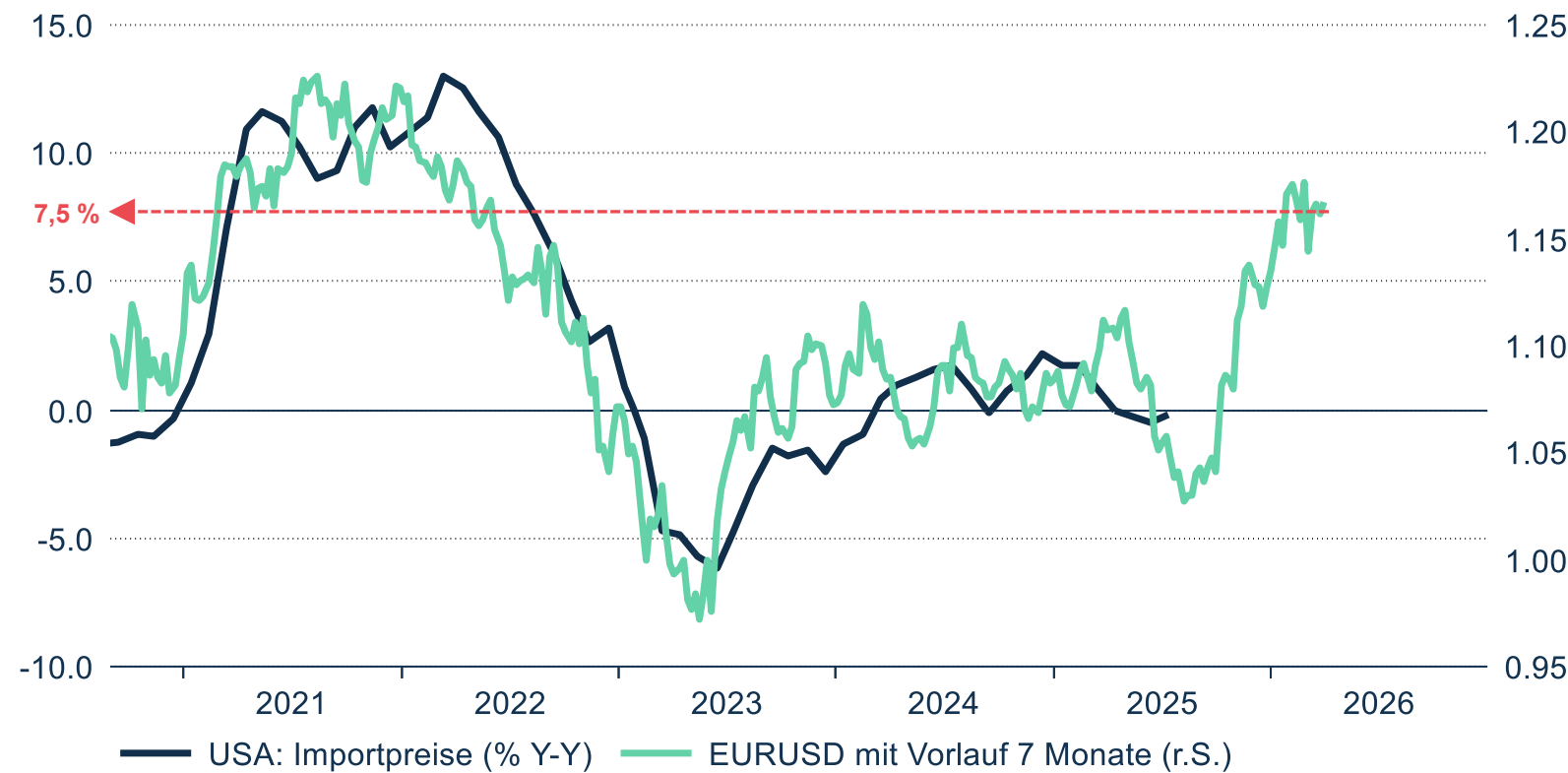


- Im Rahmen des Zollstreits gingen im Trend der zurückliegenden Monate die Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf deren Einkaufspreise deutlich nach oben.
- In der Vergangenheit folgten die Erzeugerpreise in den USA diesen Erwartungen mit einer Verzögerung von einem halben Jahr.
- Der aktuelle Stand des ISM „Prices Paid“ lässt einen Anstieg der Erzeugerpreise um rund 5 % (Y-Y) erwarten.
- Die Erzeugerpreise sind auf Monatsbasis zuletzt schon signifikant angestiegen.

USA: Auch der schwache USD wird zum Preisrisiko

US-Importpreise versus EURUSD

in % Y-Y / USD für einen EUR mit Vorlauf 7 Monate



- Die jüngste Abwertung des USD lässt einen Importpreisanstieg um 7,5 % erwarten.

FAZIT:

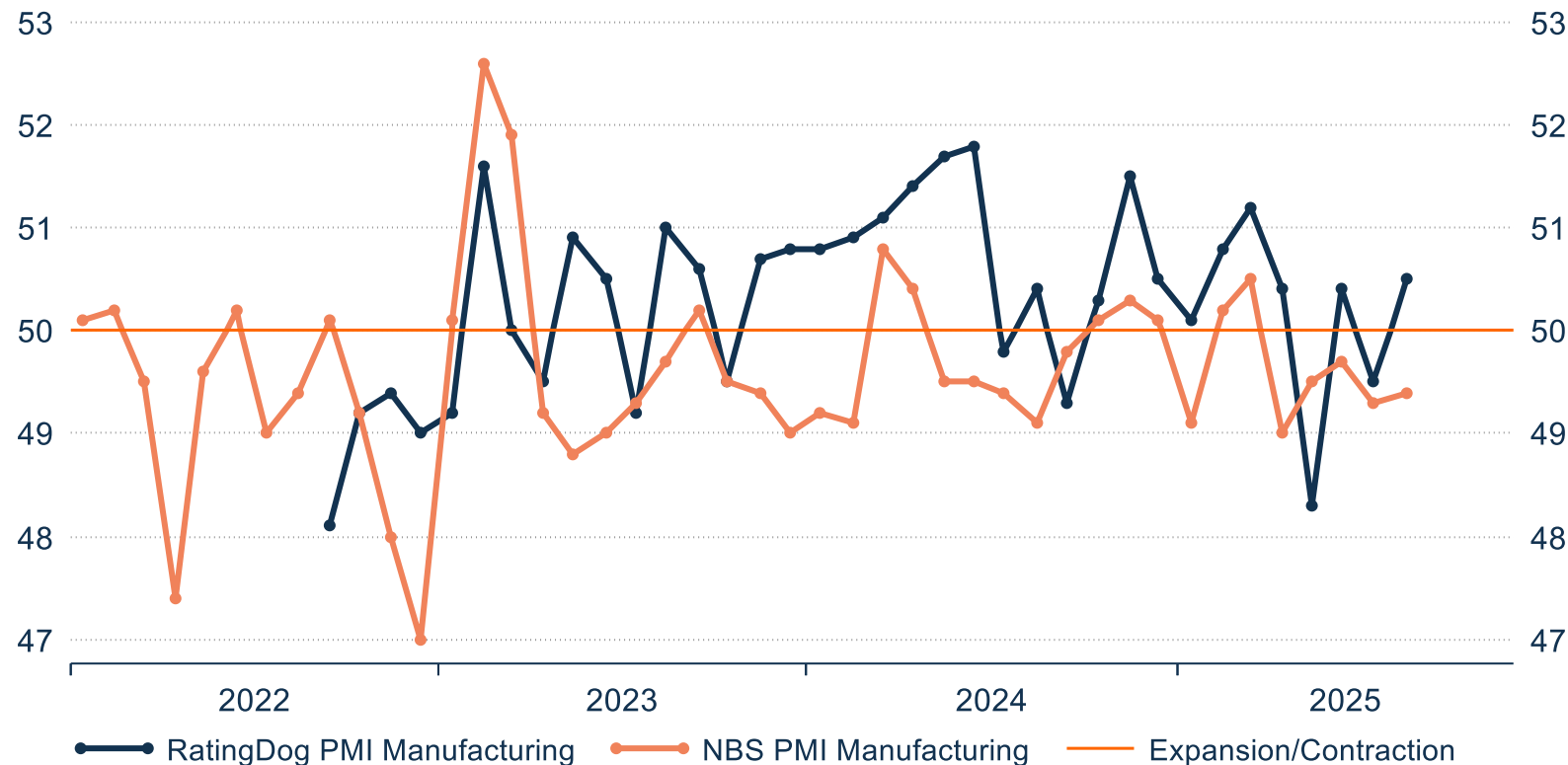
- inflationstreibend** wirken im Zeitablauf:
 - Lagerbestände zunehmend abgebaut
 - Überwälzung der Zölle auf die Preise
 - Trittbrettfahreneffekte bei Preiserhöhungen
 - Zweitrundeneffekte (höhere Löhne ...)
 - schwacher US-Dollar
- inflationsdämpfend** wirken:
 - schwache Konjunktur
 - niedrigere Rohölpreise

➤ Für 2026 rechnen wir mit einem CPI-Anstieg in den USA auf 3,5 %. Dies dürfte die Zinsentscheidungen der Fed beeinflussen.

China: Industrie mit leichter Erholung; Momentum bleibt schwach

Einkaufsmanagerindizes Industrie (privat & staatlich)

50 = Expansion-/Kontraktionsschwelle

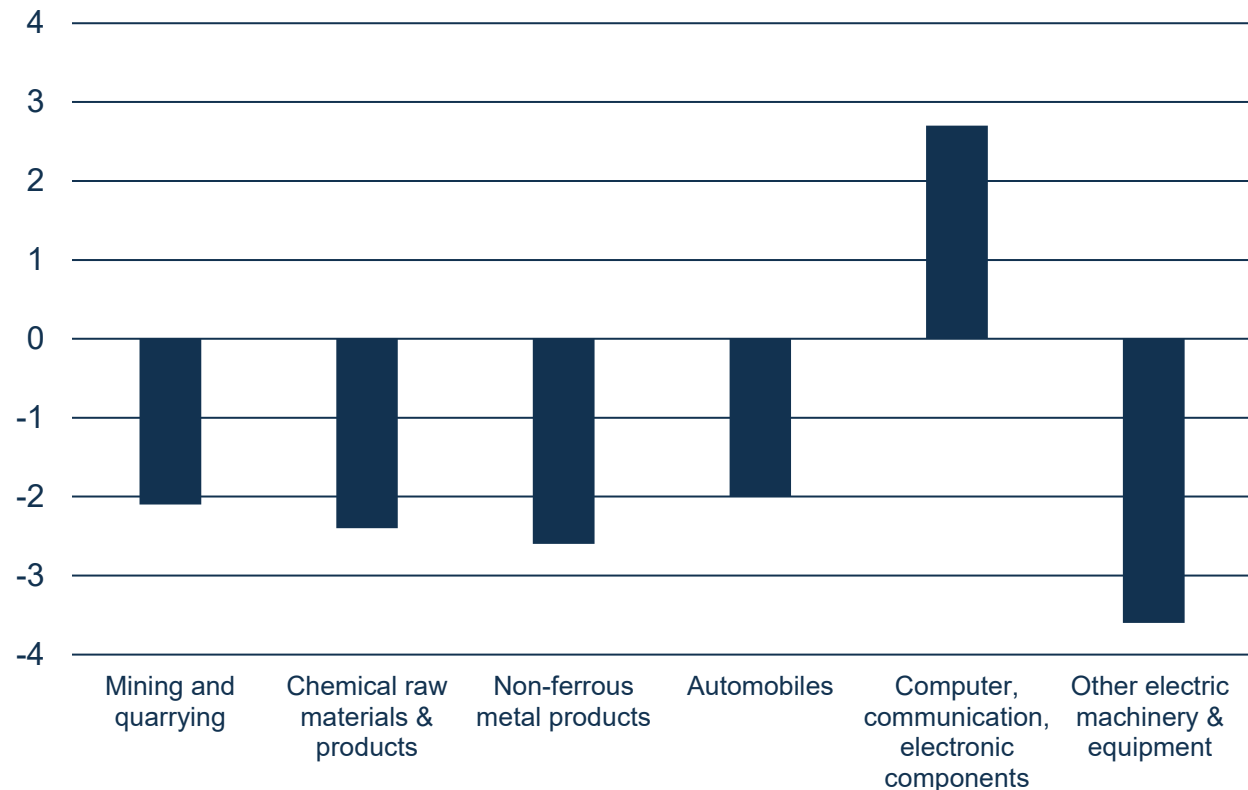


- Nach einem deutlichen Rückgang im Juli signalisierten die PMI-Zahlen im August eine leichte Stimmungsaufhellung in der Industrie.
- Der privat erhobene RatingDog PMI (vormals: Caixin) sprang im August mit 50,5 Zählern zurück in den positiven Bereich.
- Der staatlich erhobene PMI legte mit 49,5 Punkten hingegen nur geringfügig zu. Er befindet sich den sechsten Monat in Folge im Kontraktionsbereich.
- Neben einer Verbesserung der Auftragslage im Inland waren vor allem deutlich optimistischere Geschäftserwartungen für den Anstieg verantwortlich.
- Dass Großunternehmen hierbei die Aussichten besser bewerten als kleinere Firmen, deutet auf eine ungleiche Dynamik innerhalb der Wirtschaft hin.
- Die Beschäftigungsentwicklung zeigt sich alles in allem weiter verhalten, was kein gutes Signal für die Konsumnachfrage darstellt.

Peking nimmt Überkapazitäten und exzessiven Wettbewerb verstärkt in Visier

Kapazitätsauslastung (ausgewählte Industrien)

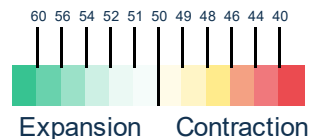
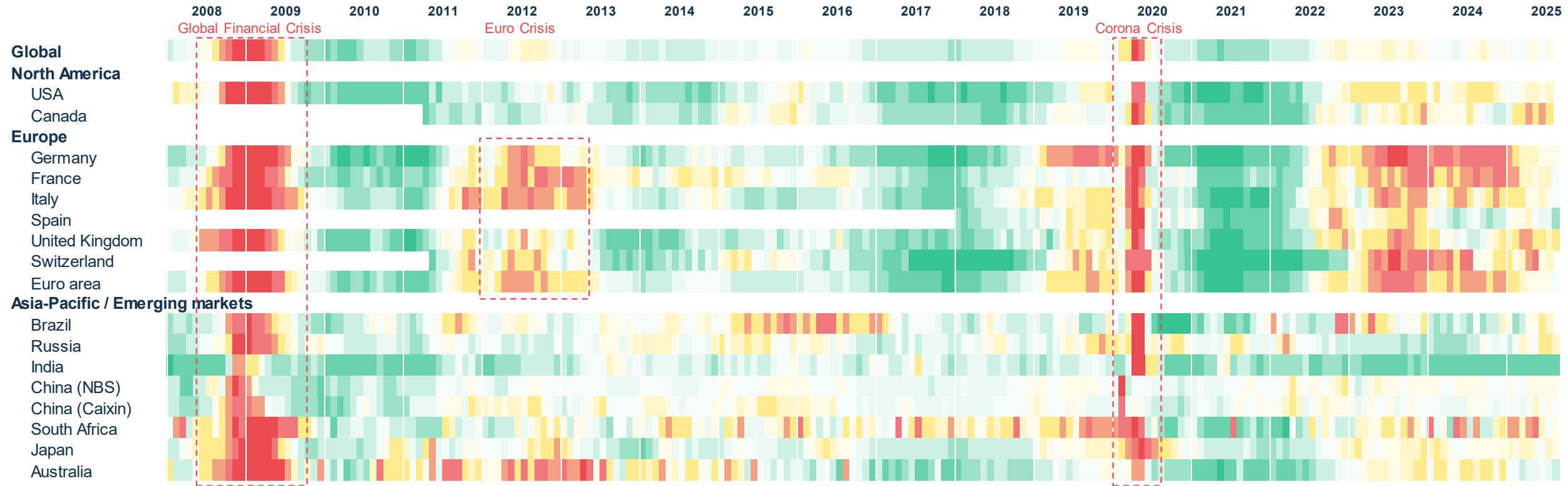
Veränderung in %-punkten (Q2 2025 vs. Q 2023)



Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Trotz einer Abschwächung des Wachstums weiteten viele Firmen ihre Kapazitäten in den vergangenen Jahren weiter aus, um Marktanteile zu sichern und Wettbewerber aus dem Markt zu drängen. Dies ging in der Regel auf Kosten der Profitmarge.
- Oftmals wurden die Erweiterungsinvestitionen zudem durch eine gezielte Subventionspolitik der Lokalregierungen verstärkt.
- In der Folge ging in vielen Schlüsselsektoren (u.a. Bergbau, Metallverarbeitung, Solarindustrie, Automobilsektor) die Kapazitätsauslastung in den vergangenen Jahren kontinuierlich zurück.
- Die chinesische Regierung möchte dieser Entwicklung nun einen Riegel vorschieben. Sie kündigte an, den Preiskampf stärker eindämmen und die Marktkonsolidierung vorantreiben zu wollen.
- Ziel ist es, die Profitabilität der Unternehmen zu erhöhen, die ineffiziente Kapitalallokation zu reduzieren, sowie eine Stabilisierung der Preise in der Gesamtwirtschaft zu erreichen.
- Konkrete Maßnahmen sind bisher vage, und die Bemühungen stehen erst am Anfang. Kurzfristig dürften negative Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung überwiegen.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

04

Zinsen: Fed steuert auf Zins- senkung zu

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
Tel: + 49 711 127-7 63 69
elmar.voelker@LBBW.de

Jackson Hole: Marktwahrnehmung eindeutig „dovish“ – Sorge um Fed-Unabhängigkeit wächst

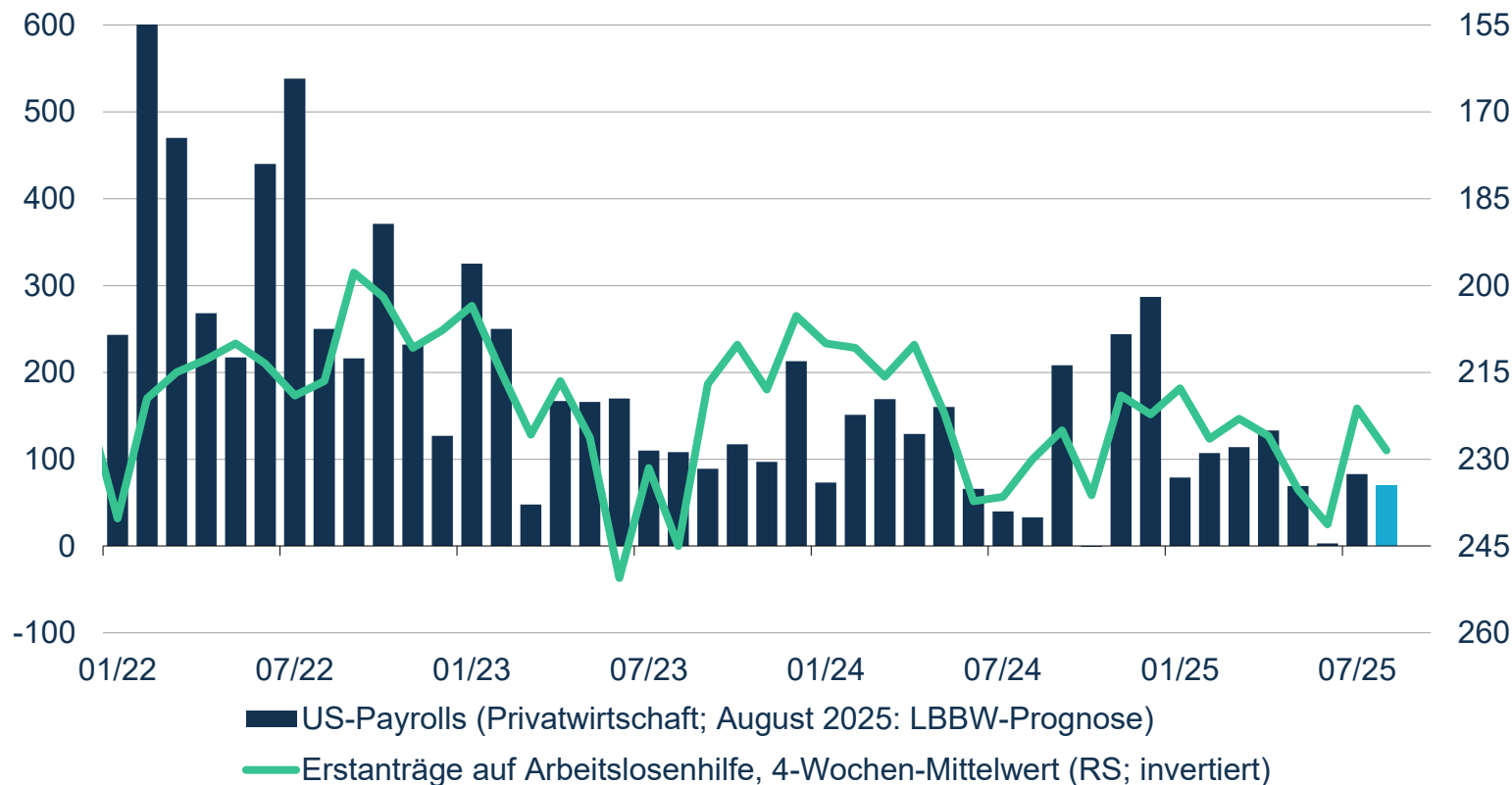
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und EURUSD-Wechselkurs im Umfeld von Powells Rede



- Ausgeprägte „dovische“ Wahrnehmung der Powell-Rede: 10Y Treasuryrendite fällt um 6 Bp, 2Y UST um mehr als 10 Bp, d.h. merkliche Kurvenversteilerung.
- Powells Kernaussagen:
 - 1) Verschiebung im Gleichgewicht der Risiken könnte Anpassung der Geldpolitik rechtfertigen.
 - 2) Abwärtsrisiken für Beschäftigung haben zugenommen.
 - 3) Basisannahme zur Inflation: Zolleffekte sind temporärer Natur. Dauerhafte Wirkung nicht ausgeschlossen.
- Renditerückgang am langen Ende danach ausgebremsst wegen neuer Sorgen um Unabhängigkeit der Fed.

Schnelle Wende zum Positiven am US-Arbeitsmarkt nicht in Sicht

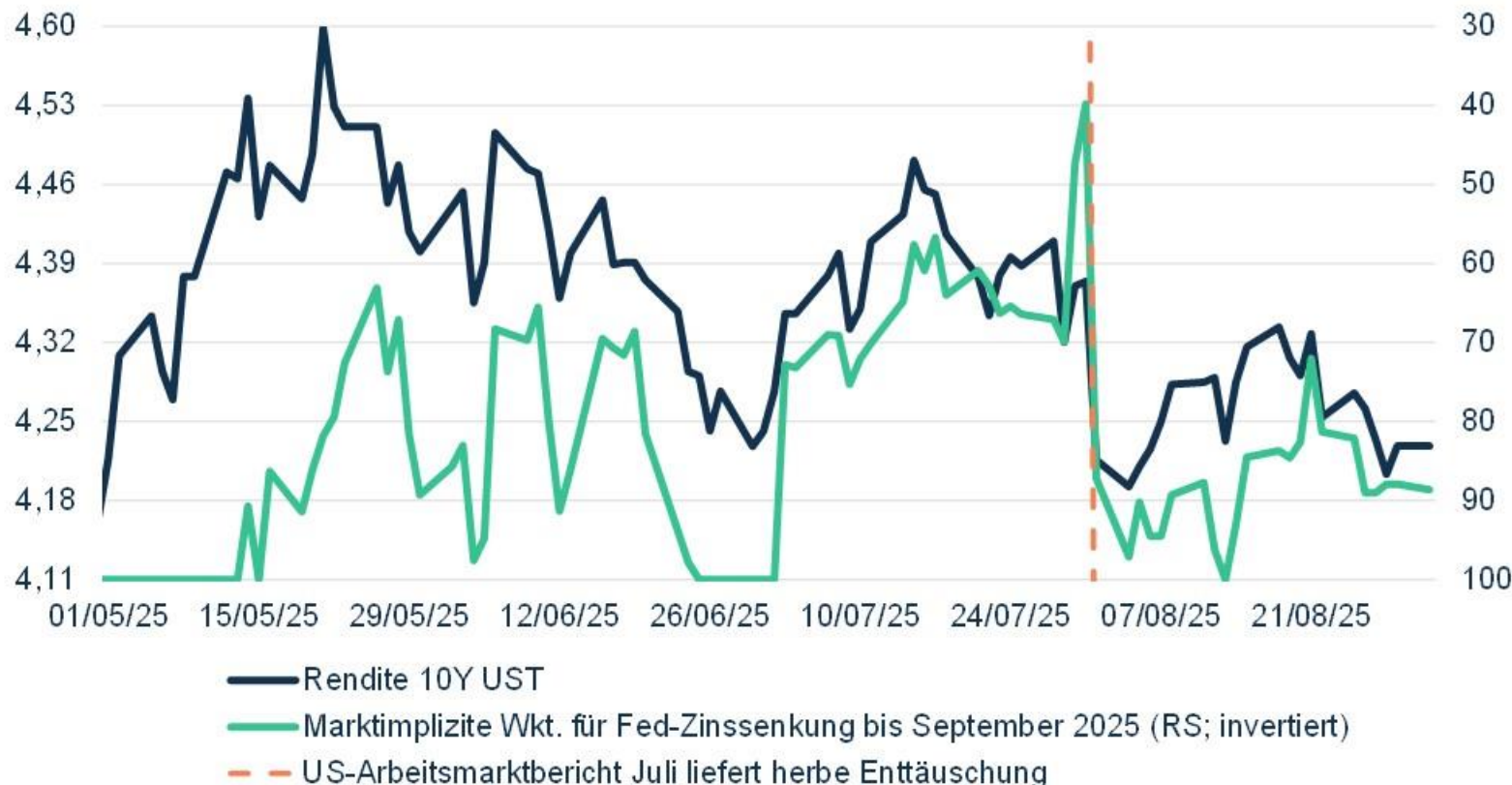
Beschäftigungsveränderung in der US-Privatwirtschaft und Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (gleitender 4W-Mittelwert)



- Maßgeblich für Powells „dovishe“ Wortwahl: Herbe Enttäuschung durch US-Arbeitsmarktdaten für Juli.
- Beschäftigung hat viel stärker an Dynamik verloren, als dies noch vor dem Juli-Bericht zu erkennen war (ADP-Report war offenbar akkurater!).
- Powell zeigt mit dem Finger auf Trumps restriktive Einwanderungspolitik sowie auf die Handelspolitik.
- Schnelle Wende zum Positiven scheint angesichts der politischen Rahmenbedingungen wenig wahrscheinlich.
- Unerwartet starke August-Payrolls (>> 100 Tsd.; Veröffentlichung am 5. September) könnten die Fed noch ins Grübeln bringen.

Zinssenkung im September damit ausgemacht? Die Tür steht jetzt sehr weit offen!

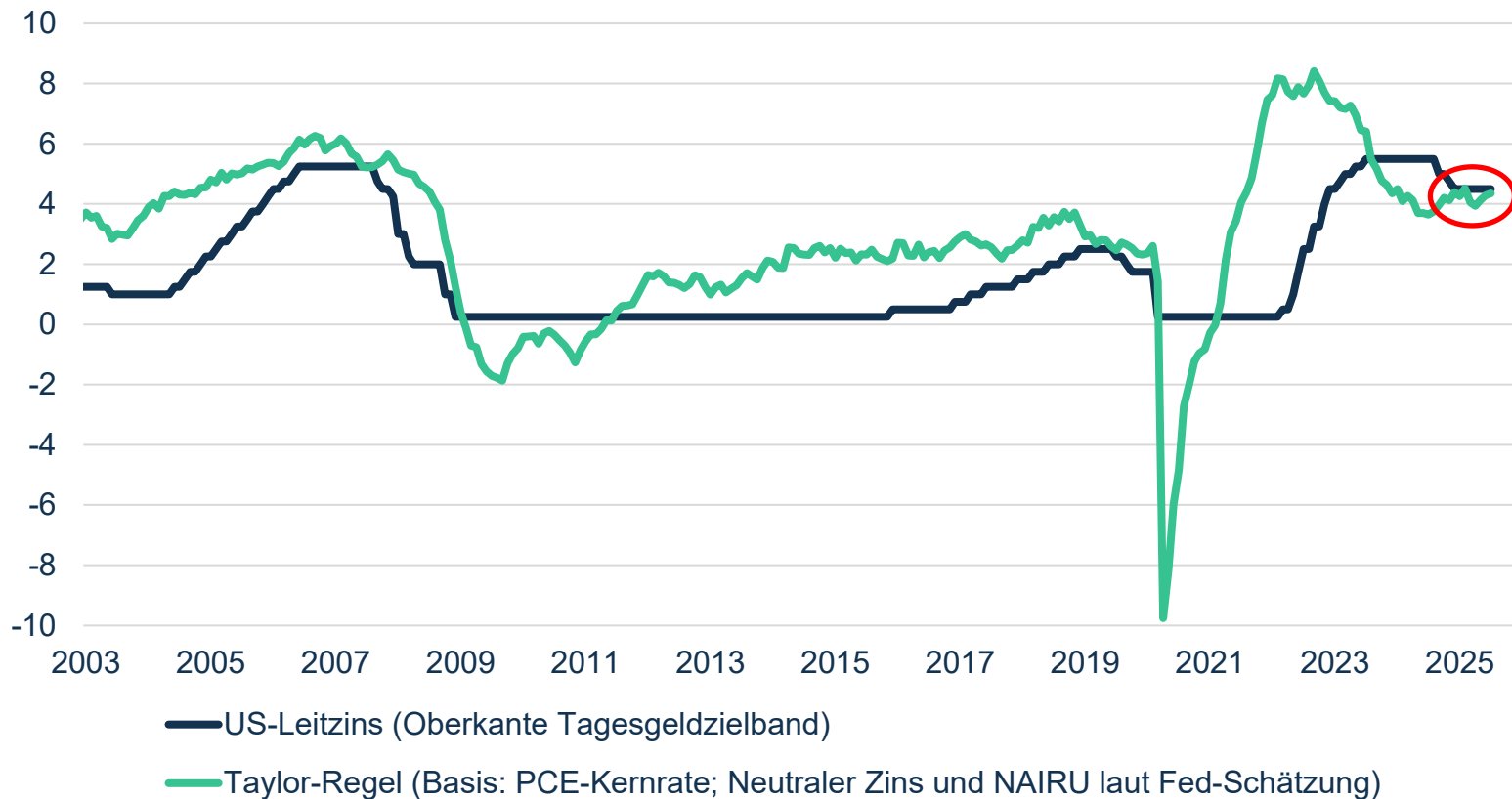
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für Fed-Zinssenkung bis September 2025 und Rendite 10-jähriger US-Treasuries



- Powells Wortwahl zementiert Markterwartung, dass am 17. September eine Leitzinssenkung folgt: **Wahrscheinlichkeit laut Terminalsätzen bei fast 90 %.**
- Aktuell sieht es so aus: Der Juli-Arbeitsmarktbericht war ein „Game Changer“, er bewegt die Fed dazu, dem Drängen von Präsident Trump auf Zinssenkungen nachzugeben.
- **Was könnte die Fed hiervon, neben starken Payrolls, noch abhalten?**
- Erheblicher Inflationsschub im August (Veröffentlichung PPI am 10. September, CPI am 11. September).

Steht eine Serie von Zinssenkungen bevor? Ein vorsichtiger Ansatz ist angezeigt!

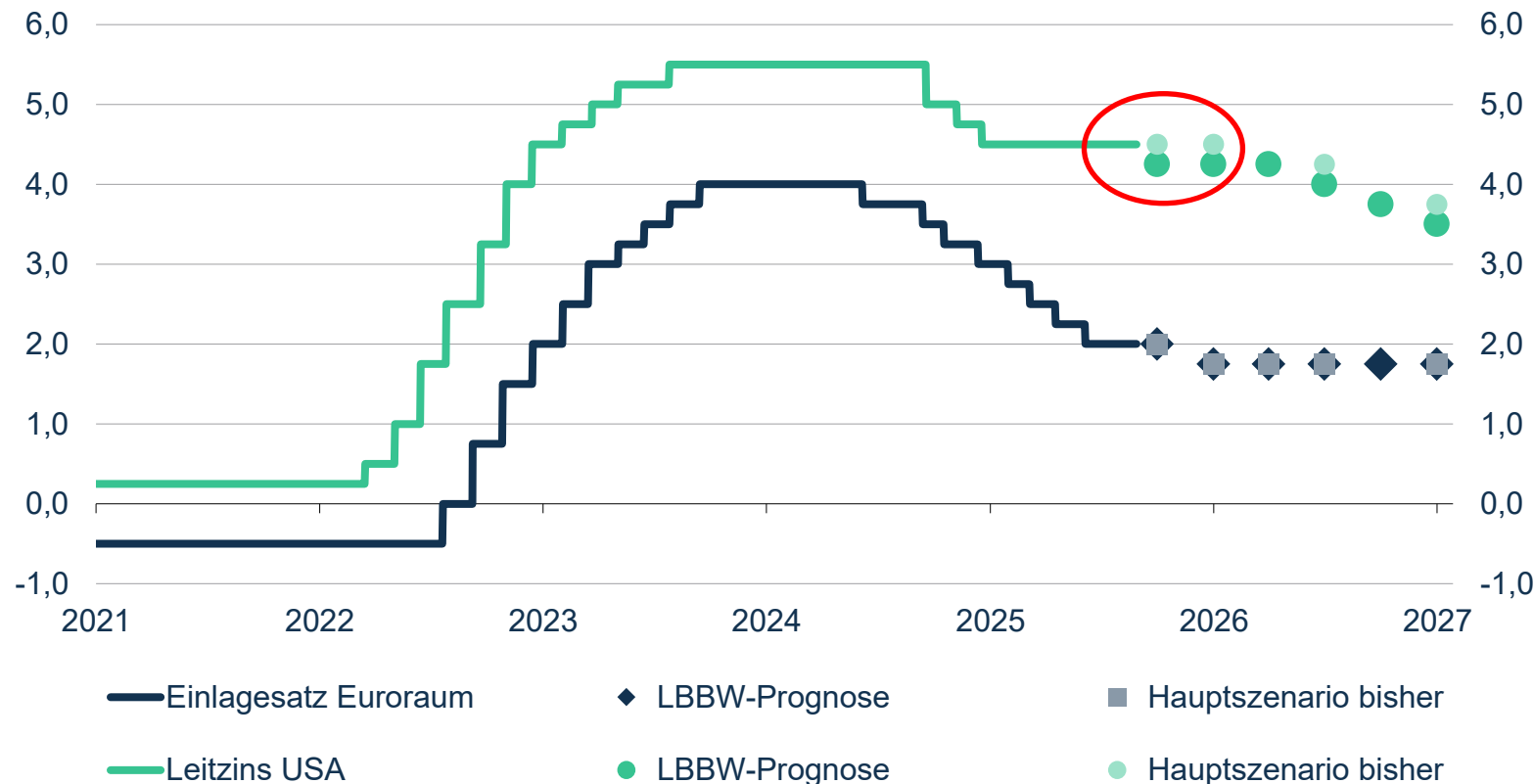
US-Leitzins und angemessenes Zinsniveau laut Taylor-Regel



- Neigt die Fed jetzt zu einer Folge von Zinssenkungsschritten?
- Der Nebel der Unsicherheit bleibt dicht. Eine Zinssenkung im September würde u.E. keine Vorentscheidung über weitere Schritte bedeuten.
- Was spricht für ein vorsichtiges Vorgehen?
- 1) Die Arbeitslosenquote (4,2 % im Juli) entspricht der NAIRU; der Arbeitsmarkt befindet sich im Gleichgewicht.
- 2) Bei der Inflation überwiegen die Aufwärtsrisiken. Arbeitskräfteknappheit in vielen Bereichen birgt noch immer die Gefahr einer Aufwärtsspirale.
- Taylor-Regel zeigt angemessenen Leitzins von 4,3 % und damit nur eng begrenzten Zinssenkungsspielraum.

Fazit: Fed-Zinssenkung im September, danach zunächst wieder Pause

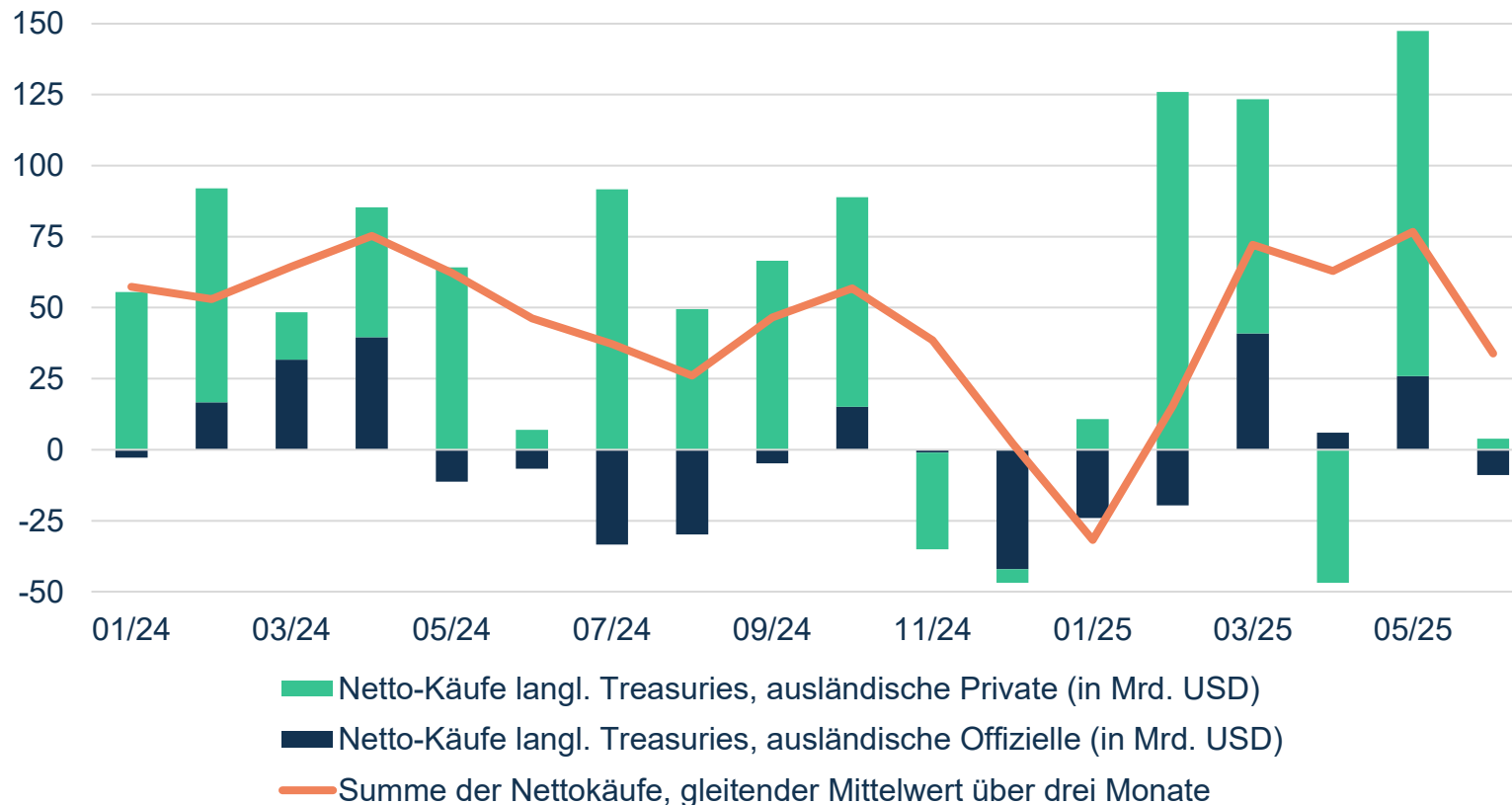
Leitzinsen im Euroraum und den USA mit bisherigen und aktuellen LBBW-Prognosen



- Zusammenfassend halten wir einen Fed-Zinsschritt um 25 Bp im September nunmehr für wahrscheinlich.
- Die Entwicklung der Inflation dürfte die Fed anschließend zu einer erneuten Pause bis mindestens Ende 2025 bewegen.
- => **Prognostizierter Leitzinspfad verschiebt sich parallel um 25 Bp nach unten.** Prognoserisiken auf der Unterseite, falls US-Arbeitsmarktlage sich neuerlich spürbar eintrübt.
- **EURUSD-Prognose unverändert:** Finanzmarktkonsens rechnet mit mindestens zwei Zinssenkungsschritten bis Ende 2025. Sollte diese Erwartung enttäuscht werden, dürfte dies dem „Greenback“ Rückenwind geben.

US-Rentenmarkt: Kein Exodus ausländischer Anleger – schleichende Vertrauenserosion?

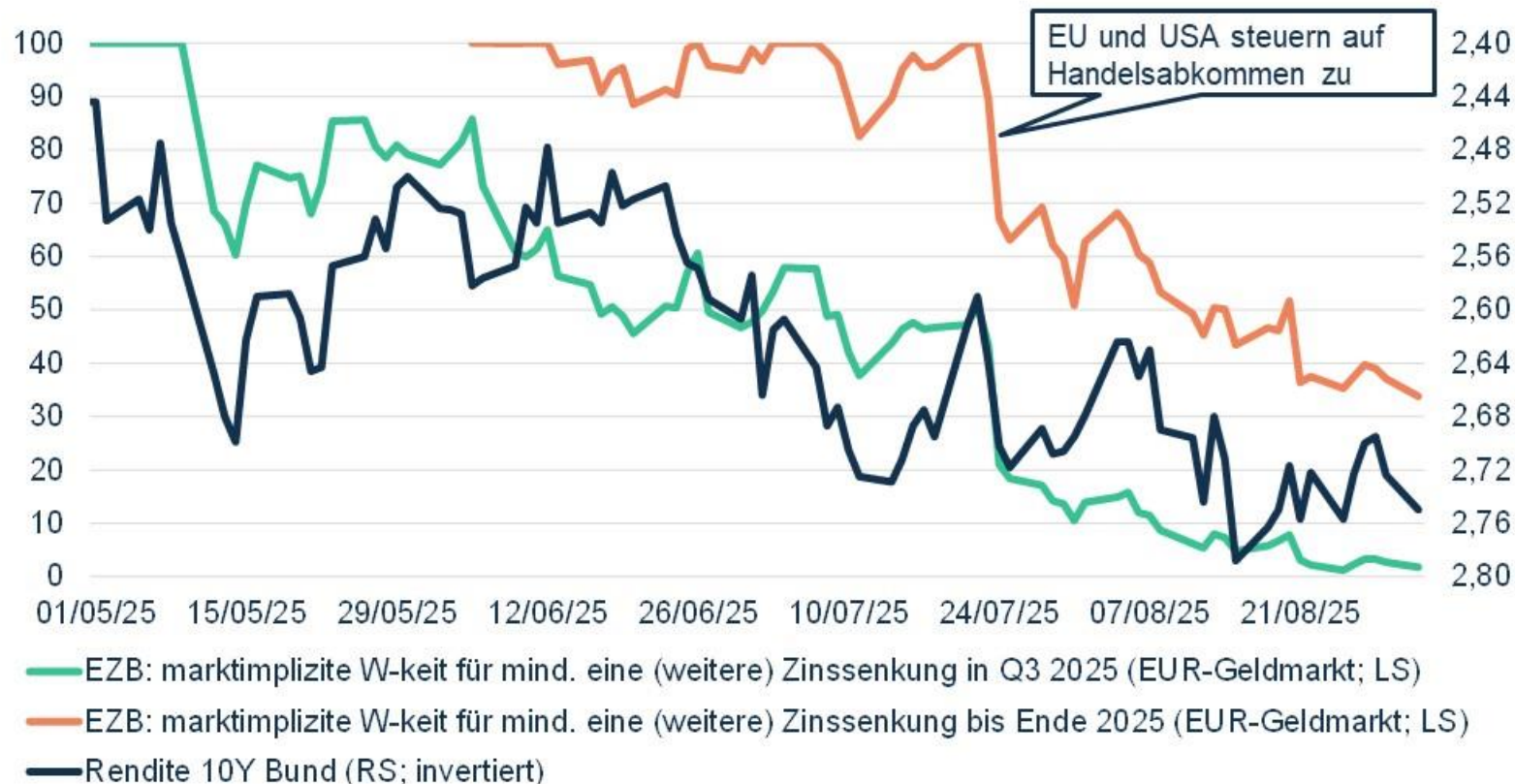
Nettokäufe langlaufender US-Treasuries durch ausländische Anleger (in Mrd. USD/Monat)



- Donald Trumps „Liberation Day“ vom April hat eine Debatte um den globalen Save-Haven-Status von US-Treasuries entfacht.
- Die bisher verfügbaren „harten“ Daten nähren diese Debatte nur sehr bedingt.
- Im April und Juni waren ausländische Anleger zwar laut Daten des US-Schatzamtes jeweils Nettoverkäufer langlaufender US-Staatstitel.
- Im Mittel des zweiten Quartals waren die Nettokäufe jedoch deutlich positiv, wenn auch niedriger als in Q1 2025. Größer war der (temporäre) Schock nach Trumps Wahlsieg im November 2024!
- => Ausländische Anleger trennen sich zwar bisher nicht im großen Stil von US-Anleihen. Eine schleichende Vertrauenserosion ist jedoch nicht auszuschließen.

EZB: EWU-Makrodaten unterfüttern fortgesetzte Zinspause

Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für weitere EZB-Zinssenkung bis Ende 2025 (in %) und 10Y Bundrendite



- Zuletzt veröffentlichte Konjunkturdaten (PMIs + ifo-Index) zeigen: Erleichterung mit Blick auf den EU-USA-Zolldeal überwiegt gegenüber Sorgen vor zusätzlicher Belastung.
- Die EZB hat kurzfristig u.E. keinen Anlass, die jüngst eingeläutete Zinspause zu beenden.
- Bundesbankchef Nagel: „Hohe Hürden“ für neuerliche Zinssenkung, „signifikante“ Verschiebung beim Ausblick wäre nötig.
- => Zinsänderung auf der Sitzung am 11.09. nahezu ausgeschlossen. Markt sieht Chance auf Senkung bis Ende 2025 nur noch bei knapp 40 %.
- Wir halten zwar an Prognose einer finalen Senkung um 25 Bp im Dezember fest, aber dies erscheint zunehmend als „Close Call“.

EUR-Rentenmarkt: Konjunkturoffnungen senden bearishes Signal

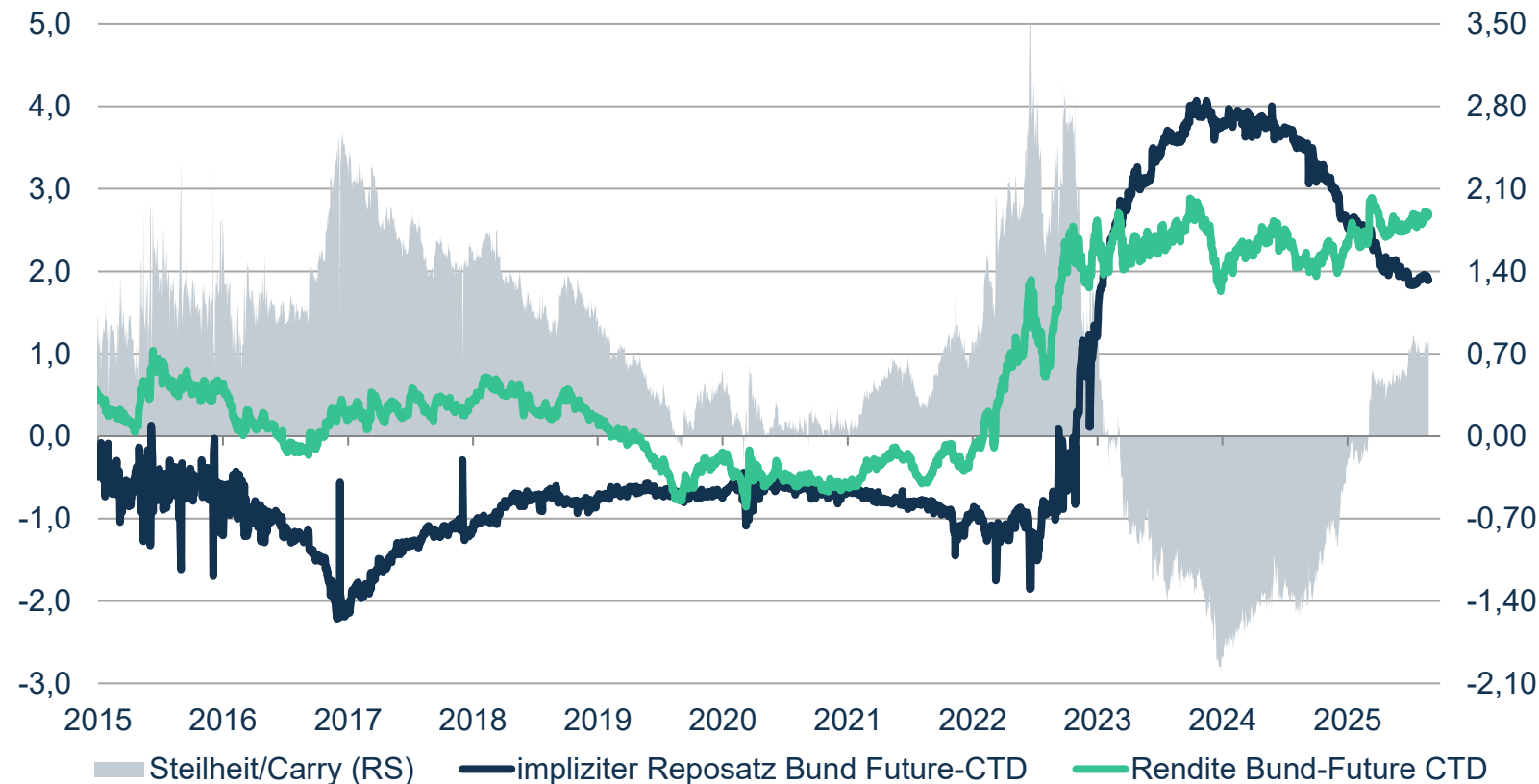
ifo- Erwartungskomponente und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- Im Nachgang des Zoll-Deals mit den USA scheinen am EUR-Staatsanleihemarkt die Rentenbären die Oberhand zu haben.
- 10Y Bundrendite ist auf höchstes Niveau seit Ende März gestiegen; Jahreshoch im Nachgang des „Schulden-Schocks“ rückt wieder in den Blick!
- Fortgesetzter Anstieg der ifo-Erwartungskomponente, zuletzt auf höchstes Niveau seit Februar 2022, unterfüttert Vorteil für die Bären.
- Zu erwartender deutlicher Anstieg der Staatsanleihe-Nettoemissionen im September (voraussichtlich höchster Wert seit Januar!) wirkt ebenfalls kurzfristig rentennegativ.

EUR-Rentenmarkt: „Carry-Jäger“ könnten verstärkt aufs Spielfeld zurückkehren

Rendite der aktuellen Bund-Future-CTD, impliziter Repo-Satz und Carry einer Long-Position im Bund-Future

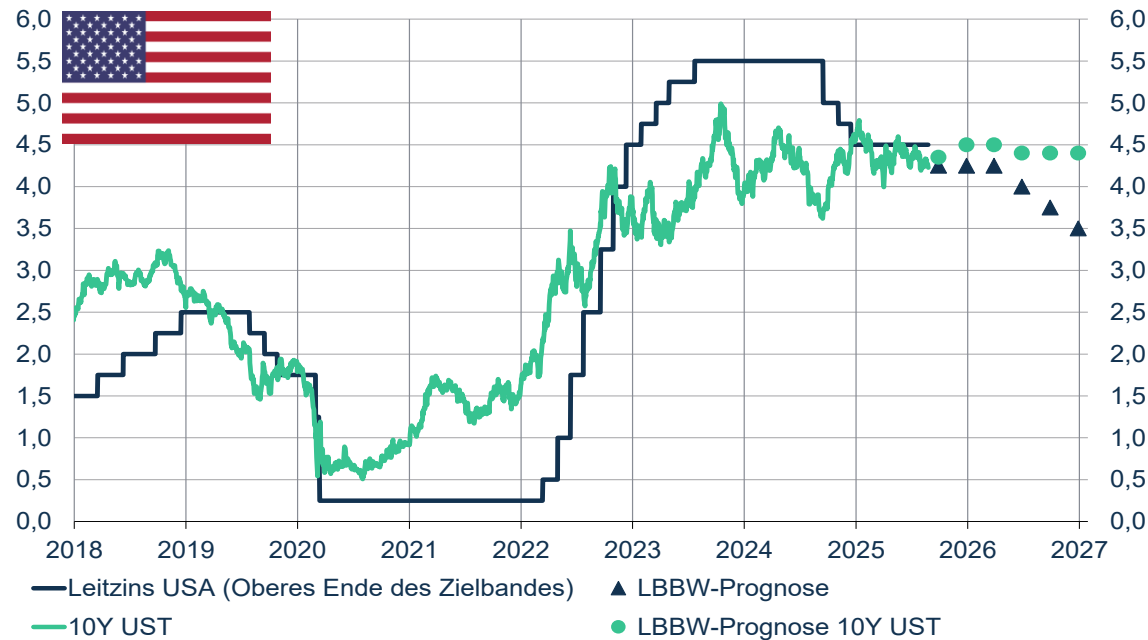


- Die anhaltende Versteilerung der EUR-Zinskurve könnte indes mittelfristig dazu beitragen, den Anstieg der Langfristzinsen auszubremsen.
- Der Carry einer Long-Position im Bund-Future erreicht mit rund 0,75 %-Punkten den höchsten Wert seit Anfang 2023.
- Der Wert liegt inzwischen leicht über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre (0,60 %) – bei allerdings exorbitant großer Schwankungsbreite!
- Ein fortgesetzter Carry-Anstieg macht Long-Positionen zunehmend attraktiver, zumal für „Carry-Jäger“ zusätzlich ein positiver Roll-Down auf der Zinskurve winkt.

Fazit: Fed tastet sich zurück auf Zinssenkungspfad; 10Y Bundrendite mittelfristig in Richtung 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %

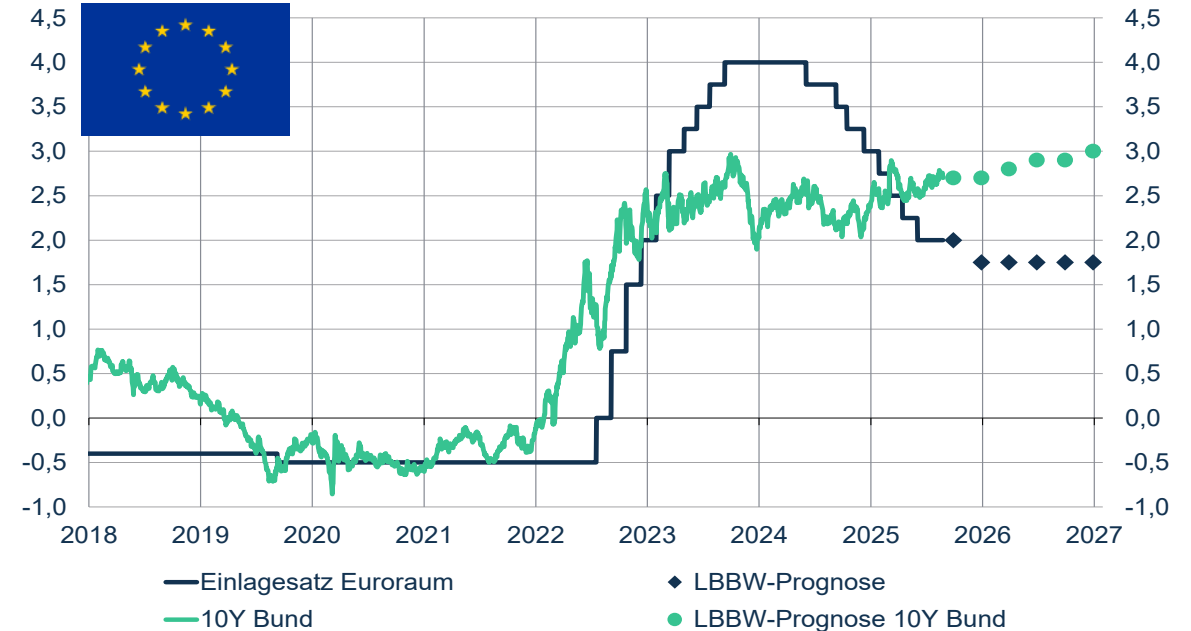


- **Wachsendes Dilemma für die Fed:** Zwar Zinssenkung um 25 Bp im September, Rückkehr auf den Lockerungspfad bleibt aber zögerlich.
- Am US-Treasurymarkt schwelen die Sorgen um die Unabhängigkeit der Fed und um den Status als sicherer Anlagehafen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

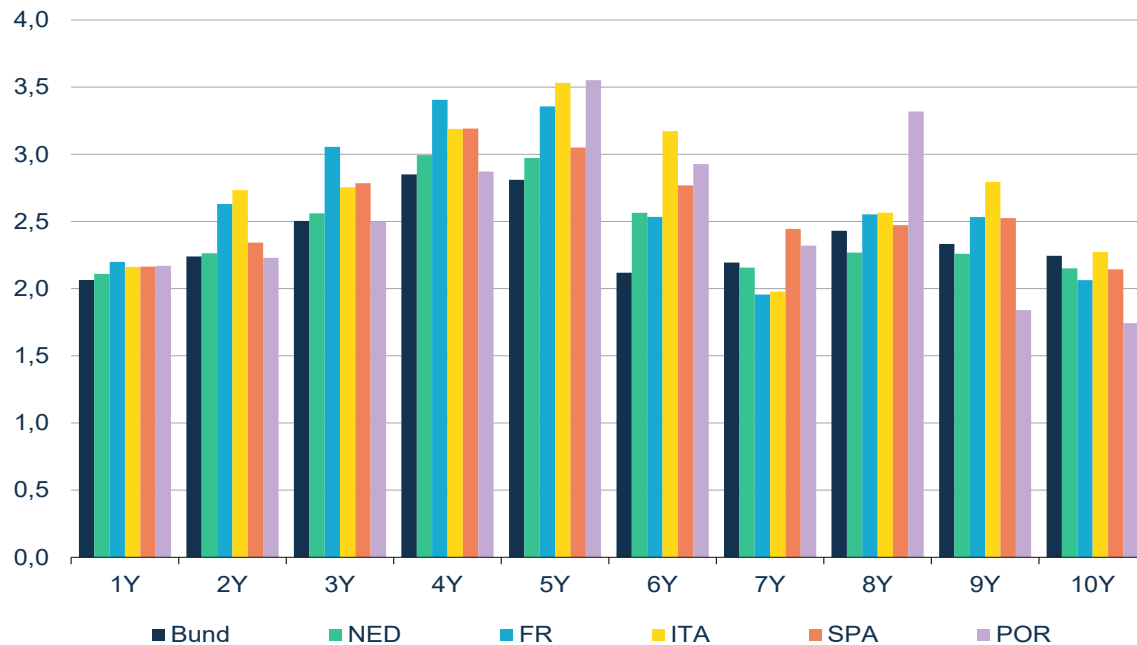


- **EZB fährt geldpolitisch zunächst geradeaus, eine weitere Senkung gegen Ende 2025.** Einlagesatz erreicht Boden bei 1,75 %.
- **Langfristzinsen:** Steigende Laufzeitprämien bergen Potenzial für weitere Versteilerung der Kurve.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries: Langläufer bleiben riskant

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

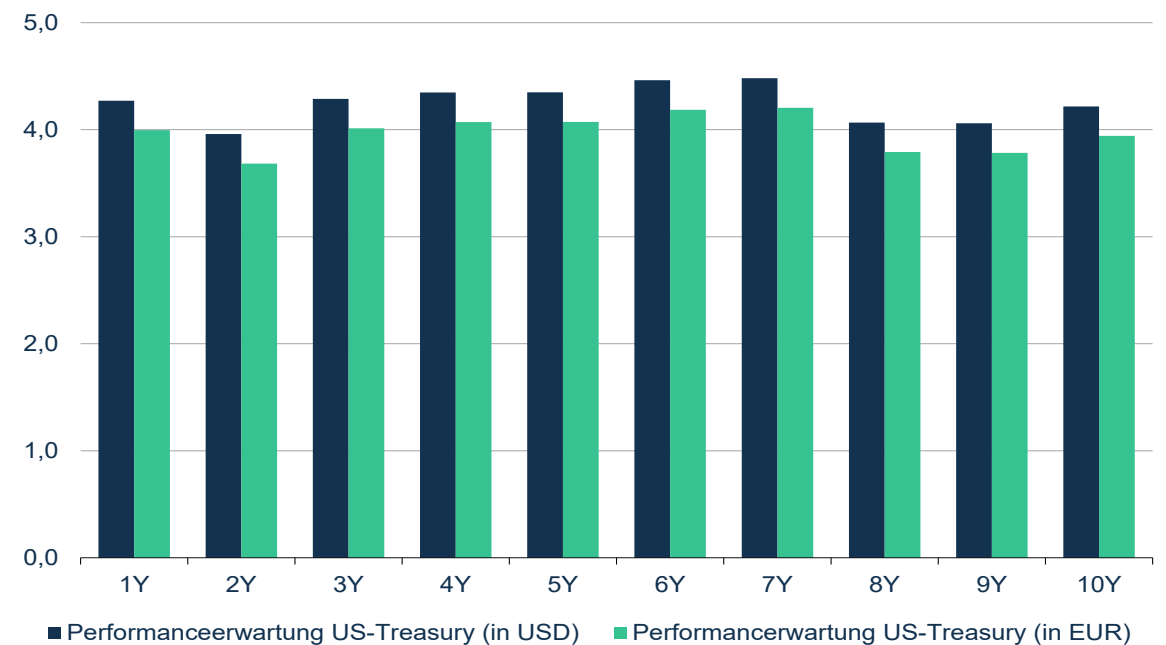


- Trump-Sorgen überdecken „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet**.
- Peripheriespreads: Einengungstrend intakt, mittelfristig indes Gefahr einer erneuten verstärkten Renditedifferenzierung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)

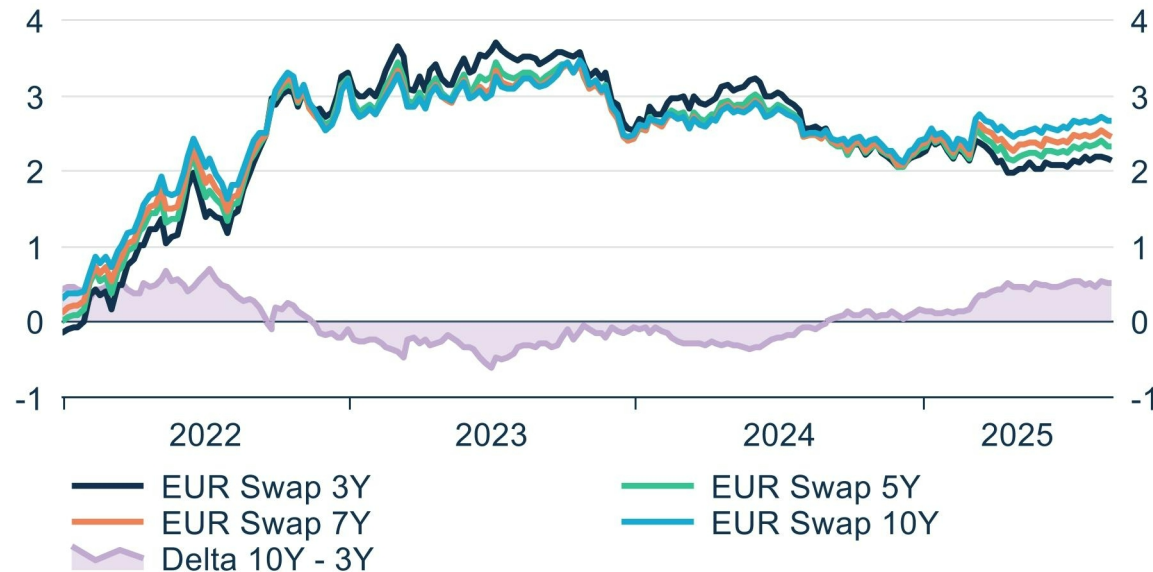


- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Kurzfristig zwar Spielraum für Erholung, mittelfristige Perspektive aber eingetrübt**.
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries bleibt trotz Fed-Lockerung beträchtlich.

Swap-Renditen: Struktur hat sich normalisiert

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 3-10 Jahre, seit 2022



- Die Normalisierung der EUR-Zinsstruktur – nach einer inversen Struktur in den vergangenen Jahren – zeigt sich auch bei den Swap-Renditen: Seit Jahresanfang ist der Aufschlag für längere Laufzeiten gegenüber kürzeren Laufzeiten deutlich gestiegen.

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 5 & 10 Jahre, seit 2008



- Auf negative Renditen folgte im Jahr 2022 ein ungewöhnlich starker und schneller Anstieg, der eine inverse Struktur mit sich brachte.
- Die von uns für 2025 erwartete Normalisierung der Renditestruktur hat sich bestätigt. Wir rechnen mit einer Fortsetzung des Trends, der Abstand (10Y vs 5Y) dürfte sich noch leicht ausweiten.

Zinsprognosen im Detail

		Spot	31-Dec-25	Forecast 30-Jun-26	31-Dec-26
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate		2.15	1.90	1.90	1.90
ECB Deposit Rate		2.00	1.75	1.75	1.75
Overnight Rate (€STR)		1.92	1.70	1.70	1.70
3M Euribor		2.06	1.80	1.80	1.85
Swap 2Y		2.06	1.95	2.00	2.20
Swap 5Y		2.31	2.25	2.35	2.50
Swap 10Y		2.66	2.65	2.80	2.90
Bund 2Y		1.93	1.80	1.90	2.10
Bund 5Y		2.21	2.20	2.35	2.50
Bund 10Y		2.68	2.70	2.90	3.00
USA					
Fed Funds Target Rate		4.50	4.25	4.00	3.50
Overnight Rate (SOFR)		4.34	4.10	3.85	3.35
3M Money Market		4.85	4.00	3.70	3.30
Swap 2Y (SOFR-OIS)		3.39	3.50	3.25	3.00
Swap 5Y (SOFR-OIS)		3.33	3.55	3.40	3.30
Swap 10Y (SOFR-OIS)		3.69	3.90	3.80	3.80
Treasury 2Y		3.67	3.75	3.50	3.25
Treasury 5Y		3.68	3.95	3.80	3.70
Treasury 10Y		4.21	4.50	4.40	4.40
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.80	0.80
Japan	10Y Government Bond	1.60	1.65	1.70	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA)	3.97	3.70	3.45	3.20
UK	10Y Government Bond	4.72	4.60	4.50	4.50
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.31	0.40	0.50	0.55

Quellen: LSEG, LBBW Research

05

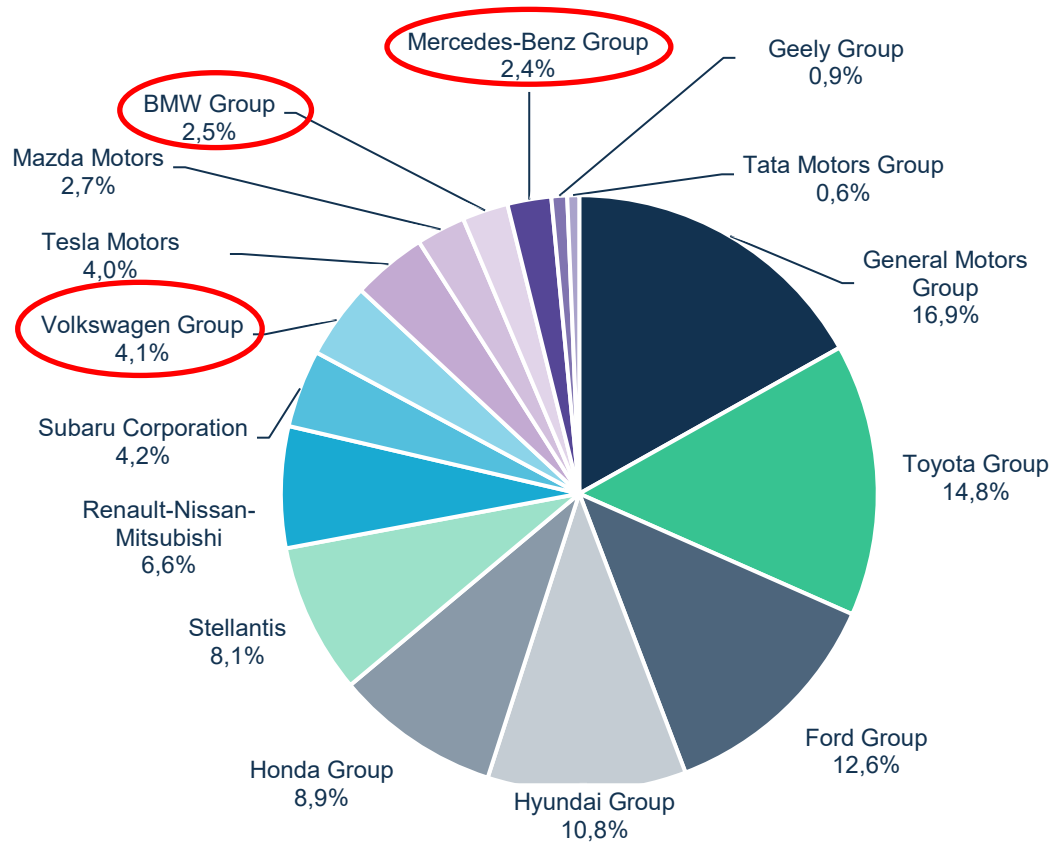
Auto: Blick auf die US-Zölle

Frank Biller
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-70559
Frank.Biller@lbbw.de

GM und Ford dominieren den US-Markt

Marktanteile USA 2024

Anteile in Prozent für das Jahr 2024



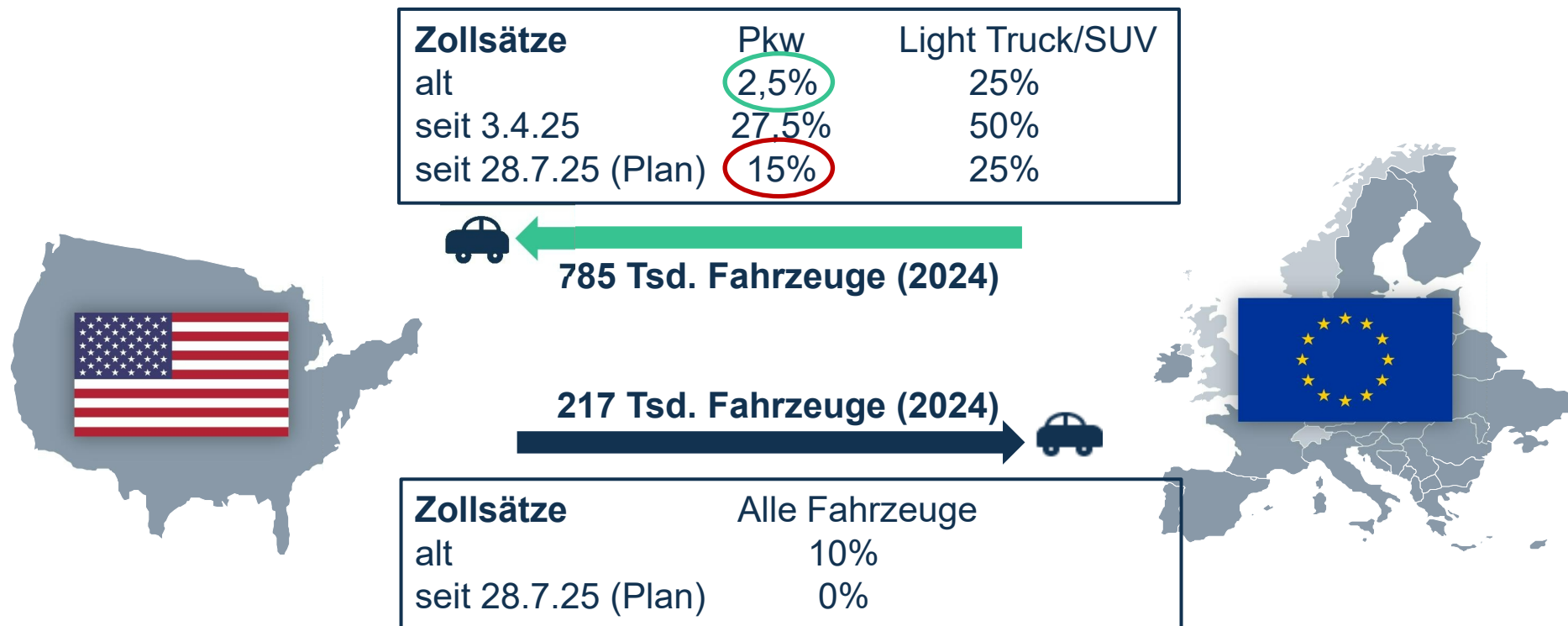
- Mit rund 16 Mio. Fahrzeugen hat der US-Automobilmarkt einen weltweiten Anteil von 18,0 %.
- GM und Ford haben hier einen Marktanteil von zusammen 29,3%. Gemeinsam mit den Marken von Chrysler (bei Stellantis) stehen die Big 3 für 36,6 %.
- Die deutschen Hersteller VW, Mercedes-Benz und BMW kommen auf einen Anteil in Höhe von 8,9 %
- Meistverkauft 2024 (lt. Jato Dynamics):
 - Platz 1: Toyota RAV4 (SUV; Absatz: 475 Tsd.)
 - Platz 2: Ford F-Series (Pickup; Absatz: 461 Tsd.)
 - Platz 3: Honda CR-V (SUV; 403 Tsd.)



„Auf amerikanischen Straßen sind zu viele ausländische und zu wenig heimische Autos“ (D.J. Trump)

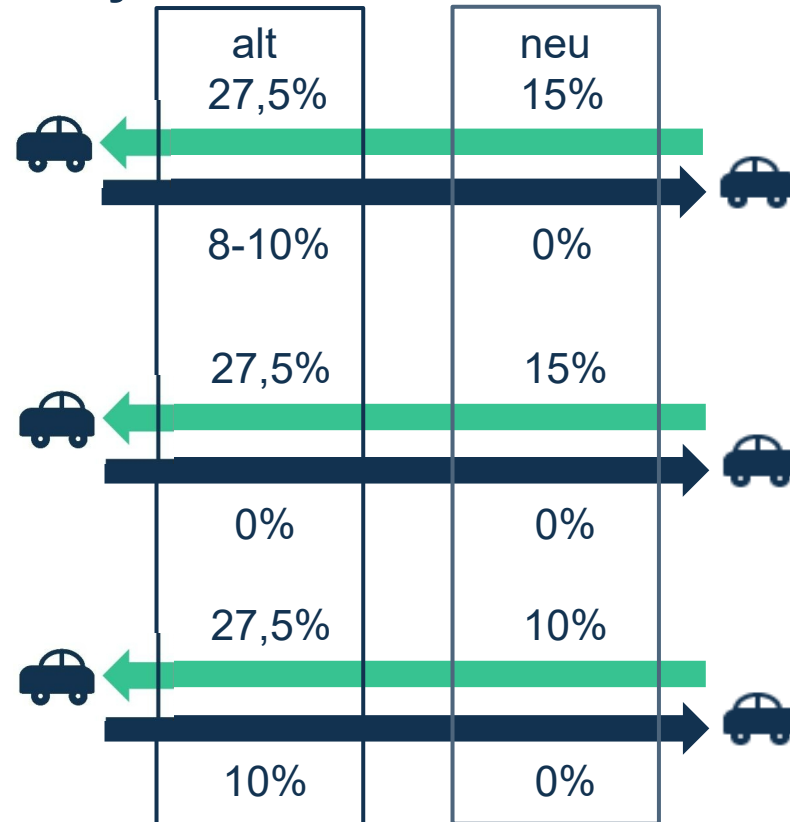
6-facher Zoll auf europäische Autos in den USA

Handelsbeziehungen, Automobil, zwischen USA und der Europäischen Union



Zollsätze und Zugeständnisse weiterer Länder

Mehr Deals nach „Liberation Day“



weitere Zugeständnisse

350 Mrd. USD Investitionen
100 Mrd. USD Kauf LNG



550 Mrd. USD Investitionen
Zollfreie Einfuhr Reis
Akzeptanz amerikanischer
Sicherheitsstandards

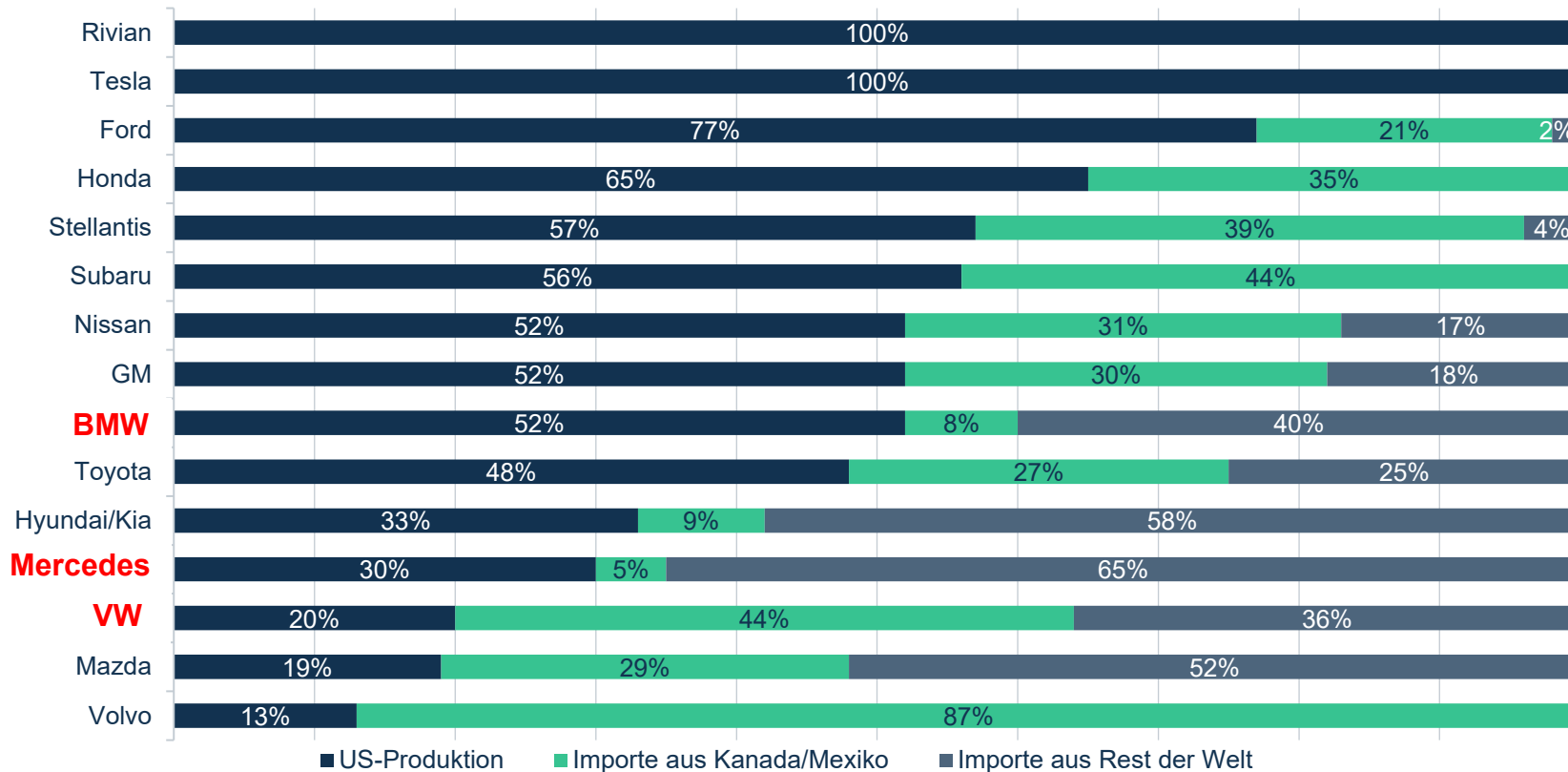


bis 100 Tsd. Fzg.
Marktzugang Rindfleisch,
Ethanol, landw. Produkte

Rund die Hälfte aller in den USA verkauften Autos kommen nicht aus heimischer Produktion

Herkunft der in den USA verkauften Fahrzeuge

Anteile in Prozent für das Jahr 2024

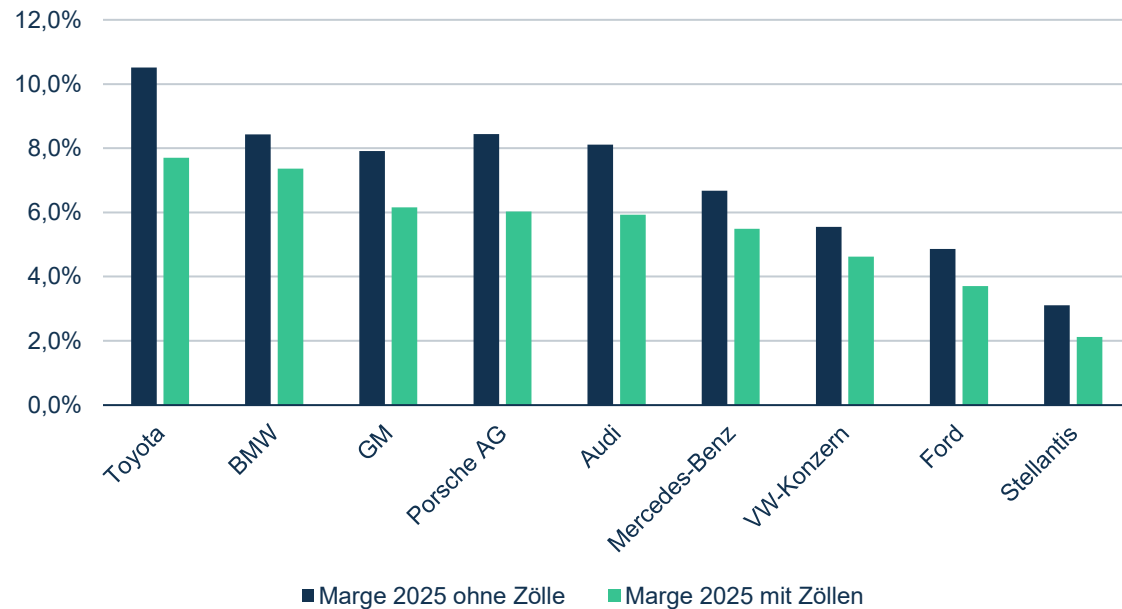


- Von den rund 16 Mio. abgesetzten Automobilen in den USA in 2024 wurden nur rund 8 Mio. Einheiten lokal gefertigt. Von den dort gefertigten Autos liegt die lokale Wertschöpfung bei 40-50 %.
- Fast 60 % der in den USA verkauften Fahrzeuge deutscher Hersteller werden importiert.
- BMW hat sein weltweit größtes Produktionswerk in Spartanburg mit knapp 400 Tsd. gefertigten Fahrzeugen per 2024.
- Luxushersteller wie Ferrari, Lamborghini und Porsche importieren 100% der Fahrzeuge.

Auch US-Hersteller leiden stark unter Zöllen

Toyota mit höchster Margenbelastung

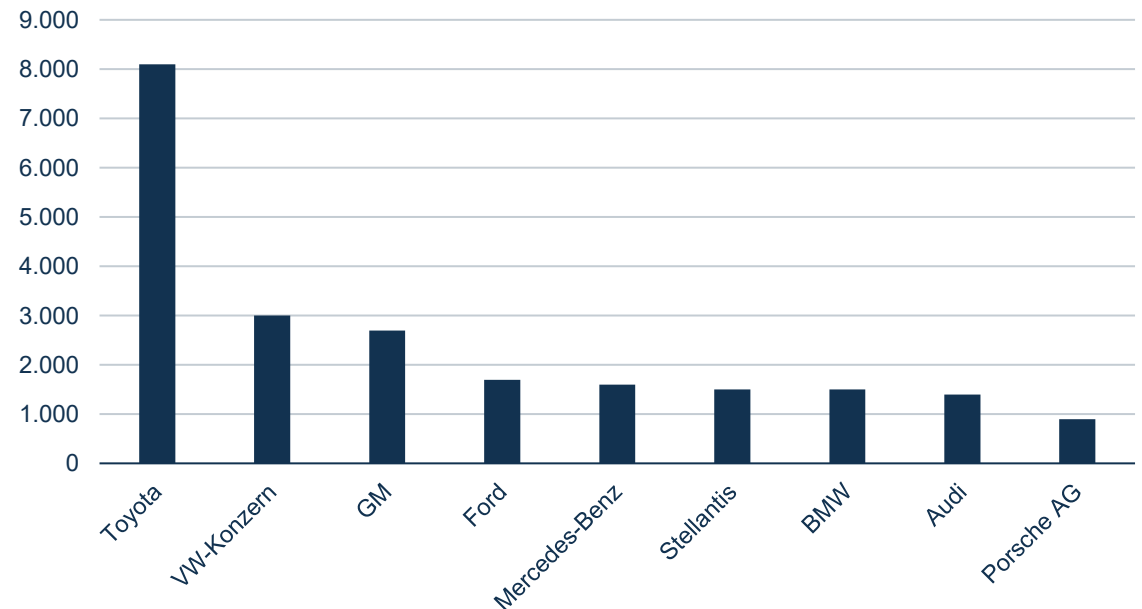
in %



- Die US-Zölle belasten die Marge von Toyota mit rd. 2,8 PP.
- Es folgen Porsche (2,4 PP) und Audi (2,2 PP).
- Die niedrigste rel. Belastung hat der VW-Konzern (0,9 PP).

Absolute Belastung im GJ 2025

in Mio. EUR



- Mit rd. 8,1 Mrd. EUR ist Toyota auch absolut am stärksten belastet.
- Im VW-Konzern liegt der Zusatzaufwand bei rd. 3 Mrd. EUR.
- GM (rd. 2,7 Mrd. EUR) und Ford (rd. 1,7 Mrd. EUR) leiden ebenfalls deutlich.

Quelle: Unternehmen, LBBW Research

06

Aktien: Heißer Herbst? Hohe Konzen- tration als Alarmsignal

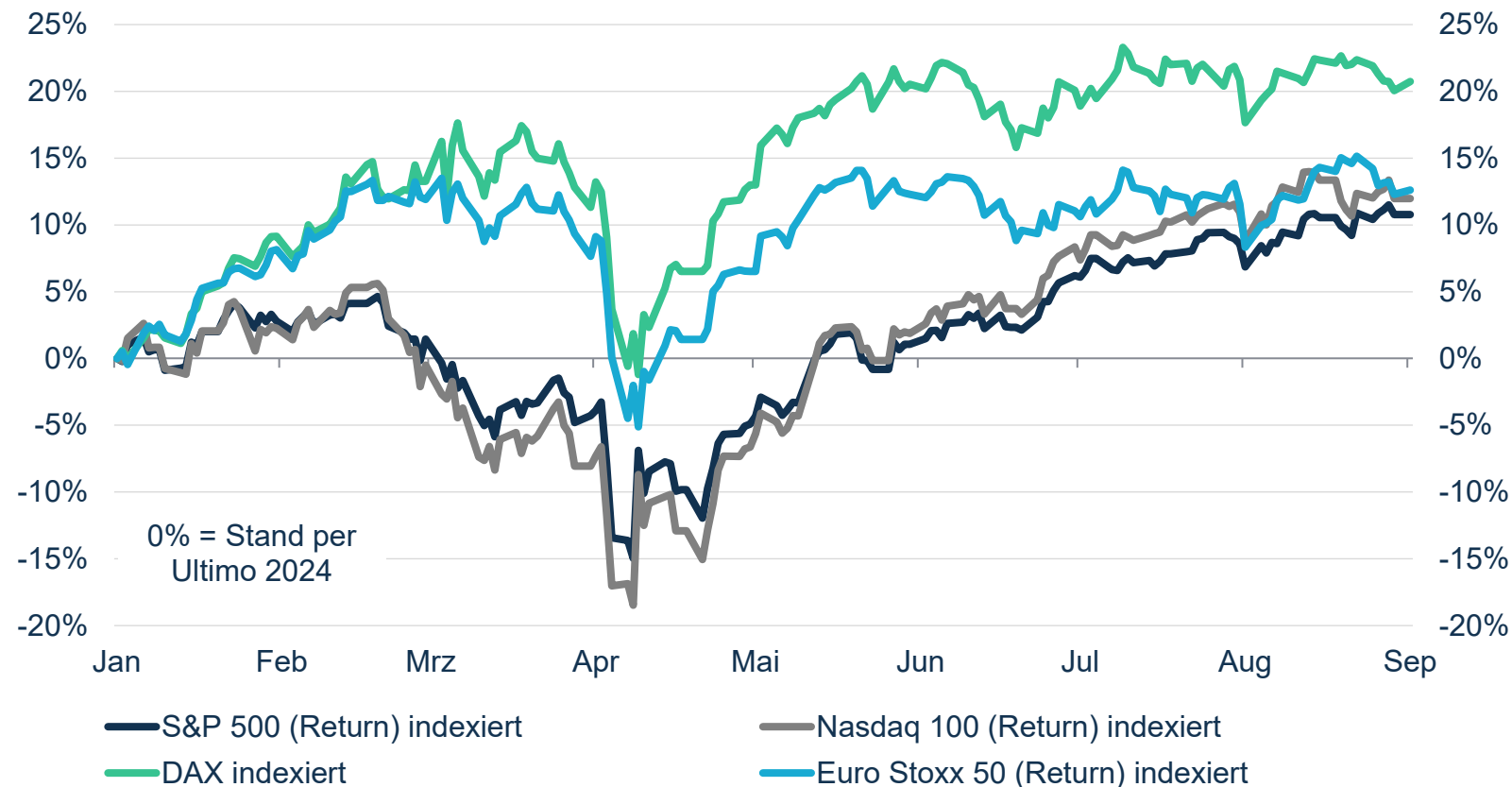


Uwe Streich
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Kursdynamik verpufft: Schwierigster Monat des Jahres gestartet

Performance Aktienindizes seit Jahresbeginn

indexiert in Prozent (31.12.2024 = 0 %)

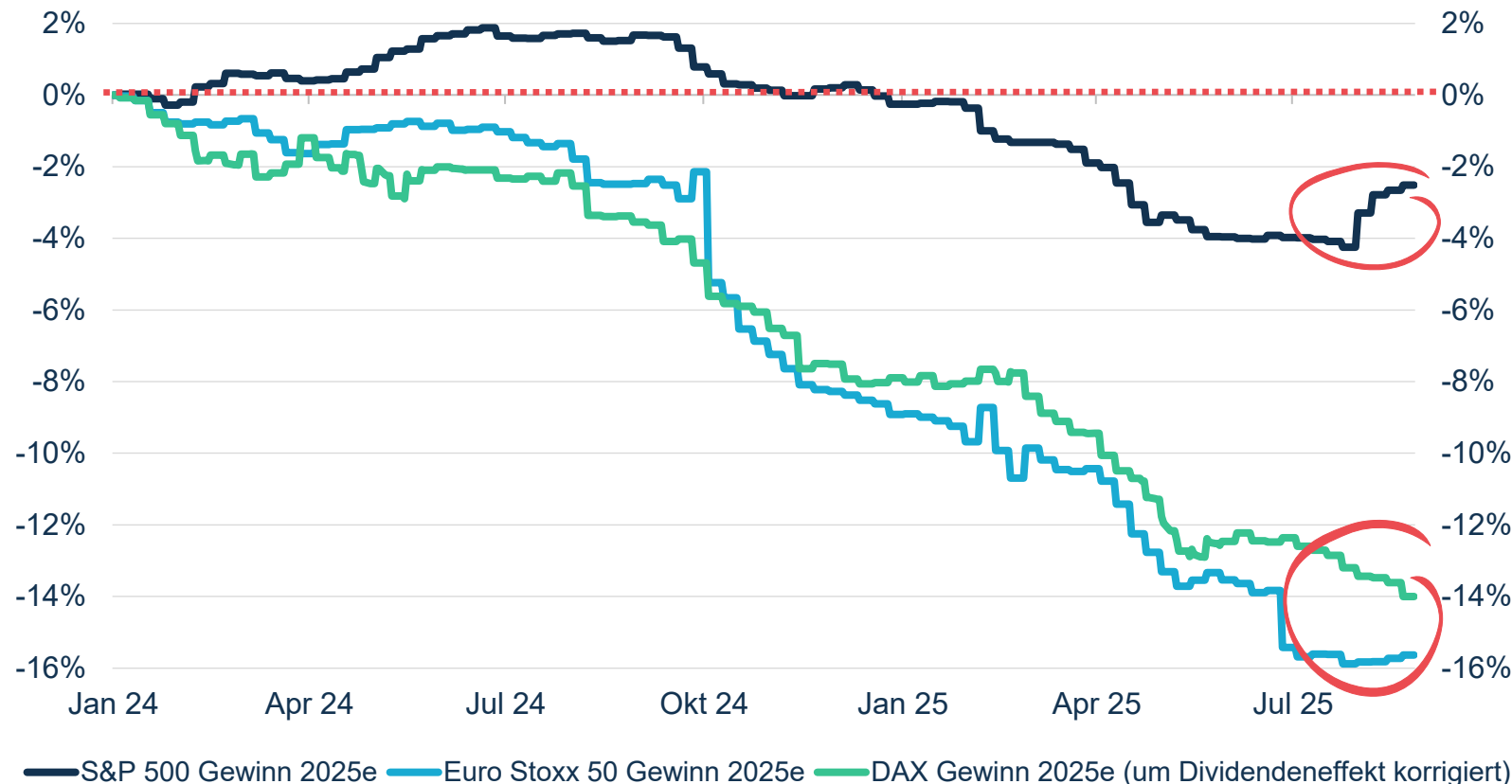


- Während in Asien die Kurse im August noch zulegten, schien bei den westlichen Aktienindizes die Luft raus zu sein. Für DAX und Euro Stoxx 50 gilt dies allerdings schon deutlich länger als für ihre US-Pendants.
- Unter saisonalen Aspekten ist die jetzige Zeit ohnehin die schwierigste des Jahres. Den August überstanden die Märkte zwar weitgehend schadlos. Der September ist allerdings nochmals kritischer einzustufen: Während der deutsche Blue-Chip-Index in den 37 abgeschlossenen Jahren seit seinem Start 1988 im August 18mal zulegte und 19mal sank, fiel dieses Verhältnis im September mit 15mal ↑ gegenüber 22mal ↓ weitaus schlechter aus.
- Durchschnittlich gab der DAX in dieser Zeit um 2,1 % nach.

Gewinnschätzungen driften dies- und jenseits des Atlantiks immer weiter auseinander

Aktienindizes: 12-Monats-Forward-Gewinne

in Prozent indexiert (31.12.2023 = 0 %)



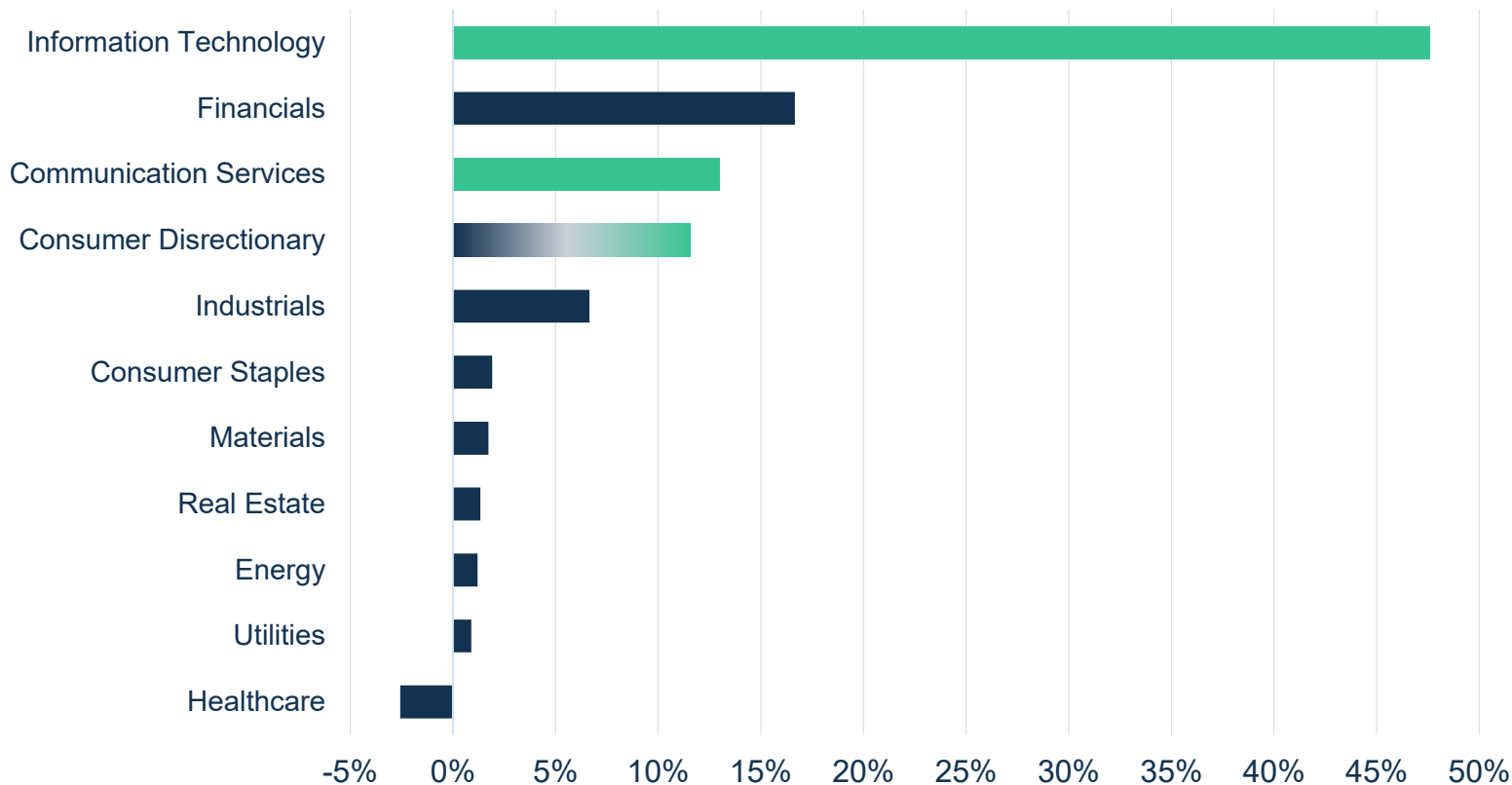
- Die US-Blue-Chips konnten im Rahmen der Q2-Berichterstattung mehr als positiv überraschen. Sie steigerten ihren operativen Quartalsgewinn ggü. Q1 um 12 %. Hierbei ist zu vermuten, dass die Analysten die Auswirkungen des seit Jahresbeginn deutlich schwächeren US-Dollars im Vergleich zum Euro unterschätzten.
- In der Folge korrigierten sie ihre Gewinnschätzungen für den S&P 500 erstmals wieder nach oben, während sie ihre Erwartungen für DAX und Euro Stoxx 50 weiter kappten.
- Der gesunkene US-Dollar-Außenwert stärkt die Wettbewerbssituation der US-Gesellschaften am Weltmarkt, während ihre internationale Konkurrenz in den USA zusätzlich durch hohe Zölle belastet wird.

Quelle: LSEG, LBBW

Fluch und Segen zugleich: US-Gewinndynamik extrem abhängig von den TMT-Sektoren

S&P 500: Anteil am Anstieg des 12-Monats-Forward-Gewinns

nach Sektoren in Prozent (seit 30.6.2025)

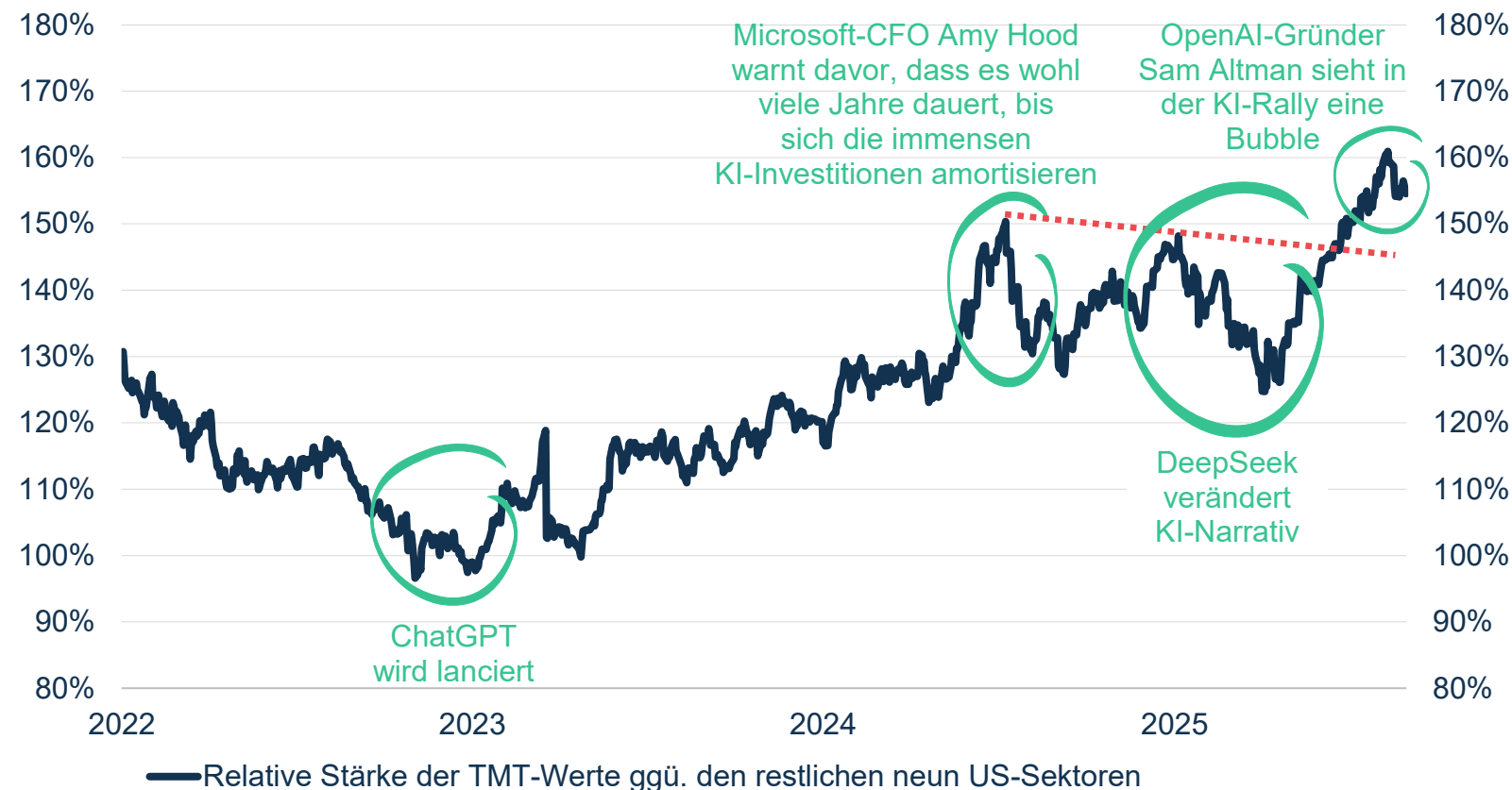


- Allein die IT-Werte trugen einen Anteil von nahezu 48 % zum Anstieg des US-12M-Fwd.-Gewinns seit Jahresmitte bei. Inklusive des Sektors Communication Service, also sämtliche unter „TMT“ (Telekom, Medien, Technologie) geführten Titel zusammengefasst, sind es 61 %.
- Genau genommen liegt dieser sogar noch etwas höher, weil rund die Hälfte des Gewinnanstiegs des Sektors „Consumer Discretionary“ auf Amazon zurückzuführen ist. Innerhalb dieses Konzerns stammen die Verbesserungen weniger aus dem Versandhandel als vielmehr von der Tech-Tochter AWS.
- Ohne die TMT-Werte wäre die US-Gewinndynamik ähnlich mau wie zurzeit in den meisten anderen Märkten.

Diskussion, ob in den Kursen der KI-Aktien zu große Erwartungen stecken, wurde neu entfacht

Relative Stärke der TMT-Werte ggü. den restl. neun US-Sektoren

in Prozent – indexiert auf den Startzeitpunkt von ChatGPT (= 100 %)

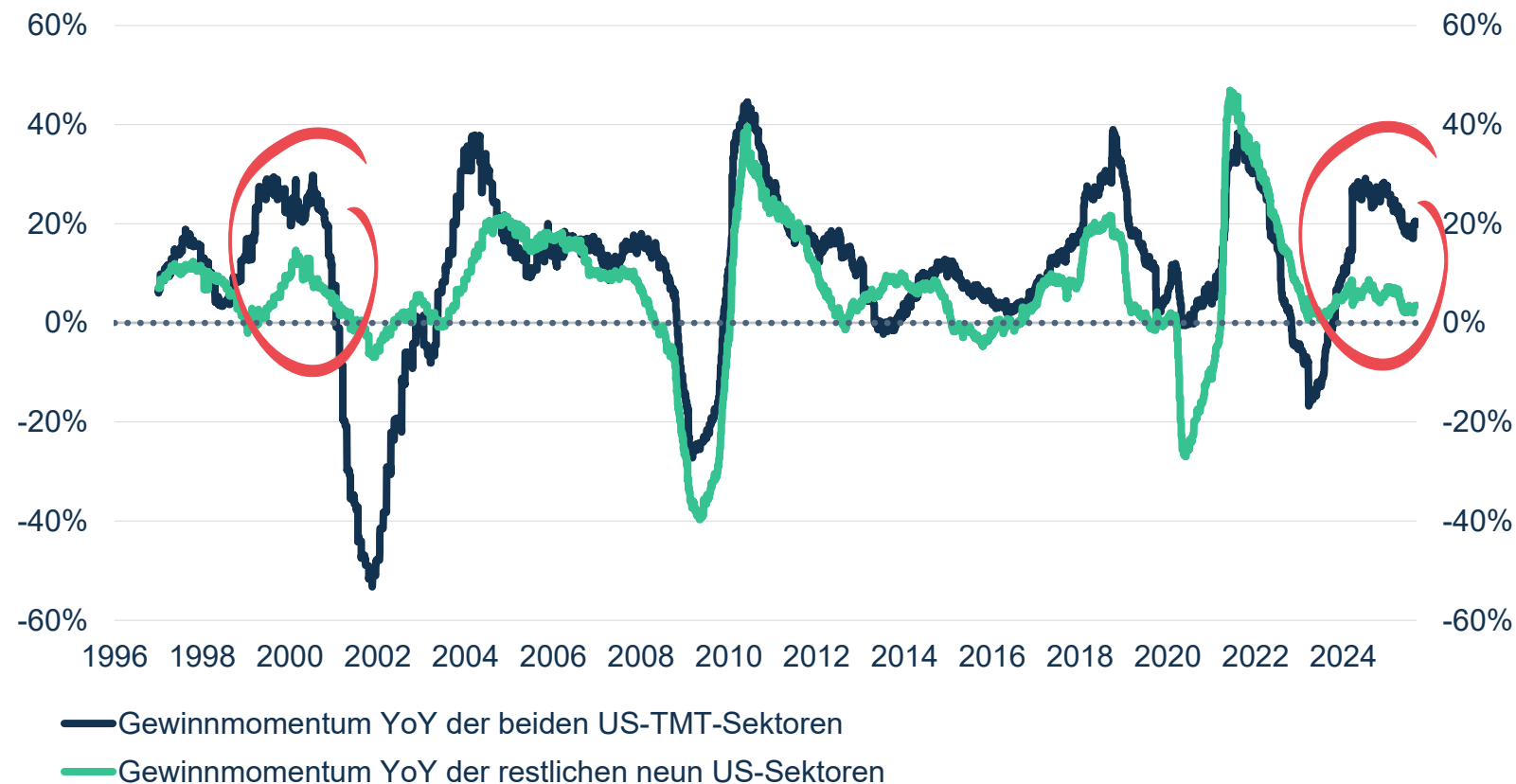


- Die Aussage von OpenAI-Gründer Sam Altman, dass er in den Kursen der KI-Aktien eine Blase erkenne, entfachte eine neue Diskussion darüber, ob hier zu große Erwartungen eingepreist seien. Dies setzte einer mehrmonatigen Phase der Outperformance der TMT-Titel ein Ende.
- Schließlich liegen die mit KI-Anwendungen generierten Umsätze aktuell noch weit niedriger als die jährlichen Abschreibungen auf die immensen Investitionen in diesem Feld.
- Eine Studie des renommierten MIT zeigte zudem, dass 95 % der untersuchten, in Firmen eingesetzten KI-Anwendungen bislang noch keinen messbaren Gewinnbeitrag leisten.

Ein plötzlicher Paradigmenwechsel hätte wohl weitreichende Folgen

Gewinnmomentum TMT versus restliche neun US-Sektoren

Jahresveränderungsrate des jeweiligen 12-Monats-Forward-Gewinns in Prozent



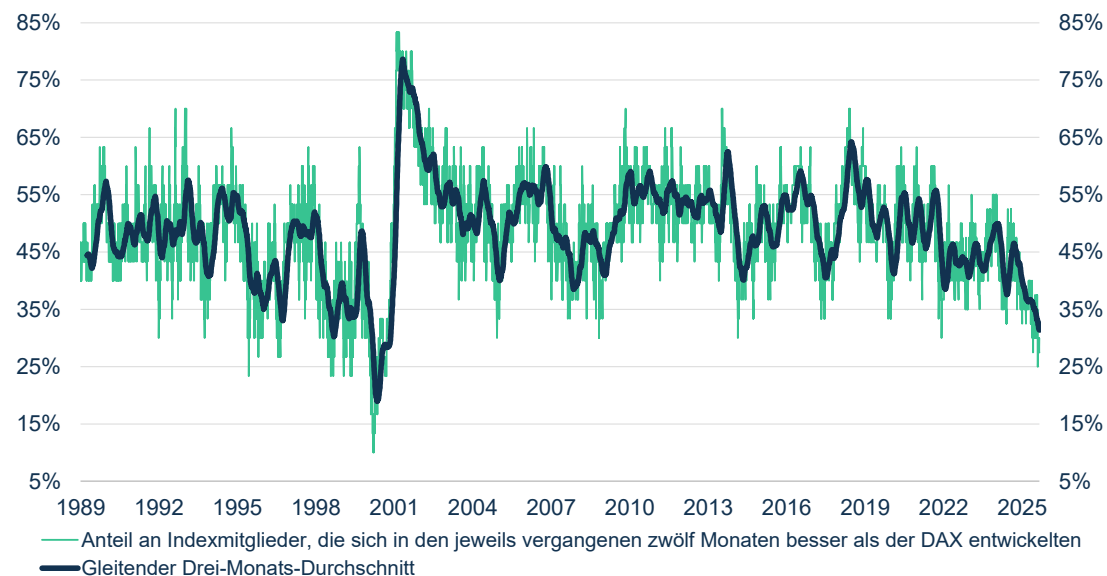
Quelle: LSEG, LBBW Research

- Auf ein baldiges Umschwingen des Pendels deutet mit Blick auf das Gewinnmomentum der TMT-Sektoren bislang noch nichts. Im Gegenteil: Dieses fällt, seit das Thema KI in aller Munde ist, weit höher aus als in den restlichen neun US-Sektoren. Woanders wachsen die Gewinne kaum.
- Wie schnell sich dies bei einem Paradigmenwechsel ändern könnte, lässt sich in beeindruckender Art und Weise am Verlauf des Jahres 2000 erkennen, als sich mit dem gleichzeitigen Platzen von Dotcom-Bubble und Mobilfunkhype schon einmal eine Tech-Manie in Luft auflöste. Bezogen auf das Gewinnmomentum unterschied sich die damalige Konstellation nicht allzu sehr von der gegenwärtigen. Auch damals hing der US-Gewinntrend nahezu ausschließlich an den TMT-Werten.

Nicht nur in den USA: Auch im DAX lässt sich derzeit eine enorme Konzentration beobachten

Anteil der Outperformer am DAX

in Prozent der Zahl an Indexmitgliedern



- Der Anteil an Titeln, welche sich in den jeweils vergangenen zwölf Monaten besser entwickelten als der DAX, sank kontinuierlich. Zuletzt verstärkte sich dieser Trend sogar noch.
- Im Vorfeld der platzenden Tech-Blase im Jahr 2000 gab es eine ähnliche – allerdings noch stärker ausgeprägte – Entwicklung.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Anteil an der DAX-Kursentwicklung

in Prozent der Indexentwicklung (überschlägig ermittelt)

DAX seit Jahresbeginn		Anteil an der DAX-Kurs-entwicklung	kumuliert
1	Rheinmetall	25,5%	25,5%
2	Siemens	12,2%	37,7%
3	Siemens Energy	11,4%	49,1%
4	Deutsche Bank	9,8%	59,0%
5	Commerzbank	8,2%	67,2%
6	Allianz	7,3%	74,5%
7	Airbus	6,3%	80,8%
8	Heidelberg Materials	5,3%	86,1%
9	Deutsche Telekom	3,6%	89,7%
10	e.on	3,1%	92,8%

- Der markante Anstieg des DAX seit Ultimo 2024 basiert keineswegs auf einer Breite des Marktes: Lediglich drei der 40 Indexmitglieder machen bereits nahezu die Hälfte des Anstiegs aus. Fünf Werte stehen für mehr als zwei Drittel und sechs Titel für drei Viertel.
- Eine derartige Entwicklung ist als ungesund zu betrachten.

07

Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positiv-Szenario ein

Dr. Thomas Meißner
Leiter Strategy Research
Tel: +49 711 127-73574
thomas.meissner@LBBW.de

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur

- Deutsches BIP: Auftaktquartal mit +0,3% Q/Q, Q2 dann mit -0,3% Q/Q.
- Handelskonflikt mit USA impliziert weitere Abwärtsrisiken. Staatsausgaben sollen ab 2026 für Nachfrageschub sorgen.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Lohndruck und hält die Rohstoffpreise in Schach.



Aktienmärkte

- Von den USA ausgehender Handelsstreit bremst die Weltwirtschaft; an den Märkten dominiert derweil Optimismus.
- Zinssenkungen und Investitionspakete stützen Europas Börsen.
- Nach starkem erstem Halbjahr an den Aktienmärkten nun Konsolidierung erwartet.



Rohstoffe

- Rohstoffpreise steigen im ersten Halbjahr. Trübe Konjunkturperspektiven dürften im zweiten Halbjahr für Rücksetzer sorgen.
- Gold bleibt im Aufwärtstrend. ETC-Käufe, US-Zinssenkungen und solide Nachfrage nach Münzen und Barren stützen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-September. Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt dürfte Preise weiter drücken.



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Eine Zinssenkung im Jahr 2025; Fed Funds per Ende 2025 bei 4,25 %, per Jahresende 2026 bei 3,50 % erwartet.
- EZB: Eine weitere Zinssenkung um 25 Bp bis Jahresende 2025 erwartet; Einlagesatz dann bei 1,75 %.

Renditen

- EUR-Langfristzinsen: Auf- und Abwärtsrisiken kurzfristig ausgewogen; auf mittlere Frist Rückkehr in den ansteigenden Trend erwartet



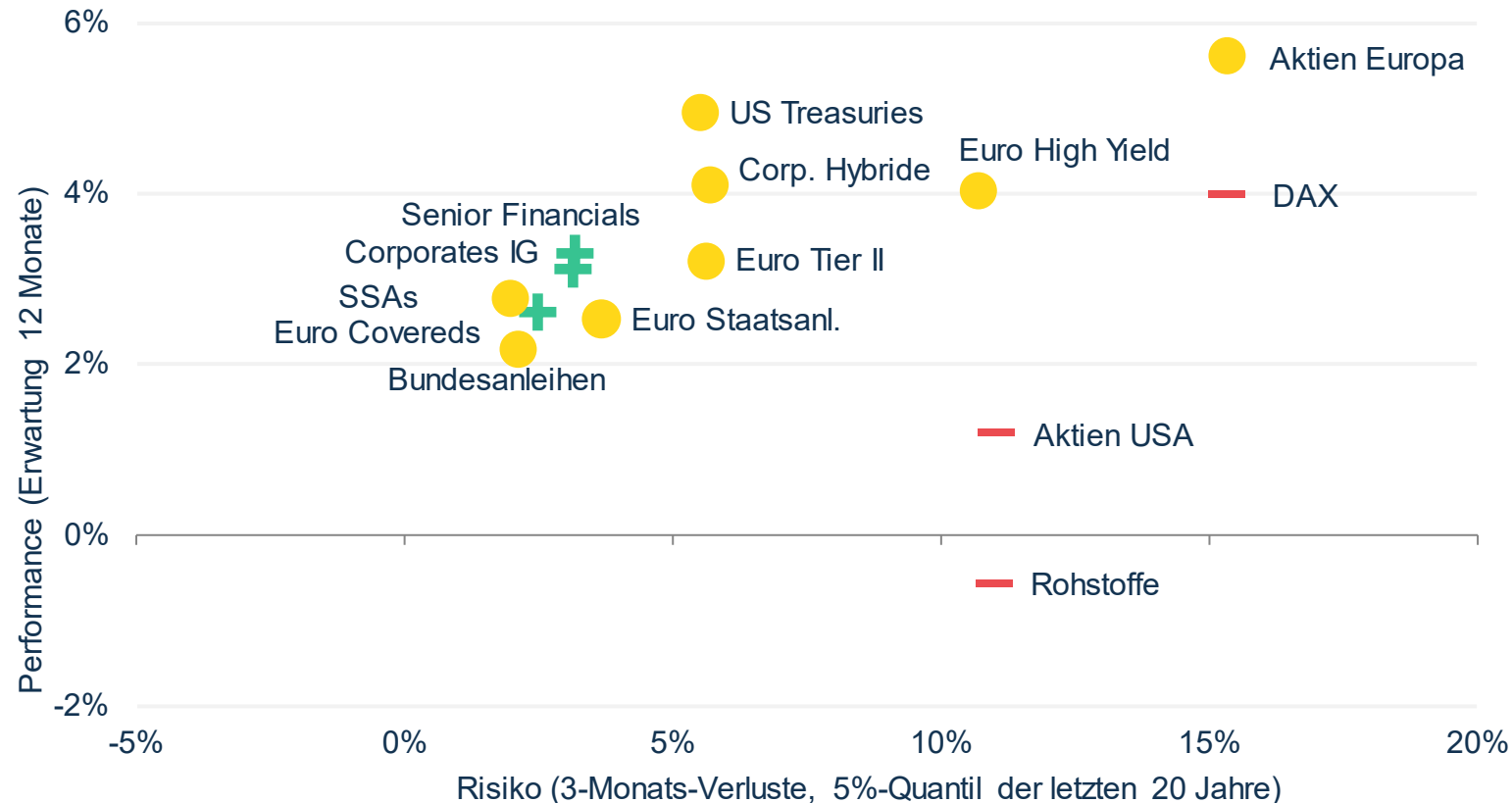
Devisen

- Der Abstand zwischen dem US-Leitzins und dem EZB-Leitzins bleibt bis Ende 2025 per saldo unverändert, für 2026 Einengung erwartet.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.

Asset Allokation auf 12-Monatssicht: Risiko & Prognosen im Überblick

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Das Chance-Risiko-Verhältnis erscheint, insbesondere für US-Aktien, auf dem aktuell hohen Niveau ungünstig.
- Mit Anleihen wäre auch bei einem leichten Anstieg der längerfristigen Renditen noch eine positive Performance zu erzielen.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Asset Allokation auf Sicht 6-12 Monate: Einschätzungen auf einen Blick

Allokation im Überblick (auf Sicht von 6 - 12 Monate)

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Zins	0	0 0-3 Jahre 0/+ 4-7 Jahre 0/- 8-10 Jahre	0 Euro-Peripherie 0/- Bund 0 USD-Bonds	Multi Callables Inflations-Linker
Credit	0/+	0/+ Corporate Inv. Grade 0 Corporate High Yield 0 Corporate Hybride 0/+ Senior Financials 0/+ Covered Bonds/SSAs 0 Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/- Emerging Markets Debt	
Aktien	0/-	+ Banken Bau Gesundheit Industrie Telekom Versorger	0/- USA 0 Japan 0/+ Europa ex D 0/+ Deutschland 0/- China 0/+ EMMA ex China	Value Dividendenstrategien Mid-Caps
Währungen	0/+	gegenüber Euro	+ GBP 0 USD, CNY - CHF, JPY	Selektiv
Rohstoffe	0	0/+ Edelmetalle 0/+ Industriemetalle 0/- Energie	0/+ Gold + Kupfer 0/- Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0 High Street Einzelhandel 0/- Büro	0 Deutschland	

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass vom 05.08.2025)

Konjunktur					
in %		2023	2024e	2025e	2026e
Deutschland	BIP	-0,7	-0,5	0,0	1,0
	Inflation	5,9	2,2	1,9	2,0
Euroraum	BIP	0,7	0,7	1,0	1,0
	Inflation	5,4	2,4	1,9	2,0
USA	BIP	2,9	2,8	1,7	1,0
	Inflation	4,1	3,0	2,8 	3,5
China	BIP	5,2	5,0	3,7	3,2
	Inflation	0,2	0,2	0,4	1,0
Welt	BIP	2,9	3,2	2,7	2,6
	Inflation	5,3	3,5	3,4	3,4

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	31.12.25	30.06.26	31.12.26
EZB Einlagesatz	2,00	1,75	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,68	2,70	2,90	3,00
Fed Funds	4,50	4,25 	4,00 	3,50
Treasury 10 Jahre	4,21	4,50 	4,40	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	96	110	115	120

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.12.25	30.06.26	31.12.26
DAX	23 902	24 000	25 000	25 000
Euro Stoxx 50	5 352	5 300	5 500	5 500
S&P 500	6 460	6 200	6 400	6 400
Nikkei 225	42 718	41 000	42 000	42 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.12.25	30.06.26	31.12.26
US-Dollar je Euro	1,17	1,13	1,15	1,18
Franken je Euro	0,94	0,98	0,98	0,99
Pfund je Euro	0,87	0,81	0,80	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 441	3 400 +	3 500 +	3 600
Öl (Brent - USD/Barrel)	69	65 +	60	60

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

65 % Hauptszenario

- 1) Weltkonjunktur wird durch Zollanhebungen der USA belastet; US-Konjunktur schwächt sich ab; Stagnation in DE 2025; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP in DE ab 2026 wieder steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung; Trumps Politikmix wirkt für die USA inflationär, für Europa eher deflationär.
- 2) Fed geht auf moderaten Zinssenkungskurs; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed lässt Treasury-Renditen steigen. EZB senkt Leitzinsen unter den neutralen Bereich; Bundrenditen tendieren leicht aufwärts.
- 3) Volatilität am Aktienmarkt hält an, hohe Bewertung birgt Risiken; Credit Spreads steigen mit schwachen Aktienmärkten an.
- 4) Geopolitik: Anhaltende Spannungen zwischen den USA und China sowie im Nahen Osten. Schnelles Ende des Krieges in der Ukraine nicht in Sicht.

10 % Positivszenario

- 1) USA schwenken auf moderatere handelspolitische Linie um.
- 2) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf.
- 3) Waffenstillstand im Ukraine-Krieg; Entspannung im Nahostkonflikt.
- 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktienkurse steigen weiter, Immobilienpreise erholen sich).

15 % Negativszenario I „Handelskrieg/ Geopolitik“

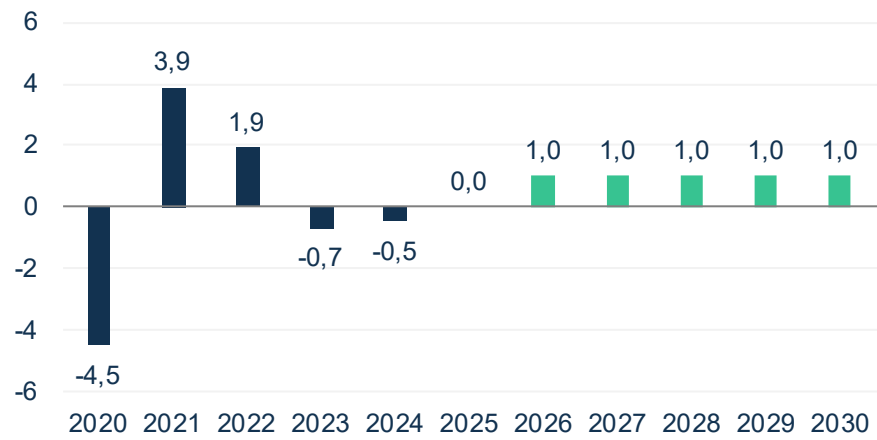
- 1) Globale Rezession durch weltweiten Handelskrieg (massive Lieferkettenstörung): Fed/EZB senken Leitzinsen stark, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 2) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Krieg eskaliert erneut; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA.
- 3) „Risk-off“: Aktienmärkte könnten ihre Tiefs erneut testen. Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II „Inflation / Staatsschuldenkrise 2.0“

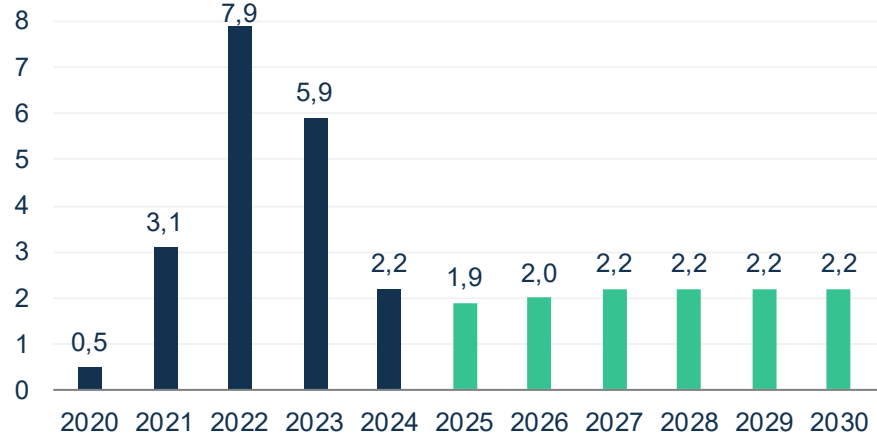
- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur führen zu deutlichem Inflationsdruck.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe (TPI) ein, um Renditeanstieg zu begrenzen.
- 4) „Risk-off“: Erneute Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Erneuter Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (65 %)

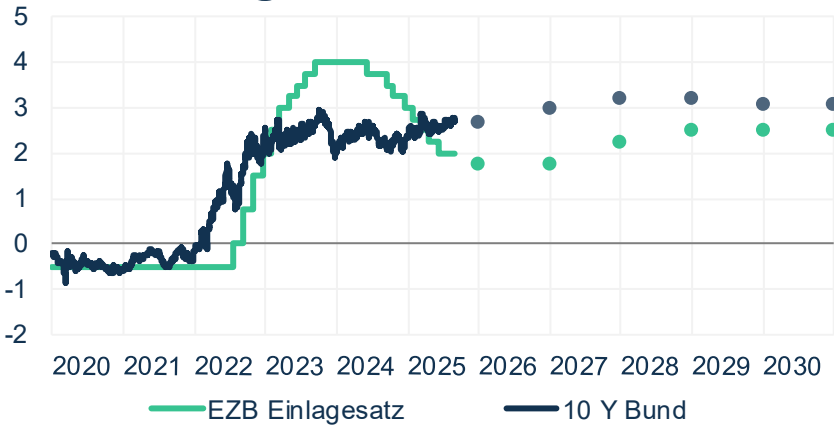
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



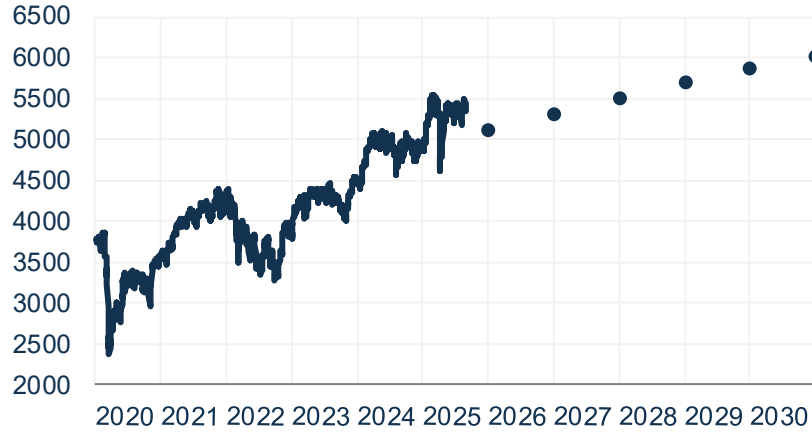
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

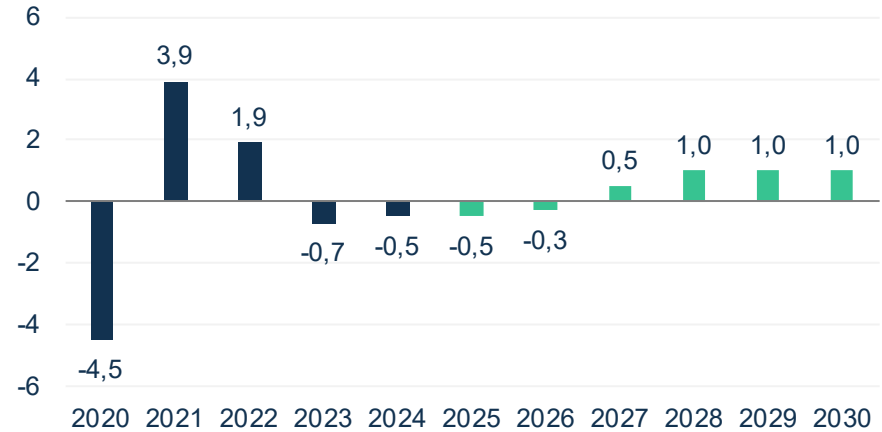


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

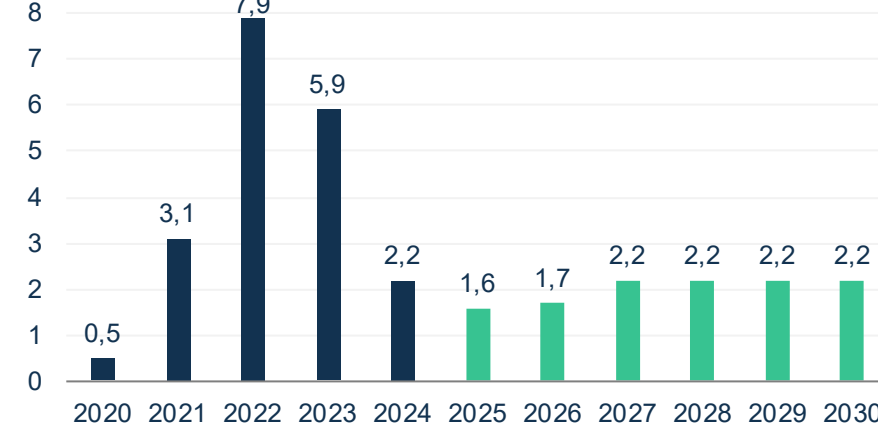
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik/Handelskrieg“ (15 %)

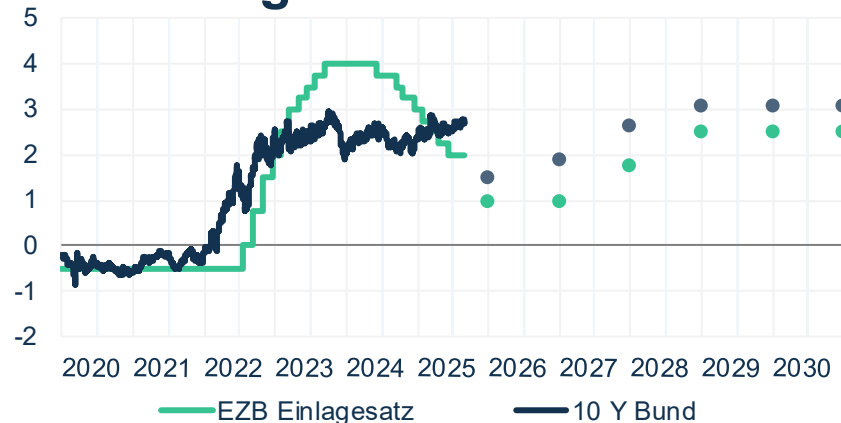
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*

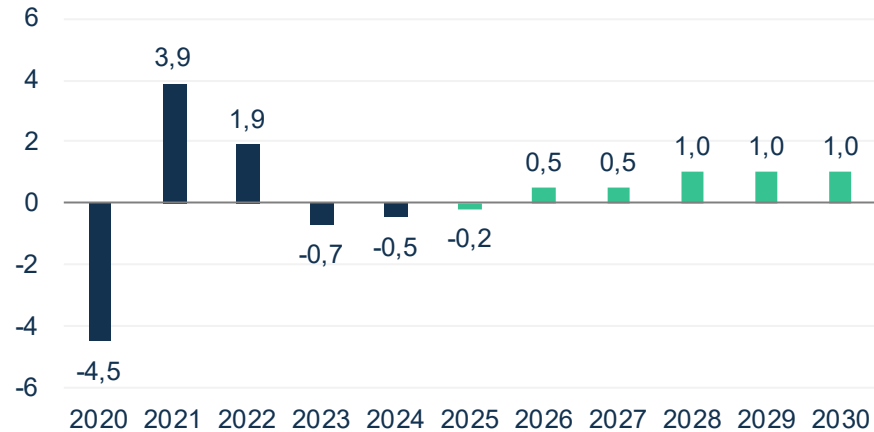


Euro Stoxx 50*

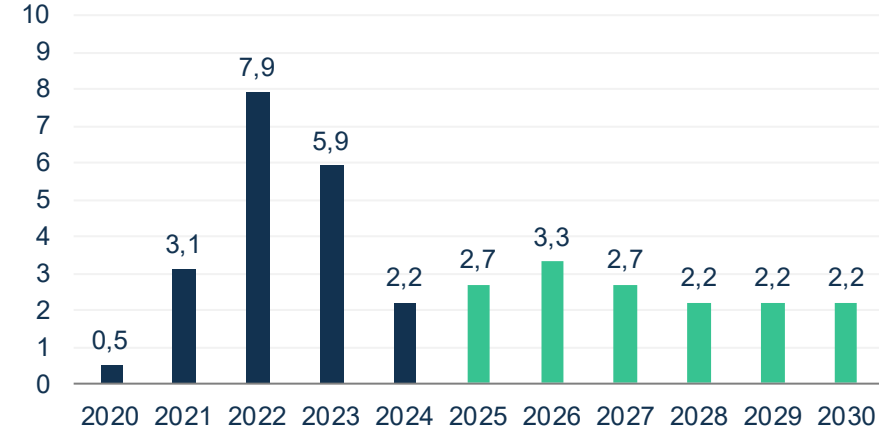


Negativszenario 2) „Inflation/Schuldenkrise“ (10 %)

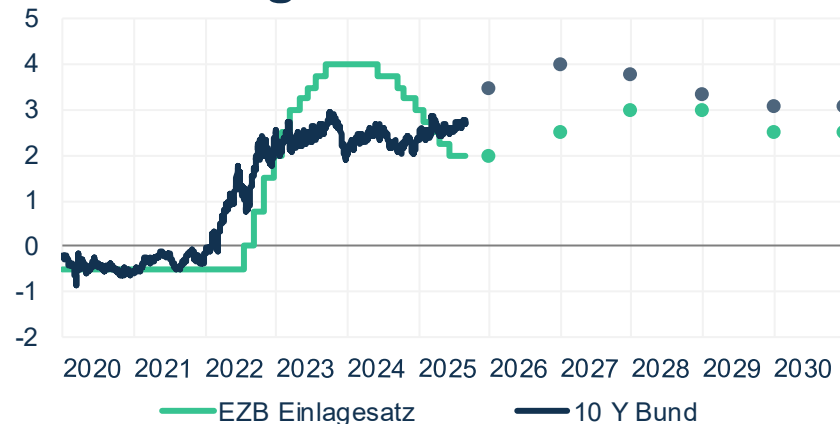
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



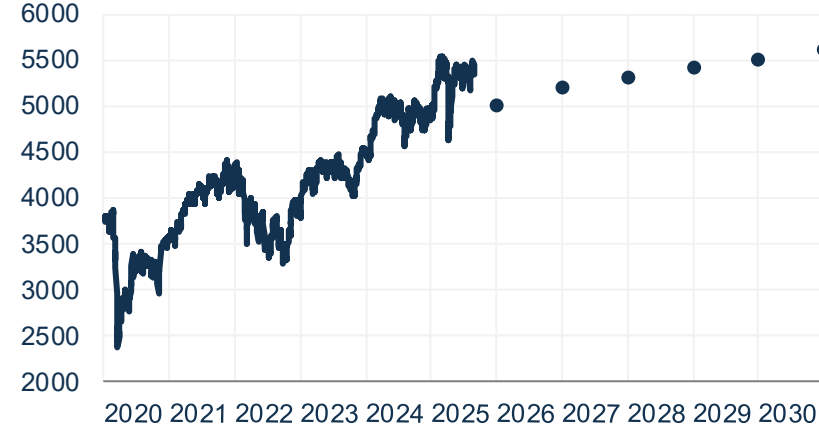
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

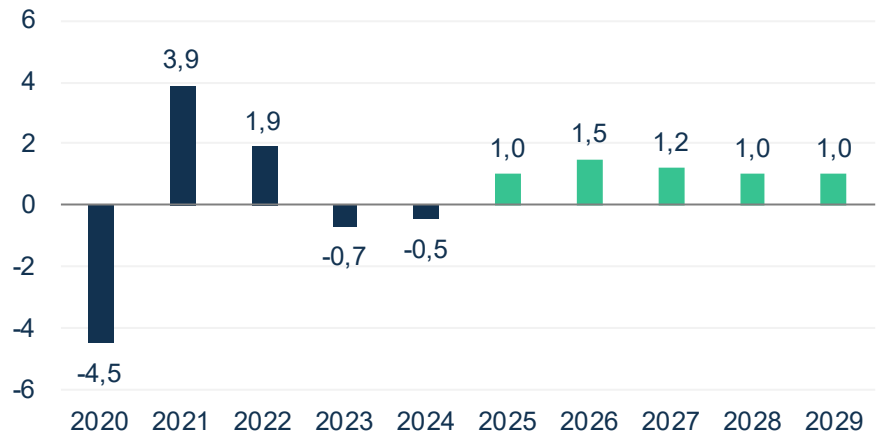


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

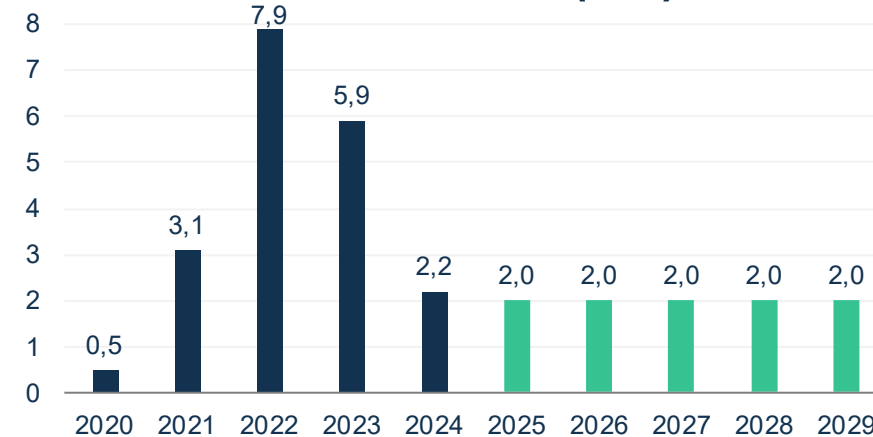
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

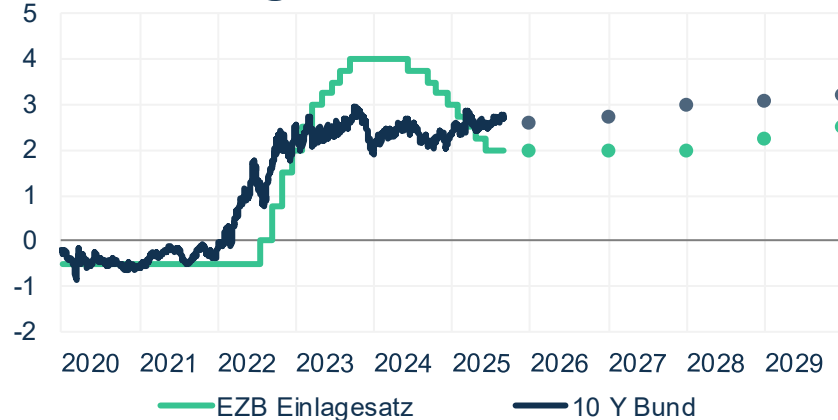
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



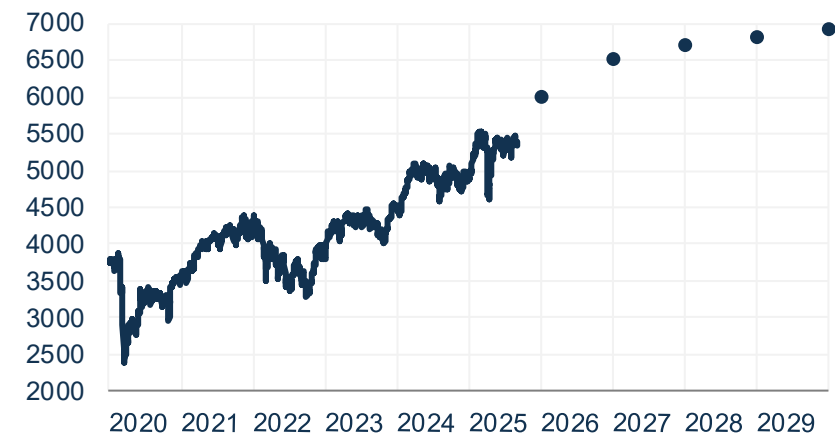
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

08

Anhang



Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Dec-25	Forecast 30-Jun-26	31-Dec-26	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.15	1.90	1.90	1.90	
ECB Deposit Rate	2.00	1.75	1.75	1.75	
Overnight Rate (€STR)	1.92	1.70	1.70	1.70	
3M Euribor	2.06	1.80	1.80	1.85	
Swap 2Y	2.06	1.95	2.00	2.20	
Swap 5Y	2.31	2.25	2.35	2.50	
Swap 10Y	2.66	2.65	2.80	2.90	
Bund 2Y	1.93	1.80	1.90	2.10	
Bund 5Y	2.21	2.20	2.35	2.50	
Bund 10Y	2.68	2.70	2.90	3.00	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.25	4.00	3.50	
Overnight Rate (SOFR)	4.34	4.10	3.85	3.35	
3M Money Market	4.85	4.00	3.70	3.30	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.39	3.50	3.25	3.00	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.33	3.55	3.40	3.30	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.69	3.90	3.80	3.80	
Treasury 2Y	3.67	3.75	3.50	3.25	
Treasury 5Y	3.68	3.95	3.80	3.70	
Treasury 10Y	4.21	4.50	4.40	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.80	0.80
Japan	10Y Government Bond	1.60	1.65	1.70	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA	3.97	3.70	3.45	3.20
UK	10Y Government Bond	4.72	4.60	4.50	4.50
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.31	0.40	0.50	0.55

Quellen: LSEG, LBBW Research

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.79	-0.98	-1.50	-8.86	-6.48	1.84	1.60
BRL	6.35	1.43	0.85	-1.74	0.69	6.70	5.94
GBP	0.87	-0.22	-2.83	-2.87	-4.57	0.87	0.82
CNY	8.35	-0.96	-2.23	-5.71	-9.47	8.44	7.48
JPY	171.86	-0.44	-4.62	-6.35	-5.31	173.31	155.71
CAD	1.61	-1.16	-2.46	-7.17	-7.33	1.62	1.46
NZD	1.98	-2.40	-4.28	-10.79	-6.83	2.00	1.75
NOK	11.76	0.27	-2.22	-1.06	0.00	12.20	11.30
PLN	4.27	0.47	-0.70	0.51	0.28	4.36	4.14
RUB	94.11	1.07	-5.14	8.05	20.76	119.62	89.26
SEK	11.08	0.53	-2.02	2.38	3.26	11.69	10.75
CHF	0.94	-0.52	0.08	0.44	0.34	0.96	0.92
ZAR	20.71	-0.26	-2.43	-5.10	-5.65	21.97	18.57
CZK	24.45	0.70	1.92	2.53	2.97	25.40	24.43
TRY	48.17	-2.94	-7.86	-21.67	-23.98	48.17	35.97
HUF	396.85	0.77	1.88	-0.97	3.66	415.85	392.25
USD	1.17	-1.56	-3.03	-5.42	-11.53	1.18	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	146.83	1.14	-1.64	-0.98	7.04	158.42	140.44
CNY	7.13	0.65	0.77	-0.47	2.36	7.35	7.01

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	7.46	7.66	5.00	5.40	7.56	8.06	4.87	5.32	4.68	5.43	3.78	4.38	2.41	3.56	5.53	7.53	2.78	3.18
2 months	7.48	7.68	5.00	5.40	7.87	8.27	5.03	5.43	4.91	5.76	4.04	4.59	2.48	3.63	5.53	7.43	3.08	3.48
3 months	7.29	7.49	4.97	5.37	7.89	8.24	5.30	5.70	5.28	6.08	4.27	4.77	2.53	3.68	5.59	7.09	3.38	3.68
6 months	7.31	7.46	5.25	5.55	8.36	8.71	5.43	5.78	5.98	6.78	4.64	5.14	2.82	3.72	5.65	7.00	3.86	4.16
9 months	7.32	7.42	5.42	5.72	8.49	8.89	5.57	5.92	6.99	7.69	4.87	5.37	3.00	3.80	5.67	7.02	4.14	4.44
1 year	7.37	7.52	5.56	5.86	8.78	9.18	5.65	6.00	7.00	8.00	5.05	5.55	3.10	3.90	5.65	7.05	4.40	4.70
2 years	7.49	7.69	5.81	6.21	8.97	9.42	6.06	6.26	6.93	8.53	4.93	6.03	2.76	4.31	5.92	7.17	4.74	5.19
3 years	7.57	8.07	5.90	6.70	8.78	9.68	6.22	6.72							6.51	7.31	4.77	5.47
5 years	7.90	8.40	6.18	7.53	9.02	10.07	6.86	7.41									5.21	5.91

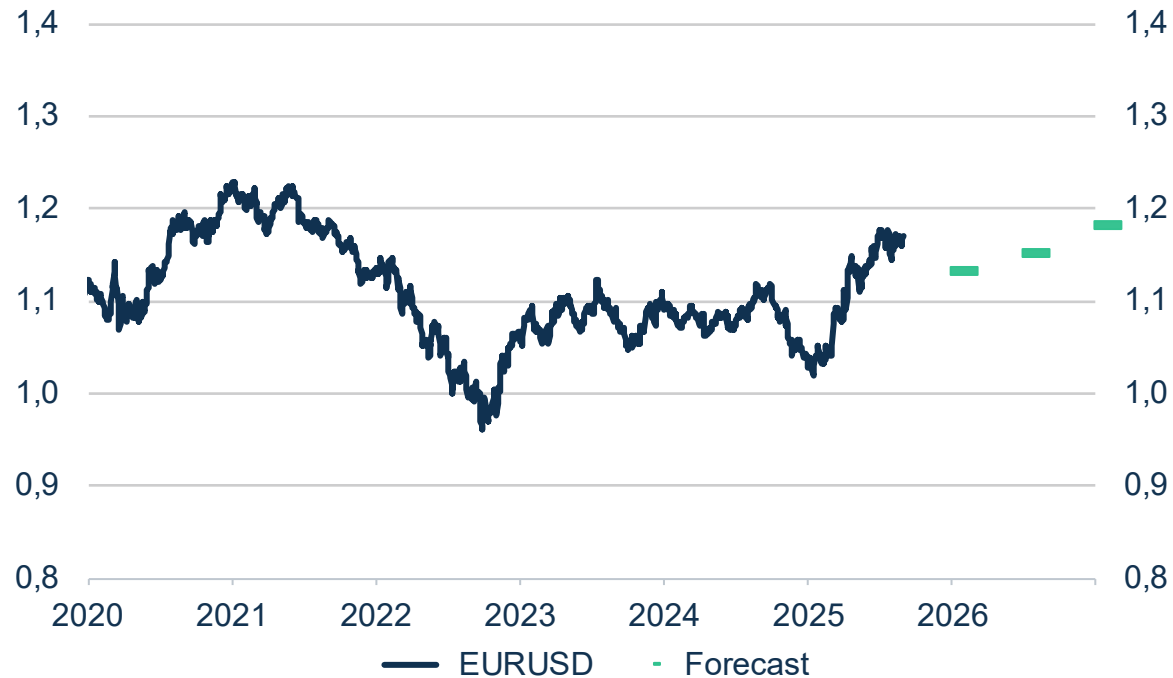
Data as of: 09/01/2025 2:34 PM

Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	68.15	-6.08	6.17	-15.09	-8.82	81.54	61.18
Crude Oil WTI	USD/bbl	64.36	-8.41	4.38	-16.31	-11.15	80.73	58.50
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 441	3.35	3.77	36.36	31.08	3 441	2 480
Silver	USD/oz	38.80	1.82	16.27	31.57	34.23	39.32	28.08
Platinum	USD/oz	1 347	-3.58	23.81	43.15	47.37	1 474	910
Palladium	USD/oz	1 094	-12.20	12.09	14.32	20.35	1 297	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 616	0.38	6.73	6.43	2.51	2 728	2 316
LME Copper	USD/MT	9 902	1.06	3.49	7.12	12.93	10 112	8 613
LME Lead	USD/MT	1 991	-1.26	1.43	-2.19	2.00	2 151	1 842
LME Zinc	USD/MT	2 819	0.50	5.36	-2.05	-5.36	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	35 018	3.93	12.11	8.26	20.41	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 421	0.69	0.29	-9.30	0.61	18 153	14 084

EURUSD: US-Zinssenkung im Sept. bei anhaltend schwachen Arbeitsmarktdaten wahrscheinlich

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURUSD	1.17	1.08	1.04	1.09	1.13	1.15	1.18

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro EUR

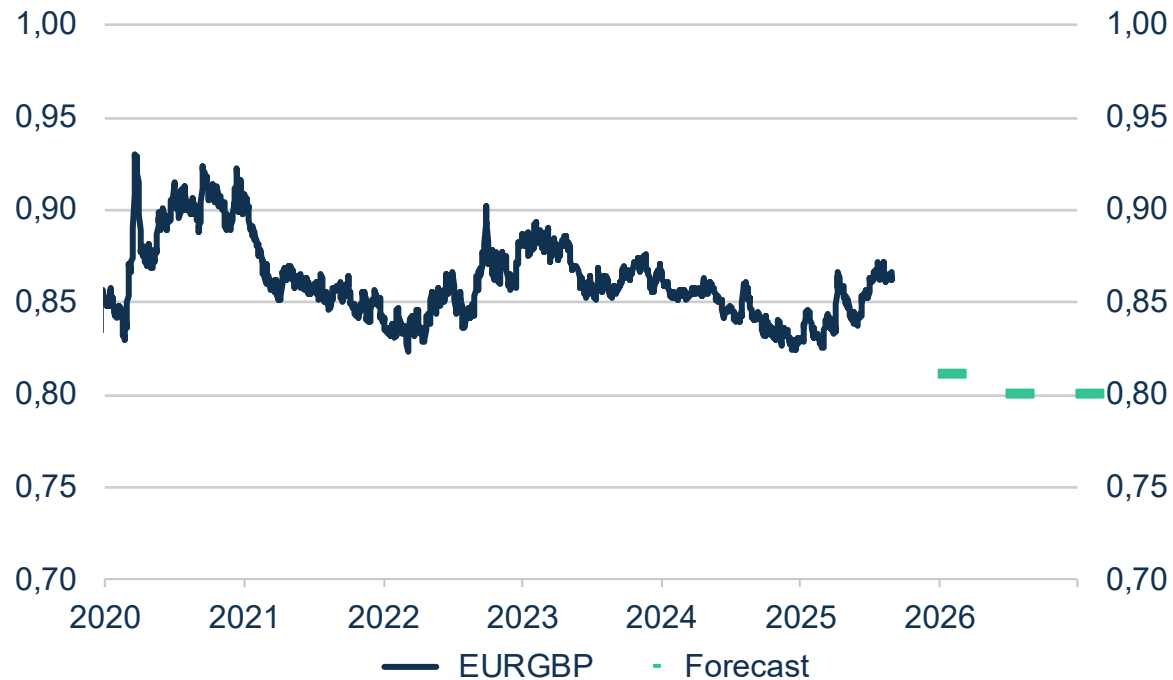
- Die hohe US-Staatsverschuldung stellt aufgrund der Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung bislang keinen Nachteil für den Kurs des Greenback dar. Aber eine zügellose Verschuldung droht irgendwann den Bogen zu überspannen.
- US-Regierung strebt schwachen US-Dollar an und erachtet die Stellung des US-Dollar als Weltreservewährung als Nachteil.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten in Zollangelegenheiten sowie das Untergraben der Unabhängigkeit der Fed sorgt für Unsicherheit und verschreckt Devisenmärkte.
- US-Zinssenkung im September wahrscheinlich geworden

Contra EUR

- Trump-Politik dürfte Inflation befeuern und somit Fed zur Zurückhaltung bei weiteren Zinssenkungen bewegen.
- EZB dürfte indes in Erwartung weiter fallender Inflationsraten im Euroraum ihre Zügel ein weiteres Mal lockern.

EURGBP: Großbritannien kann mit US-Zöllen leben

FX EUR/GBP



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURGBP	0.87	0.85	0.83	0.84	0.81	0.80	0.80

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro EUR

- Die Netto-Staatsverschuldung (ohne öffentliche Banken) des Vereinigten Königreichs ist zuletzt auf knapp 100 % des BIP angestiegen.
- Der Renditevorteil von britischen Staatsanleihen gegenüber ihren Counterparts aus Deutschland sollte abnehmen.

Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Großbritannien ist im Zollstreit mit den Vereinigten Staaten besser weggekommen als die EU.
- Der hohe Anteil der Dienstleistungen an der britischen Wertschöpfung dürfte sich zudem beim Zollstreit als Vorteil erweisen - das UK ist deutlich weniger auf Güterexporte angewiesen als wichtige Staaten des Euroraums.

EURCHF: US-Zollpolitik belastet Schweizer Wirtschaft

FX EUR/CHF



Pro CHF

- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Geopolitische Konflikte und politische Risiken könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

Contra CHF

- Der Zinsnachteil gegenüber dem Euro spricht gegen den Franken. Im Juni 2025 senkte die SNB zum sechsten Mal in Folge den Leitzins auf nun 0 %.
- Der Franken notiert gegenüber dem Euro auf einem historisch starken Niveau.
- Die US-Zollpolitik trifft die exportorientierte Schweizer Wirtschaft schwer.

	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURCHF	0.94	0.95	0.94	0.94	0.98	0.98	0.99

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

EURJPY: Druck auf die BoJ nimmt zu

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURJPY	171.72	163.86	163.06	162.12	167.00	165.00	165.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro EUR

- Die EZB-Zinsen liegen deutlich über denen der BoJ. Auch eine in Japan noch zu erwartende Zinserhöhung im Herbst dürfte den Yen-Zinsnachteil nur wenig reduzieren.
- Japans Konjunktur bleibt schwach. Das Zollabkommen mit den USA dürfte die japanische Wirtschaft zusätzlich belasten.
- Die Regierung hat nun auch noch die Mehrheit im Oberhaus verloren. Ihre Handlungsfähigkeit ist dadurch stark eingengt.

Contra EUR

- Die EZB dürfte ihre Leitzinsen bei anhaltend schwacher Konjunktur noch etwas absenken.
- Die BoJ dürfte dagegen zumindest noch einen weiteren Zinsschritt nach oben wagen.
- Der Druck seitens der USA, den Yen ggü. dem USD durch weitere Zinserhöhungen zu stärken, nimmt zu.

USDCNY: Yuan profitiert von erwarteter US-Zinssenkung

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
USDCNY	7.13	7.20	7.31	7.26	7.25	7.10	6.95
EURCNY	8.35	7.79	7.57	7.93	8.19	8.17	8.20

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro USD

- Die US-Wirtschaft zeigt sich trotz der Handelsunsicherheiten stabil, während sich Chinas Binnenwirtschaft im Juli und August spürbar eintrübte.
- Eine erwartbare Abkühlung der Auslandsnachfrage wird die chin. Exportwirtschaft in den kommenden Monaten belasten.
- Eine Ausweitung des geopolitischen Konflikts zw. den USA und China würde den Yuan deutlich unter Druck bringen.

Contra USD

- Die Fed dürfte nun mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits im September den nächsten Zinsschritt wagen.
- Trumps angestrebte Entlassung von Fed-Gouverneurin Cook stellt eine neue Eskalationsstufe dar und könnte den Druck auf den Dollar erhöhen.
- Die chinesische Zentralbank (PBoC) betont Notwendigkeit der Wechselkursstabilität und dürfte einer zu starken Abwertung des Yuan entgegenwirken.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURBRL	6,37	6,40	6,80	- Die Notenbank Brasiliens beließ den Leitzins bei 15 % und bestätigte ihren restriktiven Kurs. Wegen der nachlassenden Konjunktur und der leicht sinkenden Inflationsrate erwarten wir bis Jahresende eine Zinslockerung. Bislang profitiert der Real von seinem hohen Zinsvorteil. - Trump droht den BRICS-Staaten mit zusätzlichen 10 % auf die bisherigen US-Zölle von 50 %.
EURHUF	395	420	408	- Das enttäuschende Wirtschaftswachstum in diesem Jahr wird den Druck auf die ungarische Notenbank erhöhen, den Leitzinssatz im Jahresverlauf zu senken. Da die Inflation jedoch langsamer sinkt als erwartet, könnten Zinssenkungen den Forint belasten. - Das hohe Haushaltsdefizit schränkt den Handlungsspielraum vor den Wahlen 2026 deutlich ein.
EURMXN	21,83	23,50	22,50	- Mexikos Zollverhandlungen mit den USA dauern an. Deshalb verlängerten die USA die Zollpause mit Zöllen von 25 % um weitere 90 Tage. Der Peso zeigt sich davon unbeeindruckt. - Die mexikanische Währung profitiert weiterhin von ihrem Zinsvorteil. Auf die Zinssenkung im August könnten weitere Schritte folgen, was den Peso belasten dürfte.
EURPLN	4,26	4,40	4,42	- Die polnische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Juli. Weitere Schritte könnten im Jahresverlauf folgen, was den Renditevorteil des Zloty schmälert und die Währung belastet. - Das Wirtschaftswachstum liegt deutlich über dem Durchschnitt der Eurozone und dürfte 2025 über 3 % erreichen. Auch für 2026 rechnen wir mit Wachstumsvorteilen für Polen.
EURRON	5,07	5,15	5,19	- Die Ratingagentur S&P bestätigte die Bonitätseinschätzung Rumäniens. Dazu beigetragen hat auch das Sparpaket der neuen rumänischen Regierung, das ab August unter anderem eine Erhöhung der Mehrwertsteuer von 19 % auf 21 % vorsieht. - Die Inflation stieg im Juli deutlich auf 7,84 %. Für 2025 erwarten wir daher keine Zinssenkung.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.09.2025, 10:29 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURSEK	11,04	11,00	10,60	- Schwedens Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal deutlich stärker als zunächst angenommen. Die Konjunktur legte gegenüber dem Vorquartal um 0,5 % zu. Der private Konsum profitiert von den Zinssenkungen der Notenbank und stützt damit das Wachstum. - Bislang bremst die Inflationsrate von 3 % im Juli jedoch den Zinssenkungskurs der Notenbank.
EURTRY	47,95	46,80	47,60	- Die türkische Inflationsrate sank im Juli auf 33,52 %. Deshalb rechnen wir mit weiteren Zinssenkungen, welche die Lira weiter unter Abwertungsdruck setzen dürften. - Das Wirtschaftswachstum von 3,2 % aus 2024 wird in diesem Jahr voraussichtlich nicht erreicht. Die Konjunktur leidet unter der straffen Geldpolitik und der Haushaltskonsolidierung.
EURZAR	20,62	20,20	19,60	- Die südafrikanische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Juli um 25 Basispunkte auf 7,00 %. Zugleich stellte sie in Aussicht, das langfristige Inflationsziel von 4,5 % auf 3,0 % zu senken. Dies spricht für einen künftig strafferen Notenbankkurs, von dem der Rand profitieren dürfte. - US-Handelszölle in Höhe von 30 % belasten Südafrikas ohnehin träges Wachstum zusätzlich.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.09.2025, 10:29 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURAUD	1,79	1,70	1,66	- Australiens Notenbank senkte im August den Leitzins um 25 Basispunkte auf 3,60 %. Sie reagierte damit auf die schwache Entwicklung am Arbeitsmarkt. - Zugleich stieg die Inflationsrate im Juli überraschend stark auf 2,8 %. Daher dürfte der Zinssenkungskurs der Notenbank doch etwas langsamer erfolgen als bislang erwartet.
EURCAD	1,61	1,58	1,54	- Kanadas Wirtschaft schrumpfte im Juni um 0,1 % – wie schon in den beiden Vormonaten. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit weiterer Leitzinssenkungen und belastet den Kanadischen Dollar. - Der Zollstreit mit den USA bremst die Exportwirtschaft Kanadas. Die bisherigen Zollverhandlungen verlaufen schleppend; neue Zölle für bestimmte Wirtschaftssektoren drohen.
EURCZK	24,42	24,40	24,20	- Tschechiens Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal um 0,5 %. Für 2025 erwarten wir ein Wachstum von knapp über 2 % – getragen vom anhaltend starken Konsum. - Die Inflationsrate lag im Juli bei 2,7 % und lag damit im Zielkorridor der Notenbank. Daher erwarten wir vorerst keine weiteren Leitzinssenkungen.
EURNOK	11,74	11,20	10,90	- Die Inflation Norwegens stieg im Juli auf 3,3 %. Daher rechnen wir frühestens zum Jahresende mit einer weiteren Zinssenkung der Notenbank – auch aufgrund der schwachen Krone. - Die anhaltende Konjunkturschwäche in Europa, der deutliche Rückgang der norwegischen Industrieproduktion und der niedrige Ölpreis belasten die norwegische Währung zusätzlich.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.09.2025, 10:29 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.79	-0.98	-1.50	-8.86	-6.48	1.84	1.60
BRL	6.35	1.43	0.85	-1.74	0.69	6.70	5.94
GBP	0.87	-0.22	-2.83	-2.87	-4.57	0.87	0.82
CNY	8.35	-0.96	-2.23	-5.71	-9.47	8.44	7.48
JPY	171.86	-0.44	-4.62	-6.35	-5.31	173.31	155.71
CAD	1.61	-1.16	-2.46	-7.17	-7.33	1.62	1.46
NZD	1.98	-2.40	-4.28	-10.79	-6.83	2.00	1.75
NOK	11.76	0.27	-2.22	-1.06	0.00	12.20	11.30
PLN	4.27	0.47	-0.70	0.51	0.28	4.36	4.14
RUB	94.11	1.07	-5.14	8.05	20.76	119.62	89.26
SEK	11.08	0.53	-2.02	2.38	3.26	11.69	10.75
CHF	0.94	-0.52	0.08	0.44	0.34	0.96	0.92
ZAR	20.71	-0.26	-2.43	-5.10	-5.65	21.97	18.57
CZK	24.45	0.70	1.92	2.53	2.97	25.40	24.43
TRY	48.17	-2.94	-7.86	-21.67	-23.98	48.17	35.97
HUF	396.85	0.77	1.88	-0.97	3.66	415.85	392.25
USD	1.17	-1.56	-3.03	-5.42	-11.53	1.18	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	146.83	1.14	-1.64	-0.98	7.04	158.42	140.44
CNY	7.13	0.65	0.77	-0.47	2.36	7.35	7.01

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	7.46	7.66	5.00	5.40	7.56	8.06	4.87	5.32	4.68	5.43	3.78	4.38	2.41	3.56	5.53	7.53	2.78	3.18
2 months	7.48	7.68	5.00	5.40	7.87	8.27	5.03	5.43	4.91	5.76	4.04	4.59	2.48	3.63	5.53	7.43	3.08	3.48
3 months	7.29	7.49	4.97	5.37	7.89	8.24	5.30	5.70	5.28	6.08	4.27	4.77	2.53	3.68	5.59	7.09	3.38	3.68
6 months	7.31	7.46	5.25	5.55	8.36	8.71	5.43	5.78	5.98	6.78	4.64	5.14	2.82	3.72	5.65	7.00	3.86	4.16
9 months	7.32	7.42	5.42	5.72	8.49	8.89	5.57	5.92	6.99	7.69	4.87	5.37	3.00	3.80	5.67	7.02	4.14	4.44
1 year	7.37	7.52	5.56	5.86	8.78	9.18	5.65	6.00	7.00	8.00	5.05	5.55	3.10	3.90	5.65	7.05	4.40	4.70
2 years	7.49	7.69	5.81	6.21	8.97	9.42	6.06	6.26	6.93	8.53	4.93	6.03	2.76	4.31	5.92	7.17	4.74	5.19
3 years	7.57	8.07	5.90	6.70	8.78	9.68	6.22	6.72							6.51	7.31	4.77	5.47
5 years	7.90	8.40	6.18	7.53	9.02	10.07	6.86	7.41									5.21	5.91

Data as of: 09/01/2025 2:34 PM

Brent: OPEC+ sorgt für sehr hohes Überangebot

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
Brent (USD/Barrel)	68.68	79.93	74.74	71.04	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro

- Mögliche US-Sanktionen könnten Angebot verknappen.
- Anhaltende Spannungen im Nahen Osten.
- Niedriges Ölpreisniveau macht Förderung für US-Fracker weniger profitabel. US-Output stagniert.

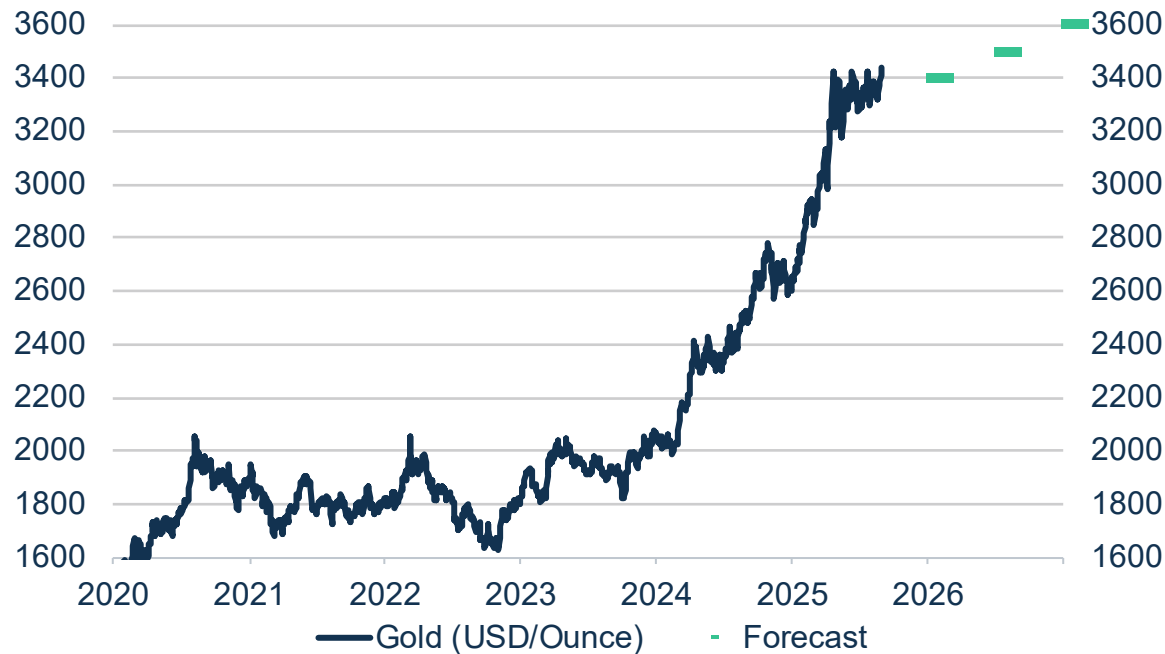
Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt im 2. Halbjahr 2025 bei mehr als 2 mbpd.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Nicht-OPEC-Staaten dürften Förderung 2025 um 1,5 mbpd steigern.
- OPEC+ erhöht Förderquoten von April-Sep. um fast 2,5 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Umschwenken der Fed stützt Preise

Goldpreis & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
Gold (USD/Ounce)	3 441	2 389	2 625	3 071	3 400	3 500	3 600

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 29.08.2025)

Pro

- Fed schwenkt auf Zinssenkungspfad um. Opportunitätskosten der Goldhaltung werden damit deutlich niedriger.
- ETCs bleiben weiter auf der Käuferseite (2025: +300 t).
- Erratische US-Handelspolitik dürfte wirtschaftspolitische Unsicherheit weiter auf hohem Niveau halten. Gold bleibt damit als sicherer Hafen gefragt.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q2/25 um 12 % zu.

Contra

- Gold-Angebot aus Minen und Recycling dürfte auch 2025 weiter steigen.
- Schmucknachfrage fällt in Q2/25 um mehr als 14 %.
- Käufe der Notenbanken bleiben auch in Q2/25 um 45 t oder gut 21 % hinter Q2/24 zurück.

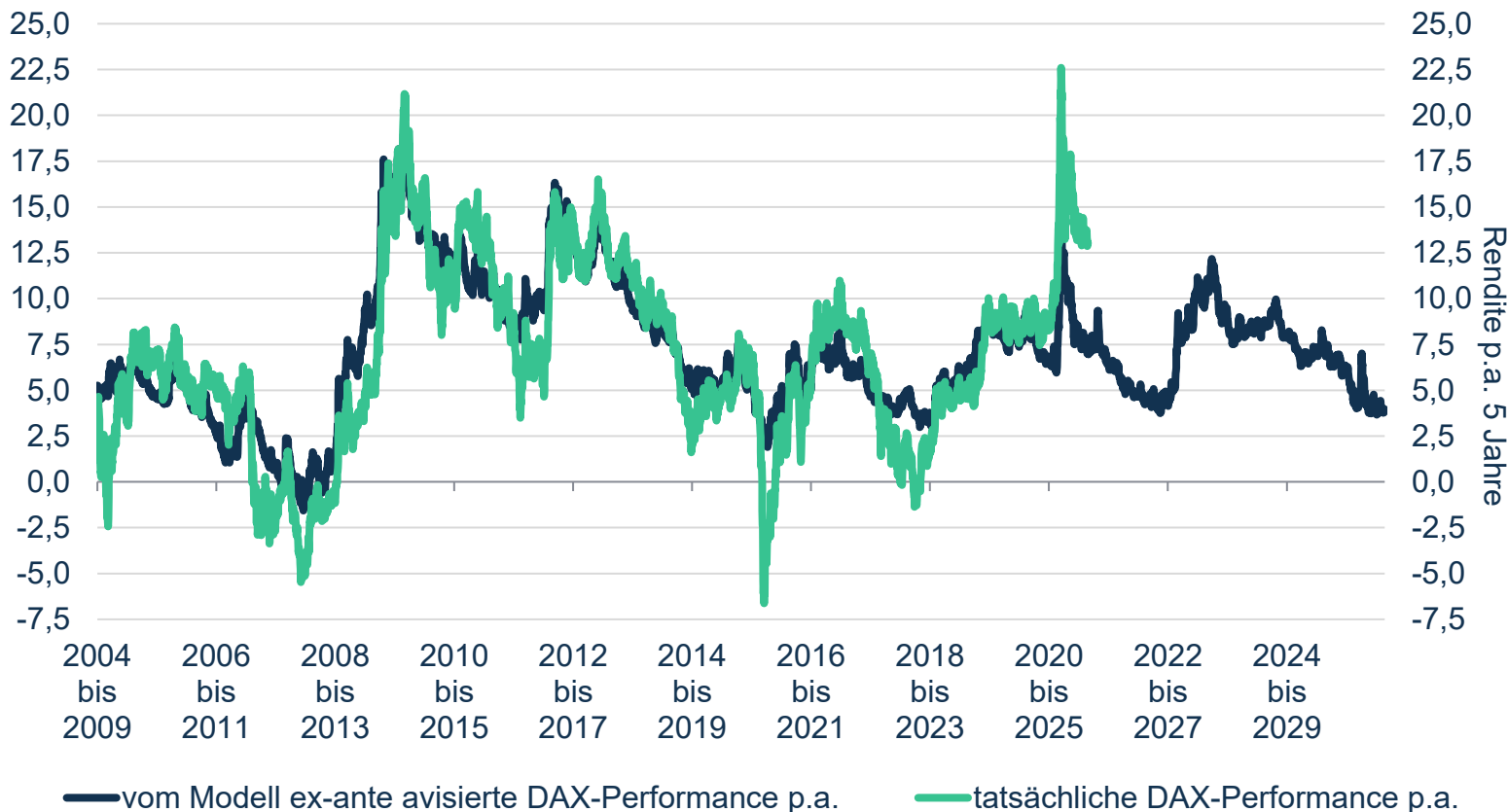
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	68.15	-6.08	6.17	-15.09	-8.82	81.54	61.18
Crude Oil WTI	USD/bbl	64.36	-8.41	4.38	-16.31	-11.15	80.73	58.50
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 441	3.35	3.77	36.36	31.08	3 441	2 480
Silver	USD/oz	38.80	1.82	16.27	31.57	34.23	39.32	28.08
Platinum	USD/oz	1 347	-3.58	23.81	43.15	47.37	1 474	910
Palladium	USD/oz	1 094	-12.20	12.09	14.32	20.35	1 297	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 616	0.38	6.73	6.43	2.51	2 728	2 316
LME Copper	USD/MT	9 902	1.06	3.49	7.12	12.93	10 112	8 613
LME Lead	USD/MT	1 991	-1.26	1.43	-2.19	2.00	2 151	1 842
LME Zinc	USD/MT	2 819	0.50	5.36	-2.05	-5.36	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	35 018	3.93	12.11	8.26	20.41	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 421	0.69	0.29	-9.30	0.61	18 153	14 084

Die vom Fünf-Jahres-Modell avisierte Performance für den DAX fällt klar unterdurchschnittlich aus

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

in Prozent p.a. für die jeweils nächsten fünf Jahre



Quelle: LSEG, LBBW Research



Zwei Einflussfaktoren

1. Dividendenrendite (Ertragskomponente)
2. Marktkapitalisierung in Relation zur Geldmenge M3 (Bewertungskomponente)



Modellavis

Seit mehr als 20 Jahren sehr zuverlässige Prognose der geometrischen DAX-Durchschnitts-Performance

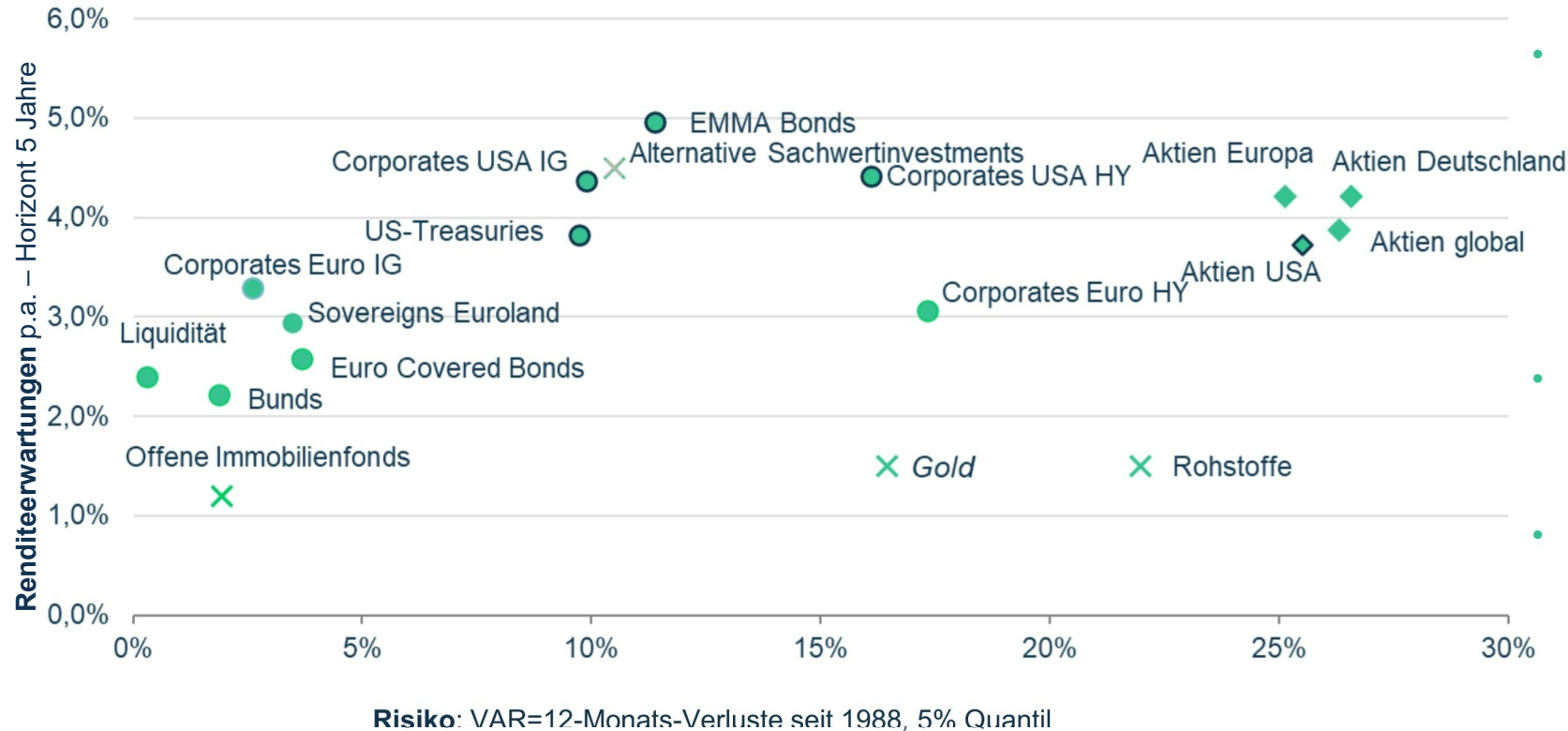
4,0 % p.a. (inkl. Dividenden)

Renditeerwartung

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



- Renditeerwartungen Bonds:
Basis: Aktuelle Rendite der jeweiligen Bond-Indizes. Im Falle von High Yield und Emerging Markets wurden diese bereinigt um historisch plausible Annahmen zu Ausfällen und Recovery Raten. Weitere Prämisse: konstante Zinsstrukturkurve.
- Renditeerwartungen Aktien:
Kombination aus Fünfjahresmodell DAX sowie langfristiger Aktienrisikoprämien.
- Währungsbetrachtung:
In der Risikobetrachtung wurden ungehedgte Portfolios aus Sicht des Euro-Investors gemessen. Gleiches gilt für die Renditeannahmen, die unter der Annahme konstanter Wechselkursrelationen erfolgen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 26.08.2025. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
01.09.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,88	1,91	2,01	2,12	2,23	2,34	2,45	2,56	2,66	2,76	3,14	3,28	3,33	3,42
France	1,99	2,11	2,31	2,53	2,74	2,94	3,13	3,30	3,46	3,60	4,07	4,30	4,49	4,70
Italy	2,03	2,14	2,34	2,55	2,77	2,98	3,17	3,35	3,51	3,66	4,21	4,49	4,69	4,88
Spain	1,99	2,05	2,22	2,41	2,59	2,77	2,93	3,09	3,24	3,38	3,91	4,14	4,29	4,40
Netherlands	1,95	2,00	2,10	2,23	2,37	2,50	2,63	2,75	2,85	2,95	3,31	3,50	3,59	3,61
Austria	1,92	2,03	2,18	2,34	2,49	2,64	2,78	2,90	3,02	3,13	3,51	3,71	3,84	3,95
Belgium	2,00	2,07	2,22	2,40	2,58	2,76	2,93	3,09	3,23	3,36	3,88	4,25	4,47	4,57
Ireland	1,91	1,92	2,06	2,28	2,53	2,75	2,93	3,06	3,15	3,21	3,40	3,65		
Portugal	1,99	2,00	2,10	2,26	2,44	2,63	2,81	2,98	3,14	3,29	3,81	4,10	4,25	4,34
Finland	1,96	2,02	2,16	2,33	2,49	2,65	2,80	2,94	3,06	3,17	3,55	3,74	3,85	3,98
EUR Swap in %	2,06	2,06	2,15	2,23	2,31	2,39	2,46	2,54	2,60	2,66	2,87	2,94	2,93	2,92

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
01.09.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,74	2,18	2,44	2,62	2,76	2,87	2,97	3,06	3,13	3,20
AA-	1,74	2,20	2,48	2,67	2,82	2,94	3,04	3,13	3,21	3,28
A+	1,80	2,28	2,56	2,76	2,91	3,04	3,14	3,23	3,32	3,39
A	1,84	2,32	2,61	2,81	2,96	3,09	3,19	3,29	3,37	3,44
A-	1,88	2,37	2,64	2,84	2,99	3,11	3,21	3,30	3,38	3,45
BBB+	1,89	2,40	2,69	2,90	3,06	3,19	3,31	3,40	3,49	3,57
BBB	2,01	2,51	2,81	3,02	3,18	3,31	3,42	3,52	3,60	3,68
BBB-	2,33	2,82	3,10	3,30	3,46	3,59	3,69	3,79	3,87	3,94
BB+	2,64	3,17	3,47	3,69	3,86	4,00	4,11	4,22	4,30	4,38
BB	2,99	3,74	4,18	4,49	4,73	4,93	5,10	5,24	5,37	5,48
BB-	3,51	4,35	4,84	5,19	5,47	5,69	5,87	6,04	6,18	6,31
B+	3,42	4,31	4,83	5,20	5,49	5,73	5,93	6,10	6,25	6,38
B	4,52	5,12	5,47	5,72	5,91	6,07	6,20	6,32	6,42	6,51
B-	5,09	5,62	5,92	6,14	6,31	6,45	6,57	6,67	6,76	6,84
EUR Swap in %	2,06	2,06	2,15	2,23	2,31	2,39	2,46	2,54	2,60	2,66

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
01.09.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,07	2,36	2,53	2,66	2,75	2,83	2,89	2,95	3,00	3,04
AA-	2,09	2,40	2,59	2,72	2,82	2,90	2,97	3,03	3,09	3,13
A+	2,02	2,41	2,64	2,80	2,92	3,03	3,11	3,19	3,25	3,31
A	2,06	2,43	2,64	2,79	2,91	3,01	3,09	3,16	3,22	3,28
A-	2,19	2,52	2,71	2,85	2,96	3,05	3,12	3,18	3,24	3,29
BBB+	2,19	2,57	2,79	2,95	3,08	3,18	3,26	3,34	3,40	3,46
BBB	2,21	2,64	2,89	3,07	3,21	3,32	3,42	3,50	3,58	3,64
BBB-	2,35	2,74	2,97	3,14	3,27	3,37	3,46	3,54	3,60	3,66
EUR Swap in %	2,06	2,06	2,15	2,23	2,31	2,39	2,46	2,54	2,60	2,66

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
01.09.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,10	2,19	2,30	2,45	2,62	2,72	2,86		2,95		
AT	2,13	2,28	2,40	2,55	2,64	2,80	2,84	3,01	2,96	3,16	
BE	2,14	2,21	2,40	2,55	2,62	2,76	2,88		3,08		
CA	2,22	2,20	2,41	2,48	2,66	2,73	2,82	2,88	3,11		3,14
DK	2,32	2,26	2,53	2,53	2,51	2,91					
FI	2,14	2,21	2,38	2,52	2,66		2,88		2,93	3,07	3,36
FR	2,09	2,21	2,37	2,52	2,66	2,82	2,93	3,05	3,12	3,25	3,30
DE	2,12	2,18	2,31	2,45	2,57	2,67	2,76	2,87	2,96	3,04	3,17
GR											
IE											
IT	2,16	2,32	2,51	2,63	2,69	2,88	3,03	3,12	3,23		3,41
LU					2,58						
NL	2,11	2,21	2,33	2,50	2,64	2,75	2,92	2,87	2,96	3,27	
NZ		2,12	2,66		2,56	2,76					
NO	2,18	2,25	2,40	2,58	2,58	2,70	2,86		3,09		
PL											
PT	2,08	2,29	2,39		2,68	2,72				3,19	
SG			2,41	2,53	2,67	2,78			2,98	3,04	
ES	2,09	2,20	2,37	2,51	2,58	2,73	2,86	3,00	3,04		3,29
SE	2,10	2,26	2,36	2,65	2,54	2,72	2,85				
CH		2,26		2,54	2,66	2,80					
UK	2,19	2,22	2,31	2,49	2,71	2,74	2,88	2,86		3,26	3,10
JP			2,35	2,55	2,69	2,84					3,29
KR	2,08	2,21	2,34	2,58	2,64				3,02		
SK	2,36	2,40	2,50	2,63	2,62	2,89					
EUR Swap in %	2,06	2,06	2,15	2,23	2,31	2,39	2,46	2,54	2,60	2,66	2,72

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein, Hong Kong, Korea, Republic China (Taiwan), Singapore und dem Vereinigten Königreich.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemann-straße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

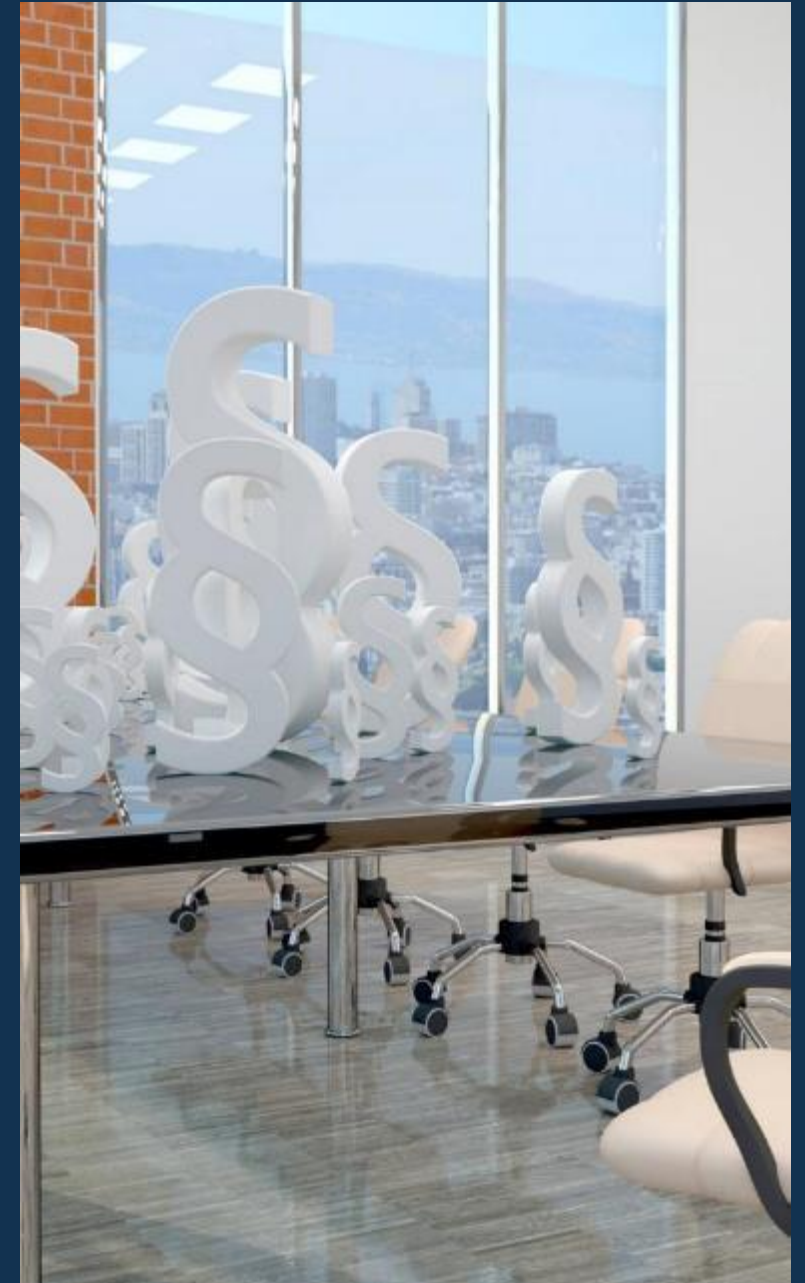
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

„Die hierin enthaltenen Inhalte und Informationen wurden weder von der Securities and Futures Commission noch von einer anderen Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft oder genehmigt.

Nichts in dieser Publikation stellt eine Einladung, Werbung oder ein anderes Dokument dar, welches (a) eine Aufforderung enthält oder darstellt, ein Angebot einzugehen oder abzugeben, um (i) einen Vertrag über den Erwerb, die Veräußerung, die Zeichnung oder die Übernahme von Wertpapieren abzuschließen, oder (ii) einen regulierten Investitionsvertrag oder einen Vertrag über den Erwerb, die Veräußerung, die Zeichnung oder die Übernahme eines anderen strukturierten Produkts abzuschließen; oder (b) ein Interesse an einem gemeinsamen Anlageprogramm zu erwerben oder daran teilzunehmen, bzw. ein Angebot für einen solchen Erwerb oder eine solche Teilnahme abzugeben.

Darüber hinaus enthält oder stellt diese Publikation in keinsten Weise einen „Prospekt“ im Sinne von Abschnitt 2(1) des Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Kapitel 32 der Gesetze von Hongkong) dar.

Die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) ist nicht lizenziert, um in Hongkong regulierte Tätigkeiten durchzuführen.“



Disclaimer

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Singapur:

Dieser Bericht, der von der LBBW erstellt wurde, ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Er berücksichtigt weder die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation noch die besonderen Bedürfnisse einer einzelnen Person. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, Ihre finanzielle Situation und Ihre persönlichen Bedürfnisse berücksichtigen, bevor Sie sich zu einem Geschäft verpflichten. Dazu gehört auch, einen unabhängigen Finanzberater hinsichtlich der Eignung der Anlage zu konsultieren. Es wird keine Garantie oder Gewährleistung für die Genauigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen übernommen. Folglich handelt jede Person, die nach diesen Informationen handelt, ausschließlich auf eigenes Risiko.

Dieser Bericht stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit Finanzinstrumenten dar. Jegliche geäußerten Ansichten und Meinungen können ohne vorherige Mitteilung geändert werden.

Die hierin enthaltenen Inhalte und Informationen wurden weder von der Monetary Authority of Singapore noch von einer anderen Regulierungsbehörde in Singapur geprüft oder genehmigt.

Nichts in dieser Publikation enthält oder stellt eine Einladung, Werbung oder ein anderes Dokument dar, das eine Aufforderung darstellt oder enthält, ein Angebot einzugehen, um einen Vertrag über den Erwerb, die Veräußerung, die Zeichnung oder den Abschluss eines Geschäfts mit Anlageprodukten (wie im Financial Advisers Act 2001 definiert) abzuschließen.

Darüber hinaus enthält oder stellt diese Publikation keinesfalls einen „Prospekt“ im Sinne des Securities and Futures Act 2001 dar.

Die Informationen werden in Singapur von der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) bereitgestellt, die als „Exempt Financial Adviser“ gemäß dem Financial Advisers Act 2001 definiert ist und der Regulierung durch die Monetary Authority of Singapore unterliegt. Sie sind nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch Personen oder Institutionen in Ländern oder Jurisdiktionen bestimmt, in denen eine solche Verbreitung oder Nutzung gegen geltendes Recht oder Vorschriften verstoßen würde.“

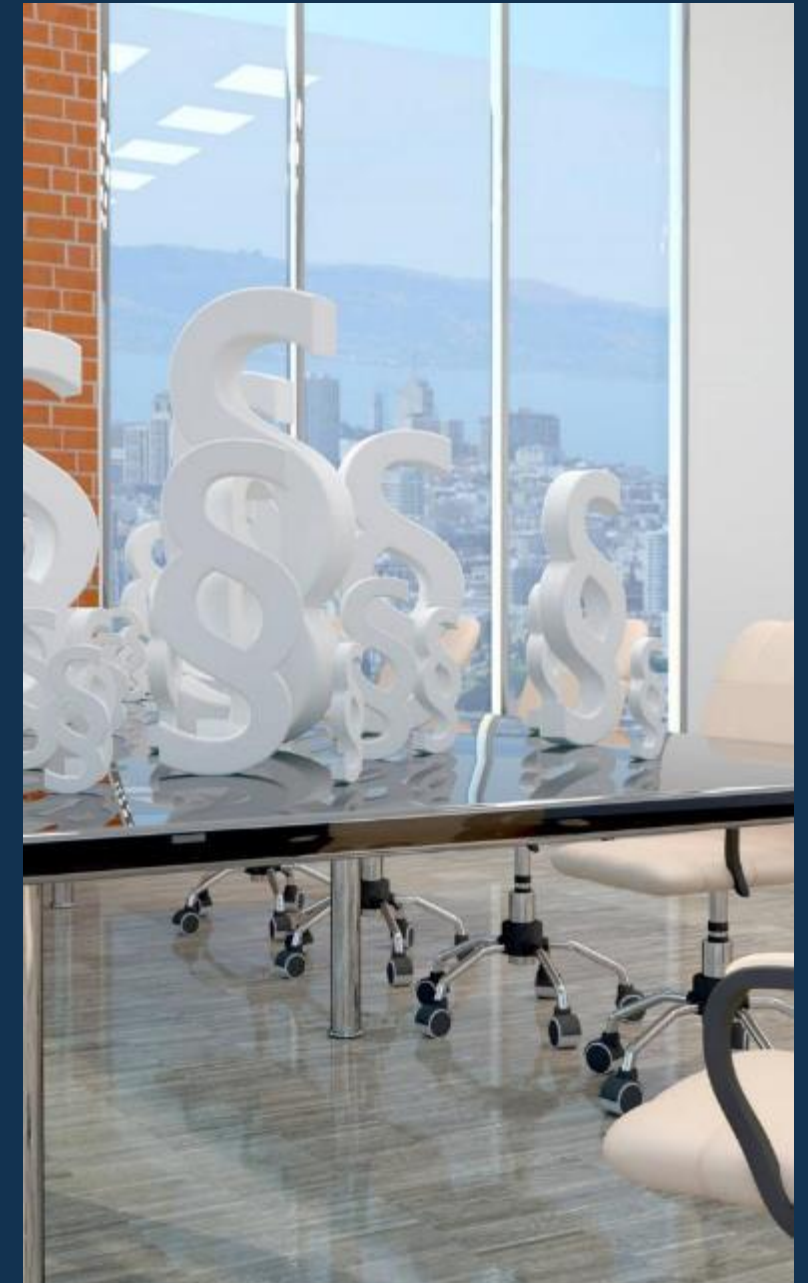
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

Dieser Bericht wird Ihnen zur Verfügung gestellt und sollte keinesfalls dahingehend ausgelegt werden, dass die LBBW (oder eine ihrer verbundenen Unternehmen) in der Republik Korea (Korea) eine Anlage vermittelt, Finanzanlageprodukte zum Verkauf anbietet oder ein öffentliches Angebot für Wertpapiere durchführt.

Die LBBW gibt keine Zusicherung hinsichtlich der Berechtigung der Empfänger dieses Berichts zum Erwerb von Finanzanlageprodukten gemäß den Gesetzen Koreas, einschließlich, aber nicht beschränkt auf das Devisentransaktionsgesetz (Foreign Exchange Transaction Act) und die dazu erlassenen Regeln und Vorschriften.

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Republic China (Taiwan):

Dieser Bericht kann Empfängern in Republic China (Taiwan) von außerhalb der Republic China (Taiwan) zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch weder innerhalb der Republic China (Taiwan) verbreitet noch weiterverbreitet werden. Er stellt keine Empfehlung von Wertpapieren in Republic China (Taiwan) dar und darf auch nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.



Disclaimer

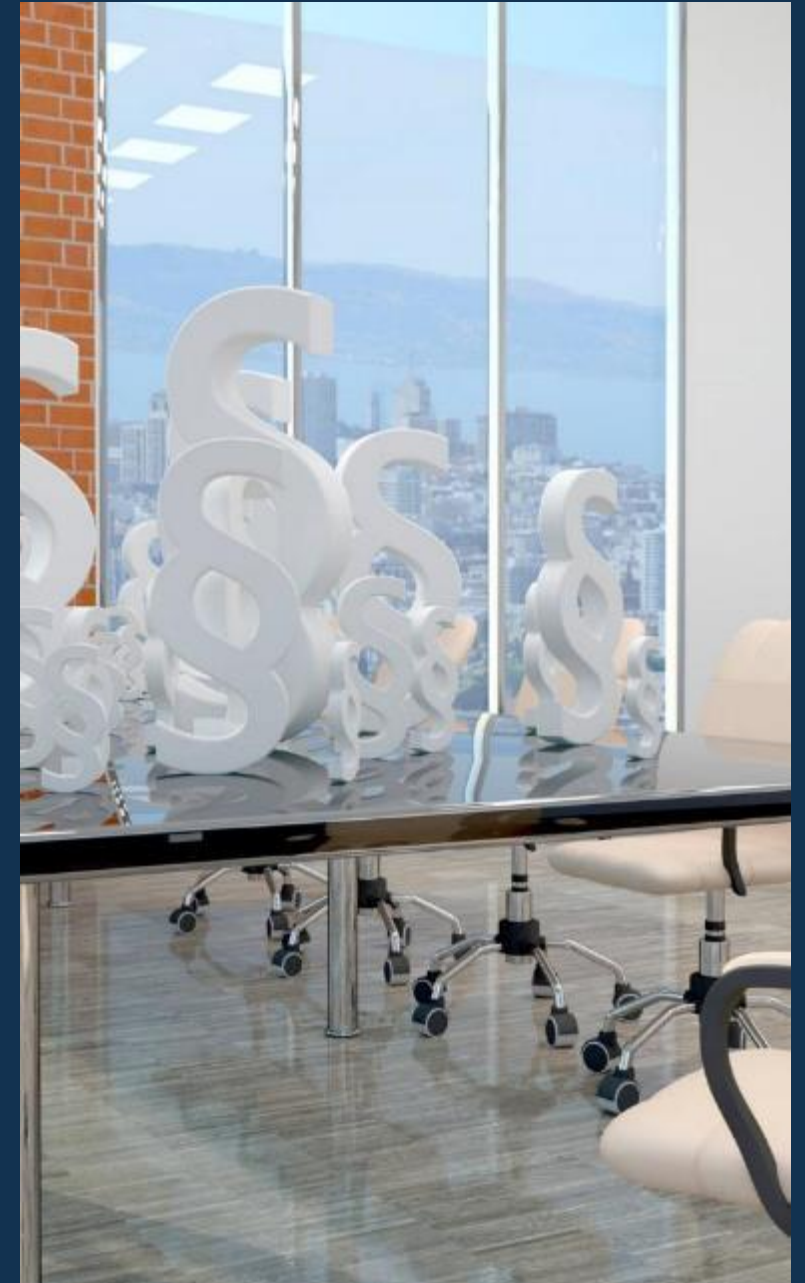
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

LBBW ist autorisiert und wird reguliert von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main (Deutschland) sowie von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn (Deutschland) und Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Deutschland). Zudem ist die LBBW durch die Prudential Regulation Authority (PRA) autorisiert und unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) sowie einer eingeschränkten Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Details zum Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

Diese Publikation wird ausschließlich an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien durch die LBBW verteilt und nicht an Privatkunden. Im Sinne dieser Regelung bezeichnet „Privatkunde“ eine Person, die eine oder mehrere der folgenden Voraussetzungen erfüllt: (i) ein Kunde im Sinne von Punkt (7) des Artikels 2(1) der UK-Version der Verordnung (EU) 600/2014, die durch den European Union (Withdrawal) Act 2018 (EUWA) Teil des UK-Rechts ist (UK MiFIR), der kein professioneller Kunde im Sinne von Punkt (8) des Artikels 2(1) der UK MiFIR ist; oder (ii) ein Kunde im Sinne der Bestimmungen des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA, in der jeweils aktuellen Fassung) sowie der darunter erlassenen Regeln und Verordnungen (die bis zum 31. Dezember 2020 – dem Tag des Endes der Übergangsperiode – zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/97 über den Versicherungsvertrieb galten), wobei dieser Kunde kein professioneller Kunde im Sinne von Punkt (8) des Artikels 2(1) der UK MiFIR wäre; oder (iii) kein qualifizierter Anleger im Sinne der UK-Version der Verordnung (EU) 2017/1129 über den Prospekt, der bei einem öffentlichen Angebot von oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, die durch den EUWA Teil des UK-Rechts geworden ist (UK Prospektverordnung).

Diese Publikation wurde von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Sie spiegelt die Ansichten der LBBW wider und bietet keine objektive oder unabhängige Sicht auf die behandelten Themen. Die Publikation sowie die darin geäußerten Ansichten stellen weder eine persönliche Empfehlung noch Anlageberatung dar und sollten nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Die Eignung einer bestimmten Anlage oder Strategie hängt von den individuellen Umständen des Anlegers ab. Sie sollten eigenständig prüfen, ob die in dieser Publikation enthaltenen Informationen für Sie von Relevanz und hinreichend sind, sowie weitere Erkundigungen einholen, einschließlich der Einholung unabhängiger Finanzberatung, bevor Sie an einer Transaktion in Bezug auf die in dieser Publikation genannten Finanzinstrumente teilnehmen.

Unter keinen Umständen dürfen die in dieser Publikation enthaltenen Informationen als Angebot zum Verkauf oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf eines bestimmten Investments oder Wertpapiers verwendet oder betrachtet werden. Weder die LBBW noch eines ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen, noch ihre Geschäftsführer, Mitarbeiter, Berater oder Beauftragten übernehmen Verantwortung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen (oder dafür, ob Informationen in der Publikation ausgelassen wurden) oder anderer relevanter Informationen, unabhängig davon, ob diese schriftlich, mündlich, in visueller oder elektronischer Form übermittelt oder zugänglich gemacht wurden. Ebenso haftet LBBW nicht für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder anderweitig im Zusammenhang damit ergeben.



Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen, Aussagen und Meinungen stellen keine öffentliche Aufforderung dar und sind auch nicht Teil einer solchen. LBBW übernimmt keine Verantwortung für Tatsachen, Empfehlungen, Meinungen oder Ratschläge, die in einer solchen Publikation enthalten sind, und lehnt ausdrücklich jegliche Verantwortung für Entscheidungen oder die Eignung eines Wertpapiers oder einer Transaktion ab, die darauf basieren. Entscheidungen, die ein professioneller Kunde oder eine geeignete Gegenpartei trifft, um ein Wertpapier zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten, beruhen ausschließlich auf deren eigenen Überlegungen und werden in keiner Weise von LBBW unterstützt, beeinflusst oder dieser zugeschrieben.

Die LBBW erbringt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung. Bevor Sie eine Transaktion auf Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen eingehen, sollten Sie in Zusammenarbeit mit Ihren eigenen Anlage-, Rechts-, Steuer-, Regulierungs- und Buchhaltungsberatern die wirtschaftlichen Risiken und Vorteile sowie die rechtlichen, steuerlichen, regulatorischen und buchhalterischen Eigenschaften und Konsequenzen der Transaktion ermitteln.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebs Händler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Erstellt am: 03.09.2025 13:10

