

Bereit für Neues

LBΞBW

Kapitalmarktkompass Januar

Die wichtigsten Herausforderungen 2025

08.01.2025 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 08.01.2025 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: **2742 800 6447#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565001#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=mb75beba9e60eb496c9b70488f489478>

Event-Kennnummer: **2742 800 6447**

Event-Passwort: **KMK-01** (565001 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“.

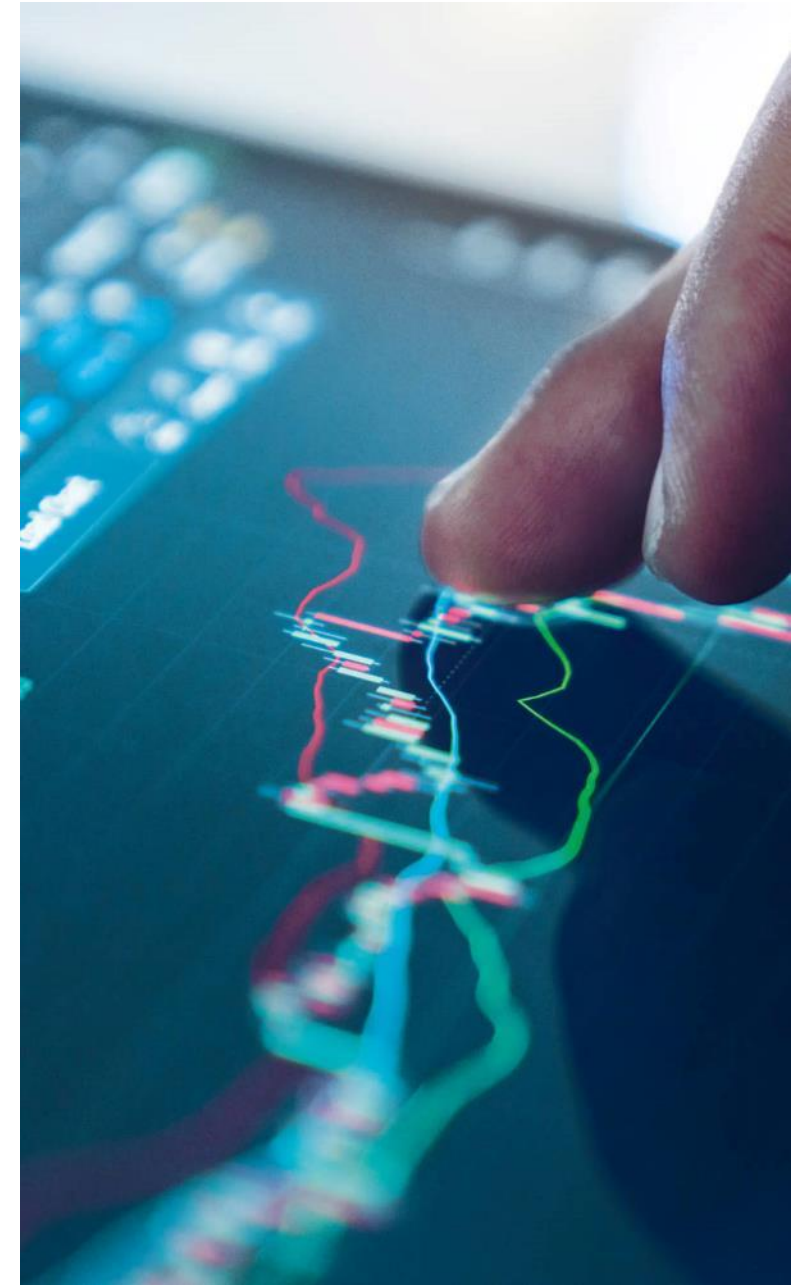
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- **Mittwoch**, 08.01.2025 14h
- Dienstag, 21.01.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.02.2025 14h
- Dienstag, 18.02.2025 14h – KMK-Update
- **Mittwoch**, 05.03.2025 14h
- Dienstag, 18.03.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.04.2025 14h
- Dienstag, 15.04.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.05.2025 14h
- Dienstag, 20.05.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 03.06.2025 14h
- Dienstag, 17.06.2025 14h – KMK-Update

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Makro: „Amerika, Du hast es besser ...“	12
03	Zinsen: Schwieriger Start ins Jahr 2025	25
04	Credits: 2024 wie erwartet mit guter Performance	37
05	Aktien: Mit Gewinn-Optimismus ins neue Jahr	43
06	Prognosen und Asset Allokation: Renten und US-Assets bevorzugen	53
07	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	63



01

Vorwort und Einleitung

Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
+49 (0) 711 – 127 – 76 580
rolf.schaeffer@LBBW.de



Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

**»Deutschland ist
bequem geworden.«**

Willkommen im Jahr 2025! Das 21. Jahrhundert feiert sein silbernes Jubiläum. Wie es gealtert ist, werden eines Tages Historiker entscheiden. Ökonomisch stand es bislang eindeutig im Zeichen der Globalisierung. Deutschland hat sehr profitiert. Nun wendet sich das Blatt. Das Land braucht neue Ideen und Produkte. Es trifft sich daher gut, dass Neuwahlen vor der Tür stehen. Dabei ist die Politik nur ein Symptom. Wir sind über den eigenen Erfolg bequem geworden. Nun bleibt der Erfolg aus. Höchste Zeit, die eigene Beweglichkeit neu zu trainieren. Klingt wie ein Vorsatz für das neue Jahr, ist aber zwingend. Beine machen werden uns jetzt Donald Trump, China und die Zwänge der Demografie – mindestens.

Die wichtigsten Termine 2025

1. Quartal			2. Quartal			3. Quartal			4. Quartal		
Januar	Februar	März	April	Mai	Juni	Juli	August	September	Oktober	November	Dezember
20.1.	Amtseinführung Donald Trump										
20.-24.1.	World Economic Forum										
29.1.	Erster FOMC-Zinsentscheid 2025**										
30.1.	Erster EZB-Zinsentscheid 2025*										
	14.16.2.	Münchner Sicherheitskonferenz									
	23.2.	Vorgezogene Bundestagswahl									
		2.3.	Bürgerschaftswahlen in Hamburg								
		20./21.3.	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs***								
			18.5.	Präsidentchaftswahlen in Polen							
					Juni	G7-Gipfel in Kanada					
						24.-26.6.	NATO-Gipfel in Den Haag				
							2.-27.7.	UEFA Fußball-EM der Frauen in der Schweiz			
								Okt.	Parlamentswahlen in Tschechien		
								Okt.	IWF-Jahrestagung		
								bis Okt.	Parlamentswahlen in Kanada		
									G20-Gipfel in Kapstadt	16./17.11.	

* Weitere Termine: 6.3., 17.4., 5.6., 24.7., 11.9., 30.10., 18.12.

** Weitere Termine: 19.3., 7.5., 18.6., 30.7., 17.9., 19.10., 10.12.

***Weitere Gipfel-Termine im Juni, Oktober und Dezember

Quellen: Wikipedia, Notenbanken, LBBW Research

Die wichtigsten Termine im Januar

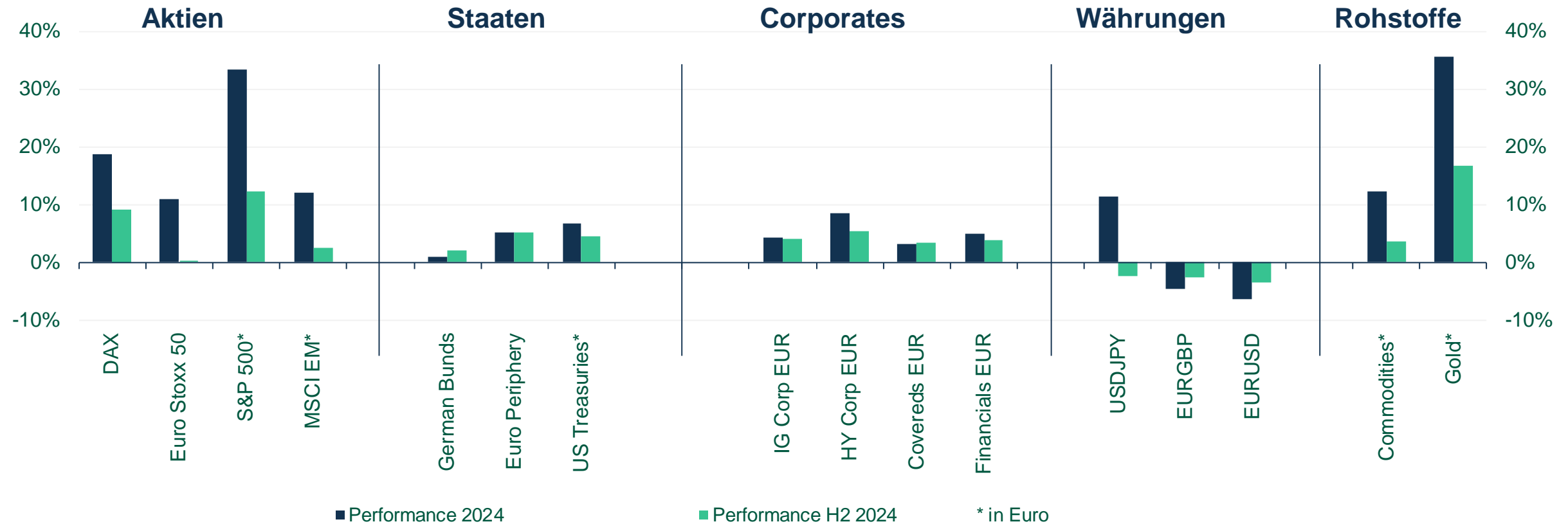
KW1					KW2							KW3							KW4							KW5						
Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31		
						7.1.	EWU-Inflation Dezember																									
									10.1.	US-Arbeitsmarktbericht Dezember																						
														15.1.	Beginn US-Unternehmensberichtssaison Q4 2024																	
														15.1.	US-Inflation Dezember																	
																			20.1.	USA: Amtseinführung Donald Trump als 47. Präsident												
																			20.1.	Ecofin-Treffen												
																			KW4	World Economic Forum in Davos												
																												27.1.	ifo-Geschäftsklima Januar			
																														Fed-Zinsentscheid	29.1.	
																														EZB-Zinsentscheid	30.1.	
																														BIP USA Q4 2024	30.1.	
																														BIP DE/EWU Q4 2024	30.1.	

- Die EZB dürfte ihren Einlagesatz um weitere 25 Bp senken, der insgesamt fünfte Schritt seit Juni 2024.
- Die Fed legt auf ihrer ersten Sitzung des Jahres wahrscheinlich eine Pause ein. Besonders im Fokus stehen die Inflationsdaten.
- Die Amtseinführung Donald Trumps ist das wichtigste politische Ereignis zum Start ins Jahr 2025.
- Die US-Wirtschaft dürfte im vierten Quartal ihr robustes Wachstum fortgesetzt haben, während in Deutschland Stagnation herrscht.

Performance 2024 – Ein erfolgreiches Börsenjahr

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

Herausforderungen 2025



- **Anhaltende Wachstumsschwäche** und zunehmende Risiken für den Arbeitsmarkt.
- **Bundestagswahl: Bildung einer handlungsfähigen Regierung** mit klarem Fokus auf der Wirtschaft sowie auf der inneren und äußeren Sicherheit.
- **Notwendigkeit von Reformen** zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Förderung des Wirtschaftswachstums (u.a. Investitionen in Infrastruktur, Förderung des Wohnungsbaus, Reform der Schuldenbremse, Bürokratieabbau, Renaissance der Leistungsbereitschaft,...).
- Vergleichsweise **hohe Energiekosten**. Die Energiepolitik steckt in einer Sackgasse.
- **Eindämmung von irregulärer Migration und Missbrauch der Sozialsysteme** bei gleichzeitiger Förderung der Zuwanderung von Fachkräften.



- **Neue US-Politik:** Einsatz von Zöllen als Mittel der Handelspolitik; Fed lockert Geldpolitik nur noch verhalten; Dollar dürfte weiter zulegen; China wirtschaftlicher und geopolitischer Gegner Nr. 1 der USA; Bündnistreue ggü. NATO mit Fragezeichen; Imperialistische Töne (Grönland, Kanada und Panamakanal).
- **Russland-Ukraine-Krieg:** Waffenstillstand gegen De-facto-Anerkennung russischer Annexionen; hybride Angriffe Russlands auf Deutschland / Europa.
- **Frankreich:** Ausufernde Staatsverschuldung; Regierung ohne Parlamentsmehrheit.
- **China:** Wirtschaft benötigt Impulse; Spannungen mit den USA nehmen zu.
- **Geopolitische Krisenherde:** Konflikte China-Taiwan und Nahost.
- **Hohe Bewertung an den Aktienmärkten** (Überspekulation bei KI-affinen Titeln).



Credit Kompakt: „Aus dreien wird eine!“ Möglichkeit des White-Labelings geschaffen.



Auf Basis konstruktiven Feedbacks zu unseren Research-Publikationen haben wir unser Konzept rund um unsere vielfältigen „Update-Publikationen“ noch übersichtlicher und kompakter gestaltet. Das neue Format bietet auch die Möglichkeit eines „White Labelings“ im Kundenlayout.

Damit Sie zukünftig wie gewohnt automatisiert die neu gestaltete „Credit Kompakt“ per Mail erhalten, bitten wir Sie, Ihr bestehendes Publikations-Abo auf LBBW Markets zu überprüfen und gegebenenfalls auf das neue Format „Credit Kompakt“ anzupassen.

Bitte das Abonnement auf [LBBW Markets](#) anpassen!

Credit Kompakt

Inhalt

- Regelmäßige Publikation zu Emittenten festverzinslicher Wertpapiere aus allen durch LBBW Research analysierten Segmenten: Corporates, Financials, SSAs.
- Analyse und Kommentierung aktueller Ereignisse wie Quartalszahlen, Ratingveränderungen, Unternehmensmeldungen (z.B. M&A-Transaktionen, Strategietage) sowie Kapitalmarktnachrichten.
- Empfehlung für einen bestimmten Namen, die betroffenen Bonds und den entsprechenden CDS, inklusive Einordnung in die Branchenstrategie.
- Darstellung der Garantie- / Unterstützungsmechanismen.

Umfang / Turnus

- 2 Seiten / anlassbezogen (mindestens halbjährlich)

Adressatenkreis

- Breiter institutioneller Kundenkreis; Fokus: KAGs, Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Asset Manager, Banken und Sparkassen Depot A; ebenso für UK / Large Corporates der betroffenen Unternehmen.

Kundennutzen

- Analyse, Marktmeinung und konkrete Handlungsempfehlung zu Einzelwerten; Unterstützung des Risikomanagements für die Anforderungen der Versicherungsaufsicht.



LBBW Research | Corporates

Vonovia

• Wachstum & Profitabilität im Fokus
• Positiver Ausblick für 2025

Credit Recommendation
Additional Investment

Credit View

Wie erwartet fielen die Bewertungsanpassungen in H1 mit 1,4% I-I noch sehr gering aus. Für die zweite Jahreshälfte gehen wir daher von keinen weiteren Anpassungen mehr aus. Vonovia selbst erwartet spätestens ab 2025 von der bisherigen 'Liquidität vor Rentabilität' Strategie wieder auf eine Wachstumsstrategie umzuschwenken. Trotz geringer Abwertung des Portfolios stieg der LTV zum Halbjahr weiter auf 49,2% (47,3% per 31.12) bzw. auf pro-forma Basis nach Verkäufen auf 47,2% (46,7% per 31.12) an. Dank der erwarteten Stabilisierung sollte der Druck auf den LTV in den kommenden Quartalen aber nachlassen. Daher legt Vonovia den Fokus verstärkt auf ICR und NetDebt EBITDA. Auf Basis des stabilen Cash-Flows wie auch der guten Kreditkennzahlen sehen wir derzeit wenig Druck auf das aktuelle Rating. Auf Basis der pro-forma EITide aus Verkäufen betrug die Cashposition rund 4 Mrd. EUR und deckt Fälligkeiten bis Q3/25 ab. Die Anleihen von Vonovia haben seit Jahresbeginn im Zuge eines verbesserten Risikosegments gegenüber der Branche insgesamt sehr gut performt und notieren auf dem Niveau der BBB+ Marktkurve. Wir empfehlen die längeren Laufzeiten zum Kauf.

Rating	Moody's	Baa1	/ STABLE
LT-Rating	BBB+		/ STABLE
ST-Rating	-		-

Quelle: Moody's, ICR

Stärken

- Führender Wohnimmobilienanbieter in Europa mit Großvertrieben
- Bihenges Niedrigzinsumfeld begünstigt Immobilienbranche mittelfristig noch weiter
- Sehr stabiler Gesamtmarkt mit Nachfrageüberhang in vielen Regionen

Schwächen

- Hohe Zinssensitivität wegen hohem Refinanzierungsvolumen. Zinsanstieg belastet stark
- Hohe Investitionen wegen stärkerem Klimaschutz notwendig, werden aber durch Baukosten limitiert
- Stimmung gegenüber Immobilienunternehmen verbessert sich zwar, bleibt aber verhalten

Autor:
Gasp. Marcel
Senior Investment Analyst
+49 711 127-7000
Marcel.A.Gasp@LBBW.de

BRITITELT AN WIRTSCHAFTS-DATEN
BITTE BEACHTEN SIE DIESZUSAMMEN UND WICHTIGE OFFENLEGUNGSVEREINBARUNGEN IM ANFENGE

02

Makro:
„Amerika,
Du hast es
besser ...“

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

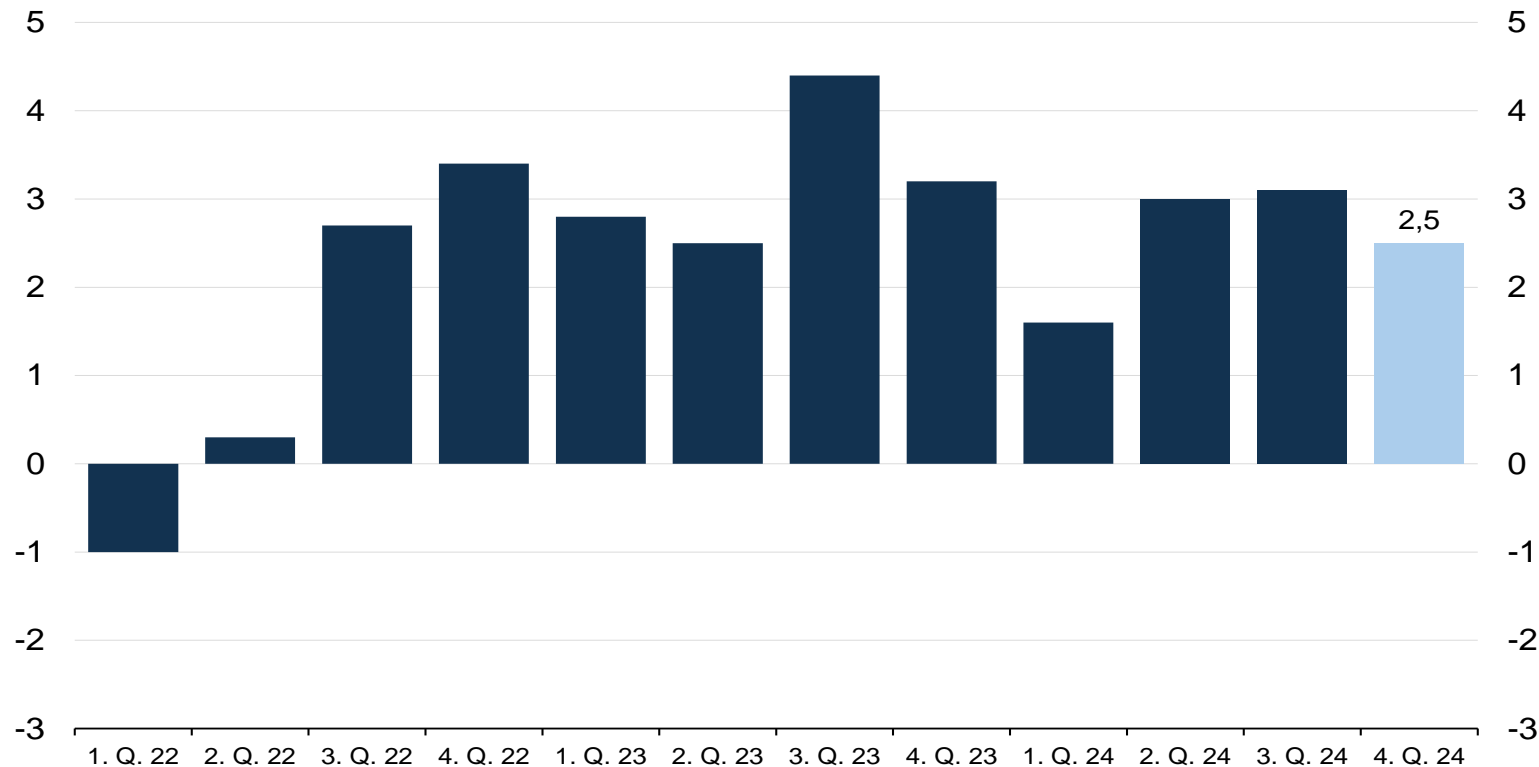
Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

US-Wirtschaft startet mit viel Schwung in das Jahr 2025

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresraten, in %

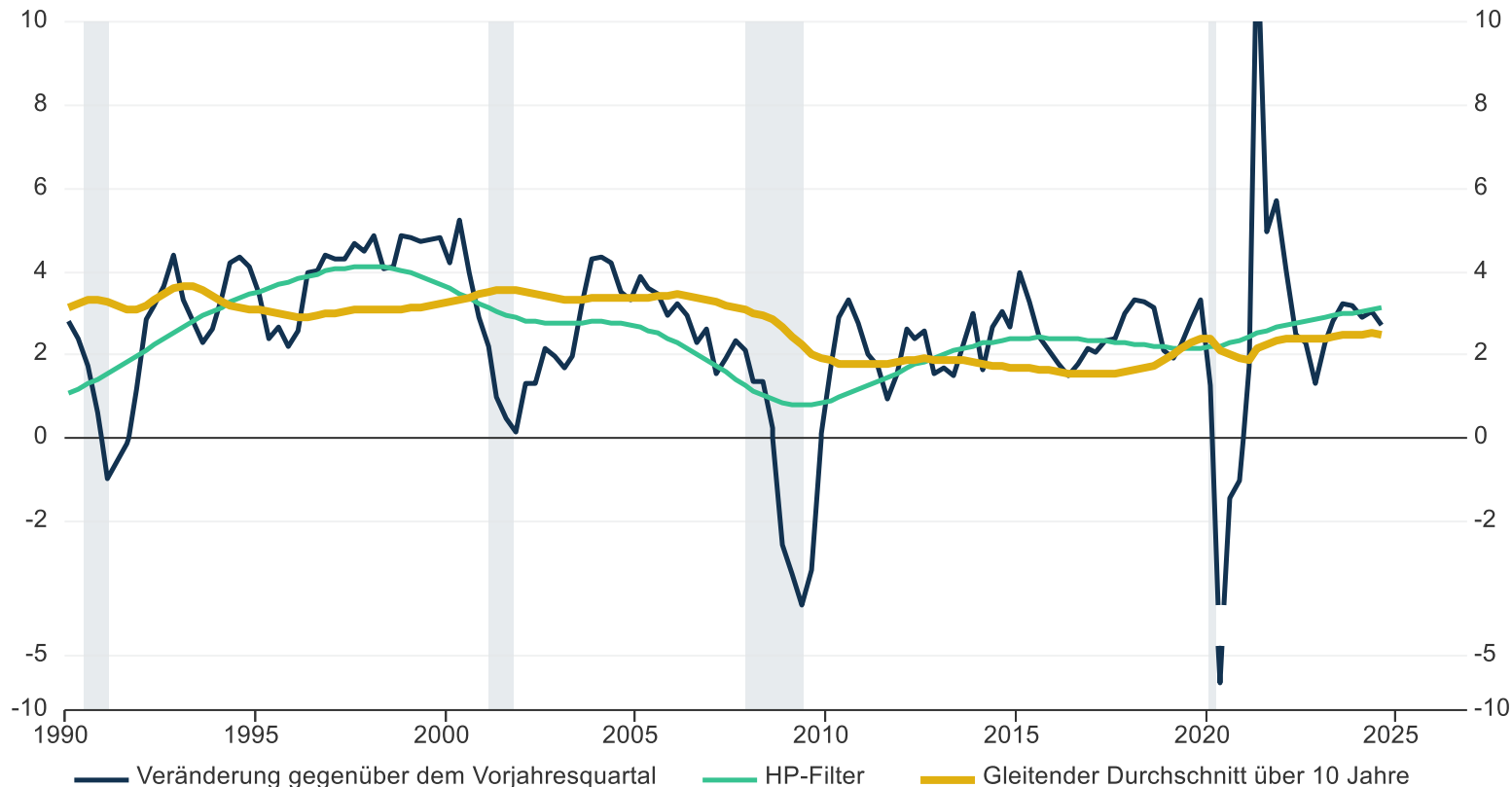


- Nach unserer Schätzung hat die US-Wirtschaft im Schlussquartal 2024 mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von 2,5 % gegenüber dem Vorquartal zugelegt.
- Dies bedeutet, dass die US-Wirtschaft mit viel Schwung in das Jahr 2025 gehen dürfte.
- Sollte sich unsere Schätzung bewahrheiten, liegt der statistische Überhang für das Jahr 2025 bei 1 %.
- Verlaufsdaten von 1,5 % reichten dann aus, um unsere Prognose für das Gesamtjahr 2025 in Höhe von 2,0 % zu erreichen.
- **Kurzum: Aktuell überwiegen bei unserer Wachstumsprognose die Aufwärtsrisiken!**

US-Wirtschaft mit höherer „Grundgeschwindigkeit“

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, in %



Quelle: LSEG, LBBW Research

- Die US-Wirtschaft dürfte im abgelaufenen Jahr mit einer Veränderungsrate von 2,7 % zugelegt haben, nach einem Vergleichswert von 2,9 % im Jahr zuvor.
- Diese Veränderungsraten liegen deutlich höher als die Pendanten für die Wirtschaft des Euroraumes. Für die Vereinigten Staaten sind die Werte nicht ungewöhnlich.
- Die Vereinigten Staaten sind in den zurückliegenden zehn Jahren durchschnittlich mit einer Jahresrate von 2,5 % gewachsen. Der HP-Filter weist am aktuellen Rand eine Wachstumsrate von 3,1 % aus.
- Höhere Produktivitätsfortschritte im IT-Sektor sind ein wesentlicher Grund für das höhere Potentialwachstum der Vereinigten Staaten.

Die Vereinigten Staaten verzeichnen große Produktivitätsfortschritte im IT-Sektor

Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmerstunde

Durchschnittliche Veränderung pro Jahr im Zeitraum 1997 bis 2023

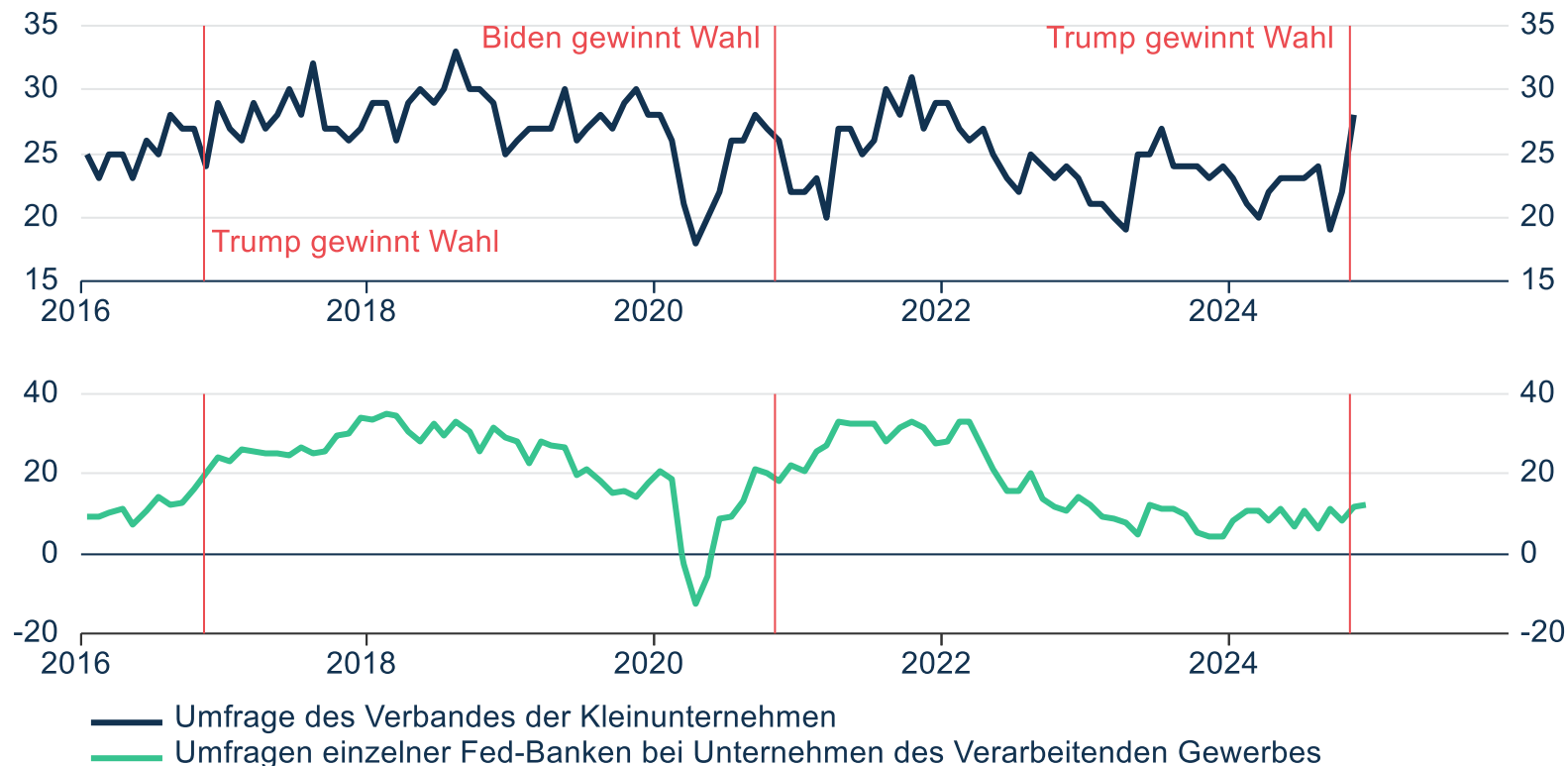
	Privatwirtschaft	Privatwirtschaft ohne Information	Information
Vereinigte Staaten	1,1 %	0,8 %	5,9 %
Deutschland	0,3 %	0,2 %	1,8 %

- In den Vereinigten Staaten sind die Produktivitätsfortschritte im IT-Sektor gut dreimal so groß wie in Deutschland.
- Bei alledem ist es nicht der IT-Sektor allein. Auch in anderen Sektoren sind die Produktivitätsfortschritte der Vereinigten Staaten größer.

Investitionsneigung bei US-Kleinunternehmen schnellst empor

Investitionsneigung

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindizes

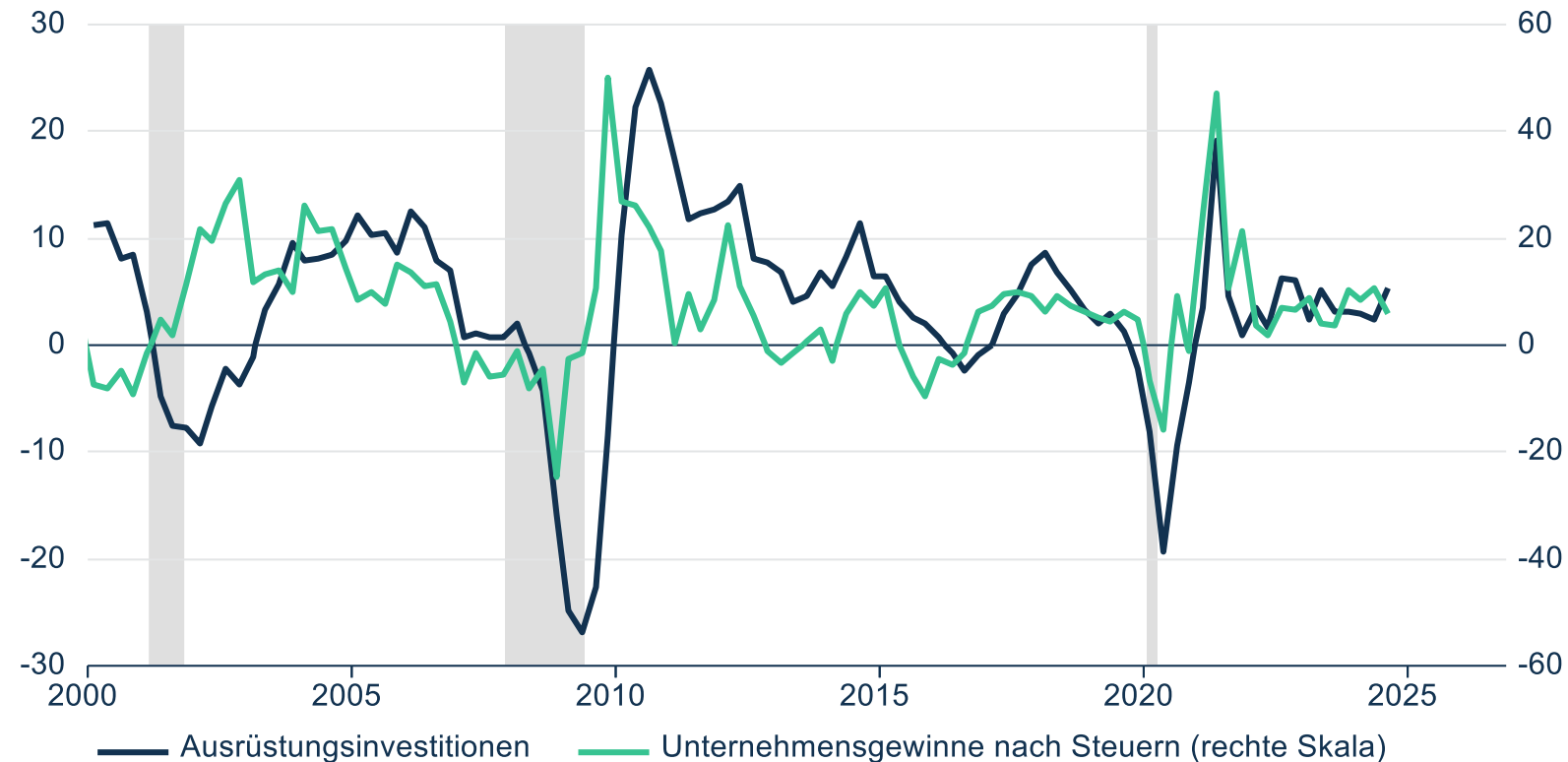


- Die Investitionsneigung der Kleinunternehmen ist nach der jüngsten Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten emporgeschneit. Der entsprechende Index stieg von 22 Punkten im Oktober auf 28 Punkte im November an.
- Die Aussicht auf Deregulierungen und Steuersenkungen unter einer Präsidentschaft Donald Trumps befeuert die Investitionsneigung der Kleinunternehmen.
- Diese Euphorie teilen die von einzelnen Fed-Banken (gezeigt ist das ungewichtete Mittel) befragten Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes nicht. Hier war nur ein geringer Anstieg der Investitionslaune zu verzeichnen.

Wenn die Gewinne sprudeln, wird investiert

US-Ausrüstungsinvestitionen und -Unternehmensgewinne

Saisonbereinigte Quartalswerte, Diffusionsindizes

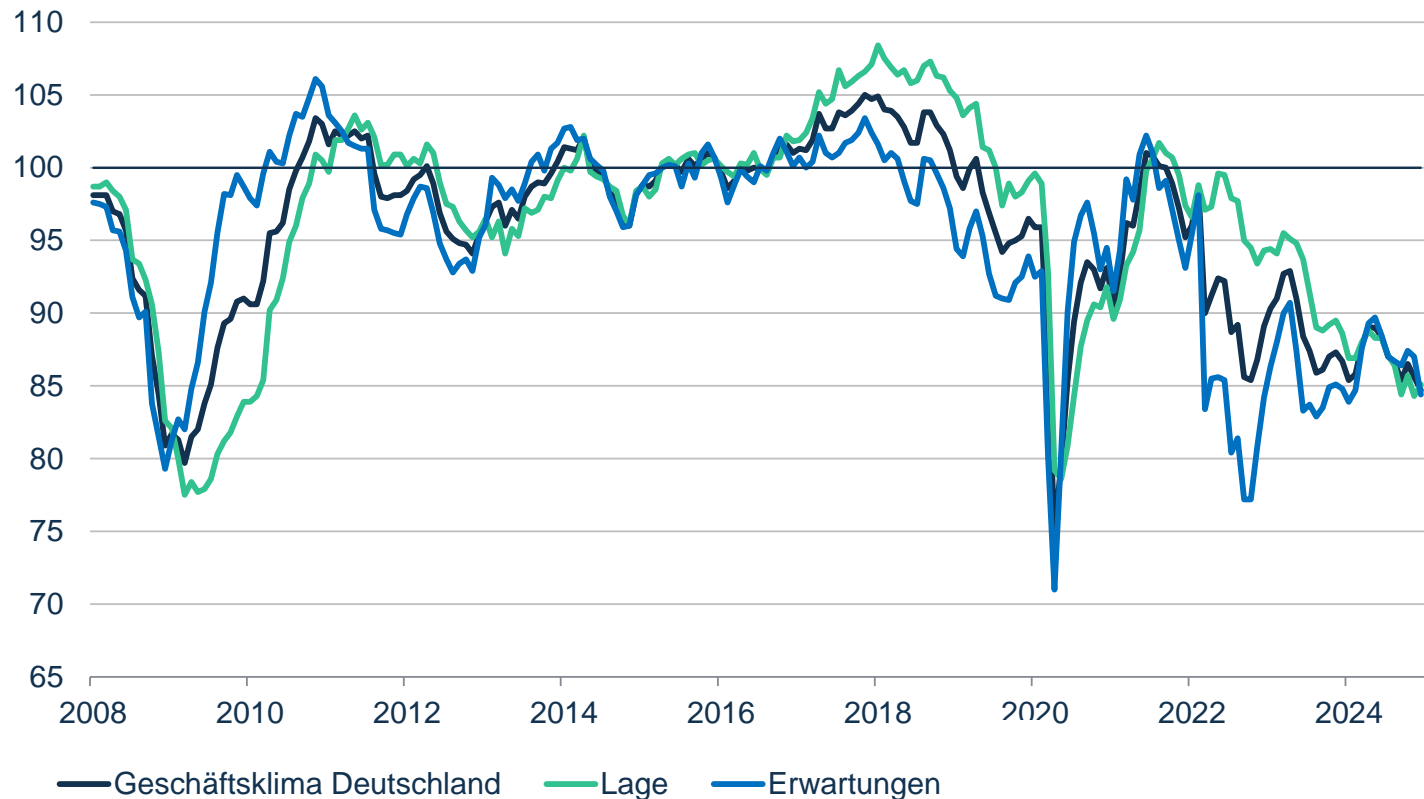


- Sollten die im Wahlkampf in Aussicht gestellte Senkung der Unternehmenssteuer umgesetzt werden, so erhöht dies nach unseren Berechnungen – für sich genommen – die US-Nachsteuergewinne um 5 %.
- Dies wiederum dürfte, wie die nebenstehende Graphik zeigt, die Investitionstätigkeit der Unternehmen anregen.

DEU: Trübe Aussicht zu Jahresbeginn

ifo-Geschäftsklimaindex: Lage und Erwartungen

Monatswerte, saisonbereinigt

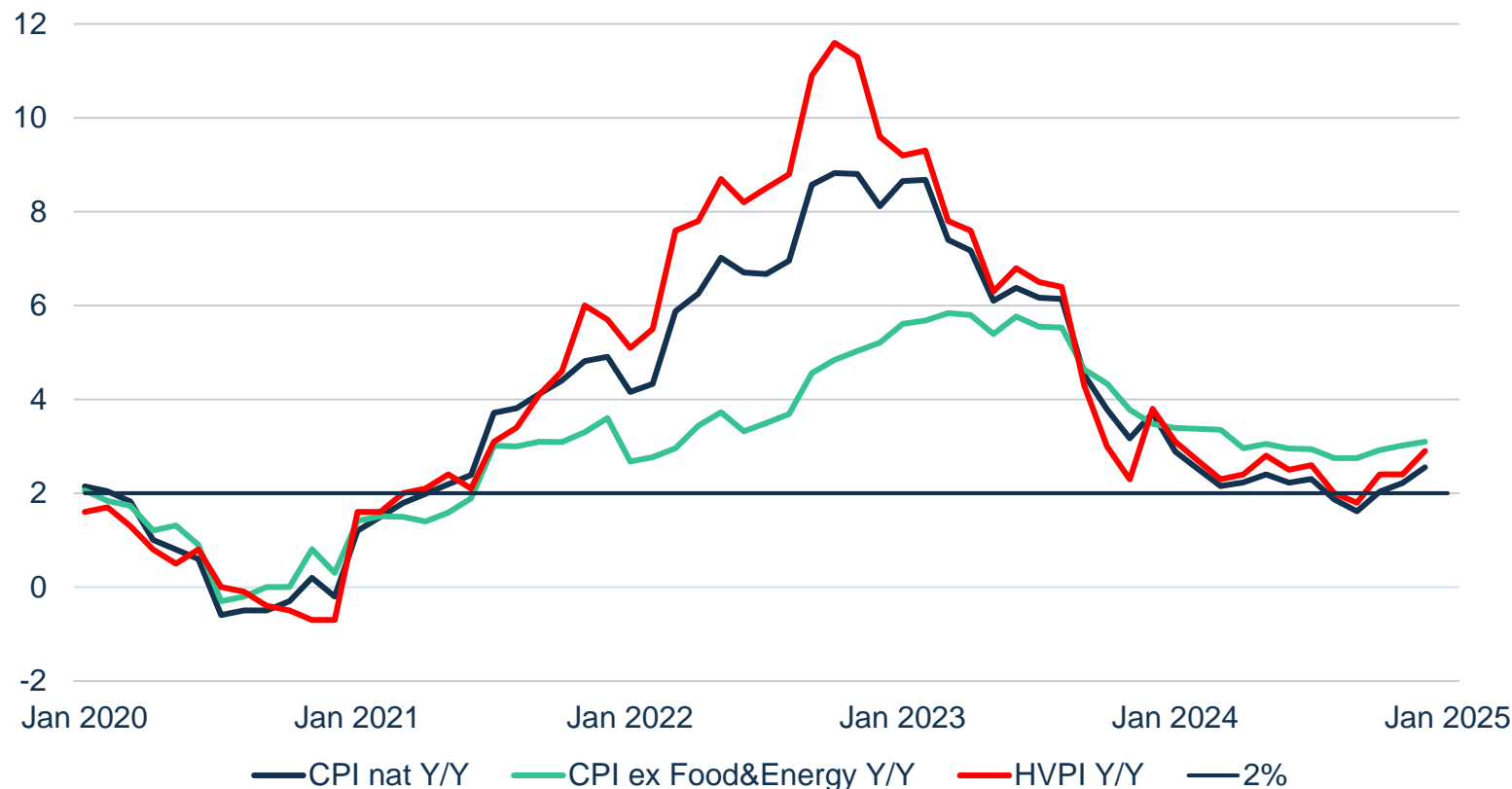


- Der Index des ifo-Instituts für das Geschäftsklima in Deutschland sank im Dezember nochmals.
- Nur in der Corona-Pandemie und in der Finanzkrise war das Geschäftsklima kühler.

Inflation: Höhenflug zum Jahreswechsel

DEU: Inflationsraten in verschiedenen Abgrenzungen

Monatswerte

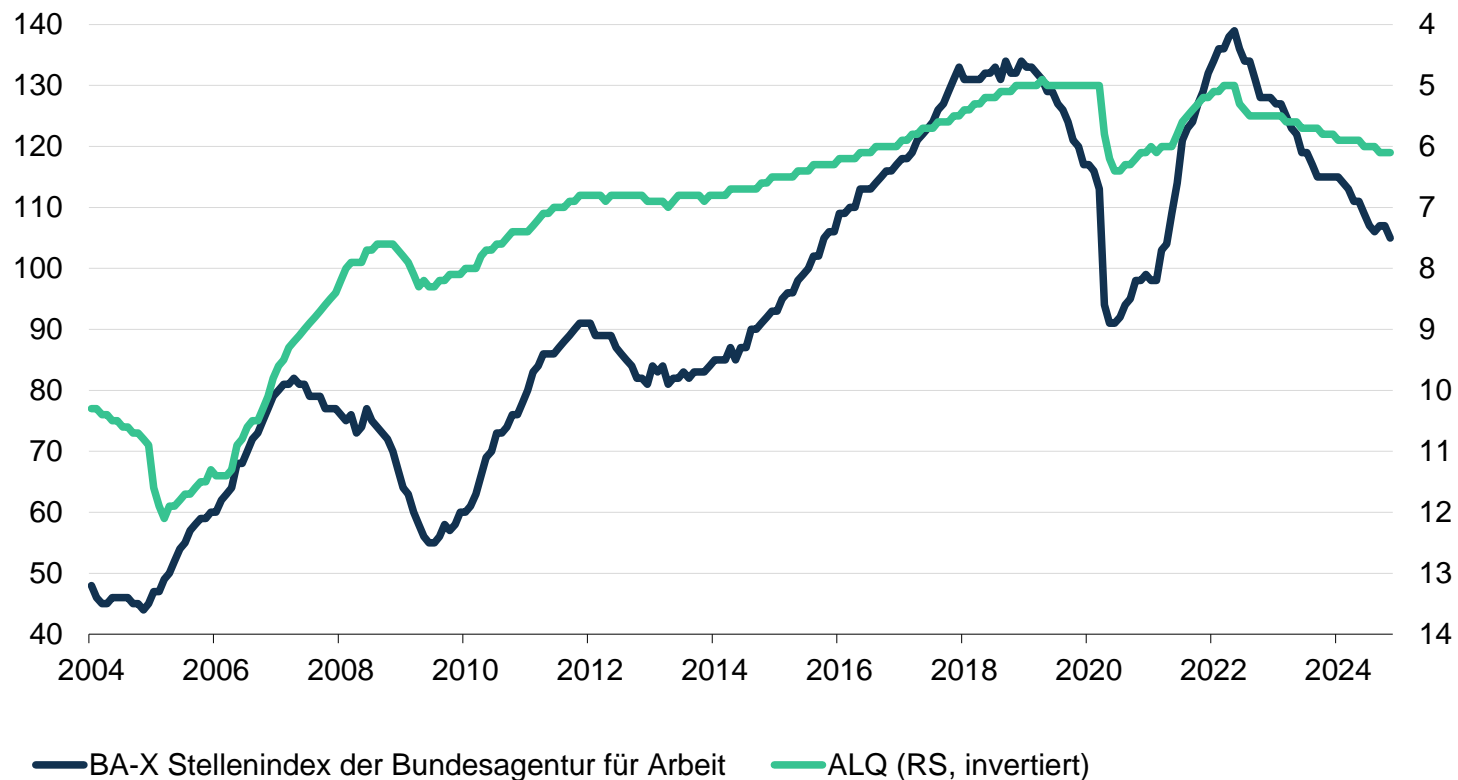


- Im Dezember legte die Inflation in Deutschland kräftig zu. Von 2,2 % ging es auf 2,6 % nach oben. Die nach harmonisierter Eurostat-Methode berechnete Inflation stieg von 2,4 % auf 2,8 %.
- Gründe waren eine weiter nachlassende Entlastung seitens der Energiepreise und eine leichte Beschleunigung der Inflation für Dienstleistungen und Nahrungsmittel.
- Im Januar könnte aufgrund einer Verteuerung des „Deutschland-Tickets“ und einer Erhöhung der CO₂-Abgabe eine weitere Beschleunigung ins Haus stehen.
- Die schwache Konjunktur spricht zwar mittelfristig für einen sinkenden Inflationsdruck. Aber vorerst ist davon nichts zu merken.

Arbeitsmarkt Deutschland: Braut sich hier etwas zusammen?

Arbeitslosenquote und Stellenindex BA-X

Monatswerte, saisonbereinigt

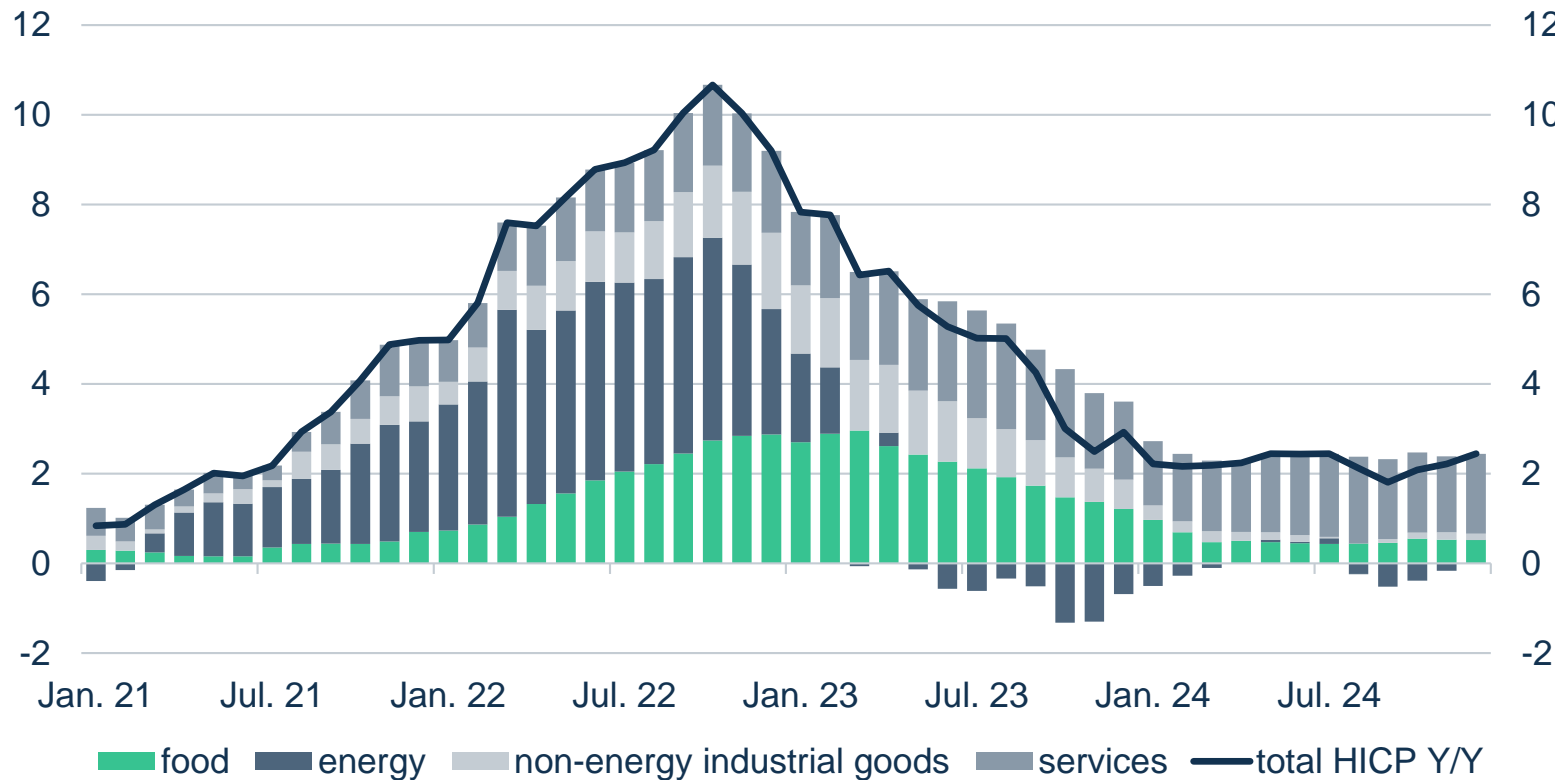


- Am Arbeitsmarkt dürfte es 2025 weiter abwärts gehen. Laut Umfrage des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) erwarten 25 der 48 befragten Verbände, welche eine Angabe zu diesem Punkt machten, eine sinkende Beschäftigung in ihrer Branche.
- Im Vorjahr teilten 23 Verbände diese Erwartung, im Jahr 2022 waren es 16. Die Bereitschaft der Unternehmen, Fachkräfte auch über die Konjunkturschwäche hinaus zu halten, lässt nach. Das IW spricht von „schlechten Beschäftigungsperspektiven“.

EWU: Inflation steigt auf 2,4 %

HVPI und Beiträge nach Gütergruppen

Monatswerte

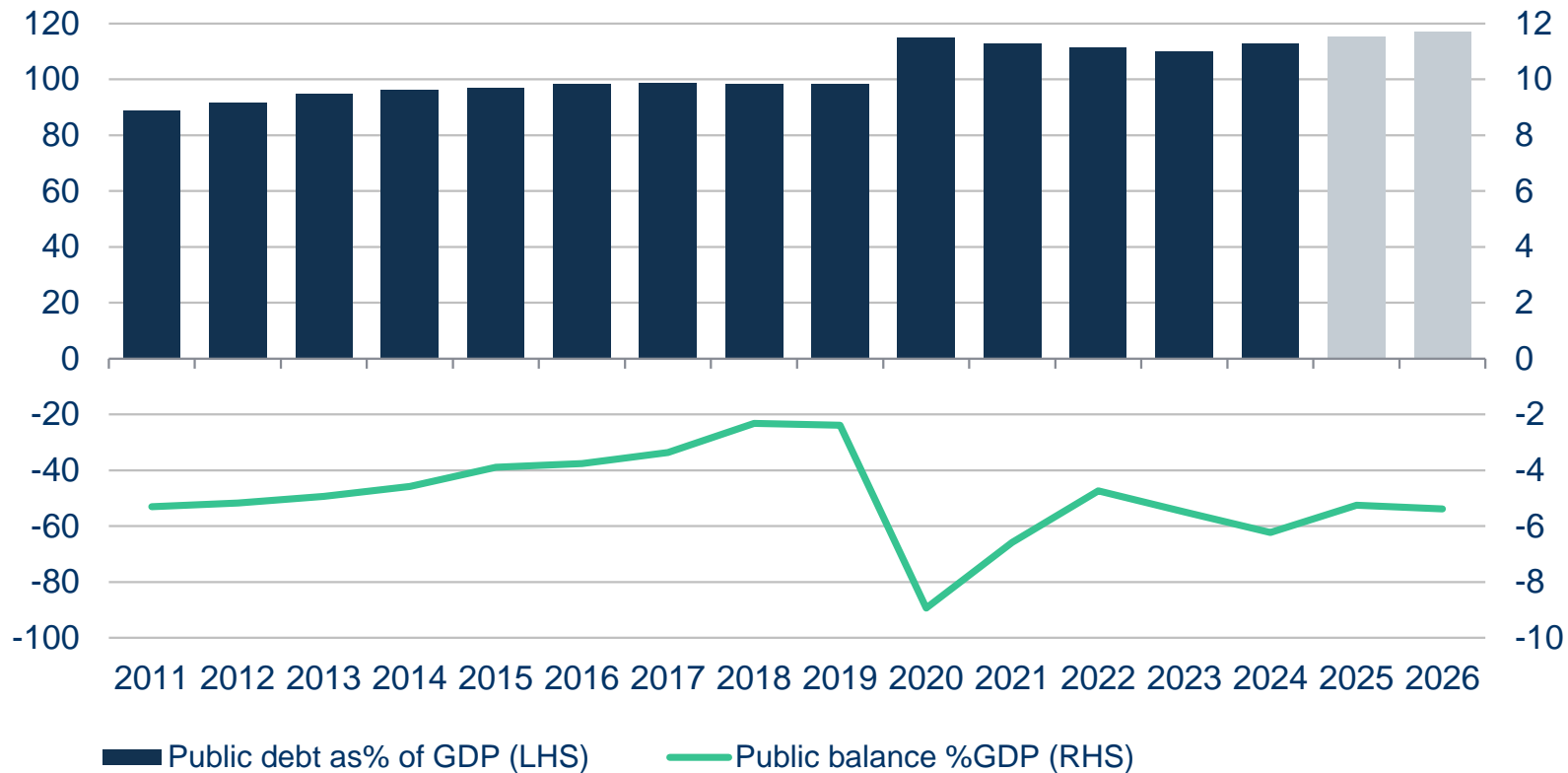


- Im Dezember stieg die Inflationsrate im Euroraum von 2,2 % auf 2,4 %.
- Der Entlastungseffekt der Energiepreise ist jetzt vollständig verschwunden.
- Der Preisdruck für Dienstleistungen ist nach wie vor hoch (1,8 Prozentpunkte von den insgesamt 2,4 %).

Frankreich: Schulden gefährden politische Stabilität

Schulden und Defizite

Jahreswerte in % des BIP

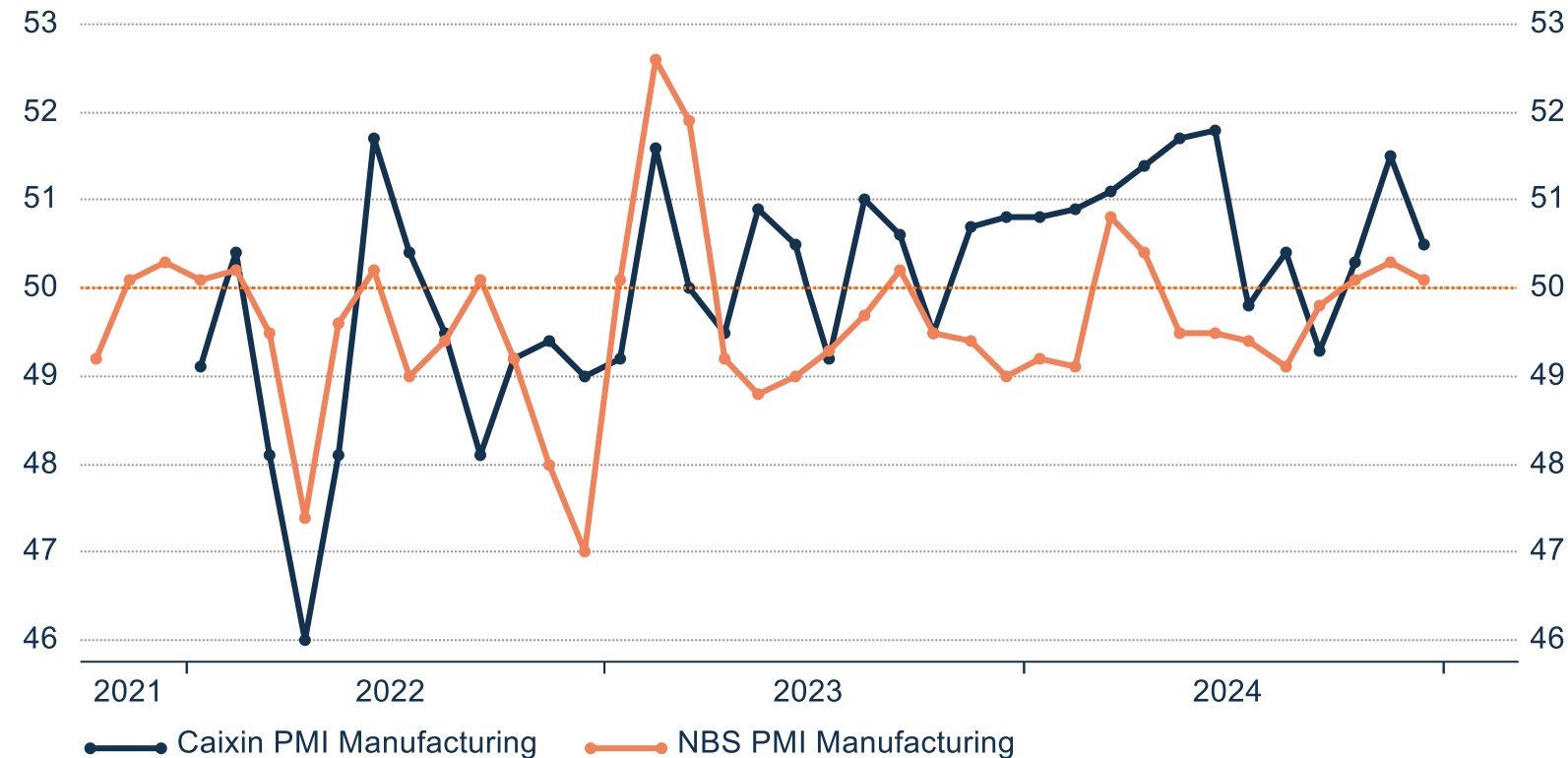


- Derzeit läuft die Haushaltsplanung für 2025. Vorgesehen sind Einsparungen von rund 60 Mrd. Euro (rund 2% des BIP) durch mehr Steuern und weniger Ausgaben.
- Nach dem Ende der Regierung Barnier soll es nun der vierte(!) Premierminister des Jahres 2024, Francois Bayrou, richten.
- Allerdings stehen die Aussichten Bayrous bislang noch nicht viel besser als jene seines Vorgängers Barnier. Ein erneutes Scheitern der Haushaltsplanung ist daher möglich.
- Am Markt sind die Spreads französischer Staatsanleihen weiterhin deutlich erhöht (rd. 80 Bp. über Bunds für 10 Jahre), aber stabil.

China: Industrie gegen Jahresende schwächer

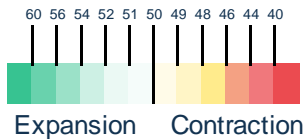
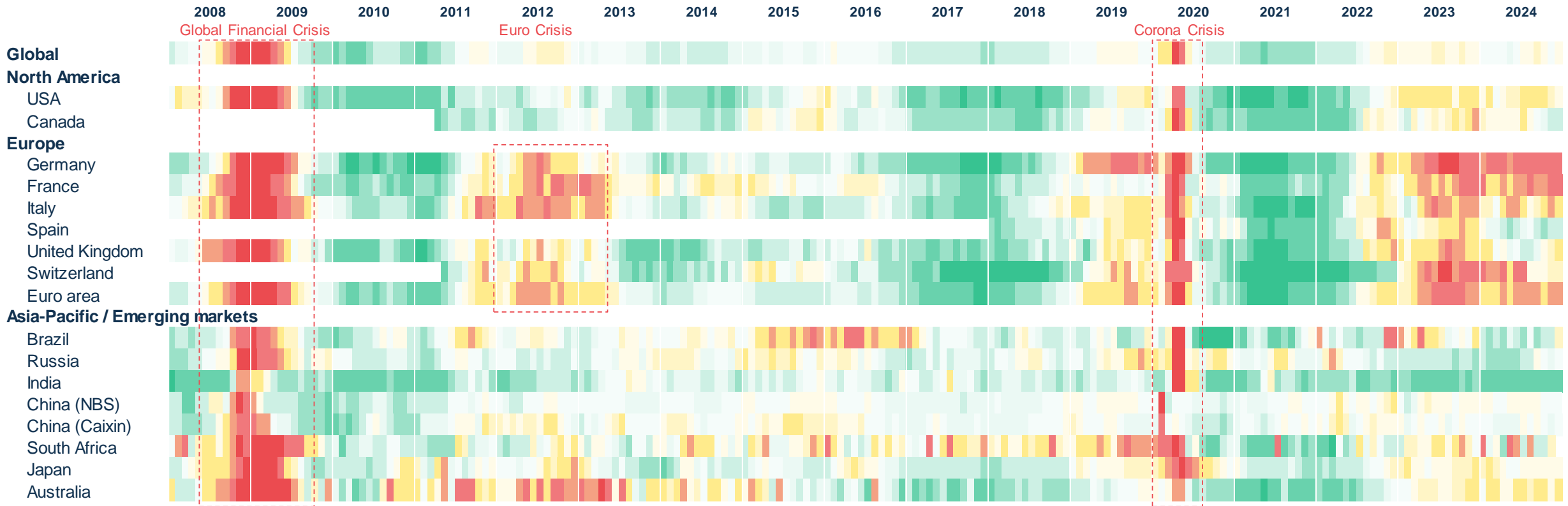
Einkaufsmanagerindizes Industrie (privat & staatlich)

50 = Expansion-/Kontraktionsschwelle



- Die Industrie Chinas blieb gegen Jahresende im Expansionsmodus, verlor aber an Schwung.
- Der staatlich erhobene PMI der verarbeitenden Industrie befand sich im Dezember mit 50,1 Zählern nurmehr knapp im Expansionsmodus.
- Der privat erhobene Caixin PMI gab ebenfalls nach. Er fiel im Dezember auf 50,5 Punkte.
- Insbesondere der deutliche Rückgang bei den Exportaufträgen zeigt, dass die zuvor stützend wirkenden Vorzieheffekte bei ausländischen Bestellungen ihr Plateau überschritten haben dürften.
- Während das außenwirtschaftliche Umfeld 2025 weniger Rückenwind liefern wird, ist von politischer Seite mit zusätzlichen Maßnahmen zur Stützung der Inlandsnachfrage zu rechnen.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

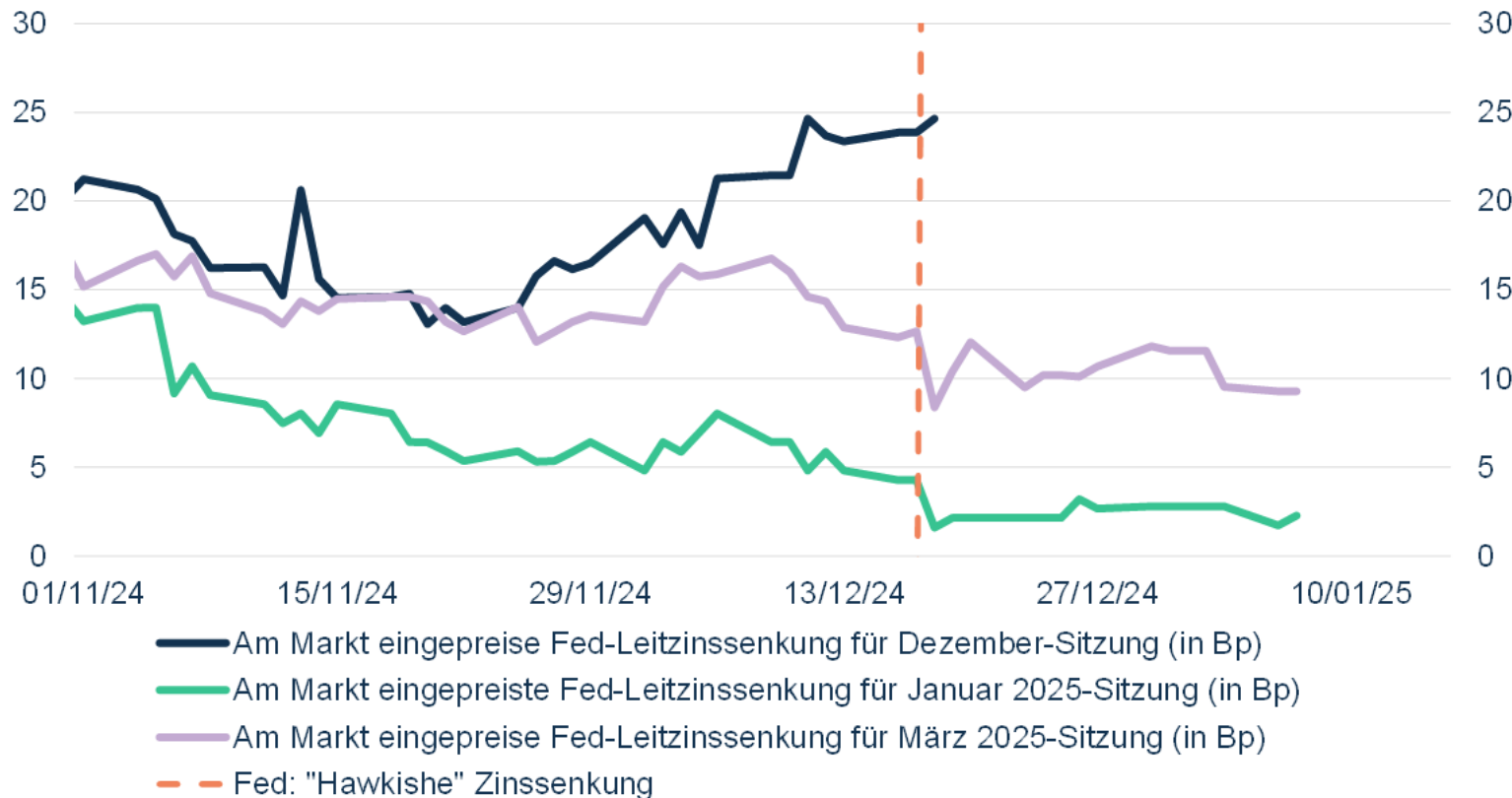
03

Zinsen: Schwieriger Start ins Jahr 2025

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

Fed: Inflationsrisiken wieder mehr im Fokus – Zinspause wahrscheinlich

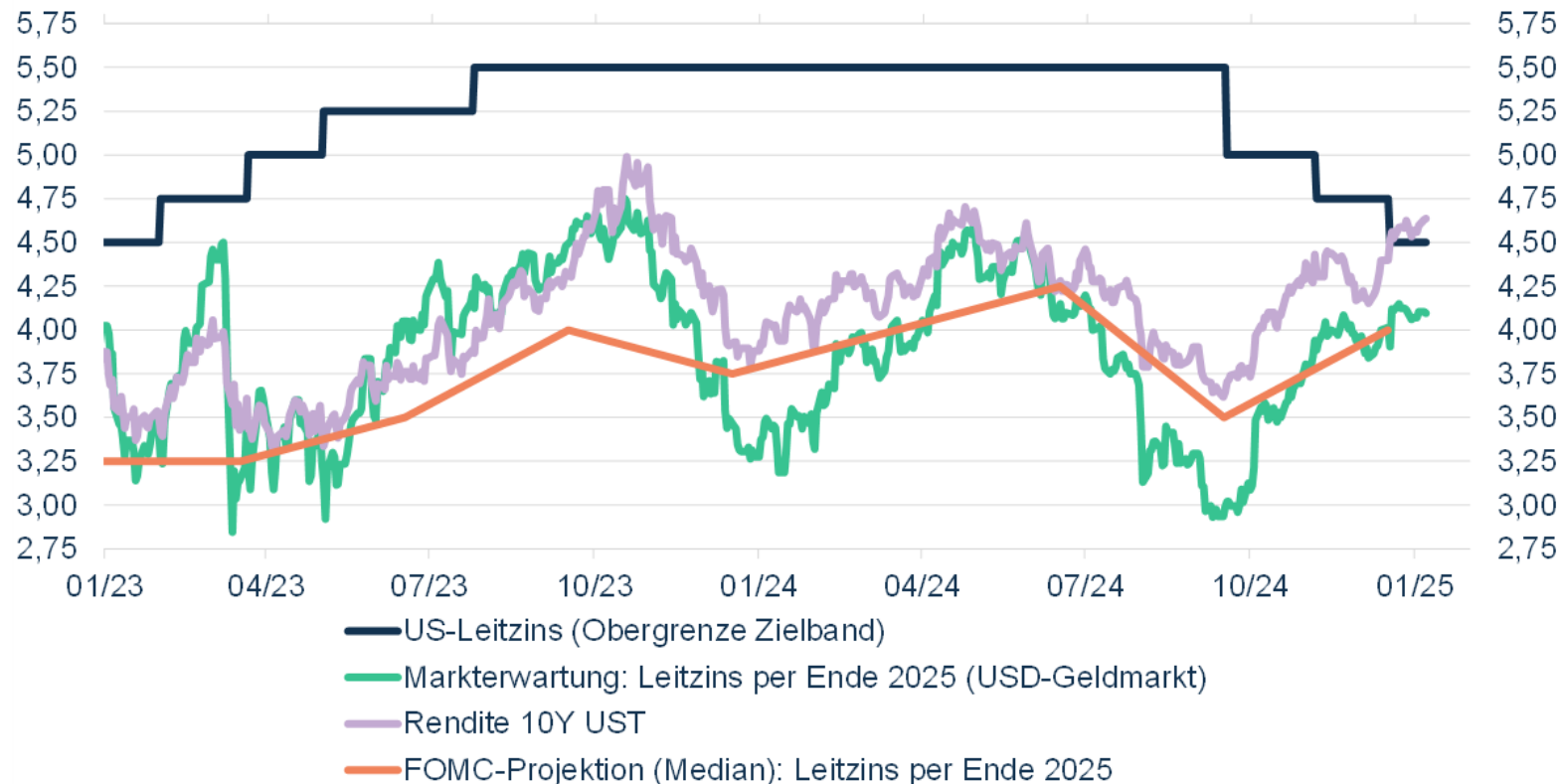
Marktimplizite Fed-Zinssenkung für FOMC-Termine im Dezember 2024 sowie im Januar und März 2025 (in Bp)



- Fed hat am 18. Dezember die dritte Zinssenkung in Folge geliefert. Tagesgeldzielband nunmehr 100 Bp unter Gipfelwert.
- „Hawkische“ Wortwahl stellt die Weichen u.E. zugleich auf Zinspause. Powell: Sind (nahe) am Punkt einer Verlangsamung des Lockerungstempos.
- Der US-Arbeitsmarkt bleibt robust, während der Desinflationstrend zuletzt ins Stocken geraten ist.
- Fed-Inflationsprojektionen deutlich höher als noch im September, 2 %-Zielwert demnach erst für Jahresverlauf 2026 in Sicht.
- => Zinspause im Januar scheint gesetzt, Markt sieht Wahrscheinlichkeit für Senkung im März bei knapp 40 %. Wir erwarten nun (auch wegen Trump) eine längere Zinspause bis weit ins zweite Halbjahr 2025.

USD-Rentenmarkt: „Dot Plot“ halbiert Zinssenkungspotenzial für 2025

USD-Leitzins mit Markterwartung und Fed-Leitzinsprojektion per Ende 2025 sowie Rendite 10-jähriger US-Treasuries



- „Hawkische“ Fed-Wortwahl und neuer „Dot Plot“ haben den US-Staatsanleihemarkt zum Jahresausklang 2024 deprimiert.
- Leitzinsprojektion vom Dezember avisiert lediglich noch Zinssenkungen um insgesamt 50 Bp für 2025, statt 100 Bp im September.
- Anpassung ist Ausdruck der Fokus-Verschiebung von den Arbeitsmarktrisiken zu den Inflationsgefahren.
- Revision des „Dot Plot“ war stärker als am Markt erwartet.
- Die aktuelle Leitzinserwartung am USD-Geldmarkt für Dez. 2025 ist nahe am „Dot Plot“. Wir erwarten lediglich einen Zinssenkungsschritt à 25 Bp. Hieraus resultieren weitere, wenngleich moderate, Kursabwärtsrisiken für den USD-Rentenmarkt.

USD-Rentenmarkt: Auslaufen des Quantitative Tightenings könnte Kurse stützen

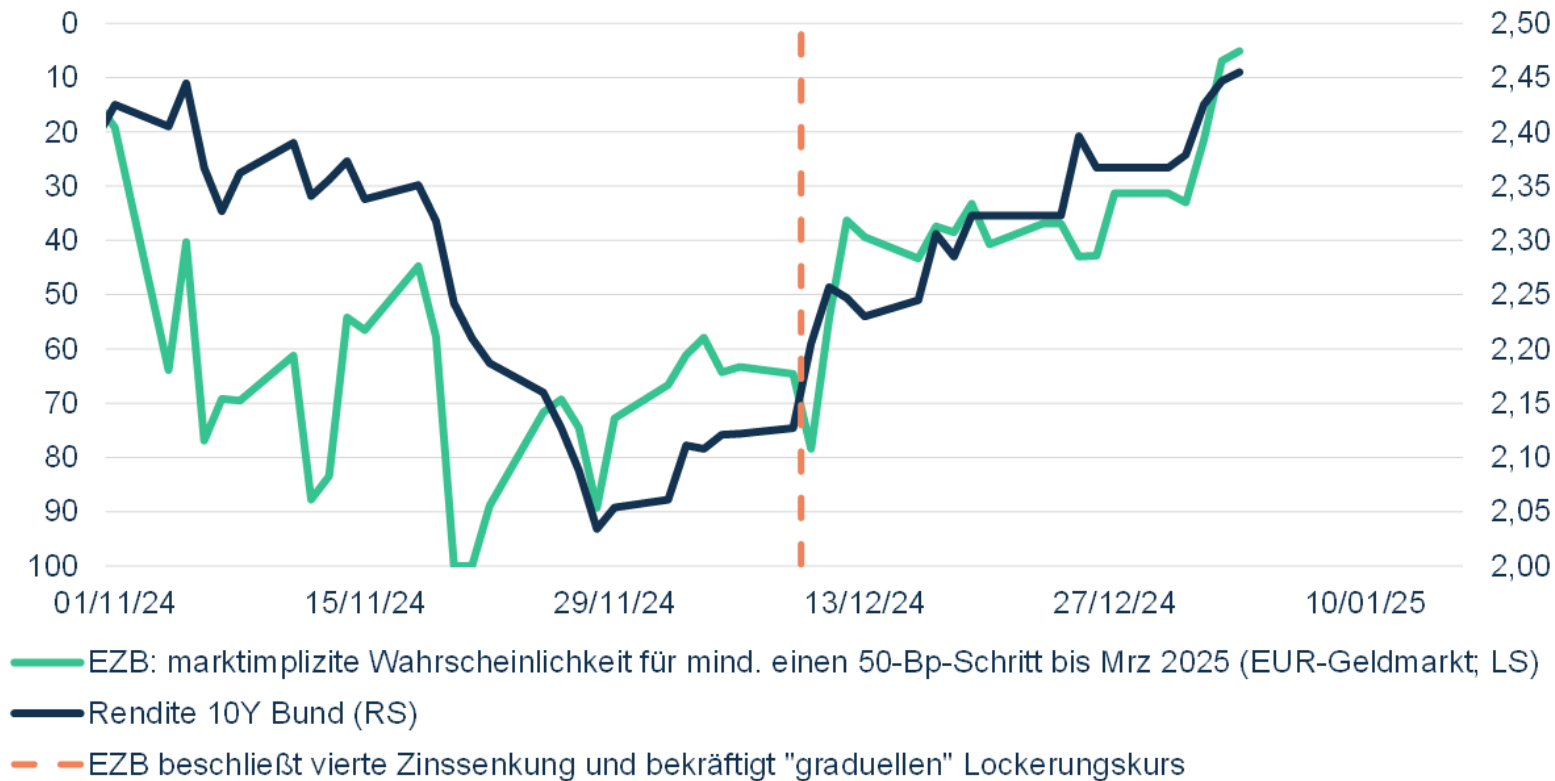
Laufzeitprämie für 10-jährige US-Treasuries und Veränderung der Fed-Bestände an US-Staatsanleihen (in Mrd. USD)



- Wo liegen Chancen auf Kursrückwind am US-Rentenmarkt?
- Die Laufzeitprämie für 10-jährige US-Treasuries ist gemäß dem Zinsstrukturmodell der New York Fed seit September 2024 um einen dreiviertel Prozentpunkt emporgeschnellt. Mit einer Laufzeitprämie von 0,5 % sind US-Langläufer relativ zur Kurve so attraktiv wie zuletzt im Jahr 2015.
- Die Fed könnte mit ihrer schrittweisen Drosselung des Quantitative Tightenings (QT) die Nachfrageseite am Treasurymarkt stützen. Seit Juni 2024 schrumpfen die Treasurybestände der Fed um 25 Mrd. USD / Monat (Durchschnitt) statt zuvor um 60 Mrd. USD. Bis Jahresende dürfte die Bestandsschrumpfung auslaufen.

EZB: Graduelle Lockerung wird fortgesetzt – Hoffnung auf „große“ Schritte schwindet

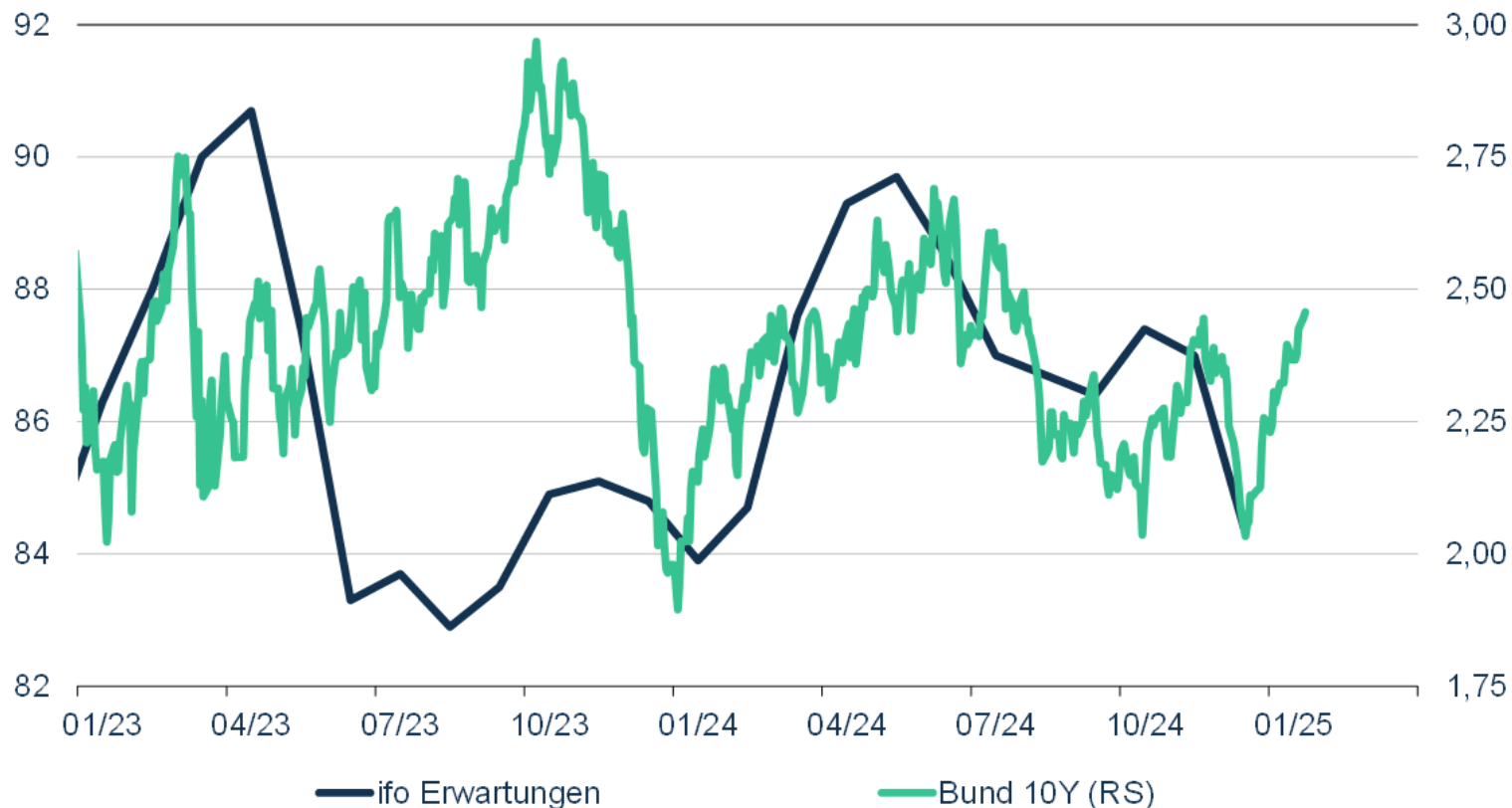
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für 50-Bp-Schritt der EZB bis März 2025 (in %) und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- „Kreise“ berichten, dass die Mehrheit der Ratsmitglieder für Q1 2025 zu den Zinssenkungen Nummer fünf und sechs neigt.
- Relativ einhellige Unterstützung für Fortsetzung des „graduellen“ Vorgehens.
- Leichte Erholung der PMIs und hartnäckige Dienstleistungsinflation unterfüttern u. E. Präferenz für 25-Bp-Schritte.
- Lagarde dämpft Euphorie bzgl. Ausmaß weiterer Lockerung: Ein „beträchtlicher Teil der Wegstrecke“ sei bereits zurückgelegt.
- **Marktspekulation auf mindestens einen „großen“ Zinsschritt hat nach EZB-Kommentaren und angesichts „hawkischer“ Fed-Projektionen stark nachgelassen.**
- **Wir prognostizieren für 2025 weiterhin insgesamt fünf Zinssenkungsschritte à 25 Bp (Zielwert für Einlagesatz: 1,75 %).**

EUR-Rentenmarkt: Konjunkturmisere spricht gegen anhaltenden bearishen Elan

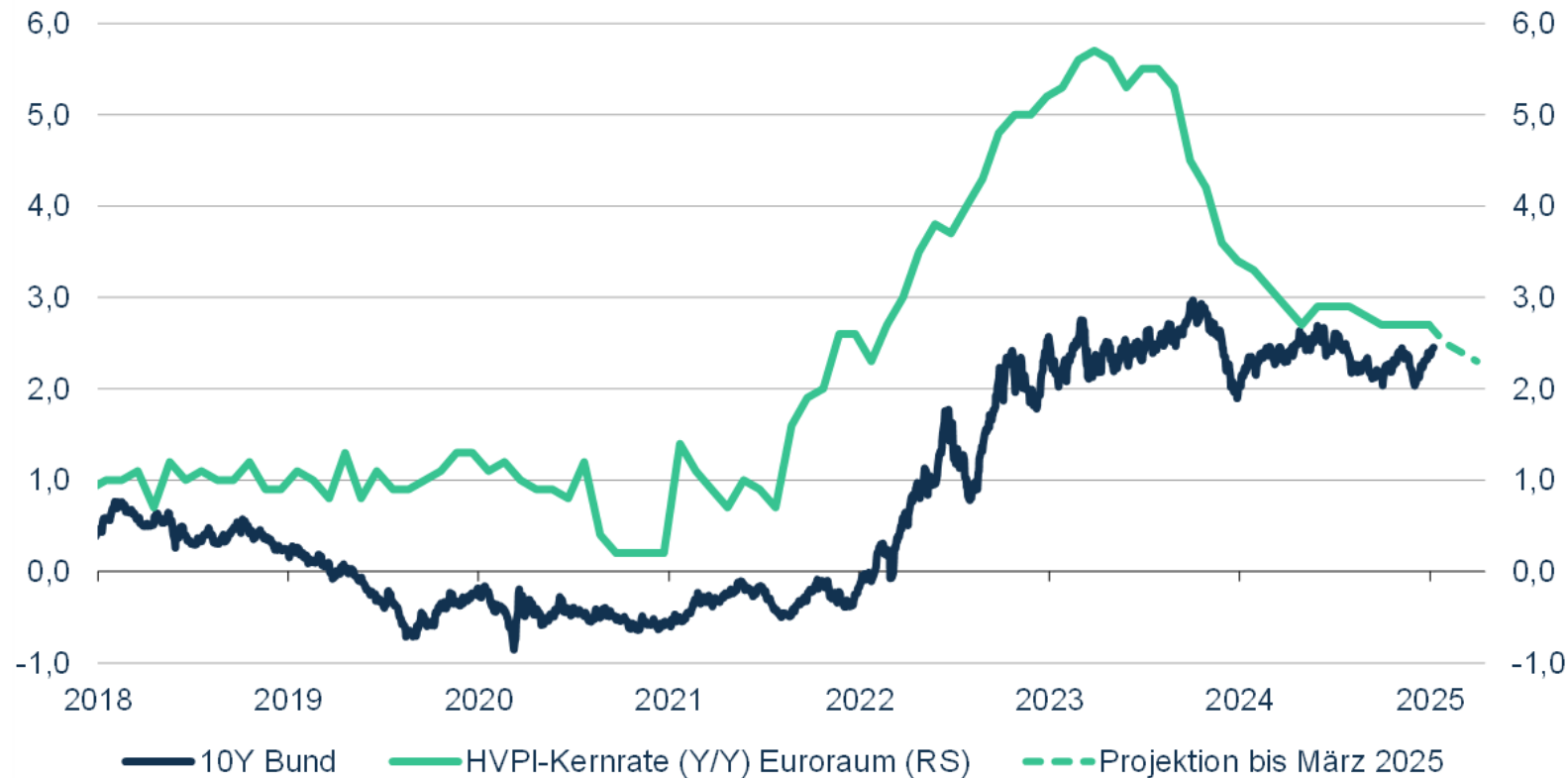
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ifo-Erwartungskomponente



- 10Y Bundrendite kann sich dem bearishen Einfluss des US-Rentenmarktes einmal mehr nicht entziehen.
- Kräftiger Renditesprung von gut 2 % bis auf fast 2,50 % steht in auffälligem Kontrast zur anhaltenden Konjunkturmisere in Deutschland und im Euroraum!
- ifo-Erwartungskomponente im Dezember auf Elfmonatstief gefallen. Ohne abrupte Trendwende zum Besseren dürfte der Renditeaufschwung nicht nachhaltig sein.
- Auf der Unterseite hat sich die 2 %-Marke in den vergangenen Monaten als solide Renditeunterstützung erwiesen. Eine Spanne zwischen 2 % und 2,50 % halten wir einstweilen für plausibel.

EUR-Rentenmarkt: Aussicht auf fortgesetzte Inflationsentspannung stützt Kurse

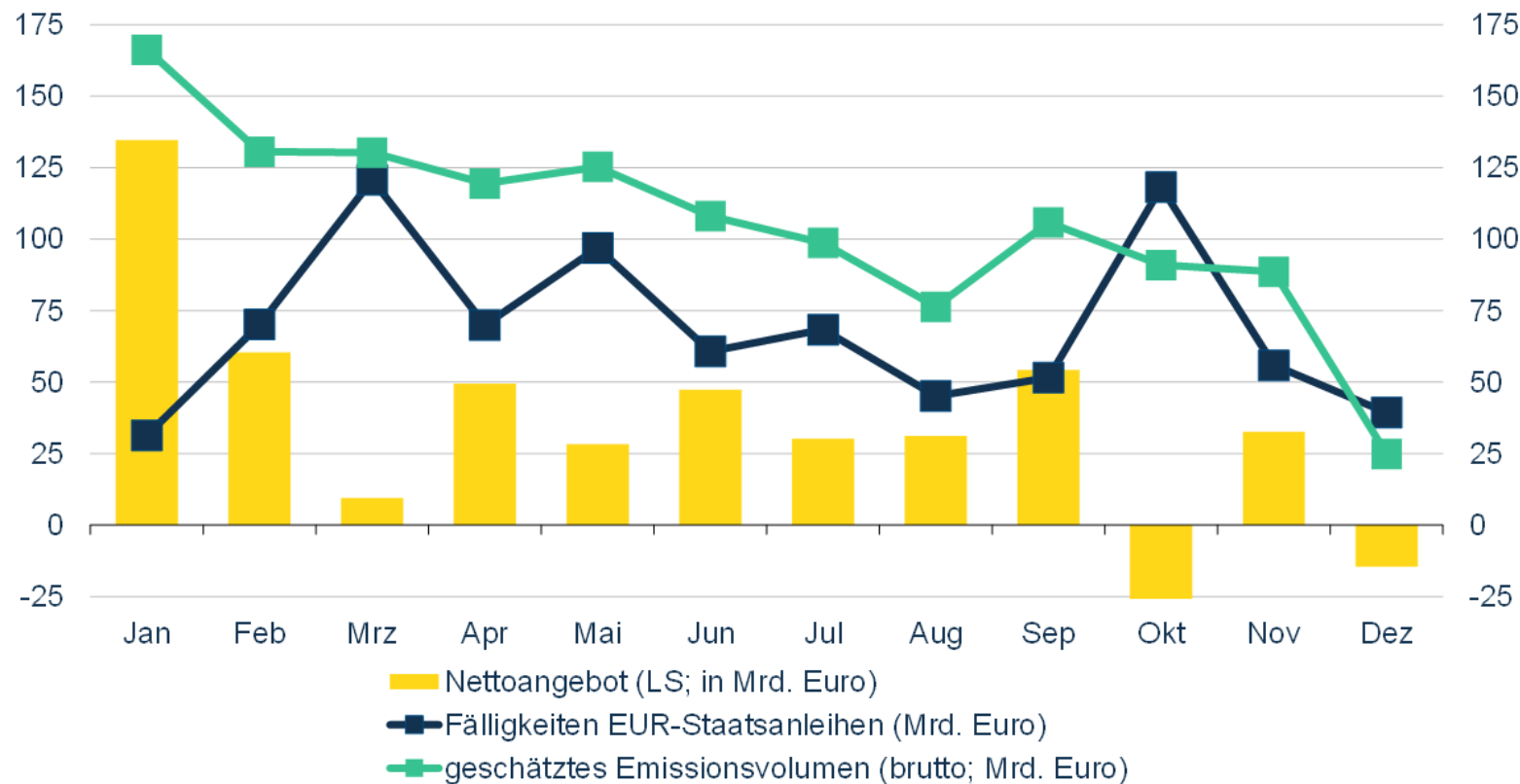
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und EWU-Kerninflation (Y/Y, mit LBBW-Projektion)



- Die weitere Entwicklung des Inflationsumfelds im Euroraum dürfte ebenfalls maßgeblich für den Rentenmarkttrend der kommenden Monate sein.
- Die Headline-Inflation ist im Dezember zwar den dritten Monat in Folge gestiegen.
- Der unterliegende Inflationsdruck bewegt sich seit Frühjahr 2024 derweil stabil in einem Bereich knapp unterhalb von 3 %.
- Die EZB rechnet mit einer sukzessiven Entspannung der bis dato hartnäckigen Inflation im Dienstleistungssektor.
- Unter dieser Prämisse dürfte die Kernrate dank leicht positiver Basiseffekte im ersten Quartal 2025 auf unter 2,5 % nach unten tendieren. **In der Summe begünstigt das Makroumfeld im Euroraum die Rentenbullen!**

EUR-Rentenmarkt: Hoher Nettoangebotsdruck zum Jahresstart 2025 belastet Kurse

Brutto- und Nettoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt je Monat im Jahr 2025 (in Mrd. Euro; LBBW-Prognose)



- Der Angebotsausblick spricht u.E. indes kurzfristig gegen übermäßigen Kurs-optimismus am EUR-Staatsanleihemarkt.
- Zum Jahresstart rollt, wie gewohnt, eine Welle an Neuemissionen an, vorwiegend mit langen und ultra-langen Laufzeiten.
- Das Bruttoemissionsvolumen dürfte im Januar nach unserer Prognose 160 bis 170 Mrd. EUR und damit seinen Jahreshöchstwert erreichen.
- Die Fälligkeiten sind zudem mit nur 31 Mrd. EUR deutlich unterdurchschnittlich.
- => Das Nettoangebot an EUR-Staatsanleihen markiert im Januar mit rund 130 Mrd. EUR voraussichtlich einen historischen Spitzenwert. Dies entspricht ca. 30 % der von uns erwarteten gesamten Nettoemissionen des Jahres 2025!

Rentenmarkt: Bären aus technischer Sicht im Vorteil

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries

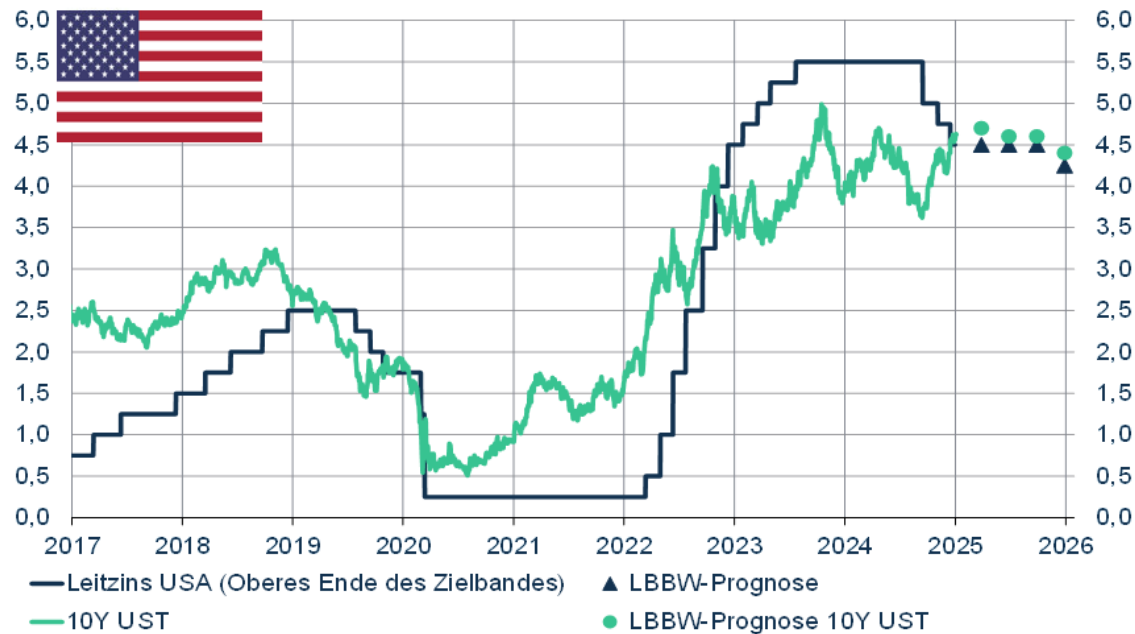


- **UST 10Y:** Mittelfristiger Renditeabwärtstrend gebrochen, Rentenbären aus technischer Sicht vorerst klar im Vorteil. Nächster zentraler Widerstand ist das Jahreshoch 2024 (4,70 %). Bearische Extension könnte 5 %-Marke ins Visier nehmen. Harter technischer Widerstand in diesem Bereich wahrscheinlich!
- **Bund 10Y:** Mittelfristiger Abwärtstrendkanal scheint zu brechen, Bereich um 2,50 % liefert nächsten technischen Widerstand. Es folgt das Jahreshoch 2024 (2,70 %). Ohne verändertes Makro-Szenario für den Euroraum rechnen wir nicht mit einem nachhaltigen Überschreiten der 2,50 %.
- **Kaufgelegenheit nach Jahresend-Baisse?** Je näher die 5 %-Marke rückt, desto mehr steigt die strategische Attraktivität langlaufender US-Treasuries!

Fazit: Transatlantische Zinsdifferenz wächst; am US-Rentenmarkt drohen weitere Verwerfungen

USD-Zinsen und Prognose

in %

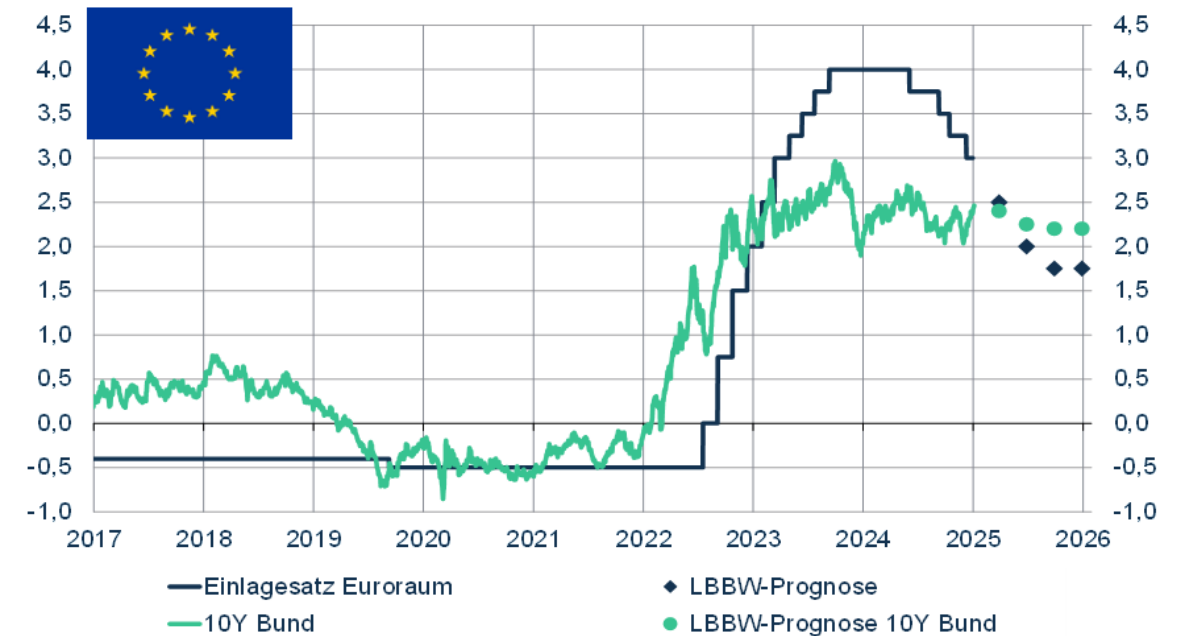


- **Zögerliche Fed: Lockerungskurs wird für geraume Zeit ausgesetzt.** Nur eine weitere Leitzinssenkung im Jahr 2025.
- **Treasuries leiden unter anhaltender „Trump-Unsicherheit“.** Mittelfristige Beruhigung, falls „Inflationsschock“ begrenzt bleibt.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

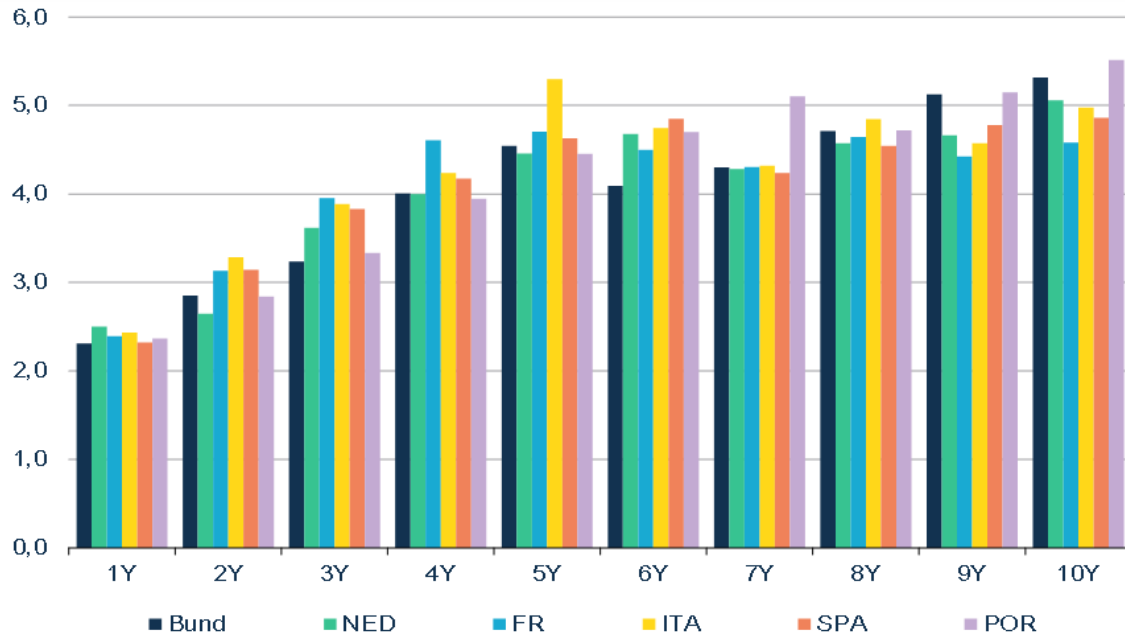


- **EZB bleibt auf Lockerungskurs: Fünf weitere Zinssenkungen** um je 25 Bp im Jahr 2025, **Einlegesatz fällt unter 2 %.**
- **Langfristzinsen: Starkes Spannungsfeld** aus EZB-Zinssenkungen und Renditeaufwärtsdruck aus den USA. Per Saldo seitwärts.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries per Jahresende 2025

Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

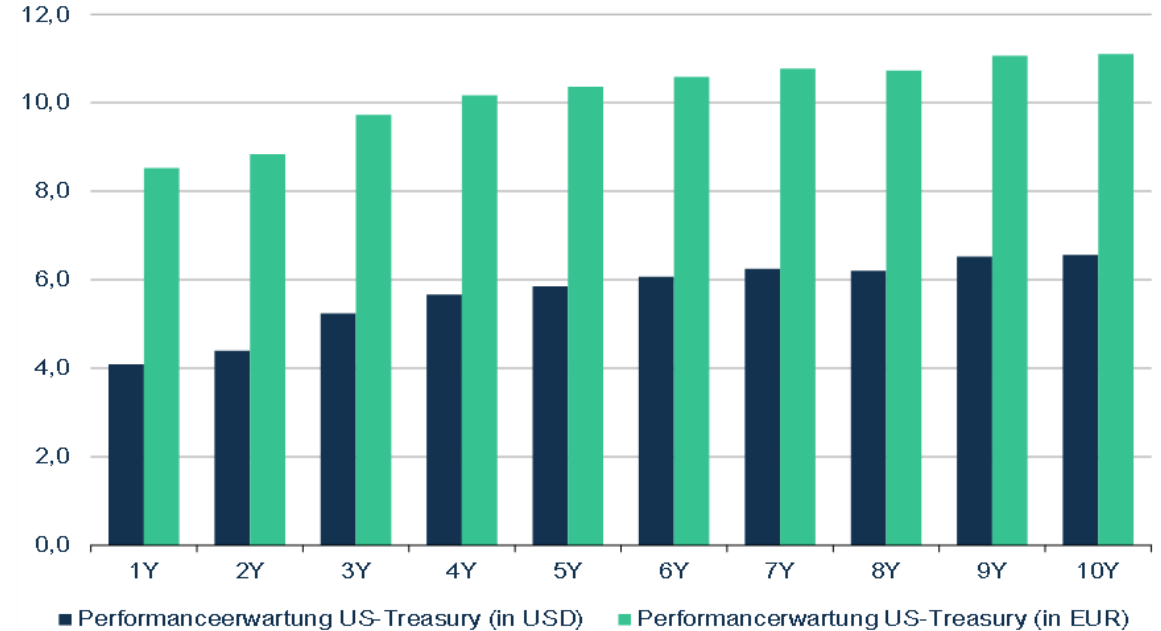


- Konsolidierung nach „Trump-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, Langläufer mit Risiken behaftet.
- Peripheriespreads vorerst stabilisiert, **Wahrscheinlichkeit einer nachhaltig stärkeren Renditedifferenzierung hoch.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Trump-Wahlsieg bringt starken Rückenwind. **Aufwertung dürfte sich mittelfristig fortsetzen.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries signifikant.

Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Mar-25	Forecast 30-Jun-25	31-Dec-25	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	3.15	2.65	2.15	1.90	
ECB Deposit Rate	3.00	2.50	2.00	1.75	
Overnight Rate (€STR)	2.92	2.40	1.95	1.70	
3M Euribor	2.79	2.35	1.90	1.75	
Swap 2Y	2.32	2.10	1.90	1.75	
Swap 5Y	2.36	2.20	2.10	2.00	
Swap 10Y	2.48	2.40	2.30	2.30	
Bund 2Y	2.22	1.95	1.70	1.50	
Bund 5Y	2.25	2.10	1.95	1.80	
Bund 10Y	2.49	2.40	2.25	2.20	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.50	4.50	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	4.27	4.35	4.35	4.10	
3M Money Market	4.85	4.30	4.30	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.14	4.15	4.00	3.55	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	4.15	4.01	3.90	3.65	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	4.20	4.10	4.00	3.80	
Treasury 2Y	4.30	4.40	4.25	3.80	
Treasury 5Y	4.47	4.45	4.35	4.10	
Treasury 10Y	4.69	4.70	4.60	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.23	0.35	0.45	0.50
Japan	10Y Government Bond	1.12	1.20	1.25	1.25
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.70	4.45	4.20	3.70
UK	10Y Government Bond	4.69	4.70	4.55	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.44	0.20	0.20	0.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.34	0.40	0.40	0.40

Quellen: LSEG, LBBW Research

04

Credits: 2024 wie erwartet mit guter Performance

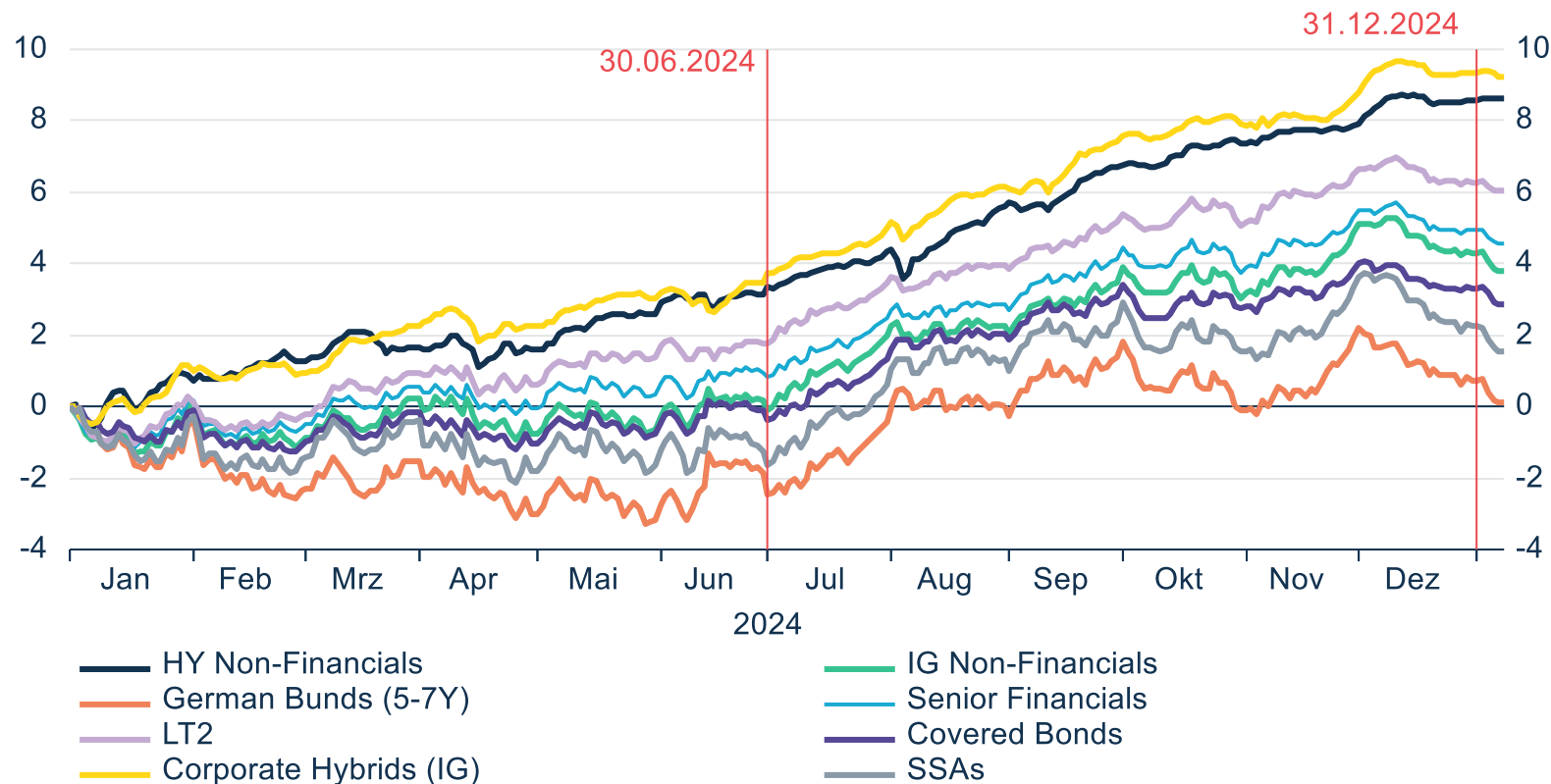


Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

Corporates-Performance war 2024 erneut sehr gut

Total Return von Credits und Bundesanleihen

Performance im Jahresverlauf 2024 (in %)

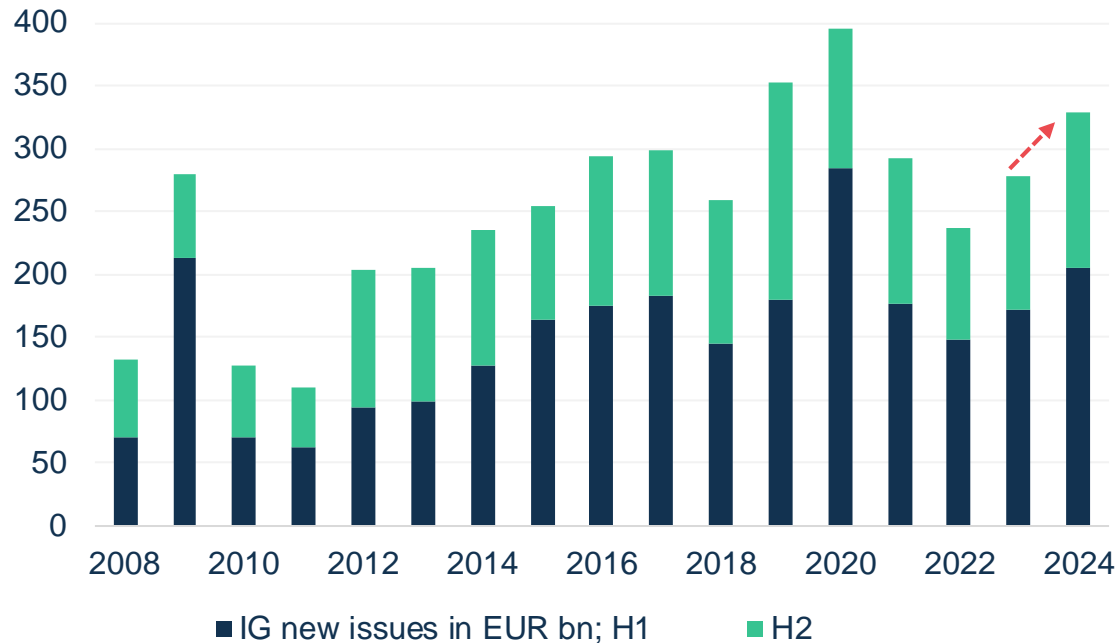


- Nach einem für Anleihen-Investoren sehr erfolgreichen Jahr 2023 erzielten die Credit-Indizes auch im Jahr 2024 eine sehr gute Performance – was wir mit unserer Einstufung „Credits übergewichten“ auch erwartet hatten.
- Die Bundesanleihen (hier 5-7 Jahre) landeten 2024 leicht im Plus. Deutlich besser zeigten sich Unternehmensanleihen: IG Corporates +4,3 %
HY Corporates +8,5 %
- **Ausblick:** Unsere Übergewichten-Einstufung für Credits hatten wir mit unserem Outlook 2025 leicht gesenkt (von „+“ auf „0/+“). Für 2025 sehen wir nochmals ein überdurchschnittlich gutes Chance-Risiko-Verhältnis für Corporate Bonds.

Corporates steigerten Neuemissionen 2024 um 33 %

Investmentgrade-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)

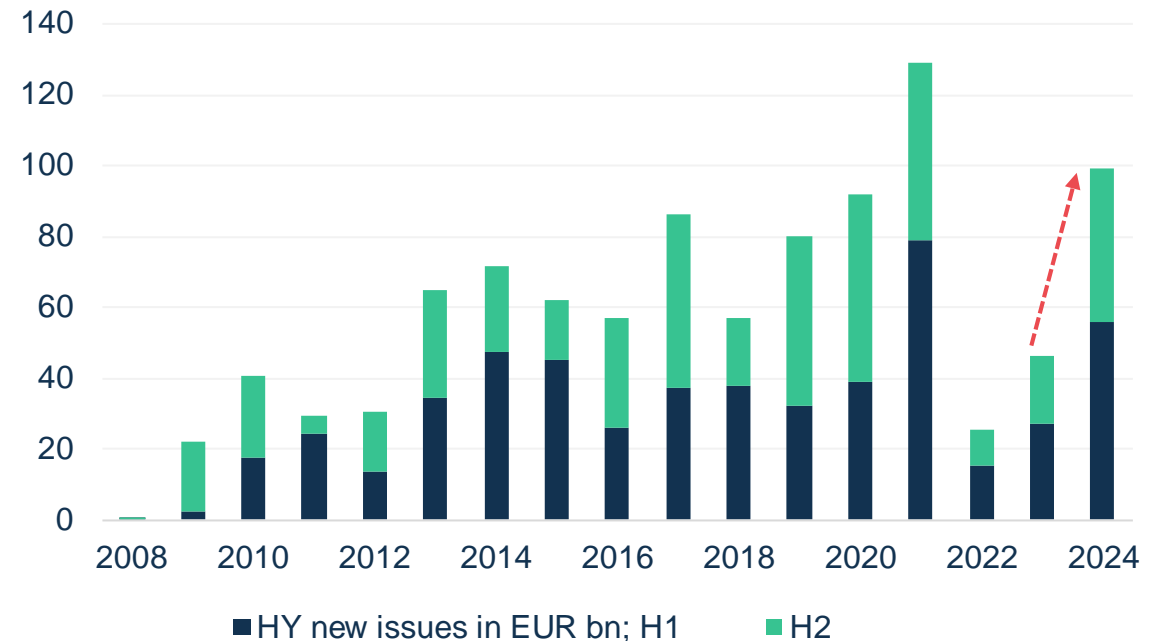


- Das Volumen der neu begebenen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Ratings stieg 2024 um 18 % auf 332 Mrd. Euro.
- Inkl. HY und Not Rated stieg das Neuemissionsvolumen 2024 um 33 % auf 442 Mrd. Euro (IG-Anteil ca. 75 %).

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

High-Yield-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)

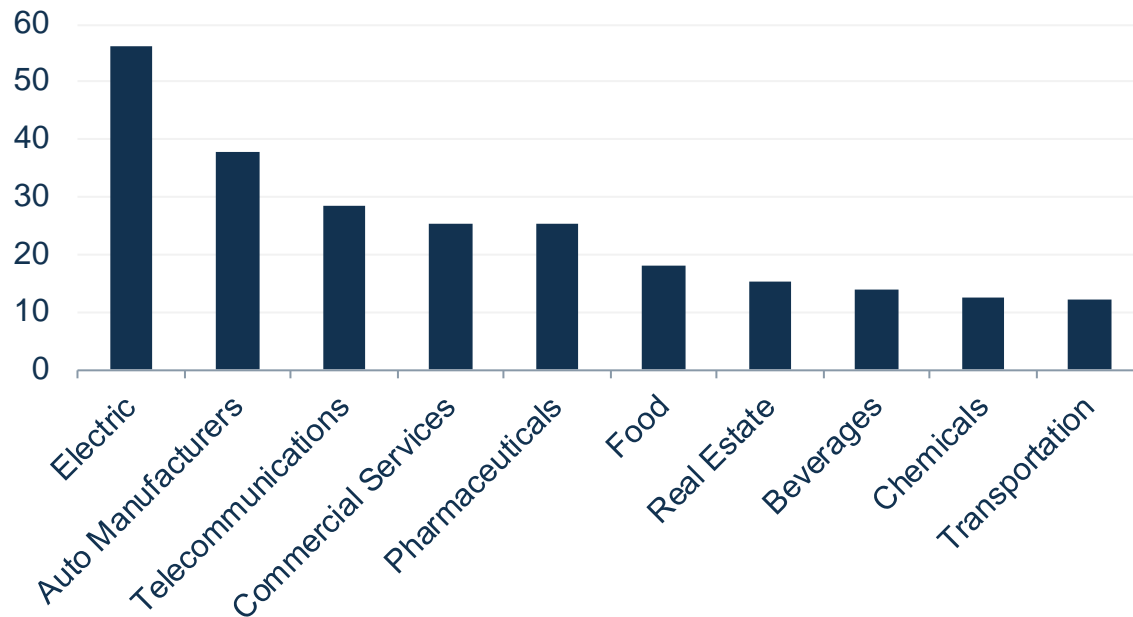


- Beim deutlich kleineren Segment der Corporate-Neuemissionen mit High-Yield-Ratings (Anteil ca. 22 %) gab es 2024 mehr als eine Verdoppelung des Volumens. Es stieg auf rund 102 Mrd. Euro.
- Die HY-Unternehmen nutzten ein rückläufiges Zinsniveau und eine gute Nachfrage der Investoren.

Versorger und deutsche Konzerne sehr aktiv

EUR-Neuemissionen 2024 nach Branchen

Top 10 Branchen, Volumen in Mrd. Euro

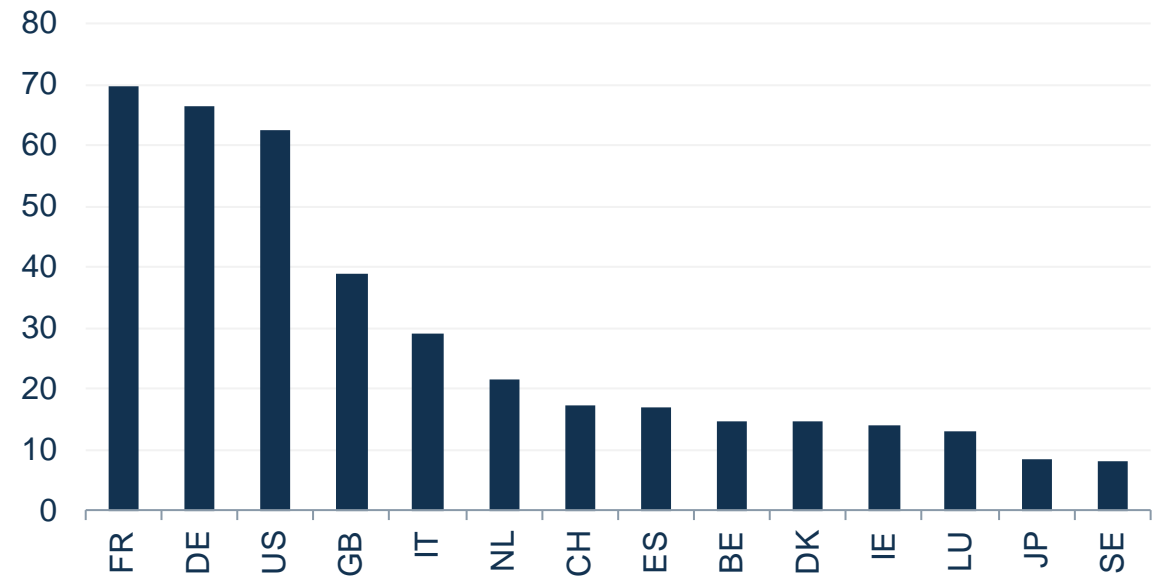


- Das größte Volumen an neuen Anleihen platzierten 2024 die Versorger (hier: Electric) mit über 50 Mrd. Euro.
- Autohersteller und Konzerne aus der Telekommunikation zählten ebenfalls zu den Top 3 – wie meist in den vergangenen Jahren.

Quelle: Bloomberg (Sektoren- und Branchen-Definition), LBBW Research

... und nach Ländern (Konzernsitz)

Corporate Bonds, Volumen in Mrd. Euro

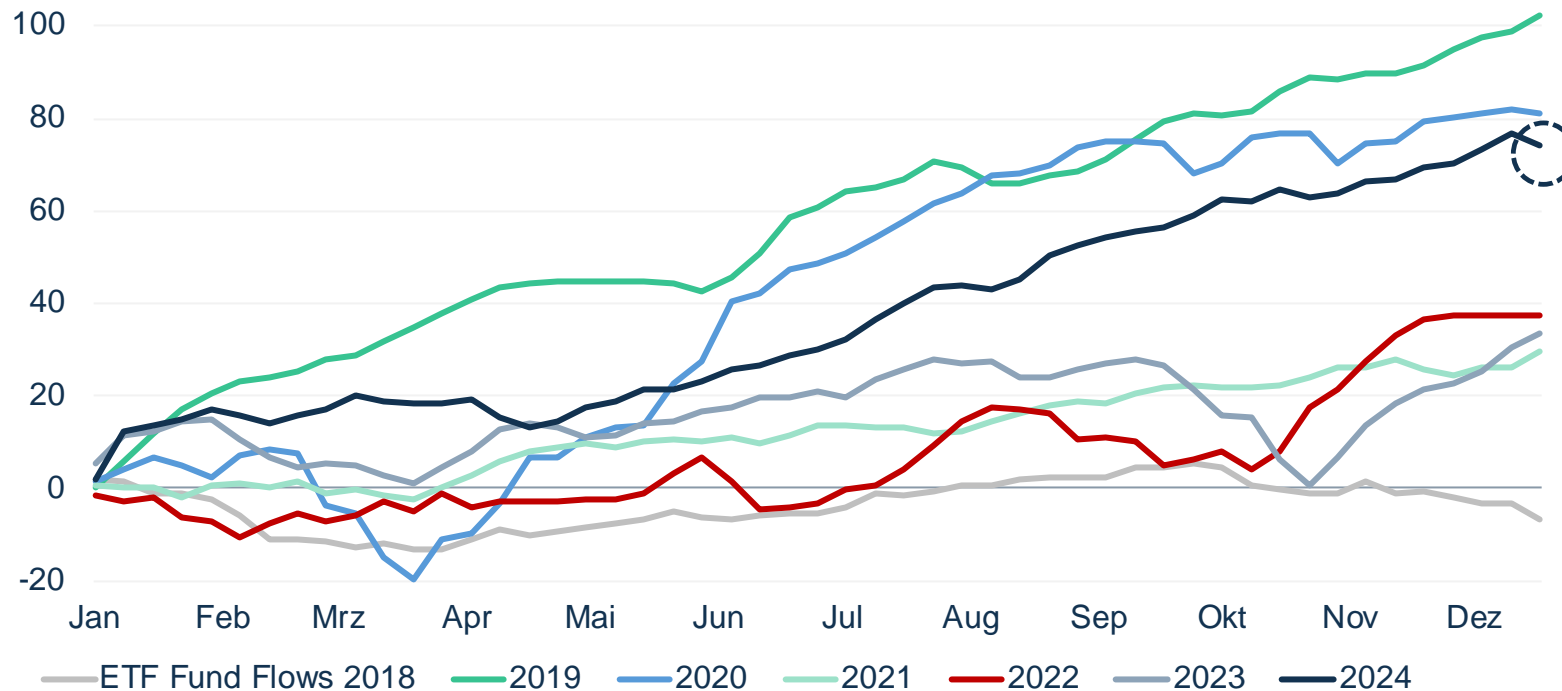


- Den Großteil der in EUR denominierten Corporate Bonds begeben europäische Unternehmen. Auch 2024 standen Konzerne mit Sitz in Frankreich und Deutschland an der Spitze (je mehr als 65 Mrd. Euro)
- Von den nicht-europäischen Emittenten stammten die meisten Unternehmen aus den USA. Es folgte Großbritannien.

Hohe Nachfrage nach Corporate Bonds

Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

Corporate Bond ETFs, globale Netto-Zuflüsse in Mrd. USD

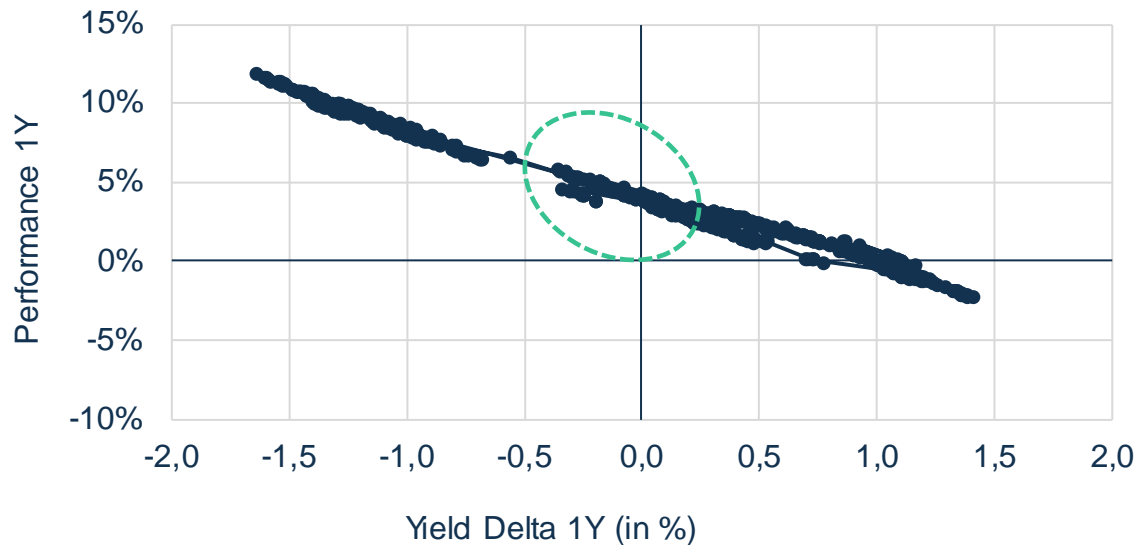


- Im Zuge guter Performance-Aussichten kauften Investoren im Jahr 2024 ein überdurchschnittlich hohes Volumen an Corporate Bonds.
- Der Wegfall der EZB als regelmäßiger Großinvestor für Investment-Grade-Corporates (2020 noch Brutto-Käufe über 100 Mrd. Euro, 2022 noch über 50 Mrd. Euro) wurde gut kompensiert.
- **Ausblick:** Wir erwarten auch für 2025 eine gute Nachfrage nach Corporate Bonds. Hierfür spricht ein relativ attraktives Renditeumfeld in Verbindung mit einer aktuellen Phase sinkender Leitzinsen.

Renditen bieten gutes Chance-Risiko-Profil

Historische 1Y-Performance IG-Index

EUR Corporate Bonds mit Ausgangsrenditen von 3,0 % bis 3,5 %

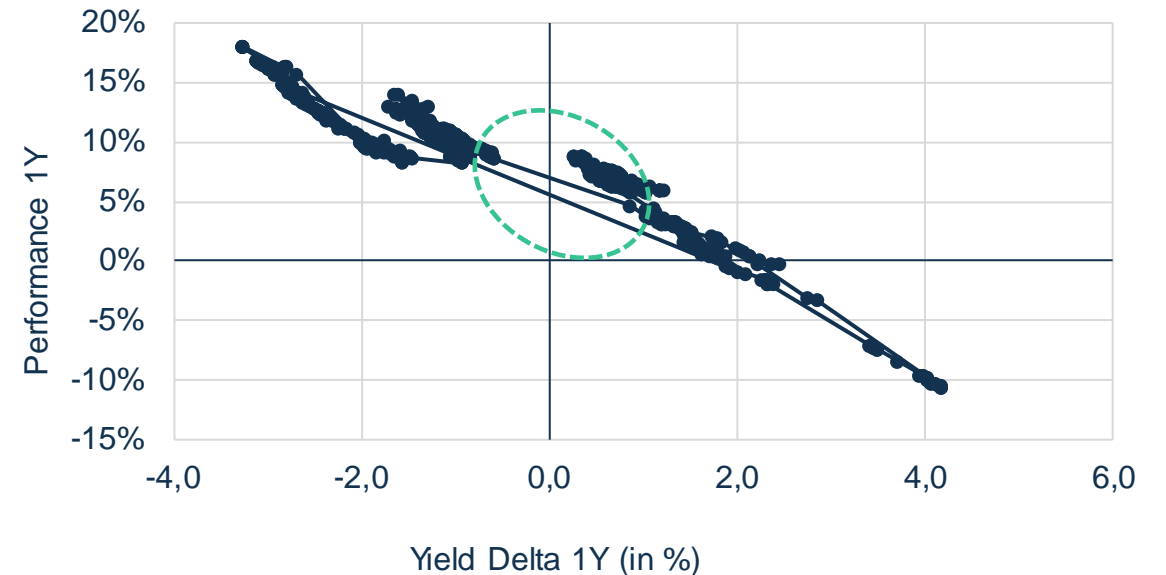


- Januar 2025: Rendite für IG-Unternehmensanleihen ca. 3,3 %
- Break-Even im historischen Vergleich: Rendite-Niveau könnte sich in zwölf Monaten um fast einen Prozentpunkt erhöhen (auf über 4 %)
- **Bei unverändertem Rendite-Niveau: Return von mind. 3 %**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Historische 1Y-Performance HY-Index

EUR Corporate Bonds mit Ausgangsrenditen von 5,5 % bis 6,5 %



- Januar 2025: Rendite für HY-Unternehmensanleihen: ca. 6,0 %
- Break-Even im historischen Vergleich: Rendite-Niveau könnte sich in zwölf Monaten um fast zwei Prozentpunkte erhöhen (auf ca. 8 %)
- **Bei unverändertem Rendite-Niveau: Return von mind. 7 %**

05

Aktien: Gewinn- optimismus vs. Zinsrisiken

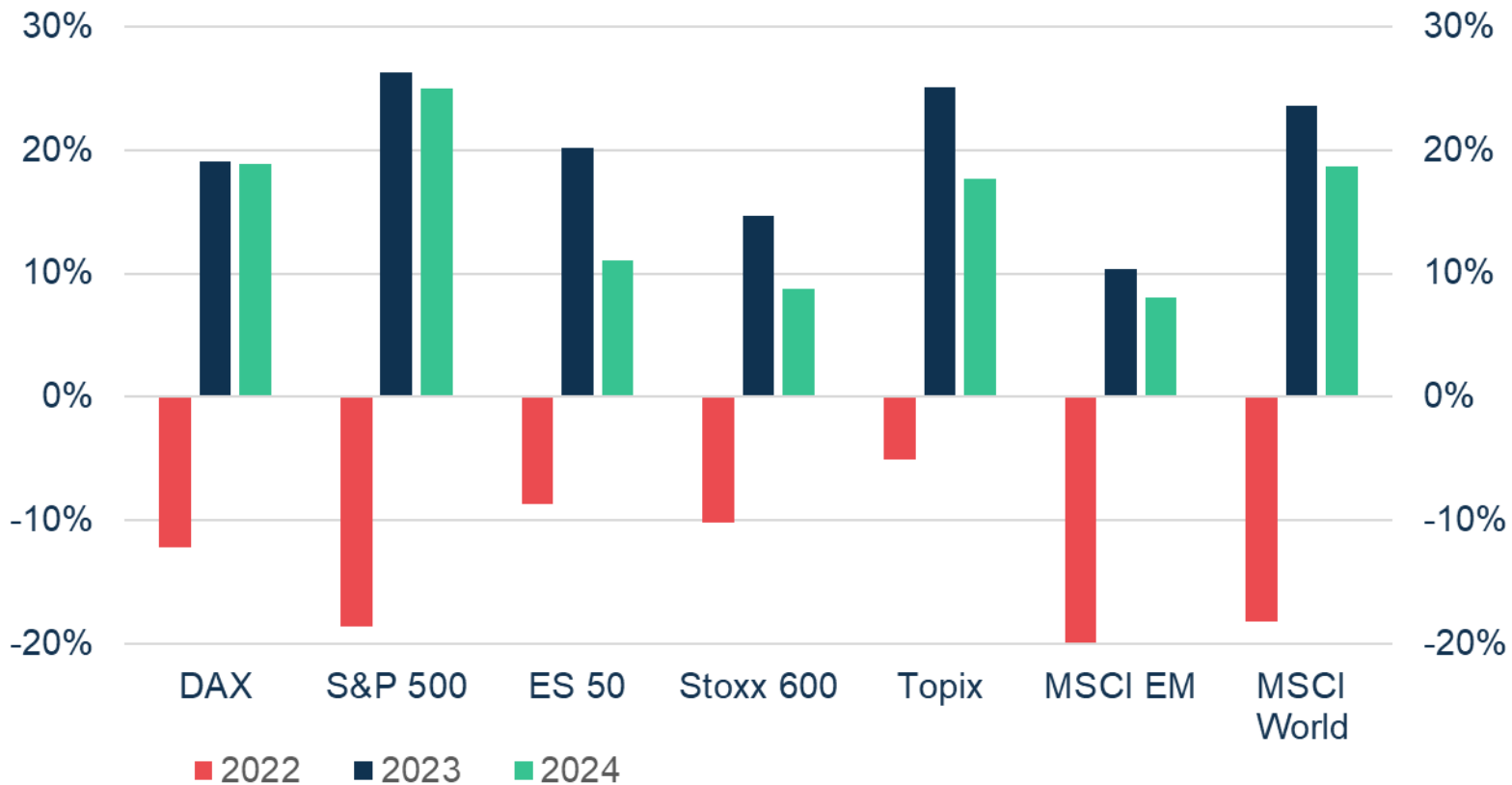


Frank Klumpp, CFA
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Zwei sehr gute Aktienjahre in Folge

Jährliche Performance Aktienmärkte

in Landeswährung incl. Dividenden, 2022-2024

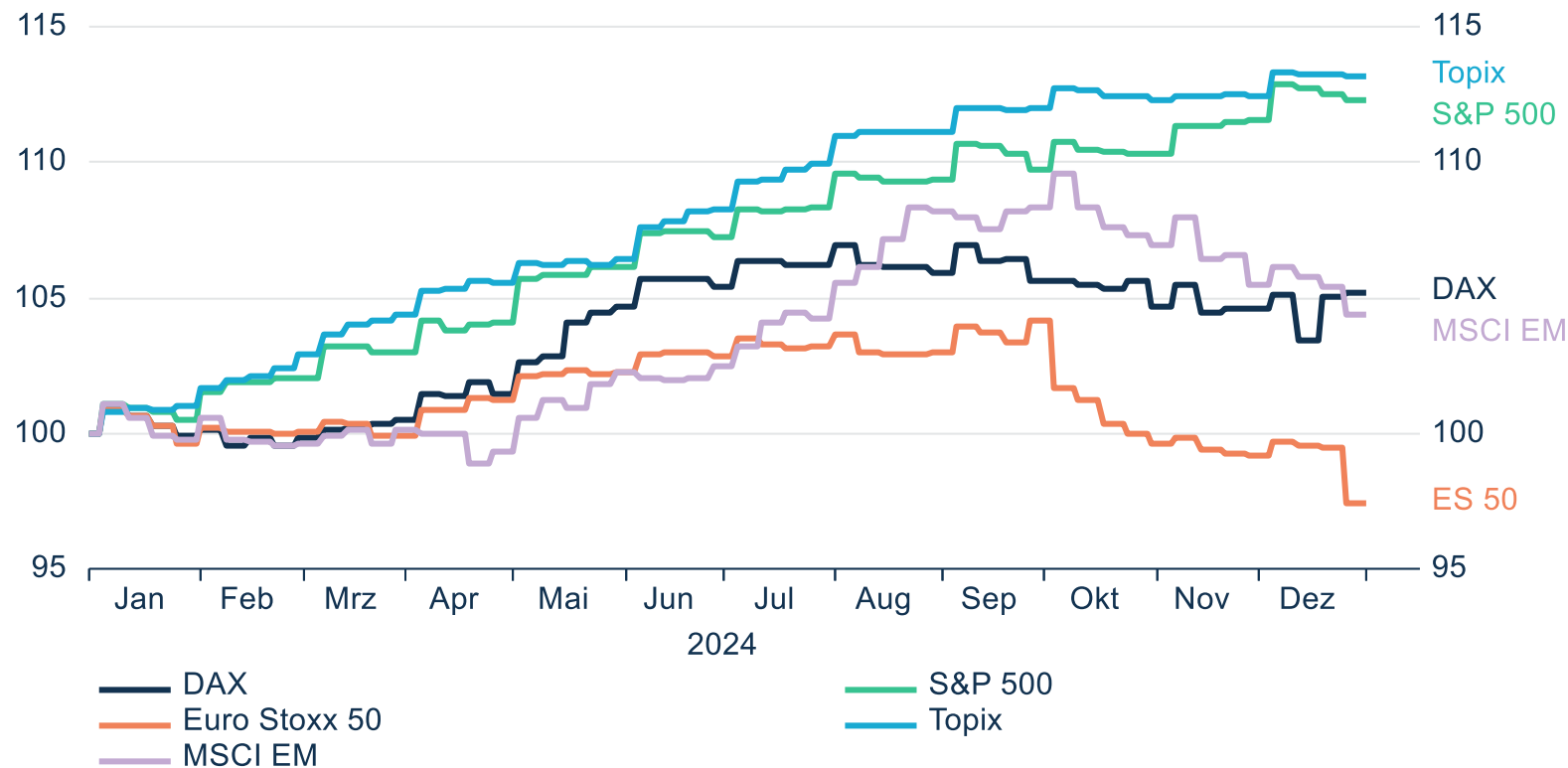


- Im Ultimovergleich steht für den DAX mit 18,8 % ein ähnliches Plus zu Buche wie 2023. Der deutsche Leitindex koppelte sich damit von der heimischen Wirtschaftsschwäche ab. Dies liegt an der Dominanz weltweit gut aufgestellter Konzerne wie SAP, Siemens, Deutsche Telekom oder der Versicherer im Index. Top-Performer: Rheinmetall.
- Vorne liegt im internationalen Vergleich wie schon 2023 die Wall Street: Der S&P 500 gewann 26,4 %. Dort verhalten vor allem KI-Titel („Magnificent 7“) zum zweiten sehr positiven Börsenjahr in Folge. Rund die Hälfte der Indexperformance entfiel auf diese Werte.
- Japanische Titel konnten 2024 die Performance des Vorjahres nicht ganz bestätigen. Schlusslicht waren erneut die Emerging Markets.

Gute Aktienperformance 2024 überwiegend von steigenden Gewinnen getragen

Gewinnentwicklung international 2024

12-Monats-Forward Gewinne, aggregiert, indexiert 31.12.2023=100

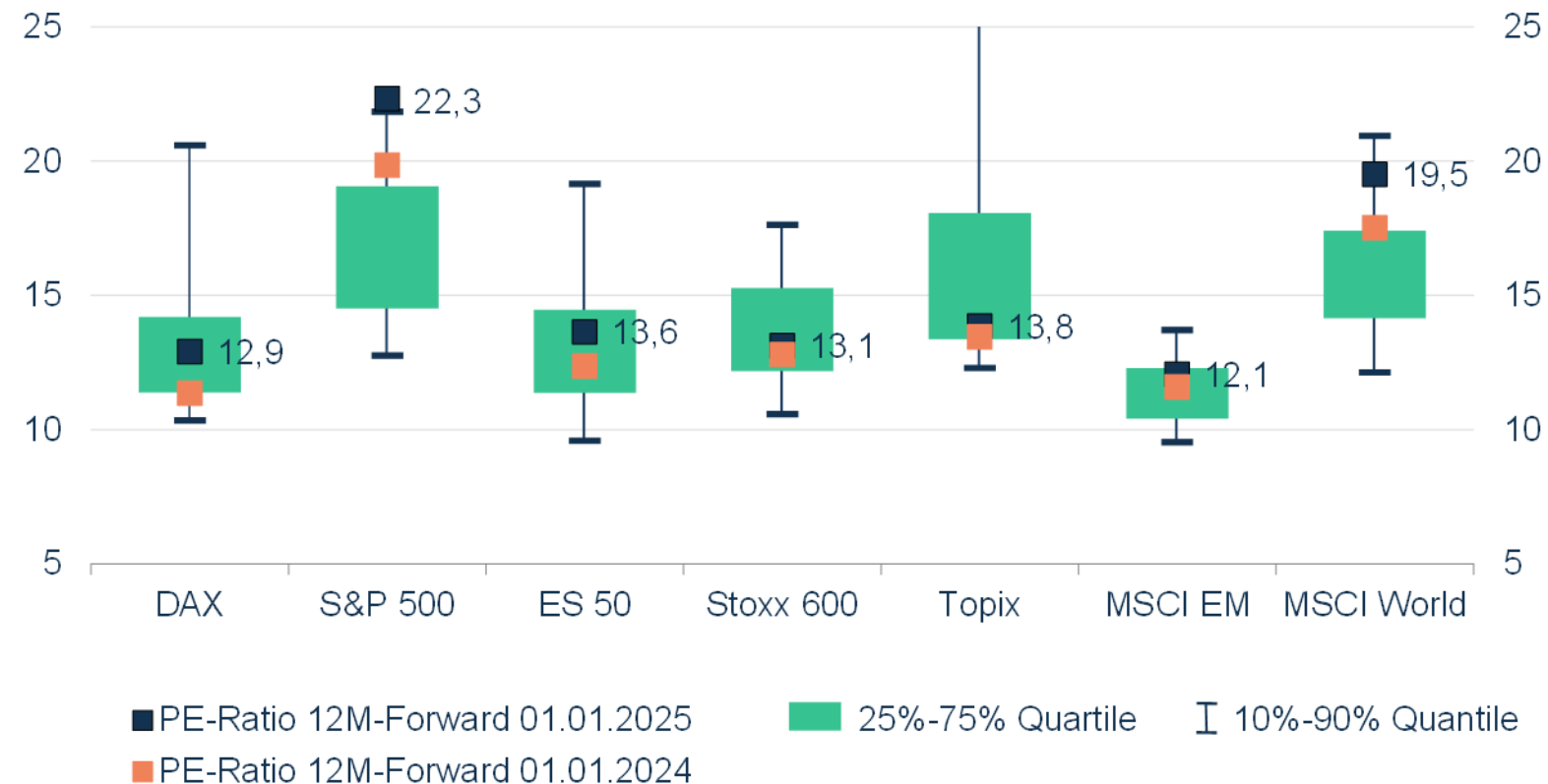


- Die positive Entwicklung an den Aktienmärkten in den USA und in Japan wurde von steigenden Gewinnen flankiert. Die 12-Monats-Forward-Gewinne legten im Jahresverlauf um 12,3 % (S&P 500) bzw. 13,1 % (Topix) zu.
- Die Gewinne des DAX und des MSCI Emerging Markets legten dagegen nur um rund 5 % zu.
- Am Schwächsten entwickelten sich die Gewinne beim Euro Stoxx 50. Dort schlägt die schwache Entwicklung in den Sektoren Automobil, Konsum und Energie besonders durch.

2024 brachte global höhere KGV-Bewertungen

Bewertung international

12-Monats-Forward KGV, Bandbreiten seit 1999



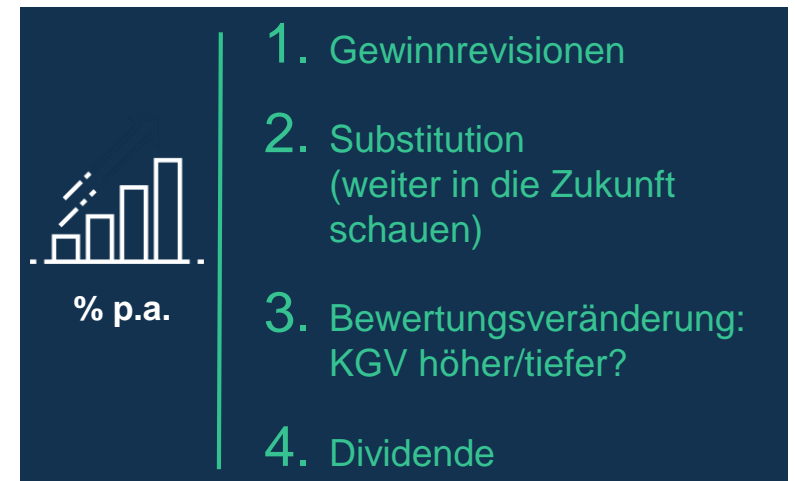
- Im Verlauf des Jahres 2024 weiteten sich die KGVs in sämtlichen Regionen aus.
- Nach einer knapp 13-prozentigen Multiple-Expansion hat der S&P 500 ein KGV von 22,3 erreicht. Damit ist der US-Markt sowohl im historischen Vergleich als auch im Vergleich zu den übrigen Märkten teuer.
- Nur an 8 % der Tage seit 1999 waren US-Aktien höher bewertet als derzeit.
- Der US-Markt ist üblicherweise höher bewertet als die übrigen Regionen. Das Median-KGV seit 1999 liegt bei 16,5, das Median-KGV der übrigen Märkte bei 12,8. Der Unterschied ist u.a. auf bessere Eigenkapitalrenditen und ein höheres Gewinnwachstum zurückzuführen.

Der Gewinneffekt speist sich aus zwei Quellen: Revisionen und Substitution

Kontributionsanalyse der jährlichen Indexperformance

$$\begin{aligned} \text{Indexstand DAX} &= 12\text{MF-Gewinn DAX} * \text{KGV DAX} \\ \text{YoY\% DAX} &= \underbrace{\text{YoY\% 12MF-Gewinn DAX}} * \text{YoY\% KGV DAX} + \text{Dividende\%} \\ &= \\ &\text{YoY\% Gewinnrevisionen FY1} \\ &+ \text{YoY\% Substitutionseffekt} \\ &\quad (\text{FY2 berücksichtigen}) \end{aligned}$$

Quellen der Performance:

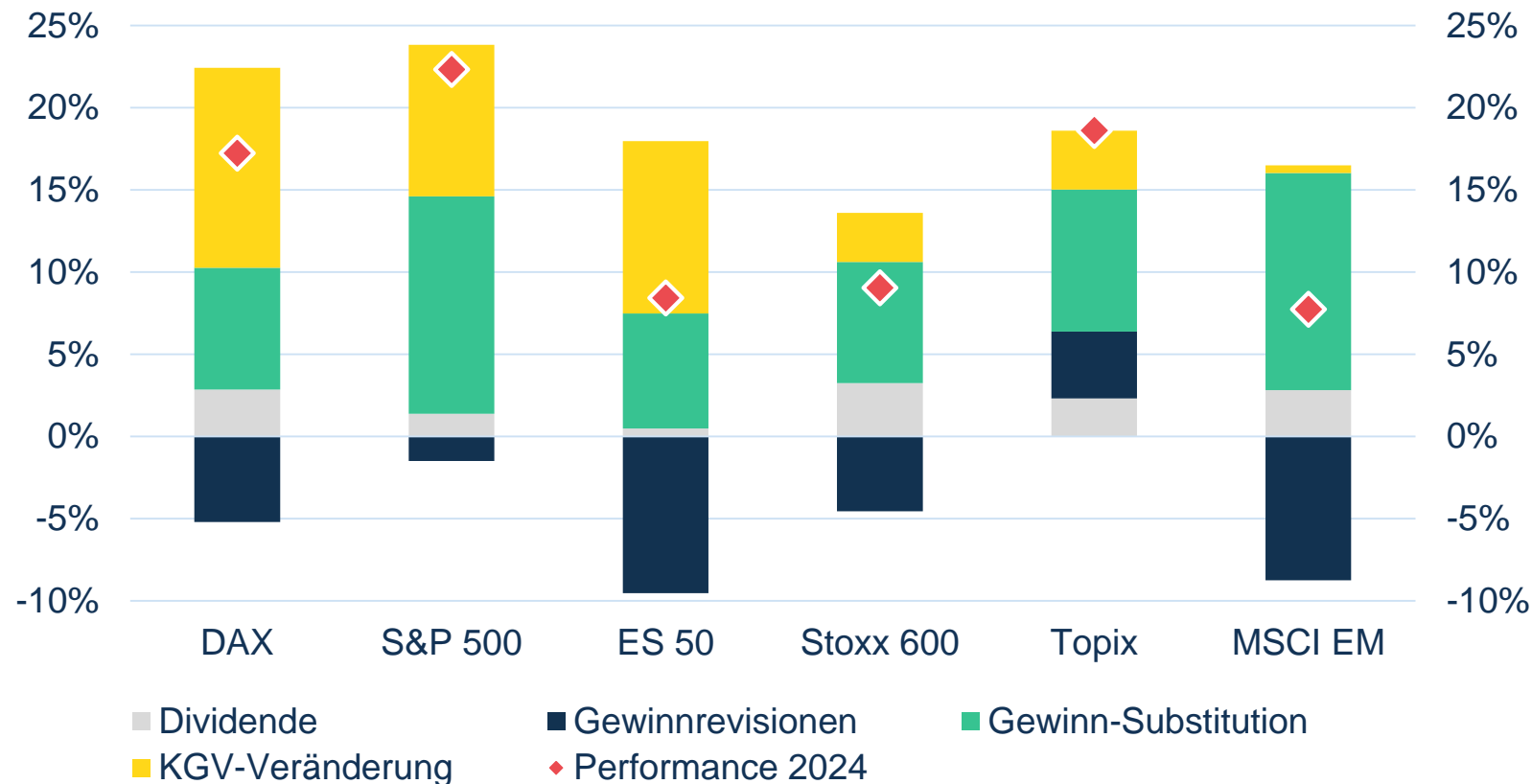


Quelle: LBBW Research, Legende: YoY%=Jahresveränderungsrate, FY = Fiskaljahr, 12MF=12 Monats-Forward

Performancequellen 2024: Gewinnerwartungen und KGV-Expansion hoben die Indizes nach oben

Index-Performance global: Kontributionsanalyse

Performancebeiträge 2024 in %



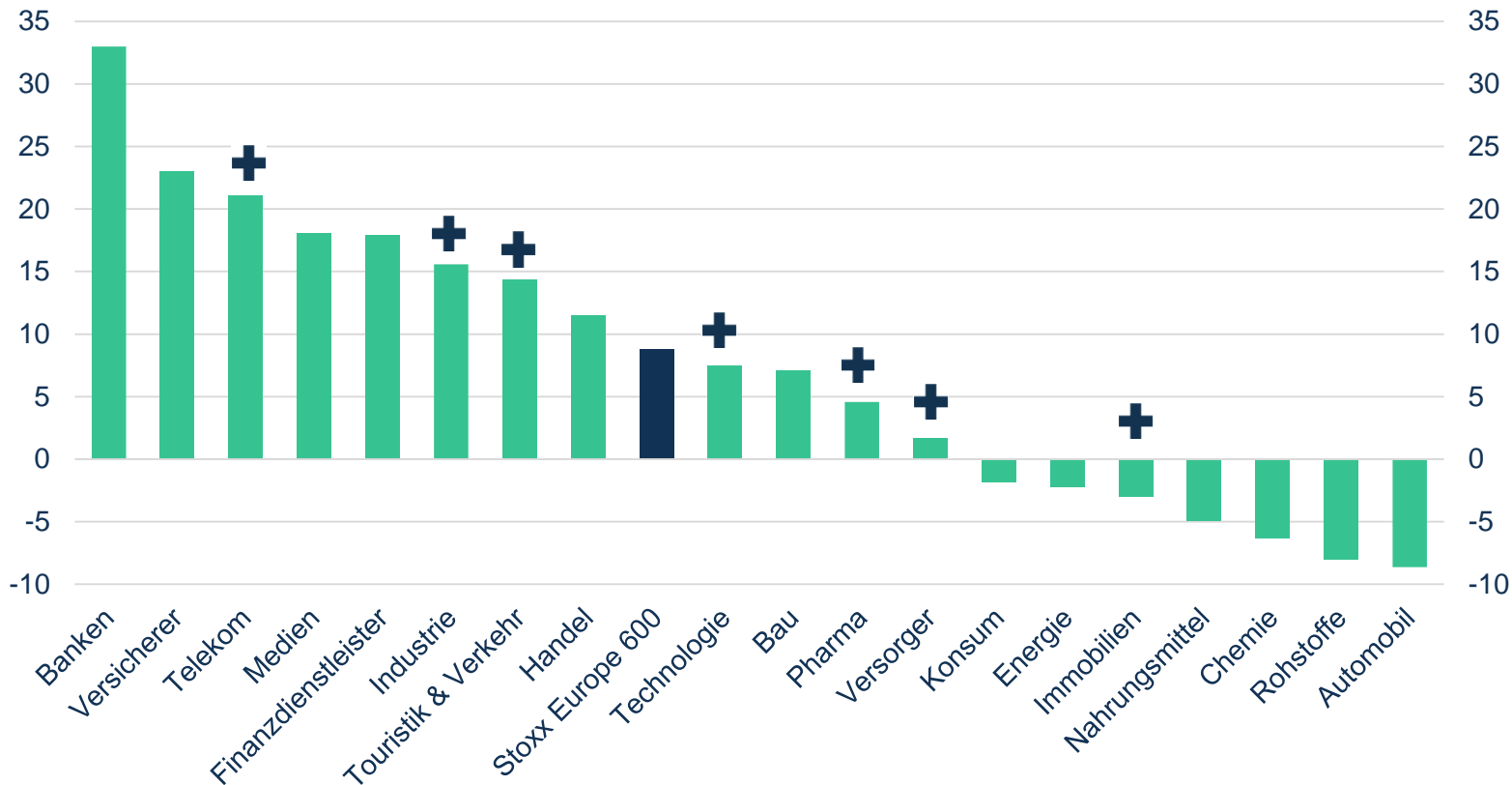
- Bei den meisten Indizes waren negative Gewinnrevisionsen zu beobachten, so auch beim DAX.
- Dies wurde jedoch vom Substitutionseffekt überkompensiert. Insgesamt ließ sich mit Gewinnen und Dividenden trotz nennenswerter Abwärtsrevisionsen nahezu 6 % der DAX-Performance erklären.
- Die tatsächliche Performance 2024 lag deutlich höher. Dies ist auf eine starke KGV-Ausweitung („Multiple-Expansion“) um über 12 % zurückzuführen, von 11,4 auf 12,9.
- Wie der DAX zeigten auch die übrigen Indizes eine Multiple-Ausweitung.
- Allein der Topix überzeugte durch Aufwärtsrevisionsen, Multiple Expansion und Gewinnoptimismus gleichzeitig.

Quelle: LSEG, I/B/E/S, LBBW Research; Berechnungen auf Basis logarithmierter Renditen

Top-Sektoren 2024: Banken, Versicherer, Telekom

Branchenperformance Europa

Performance Stoxx-Sektoren 2024 in %



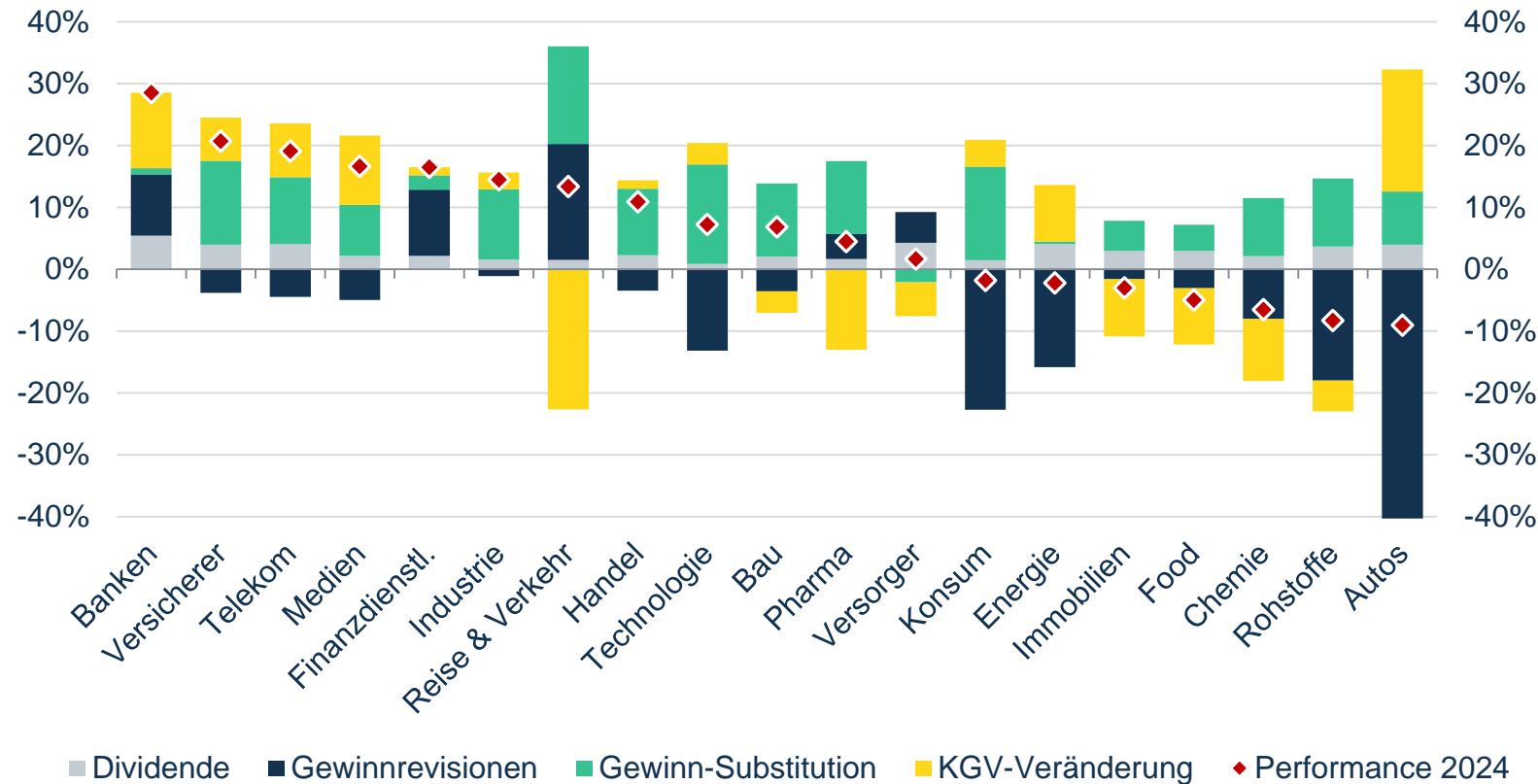
Quelle: LSEG, Stoxx, LBBW Research; + = aktuelle Favoritenbranchen

- Die Sektoren **Banken, Versicherer und Telekom** entwickelten sich im Jahr 2024 am besten.
- Bei unserer bisherigen Favoritenbranche „**Banken**“ sehen wir inzwischen kein weiteres Potenzial für Outperformance. Wir haben den Sektor herabgestuft, da die Probleme zunehmen, sowohl von Zins- als auch von Konjunkturseite.
- Unsere derzeitigen Favoritenbranchen bilden ein breit diversifiziertes Spektrum ab: Mit einer Mischung aus Defensivsektoren (**Telekom, Pharma, Versorger**), Branchen mit strukturellen Wachstumstrends (**Tech, Industrie**), dem von Handelsrestriktionen weniger belasteten Sektor **Touristik und Verkehr** sowie den von sinkenden Zinsen profitierenden **Immobilien**aktien dürfte der Start ins Jahr 2025 gelingen.

Performancequellen Sektoren: Nur fünf Branchen mit Gewinn-Aufwärtsrevisionen

Index-Performance Sektoren: Kontributionsanalyse

Performancebeiträge 2024 in %



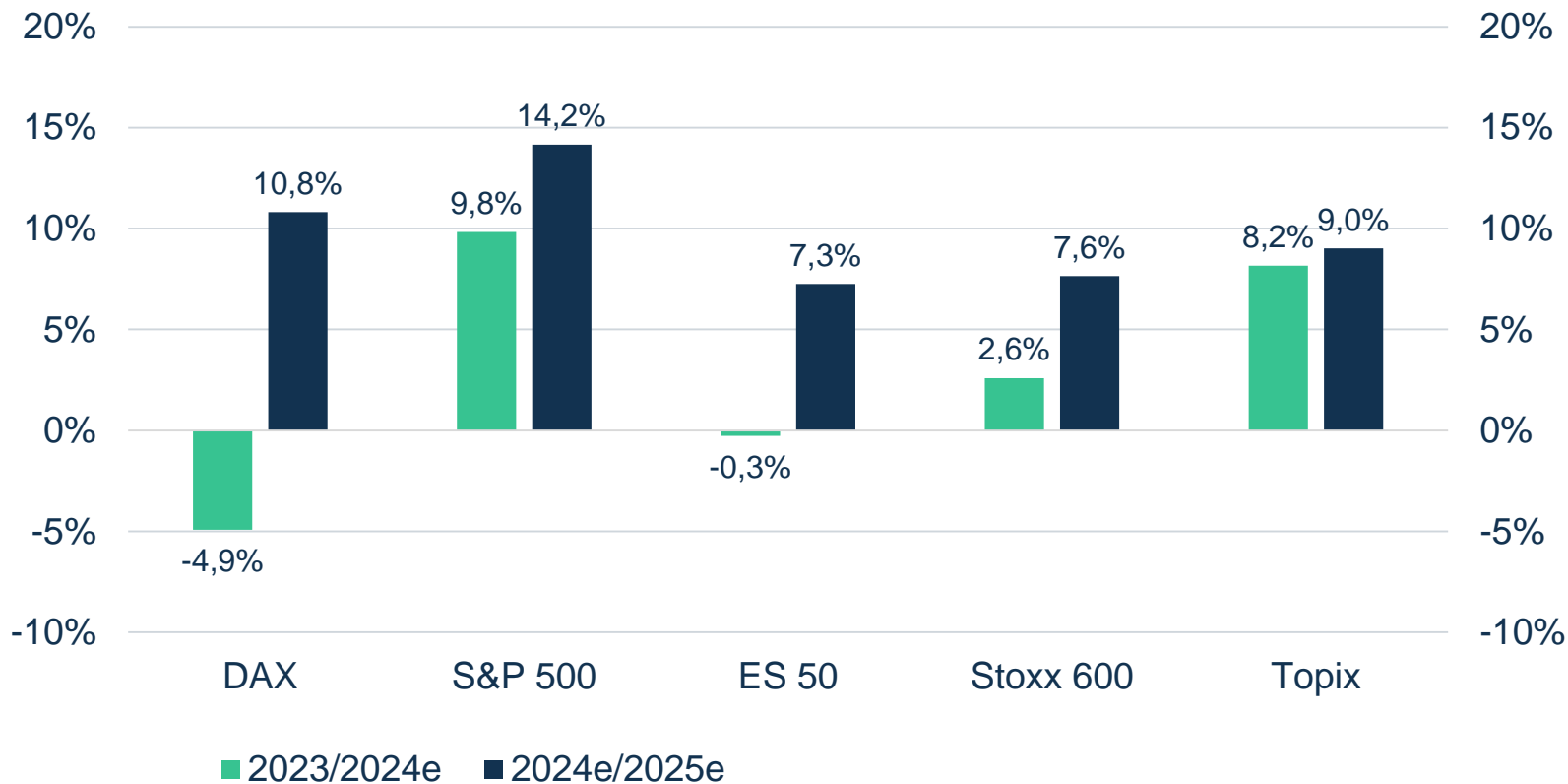
- Die Kontributionsanalyse für die Sektoren zeigt ein deutlich heterogeneres Bild als die Betrachtung der einzelnen Regionen.
- Die 2024er Top-Branche Banken zeigt, dass die gute Performance auf allen vier Komponenten beruhte. Dabei fällt auf, dass der Gewinnfaktor nahezu ausschließlich von Revisionen getragen wurde.
- Die umfangreichsten Abwärtsrevisionen erfuhr Automobile: Die Gewinne wurden auf Sektorebene im Jahresverlauf um 40% gesenkt!
- Eine interessante Konstellation weist unsere Neuaufnahme Reise & Verkehr auf: Hier wurden die Gewinne stark nach oben revidiert, auch der Substitutionseffekt ist hoch. Die Performance wurde indes durch eine ausgeprägte Multiple-Kompression gebremst.

Quelle: LSEG, I/B/E/S, LBBW Research; Berechnungen auf Basis logarithmierter Renditen

Gewinnerwartungen für 2025 sind bereits recht optimistisch

Gewinnwachstum international

in %, im Vergleich zum Vorjahr

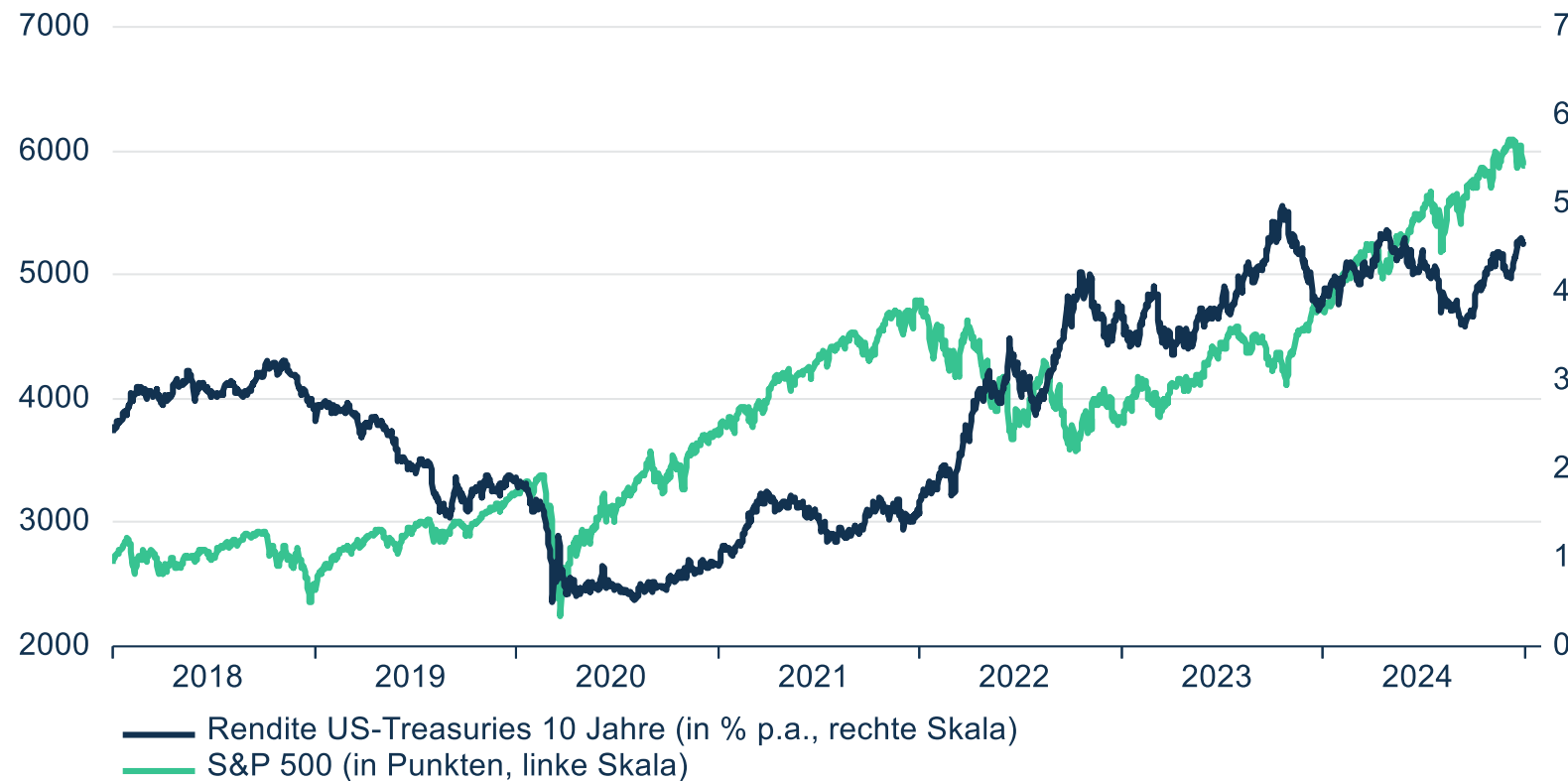


- Mit Blick auf das Jahr 2025 wird auf aggregierter Indexebene ein Gewinnwachstum zwischen 7,3 % (Euro Stoxx 50) und 14,2 % (S&P 500) erwartet.
- Der Gewinnoptimismus in den USA wird unterstützt von avisierten Steuersenkungen und Deregulierungen, die u.a. Energie- und Finanzunternehmen helfen dürften.
- In Deutschland wird, nach einem Rückgang im Jahr 2024, für das laufende Jahr wieder ein zweistelliges Gewinnwachstum erwartet.
- Die Messlatte der Gewinnerwartungen liegt hoch.

Zinsrisiken könnten 2025 die Aktienmärkte ausbremsen

Renditen US-Treasuries und S&P 500

in Indexpunkten bzw. in %



- Angesichts hoher Bewertungen in Verbindung mit bereits hohen Erwartungen im Hinblick auf das Gewinnwachstum scheint der US-Aktienmarkt weniger robust gegenüber schlechten Nachrichten.
- Ein möglicher Trigger für Rückschläge an den Aktienmärkten könnten, in einem Risikoszenario, steigende Zinsen bzw. Renditen sein.
- Dies war beispielsweise im Jahr 2022 der Fall, als die Renditen zehnjähriger US-Treasuries innerhalb des ersten Halbjahres um nahezu zwei Prozentpunkte zulegten.

06

Prognosen und Asset Allokation: Renten und US- Assets bevorzugen

Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
+49 (0) 711 – 127 – 76 580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur



- Deutsches BIP: Nur Mini-Wachstum von 0,1% in Q3 nach -0,3% in Q2.
- Frühindikatoren haben sich in H2 2024 weiter eingetrübt. Wegen drohenden Handelskonflikts mit USA auch 2025 keine Besserung in Sicht
- Inflation im Euroraum und in Deutschland zuletzt wieder erhöht



Aktienmärkte



- Trump-Regierung bringt Impuls für US-Unternehmen und belastet europäische
- Aufwärtsbewegung in den USA verbreitert sich
- Im Jahresverlauf 2025 für europäische Aktien wieder Auftrieb durch Zinssenkungen und Währungsgewinne



Zinsumfeld



Geldmarkt / Notenbanken

- Fed:
Eine weitere Zinssenkung im Jahr 2025, Fed Funds dann per Ende 2025 bei 4,25% erwartet
- EZB:
Fünf weitere Zinssenkungen um 25 Bp im Jahr 2025, Einlagesatz per Ende 2025 bei 1,75 % erwartet



Devisen



- US-Renditevorteil sollte sich kräftig ausweiten
- US-Dollar mit Rückenwind nach dem Wahlsieg Donald Trumps
- Standort USA gilt als attraktiver



Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- Schwache Ölnachfrage setzt Ölpreise unter Druck
- Goldpreis korrigiert nach US-Wahl. Ein stärkerer US-Dollar und die Aussicht darauf, dass die Fed die Leitzinsen nun weniger stark senkt, belasten

Renditen

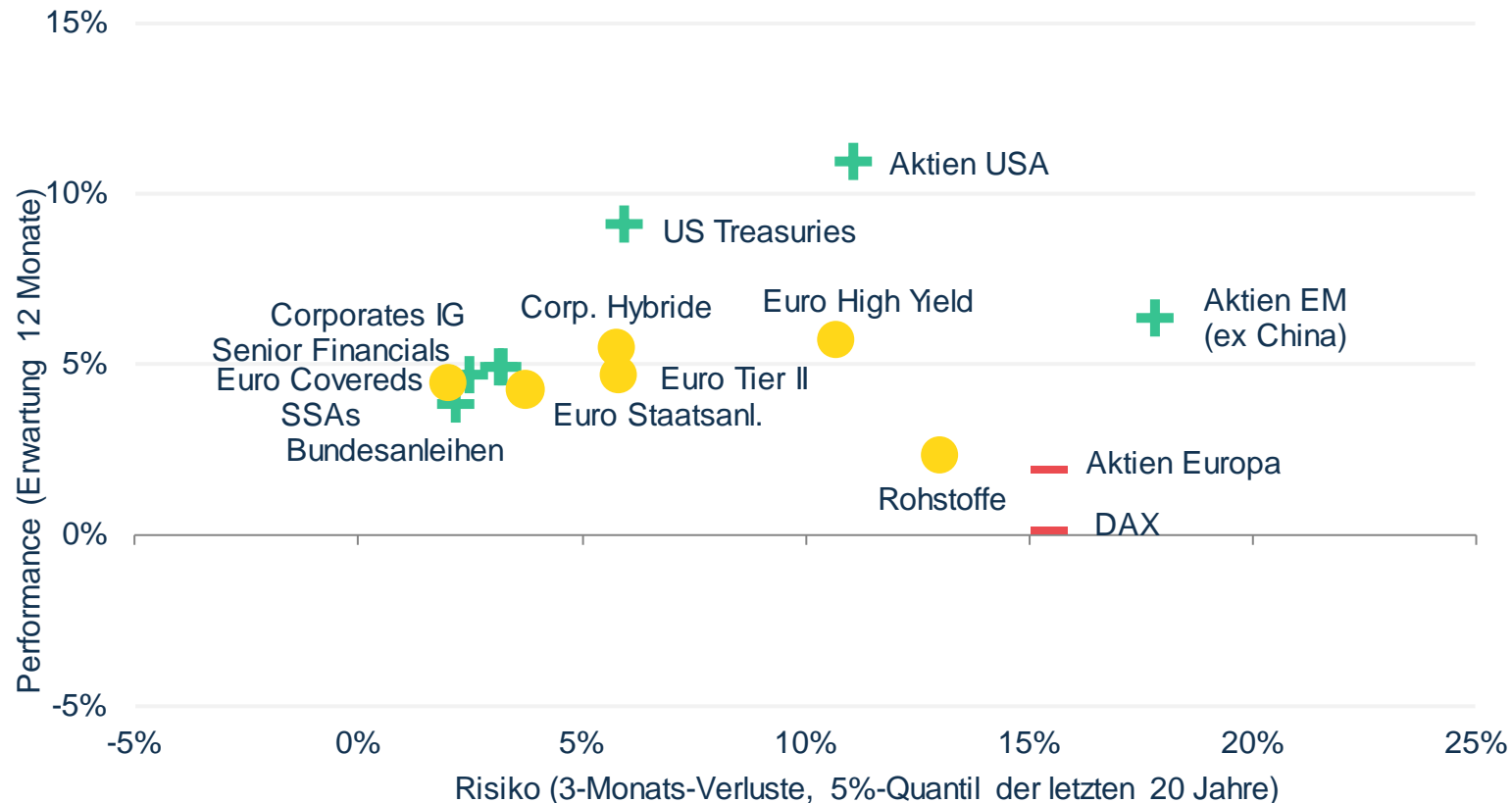


- EUR-Langfristzinsen:
Kurzfristig dominieren die Aufwärtsrisiken;
Tendenz auf mittlere Frist seitwärts erwartet

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Hinweis: Unsere USD-Prognose führt hier zu einem positiven Effekt von rund 4 % bei den in US-Dollar notierten Assetklassen. Davon profitieren neben US-Aktien und US-Treasuries auch Rohstoffe und Emerging Markets Aktien.

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/+	+ 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	+ Gesundheit Immobilien Industrie Reise & Verkehr Technologie 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	+ USD, GBP 0 JPY, CNY - CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/- Edelmetalle 0/+ Industriemetalle 0 Energie	- Gold 0 Silber 0 Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0 High Street Einzelhandel 0/- Büro	0 Deutschland	

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass Dezember)

Konjunktur					
in %		2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,4	-0,1	0,0	-0,2
	Inflation	6,9	5,9	2,2	2,1
Euroraum	BIP	3,6	0,4	0,8	0,4
	Inflation	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	BIP	2,5	2,9	2,7	2,0
	Inflation	8,0	4,1	3,0	3,0
China	BIP	3,0	5,2	3,5	3,8
	Inflation	2,0	0,2	0,5	1,3
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,0
	Inflation	8,7	5,3	2,7	2,9

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
EZB Einlagesatz	3,00	2,50	2,00	1,75
Bund 10 Jahre	2,45	2,40	2,25	2,20
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,62	4,70	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	113	130	130	120

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
DAX	20 216	19 000	19 000	20 000
Euro Stoxx 50	4 987	4 850	4 800	4 900
S&P 500	5 975	6 100	6 200	6 300
Nikkei 225	39 365	38 000	38 000	40 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
US-Dollar je Euro	1,04	1,02	1,00	1,00
Franken je Euro	0,94	0,95	0,96	0,98
Pfund je Euro	0,83	0,82	0,82	0,81
Gold (USD/Feinunze)	2 650	2 600	2 500	2 400
Öl (Brent - USD/Barrel)	75	75	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

60 % Hauptszenario

- 1) US-Einfuhrzölle steigen deutlich; Handelskrieg der USA mit China; EU reagiert mit Vergeltungszöllen; Rezession in Deutschland/Euroraum; Starker Anstieg der US-Verschuldung; Trumps Politikmix wirkt inflationär; Fed setzt Zinssenkungen aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen.
- 2) EZB senkt Leitzinsen in den leicht expansiven Bereich, Bundrenditen fallen moderat wegen Konjunkturangst und EZB-Zinssenkungen. Renditedifferenz USA zum Euroraum steigt weiter, Dollar legt zu.
- 3) Schwieriges Umfeld für europäische Aktien; US-Aktien profitieren zunächst; Credit Spreads steigen leicht.
- 4) Geopolitik: Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine. Keine Entspannung in Nahost.

15 % Positivszenario

- 1) Trump-Politik moderater als im Wahlkampf signalisiert („Dealmaker“).
- 2) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf.
- 3) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt.
- 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

15 % Negativszenario I „Geopolitik“

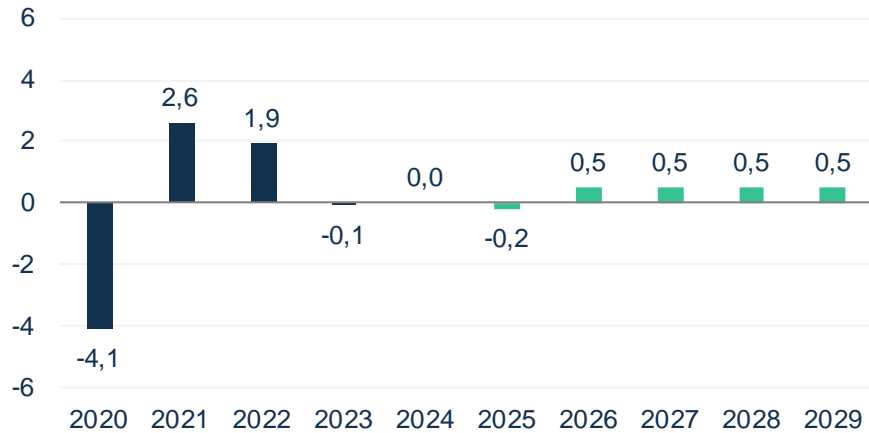
- 1) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet.
- 2) Rezession: Notenbanken (Fed, EZB) senken Leitzinsen zügig in den expansiven Bereich, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 3) „Risk-off“: Aktien fallen stark, Dollar steigt ggü. Euro. Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II „Inflation“

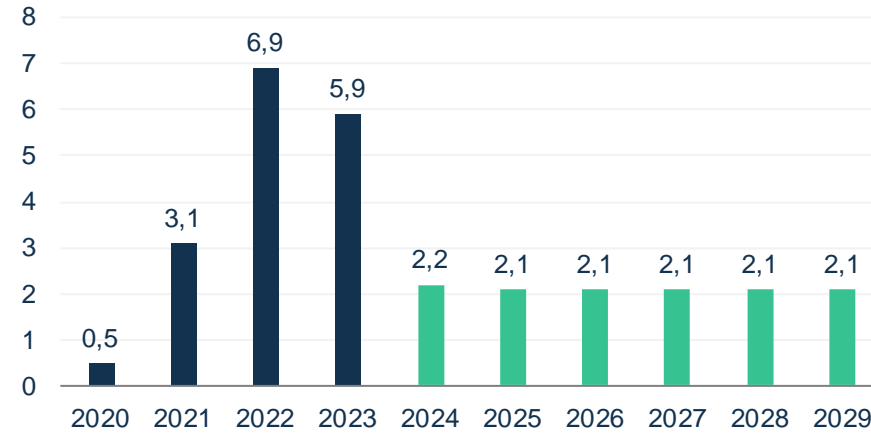
- 1) Weltweiter Inflationsschub erfasst auch Europa. Zweitunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken beenden Leitzinssenkungen, Fed schwenkt in Wortwahl zu Straffungsneigung um.
- 3) Renditen am Rentenmarkt steigen wegen „Tightening Bias“ der Notenbanken und steigender Inflationsprämien.
- 4) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Erneuter Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (60 %)

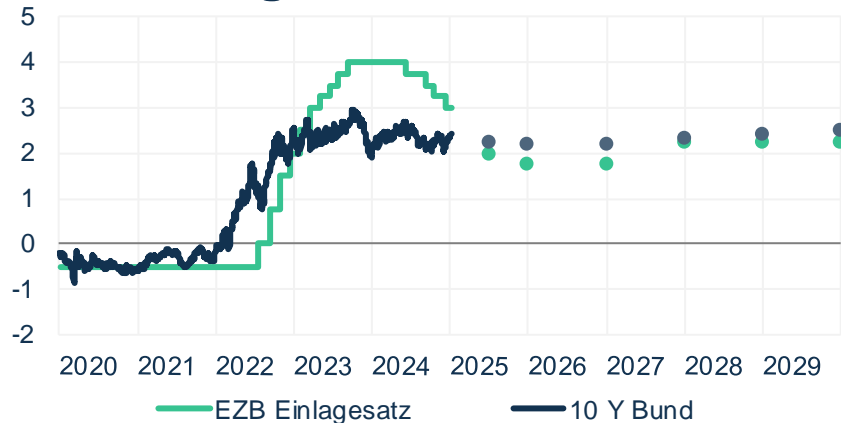
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



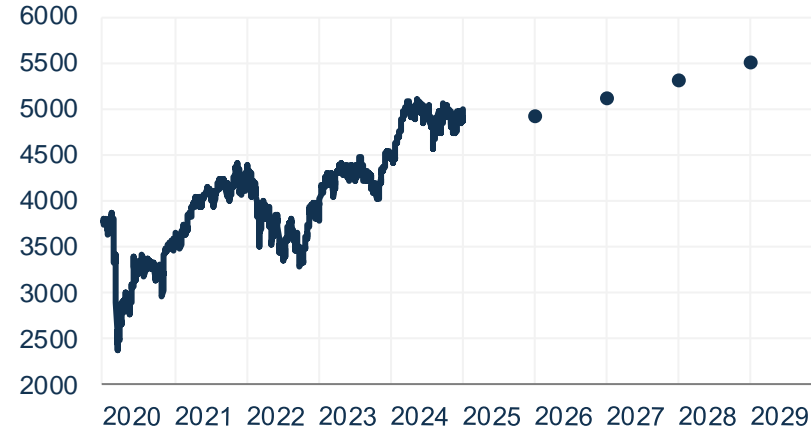
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

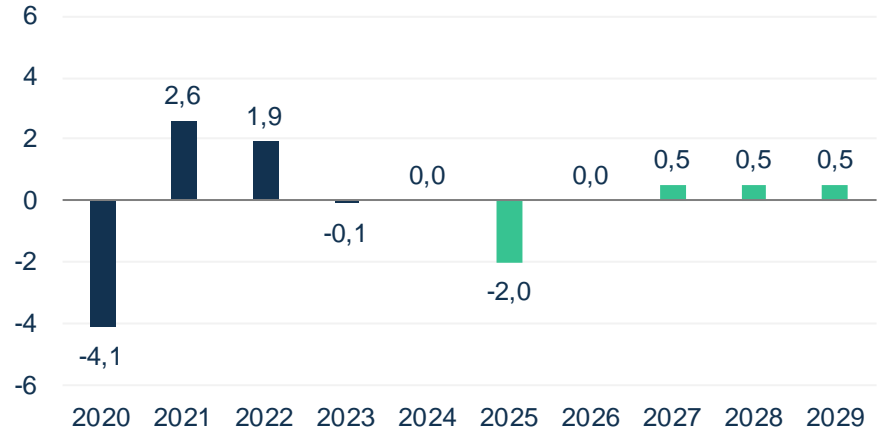


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

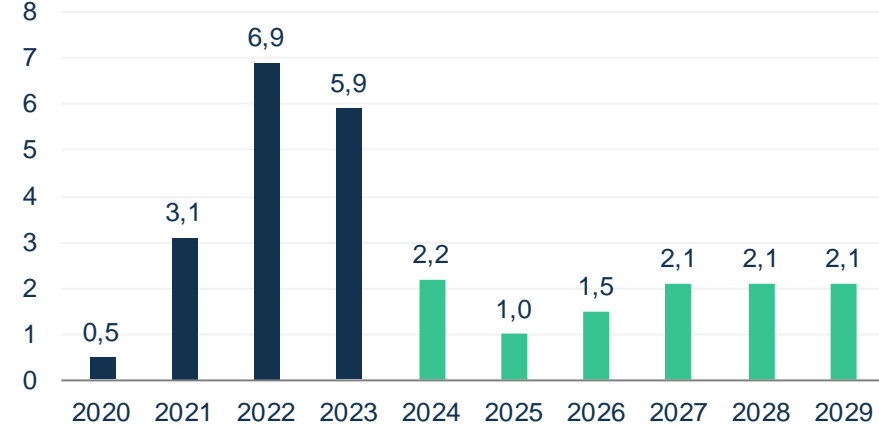
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik“ (15 %)

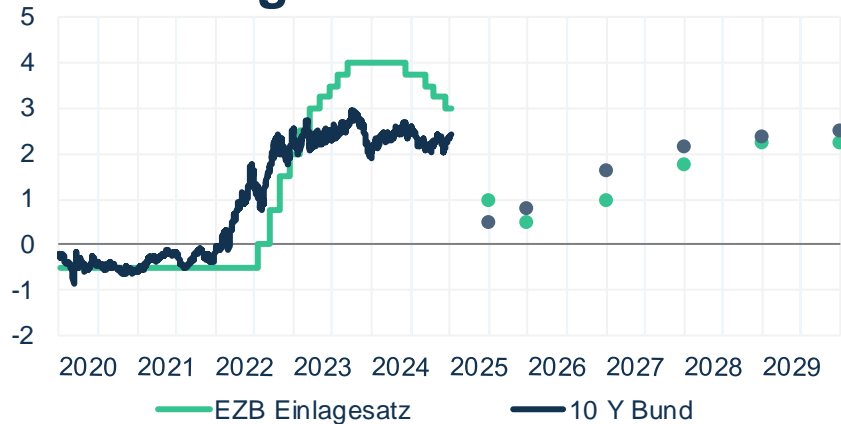
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



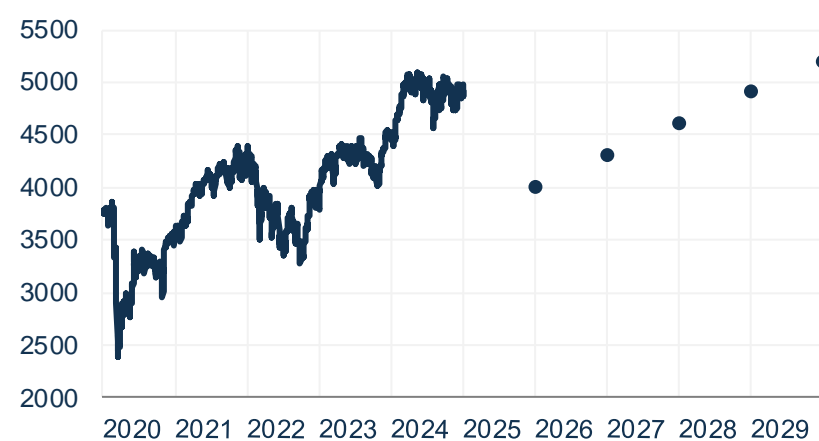
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

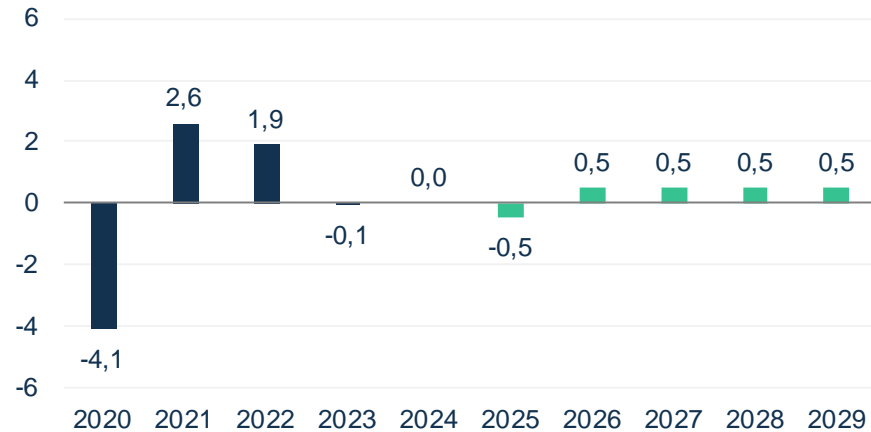


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

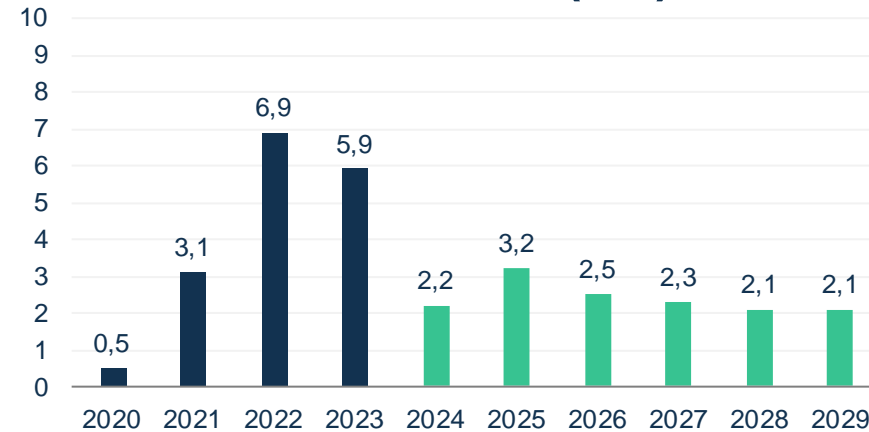
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 2) Inflation hartnäckiger (10 %)

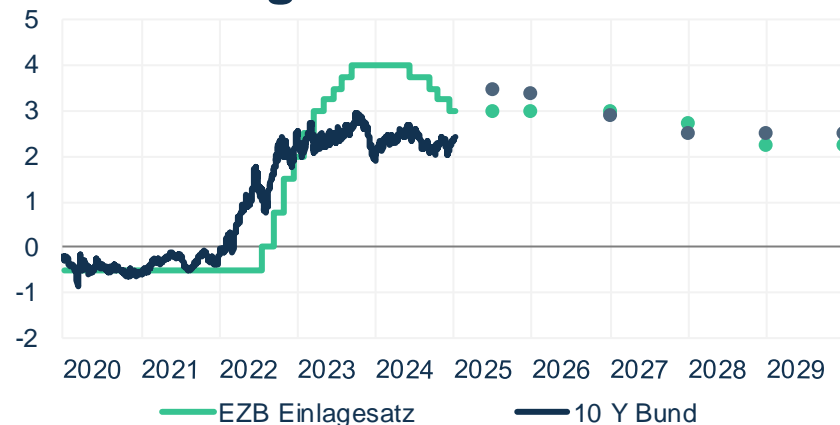
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

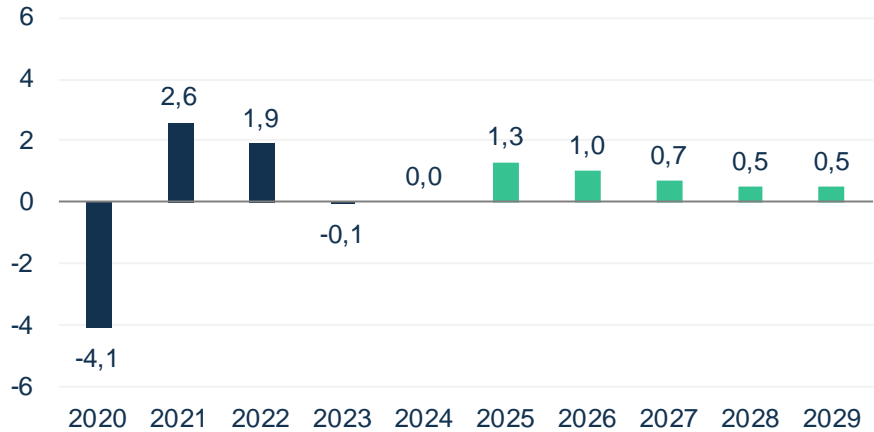


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

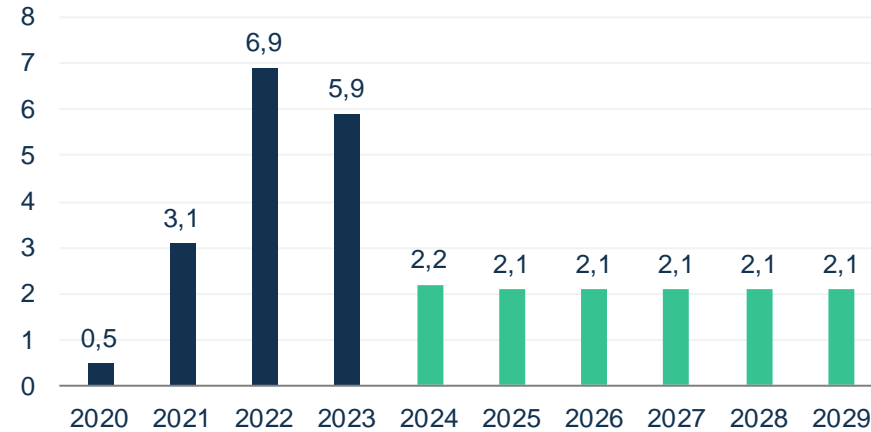
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (15 %)

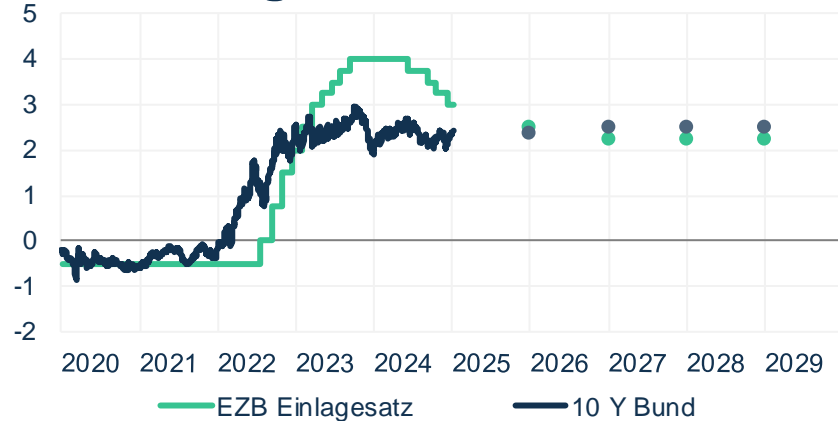
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



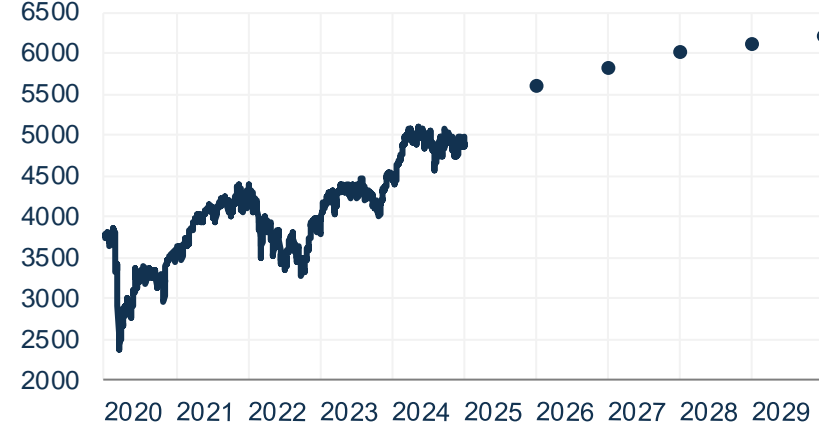
Deutschland Inflation (J/J)*



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

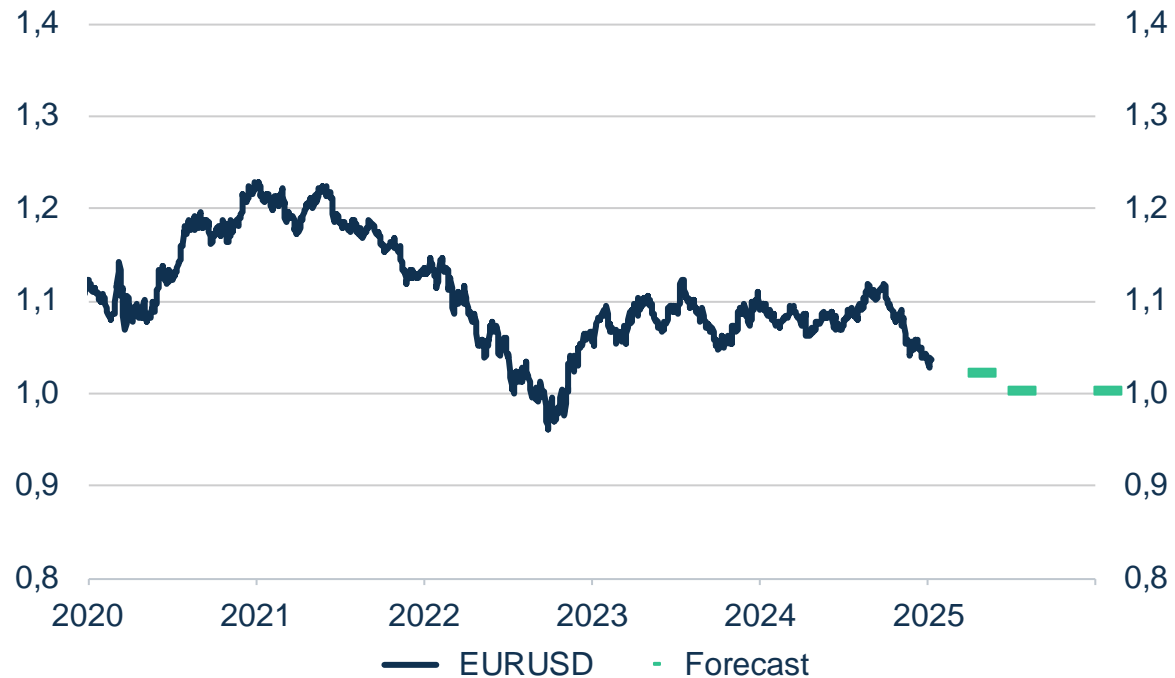
07

Anhang



EURUSD: Starke US-Wirtschaft, fester US-Dollar

FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
EURUSD	1.04	1.08	1.04	1.08	1.02	1.00	1.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

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.

Contra EUR

- Trump-Politik dürfte Inflation befeuern und somit Fed zur Zurückhaltung bei Zinssenkungen bewegen.
- EZB dürfte indes aufgrund schwacher Konjunktur im Euroraum ihre Zügel stärker lockern als bisher angenommen.
- Die Sorge vor einer Eskalation der geopolitischen Konflikte sollte den US-Dollar stützen.
- Die US-Wirtschaft sollte im Jahr 2025 erneut deutlich stärker wachsen als der Euroraum.

EURGBP: Großbritannien im Falle eines Handelskrieges im Vorteil gegenüber dem Euroraum

FX EUR/GBP



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
EURGBP	0.83	0.85	0.83	0.84	0.82	0.82	0.81

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die Netto-Staatsverschuldung (ohne öffentliche Banken) des Vereinigten Königreichs ist zuletzt auf knapp 100 % des BIP angestiegen.

Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Großbritannien erzielt im bilateralen Handel mit den Vereinigten Staaten nur einen geringen Überschuss und sollte daher nicht als Erstes in das Fadenkreuz von Donald Trump geraten.
- Der hohe Anteil der Dienstleistungen an der britischen Wertschöpfung dürfte sich im Falle eines von Donald Trump angezettelten Handelskrieges als Vorteil erweisen.

EURCHF: SNB senkt Leitzins um 50 Basispunkte

FX EUR/CHF



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
EURCHF	0.94	0.95	0.94	0.94	0.95	0.96	0.98

Quellen: LSEG, LBBW Research

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. Die SNB läutete bereits im März 2024 die Zinswende ein. Im Dezember senkte sie ihren Leitzins zum vierten Mal in Folge auf nun 0,5 %. Zudem sind Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken möglich.
- Wir rechnen im März 2025 mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte.

EURJPY: BoJ bleibt vorsichtig

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
EURJPY	163.86	163.86	163.06	163.26	164.00	165.00	166.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die Zinsen der EZB liegen deutlich über denen der BoJ. Die in Japan noch zu erwartenden marginalen Zinserhöhungen dürften den Zinsnachteil von Yen-Anlagen nur minimal reduzieren.
- Japans Wirtschaft bleibt schwach. Das BIP-Wachstum belief sich im dritten Quartal nur auf magere 0,2 % (Q-Q). US-Zölle dürften 2025 auch Japans Wirtschaft belasten.
- Die LDP regiert nun in einer Minderheit-Regierung. Deren Handlungsfähigkeit ist also in schwierigen Zeiten eingengt.

Contra EUR

- Die wirtschaftliche Dynamik des Euroraumes ist schwach.
- Die EZB wird ihre Leitzinsen weiter absenken.
- Die BoJ dürfte ihre Zinsen 2025 dagegen etwas anheben.
- Die Tendenz der Zins- und Renditedifferenz zu EUR und USD entwickelt sich zugunsten von JPY-Anlagen.

USDCNY: Schwellende Risiken belasten CNY

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
USDCNY	7.33	7.20	7.31	7.18	7.60	7.75	7.80
EURCNY	7.61	7.79	7.57	7.77	7.75	7.75	7.80

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro USD

- Handels- und geopolitische Konfrontationen mit der neuen US-Regierung unter Trump könnten chinesische Exporte belasten und Kapitalabfluss aus China beschleunigen.
- Höhere US-Inflation als Folge proaktiver Fiskalpolitik und neuen Zöllen macht restriktiverer US-Geldpolitik wahrscheinlicher.
- Die chinesische Zentralbank wird im Jahr 2025 die Zinsen weiter senken und mehr Liquidität in den Markt pumpen.

Contra USD

- Eine Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft durch umfangreiche Fiskalmaßnahmen und Stärkung der inländischen Nachfrage würde externe Risiken abfedern.
- Eine weniger konfrontative US-Politik würde Yuan stärken.
- Die chinesische Zentralbank könnte einer zu starken Abwertung des Yuan zur Wahrung der Währungsstabilität entgegenwirken.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURBRL	6,36	5,80	5,60	<ul style="list-style-type: none"> Brasiliens Notenbank erhöhte den Leitzinssatz im Dezember um 100 Basispunkte auf 12,25 %. Marktteilnehmer rechnen mit einem weiteren Anstieg auf bis zu 15 %. Die Regierung muss Ausgaben kürzen, um die Haushaltsvorgaben einzuhalten. Ihr anhaltend zögerliches Verhalten belastet jedoch die Stimmung der Anleger.
EURHUF	416	416	420	<ul style="list-style-type: none"> Ungarns Wirtschaft rutschte in den letzten beiden Quartalen in eine Rezession. Dies enttäuscht die hoch gesteckten Erwartungen der Anleger. Die Notenbank hielt den Leitzinssatz auch in ihrer Sitzung im Dezember unverändert. Wir erwarten eine längere Pause im Zinssenkungszyklus, um den Forint zu stabilisieren.
EURMXN	21,19	21,50	20,50	<ul style="list-style-type: none"> Mexikos Notenbank senkte den Leitzinssatz im Dezember um 25 Basispunkte auf 10 %. Solange die Zinssenkungen in kleinen Schritten erfolgen, wird dies den Peso nicht belasten. Die konkrete Ausgestaltung der US-Wirtschafts- und Einwanderungspolitik nach Donald Trumps Amtseinführung wird für den Peso von großer Bedeutung sein.
EURPLN	4,25	4,37	4,40	<ul style="list-style-type: none"> Das polnische Wirtschaftswachstum wurde im vergangenen Jahr insbesondere von dem starken privaten Konsum getragen. Damit der Konsum auch im Jahr 2025 eine wichtige Stütze bleiben kann, sind ein Rückgang der Inflationsrate und eine Leitzinssenkung notwendig. Die Notenbank wird den Leitzinssatz von 5,75 % frühestens im zweiten Halbjahr senken.
EURRON	4,97	5,10	5,15	<ul style="list-style-type: none"> Nach turbulenten Parlaments- und Präsidentschaftswahlen im Dezember wählte das Parlament eine pro-europäische Regierung. Ihre wichtigste Aufgabe wird die Konsolidierung der Staatsfinanzen sein, da das Haushaltsdefizit 2025 bis zu 7,5 % erreichen könnte. Die Ratingagentur Fitch senkte daher den Bonitätsausblick auf ‚negativ‘.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURSEK	11,47	11,30	11,15	<ul style="list-style-type: none"> Schwedens Notenbank senkte den Leitzinssatz im Dezember um 25 Basispunkte auf 2,50 %. In den kommenden Monaten erwarten wir weitere Zinssenkungen auf 2,00 %. Die hoch verschuldeten privaten Haushalte werden von den Leitzinssenkungen profitieren. Der dadurch gestärkte private Konsum wird wichtige Impulse für das Wachstum liefern.
EURTRY	36,96	41,80	42,90	<ul style="list-style-type: none"> Im Dezember sank die Inflationsrate in der Türkei auf 45,2 % und verfehlte damit das Ziel der Notenbank von 44 % zum Jahresende. Dennoch leiteten die Währungshüter im Dezember die Zinswende ein. Dabei senkten sie den Leitzinssatz um 250 Basispunkte auf 47,50 %. Dieser größere als erwartete Schritt könnte die Lira erneut belasten.
EURZAR	19,34	18,50	18,10	<ul style="list-style-type: none"> Südafrikas Inflationsrate lag im November mit 2,9 % unter dem Zielkorridor der Notenbank. Dennoch senkte die Notenbank den Leitzinssatz bisher nur moderat. Dadurch bietet die Währung Investoren einen attraktiven Renditevorteil, von dem der Rand profitiert. Reformen in den Bereichen Logistik und Energie werden wichtige Wachstumsimpulse liefern.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURAUD	1,66	1,64	1,68	<ul style="list-style-type: none"> Australiens Notenbank ließ den Leitzinssatz im Dezember unverändert bei 4,35 %. Wir erwarten dass, die Währungshüter im zweiten Quartal die Zinswende einleiten. Anleger fokussieren sich zunehmend auf die zukünftige US-Handelspolitik und deren Auswirkungen auf Chinas Wirtschaft. Eine Schwächung Chinas würde den Dollar belasten.
EURCAD	1,49	1,40	1,36	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Notenbank senkte den Leitzinssatz im Dezember um 50 Basispunkte auf 3,25 %. Damit reduzierte sie den Leitzinssatz im Jahresverlauf um insgesamt 275 Basispunkte. Donald Trumps Ankündigung, auch Importe kanadischer Waren mit einem Handelszoll zu belegen, belastete die Währung.
EURCZK	25,18	24,60	24,40	<ul style="list-style-type: none"> Die tschechische Notenbank ließ den Leitzinssatz im Dezember unverändert bei 4,00 % und unterbrach damit den Senkungszyklus. Angesichts gestiegener Inflationsrisiken könnte diese Pause bis in das zweite Quartal andauern. Die Stimmungsindikatoren im produzierenden Gewerbe zeigen weiterhin keine Aufhellung.
EURNOK	11,74	11,30	11,20	<ul style="list-style-type: none"> Norwegens Notenbank signalisierte für Januar eine Zinswende. Eine Senkung vom aktuellen Niveau von 4,50 % könnte der Wirtschaft positive Impulse geben. Die Arbeitslosenquote bleibt mit 2,0 % auf einem tiefen Niveau, während die Kreditvergabe wieder anstieg. Die anhaltend trübe Anlegerstimmung für das Wachstum Europas lastet weiter auf der Krone.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 07.01.2025, 10:49 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	7-Jan-2025	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.66	-0.44	-2.28	-1.83	0.73	1.70	1.60
BRL	6.29	1.83	-4.44	-14.97	1.70	6.48	5.31
GBP	0.83	-0.13	1.11	3.73	-0.39	0.86	0.82
CNY	7.60	0.88	1.31	3.39	-0.56	7.98	7.50
JPY	163.81	-3.34	-0.68	-3.40	-0.65	174.98	155.71
CAD	1.49	0.38	0.41	-1.70	0.09	1.52	1.45
NZD	1.84	-1.43	-2.43	-4.65	0.63	1.85	1.74
NOK	11.74	0.18	-0.61	-4.28	0.13	12.11	11.26
PLN	4.26	0.06	1.45	1.90	0.37	4.41	4.25
RUB	110.73	-4.31	-4.64	-9.92	2.64	119.62	89.75
SEK	11.50	0.37	-1.09	-2.61	-0.49	11.74	11.16
CHF	0.94	-1.62	-0.24	-1.24	-0.38	0.99	0.93
ZAR	19.36	-1.71	-1.34	5.58	0.90	20.96	18.57
CZK	25.13	-0.07	0.94	-2.36	0.18	25.49	24.50
TRY	36.66	0.27	2.57	-10.64	-0.11	38.19	32.69
HUF	415.53	-0.29	-3.19	-9.13	-1.00	415.85	377.45
USD	1.04	1.84	5.81	5.84	-0.17	1.12	1.03
Exchange rates to USD							
JPY	157.93	-5.09	-6.14	-8.73	-0.48	161.67	140.44
CNY	7.33	-0.75	-4.20	-2.53	-0.37	7.33	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	8.30	8.50	4.94	5.34	10.05	10.55	4.78	5.18	5.78	6.73	3.79	4.19	2.63	3.38	5.50	7.05	5.20	5.80
2 months	8.00	8.15	5.08	5.48	9.97	10.47	4.94	5.14	5.94	6.84	4.27	4.82	2.93	3.63	5.63	6.93	5.54	6.04
3 months	7.85	8.00	5.14	5.49	10.11	10.46	4.86	5.21	6.07	6.97	4.53	5.03	2.98	3.68	5.53	7.08	5.79	6.29
6 months	7.64	7.79	5.39	5.69	10.03	10.53	5.01	5.36	6.48	7.38	5.09	5.54	3.14	3.84	5.75	7.15	6.15	6.55
9 months	7.64	7.79	5.45	5.75	10.07	10.57	5.20	5.45	6.82	7.67	5.44	5.84	3.27	3.97	5.96	7.16	6.30	6.70
1 year	7.65	7.75	5.55	5.85	10.08	10.58	5.28	5.58	6.99	7.84	5.58	5.98	3.28	3.98	6.07	7.27	6.38	6.78
2 years	7.75	7.95	5.78	6.13	10.18	10.68	5.66	6.01	6.94	8.19	5.42	6.27	3.09	4.34	6.48	8.03	6.63	7.13
3 years	7.87	8.22	5.45	7.00	10.02	10.87	5.03	7.23						6.38	7.93	6.80	7.45	
5 years	8.06	8.51	5.95	7.65	9.97	10.87	5.39	8.14									7.26	7.96

Data as of: 01/08/2025 7:06 AM

Brent: Konjunktursorgen belasten Ölpreis

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
Brent (USD/Barrel)	76.94	79.93	74.74	76.45	75.00	70.00	70.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- Politische Spannungen in Nahost.
- Ölförderung in den USA steigt nur noch leicht.

Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Ölangebot der Nicht-OPEC-Staaten dürfte 2025 um 1,5-2 mbpd zulegen.
- OPEC+ plant Fördererhöhungen ab Q2/2025.
- Ölnachfrage steigt auch 2025 vermutlich um weniger als 1 %.

Gold: Angebot steigt – Nachfrage schwächelt

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data			Forecast			
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
Gold (USD/Ounce)	2 648	2 389	2 625	2 568	2 600	2 500	2 400

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Fed und EZB haben Zinswende eingeleitet.
- ETCs wechseln in Q3/24 wieder auf die Käuferseite und erwerben 80 Tonnen Gold.

Contra

- Gold-Angebot steigt weiter: Minen-Produktion legt in Q3/24 um 6 % zu, Altgold-Recycling verzeichnet Anstieg um 11 %.
- Schmucknachfrage fällt in Q3/24 um 12 %, Nachfrage nach Münzen/Barren sinkt um 9 %.
- Käufe der Notenbanken brechen in Q3/24 um 49 % ein!
- Sehr hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von ca. 50 Mrd. USD.
- US-Zinssenkungen dürften unter der neuen Regierung ins Stocken geraten; zudem dürfte der US-Dollar weiter aufwerten.

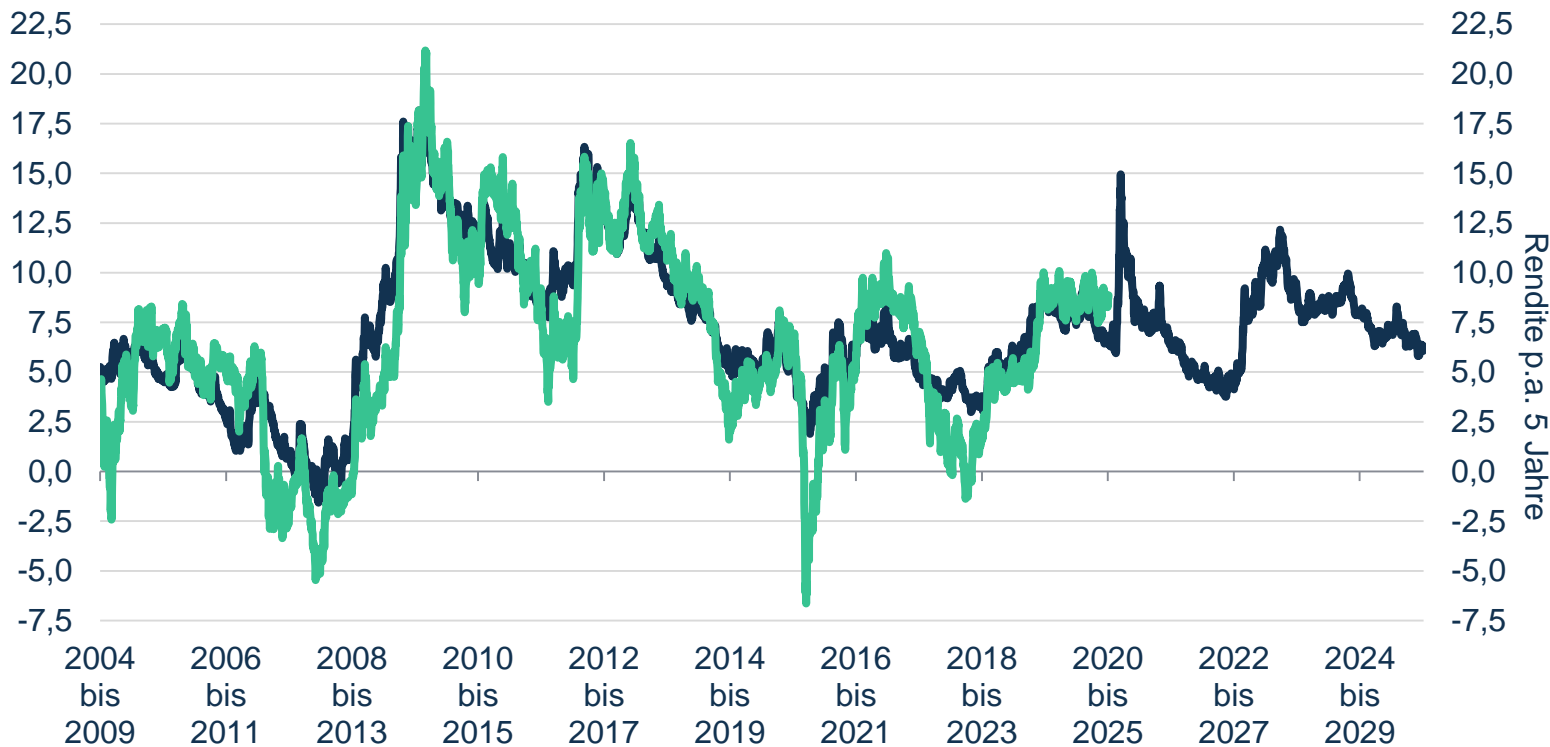
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	7-Jan-2025	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	76.94	6.58	-4.17	-2.61	2.94	91.61	69.58
Crude Oil WTI	USD/bbl	74.99	9.35	-3.56	1.26	3.52	87.69	66.73
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 648	0.43	0.28	28.81	0.88	2 784	1 989
Silver	USD/oz	30.24	-2.81	-5.16	31.57	4.60	34.51	22.09
Platinum	USD/oz	953	1.82	-2.76	-0.31	4.27	1 065	872
Palladium	USD/oz	928	-4.03	-8.21	-10.77	2.09	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 518	-3.30	-5.29	10.73	-1.33	2 768	2 159
LME Copper	USD/MT	9 003	-1.31	-9.33	6.38	2.68	10 889	8 169
LME Lead	USD/MT	1 956	-5.58	-8.96	-5.78	0.20	2 344	1 923
LME Zinc	USD/MT	2 876	-6.38	-9.42	12.21	-3.46	3 175	2 301
LME Tin	USD/MT	29 944	2.72	-11.68	21.61	2.96	35 582	24 240
LME Nickel	USD/MT	15 398	-4.04	-14.70	-5.95	0.46	21 615	15 078

DAX-Modell avisiert auf Fünf-Jahres-Sicht nur noch eine unterdurchschnittliche Performance


LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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




— vom Modell ex-ante avisierte DAX-Performance p.a.

— tatsächliche DAX-Performance p.a.



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

6,1 % p.a. (inkl. Dividenden)

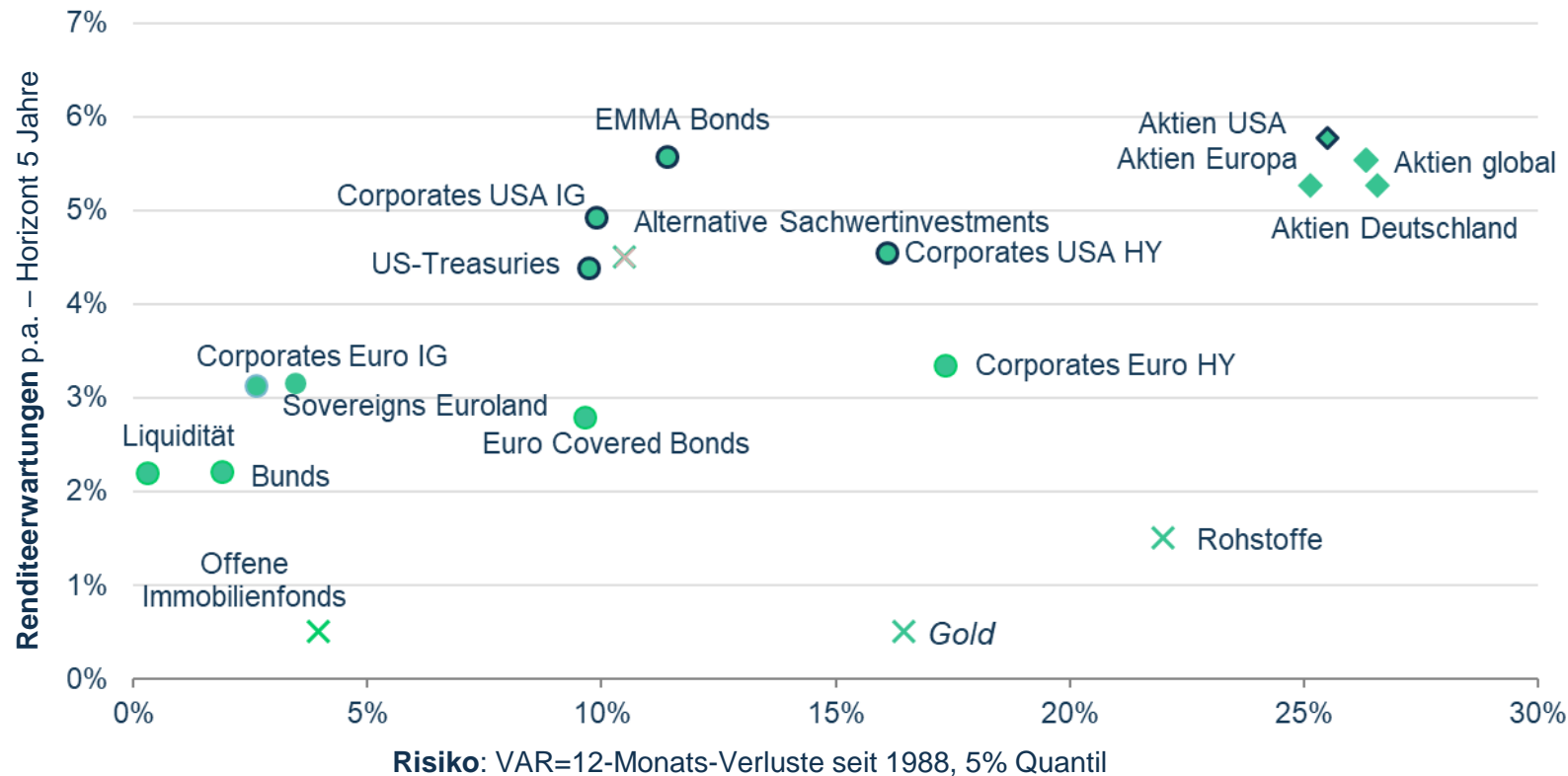
Renditeerwartung

5 Jahre

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 Portfolien aus Sicht des Euro-Investors gemessen. Gleiches gilt für die Renditeannahmen, die unter der Annahme konstanter Wechselkursrelationen erfolgen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 07.01.2025. 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														
02.01.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,12	1,99	2,01	2,06	2,11	2,16	2,21	2,27	2,33	2,40	2,62	2,62	2,57	2,59
France	2,28	2,28	2,41	2,56	2,69	2,81	2,93	3,04	3,15	3,23	3,51	3,62	3,72	3,84
Italy	2,33	2,38	2,53	2,70	2,88	3,04	3,19	3,32	3,44	3,55	3,96	4,12	4,18	4,28
Spain	2,27	2,25	2,35	2,45	2,56	2,67	2,78	2,90	3,01	3,12	3,50	3,65	3,72	3,79
Netherlands	2,35	2,16	2,13	2,19	2,27	2,36	2,44	2,51	2,57	2,62	2,77	2,80	2,76	2,69
Austria	2,23	2,19	2,27	2,37	2,47	2,56	2,65	2,73	2,80	2,86	3,03	3,08	3,09	3,08
Belgium	2,31	2,23	2,28	2,38	2,50	2,62	2,73	2,83	2,93	3,01	3,32	3,53	3,64	3,66
Ireland	2,27	2,07	2,10	2,18	2,28	2,37	2,45	2,52	2,59	2,65	2,87	2,93	-	-
Portugal	2,25	2,08	2,08	2,16	2,28	2,40	2,53	2,65	2,77	2,87	3,21	3,38	3,51	3,63
Finland	2,25	2,18	2,24	2,34	2,44	2,54	2,64	2,72	2,80	2,86	3,03	3,04	3,03	3,07
EUR Swap in %	2,34	2,19	2,20	2,22	2,25	2,27	2,30	2,32	2,34	2,36	2,42	2,36	2,26	2,16

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												
02.01.2025	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,09	2,39	2,57	2,69	2,79	2,87	2,93	2,99	3,04	3,09		
AA-	2,19	2,46	2,62	2,73	2,81	2,89	2,94	3,00	3,04	3,08		
A+	2,34	2,58	2,72	2,82	2,89	2,95	3,01	3,05	3,09	3,13		
A	2,35	2,62	2,79	2,91	3,01	3,09	3,15	3,21	3,26	3,30		
A-	2,40	2,68	2,84	2,95	3,04	3,11	3,17	3,23	3,27	3,31		
BBB+	2,45	2,68	2,87	3,01	3,11	3,20	3,27	3,33	3,39	3,44		
BBB	2,54	2,84	3,01	3,13	3,23	3,31	3,37	3,43	3,48	3,53		
BBB-	2,76	3,06	3,24	3,37	3,47	3,55	3,62	3,68	3,73	3,78		
BB+	3,41	3,72	3,91	4,03	4,13	4,22	4,29	4,35	4,40	4,45		
BB	3,71	3,95	4,10	4,20	4,27	4,34	4,39	4,44	4,48	4,52		
BB-	4,02	4,41	4,63	4,79	4,92	5,02	5,11	5,18	5,25	5,31		
B+	4,42	4,84	5,09	5,26	5,40	5,51	5,60	5,68	5,75	5,82		
B	5,12	5,39	5,55	5,66	5,75	5,82	5,88	5,93	5,98	6,02		
B-	5,68	6,17	6,45	6,65	6,81	6,94	7,04	7,14	7,22	7,29		
EUR Swap in %	2,34	2,19	2,20	2,22	2,25	2,27	2,30	2,32	2,34	2,36		

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

02.01.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,64	2,70	2,73	2,75	2,77	2,78	2,79	2,80	2,81	2,82
AA-	2,60	2,72	2,80	2,85	2,89	2,93	2,96	2,98	3,00	3,02
A+	2,61	2,82	2,94	3,02	3,09	3,14	3,19	3,23	3,26	3,30
A	2,63	2,81	2,91	2,99	3,04	3,09	3,13	3,16	3,19	3,22
A-	2,84	2,95	3,02	3,06	3,10	3,13	3,15	3,18	3,19	3,21
BBB+	2,70	2,94	3,08	3,18	3,26	3,32	3,37	3,42	3,46	3,50
BBB	2,63	2,90	3,07	3,18	3,27	3,34	3,40	3,46	3,50	3,54
BBB-	3,17	3,29	3,36	3,40	3,44	3,47	3,50	3,52	3,54	3,56
EUR Swap in %	2,34	2,19	2,20	2,22	2,25	2,27	2,30	2,32	2,34	2,36

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

02.01.2025 Country	Maturity (Call-Date)											
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	
AU	2,51	2,50	2,67	2,72	2,82	2,81	2,89					2,98
AT	2,53	2,58	2,68	2,72	2,80	2,82	2,81	2,91	2,95	3,04		3,16
BE	2,47	2,52	2,61	2,71	2,71	2,79			2,96			
CA	2,53	2,52	2,64	2,66	2,74	2,76	2,82	2,87	2,95	3,10		3,07
DK	2,63	2,50	2,72		2,75	2,74	2,82					
FI	2,49	2,61	2,65	2,73	2,77	2,80	2,86		3,02			
FR	2,49	2,55	2,65	2,73	2,80	2,89	2,95	3,00	3,03	3,10		3,10
DE	2,52	2,52	2,58	2,65	2,70	2,72	2,76	2,81	2,86	2,97		2,97
GR												
IE												
IT	2,63	2,65	2,81	2,88	2,85	2,94	3,03	3,05	3,22			3,26
LU					2,55							
NL	2,50	2,53	2,59	2,76	2,77	2,90	2,90	2,88	2,89			
NZ	2,61	2,52	2,63					2,89				
NO	2,56	2,57	2,66	2,68	2,69	2,78	2,85					
PL												
PT	2,44	2,49	2,69		2,80							
SG	2,65	2,59				2,80					3,01	
ES	2,53	2,53	2,66	2,73	2,74	2,75	2,85		2,93	3,11		3,09
SE	2,51	2,53	2,60	2,65	2,70	2,82			2,99			
CH		2,54		2,68		2,78						
UK	2,52	2,45	2,65	2,70	2,71	3,01	2,95	2,85	2,82			
JP	2,61	2,52		2,68		2,75						
KR	2,54	2,49	2,58	2,66	2,72		2,70					
SK	2,77	2,73	2,81	2,95		2,82						
EUR Sw ap in %	2,34	2,19	2,20	2,22	2,25	2,27	2,30	2,32	2,34	2,36		2,38

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein, Hongkong, Korea, der Republik China (Taiwan), in Singapur und der Volksrepublik China.

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), Sonnemannstraße 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.



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

Der Inhalt und die hierin enthaltenen Informationen wurden von der Securities and Futures Commission und/oder einer anderen Aufsichtsbehörde in Hongkong weder geprüft noch bestätigt.

Diese Veröffentlichung enthält oder begründet keinerlei Aufforderung, Werbung oder sonstiges Dokument mit der Aufforderung (a) zum Abschluss oder Angebot des Abschlusses (i) einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme von Wertpapieren oder (ii) einer Vereinbarung über eine regulierte Kapitalanlage oder einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme eines anderen strukturierten Produkts oder (b) zum Erwerb eines Anteils oder zur Beteiligung oder zum Angebot des Erwerbs eines Anteils oder einer Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage. Darüber hinaus enthält diese Veröffentlichung keinen Wertpapierprospekt („prospectus“) gemäß Definition in § 2(1) der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) (Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance).

Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

Dieser Bericht wird Ihnen wie erbeten zur Verfügung gestellt und ist in keiner Weise als Anlageaufforderung, Angebot zum Verkauf von Finanzanlageprodukten oder öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Republik Korea („Korea“) durch die LBBW oder eines ihrer verbundenen Unternehmen auszulegen. Weder die LBBW noch eines ihrer verbundenen Unternehmen gibt eine Zusicherung hinsichtlich der Fähigkeit der Empfänger dieses Berichts zum Erwerb von Finanzanlageprodukten nach koreanischem Recht, insbesondere nach dem Devisengesetz (Foreign Exchange Transaction Act) und den darin veröffentlichten Vorschriften und Regelungen, ab.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Dieser Bericht kann taiwanesischen Empfängern von außerhalb Taiwans zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch nicht innerhalb Taiwans verteilt/weitergegeben werden und stellt keine Empfehlung von Wertpapieren innerhalb Taiwans dar und darf nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse abwägen, bevor Sie eine Handelsverpflichtung eingehen, einschließlich einer Beratung hinsichtlich der Eignung der Anlage durch einen unabhängigen Finanzberater. Es wird keine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Demnach handelt jede Person, die sich auf diese Informationen stützt, gänzlich auf eigenes Risiko. Dieser Bericht stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit einem Finanzinstrument dar. Alle geäußerten Ansichten und Meinungen können sich ändern, ohne dass Sie darüber informiert werden.

Dieser Bericht wurde Ihnen auf der Grundlage übermittelt, dass Sie ein institutioneller Anleger („institutional investor“) (gemäß Definition in § 4A(1) des Wertpapier- und Futures-Gesetzes (Kap. 289) von Singapur (Securities and Futures Act)) sind. Folglich muss dieser Bericht nicht die §§ 25 bis 29 und 36 des Finanzberatergesetzes (Kap. 110) von Singapur (Financial Advisers Act) erfüllen und Sie unterstehen nicht dem Schutz der entsprechenden Bestimmungen in Verbindung mit der Offenlegung von Produktionsinformationen, falschen oder irreführenden Angaben, dem Vorliegen einer angemessenen Grundlage für Empfehlungen und Anforderungen der Offenlegung von Beteiligungen für Empfehlungen bezüglich ausgewählter Produkte.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für qualifizierte inländische institutionelle Anleger (QDII) bestimmt. Wenn Sie kein QDII sind, sollten diese Informationen unberücksichtigt bleiben und gelöscht werden.

Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht für das Angebot oder den Verkauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten innerhalb der Volksrepublik China bestimmt, worin für diese Zwecke Hongkong, die Sonderverwaltungszone Macau und Taiwan nicht inbegriffen sind. Alle hierin enthaltenen oder durch Bezugnahme einbezogenen Informationen bezüglich Wertpapieren oder Finanzprodukten stellen kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten in der Volksrepublik China dar. Die hierin enthaltenen Informationen und die in Bezug genommenen Wertpapiere und Finanzprodukte wurden und werden bei bzw. von keiner Behörde in der Volksrepublik China vorgelegt, genehmigt, geprüft oder eingetragen und dürfen deshalb in der Volksrepublik China nicht an die Öffentlichkeit verteilt oder in Verbindung mit einem Angebot zur Zeichnung oder zum Verkauf der Wertpapiere oder Finanzprodukte in der Volksrepublik China verwendet werden. Jeder Anleger, der an einer Anlage in Wertpapiere oder Finanzprodukte, wie hierin beschrieben, interessiert ist, muss alle in der Volksrepublik China geltenden Gesetze und Vorschriften befolgen und ist allein für die Einhaltung aller in der Volksrepublik China geltenden regulatorischen Verfahren verantwortlich.



Disclaimer

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: #RELEASE_DATE#

