



Neues Schaffen

LBΞBW

Kapitalmarktkompass April

Schockwellen durch die Autoindustrie - Trumponomics am Steuer!

01.04.2025

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 01.04.2025 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: **2743 489 5246#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565004#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=mef179eaa0ec77df3989c39259d57fc25>

Event-Kennnummer: **2743 489 5246**

Event-Passwort: **KMK-04** (565004 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“.

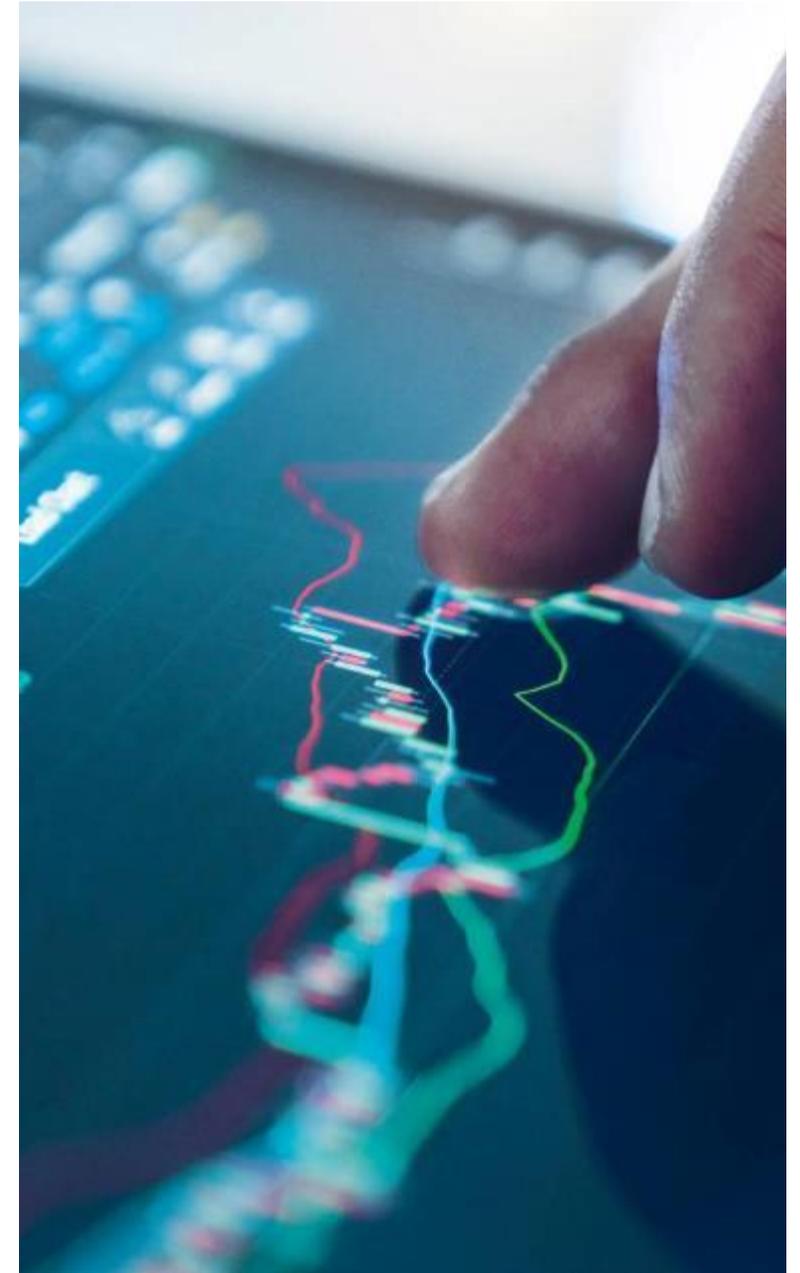
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 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	Sonderthema: Schockwellen durch die Autoindustrie – Trumponomics am Steuer!	08
03	Makro: Wir müssen leider draußen bleiben	15
04	Zinsen: Im Bann der Konjunktursorgen	32
05	Credits: Exogene Belastungsfaktoren	43
06	Aktien: Trumps Politik droht der langen Rally den Garaus zu machen	49
07	Prognosen und Asset Allokation: Aktien weiter untergewichtet	56
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	66



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

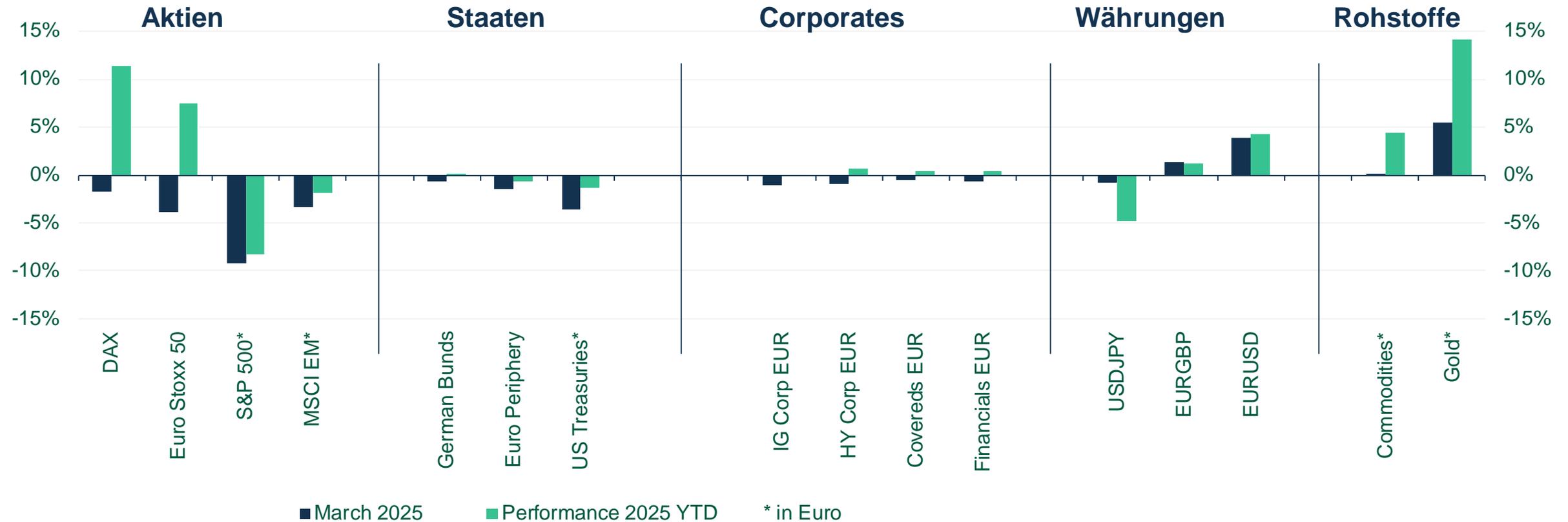
**»Es wird schwierig,
kurzfristig die Mittel
sinnvoll einzusetzen«**

Glätten sich die Wogen nun? Die Grundgesetzänderung, um Sondervermögen und Schuldenbremse in Richtung „Geldspritze“ anzupassen, ist vollzogen. Schon der schiere Umfang der Mittel dürfte das BIP für die nächsten Jahre beflügeln. Allerdings reicht es nicht, einfach nur Geld auszugeben. Sowohl die Bundeswehr als auch die Infrastruktur müssen gezielt ertüchtigt werden. Sonst bleiben am Ende nur Schulden. Themenwechsel: Trump setzt weiterhin auf Zölle. Die Aktienmärkte hat dies durchgeschüttelt. Der April steht eindeutig im Zeichen der Zölle. Wir werfen einen Blick auf die Branchen. Wer verliert viel, wer weniger? Gibt es vielleicht sogar Gewinner? Und was kommt als nächstes?

Performance: Korrektur am Aktienmarkt

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

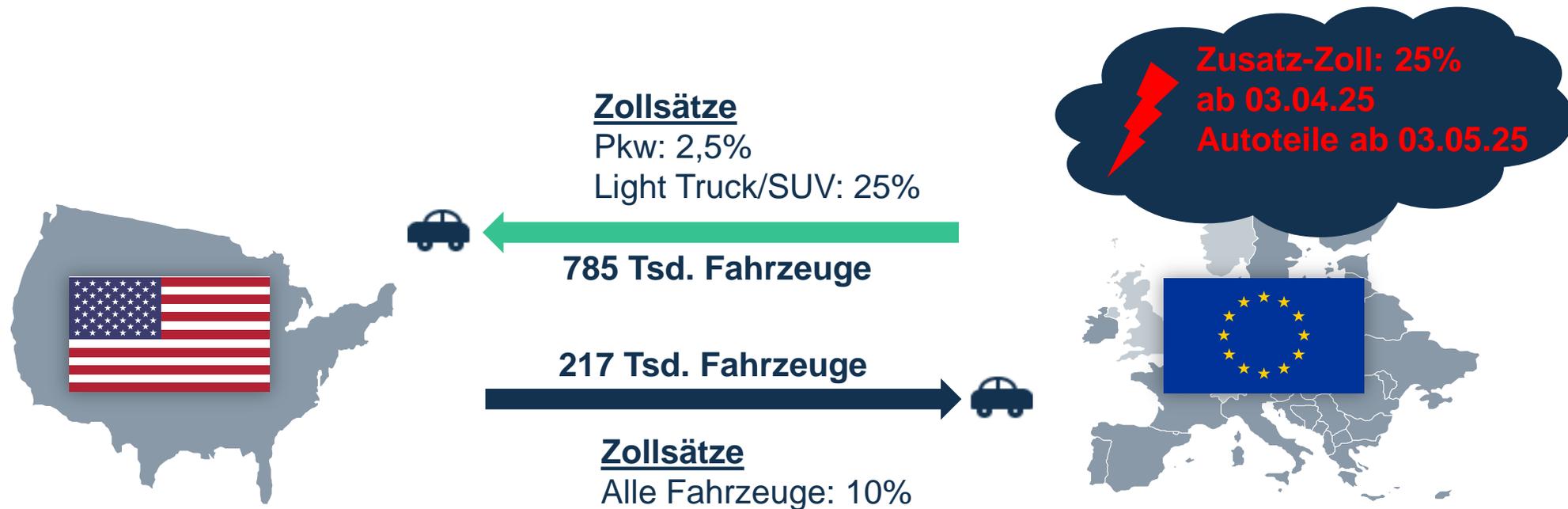
03

Sonderthema: Schockwellen durch die Autoindustrie

Tobias Willems
Investment Analyst
Tel: +49 711 127-78407
Tobias.Willems@LBBW.de

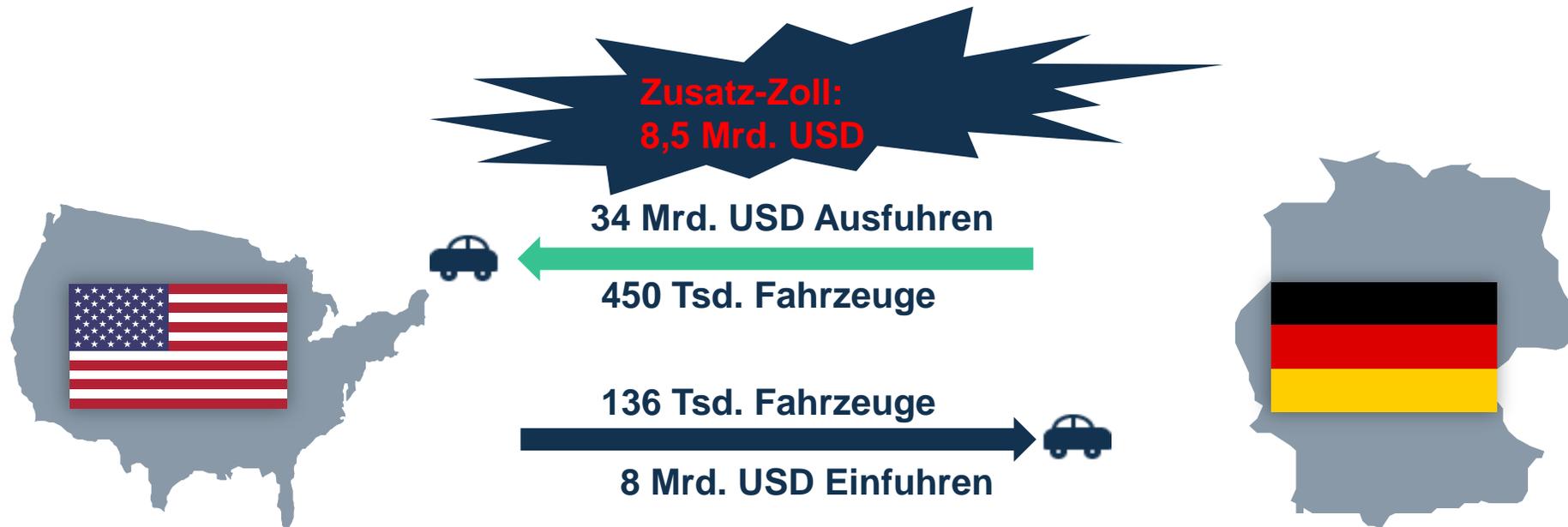
Zollsätze steigen auf bis zu 50% (Reziproke Zölle noch unberücksichtigt)

Handelsbeziehungen Automobil zwischen USA und Europäischer Union



13,1% der deutschen Autoproduktion werden in die USA exportiert

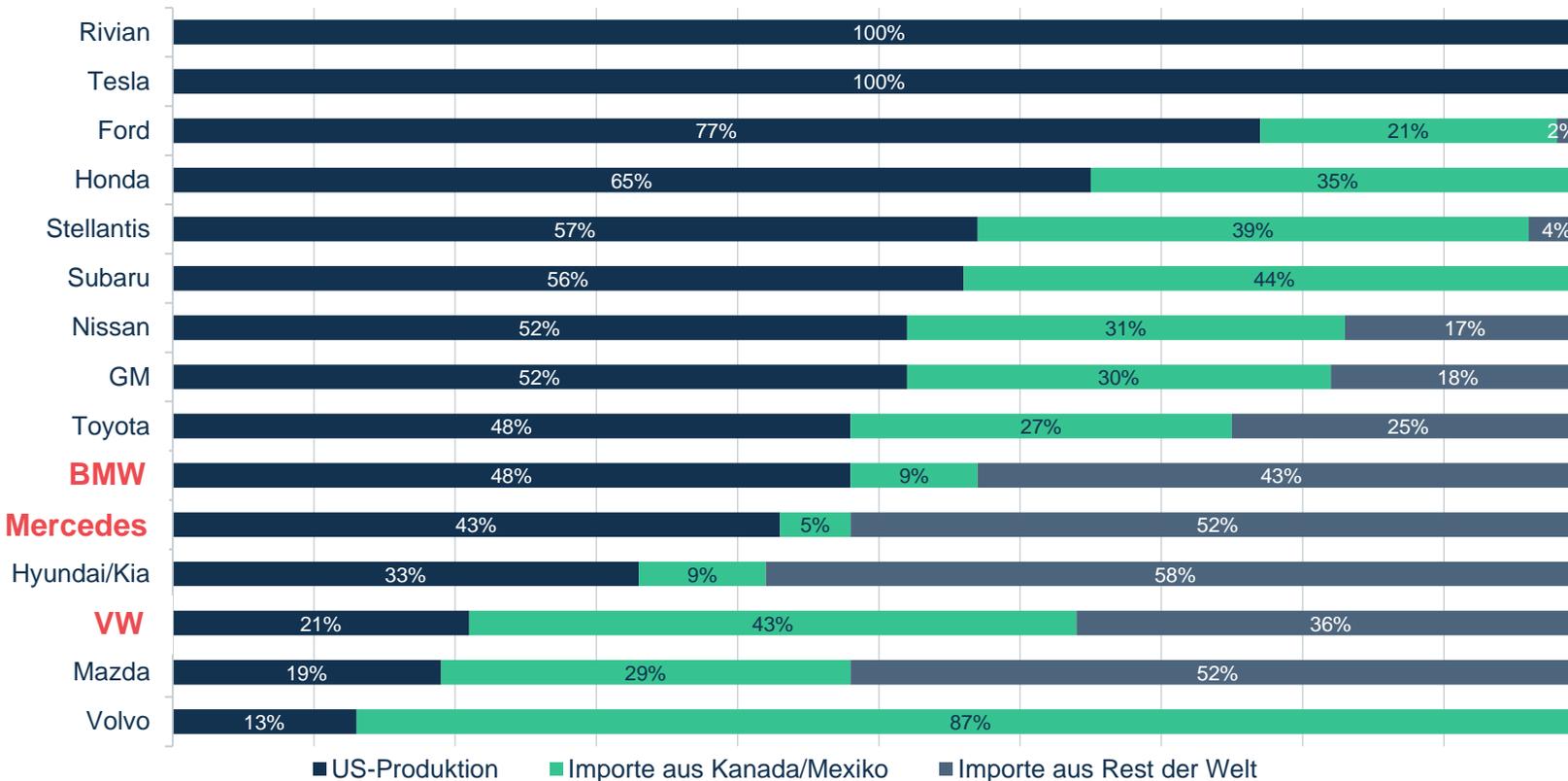
Handelsbeziehungen Automobil zwischen USA und Deutschland



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

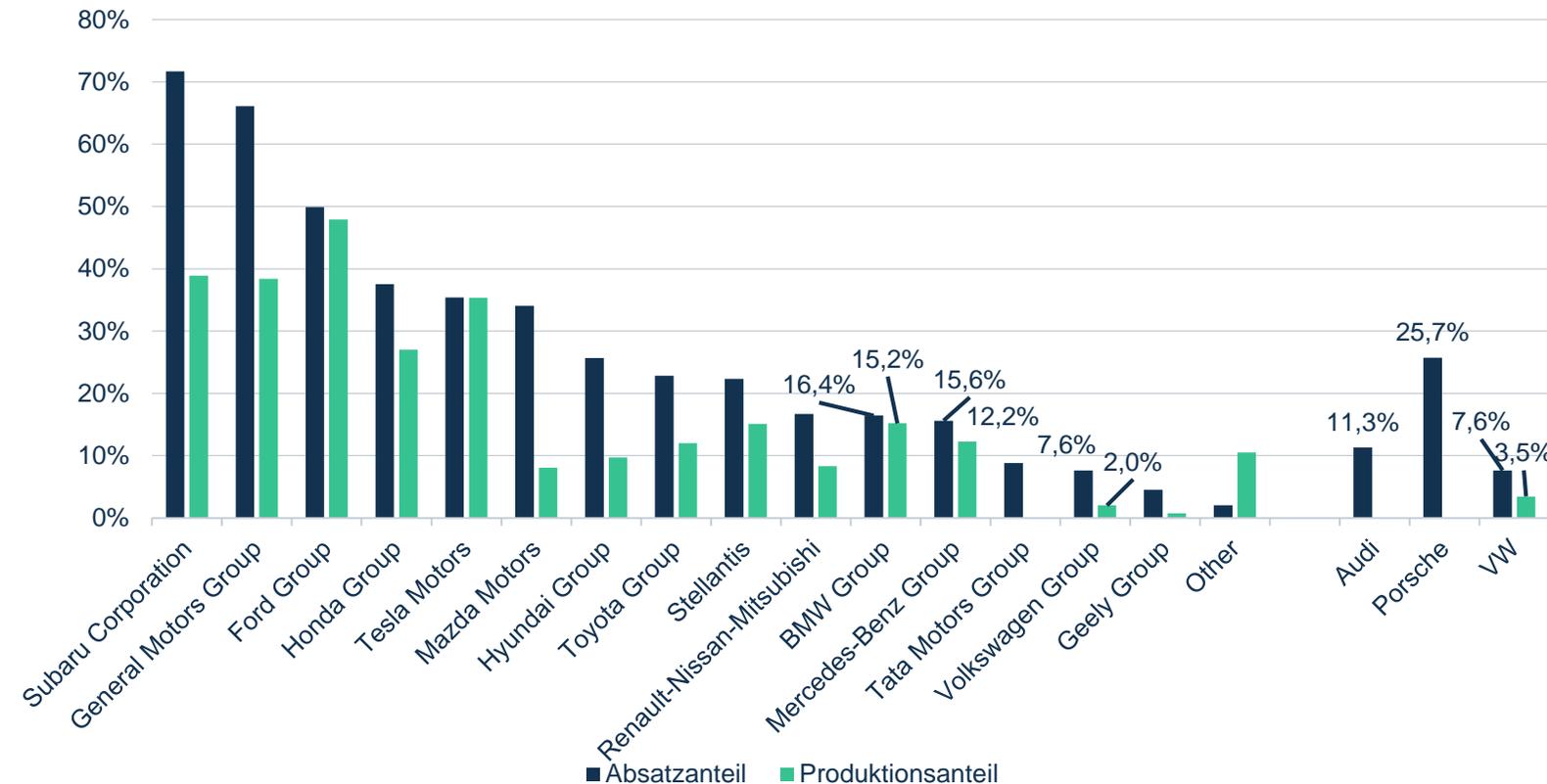


- Fast 60% der in den USA verkauften Fahrzeuge deutscher Hersteller werden importiert
- BMW hat sein weltweit größtes Produktionswerk in Spartanburg mit knapp 400 Tsd. gefertigten Fahrzeugen per 2024
- Luxushersteller wie Ferrari, Lamborghini und Porsche importieren 100% der Fahrzeuge

Audi und Porsche ohne US-Produktionsstätte

Absatz- und Produktionsanteile der Hersteller in den USA

Anteile in Prozent für das Jahr 2024



- Die VW Group hat das stärkste Defizit beim Absatzanteil vs. Produktionsanteil
- Audi und Porsche setzten 2024 rd. 186 Tsd. bzw. 75 Tsd. Fahrzeuge in den USA ab ohne lokale Fertigung
- BMW und Mercedes-Benz produzieren fast so viele Autos in den USA wie dort abgesetzt werden

Erste Reaktionen der Handelspartner

Strafzölle: Trump gegen den freien Handel - VDA schlägt Alarm

Europäische Autobauer geraten ins Visier der US-Zollpolitik. Der VDA warnt: Die neuen Zölle könnten Arbeitsplätze kosten und die Lieferketten belasten.

Bauen Audi und Porsche künftig in den USA?

Offenbar plant der VW-Konzern eine Produktionsverlagerung der Premium-Marken Porsche und Audi in die USA.

Von der Leyen will Arbeitnehmer, Firmen und Verbraucher in der EU schützen

Die USA verhängen Strafzölle gegen importierte Autos, EU-Kommissionschefin Ursula von der Leyen setzt in dem Konflikt weiter auf Gespräche. Der CDU-Außenpolitiker Armin Laschet drängt auf eine Reaktion »mit voller Wucht«.

Ferrari erhöht Preise in den USA: Bis zu 10% mehr für Luxusportwagen!

ANTWORT AUF TRUMPS ZOLLPOLITIK

Scholz fordert schnellere EU- Freihandelsabkommen

Fazit und Ausblick:



Zölle provozieren Gegenzölle
Reaktionen sind zu erwarten



Inflation gewinnt an Fahrt

Wo immer möglich werden höhere Zoll-Kosten an Kunden weitergegeben



Protektionismus reduziert Grenzüberschreitungen

Internationale Lieferketten müssen überdacht werden



Produktionsverlagerung

Reallokation der Produkte in bestehende Werke teilweise möglich



Stabile Rahmenbedingungen

Neue Produktionswerke erfordern mindestens drei Jahre Planungssicherheit



03

**Makro:
Wir müssen
leider draußen
bleiben**

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

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

Im Vorfeld der Zollerhöhungen schnellen die US-Einfuhren in die Höhe

US-Außenhandel (Waren) gemäß Zollstatistik

Saisonbereinigte Monatswerte, vorläufige Angaben, in laufenden Preisen, in Mio. US-Dollar

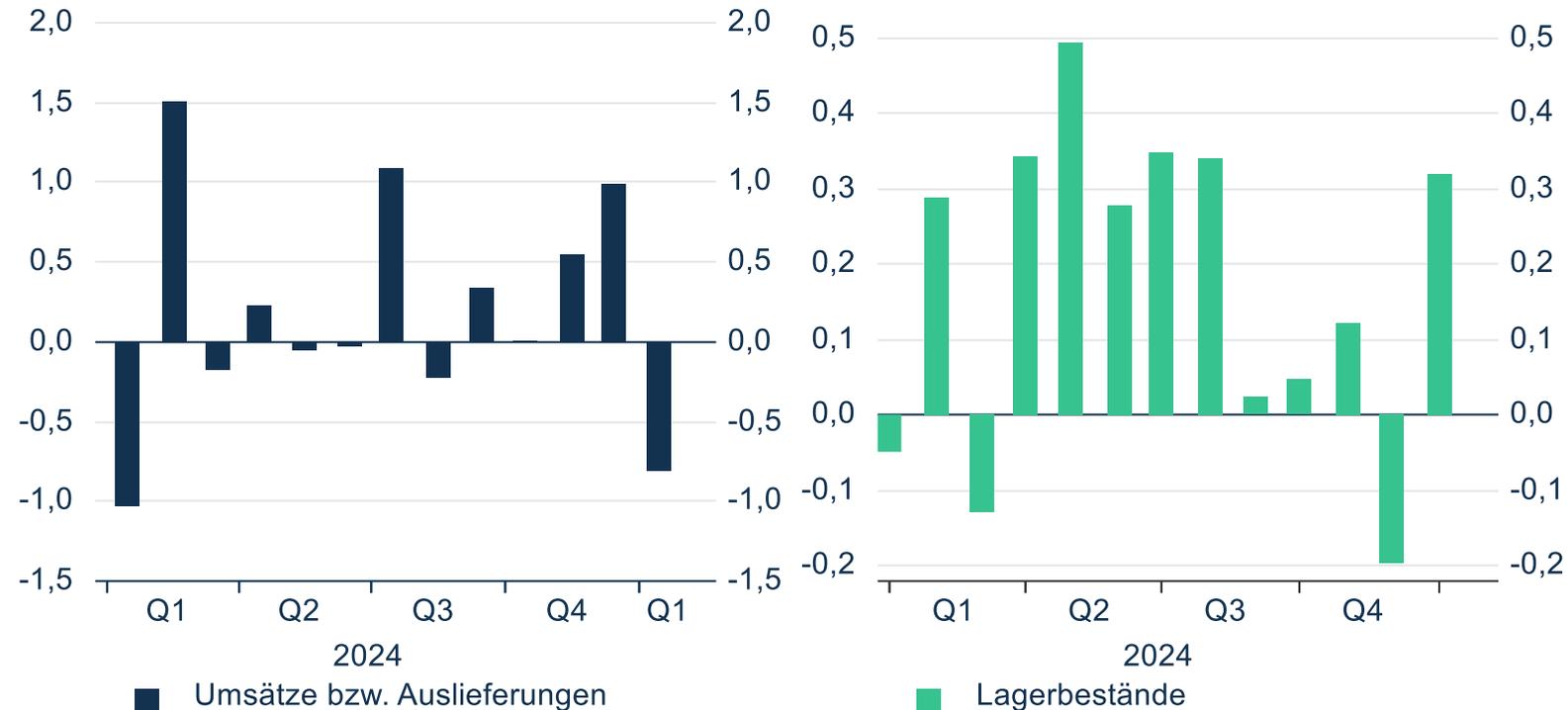


- Der Durchschnitt der US-Wareneinfuhren in den Monaten Januar und Februar 2025 lag 17 % über dem Durchschnitt der Wareneinfuhren vom vierten Quartal 2024.
- Die Aussicht auf Zollerhöhungen dürfte die US-Unternehmen zu dieser kräftigen Ausweitung ihrer Einfuhren veranlasst haben.
- Die damit einhergehende Ausweitung des Defizits im Außenhandel ist der Hauptgrund dafür, dass diverse GDPNow-Modelle einen Rückgang der US-Wirtschaftsleistung für das erste Quartal 2025 prognostizieren.
- Einschränkend ist zu erwähnen, dass ein Emporschnellen der Einfuhren von Gold zu Investitionszwecken mitursächlich für den Einfuhranstieg gewesen ist. Goldeinfuhren zu Investitionszwecken verringern das BIP nicht.

Sag mir, wo die Einfuhren sind? Wo sind sie geblieben?

Umsätze und Lagerbestand

Einzel- und Großhandel sowie Verarbeitendes Gewerbe, saisonbereinigte Monatswerte, Veränderung q/q. dem Vormonat, in %

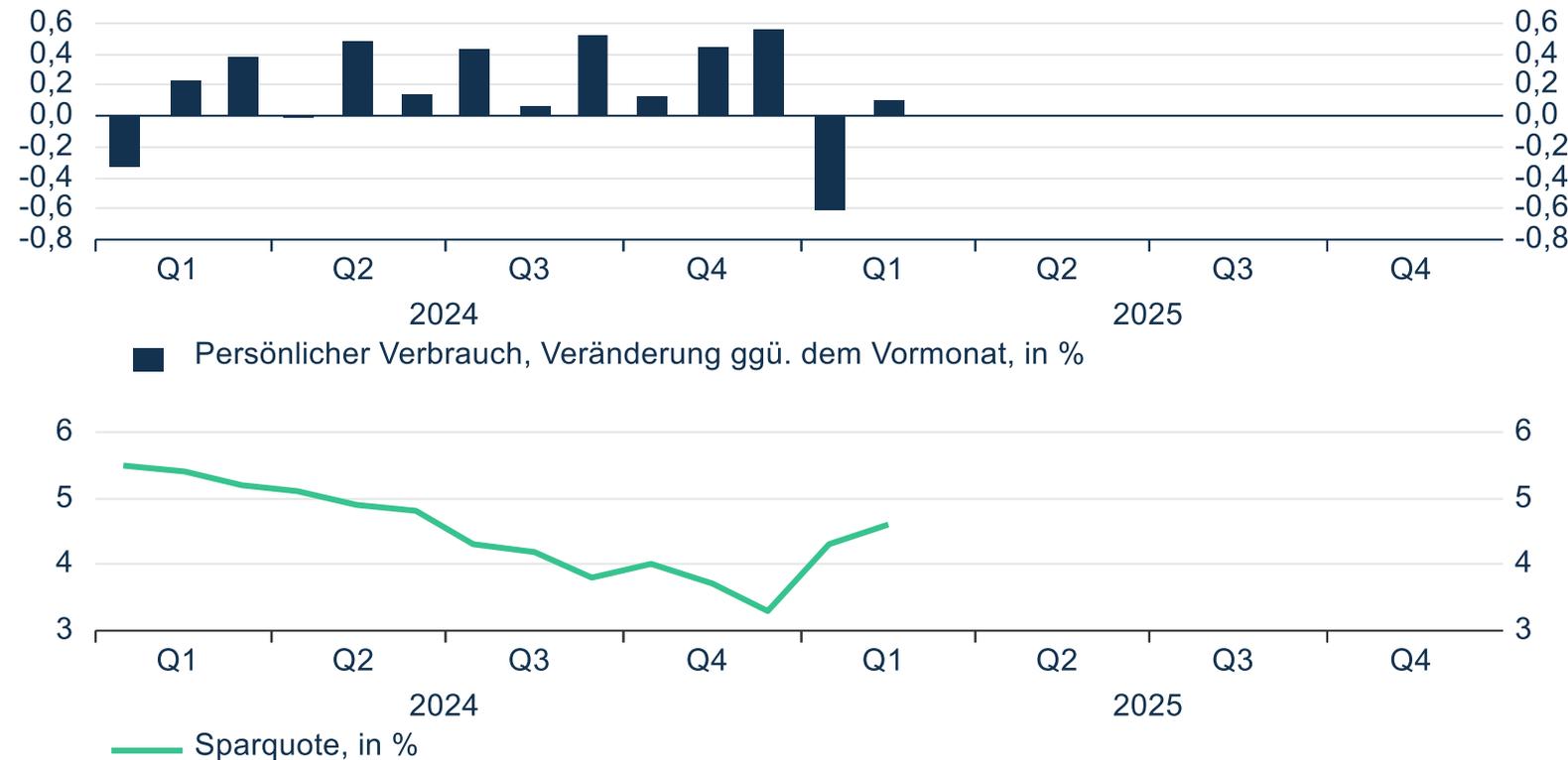


- Angesichts eines Rückgangs der Umsätze im Einzelhandel per Januar stand zu erwarten, dass sich das erwähnte Emporschnellen der Einfuhren in einem nennenswerten Anstieg der Lagerbestände niederschlägt. Dem war aber nicht so.
- Dies wirft die Frage auf: Wo sind die Einfuhren geblieben? Der Anstieg der Goldbestände an der US-Börse COMEX dürfte als Erklärung nicht ausreichen.
- Im Hinblick auf das Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Quartal 2025 dürfte der Anstieg der Lagerinvestitionen die Belastung durch den Importanstieg nicht kompensieren.

Konsumanstieg im Februar macht Einbruch im Januar bei weitem nicht wett

Persönlicher Verbrauch (real) & Sparquote

Saisonbereinigte Monatswerte

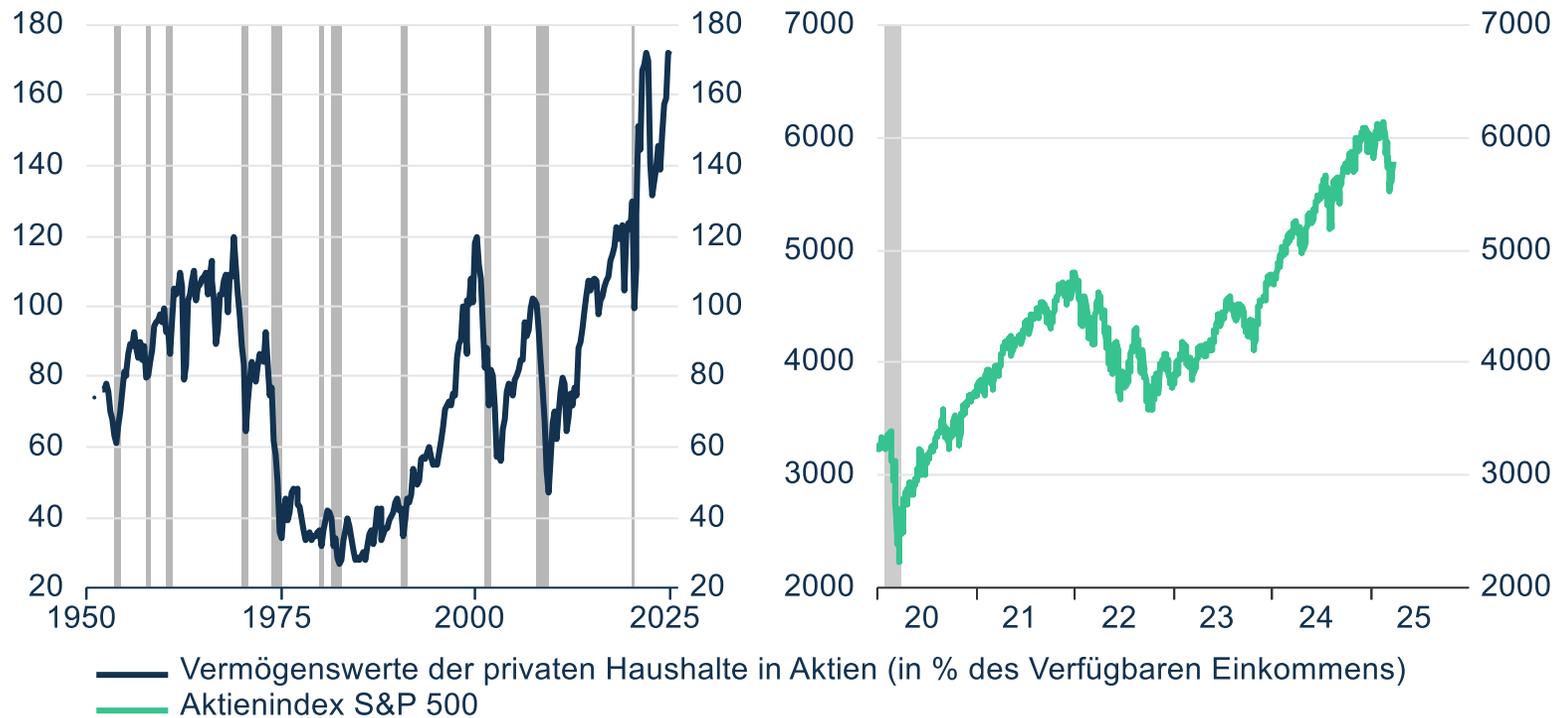


- Der persönliche Verbrauch legte in realer Rechnung im Februar 2025 um 0,1 % im Monatsvergleich zu. Damit wurde der Einbruch im Februar bei weitem nicht wettgemacht.
- Die persönliche Sparquote kletterte dabei von 3,3 % im Dezember auf 4,3 % im Januar und auf 4,6 % im Februar. Dies dürfte Ausdruck einer Verunsicherung der Verbraucher durch das erratische Agieren der neuen US-Regierung sein.
- Die jüngste Korrektur an den US-Aktienmärkten lässt befürchten, dass die persönliche Sparquote im März abermals ansteigen wird.

Korrektur am US-Aktienmarkt trübt Konsumlaune

Aktienvermögen und Aktienindex S&P 500

Quartals- bzw. Tageswerte

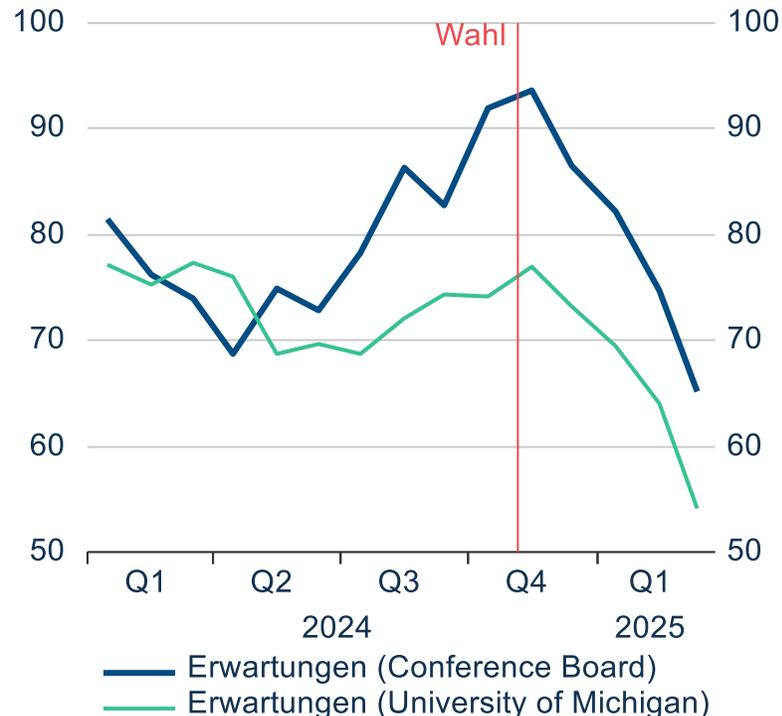
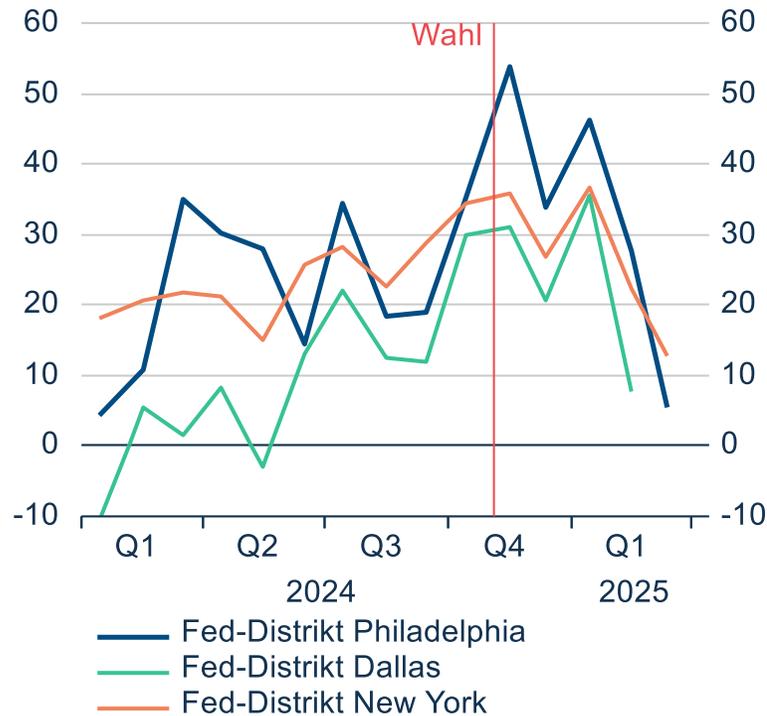


- Die US-Verbraucher halten, gemessen an ihren Verfügbaren Einkommen, soviel Vermögenswerte in Aktien wie nie zuvor.
- Angesichts dessen dürfte die jüngste Korrektur am US-Aktienmarkt die Konsumlaune stark eintrüben.

Wie gewonnen, so zerronnen – gute Stimmung ist wieder perdu

Erwartungen von Unternehmen und Verbrauchern

Saisonbereinigte Monatswerte

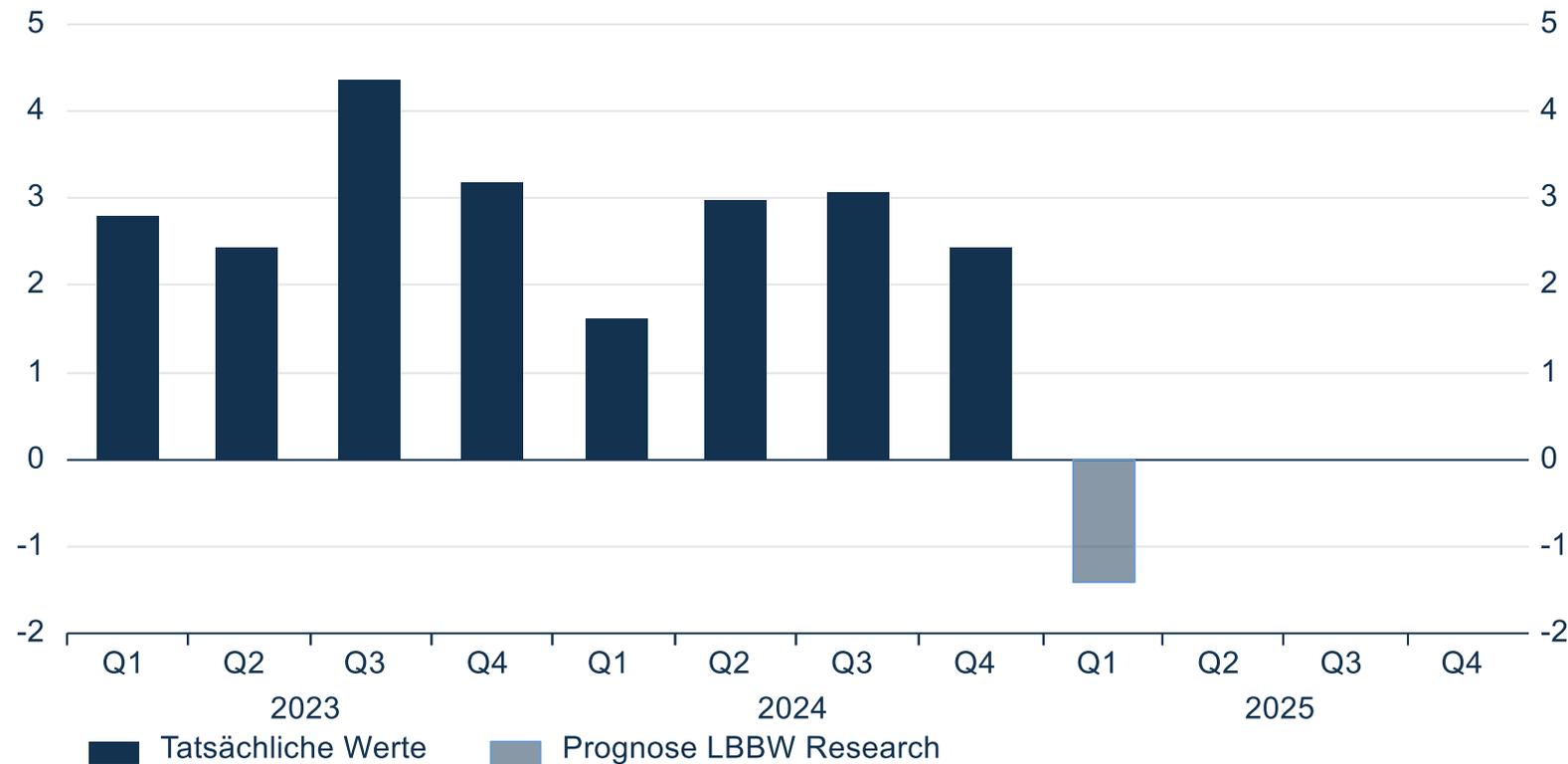


- Der Sieg Donald Trumps bei den jüngsten US-Präsidentschaftswahlen zeichnete sich erst wenige Wochen vor dem Wahltermin ab.
- Mit dem Wahlerfolg Donald Trumps ging zunächst eine Aufhellung der Erwartungen von Unternehmen und Verbrauchern einher.
- Seit der Wahl haben sich die Erwartungen deutlich eingetrübt.

US-Wirtschaft dürfte im ersten Quartal schrumpfen

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresraten, in %

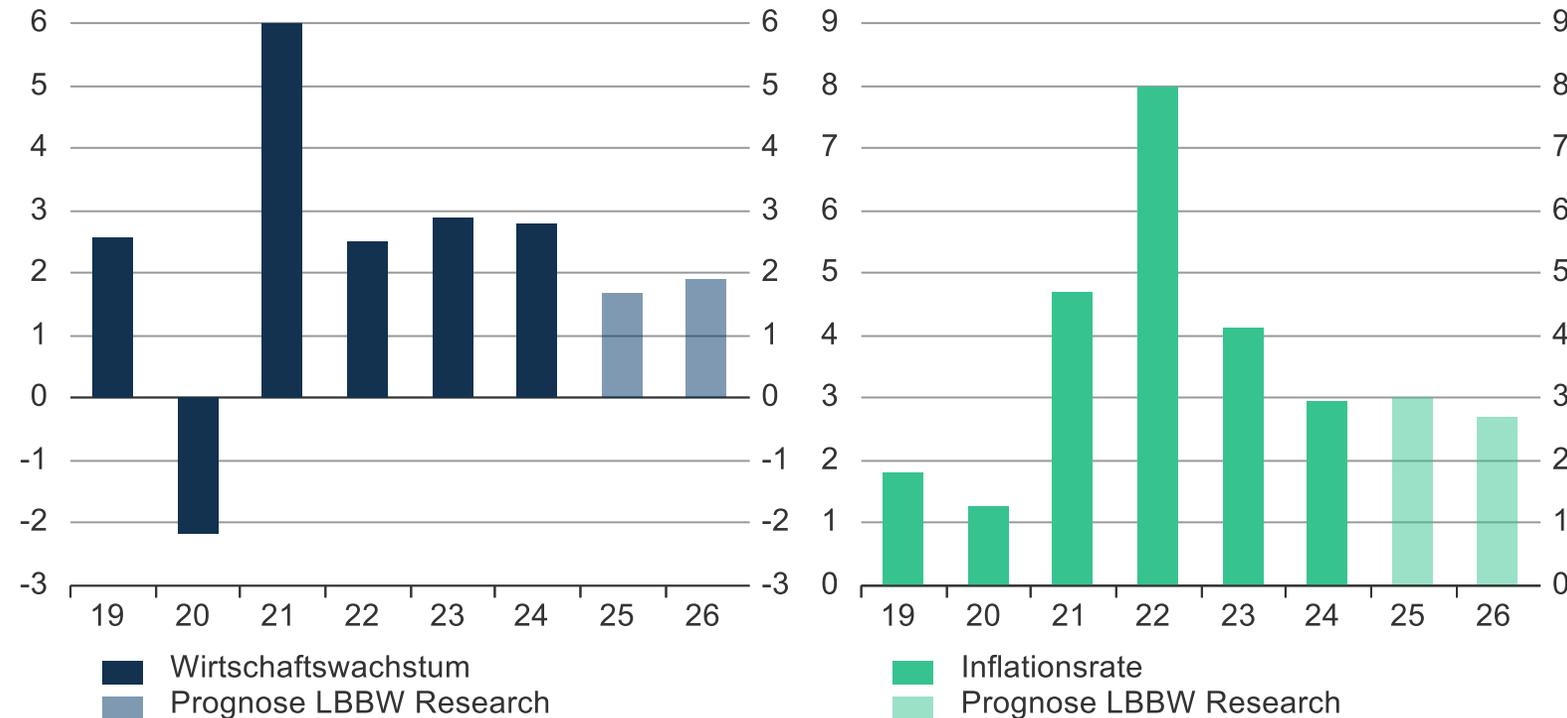


- Nach unserer Prognose wird die US-Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2025 mit einer Jahresrate von 1,4 % schrumpfen.
- Die größten Belastungen dürften von einer Ausweitung des Defizits im Außenbeitrag ausgehen.
- Der persönliche Verbrauch wird wahrscheinlich keinen nennenswerten Wachstumsbeitrag leisten.

Fazit: US-Wachstumsprognose gesenkt; Inflationsprognose bleibt unverändert

Bruttoinlandsprodukt und Konsumentenpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in %

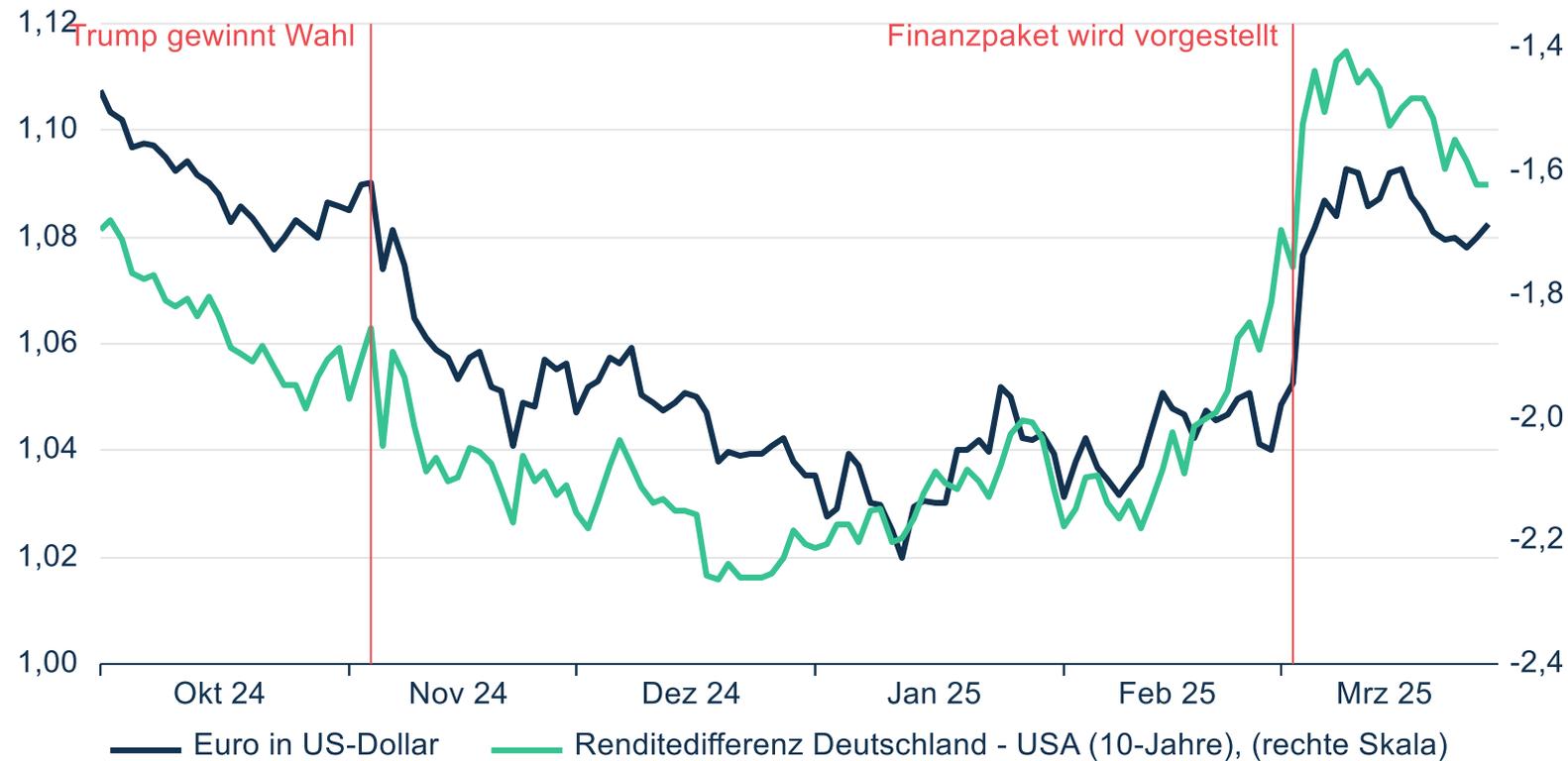


- Aufgrund eines absehbaren Einbruchs der US-Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2025 haben wir unsere Wachstumsprognose für das **Gesamtjahr 2025 gesenkt, und zwar von 2,5 % auf 1,7 %**.
- Die US-Wachstumsprognose für das Jahr 2026 lautet weiterhin auf 1,9 %.
- Trotz der Abwärtsrevision unserer US-Wachstumsprognose bleibt unser Inflationsausblick unverändert.
- Wir prognostizieren für das laufende Jahr eine US-Inflationsrate von 3,0 % und liegen damit über dem Konsensus. Gleichwohl überwiegen bei unserer Inflationsprognose nach unserer Einschätzung die Aufwärtsrisiken.

Die gute, alte Zinsdifferenz tut es noch

Euro in US-Dollar und Renditedifferenz

Tageswerte



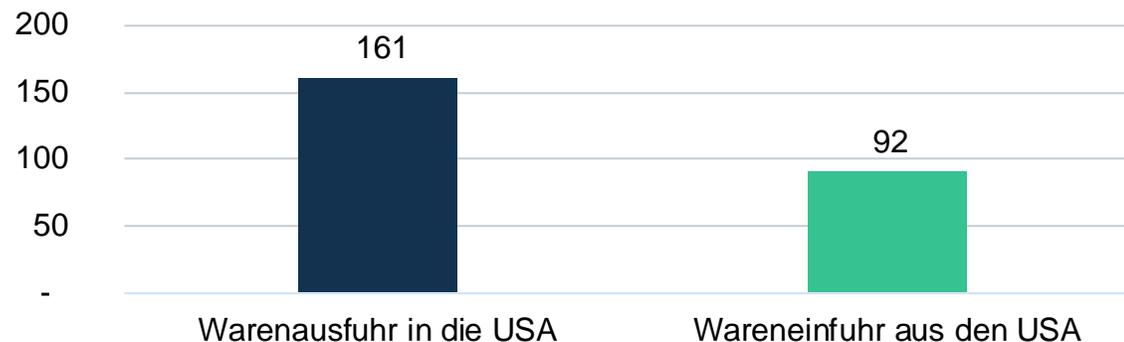
- Das jüngst zu beobachtende Erstarren des Euro gegenüber dem US-Dollar verlief kongruent zum Rückgang des US-Renditevorteils. Die Zinsdifferenz taugt weiterhin als erklärender Faktor der Wechselkursbewegungen.
- Sollte die US-Notenbank ihre Leitzinsen aufgrund anziehender Inflation später senken (wenn überhaupt) als allgemein angenommen, dann ist folgerichtig mit einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zu rechnen.

Risiko Außenhandel: Was steht auf dem Spiel?

Deutscher Handel (Top 10) im Warenhandel mit den USA

Jahreswerte in Mrd. Euro

Exporte in die USA	Mrd. Euro	Importe aus den USA	Mrd. Euro
Kraftfahrzeuge, Landfahrzeuge	34,0	Maschinen, Apparate, mechanische Geräte	15,0
Maschinen, Apparate, mechanische Geräte	31,8	Mineralische Brennstoffe usw.	14,8
Pharmazeutische Erzeugnisse	27,0	Pharmazeutische Erzeugnisse	12,2
Elektrotechnische Erzeugnisse	15,0	Optische, fotografische usw. Erzeugnisse	9,1
Optische, fotografische usw. Erzeugnisse	11,8	Kraftfahrzeuge, Landfahrzeuge	8,0
Luftfahrzeuge, Raumfahrzeuge	5,8	Elektrotechnische Erzeugnisse	6,4
Kunststoffe und Waren daraus	3,9	Organische chemische Erzeugnisse	3,2
Verschiedene Erzeugnisse der Chemischen Industrie	3,0	Verschiedene Erzeugnisse der Chemischen Industrie	2,9
Organische chemische Erzeugnisse	3,0	Kunststoffe und Waren daraus	2,6
Waren aus Eisen oder Stahl	2,5	Luftfahrzeuge, Raumfahrzeuge	1,9

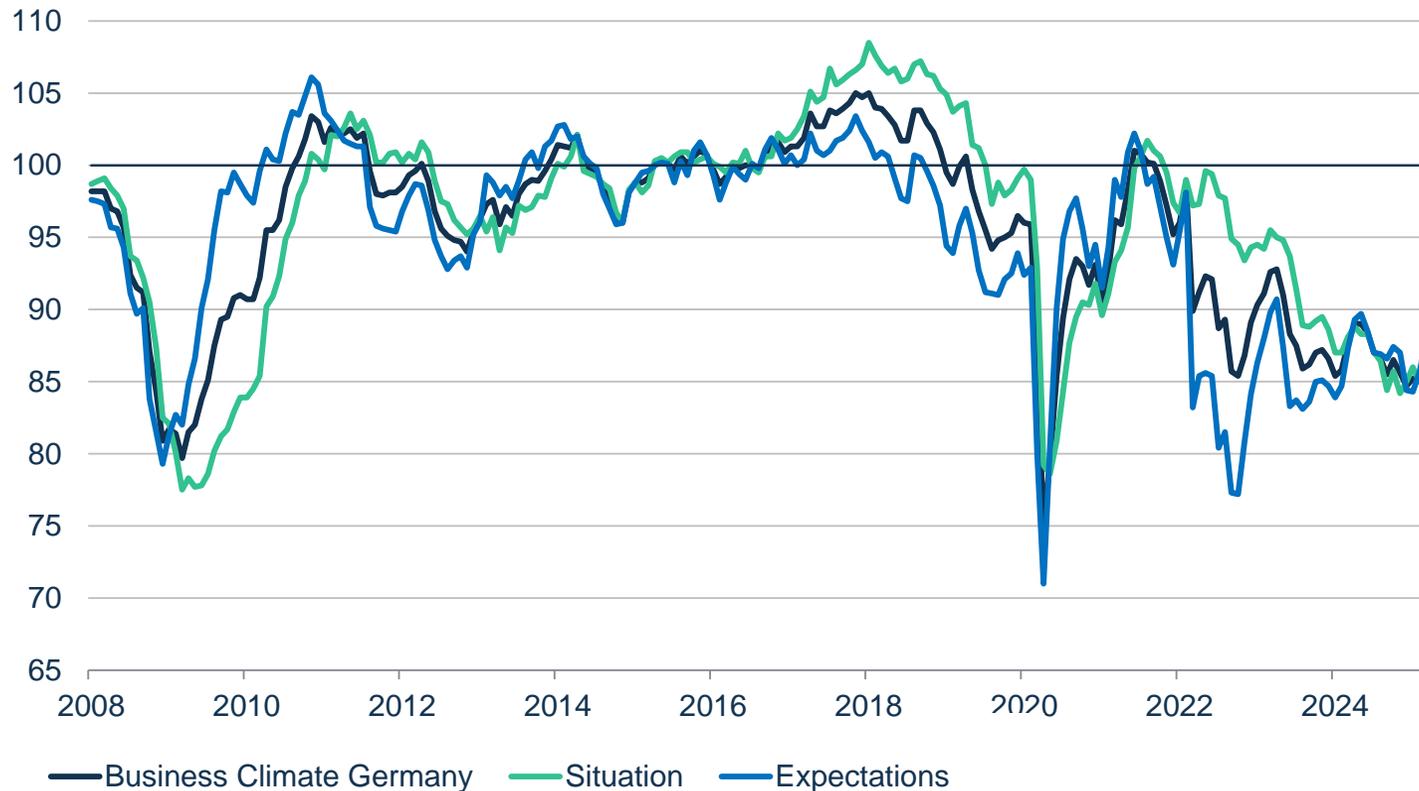


- Die Top-10 der Branchen nach Volumen der Warenausfuhr bzw. –einfuhr zeigt, für wen im Handelsstreit besonders viel auf dem Spiel steht.
- Davon abweichen kann die Abhängigkeit der jeweiligen Branche vom Handel mit den USA, etwa in % der Gesamtausfuhren (vgl. Kapitalmarkt-Kompass Update vom 21.2.2025).

ifo-Geschäftsklima: Trendwende im März?

ifo-Geschäftsklima, Lage und Erwartungen

Monatswerte

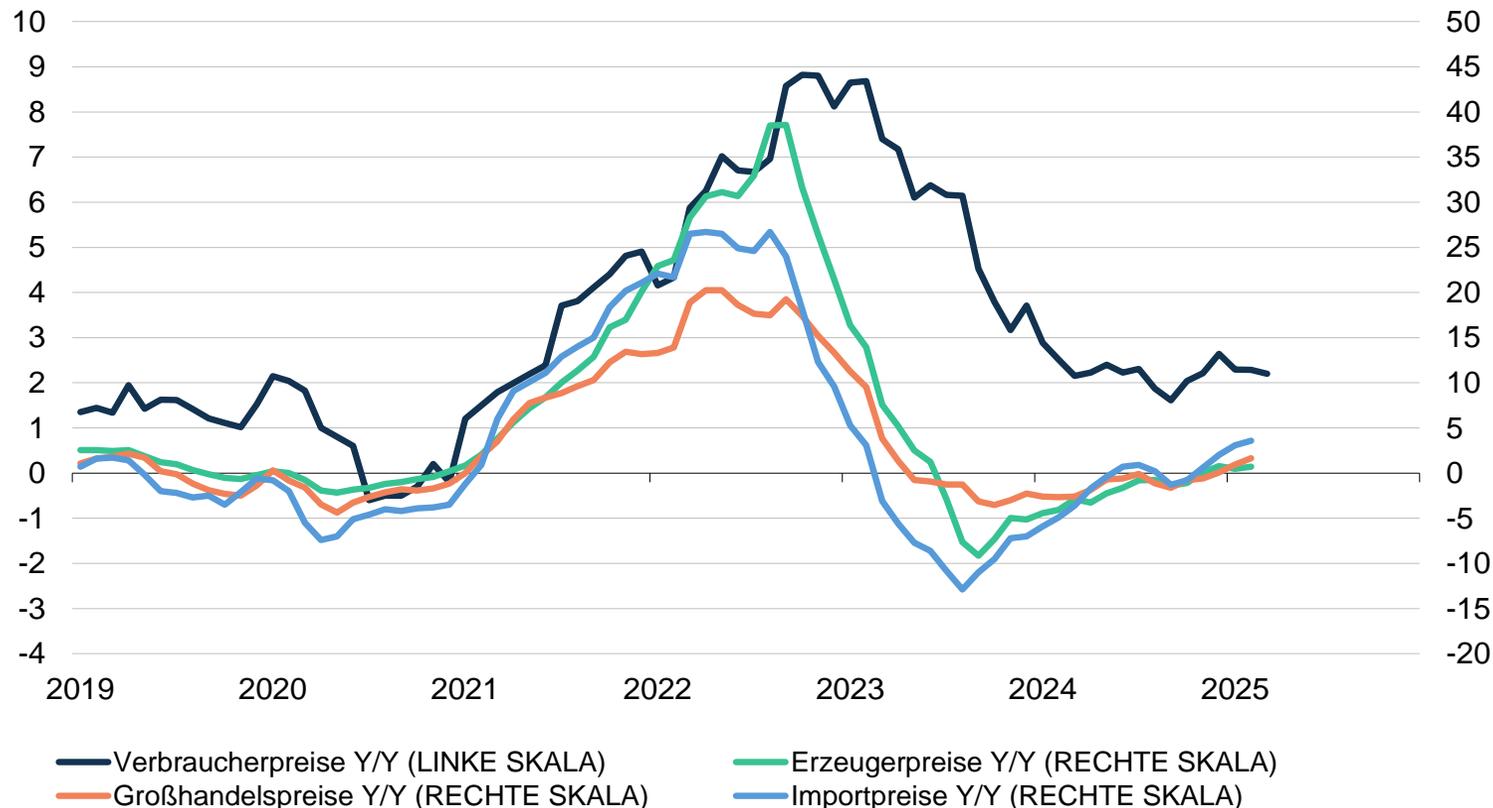


- Im März legte das ifo-Geschäftsklima zum dritten Mal in Folge zu. Es ging von rev. 85,3 Punkten auf 86,7 Zähler aufwärts.
- Nach einer alten Faustregel bestätigen drei Anstiege in Folge eine Trendwende.
- Viele Beobachter trauen aktuell dem Braten nicht. Der jüngste Anstieg verbindet sich mutmaßlich mit der Hoffnung auf einen großen Geldsegen aus dem Füllhorn des Sondervermögens „Infrastruktur“. Außerdem dürften die zollpolitischen Maßnahmen der USA noch nicht eingepreist sein.

Anstieg der deutschen Verbraucherpreise lässt nach

Deutschland: Inflation auf verschiedenen Stufen

Monatswerte



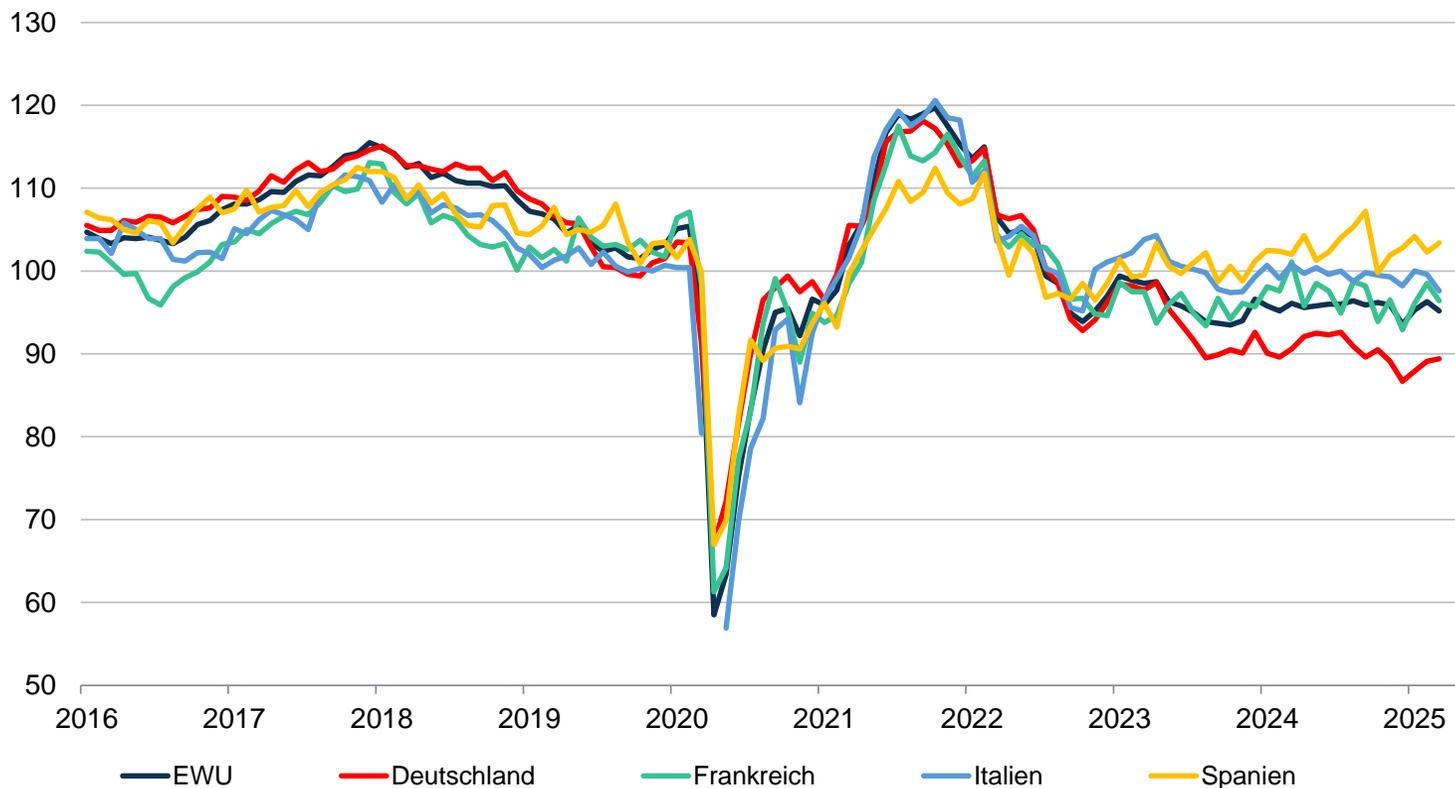
- Die Inflation ist im März von 2,3% auf 2,2% gesunken.
- Vor allem die Energiepreise trugen zur Entlastung bei, ebenso die Dienstleistungen, für die sich der Preisauftrieb von 3,8% auf 3,4% abschwächte.
- Auf den vorgelagerten Stufen nimmt der Preisdruck auf niedrigem Niveau zu.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Economic Sentiment: Deutschland holt etwas auf

EWU Economic Sentiment für die großen Staaten

Monatswerte



- Deutschland bildet bei der Stimmung der Wirtschaftsakteure zwar weiter das Schlusslicht in Europa, aber nicht mehr so klar wie in den Vormonaten.
- Während der Economic Sentiment Index im März hierzulande etwas zulegte, ging es im Euroraum sowie in Frankreich und Italien leicht abwärts.

China: Deutlich proaktivere Fiskalpolitik als positives Signal

Wirtschaftsziele

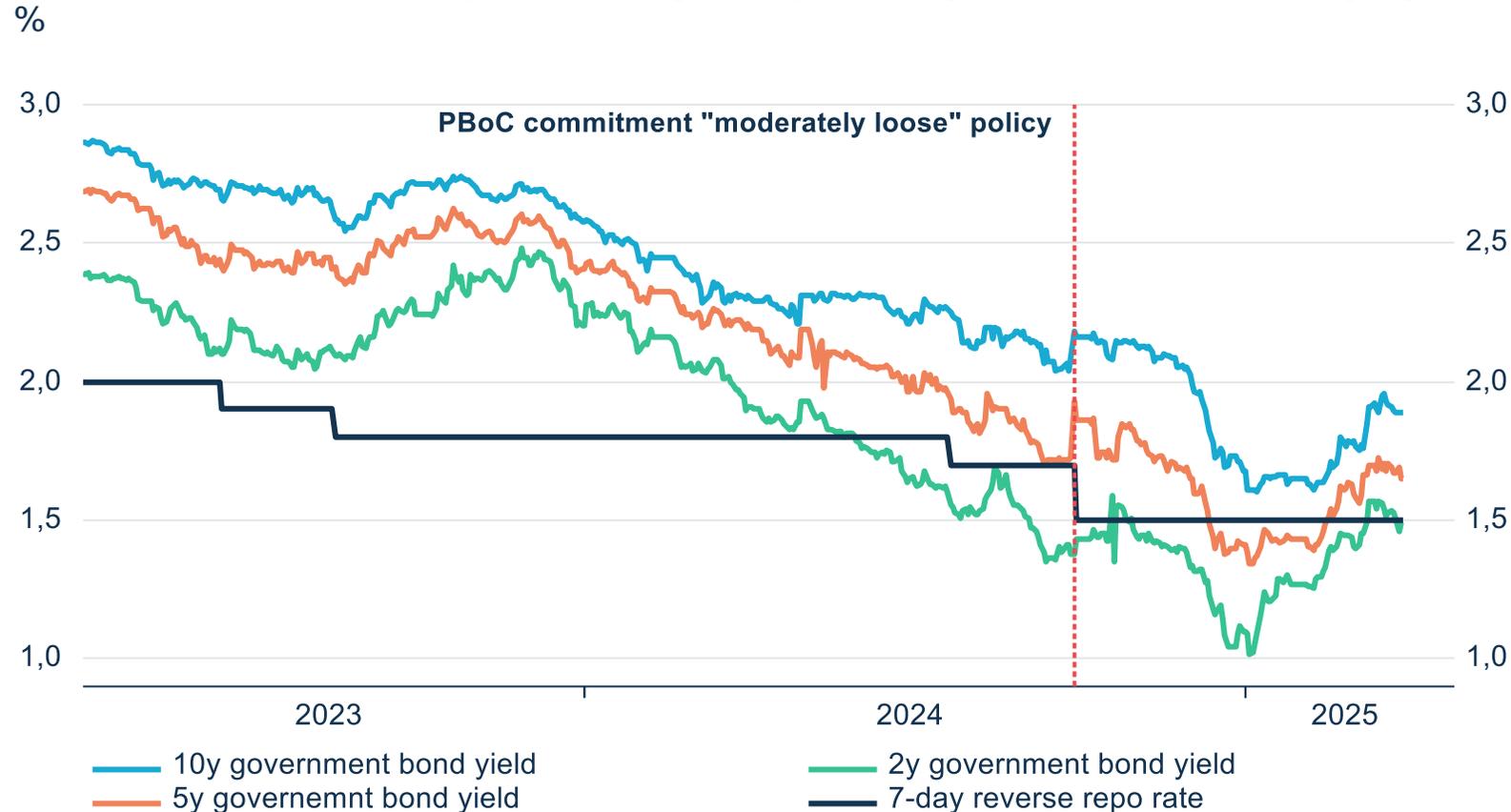
Vergleich 2025 vs. Vorjahre

Schlüsselindikatoren	2025 Ziele	2024 Ziele	2023 Ziele
BIP-Wachstum	rund 5%	rund 5%	5%
Inflation (VPI)	2%	3%	3%
Arbeitslosenquote (städt.)	5.5%	5.5%	5.5%
Stellenwachstum städt. Arbeitsmarkt	über 12 Millionen	über 12 Millionen	über 12 Millionen
Budgetdefizit (in % des BIP)	4%	3%	3% (später auf 3,8%)
Ultra-Langfristanleihen (Zentralstaat)	1,3 Bio. CNY	1 Bio. CNY	N/A
Spezialanleihen (Quote für Lokalebene)	4,4 Bio. CNY	3,9 Bio. CNY	3,8 Bio. CNY

- Die Hauptmessage des diesjährigen Volkskongresses: Priorisierung der Inlandsnachfrage
- Ausweitung des Budgetdefizits auf 4 % des BIP (höchstes Niveau seit drei Jahrzehnten)
- Fortführung einer eingeführten Kaufprämien für Konsumenten (u.a. Haushaltsgeräte, EVs und elektronische Geräte; 300 Milliarden Yuan / 42 Milliarden USD)
- Geplant: Neue Gelder zur Steigerung der Unternehmensinvestitionen und mehr Mittel für Infrastruktur, ländliche Entwicklung, Technologie, Rekapitalisierung von Banken
- Am Wachstumsziel von „rund 5%“ wird festgehalten

Renditen chinesischer Staatsanleihen stabilisieren sich nach historischen Tiefs

Government bond yields & policy rate (7-day reverse repo)

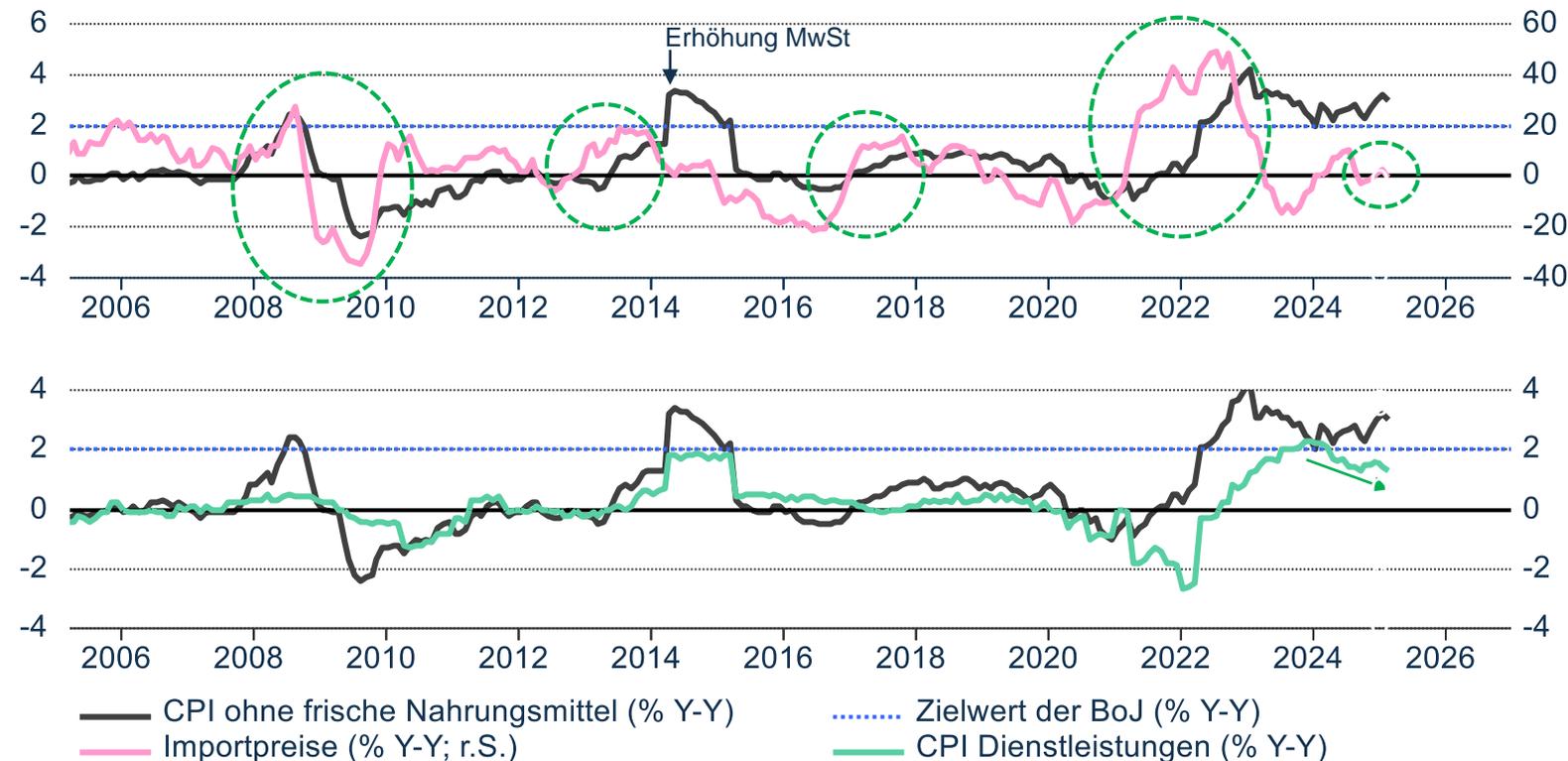


- Bessere Fundamentaldaten und Beschlüsse auf dem Volkskongress Anfang März: Märkte reagierten positiv
- Daneben Euphorie rund um DeepSeeks KI-Durchbruch sowie Pekings neue Umgarnung chinesischer Tech-Firmen und ausländischer Investoren
- Chinesische Zentralbank erhält mit einer Stabilisierung der Renditen mehr Flexibilität bzgl. Zeitpunkt zukünftiger Zinssenkungen
- Zumindest zwei weitere Zinssenkungen bis Jahresende und Ausweitung der Liquidität für den Finanzsektor durch die PBoC
- Des Weiteren kündigte Notenbankchef Pan Gongsheng jüngst neue Instrumente zur Stützung der Märkte an

Japan: Preisdruck dürfte nachlassen; Spielraum für Zinserhöhungen nur noch gering

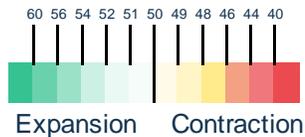
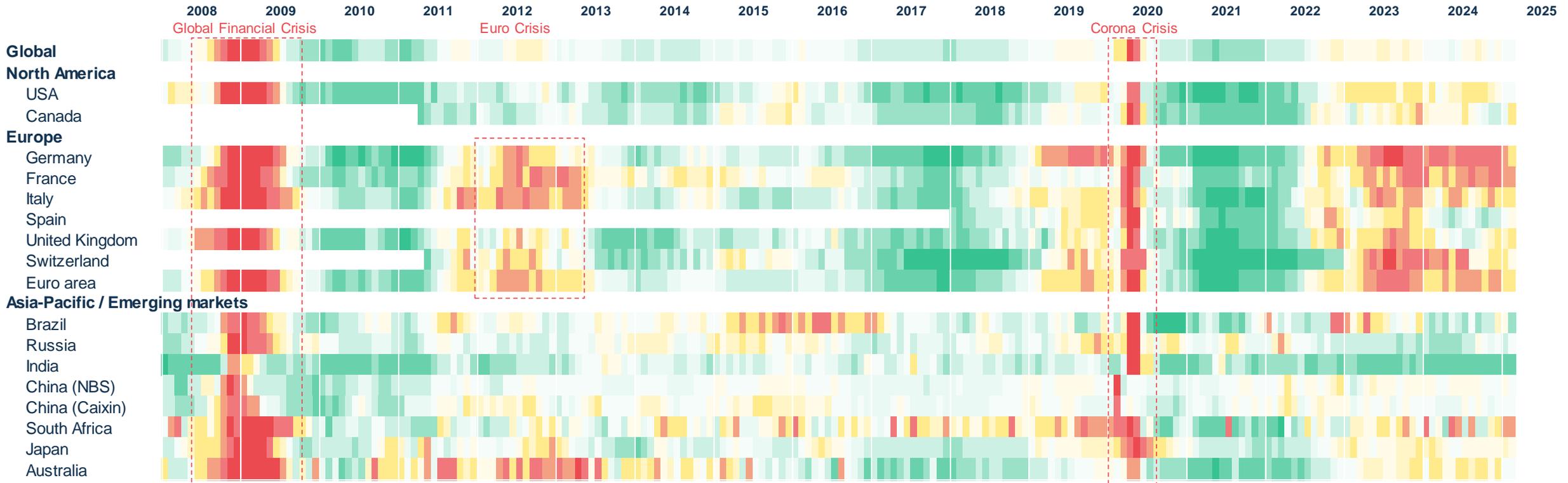
CPI ohne frische Nahrungsmittel, Zielwert der BoJ, Importpreise und CPI Dienstleistungen

in % Y-Y



- Wenn die im Fokus der Bank of Japan stehende Inflationsrate „ex fresh food“ in den vergangenen Jahren einmal signifikanter anstieg, ging dies entweder auf eine Mehrwertsteuererhöhung zurück oder war von den Importpreisen und/oder den Preisen für Dienstleistungen getrieben.
- Nach einer Erholung des Yen stagnierten die Importpreise zuletzt. Die Preise für Dienstleistungen legten im Februar nur noch um 1,3 % (Y-Y) zu. Damit dürfte die Inflationsrate nun im Trend nachgeben und in Richtung des Zielwerts der BoJ fallen.
- Der Spielraum der BoJ für Zinserhöhungen ist nur noch gering. Vor dem Hintergrund drohender US-Zölle auf japanische Exporte in die USA rechnen wir nur noch mit einem vorerst letzten Zinsschritt nach oben.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

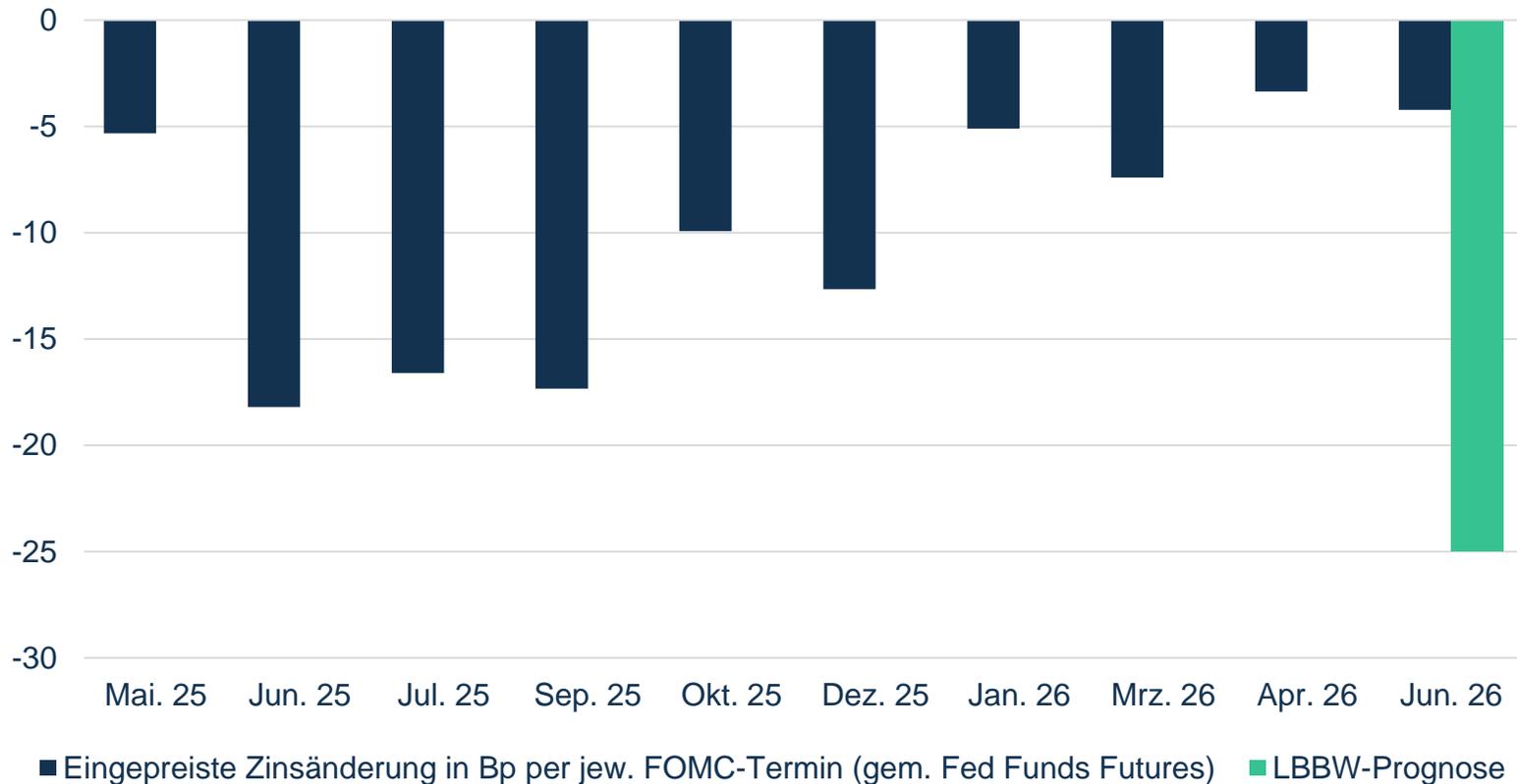
04

Zinsen: Im Bann der Konjunktur- sorgen

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

Fed: Markt setzt auf Zinssenkung um die Jahresmitte

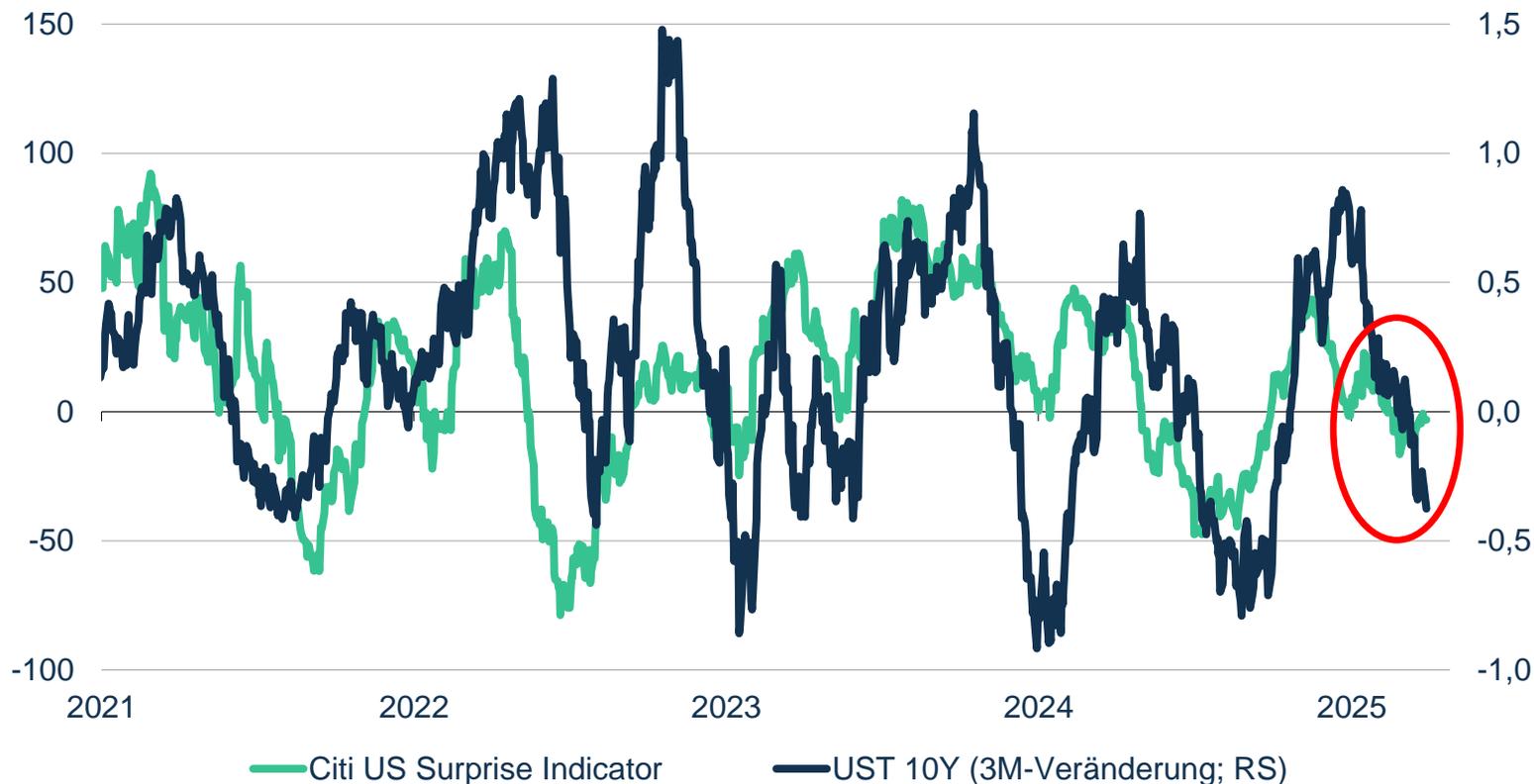
Marktimplizite Zinsänderung je Fed-Termin und LBBW-Prognose (in Bp)



- Fed hat Zinspause am 19. März erwartungsgemäß verlängert.
- Alle große Notenbanken betonen unisono eine erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit.
- Gewichte scheinen sich zuletzt zu den konjunkturellen Risiken verschoben zu haben, Fed-Statement leicht „dovisher“.
- Notenbanker neigen dazu, die Wirkung von Trumps Zöllen auf die Inflation als „transitorisch“ einzustufen.
- Aber: Powell betont, dass der Fed die Zeit zu handeln nicht weglaufe.
- => Die Fed dürfte zunächst weiter abwarten, bis der makroökonomische Nebel sich gelichtet hat.
- Chance auf Zinssenkung um die Jahresmitte 2025 hat zugenommen, Prognoseunsicherheit aber derzeit sehr hoch.

USD-Rentenmarkt: Konjunktursorgen überbetont?

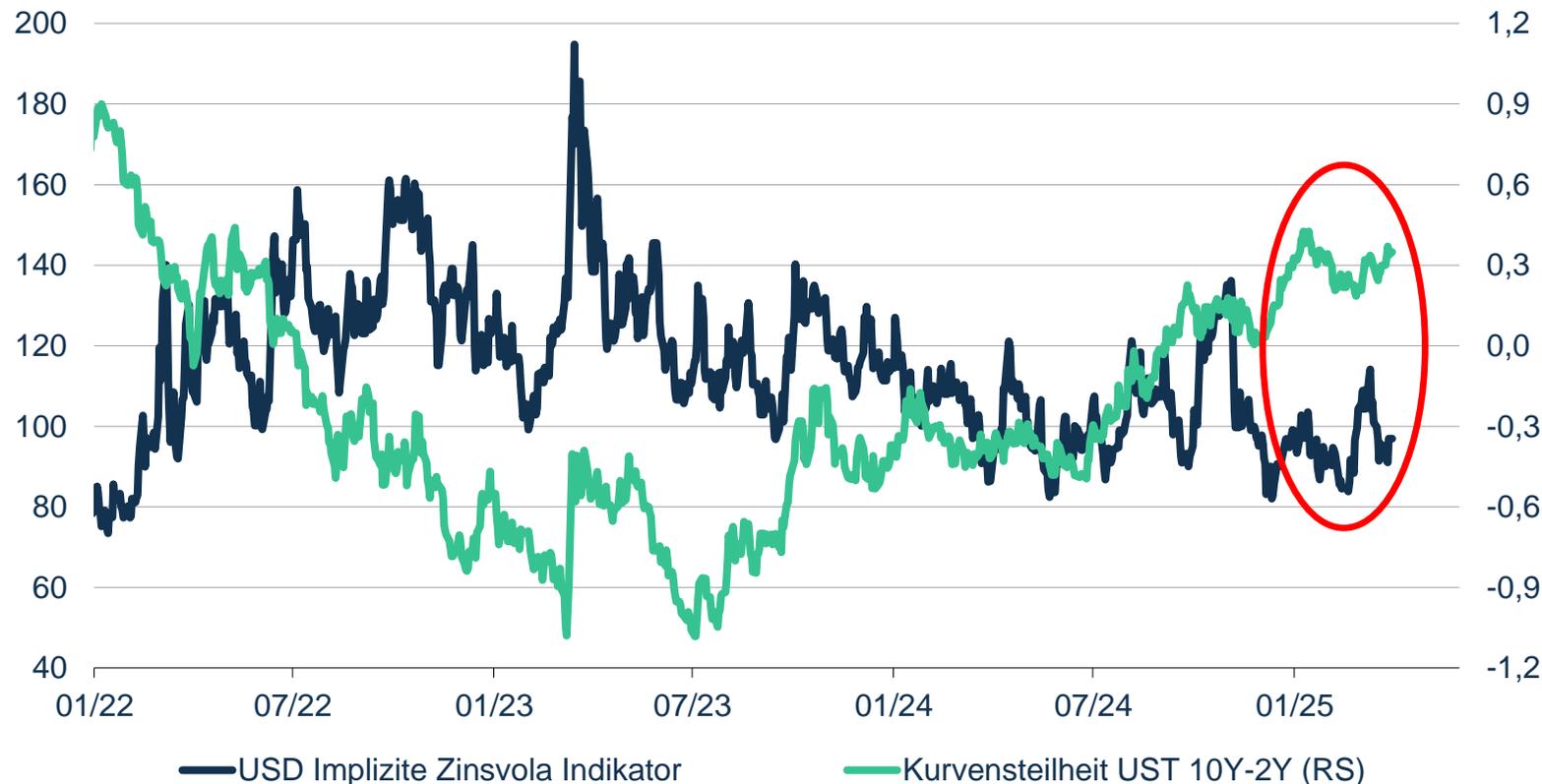
Veränderung der Rendite 10-jähriger US-Treasuries (auf 3M-Sicht) und Citigroup Economic Surprise Index



- Rendite 10-jähriger US-Treasuries konsolidiert unter Eindruck anhaltender Konjunktursorgen nahe Jahrestief.
- Tendenz der US-Konjunkturüberraschungen wies zuletzt wieder leicht aufwärts, aktuell im neutralen Bereich.
- PMIs zeigen für März in Summe positive Tendenz. Sorgen vor anhaltendem Konjunkturabschwung mithin unbegründet?
- US-Arbeitsmarktbericht für März (4. April) liefert nächste wegweisende Indikation zur Robustheit der US-Wirtschaft.
- Ein solider Arbeitsmarktbericht könnte am US-Rentenmarkt die Erkenntnis befördern, dass die Konjunktursorgen der zurückliegenden Wochen überzogen waren.

USD-Rentenmarkt: Wachsende Sorgen um Fed-Unabhängigkeit könnten Versteilerung befeuern

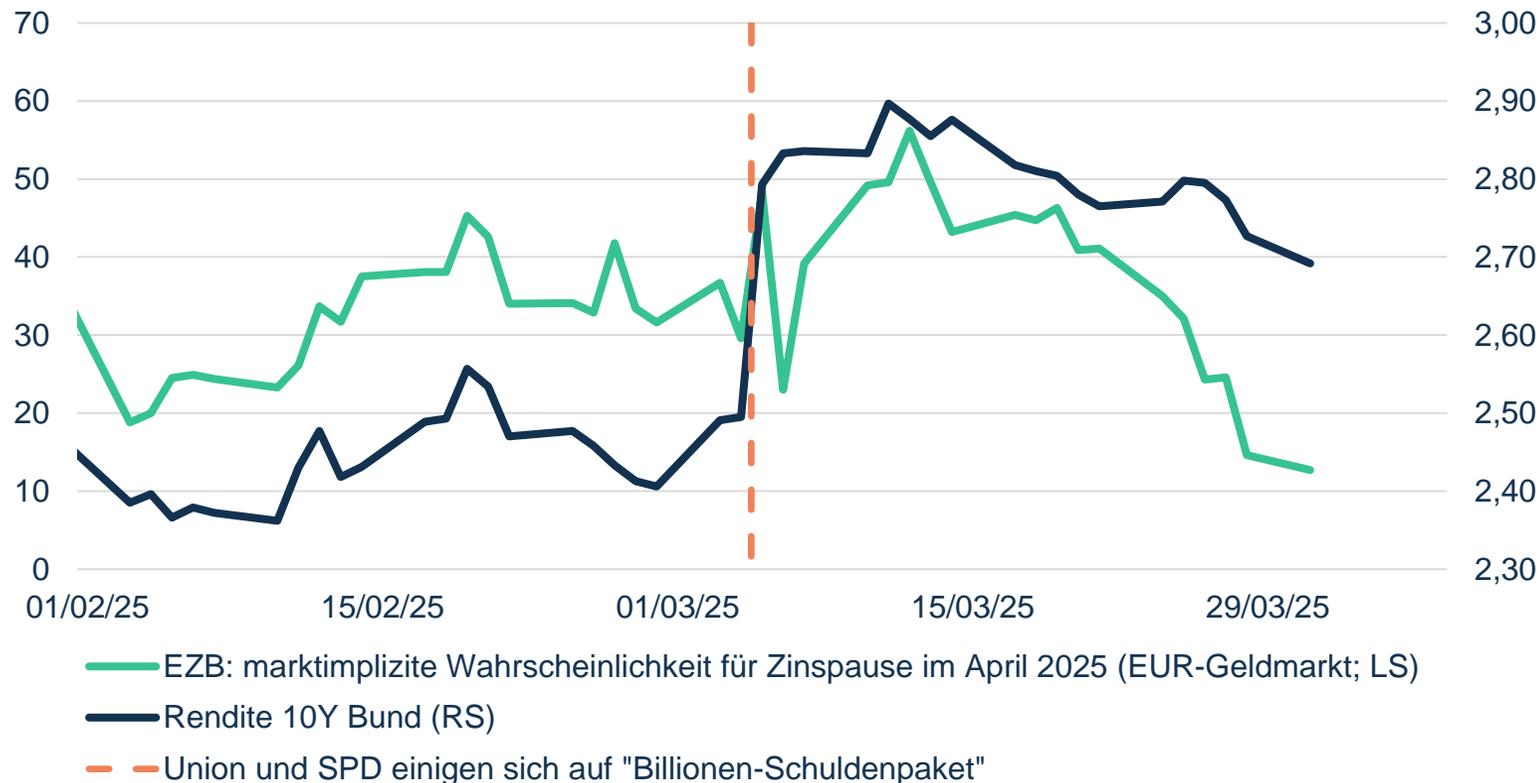
Steilheit 10Y-2Y auf der US-Treasurykurve und Indikator für implizite Vola am US-Staatsanleihemarkt



- Trend zur Versteilerung der US-Treasurykurve vorerst ins Stocken geraten.
- Wir verbinden dies partiell mit der Erwartung der Investoren, dass US-Finanzminister Bessent seine Zusage bezüglich eines sinkenden Budgetdefizits einlösen kann.
- Wachsende Hoffnungen auf eine fiskalpolitische Konsolidierung spiegeln sich u.E. auch in einer tendenziell sinkenden impliziten Zinsvola wider.
- Diese Stabilisierung könnte sich indes als trügerisch erweisen, falls der in einem Jahr anstehende Wechsel an der Fed-Spitze die Sorgen um die Unabhängigkeit der Notenbank anheizt.

EZB: Hartes Ringen um Zinspause im April – Hoffnung auf erneute Senkung stützt Rentenmarkt

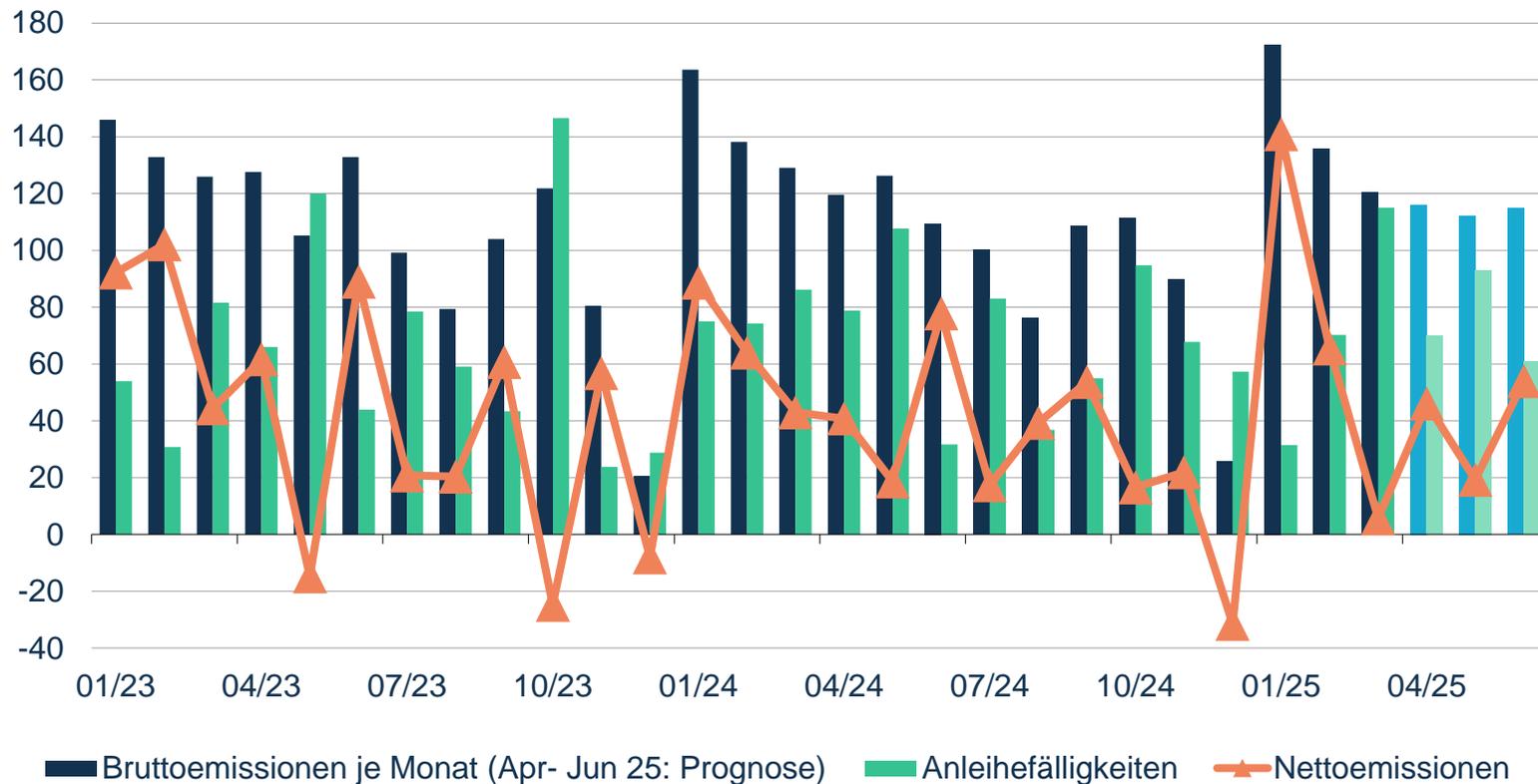
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für EZB-Zinspause auf April-Sitzung (in %) und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- EZB-Spitze hält sich in jüngsten Äußerungen sowohl Option einer Zinspause als auch einer weiteren Senkung auf der April-Sitzung explizit offen.
- Inflationsdaten für März dürften wichtigen Impuls für nächste Zinsentscheidung geben.
- Meinungsbildung zu Wirkung zusätzlicher Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur im EZB-Rat wohl noch nicht abgeschlossen.
- **Drohende Eskalation des Handelskonflikts mit den USA hat Markthoffnung auf Zinssenkung im April u.E. zuletzt beflügelt. Am Rentenmarkt federte dies die Kursbelastung durch das Schuldenpaket ab.**
- **Aber:** Wie belastbar ist diese Kursunterstützung angesichts einer sich aufhellenden Konjunkturstimung in Deutschland?

EUR-Staatsanleihen: Schuldenpaket kurzfristig ohne Auswirkung auf Primärmarktaktivität

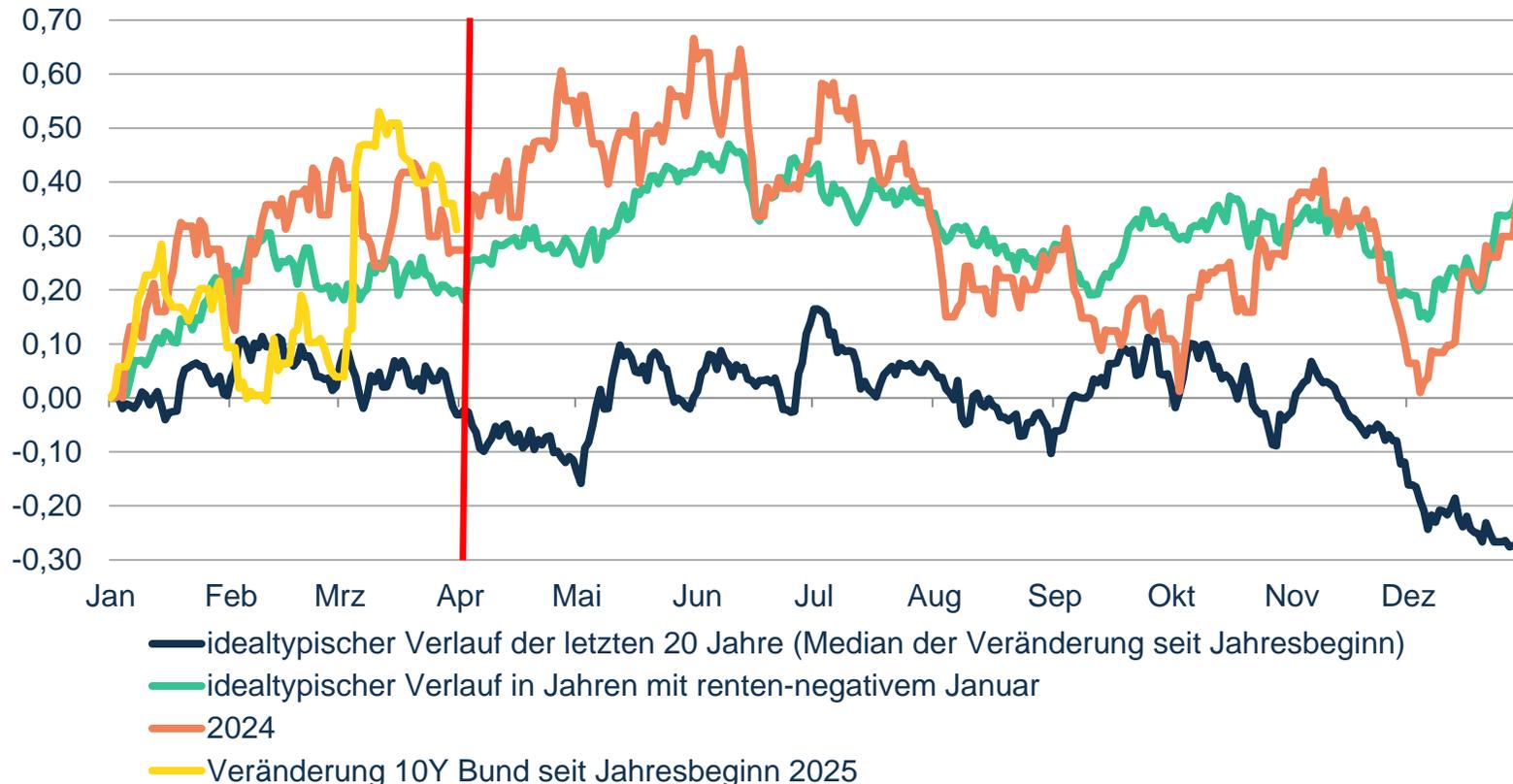
Brutto- und Nettoemissionen an EUR-Staatsanleihen je Monat (in Mrd. EUR, Apr.- Jun. 2025: LBBW-Prognose)



- Bundesfinanzagentur plant für Q2 2025 mit Bruttoemissionen von 62,5 Mrd. EUR (zzgl. grüne Anleihen) am Kapitalmarkt. Der Wert ist unverändert gegenüber der Jahresplanung vom Dezember 2024.
- => Auswirkungen des vom Parlament beschlossenen Schuldenpakets werden am Primärmarkt erst mittelfristig spürbar!
- Für den Euroraum insgesamt rechnen wir für Q2 2025 mit Bruttoemissionen von 343 Mrd. EUR, ein Rückgang um rund 20 % ggü. Q1 2025.
- Das Nettoangebot dürfte im Quartalsvergleich sogar um mehr als 40 % sinken! Vor allem im Mai ergibt sich angesichts niedriger Nettoemissionen ein rentenfreundliches Angebotsumfeld.

EUR-Rentenmarkt: Saisonmuster spricht für vorläufige Topp-Bildung im Frühsommer

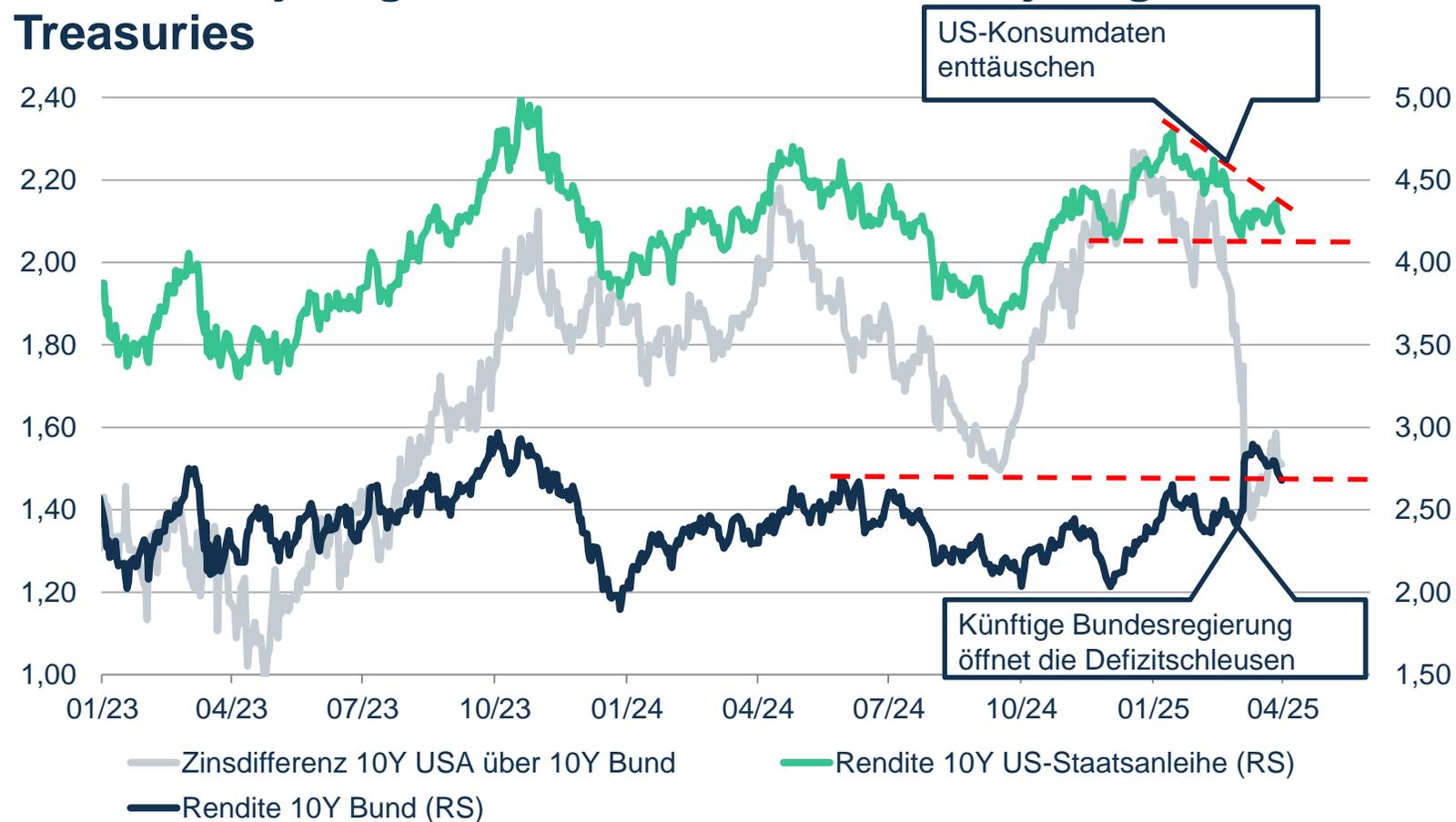
Kumulierte Veränderung der 10Y Bundrendite (in %) seit Jahresbeginn und idealtypischer Saisonverlauf



- 10Y Bundrendite zwar mit hoher Volatilität, aber grundsätzlich innerhalb des Rahmens, der durch das (bedingte) Saisonmuster vorgegeben wird.
- Test der 3 %-Marke im Frühjahr bleibt möglich, falls US-Staatstitel (wie von uns prognostiziert) Rückschlag erleiden sollten.
- Ab dem Frühsommer lässt das Saisonmuster auf eine Konsolidierung bzw. Erholung der Rentenkurse schließen.
- => Fazit: 10Y Bundrendite pendelt sich zwar auf erhöhtem Niveau ein, schießt aber einstweilen nicht nachhaltig über 3 % hinaus (es sei denn, die EZB deutet eine geldpolitische Kurswende an!).

Rentenmarkt: Transatlantikspread leitet Aufwärtskorrektur ein!

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



- **UST 10Y:** Test des „Post-Wahl-Tiefs“ bei rund 4,15 %; nachfolgend (technische) Gegenbewegung. Kurzfristiger Renditeabwärtstrend noch intakt. Bewegung in Richtung 4 % bleibt möglich, falls Rezessionsorgen weiter wachsen.
- **Bund 10Y:** Angriff auf Zyklushoch bei 3 % vorerst abgeblasen. Initiale Korrekturbewegung bis zur Renditeunterstützung im Bereich von 2,70 % abgeschlossen.
- => Konsolidierung beiderseits des Atlantiks nach Phase des „gespaltenen Momentums“. Erneute Annäherung an 3 %-Marke könnte Anlegerinteresse an Bunds wieder beflügeln. US-Treasuries erscheinen dagegen nahe 4 % zu teuer, falls ausgedehnte Wirtschaftsschwäche ausbleibt.

Fazit: Zu früh für Entwarnung am US-Rentenmarkt; 10Y Bundrendite mittelfristig um 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %

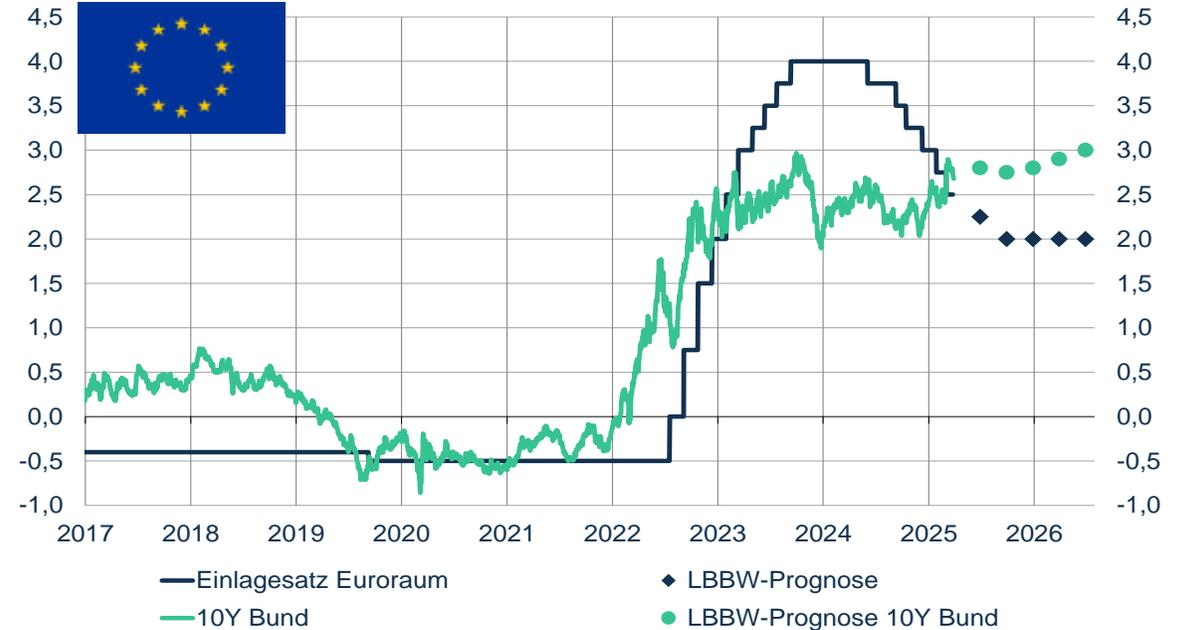


- **Zögerliche Fed: Keine Leitzinssenkung im Jahr 2025.** Lockerungskurs wird nicht vor Frühjahr 2026 fortgesetzt.
- Am US-Treasurymarkt dominieren angesichts wachsender Inflationsgefahren die Kursabwärtsrisiken.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

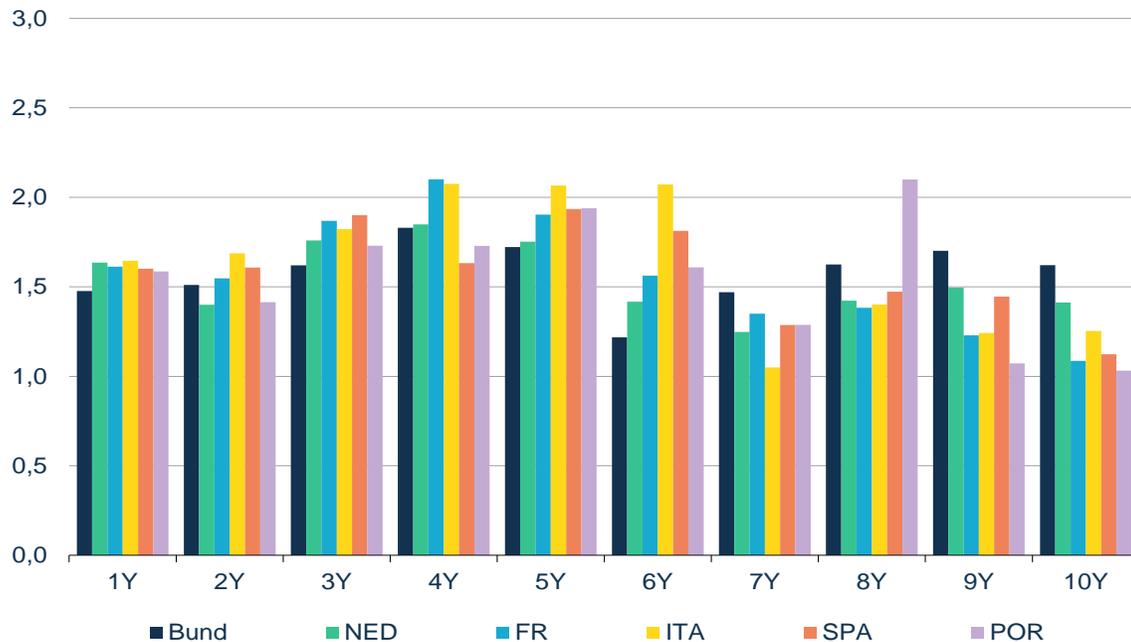


- **EZB verlangsamt Lockerungskurs:** Ein bis zwei weitere Zinssenkungen, **Einlagesatz erreicht Boden im Sommer 2025.**
- Langfristzinsen: Spannungsfeld aus EZB-Zinssenkungen und steigenden Laufzeitprämien. Versteilerung setzt sich fort.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries per Jahresende 2025

Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

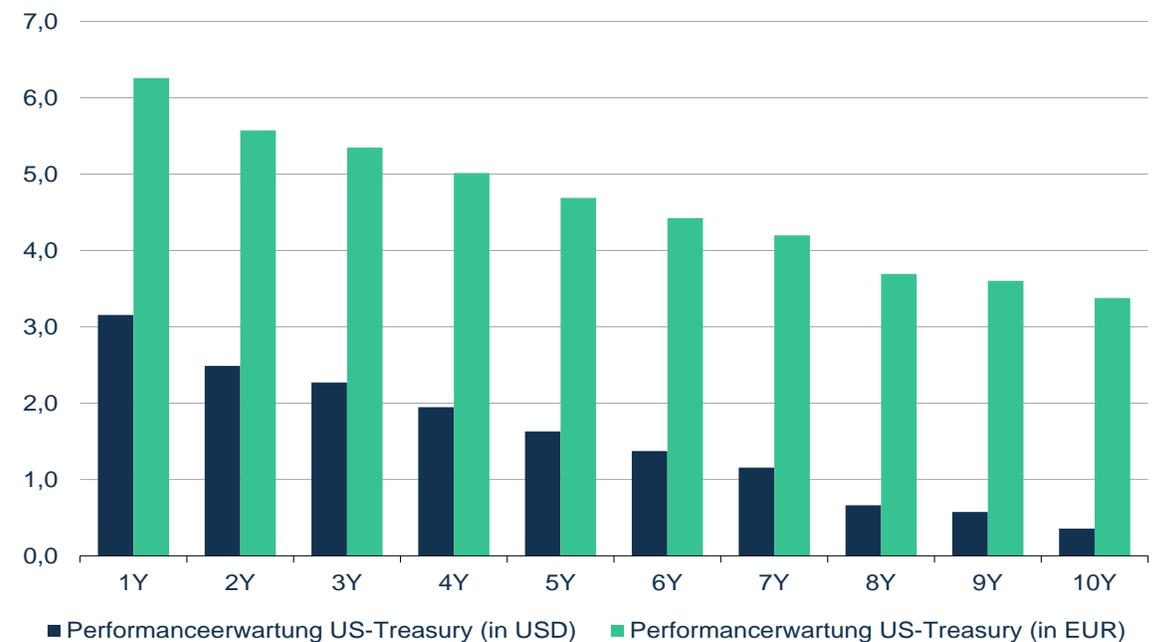


- Vorläufige Beruhigung nach „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet.**
- Peripheriespreads mit Einengungstendenz, Wahrscheinlichkeit einer verstärkten Renditedifferenzierung mittelfristig dennoch hoch.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Rückenwind durch Trump-Wahlsieg abgegeben. **Gegenbewegung scheint überzogen, daher Potenzial für Erholung.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries signifikant.

Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Jun-25	Forecast 31-Dec-25	30-Jun-26	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.65	2.40	2.15	2.15	
ECB Deposit Rate	2.50	2.25	2.00	2.00	
Overnight Rate (€STR)	2.42	2.15	1.95	1.95	
3M Euribor	2.34	2.20	2.00	2.00	
Swap 2Y	2.19	2.20	2.10	2.20	
Swap 5Y	2.41	2.45	2.35	2.50	
Swap 10Y	2.65	2.65	2.60	2.80	
Bund 2Y	2.03	2.10	2.00	2.10	
Bund 5Y	2.29	2.45	2.40	2.55	
Bund 10Y	2.70	2.80	2.80	3.00	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.50	4.50	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	4.34	4.35	4.35	4.10	
3M Money Market	4.85	4.30	4.30	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.72	4.10	3.90	3.60	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.65	4.05	3.95	3.75	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.77	4.15	4.10	3.90	
Treasury 2Y	3.96	4.30	4.10	3.80	
Treasury 5Y	3.98	4.40	4.30	4.10	
Treasury 10Y	4.26	4.60	4.60	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.75	0.85
Japan	10Y Government Bond	1.53	1.55	1.55	1.60
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.46	4.20	3.70	3.20
UK	10Y Government Bond	4.70	4.60	4.50	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.20	0.20	0.20	0.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.63	0.65	0.65	0.75

Quellen: LSEG, LBBW Research

05

Credits: Exogene Belastungs- faktoren



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

Michael Köhler, CEFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-42664
michael.koehler@LBBW.de

Angst vor Zöllen hinterlässt Spuren – HY-Spreads v.a. bei US-Corporates angestiegen

US HY Non-Financials vs. EUR HY Non-Financials

Asset Swap Spread in Basispunkten

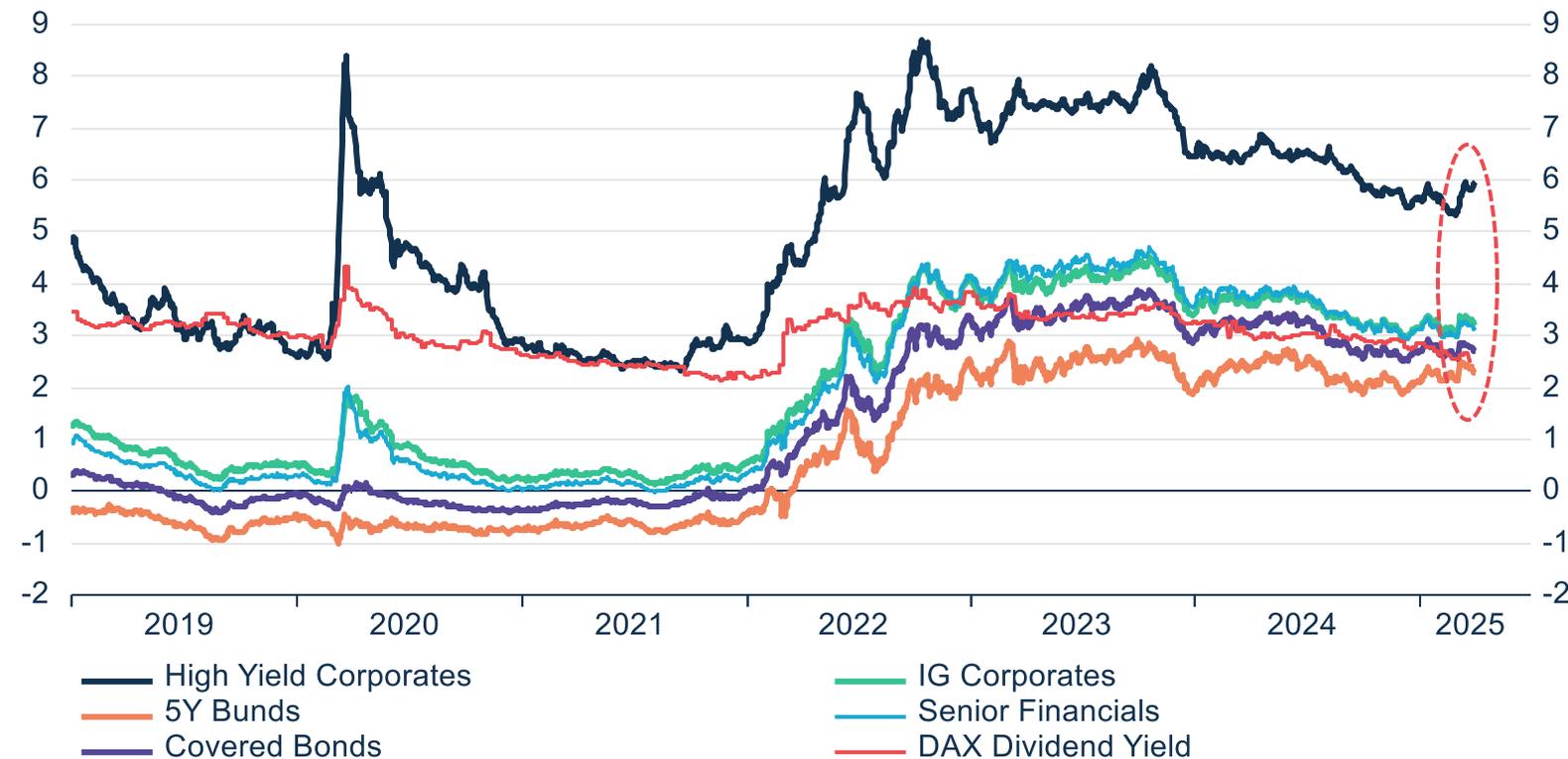


- Die u.a. durch die Zollpolitik Trumps gestiegene Unsicherheit führte im Februar und im März zu einem Anstieg der Risikospreads im High-Yield-Segment.
- US-Unternehmen waren hiervon noch stärker betroffen als europäische Corporates.

Reform der Schuldenbremse sorgt auch bei Credits für Anstieg der Renditen

Renditen im Vergleich

Indizes für Corporate Bonds sowie weitere Asset-Klassen (Renditen in %)

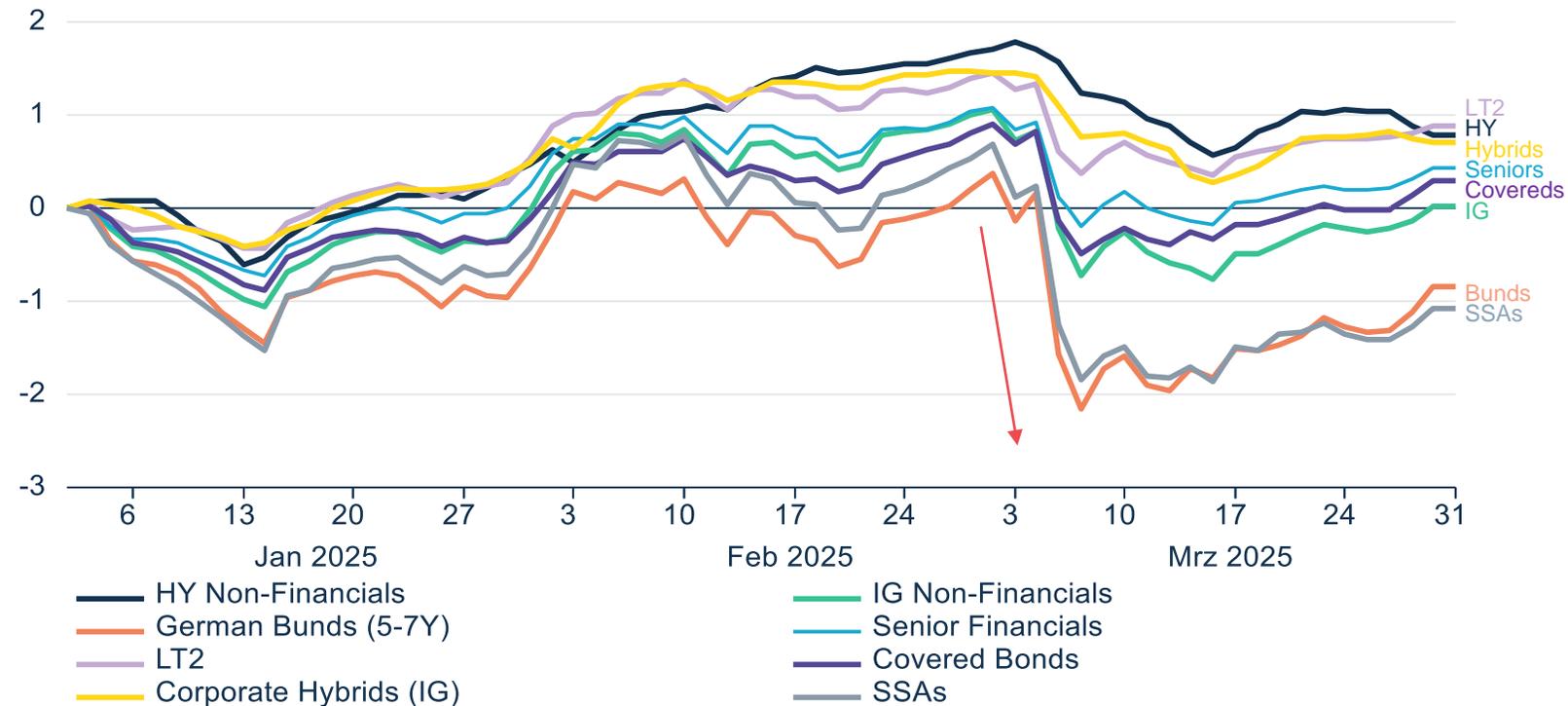


- Das für Deutschland geplante Investitionsprogramm und die damit verbundene Lockerung der Schuldenbremse führten zu einem Anstieg der Bund-Renditen. In diesem Zuge stiegen auch die Corporates-Renditen.
- Im mehrjährigen Vergleich befinden sich die Renditen auf relativ attraktiven Niveaus.
- Im Vergleich zu anderen Assetklassen sehen wir insbesondere für IG-Corporates weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil.

Total Return: Schwieriges Q1, aber Credits besser als Bunds

Total Return von Credits und Bundesanleihen

Performance 2025 ytd (in %)

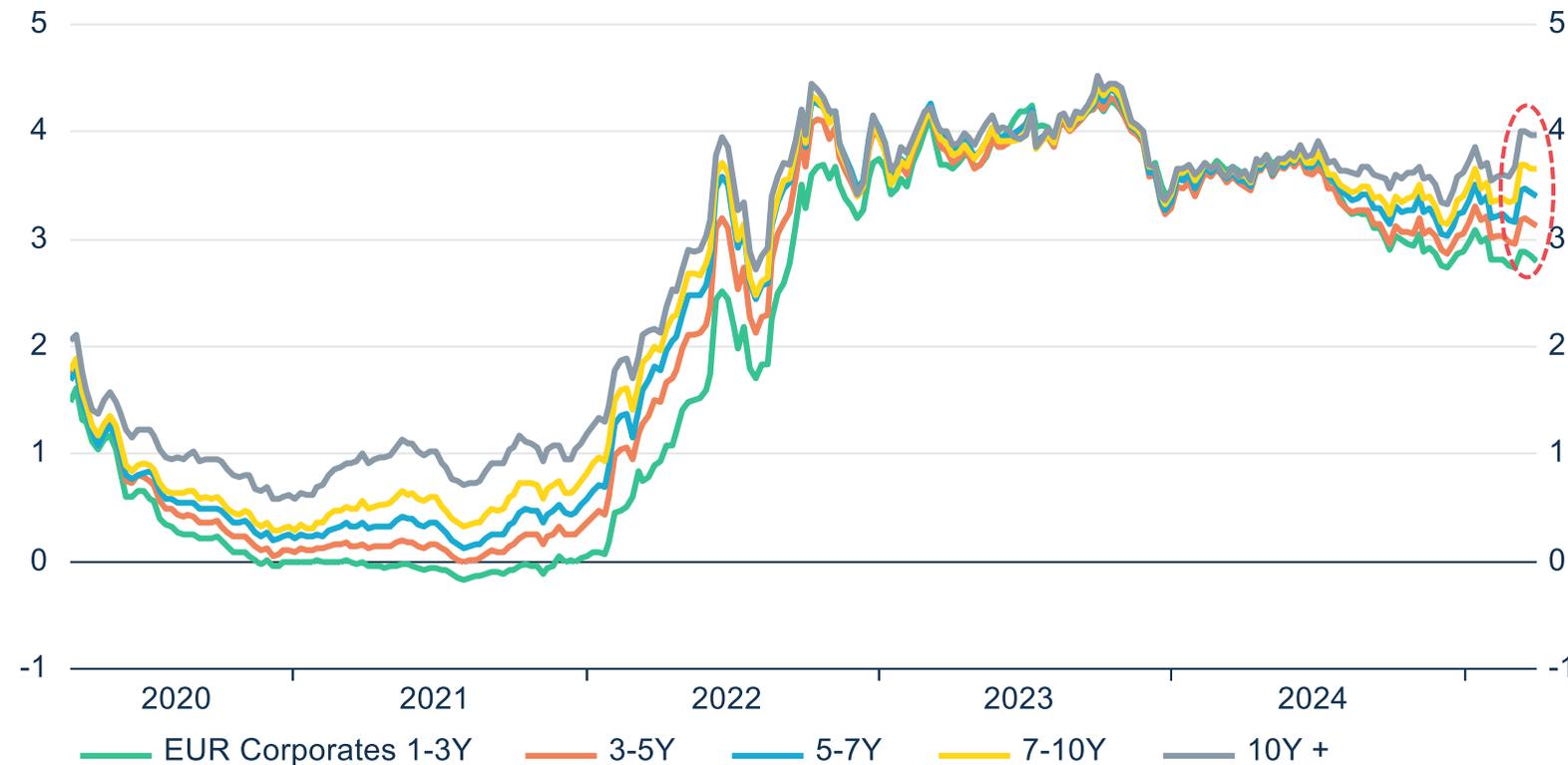


- Das erste Quartal 2025 war für Fixed-Income-Investoren herausfordernd. Insbesondere der Renditeschub im Zuge der Reform der Schuldenbremse hinterließ deutliche Bremsspuren beim Total Return.
- Auch die Credit-Klassen konnten sich diesem negativen Effekt nicht entziehen. Allerdings war der Rückschlag weniger stark ausgeprägt als bei Bundesanleihen und SSAs. In relativer Betrachtung setzte sich die bereits im Vorjahr zu beobachtende Outperformance der Credits fort.
- **Ausblick:** Auch für den weiteren Jahresverlauf sehen wir für die Corporate Bonds ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis als für Bunds. Unsere leichte Übergewichten-Einstufung für Credits („0/+“) behalten wir bei.

Corporates-Renditen: Wieder stärkere Laufzeiten-Differenzierung

Corporates-Renditen verschiedener Laufzeiten

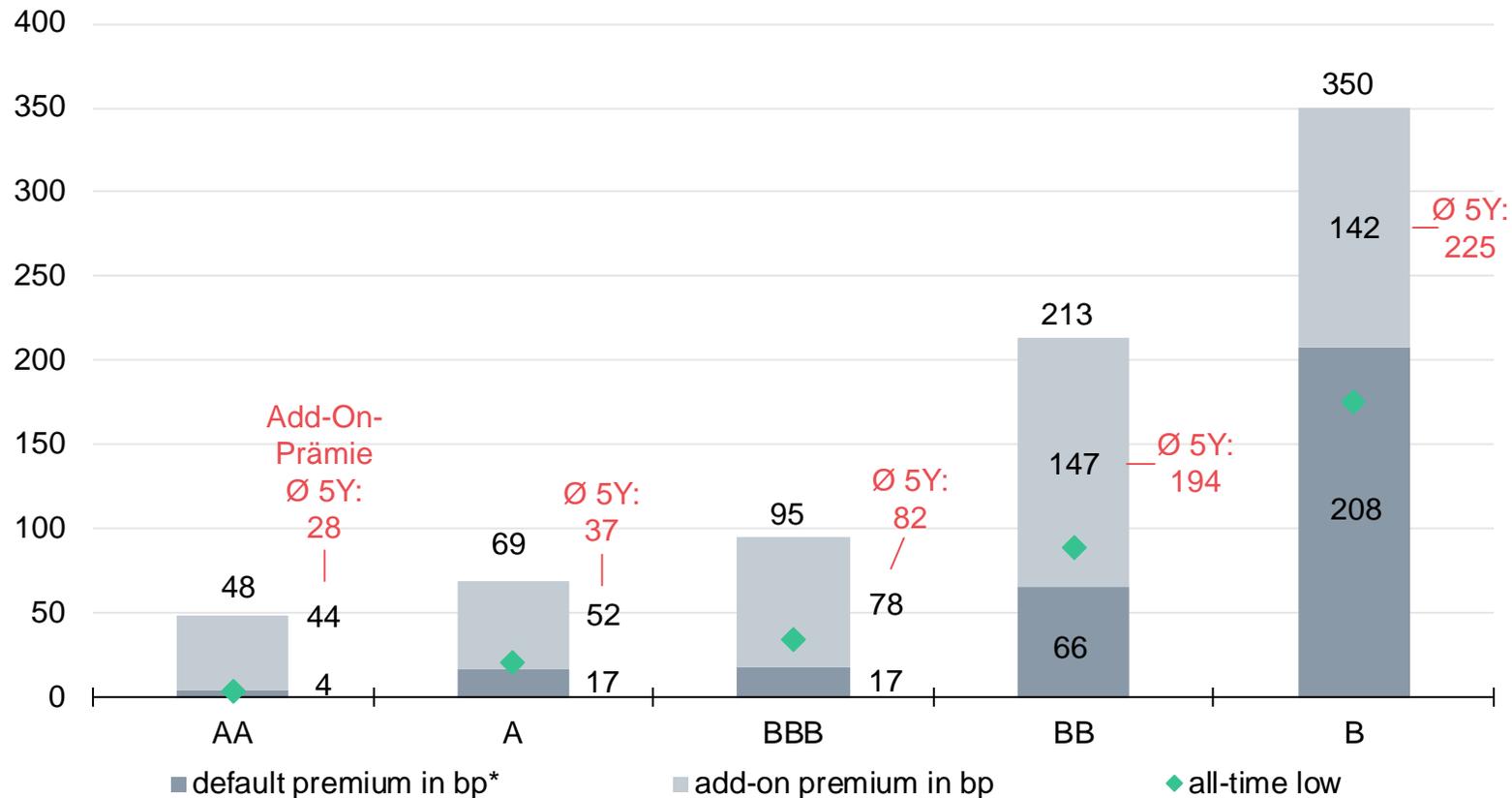
Renditen (in %) von EUR IG Corporate Bonds für Laufzeiten-Bandbreiten (in Jahren)



- Nach einer Phase von mehr als einem Jahr, in der bei Unternehmensanleihe-Renditen so gut wie keine Differenzierung nach Laufzeiten zu erkennen war, wurde 2024 der „Normalzustand“ wieder hergestellt: Längere Laufzeiten (= höhere Risiken) werden wieder mit höheren Renditen entlohnt.
- Ursächlich für die zwischenzeitliche Verflachung der Renditestrukturkurve bei Corporate Bonds war die Entwicklung der Bund- und Swap- Renditen, bei denen eine deutlich inverse Zinsstruktur vorherrschte.
- Die Bandbreite der Differenzierung (d.h. der Rendite-Abstand zwischen kurzen und langen Laufzeiten) ist seit Jahresanfang 2025 deutlich größer geworden.

Kompensation für Risiko: Spreads vs. Ausfallrisiken in Europa

Swap-Spreads (ASW) und Ausfallprämien nach Rating-Kategorie in Basispunkten



- Die dunkleren Balken zeigen den Spread-Anteil, der notwendig ist, um die historisch durchschnittlichen Ausfälle abzugelten. Die hellen Balken zeigen den Spread-Anteil, der als Zusatzprämie bleibt.
Beispiel BB:
213 Bp. – 66 Bp. = 147 Bp.
- In der Vergangenheit lagen die Risiko-prämien im Tief (siehe „all-time low“) teilweise unter ihren für das Ausfallrisiko adäquaten Werten (v.a. bei Single-B-Anleihen).
- Aktuell ist in allen Ratingkategorien ein deutlicher Puffer vorhanden. Allerdings liegt dieser zum Teil deutlich unter den Durchschnittswerten der vergangenen fünf Jahre – insbesondere in den High-Yield-Kategorien.

Quelle: LSEG, LBBW Research

06

**Aktien:
Trumps Politik
droht der langen
Rally den Garaus
zu machen**

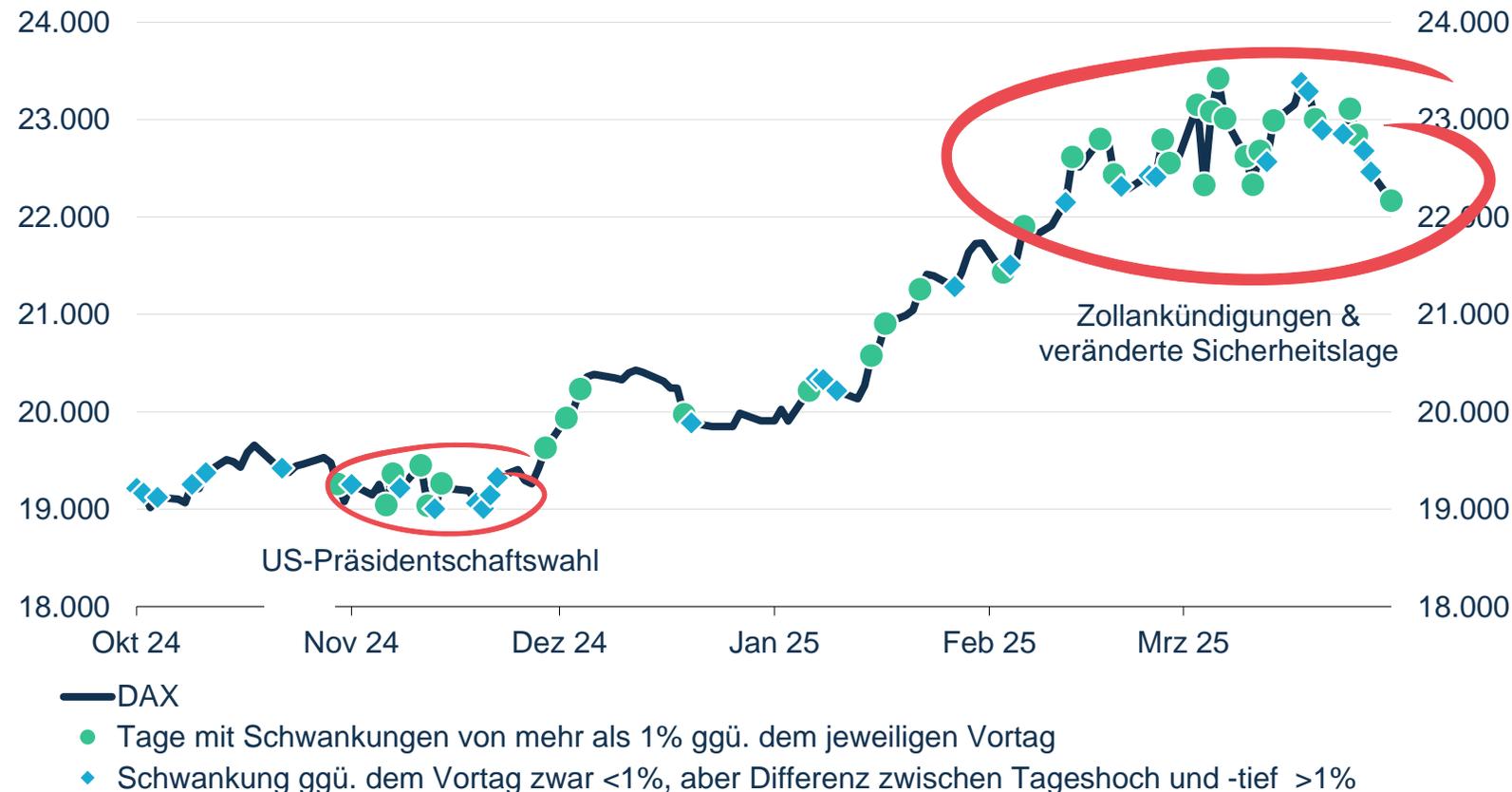


Uwe Streich
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Nach dem markanten DAX-Anstieg ist die Nervosität der Anleger förmlich zu greifen

DAX und schwankungsintensive Tage

im Chart markiert



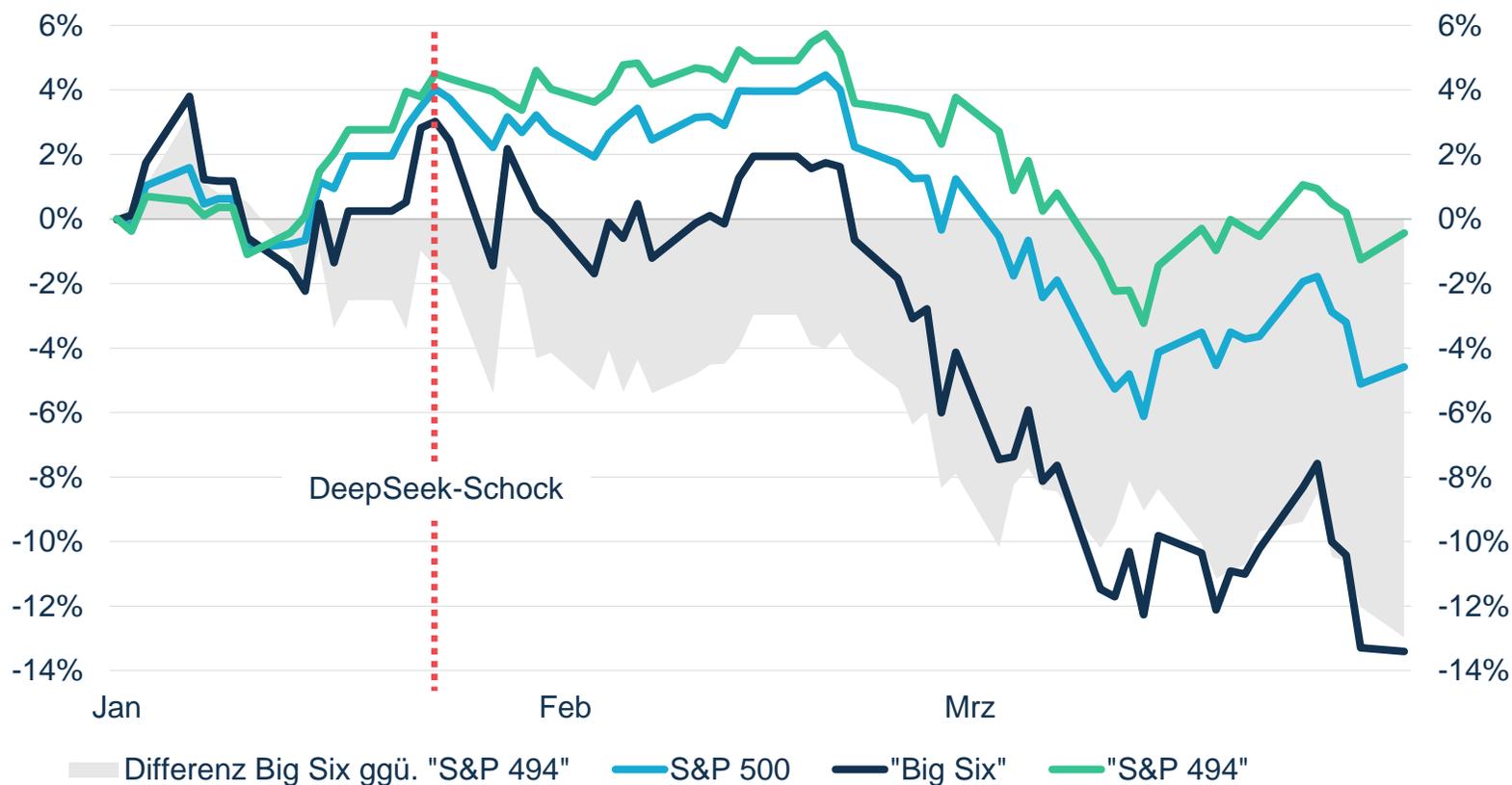
- Rund um die US-Präsidentenwahl ging es im DAX kurzfristig turbulent zu. Zu Jahresbeginn und selbst im Umfeld von Trumps Inauguration blieb es an den Märkten ruhig. Dies war die Ruhe vor dem Sturm. Mit den von Trump ins „Spiel“ gebrachten Zöllen sowie einer markant veränderten Sicherheitslage brach sich die Nervosität Bahn.
- In Summe stieg oder sank der DAX seit Jahresbeginn an 24 Tagen um mehr als 1 % im Vortagsvergleich. Da sind schon mehr als die Hälfte solcher Tage als im ganzen Jahr 2024 (44). Auch an den Tagen, an denen sich der deutsche Blue-Chip-Index weniger stark im Vergleich zum Vortag änderte, war oft hektische Betriebsamkeit angesagt, weil der Index zwischen Tageshoch und -tief um mehr als 1 % schwankte.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Seitdem die KI-Zugpferde nicht mehr galoppieren, befindet sich der S&P 500 unter Druck

„Big Six“ versus „S&P 494“ seit Jahresbeginn

Performance in Prozent



- Die KI-Rally begann im Sommer 2024 zu stottern, nachdem die „Big Six“, also Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft und Nvidia, ihren Zenit beim Gewinnwachstum überschritten hatten. Gegen Ende 2024 berappelten sich diese Werte zunächst wieder.
- Spätestens. seit DeepSeek in der zweiten Januarhälfte das bisherige KI-Narrativ beschädigte, trennen sich die Anleger von ihren einstigen Lieblingen.
- Die sechs im S&P 500 sehr hoch gewichteten Giganten tragen die Hauptschuld daran, dass der US-Blue-Chip-Index schwächelt. Kapitalisierungsgewichtet liegen sie YTD um 13,4 % im Minus. Der fiktive „S&P 494“, ohne jene sechs Werte, läge nur geringfügig (-0,4 %) im Minus.

Rezessionsängste lassen Anleger hohe US-Bewertung hinterfragen

Korrekturphasen im S&P 500 seit 1950

in Prozent bzw. Dauer in Monaten

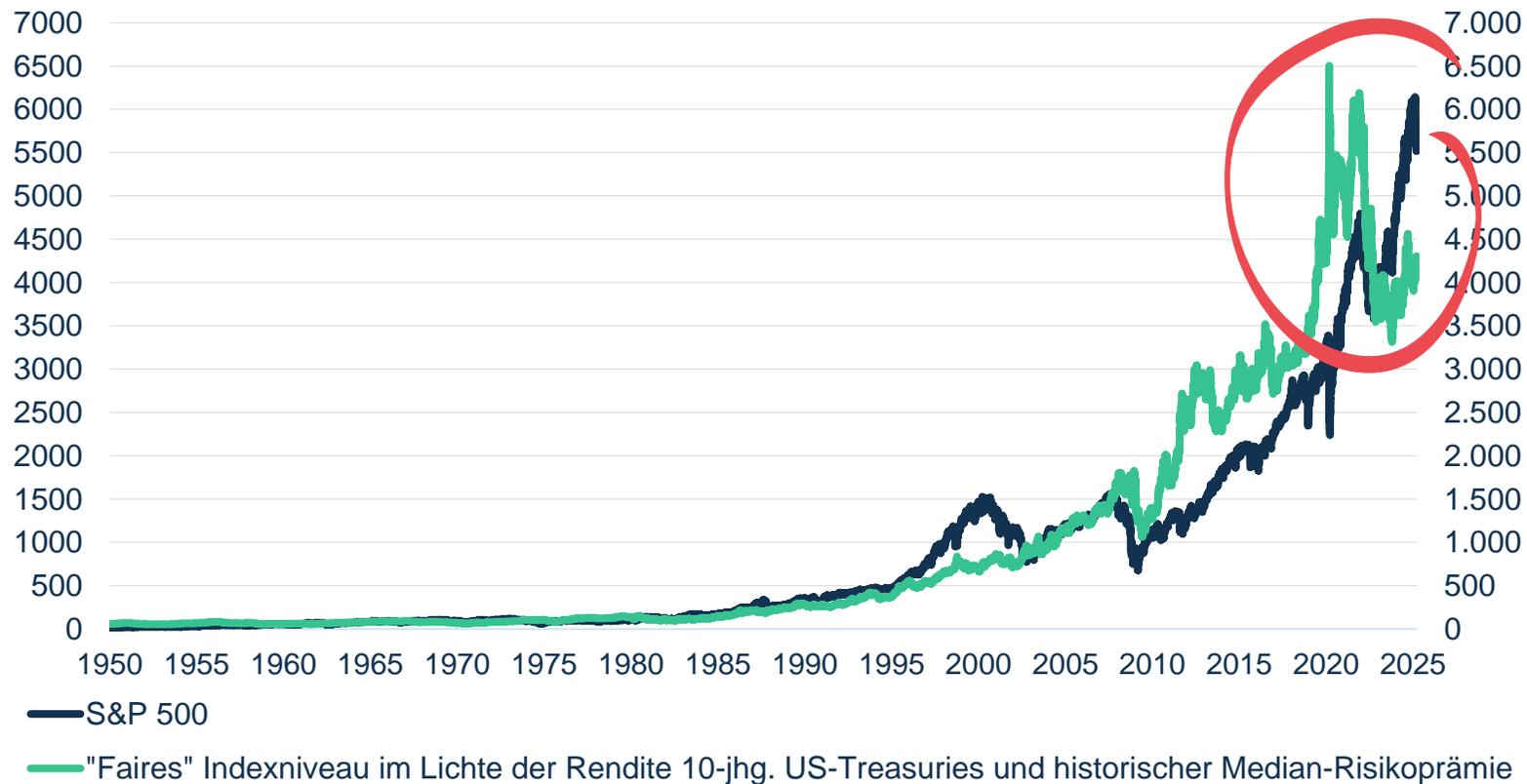
Anzahl vorausgegangener Korrekturen (> 10 %) seit 1950	34	Davon ohne unmittelbaren Zusammenhang mit einer Rezession	23	Davon mit Rezession	11
Kursrückgang in Ø	-20,8%	Kursrückgang in Ø	-16,1%	Kursrückgang in Ø	-30,7%
Dauer in Monaten	7,3	Dauer in Monaten	4,7	Dauer in Monaten	12,5
				Rezessionsbeginn nach Beginn des Kursrückgangs in Monaten im Ø	4,9
				Rezessionsende vor Ende des Kursrückgangs in Monaten im Ø	3,5

- Die sinkenden Kurse gehen einher mit der Sorge, dass die US-Wirtschaft angesichts einer disruptiven Politik Trumps in eine Rezession abdriften könnte. Der S&P 500 gab seit seinem jüngst erreichten Hoch um mehr als 10 % nach. Nach offizieller Lesart , befindet er sich in einer Korrektur.
- Die 34 seit 1950 vorausgegangenen Korrekturen gingen zwar mehrheitlich nicht mit einer Rezession einher. Weil diese oftmals erst beginnt, wenn bereits ein Gutteil des Kursrückgangs erfolgt ist, sieht man den Zusammenhang aber erst im Nachhinein.
- Ob eine Baisse mit einer Rezession zusammenfällt oder nicht, entscheidet zweifelsohne über deren Dauer und Ausmaß.

US-Aktien im Licht von Treasuries überbewertet – so lange KI die Anleger elektrisierte, war dies egal

Modifiziertes Fed-Modell zum S&P 500

in Indexpunkten

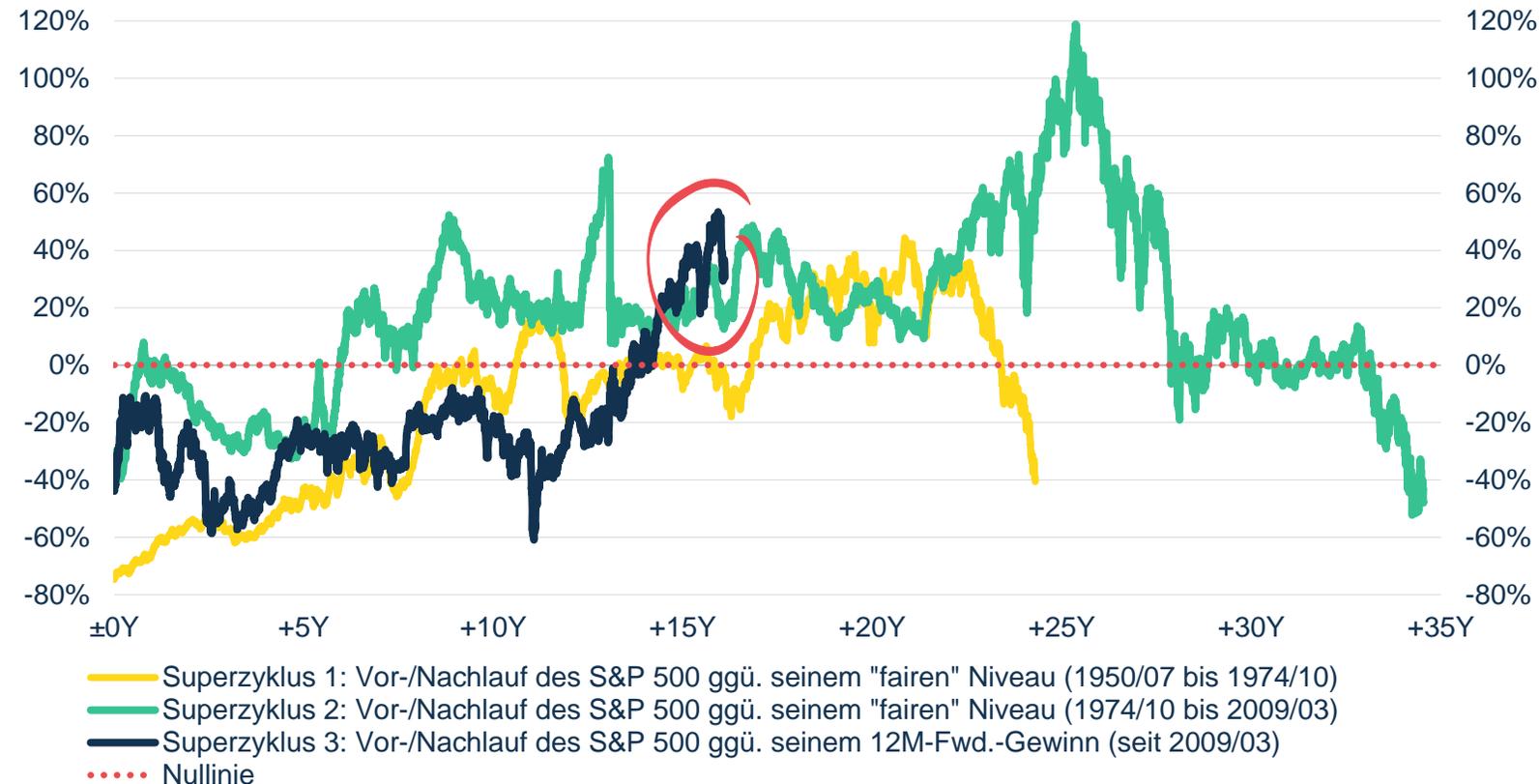


- Das altbekannte Fed-Modell hat einen entscheidenden Konstruktionsfehler. Es setzt Aktien mit Staatsanleihen gleich und unterschlägt, dass sich die beiden Assetklassen hinsichtlich ihres Marktrisikos sowie ihrer Bonität unterscheiden.
- Wir haben diesen Fehler korrigiert, indem wir den Median der Aktienrisikoprämie seit 1950 in den Modellansatz integriert haben. So wird deutlich, dass US-Aktien nach der Finanzkrise im Lichte 10-jhg. US-Treasuries unterbewertet waren, was ihnen als Treibstoff für die vieljährige Rallye diente.
- Die Kombination aus immer höheren KGVs und deutlich gestiegenen Bondrenditen machte seit Herbst 2022 aus der Unter- eine Überwertung. Solange die KI-Zugpferde den S&P 500 zu immer weiteren Hochs führten, ignorierten die Anleger dies.

Falls sich die Geschichte wiederholt, bestünde trotz des jüngsten Rücksetzers noch deutlich Downside

Modifiziertes Fed-Modell zum S&P 500: Superzyklen im Vergleich

Über- bzw. Unterbewertung im Cross-Asset-Vergleich in Prozent



- Wie seine Vorgänger begann auch der nach der Finanzkrise gestartete Aktien-Superzyklus zu einem Zeitpunkt, als der S&P 500 noch markant unterbewertet war.
- Aktuell fällt dessen Überbewertung höher aus als bei den beiden Vorgängerzyklen zum selben Zeitpunkt. Im Rahmen des zweiten Superzyklus stieg die Überbewertung im Rahmen einer „irrational exuberance“ (Robert J. Shiller) im späteren Verlauf dann auf weit höhere Niveaus an.
- Zum jeweiligen Zyklusende waren Aktien in beiden Fällen dann markant unterbewertet. Sollte sich die Geschichte wiederholen, bestünde noch jede Menge „Downside“.

Neue Publikation: Markttechnik Weekly

Inhalt

- Kommentierte Chartanalyse des DAX
- Markttechnische Auswertungen der DAX-Werte nach
 - Indikatoren
 - Relative Stärke, Chartmustern und Kerzen-Analyse
 - Trendrichtung und –dynamik mit gleitenden Durchschnitten
 - Heatmap mit aktuellen Performancezahlen

Umfang / Turnus

- 5 Seiten Analyse und Übersichten, dazu umfangreiche Erläuterungen / Wöchentlich

Adressatenkreis

- Institutionelle Kunden mit Fokus auf Asset Manager im Aktienbereich
- Berater im gehobenen Wertpapiergeschäft für aktive, aktienaffine Kunden

Kundennutzen

- Komplementäre Sicht zur Fundamentalanalyse, Unterstützung bei Timing-Entscheidungen
- Kompakte, übersichtliche Darstellung



07

Prognosen und Asset Allokation: Aktien weiter untergewichten

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur



- Deutsches BIP 2025 mit dem dritten Minusjahr in Folge: -0,2 % Y/Y. Euroraum insgesamt etwas stärker als Deutschland.
- Handelskonflikt mit USA verhindert 2025 sichtbare Erholung. Staatsausgaben könnten ab 2026 für Nachfrageschub sorgen.
- Inflation knapp über 2 %. Leichte Aufwärtsrisiken durch Lohnentwicklung.



Aktienmärkte



- Von den USA ausgehend werden Gefahren durch Trump-Politik und KI-Überinvestitionen thematisiert.
- Zinssenkungen und Aussicht auf staatlich getriebenen Investitionsboom stützen Europas Börsen.
- Aktienhaussiege dürften im Jahresverlauf kulminieren und in Korrektur münden.



Zinsumfeld



Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Unveränderte Leitzinsen im Jahr 2025; Fed Funds per Ende 2025 bei 4,50 % erwartet.
- EZB: Zwei weitere Zinssenkungen um je 25 Bp bis Jahresende 2025 erwartet; Einlagesatz dann bei 2,00 %.



Devisen



- US-Renditevorteil sollte sich ausweiten.
- US-Zollerhöhungen machen ausländische Direktinvestitionen in den USA attraktiv.
- Euro wegen Aussicht auf expansive Fiskalpolitik in Deutschland derzeit im Aufwind.



Rohstoffe



- Rohstoffe starten mit Plus ins neue Jahr. Bloomberg Commodity Index erreicht höchsten Stand seit über zwei Jahren.
- Geopolitische Risiken und ETC-Käufe treiben Gold auf neues Allzeithoch.
- US-Zollpolitik könnte Weltwirtschaftswachstum und Ölnachfrage bremsen. Ölpreise reagieren mit Abschlagen.

Renditen



- EUR-Langfristzinsen: Kurzfristig Konsolidierung erwartet; auf mittlere Frist überwiegen die Aufwärtsrisiken.

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Im vergangenen Monat hatten wir unsere Einstufung von Aktien von „neutral“ auf „untergewichten“ reduziert. Dies erwies sich bisher als richtig.
- Langfristig ist zwar eine gute Rendite nur mit einer Portion Risiko zu erzielen, doch für den Moment raten wir weiterhin zu etwas weniger Exponiertheit.

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/-	+ Bau Gesundheit Industrie Telekom Versicherer 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 CNY - CHF, JPY	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	

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass März)

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

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz		2,50	2,25	2,00	2,00
Bund 10 Jahre		2,70	2,80 +	2,80 +	3,00 +
Fed Funds		4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre		4,21	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)		109	120	130	130

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
DAX		22 163	21 000	21 000	23 000
Euro Stoxx 50		5 248	5 000	5 000	5 400
S&P 500		5 612	5 600	5 600	5 900
Nikkei 225		35 618	36 000	35 000	37 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro		1,08	1,05 +	1,05 +	1,10 +
Franken je Euro		0,95	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro		0,84	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)		3 125	2 900	2 800	2 700
Öl (Brent - USD/Barrel)		75	75	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

60 % Hauptszenario

- 1) US-Einfuhrzölle steigen deutlich; EU reagiert mit Vergeltungszöllen; Wachstumsschwäche in Deutschland / Euroraum; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP ab 2026 steigen; Anstieg der Verschuldung in Europa; Trumps Politikmix inflationär; Fed setzt Zinssenkungen aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen.
- 2) EZB senkt Leitzinsen in den neutralen Bereich, Bundrenditen im Spannungsfeld zwischen EZB-Zinssenkungen und wachsenden Verschuldungsorgen.
- 3) KI-Phantasie verliert als Treiber an Kraft, Aktienhausse kulminiert weltweit; Credit Spreads steigen leicht.
- 4) Geopolitik: Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine. Keine Entspannung in Nahost.

15% Positivszenario

- 1) Trump schwenkt auf moderatere handelspolitische Linie um („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, Aktienkurse steigen weiter, Immobilienpreise erholen sich).

15% Negativszenario I *„Geopolitik / Handelskrieg“*

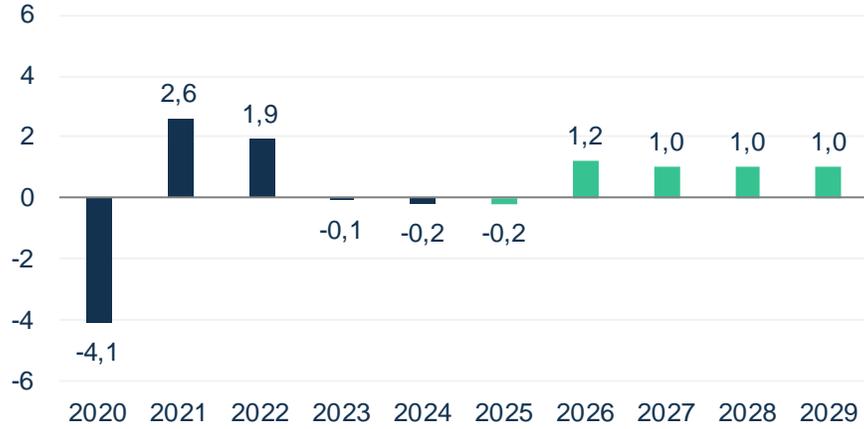
- 1) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA.
- 2) Rezession durch globale Handelskriege: Fed/EZB senken Leitzinsen zügig in den expansiven Bereich, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 3) „Risk-off“: Aktien fallen stark. Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II *„Inflation / Staatsschuldenkrise 2.0“*

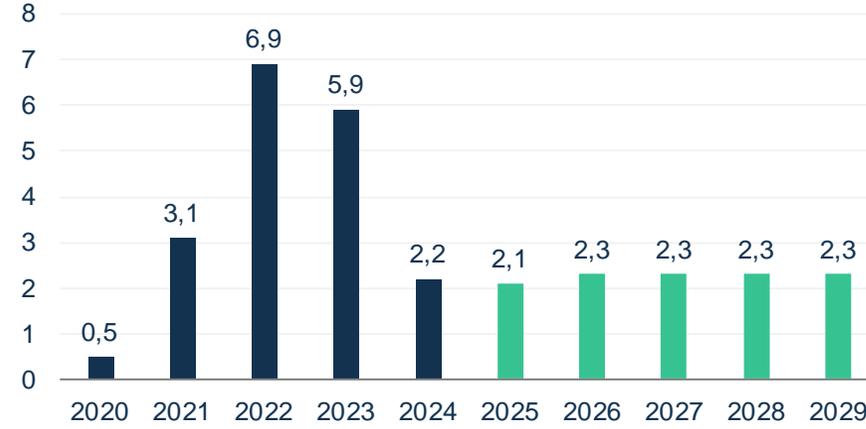
- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur schlagen sich in deutlichem Inflationsanstieg nieder.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe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

Hauptszenario (60 %)

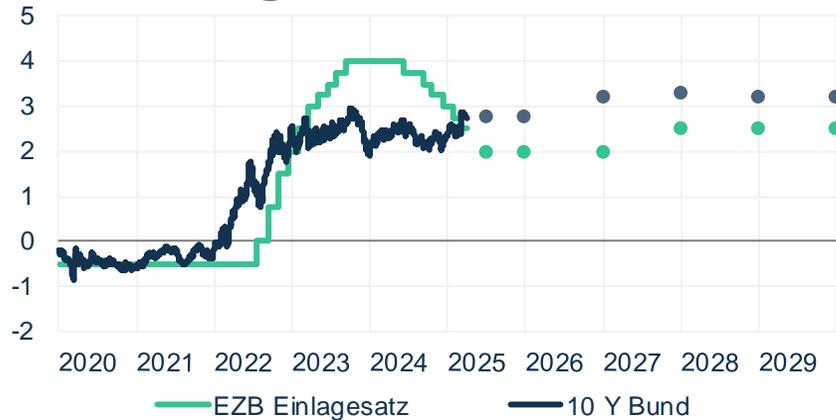
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



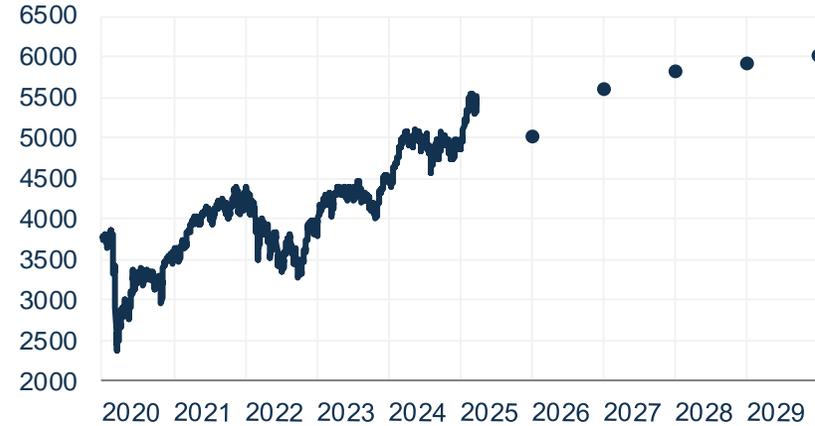
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

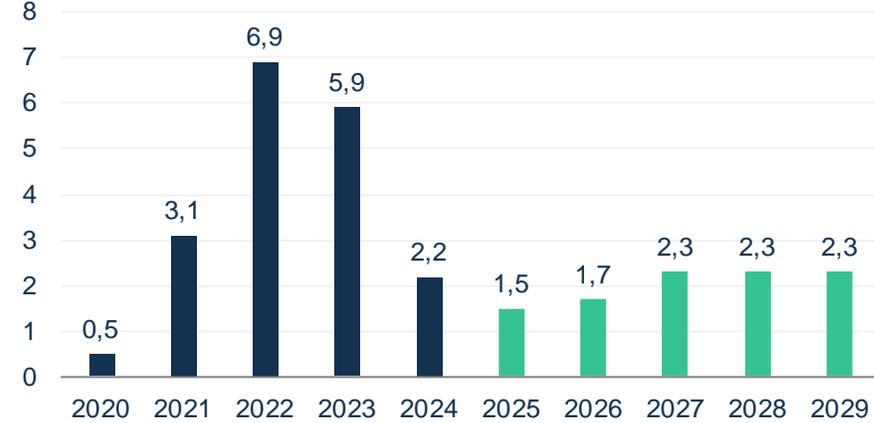
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

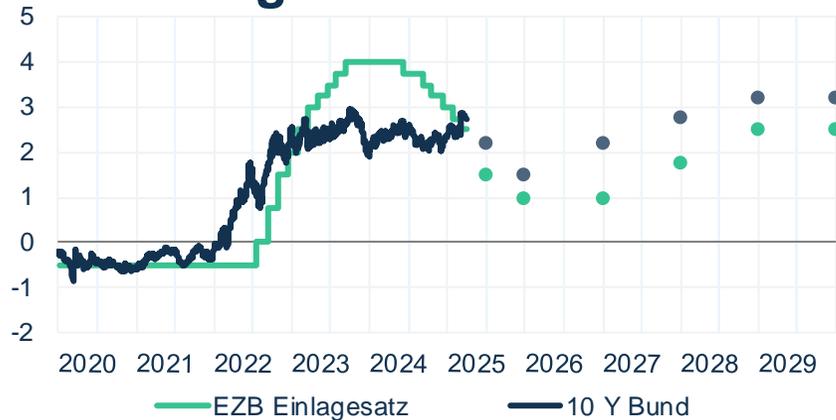
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



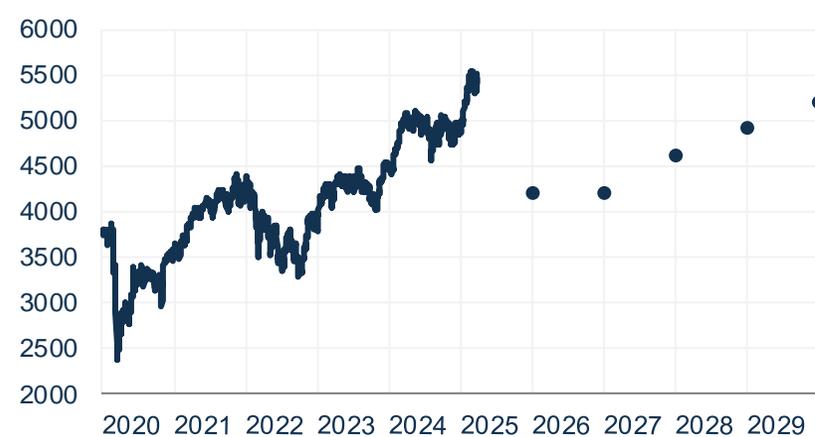
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

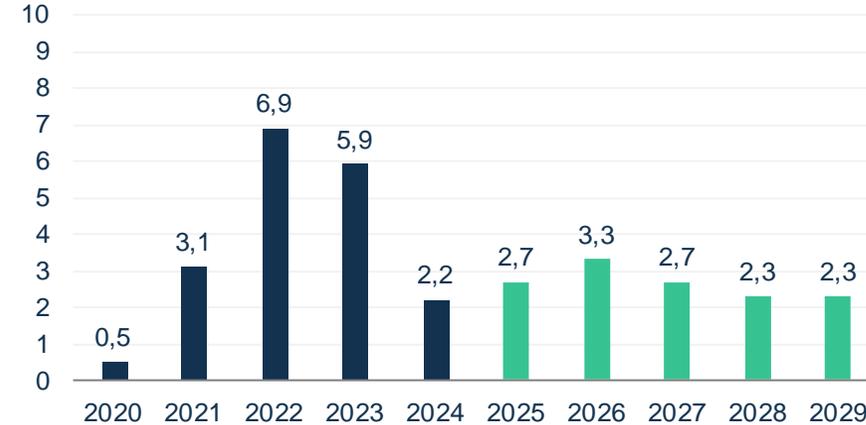
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

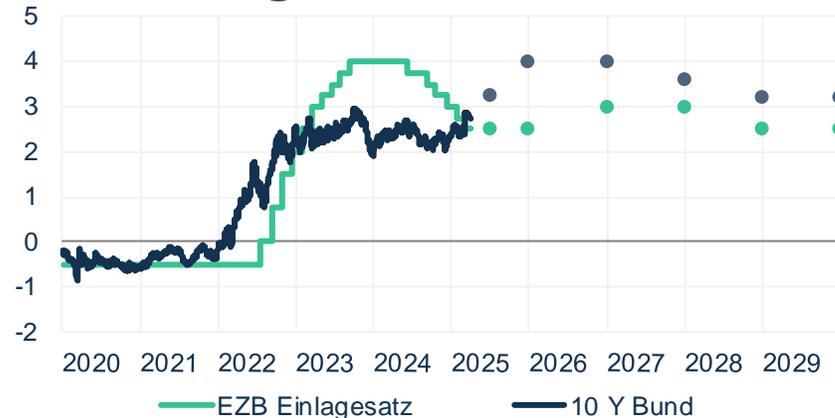
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



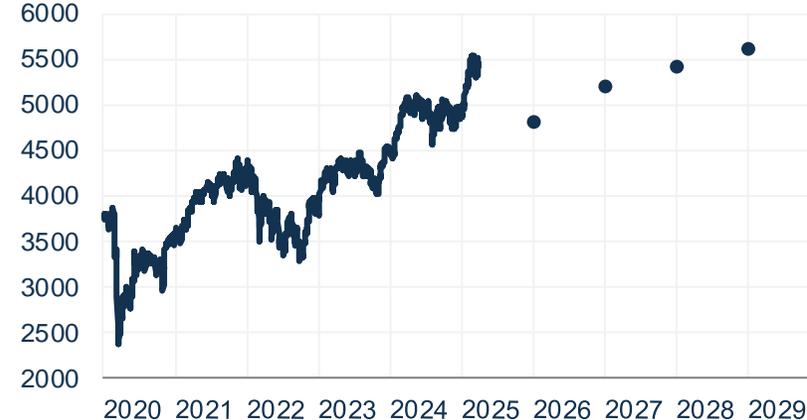
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

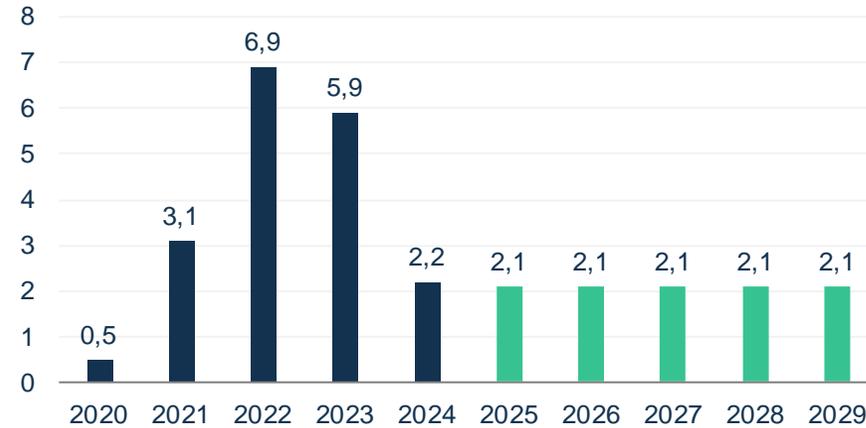
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (15 %)

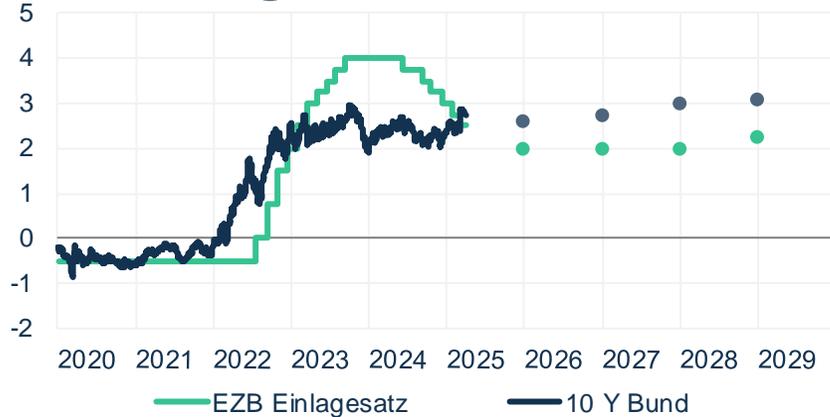
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



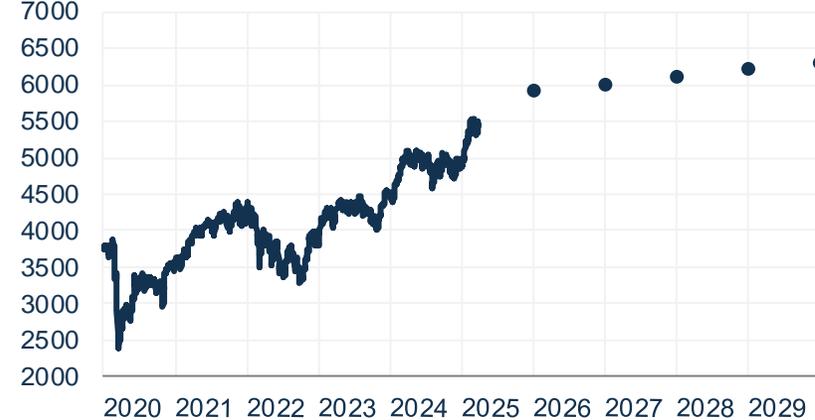
Deutschland Inflation (J/J)*



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

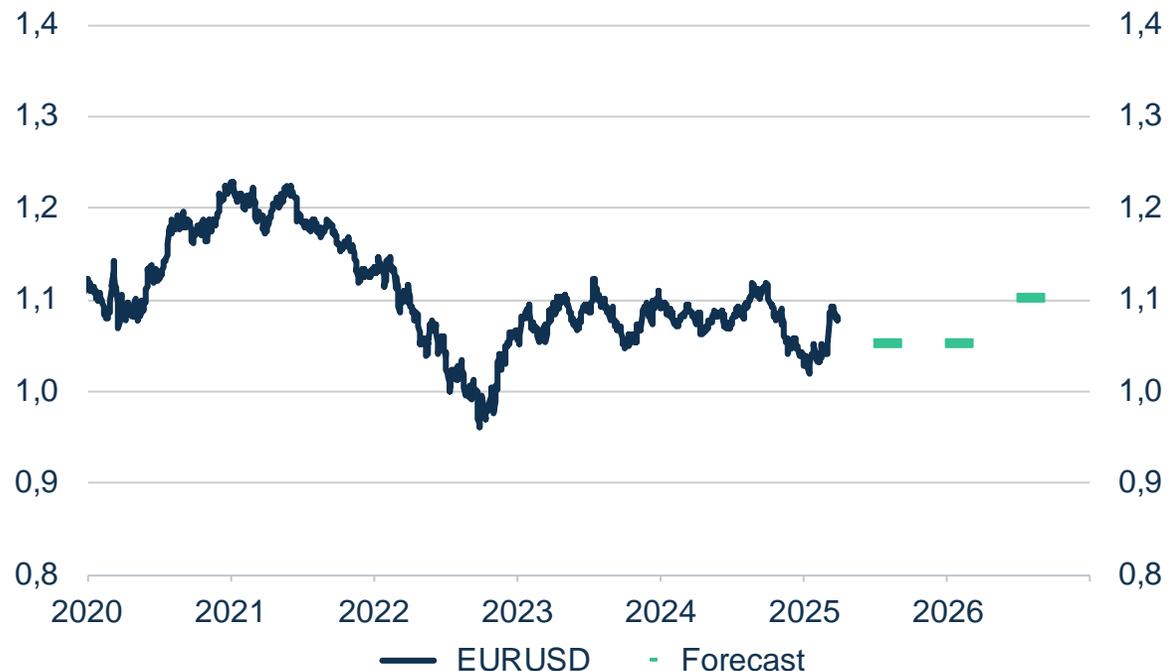
09

Anhang



EURUSD: Fed pausiert mit Zinssenkungen

FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURUSD	1.08	1.08	1.04	1.08	1.05	1.05	1.10

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

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.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten in Zollangelegenheiten sorgt für Unsicherheit und verschreckt Devisenmärkte.

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 weiter lockern.
- Drohende US-Einfuhrzölle machen ausländische Direktinvestitionen in den USA attraktiver.

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

FX EUR/GBP



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURGBP	0.83	0.85	0.83	0.84	0.82	0.81	0.80

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

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 auf 0,25 %

FX EUR/CHF



EURCHF	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
	0.95	0.95	0.94	0.94	0.96	0.98	0.98

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

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 März 2025 senkte die SNB den Leitzins auf 0,25 %. Zudem sind Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken möglich.
- Wir rechnen vorerst nicht mit einer weiteren Zinssenkung. Die EZB dürfte ihre Leitzinsen zwar noch etwas reduzieren. Der Zinsnachteil des Franken gegenüber dem Euro wird aber nach wie vor bestehen bleiben.

EURJPY: BoJ dürfte Leitzins nochmals erhöhen

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURJPY	162.64	163.86	163.06	163.26	161.00	163.00	165.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

Pro EUR

- Die Zinsen der EZB liegen deutlich über denen der BoJ. Auch eine in Japan noch zu erwartende weitere Zinserhöhung dürfte den Zinsnachteil von Yen-Anlagen nur minimal reduzieren.
- Japans Wirtschaft bleibt schwach. US-Zölle dürften 2025 auch die japanische Wirtschaft signifikant belasten.
- Die LDP regiert in einer Minderheit-Regierung. Deren Handlungsfähigkeit in schwierigen Zeiten ist eingengt.

Contra EUR

- Die EZB wird ihre Leitzinsen bei anhaltend schwacher Konjunktur 2025 weiter absenken.
- Die BoJ dürfte dagegen noch einen weiteren Zinsschritt nach oben wagen.
- Trump dürfte mit seinen Zöllen stärker auf Deutschland und die EU als auf Japan fokussiert sein.

USDCNY: Stimmungsaufhellung stützt Yuan

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
USDCNY	7.27	7.20	7.31	7.18	7.45	7.55	7.40
EURCNY	7.86	7.79	7.57	7.77	7.82	7.93	8.14

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

Pro USD

- Die beschlossenen US-Zölle sowie mögliche sektorspezifische Zölle werden die chinesische Exportindustrie belasten.
- Jüngste US-Indikatoren deuten auf die Gefahr eines Stagflationsszenarios hin, welches den Handlungsspielraum der Fed für weitere Zinssenkungen einschränkt.
- Die chinesische Zentralbank würde bei zu starkem Zollgegenwind den Yuan vorerst schwächer tendieren lassen.

Contra USD

- Die Stimmung in der chinesischen Industrie hellt sich trotz Zollgegenwinds weiter auf. Erste Anzeichen einer Stabilisierung beim Konsumentenvertrauen stützen das Momentum.
- Der vom Volkskongress beschlossene Fiskalimpuls sendet ein starkes Signal zur Stärkung der Inlandsnachfrage.
- Aus Sicht der PBoC mindert die nun aktivere Rolle der Fiskalpolitik den Druck für unmittelbar weitere Zinssenkungen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURBRL	6,23	6,30	6,40	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate stieg im März weiter auf 5,26 % an. Damit wächst der Druck auf die Notenbank, den Leitzinssatz von 14,25 % erneut anzuheben. Die Sorge vor einem anhaltend hohen Haushaltsdefizit belastet den Real ebenso wie die US-Zölle auf Stahlimporte. Denn Brasilien ist der größte Stahlproduzent in Südamerika.
EURHUF	402	416	420	<ul style="list-style-type: none"> Im März stieg die Inflationsrate weiter an. Die Kerninflation erreichte im Februar mit 6,2 % den höchsten Stand seit Dezember 2023. Daher erwarten wir zunächst eine Zinssenkungspause. Im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr rechnen wir mit einer expansiven Fiskalpolitik, die das Haushaltsdefizit auf mindestens 3,5 % anwachsen lassen dürfte.
EURMXN	22,08	23,00	22,00	<ul style="list-style-type: none"> Wegen der engen Verflechtung mit der US-Wirtschaft würden anhaltende Handelszölle das Wirtschaftswachstum um 2,5 % bis 4 % pro Jahr bremsen. Die Inflation ging in den vergangenen Monaten weiter leicht zurück. Daher erwarten wir weitere Zinssenkungen der Notenbank. Dies schmälert den Renditevorteil des Peso.
EURPLN	4,18	4,37	4,40	<ul style="list-style-type: none"> Polens Wirtschaft wird voraussichtlich 2025 erneut vom starken privaten Konsum profitieren und ein Wachstum von deutlich über 3 % erreichen. Die Inflationsrate verharrt knapp unter 5 %. Zusammen mit der Stärke des Zloty dürfte dies die Notenbank im Jahresverlauf zu einer Senkung des Leitzinsniveaus auf 5,75 % veranlassen.
EURRON	4,98	5,05	5,10	<ul style="list-style-type: none"> Die Parlamentswahl im Mai ist richtungsweisend für Rumänien. Eine Abkehr vom europafreundlichen Kurs würde die Wirtschaft belasten und das Investitionsklima eintrüben. Im vergangenen Jahr stieg das Haushaltsdefizit auf 8,7 % des BIP und dürfte auch 2025 bei rund 7 % liegen. Dies zwingt die Notenbank zu einem vorsichtigen Zinssenkungskurs.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURSEK	10,82	11,30	11,40	<ul style="list-style-type: none"> Das Potenzial für weitere Leitzinssenkungen ist nahezu ausgeschöpft. In den kommenden Monaten rechnen wir höchstens mit einer zusätzlichen Senkung um 25 Basispunkte auf 2,00 %. Die Krone profitierte bislang von der lockeren Zinspolitik und den Impulsen für Europas Konjunktur. Die US-Zollpolitik dürfte die Euphorie jedoch bremsen und die Krone leicht abwerten.
EURTRY	41,07	41,80	42,90	<ul style="list-style-type: none"> Die Festnahme des prominentesten Oppositionspolitikers führte zu Verwerfungen an den Kapitalmärkten und löste landesweite Proteste aus. Die Notenbank reagierte mit einer Not-Zinsanhebung und könnte ihren Zinssenkungskurs in den nächsten Wochen unterbrechen. Denn die Lira-Schwäche lässt die Inflationsrisiken steigen.
EURZAR	19,78	19,50	18,50	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate ist im Februar auf 3,4 % gesunken. Dies verschafft der Notenbank weiteren Zinssenkungsspielraum in Richtung 7 %. Die Rendite des Rand bleibt dennoch attraktiv. Südafrikas Regierung treibt zentrale Reformen voran. Die Sanierung der Stromversorgung und des Bahnnetzes gelten als entscheidende Impulse für ein höheres Wirtschaftswachstum.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 31.03.2025, 11:05 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURAUD	1,73	1,67	1,64	<ul style="list-style-type: none"> Australiens Notenbank hat im Februar die Zinswende eingeleitet. Dennoch erwarten wir künftig einen restriktiven Kurs, der den Leitzinssatz im Jahresverlauf nur auf 3,6 % sinken lässt. Die USA erzielen mit Australien einen Handelsbilanzüberschuss. Daher könnte das Land von Ausnahmeregelungen in der US-Zollpolitik profitieren.
EURCAD	1,55	1,58	1,51	<ul style="list-style-type: none"> Die Spannungen zwischen den USA und Kanada nehmen zu. Die gegenseitigen Handelszölle könnten das kanadische Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr um bis zu 2,5 % belasten. Der bisher erfolgreiche Zinssenkungskurs der kanadischen Notenbank wird durch den drohenden Handelskrieg mit den USA vor neue Herausforderungen gestellt.
EURCZK	24,94	24,60	24,40	<ul style="list-style-type: none"> Die tschechische Notenbank hat nur noch begrenzt Spielraum für Zinssenkungen. Mit 3,75 % liegt der Leitzins weiter über dem EZB-Leitzinssatz, wovon die Krone profitieren wird. Ein hohes Lohnwachstum und gestiegene Ersparnisse stützen auch in diesem Jahr den privaten Konsum. Dieser trägt entscheidend zum dynamischen Wirtschaftswachstum bei.
EURNOK	11,38	11,50	11,20	<ul style="list-style-type: none"> Norwegens Inflationsrate stieg im Februar überraschend stark auf 3,6 %. Im Vormonat befand sich diese noch bei 2,3 %. Die Notenbank dürfte den Leitzins daher langsamer senken als geplant. Die Krone behält so ihren Zinsvorteil. Die Krone profitierte zuletzt vom gestiegenen Anlegersektiment für die europäische Konjunktur.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 31.03.2025, 11:05 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	28-Mar-2025	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.72	-2.67	-2.39	-3.66	-2.67	1.74	1.60
BRL	6.24	-2.22	3.55	-13.39	2.49	6.48	5.41
GBP	0.84	-1.24	-0.93	2.23	-1.14	0.86	0.82
CNY	7.86	-3.65	-3.23	-0.71	-3.85	7.98	7.48
JPY	162.64	-3.64	0.96	0.50	0.06	174.98	155.71
CAD	1.55	-3.08	-2.84	-5.46	-3.66	1.58	1.46
NZD	1.89	-1.76	-2.14	-4.43	-2.17	1.91	1.74
NOK	11.33	3.20	4.53	3.40	3.79	12.11	11.28
PLN	4.18	-0.65	2.07	2.99	2.28	4.37	4.14
RUB	91.94	1.24	16.42	8.74	23.61	119.62	89.44
SEK	10.82	3.21	6.06	6.75	5.77	11.74	10.82
CHF	0.95	-1.58	-1.46	2.02	-1.57	0.99	0.93
ZAR	19.92	-3.05	-2.33	2.65	-1.93	20.63	18.57
CZK	24.95	0.52	1.09	1.36	0.91	25.47	24.61
TRY	41.13	-7.66	-10.78	-15.06	-10.98	41.16	34.40
HUF	402.80	-0.69	1.96	-2.17	2.13	415.85	384.15
USD	1.08	-3.91	-3.70	-0.21	-4.32	1.12	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	150.28	0.28	4.84	0.71	4.58	161.67	140.44
CNY	7.26	0.28	0.48	-0.50	0.49	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	7.95	8.10	5.65	6.05	10.91	11.41	4.84	5.24	6.71	7.66	5.65	6.45	3.55	4.15	6.07	7.27	4.30	4.60
2 months	7.70	7.85	5.50	5.90	10.77	11.27	4.88	5.28	6.84	7.74	5.78	6.53	3.58	4.18	5.82	7.02	4.50	4.80
3 months	7.60	7.75	5.61	5.96	10.70	11.05	4.91	5.31	6.89	7.74	5.85	6.55	3.57	4.12	5.77	6.97	4.69	4.99
6 months	7.50	7.65	5.70	6.00	10.42	10.92	5.02	5.37	7.15	7.95	5.97	6.57	3.64	4.19	5.79	6.99	5.05	5.35
9 months	7.48	7.63	5.70	6.00	10.29	10.79	5.17	5.47	7.26	8.06	5.98	6.53	3.68	4.18	5.82	7.02	5.32	5.62
1 year	7.48	7.63	5.74	6.04	10.12	10.62	5.20	5.55	7.34	8.14	6.02	6.57	3.68	4.13	5.90	7.10	5.51	5.81
2 years	7.59	7.79	5.93	6.23	10.12	10.62	5.68	5.88	7.41	8.36	5.92	6.82	3.59	4.54	6.27	7.47	5.80	6.20
3 years	7.68	8.18	5.85	6.85	10.26	10.86	5.86	6.46							6.82	7.67	5.99	6.49
5 years	8.08	8.58	6.33	7.48	10.43	11.13	6.49	7.24									6.45	7.05

Data as of: 03/31/2025 12:25 PM

Brent: Sorgen vor steigendem Ölangebot

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
	74.06	79.93	74.74	76.45	75.00	70.00	70.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

Pro

- Weitere US-Sanktionen könnten Angebot verknappen.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Sanktionen gegen russische Schattentankerflotte.
- 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 rund 1,5 mbpd zulegen.
- OPEC+ plant Fördererhöhungen für Q2/2025.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Neues Allzeithoch

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data			Forecast			
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
Gold (USD/Ounce)	3 084	2 389	2 625	2 568	2 900	2 800	2 700

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.03.2025)

Pro

- Fed und EZB haben Zinswende eingeleitet.
- ETCs wechseln zum Jahresbeginn 2025 wieder auf die Käuferseite.

Contra

- Gold-Angebot aus Minen und Recycling steigt 2024 um 3,1 %.
- Schmucknachfrage fällt 2024 um 11 % bzw. mehr als 230 t.
- Käufe der Notenbanken bleiben auch 2024 um rund 35 t hinter dem Rekordjahr 2022 (1.080 t) zurück.
- Sehr hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von über 50 Mrd. USD.
- US-Inflation dürfte (u.a. wegen Zollpolitik) auf hohem Niveau bleiben – Zinssenkungsspielraum der Fed damit sehr begrenzt.

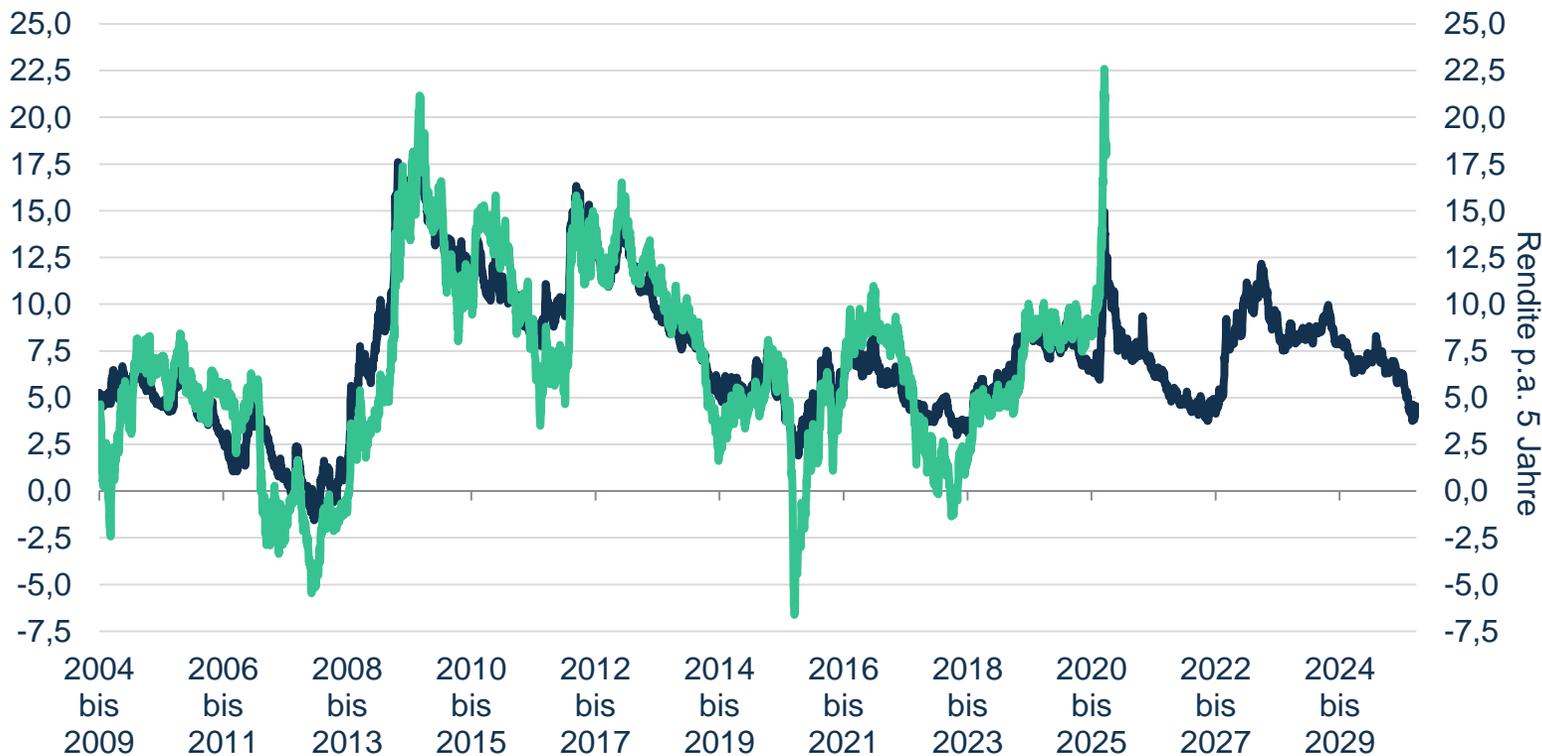
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	28-Mar-2025	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	73.54	-0.03	-0.66	-15.88	-1.61	91.61	69.53
Crude Oil WTI	USD/bbl	69.74	-0.33	-2.16	-16.94	-3.73	87.69	66.31
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 084	8.16	17.85	39.28	17.47	3 084	2 214
Silver	USD/oz	34.40	10.47	16.02	40.16	18.99	34.51	24.54
Platinum	USD/oz	987	4.67	6.70	8.82	7.99	1 065	905
Palladium	USD/oz	979	6.64	6.53	-3.74	7.70	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 548	-2.23	-0.41	9.01	-0.16	2 768	2 225
LME Copper	USD/MT	9 795	4.66	9.05	10.46	11.71	10 889	8 768
LME Lead	USD/MT	2 026	1.66	2.84	-1.44	3.77	2 344	1 923
LME Zinc	USD/MT	2 857	2.29	-5.76	17.14	-4.08	3 175	2 439
LME Tin	USD/MT	36 220	15.67	25.72	31.94	24.54	36 220	27 451
LME Nickel	USD/MT	16 380	6.14	6.98	-2.20	6.86	21 615	15 078

DAX-Rückgang lässt die vom Fünf-Jahres-Modell avisierte Performance steigen, bleibt aber niedrig

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.

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

4,8 % p.a. (inkl. Dividenden)

Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen



- Renditeerwartungen Bonds: Basis: Aktuelle Rendite der jeweiligen Bond-Indizes. Im Falle von High Yield wurden diese bereinigt um historisch plausible Annahmen zu Ausfällen und Recovery Raten. Weitere Prämisse: konstante Zinsstrukturkurve.
- Renditeerwartungen Aktien: Kombination aus Fünfjahresmodell DAX sowie langfristiger Aktienrisikoprämie.
- 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: 03.02.2025. 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														
26.03.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,08	2,10	2,18	2,29	2,40	2,49	2,59	2,68	2,76	2,84	3,12	3,16	3,13	3,15
France	2,18	2,28	2,46	2,65	2,82	2,98	3,13	3,27	3,40	3,51	3,87	4,02	4,13	4,27
Italy	2,25	2,34	2,55	2,80	3,04	3,26	3,46	3,63	3,78	3,92	4,40	4,59	4,69	4,79
Spain	2,19	2,26	2,42	2,60	2,76	2,92	3,07	3,21	3,35	3,48	3,94	4,12	4,21	4,26
Netherlands	2,22	2,23	2,31	2,42	2,55	2,66	2,77	2,86	2,94	3,01	3,24	3,31	3,29	3,22
Austria	2,18	2,27	2,40	2,54	2,68	2,82	2,94	3,05	3,15	3,24	3,50	3,60	3,64	3,66
Belgium	2,24	2,26	2,38	2,54	2,70	2,85	2,99	3,12	3,24	3,36	3,78	4,02	4,13	4,14
Ireland	2,13	2,22	2,34	2,48	2,62	2,75	2,87	2,97	3,06	3,14	3,37	3,48	-	-
Portugal	2,23	2,23	2,31	2,44	2,59	2,74	2,90	3,05	3,20	3,33	3,81	4,05	4,16	4,22
Finland	2,15	2,23	2,37	2,52	2,66	2,79	2,92	3,03	3,14	3,23	3,50	3,58	3,59	3,62
EUR Swap in %	2,31	2,27	2,34	2,41	2,47	2,53	2,58	2,63	2,67	2,70	2,81	2,79	2,72	2,65

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												
26.03.2025	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,14	2,51	2,73	2,87	2,99	3,07	3,15	3,23	3,30	3,35		
AA-	2,16	2,52	2,73	2,88	3,00	3,09	3,17	3,24	3,31	3,36		
A+	2,20	2,57	2,83	2,98	3,09	3,19	3,27	3,34	3,40	3,45		
A	2,23	2,59	2,84	3,01	3,15	3,26	3,35	3,43	3,50	3,57		
A-	2,29	2,67	2,90	3,05	3,18	3,28	3,36	3,43	3,50	3,56		
BBB+	2,30	2,69	2,95	3,14	3,28	3,40	3,50	3,59	3,66	3,73		
BBB	2,36	2,80	3,06	3,24	3,39	3,50	3,60	3,69	3,76	3,83		
BBB-	2,61	3,04	3,29	3,46	3,60	3,71	3,81	3,89	3,96	4,03		
BB+	3,21	3,64	3,89	4,06	4,20	4,31	4,41	4,49	4,56	4,62		
BB	3,82	4,17	4,37	4,51	4,62	4,71	4,79	4,85	4,91	4,96		
BB-	4,07	4,55	4,84	5,04	5,19	5,32	5,43	5,52	5,60	5,68		
B+	4,32	4,87	5,19	5,42	5,60	5,75	5,87	5,98	6,07	6,15		
B	5,44	5,69	5,84	5,94	6,02	6,09	6,15	6,20	6,24	6,28		
B-	5,71	6,55	7,05	7,39	7,67	7,89	8,07	8,24	8,38	8,51		
EUR Swap in %	2,31	2,27	2,34	2,41	2,47	2,53	2,58	2,63	2,67	2,70		

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

26.03.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,38	2,68	2,85	2,97	3,07	3,15	3,21	3,27	3,32	3,37
AA-	2,41	2,70	2,87	2,99	3,08	3,15	3,22	3,27	3,32	3,37
A+	2,34	2,73	2,95	3,11	3,24	3,34	3,42	3,50	3,56	3,62
A	2,44	2,76	2,95	3,08	3,18	3,27	3,34	3,40	3,45	3,50
A-	2,60	2,89	3,07	3,19	3,28	3,36	3,43	3,48	3,53	3,58
BBB+	2,49	2,88	3,11	3,28	3,40	3,51	3,59	3,67	3,73	3,79
BBB	2,42	2,86	3,11	3,30	3,44	3,55	3,65	3,73	3,81	3,87
BBB-	3,00	3,21	3,33	3,41	3,48	3,54	3,58	3,62	3,66	3,69
EUR Swap in %	2,31	2,27	2,34	2,41	2,47	2,53	2,58	2,63	2,67	2,70

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

26.03.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,38	2,50	2,75	2,78	2,91	2,93	3,08				3,25
AT	2,43	2,57	2,70	2,83	2,96	3,02	3,02	3,14	3,28	3,34	3,49
BE	2,42	2,53	2,69	2,84	2,89	2,99	3,10		3,25		
CA	2,43	2,49	2,69	2,75	2,88	2,96	3,02		3,18	3,41	3,31
DK	2,55	2,54	2,80	2,69	2,87	2,96	3,09				
FI	2,44	2,56	2,67	2,80		3,02	3,06	3,05	3,30		
FR	2,41	2,53	2,70	2,83	2,94	3,08	3,18	3,26	3,30	3,41	3,44
DE	2,43	2,49	2,61	2,74	2,84	2,92	2,98	3,07	3,14	3,27	3,31
GR											
IE											
IT	2,51	2,61	2,84	2,97	2,99	3,08	3,18	3,34	3,50		3,57
LU					2,73						
NL	2,42	2,51	2,65	2,82	2,96	3,09	3,15	3,12	3,22		
NZ	2,48	2,47	2,68					3,14			
NO	2,43	2,58	2,72	2,82	2,85	2,99	3,06		3,16		
PL											
PT	2,43	2,54	2,70		2,98	2,96				3,32	
SG	2,62	2,60				3,02				3,41	
ES	2,40	2,51	2,65	2,79	2,85	2,94	3,09	3,17	3,21		3,43
SE	2,44	2,55	2,66	2,74	2,88	3,02			3,27		
CH		2,58		2,83		3,02					
UK	2,42	2,44	2,70	2,83	2,87		3,16		3,10		
JP	2,51	2,49		2,92	2,93						
KR	2,52	2,48	2,67	2,74	2,83	2,90					
SK	2,70	2,69	2,82	2,97	2,86						
EUR Sw ap in %	2,31	2,27	2,34	2,41	2,47	2,53	2,58	2,63	2,67	2,70	2,74

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.

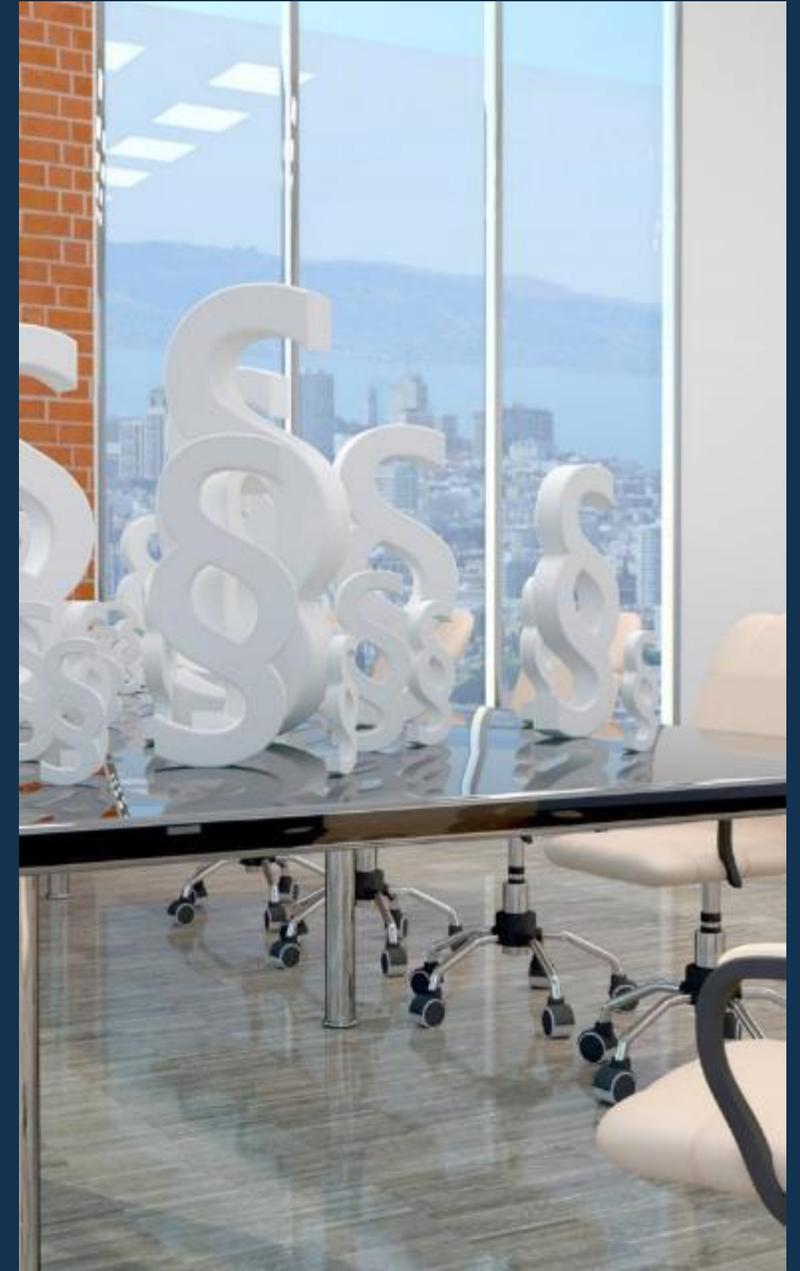
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

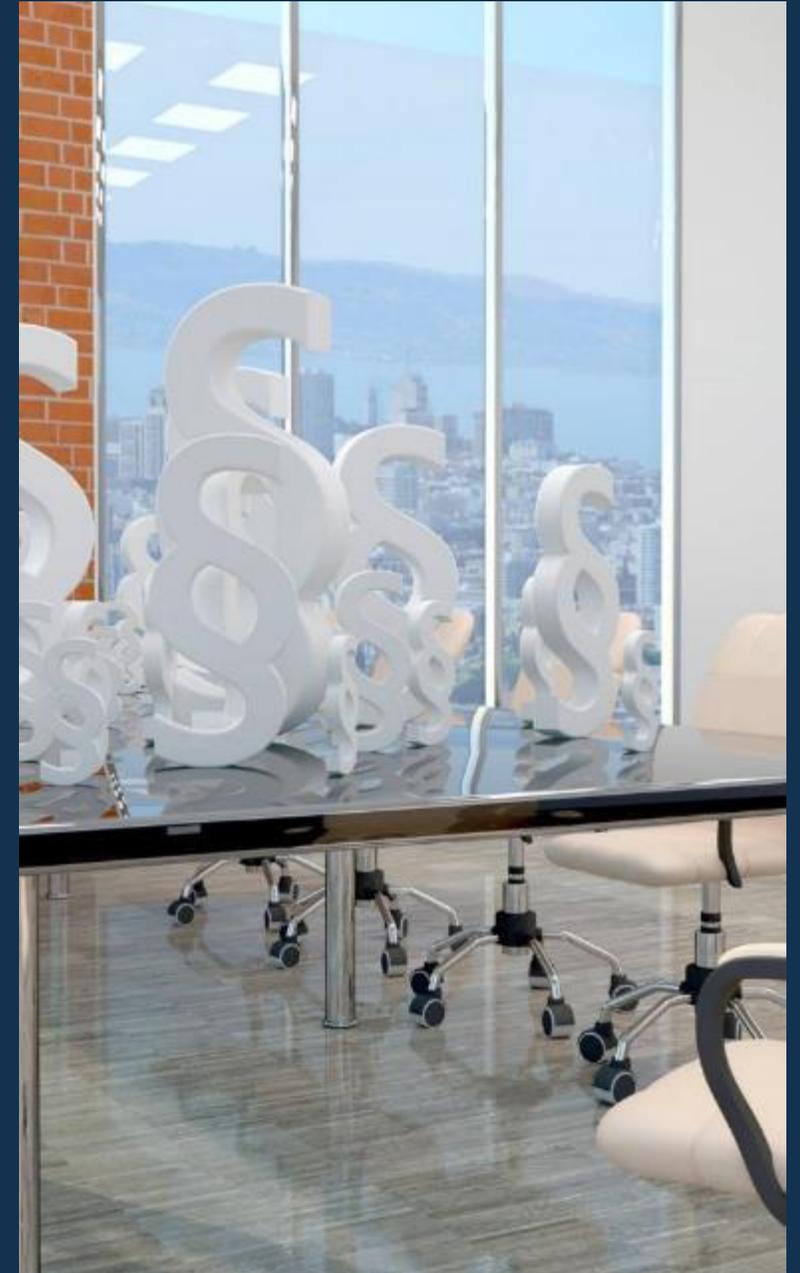
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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:

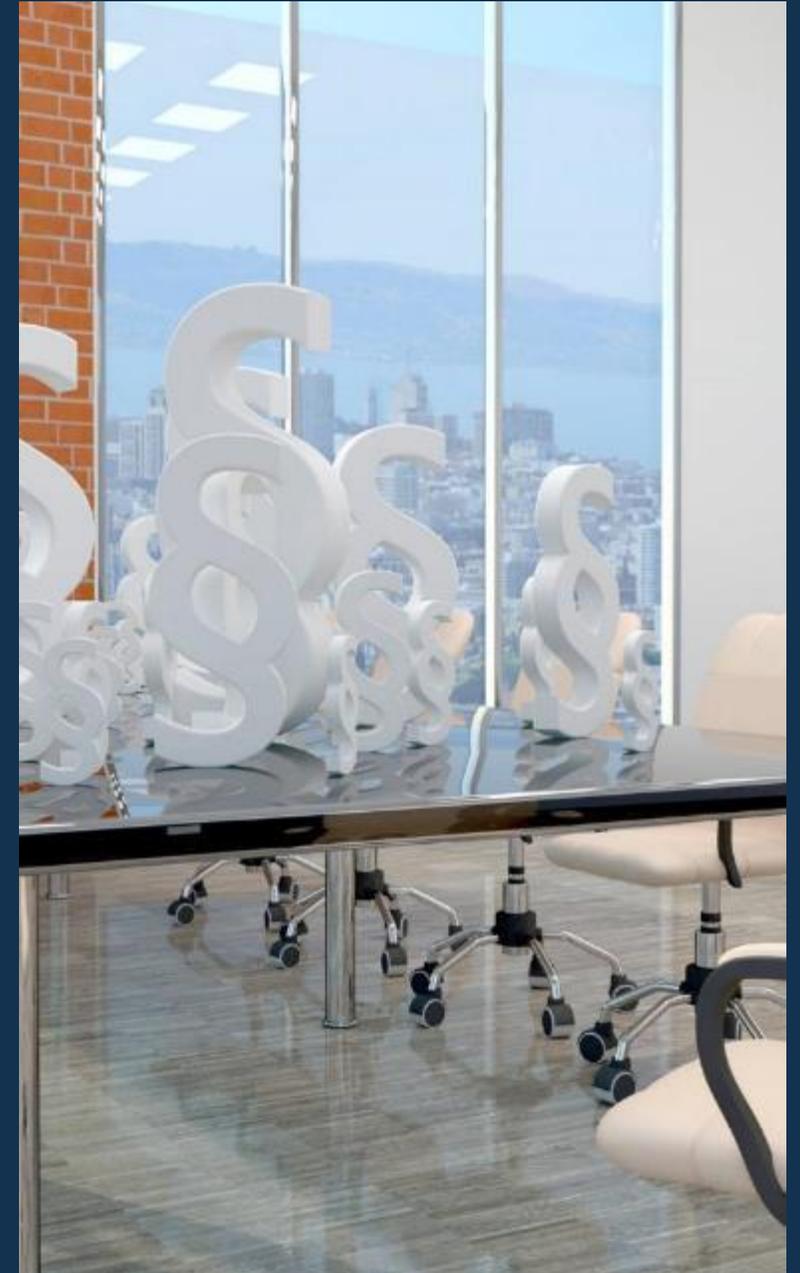
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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#

