

Neues Schaffen

LB \equiv BW

Kapitalmarktkompass August

Kein Deal unter Partnern

05.08.2025

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 05.08.2025 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 559 9073#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565008#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=maaf0ae77c23bac23d6b028441b95b1b5>

Event-Kennnummer: **2742 559 9073**

Event-Passwort: **KMK-08** (565008 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“.

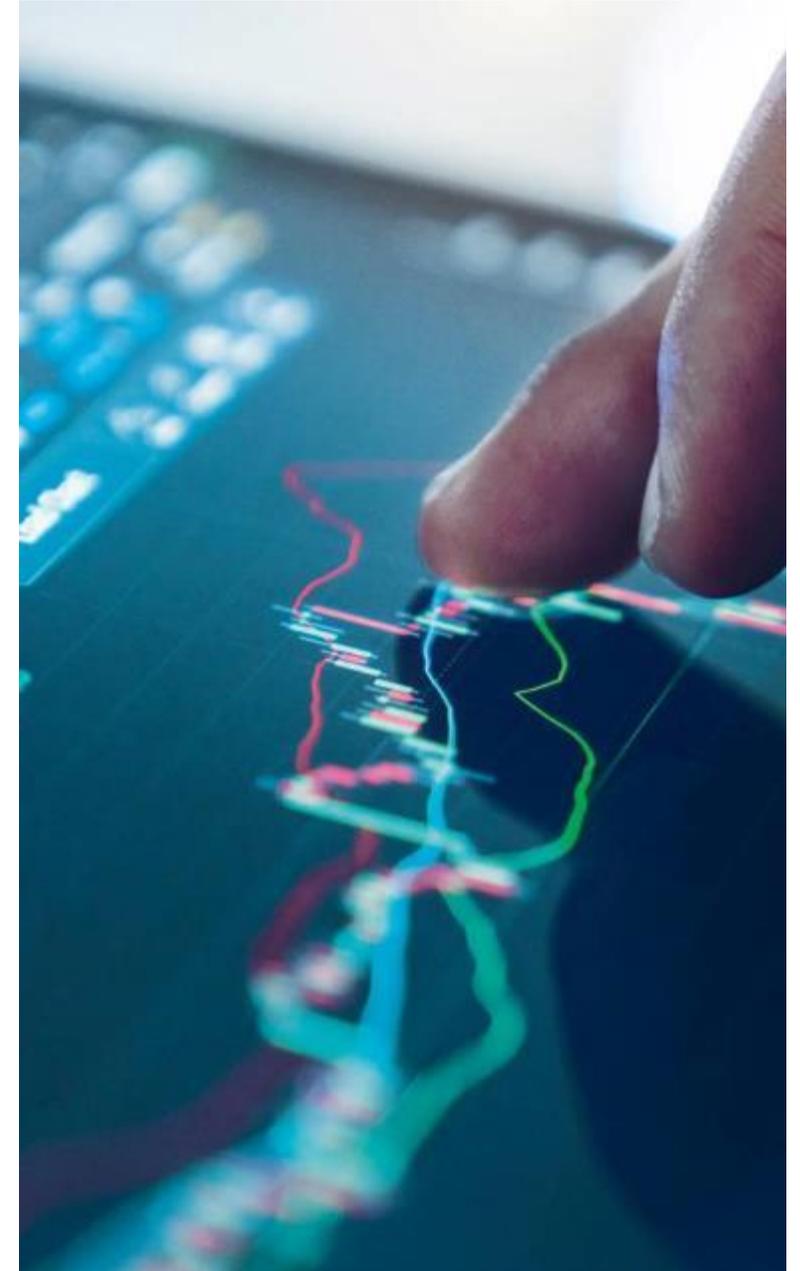
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 05.08.2025 14h
- Dienstag, 02.09.2025 14h
- Dienstag, 16.09.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 07.10.2025 14h
- Dienstag, 21.10.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.11.2025 14h
- Dienstag, 18.11.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.12.2025 14h

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Wer mit einem Hurrikan rechnet, ist für ein Unwetter dankbar	08
03	Makro: Überraschung im zweiten Quartal	19
04	Zinsen: Weitere EZB-Senkung auf der Kippe	34
05	Credits: Weiterhin hohe Nachfrage	48
06	Aktien: Selektiv noch Chancen	54
07	Prognosen und Asset Allokation: Begrenzte Return-Erwartungen	63
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	73



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

» *Die Zollhängepartie wird weitergehen.* «

Es wird zunehmend zu einem Markenzeichen der US-Politik, dass Ziele, selbst solche unsinnigster Art, nicht erreicht, sondern weitergewälzt werden. Anschauungsmaterial bietet die Zollpolitik. Ursprünglich für Anfang April als drakonische Maßnahme zur Beseitigung von Defiziten der USA im Warenhandel angekündigt, wurden Zollhöhen und Starttermin mehrfach geändert. Für die EU wurde dann Ende Juli mit großem Trara eine Einigung verkündet. So richtig klar ist nicht, wie diese aussieht. In die Wahrnehmung der Märkte hat sich die Zahl von 15 % eingefressen. Sie gilt – aber nicht für alle Waren. Und ab wann? Neuer Termin ist der 7. August. Die Zollsaga geht weiter – dem Welthandel zum Schaden.

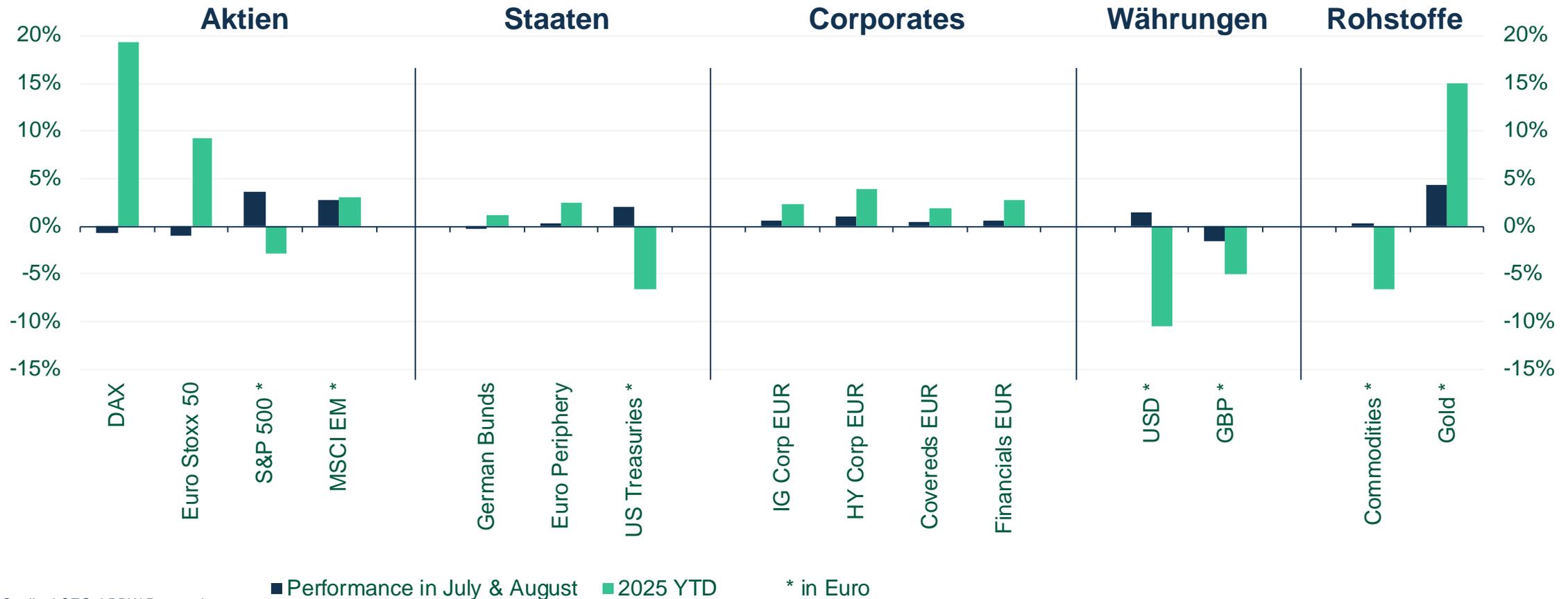
Die wichtigsten Termine im August

KW31			KW32				KW33					KW34					KW35													
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	Sa	So
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
1.8.	US-Arbeitsmarktbericht Juli																													
						7.8.	Höhere US-Zollsätze treten in Kraft																							
							8.8.	Ukraine-Krieg: Trumps Ultimatum gegenüber Russland für Waffenstillstand läuft ab																						
											12.8.	US-Inflation Juli																		
														15.8.	Rating Review Irland (Moody's®)															
					</																									

Gemischtes Bild im Juli – US-Dollar leicht erholt

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research



02

Sonderthema

**Wer mit einem
Hurrikan rechnet,
ist für ein Unwetter
dankbar**

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

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
Tel: +49 711 127-76371
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

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

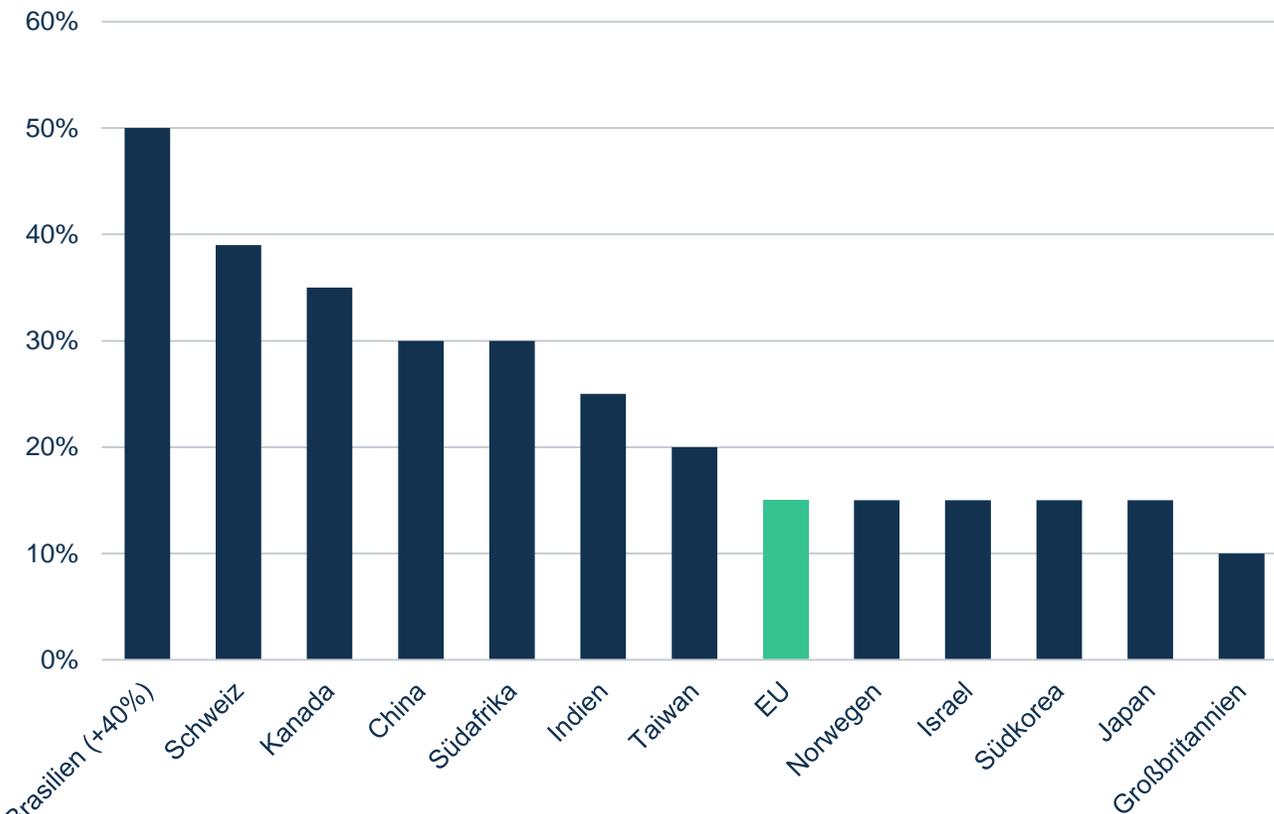
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

„Wer mit einem Hurrikan rechnet, ist für ein Unwetter dankbar“*

*Wolfgang Große Entrup, Hauptgeschäftsführer des Verbands der Chemischen Industrie (VCI)

US-Zölle nach Ländern

in %



Quelle: Presseberichte, Bloomberg, LBBW Research

- Die von den USA erhobenen Einfuhrzölle liegen in einer Bandbreite zwischen 10 und 50 %.
- Großbritannien hat mit 10 % vermeintlich den besten „Deal“ bekommen. Allerdings war das Land aufgrund seines Handelsbilanzdefizits mit den USA auch nicht in der Schusslinie.
- Die westlichen Industrieländer liegen mit Ausnahme der Schweiz bei 15 %.
- Neben China (Gesamtzölle bei rd. 55 % inkl. weiterer produktspezifischer Zölle) trifft es Brasilien, die Schweiz und Kanada besonders hart.
- Die US-Importzölle für andere wichtige Länder liegen zwischen 19 und 50 %.
- Die neuen Zölle für US-Importe treten am 7. August in Kraft.

Bei Trump ist nichts eindeutig

Das Zollabkommen EU-USA

- Basiszoll 15 %; Ausnahmen (0 %): Flugzeuge, bestimmte Chemikalien & Agrarprodukte, kritische Rohstoffe
- Für Stahl und Aluminium gilt weiterhin ein Zollsatz von 50 %.
- Es gibt keine Gegenzölle auf US-Importe.
- Die EU soll in den nächsten drei Jahren US-Energie im Wert von 750 Mrd. USD kaufen (EU-Energieimporte 2024 lt. EU-Kommission: ca. 420 Mrd. USD, davon aus den USA ca. 75 Mrd. USD); zudem Kauf von US-Rüstungsgütern.
- Zusage von EU-Investitionen in den USA von 600 Mrd. USD bis 2029 (akt. Bestand lt. EU-Kommission: ca. 2.750 Mrd. USD).

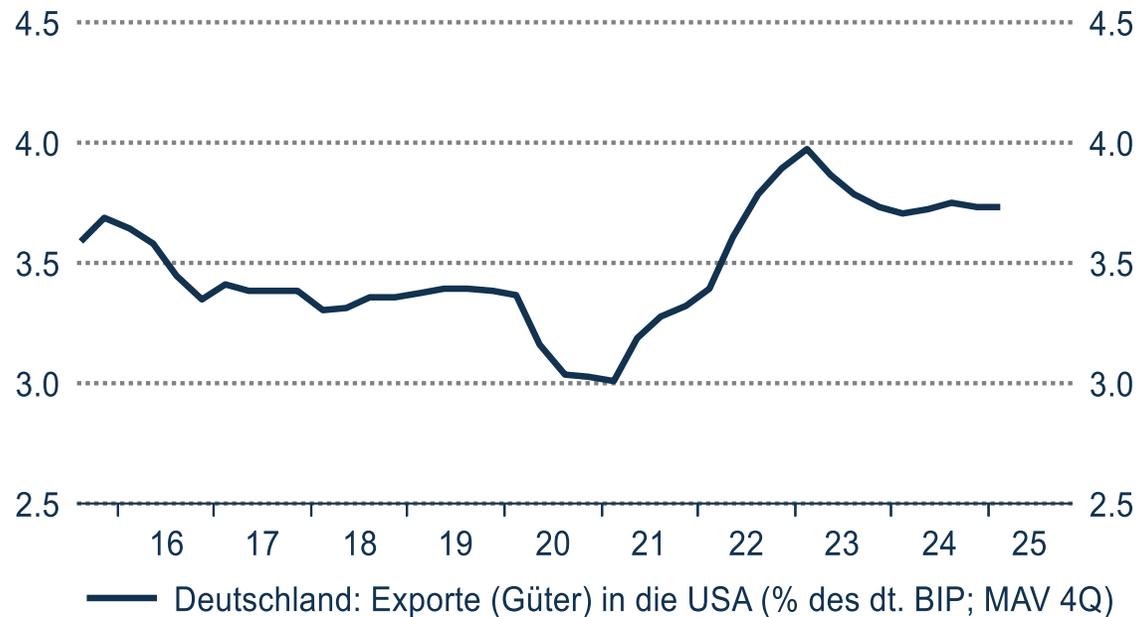
Faktenblätter widersprechen sich in zentralen Punkten:

- Die US-Seite behauptet, dass die EU ihre Lebensmittelstandards bei Schweinefleisch und Milchprodukten anpassen werde. Laut EU wurden hier jedoch keine Zugeständnisse gemacht.
- Gemäß den USA beabsichtige die EU, digitale Handelsschranken zu beseitigen. Laut EU wurde darüber nicht gesprochen.
- Gemäß der EU soll es Zollkontingente für Stahl- und Aluminium geben. Die USA will hiervon jedoch nichts wissen.

Deutschland: Enttäuschung bei der Wirtschaft

Exporte in die USA

in % des BIP



Quelle: Presseberichte, LSEG, LBBW Research

Unsere Einschätzung:

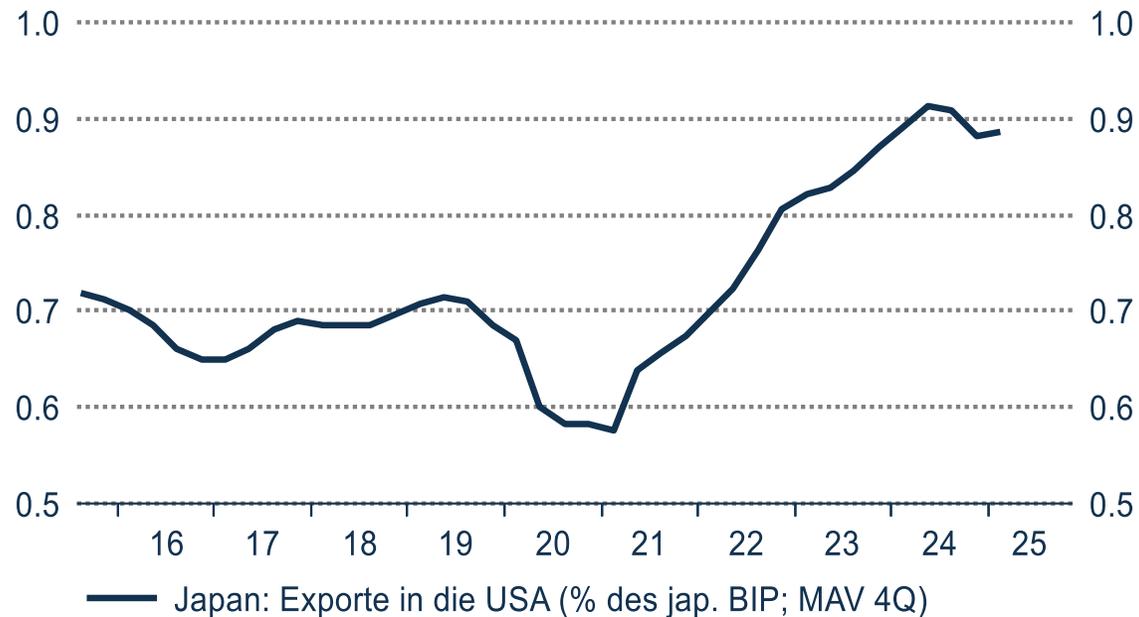
- Mehr war wohl nicht zu erreichen. Dabei hat die EU ein nicht wirklich gutes Abkommen mit den USA geschlossen. Die Zölle werden die europäische Exportwirtschaft empfindlich treffen.
- Die Zusage zum Kauf von US-Energie ist fragwürdig. Da auch andere Länder US-Energieimporte zugesagt haben (Japan, Südkorea, ...), steht abzuwarten, ob die USA überhaupt solche Mengen zu dann noch akzeptablen Preisen werden liefern können.
- Die Zusage zu hohen Investitionen und Energiekäufen in den USA ist ohnehin nur sehr bedingt glaubhaft. Investieren müssen die Unternehmen, und auch Energie kauft nicht die EU-Kommission.
- Jede Nicht-Einhaltung von Zusagen (Investitionen, Energiekäufe) kann als Vorwand dienen, um Zolldrohungen zu reaktivieren.
- Die Sprunghaftigkeit Trumps und seine Freude an Drohungen zur Erreichung abstruser Ziele machen jedes Abkommen per se instabil.

> Die Auseinandersetzung mit den USA dürfte früher oder später in eine neue Runde gehen.

Japan: Kein wirklich guter „Deal“

Exporte in die USA

in % des BIP



Quelle: Presseberichte, LSEG, LBBW Research

Künftige Regeln für japanische Exporte in die USA:

- Basiszoll von 15 %; keine Mengenbeschränkungen
- für Stahl und Aluminium gilt weiterhin ein Zollsatz von 50 %
- keine Gegenzölle auf US-Importe
- Investitionen in den USA in Höhe von 550 Mrd. USD
- Von den Gewinnen sollen 90 % in den USA reinvestiert werden
- Kauf 100 Boeing-Flugzeuge, US-Energie (Öl, LNG), Rüstungsgüter

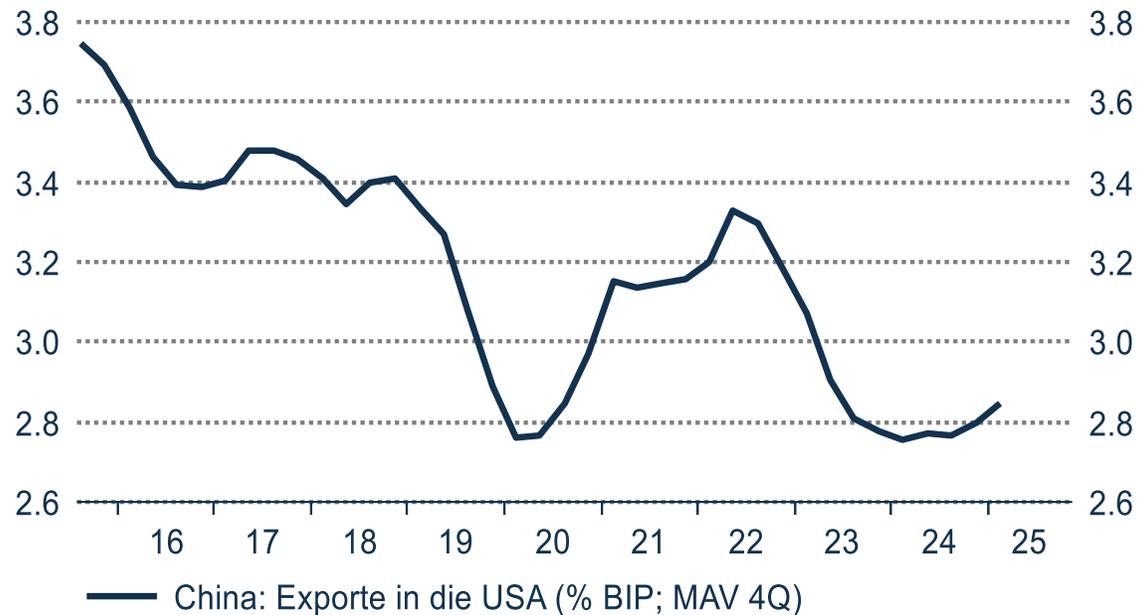
Unsere Einschätzung:

- Japan hat den USA sehr weitreichende Zugeständnisse gemacht.
- In Japan ist u.E. mit einem Exportrückgang in die USA um 20 % zu rechnen, was das BIP um 0,2 %-Punkte ggü. der Basislinie senken würde. Andere Schätzungen gehen von bis zu -0,6 % (Nomura) aus. Unsere BIP-Schätzung (2025: 0,4 %) beinhaltet Zoll-Auswirkungen.
- Japan kann Unternehmen nicht zu US-Investitionen & Güter-Käufen zwingen. Bei Zielverfehlungen wären Zölle rasch wieder Druckmittel. Japan ist im Rahmen des Abkommens leicht erpressbar.

China: Verhandlungen laufen noch

Exporte in die USA

in % des BIP



Quelle: Presseberichte, LSEG, LBBW Research

Künftige Regeln für chinesische Exporte in die USA:

- Verhandlungen zwischen den USA und China über ein Zollabkommen laufen noch – aktuell gilt für China ein durchschnittlicher Zollsatz von über 50 % für Exporte in die USA.
- Zentral neben Zöllen sind auch Ausfuhrbeschränkungen, z.B. Halbleiter der neuesten Generation(en) und Rüstungsgüter.
- China besitzt dagegen ein Quasi-Monopol bei Seltenen Erden.

Unsere Einschätzung:

- Mit Blick auf die hohen Zölle, die Trump gegen bislang „befreundete“ Staaten verhängt hat, können die Zölle gegen China (mit Abstand höchster Handelsüberschuss mit USA) kaum „gnädiger“ ausfallen.
- China geht aber offensiv mit den USA um und hat mit der Dominanz bei Seltenen Erden eine echte Trumpfkarte.
- Aus deutscher Sicht würden hohe Zölle auf die Güter chinesischer Konkurrenten die eigene Zollbelastung etwas „relativieren“.
- Allerdings erhöhen hohe US-Zölle auf Importe aus China die Gefahr von Handelsumlenkungen chinesischer Produkte nach Europa.

Deutsche Exporte in die USA

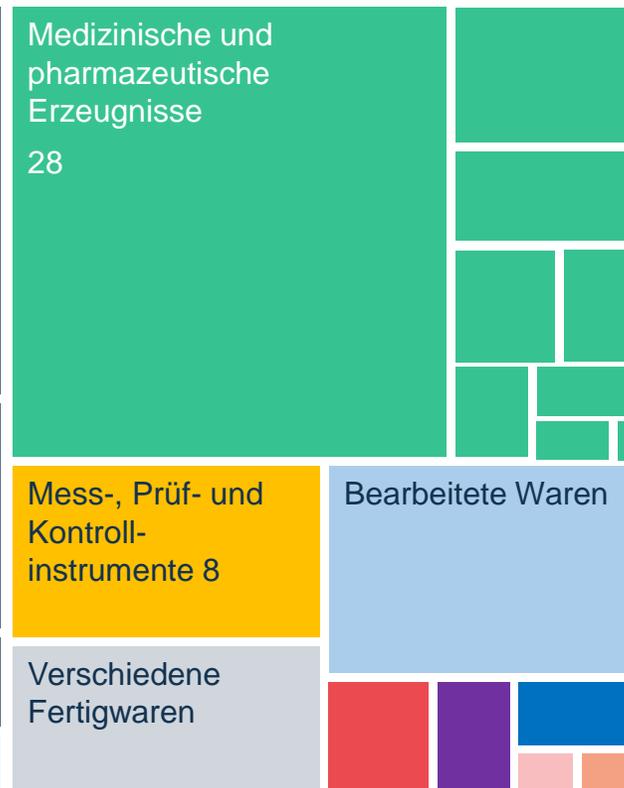
Deutsche Exporte in die USA nach Gütergruppen

in Mrd. EUR 2024 (insgesamt 161 Mrd. EUR / rund 10 % der Gesamtexporte)

Maschinenbau und Fahrzeuge



Chemische Erzeugnisse



Deutschland liefert vor allem Fahrzeuge, Maschinen und chemische Produkte in die USA.

- Entscheidend für die Wirkung der Zölle auf die deutschen Exporte in die USA:
 - Wie hoch sind US-Zölle für Konkurrenten?

Basiszölle:

EU	15 %
Japan	15 %
Südkorea	15 %
Taiwan	20 %
Schweiz	39 % (vorläufig)
China	50 % (vorläufig)

(durchschn. Gesamtzoll)

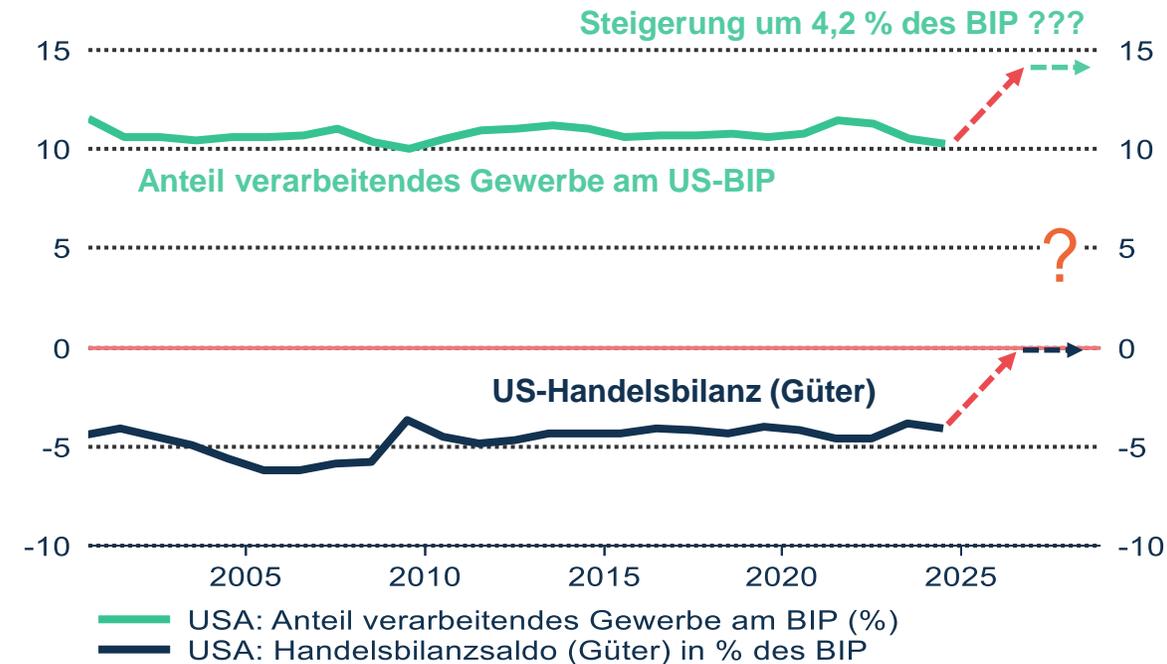
EU-Unternehmen verlieren durch die Zölle auf dem US-Markt **nicht** an relativer Wettbewerbsfähigkeit ggü. den ausländischen Hauptkonkurrenten!

- Können US-Unternehmen Güter ersetzen?

US-Industrie kann Importe nur sehr eingeschränkt ersetzen

Anteil des Verarb. Gewerbes & Handelsbilanz

in % des BIP

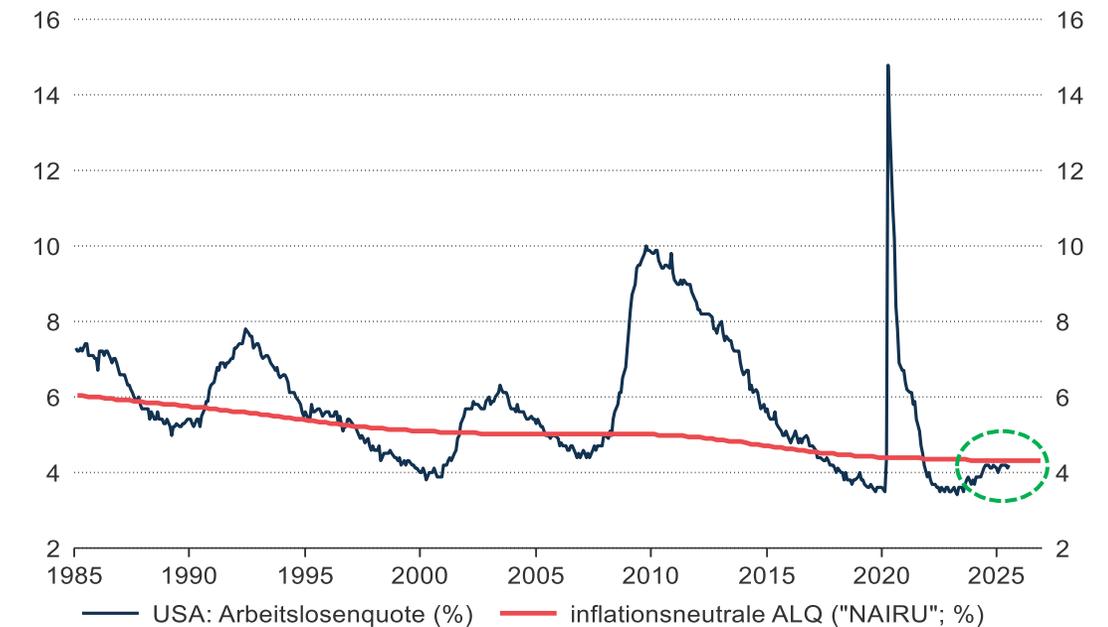


- Können z.T. hochspezialisierte Produkte überhaupt ersetzt werden?
- Der Anteil des verarbeit. Gewerbes am US-BIP liegt bei 10-11 %: Woher sollen die Kapazitäten kommen, um das Handelsdefizit von 4,2 % des BIP aus eigener Produktion zu schließen?

Quelle: LSEG, LBBW Research

US-AL-Quote & inflationsneutrale ALQ

in %

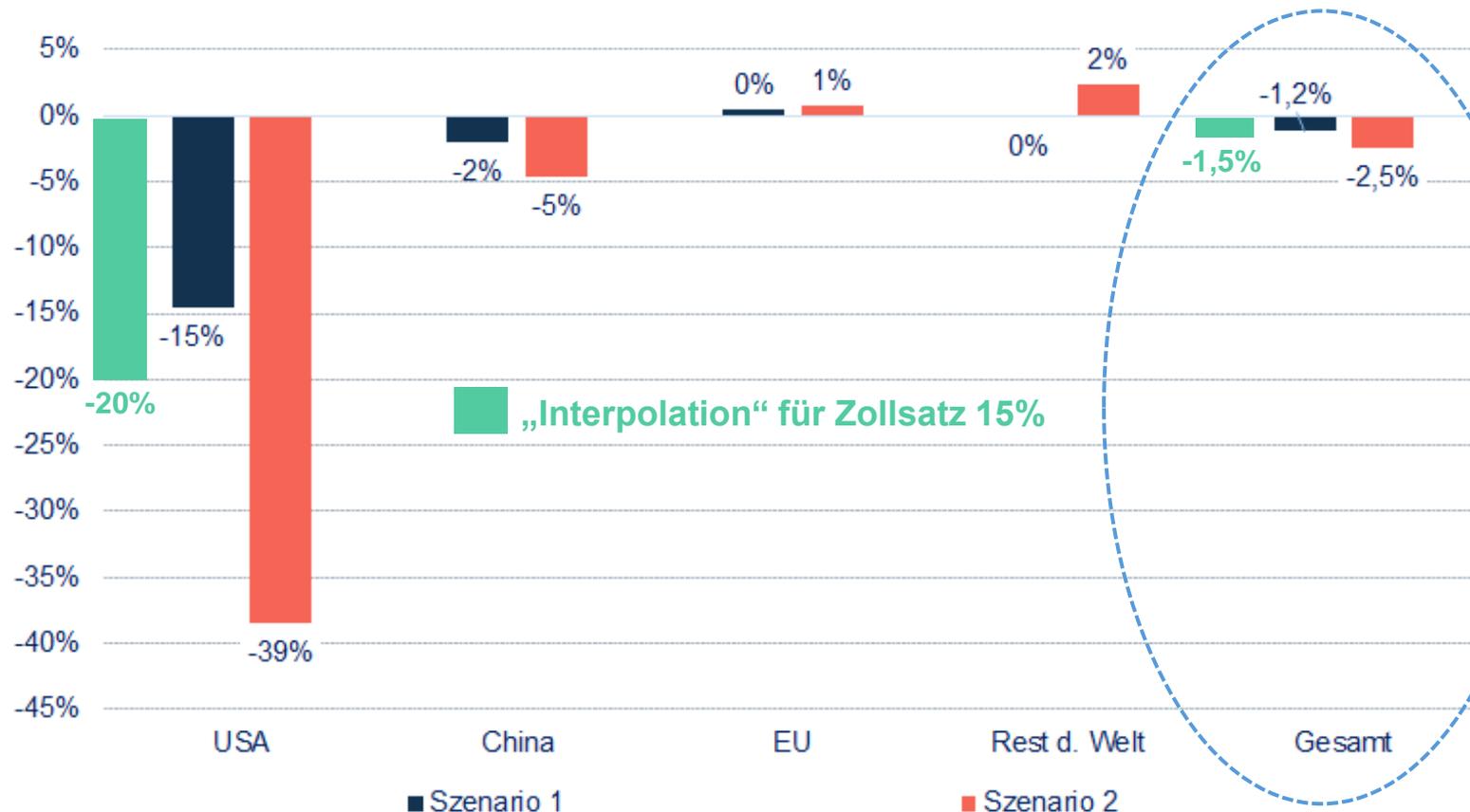


- Selbst wenn es freie Kapazitäten gäbe: Der Arbeitsmarkt ist leergefegt und hat nicht das Potenzial, zusätzliche Güter von 1.200 Mrd. USD (4,2 % d. BIP) zu produzieren.
- Die USA werden weiterhin Auslandsgüter in erheblichem Umfang kaufen (müssen) – zu höheren Preisen.

Dennoch: Starke Belastung der deutschen Exporte in die USA durch neue Zölle zu befürchten

Schätzung: Änderung der deutschen Exporte, bedingt durch neue US-Zölle

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025



Gleichwohl werden die Zölle allein durch den Preisanstieg den dt. US-Exporten schaden. Das ifo-Institut hat zwei Szenarien geschätzt.

Szenario 1:

- Basiszoll 10 % (Stahl, Alu, Autos: 25 %)

Szenario 2:

- 50 % Zölle für EU-Importe und produktspezifische Zölle (Pharma & Elektronik 25 %)

Überträgt man diese ifo-Schätzungen auf ein Szenario mit Zöllen i.H.v. 15 % dürften die deutschen US-Exporte um ca. 20 % zurückgehen, die Gesamtexporte um ca. 1,5 %.

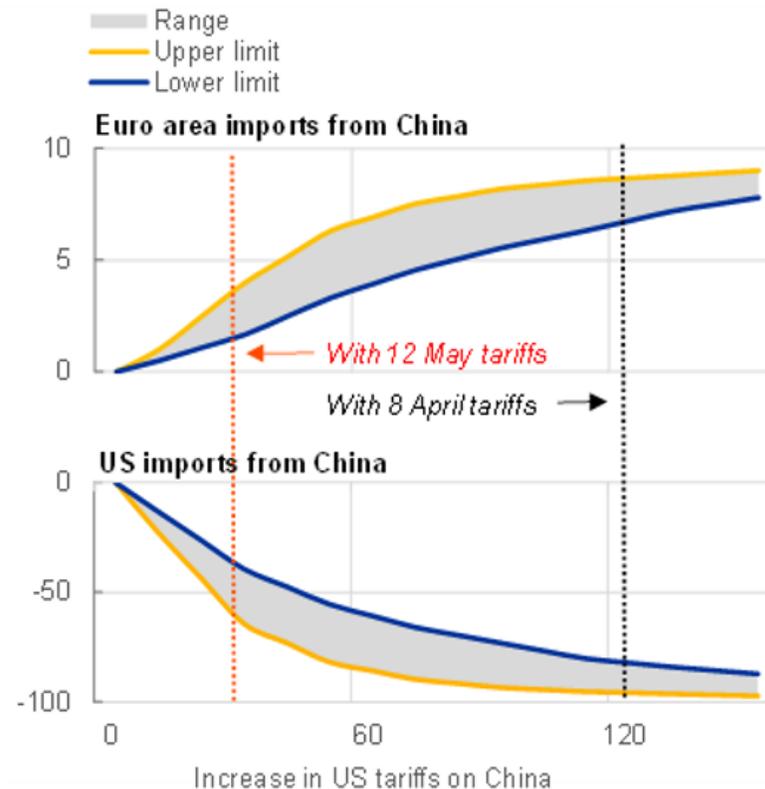
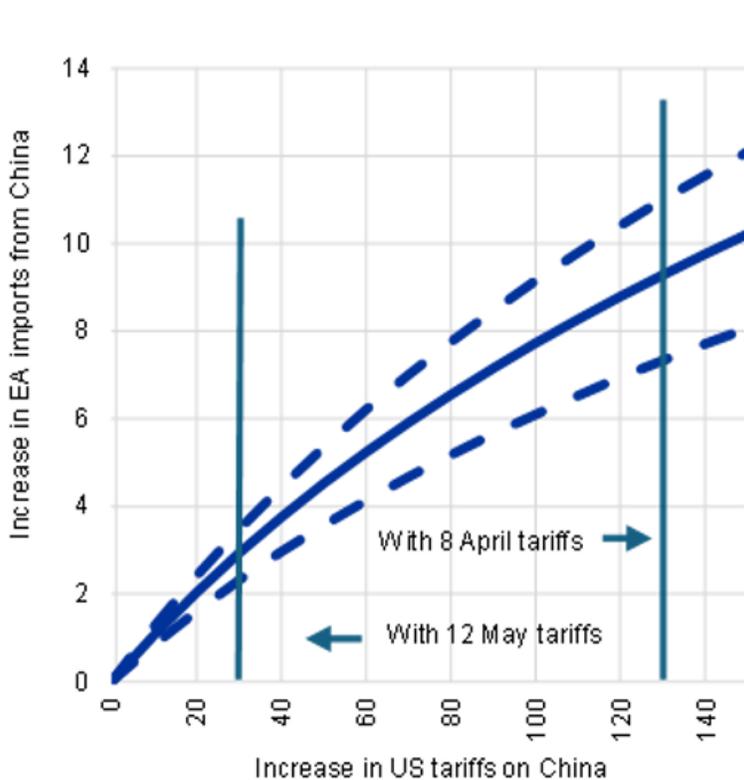
- Für das dt. BIP bedeutet das einen Rückgang um 0,3%-0,4% ggü. der Basislinie.

(deutsche Exportquote 2024 = ca. 40 % d. BIP)
(Annahme: Anteil Vorleist. an dt. Exporten = 50 %)

Umleitung chinesischer Waren könnte Europas Firmen unter Druck bringen

Simulation Eurozone: Anstieg der Importe aus China

EZB-Modellrechnung (linkes & rechtes Panel mit unterschiedlichen Annahmen);
x-Achse: %-punkte; y-Achse: %



- Da China ähnliche Produkte in die USA und Europa exportiert, dürfte zukünftig ein signifikanter Teil chinesischer Waren nach Europa umgeleitet werden.
- Die EZB untersuchte jüngst in verschiedenen Modellrechnungen, welche Auswirkungen vom US-chinesische Zollstreit auf die Eurozone zu erwarten sind.
- Im Extremszenario (125 % US-Zoll auf chinesische Waren) könnten die Importe der Eurozone aus der Volksrepublik um 8 % - 12 % im Vergleich zum Basisszenario ansteigen.
- Im wahrscheinlicheren Fall eines 30 % US-Zusatzzolls auf chinesische Waren dürfte sich das Plus zwischen 2 % und 4 % bewegen.
- Europa sthet vor einem Dilemma: Einerseits profitieren europäische Importeure und Verbraucher von günstigeren Preisen; andererseits haben europäische Produzenten mit verschärfter Konkurrenz zu rechnen.

Was tun?

Handlungsoptionen der EU

- Diversifizierung und Ausbau der Außenhandelsbeziehungen
 - Ausbau der Freihandelsbeziehungen (FTA): ASEAN-Staaten, Australien/Neuseeland, Indien, Mercosur, ...
- Ausbau und Vertiefung des EU-Binnenmarktes mit 450 Mio. Konsumenten
 - Abbau bestehender Handelshemmnisse

IWF (10/2024):

„... die nicht-tarifären Handelshemmnisse innerhalb des EU-Binnenmarktes belaufen sich auf das Äquivalent eines Binnen-Zolls von:

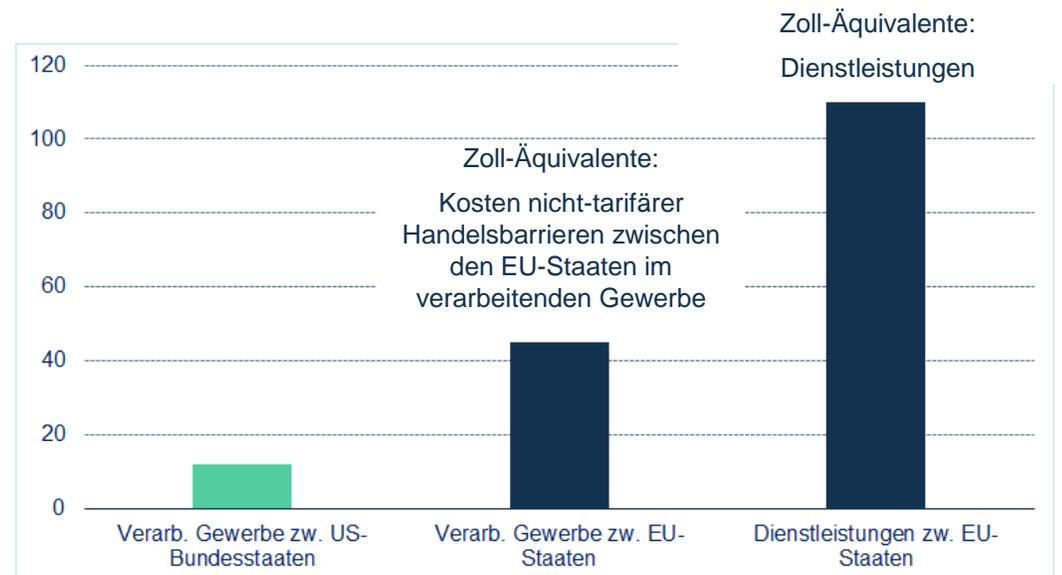
- **45 % auf Waren**

- **110 % auf Dienstleistungen ...“**

Quelle: IMF Regional Economic Outlook Europe 10/2024, LBBW Research

Seite 18 05.08.2025 Kapitalmarktkompass August 2025. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Handelshemmnisse EU-Binnenmarkt: Zoll-Äquivalente (%)



03

Makro: Überraschung im zweiten Quartal

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

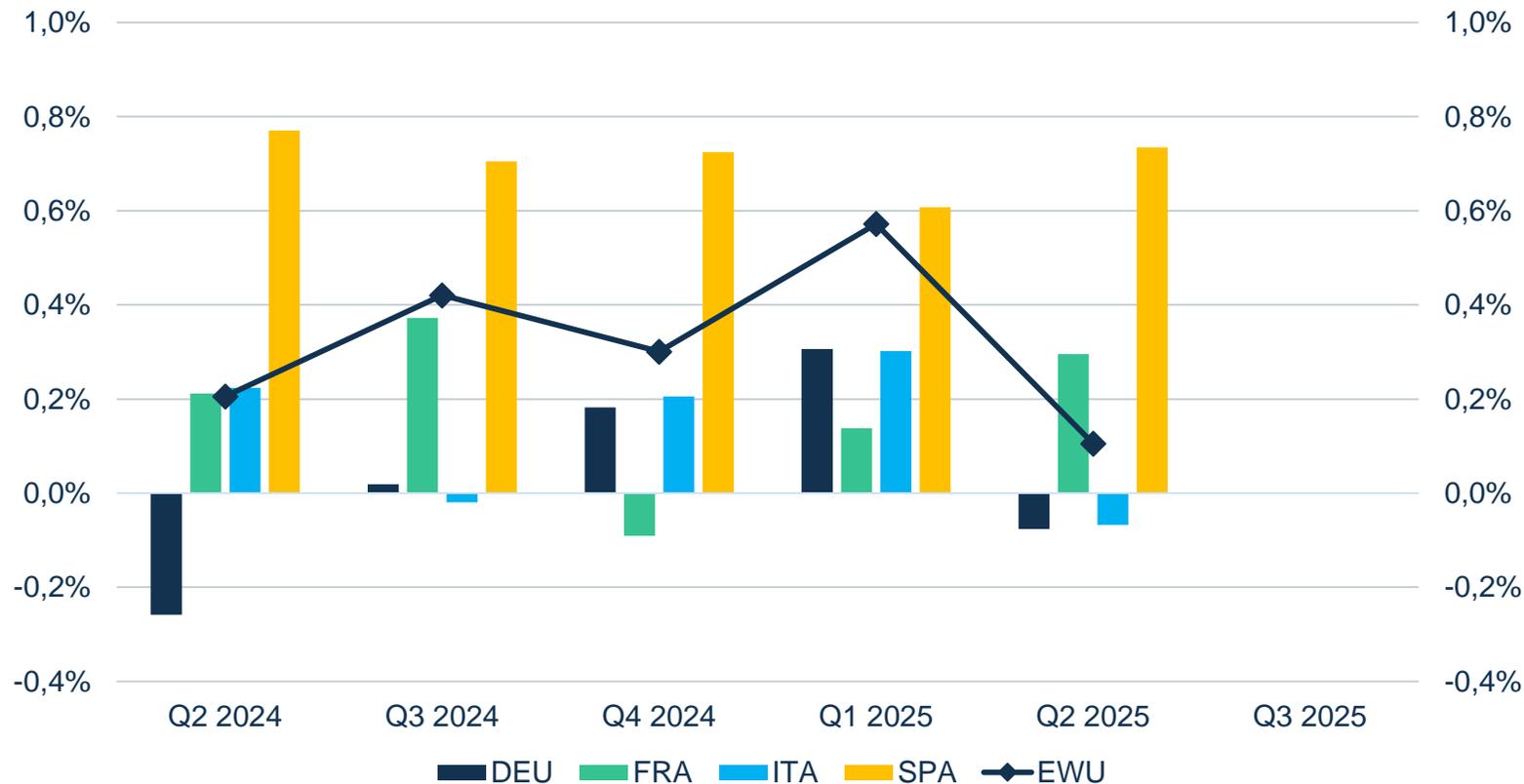
Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

EWU-BIP: Deutschland ausgebremst, Spanien wächst und wächst

BIP-Wachstum, EWU und große Staaten

BIP-Wachstum Q/Q, Quartalswerte

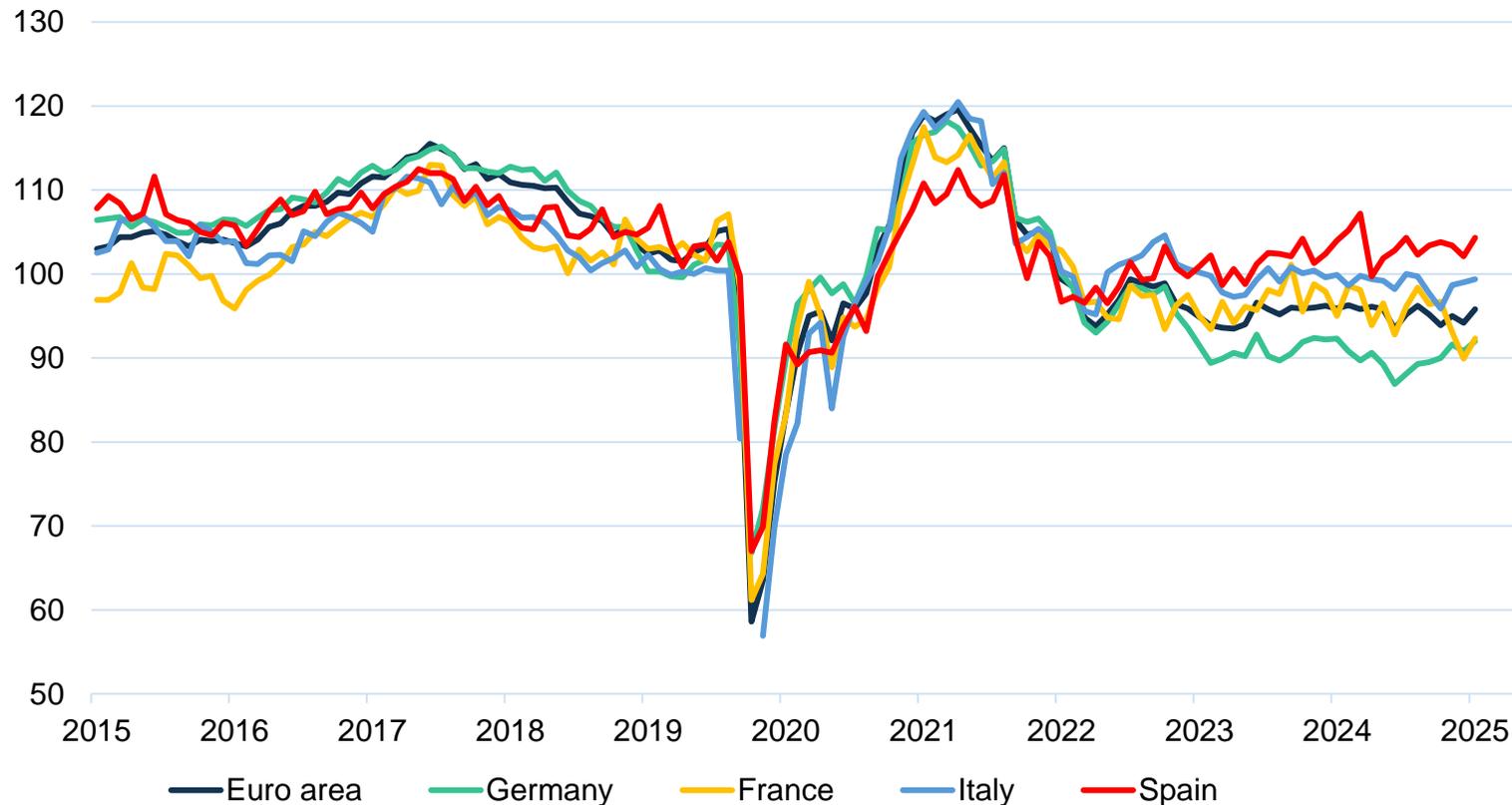


- Die BIP-Zahlen für das zweite Quartal waren im Euroraum sehr uneinheitlich. Während Spanien seine Wachstumsstory mit +0,7 % fortsetzte und Frankreich immerhin +0,3 % meldete, gab es für Deutschland und Italien Nackenschläge: Die Wirtschaftsleistung schrumpfte in beiden Staaten um 0,1 %.

EWU: Economic Sentiment rückt weiter vor

Economic Sentiment EWU und große Staaten

BIP-Wachstum EWU und Staaten

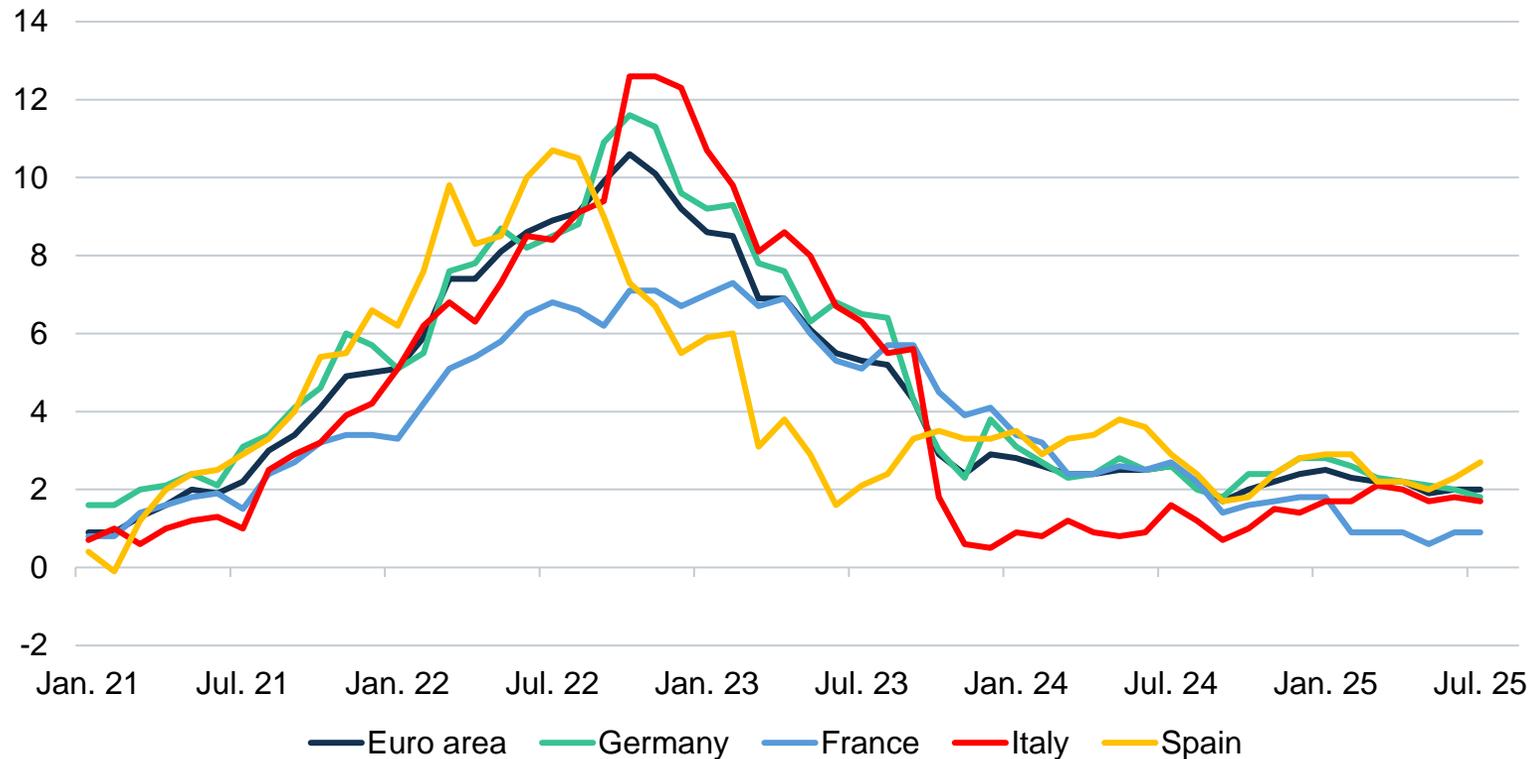


- Hoffnung machen die Frühindikatoren. Das Economic Sentiment legte von 94,2 Punkten auf 95,8 Zähler zu.
- In allen großen Ländern ging es aufwärts. Absolut am größten war das Plus in Frankreich mit +2,4 Indexpunkten; Ergebnis: 92,3 Punkte.

Inflation: HVPI wieder bei 2%

HVPI Y/Y ausgewählte Länder

Monatswerte



- Die Inflation präsentiert sich derzeit gut unter Kontrolle. Die harmonisierten Verbraucherpreisindizes legten im Euroraum im Schnitt um 2,0 % zum Vorjahresmonat zu.
- Dabei liegen die Staaten dicht beisammen. Lediglich Frankreich tanzt etwas aus der Reihe; dort verharrte die Inflationsrate bei 0,9 %.
- In Deutschland lag die HVPI-Inflation bei 1,8 %, der Wert für den nationalen CPI lag mit 2,0 % leicht darüber.

US-Arbeitsmarktbericht enttäuscht auf ganzer Linie

US-Beschäftigung (Unternehmensumfrage)

Saisonbereinigte Monatswerte

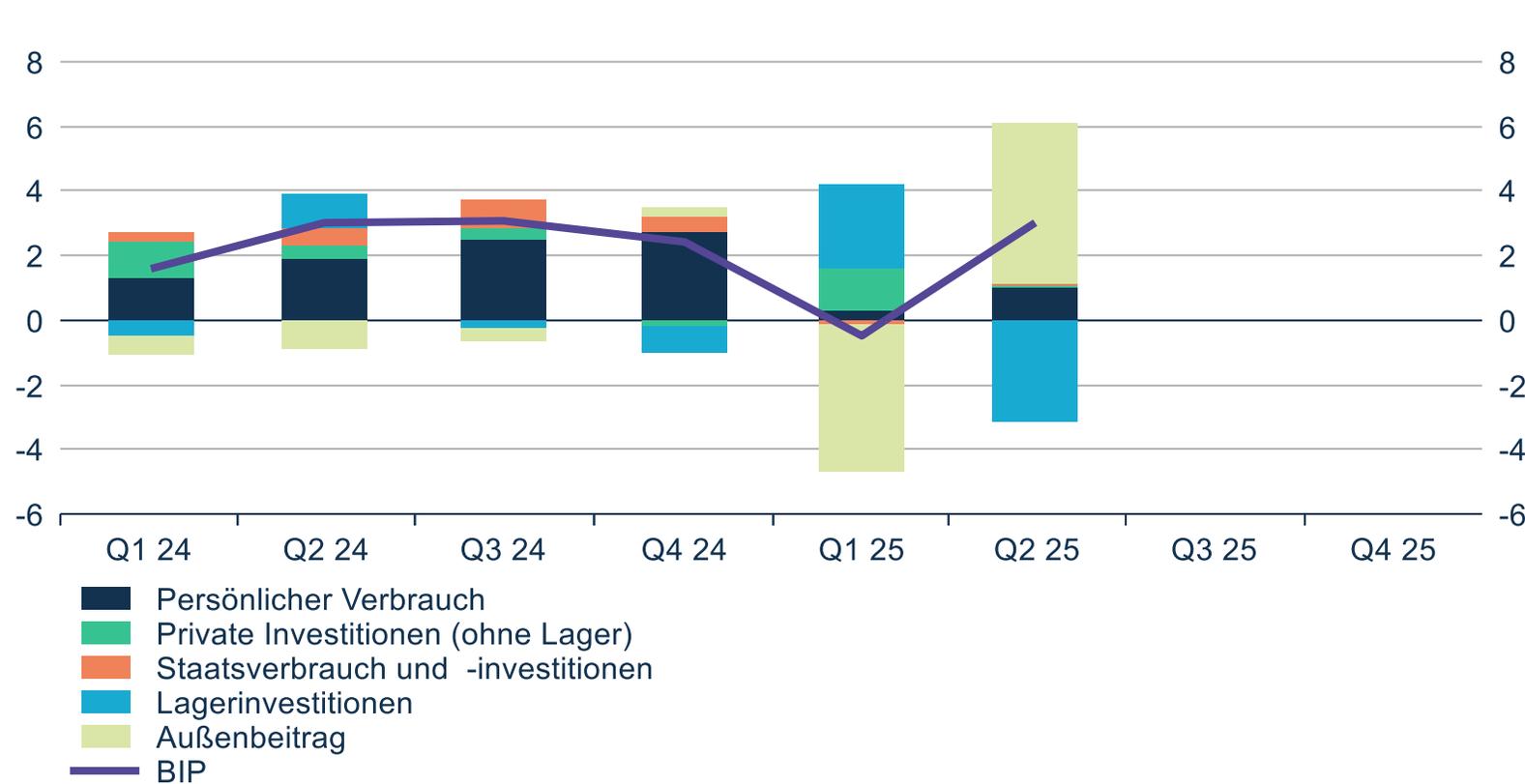


- Die US-Wirtschaft schuf im Juli gemäß der Erhebung des US-Arbeitsministeriums 73 Tausend neue Stellen. Damit blieb der Aufbau der US-Beschäftigung hinter den Erwartungen zurück.
- Es kommt hinzu, dass die Stellenanzahl für die beiden Vormonate in Summe um 258 Tausend abwärts revidiert wurde. Damit zeigt sich: Die Daten des privat erhobenen ADP-Berichts haben die Lage am Arbeitsmarkt offenbar treffender eingeschätzt, denn der vorherige große Abstand zwischen beiden Erhebungen hat sich nun durch die Abwärtsrevision weitgehend eingeebnet.
- Der US-Arbeitsmarkt hat sich seit dem von Donald Trump ausgelösten Zoll-Drama erheblich stärker abgekühlt, als dies bisher in den offiziellen Daten zu erkennen war.

Details der BIP-Veröffentlichung deuten auf Abschwächung der unterliegenden Dynamik hin

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate in % bzw. Beitrag in %-Punkten

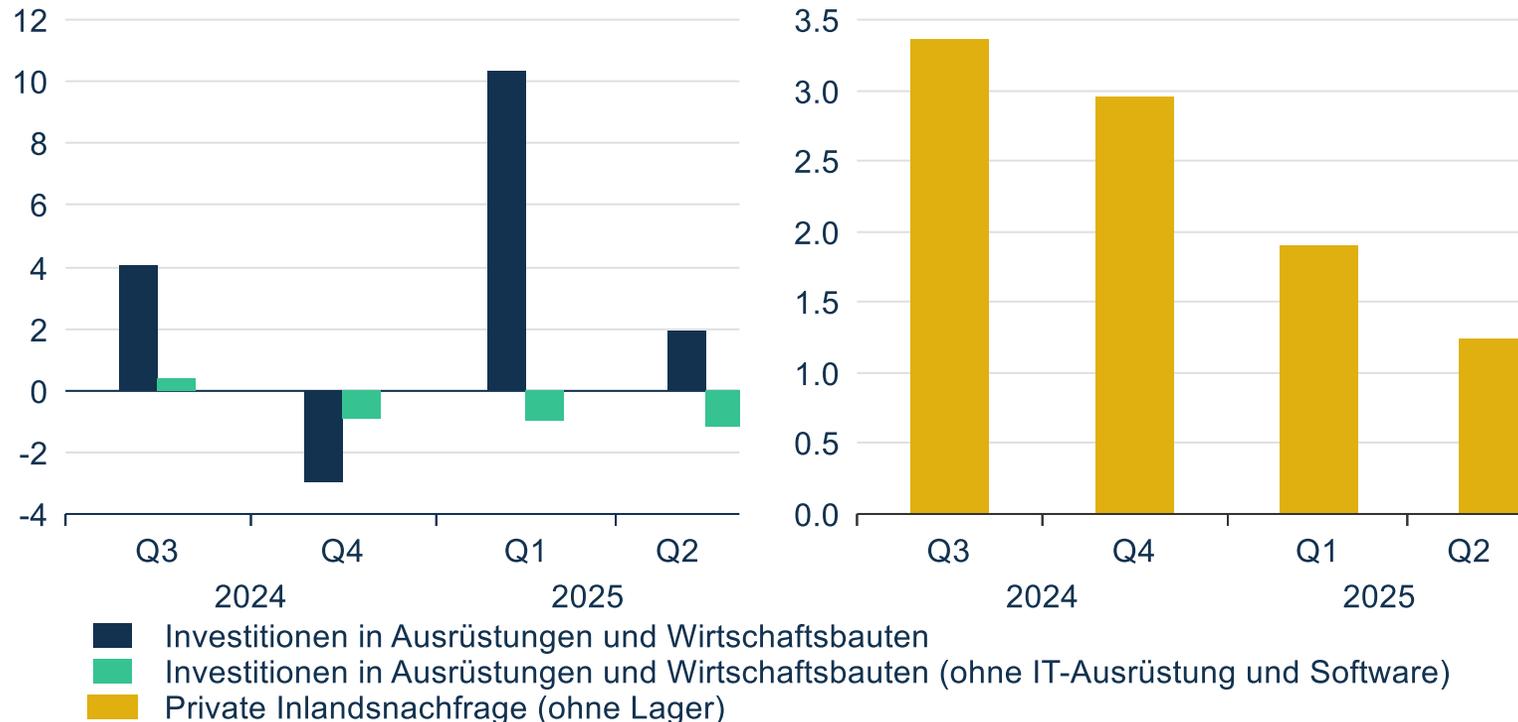


- Die US-Wirtschaftsleistung legte im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 3,0 % zu. Sie übertraf damit die Konsensprognose.
- Haupttreiber der Entwicklung war der Außenbeitrag, der knapp fünf Prozentpunkte zum Wachstum beitrug.
- Die private Inlandsnachfrage – eine Art Kern-BIP – legte lediglich mit einer Jahresrate von 1,2 % zu, nach einer Rate von 1,9 % im ersten Quartal. Alles deutet auf eine Verlangsamung der unterliegenden Konjunkturdynamik hin.
- Gleichwohl erhöhen wir im Lichte der besser als erwarteten BIP-Zahlen unsere Prognose für das Jahr 2025 von 1,2 % auf 1,7 %.
- Randnotiz: DOGE hat Wirkung gezeigt. Die Ausgaben des Zentralstaates (ohne Militär) sanken mit einer Rate von 11,2 %.

Zollkapriolen bremsen Investitionen

Investitionen und private Inlandsnachfrage (ohne Lager)

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresraten, in %

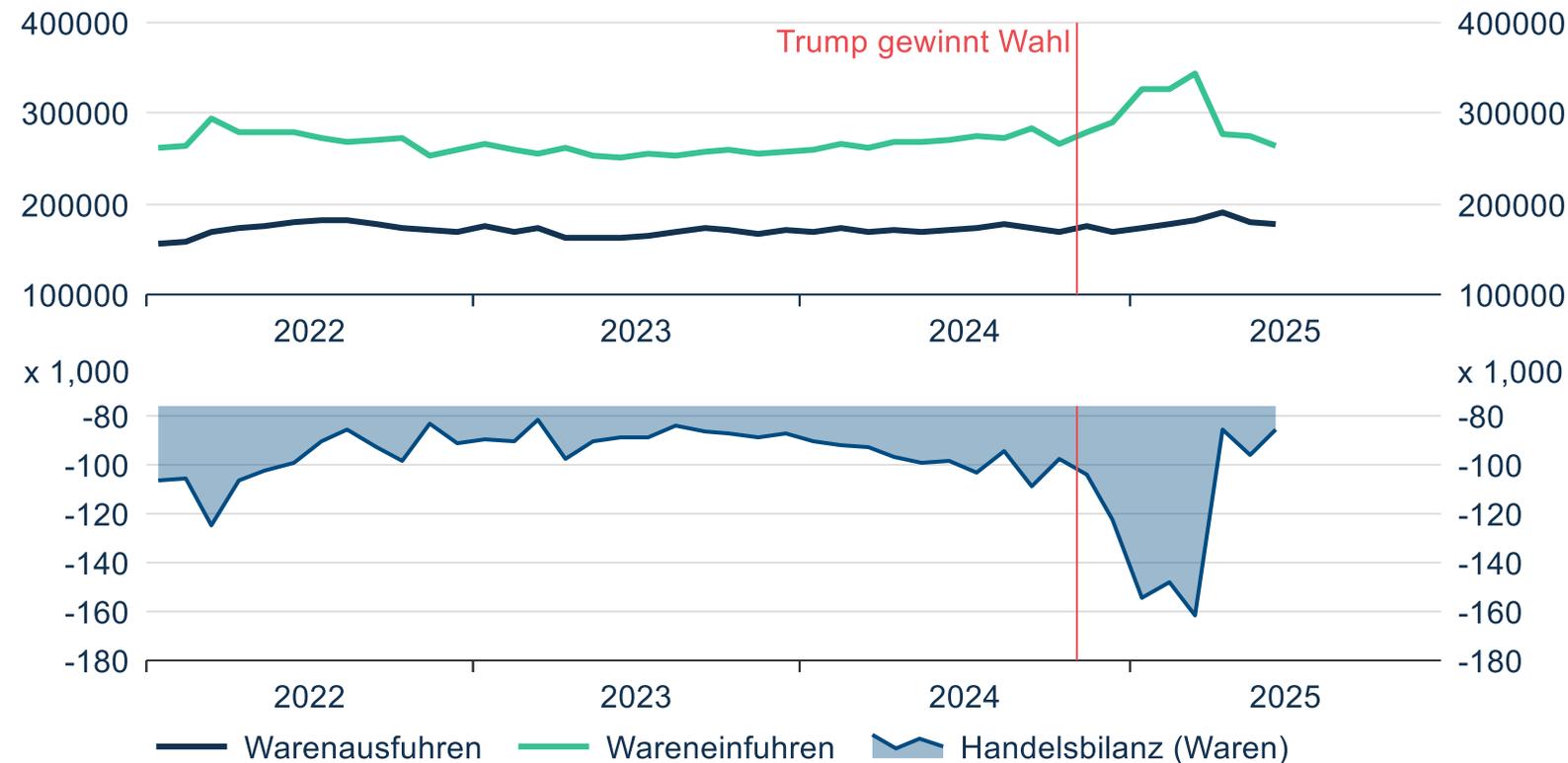


- Die jüngsten US-Daten könnte zu der Schlussfolgerung verleiten, dass Trumps Zollkapriolen der US-Wirtschaft nichts anhaben können. Dem ist aber nicht so, wie ein zweiter Blick auf die Veröffentlichung der BIP-Zahlen zeigt.
- Zum Ersten werden die Investitionen nur von dem Boom im IT-Bereich über Wasser gehalten (linke Graphik).
- Zum Zweiten hat das Wachstum der privaten Inlandsnachfrage (ohne Lager) – eine Art Kern-BIP – in den zurückliegenden Quartalen merklich abgenommen.
- Fazit: Die unterliegende Dynamik der US-Wirtschaft hat seit der Wahl Donald Trumps spürbar nachgelassen.

Zölle wirbeln den Außenhandel durcheinander

US-Außenhandel (Waren)

Saisonbereinigte Monatswerte, in Millionen US-Dollar, vorläufige Werte

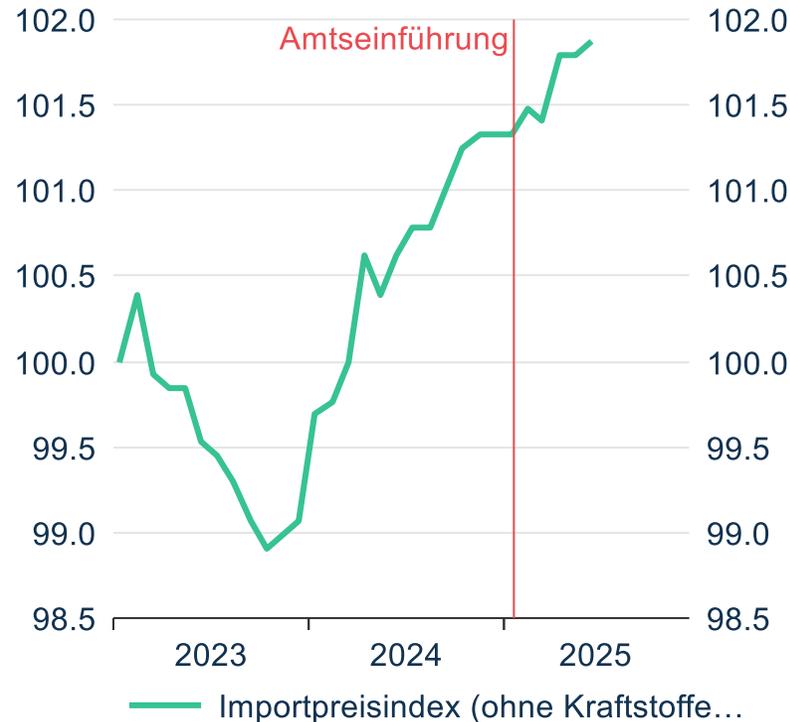
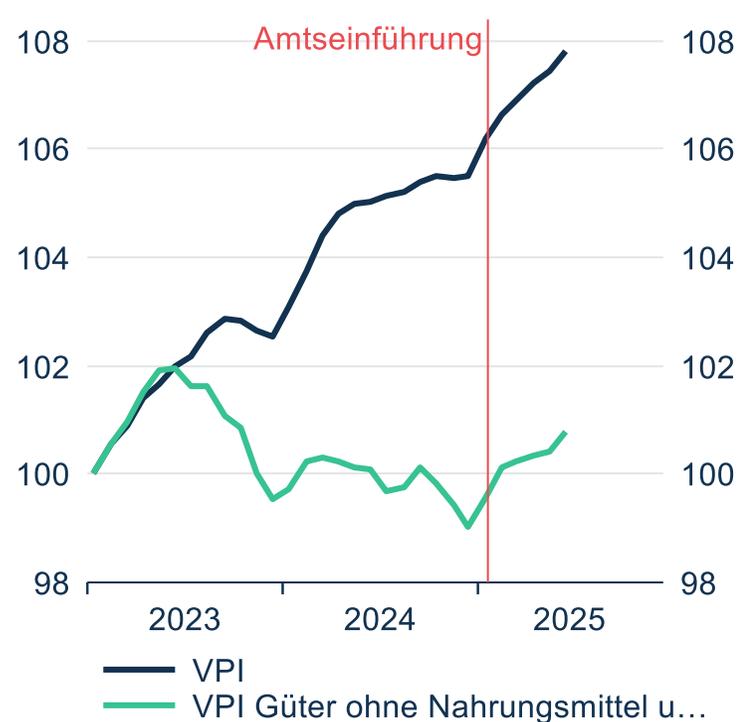


- Nachdem das US-Außenhandelsdefizit im ersten Quartal 2025 infolge von Vorzieheffekten bei den Wareneinfuhren emporgeschossen war, folgte im zweiten Quartal eine Gegenbewegung.
- Während die Entwicklung des Außenbeitrages im ersten Quartal 2025 das gesamtwirtschaftliche Wachstum rechnerisch mit 4,6 %-Punkten belastet hatte, trug der Außenbeitrag im zweiten Quartal 5,0 %-Punkte zum BIP-Wachstum bei.

Sag mir, wo die Zölle sind. Wo sind sie geblieben?

US-Verbraucherpreisindex und US-Importpreisindex

Monatswerte, auf Januar 2023 = 100 umbasiert

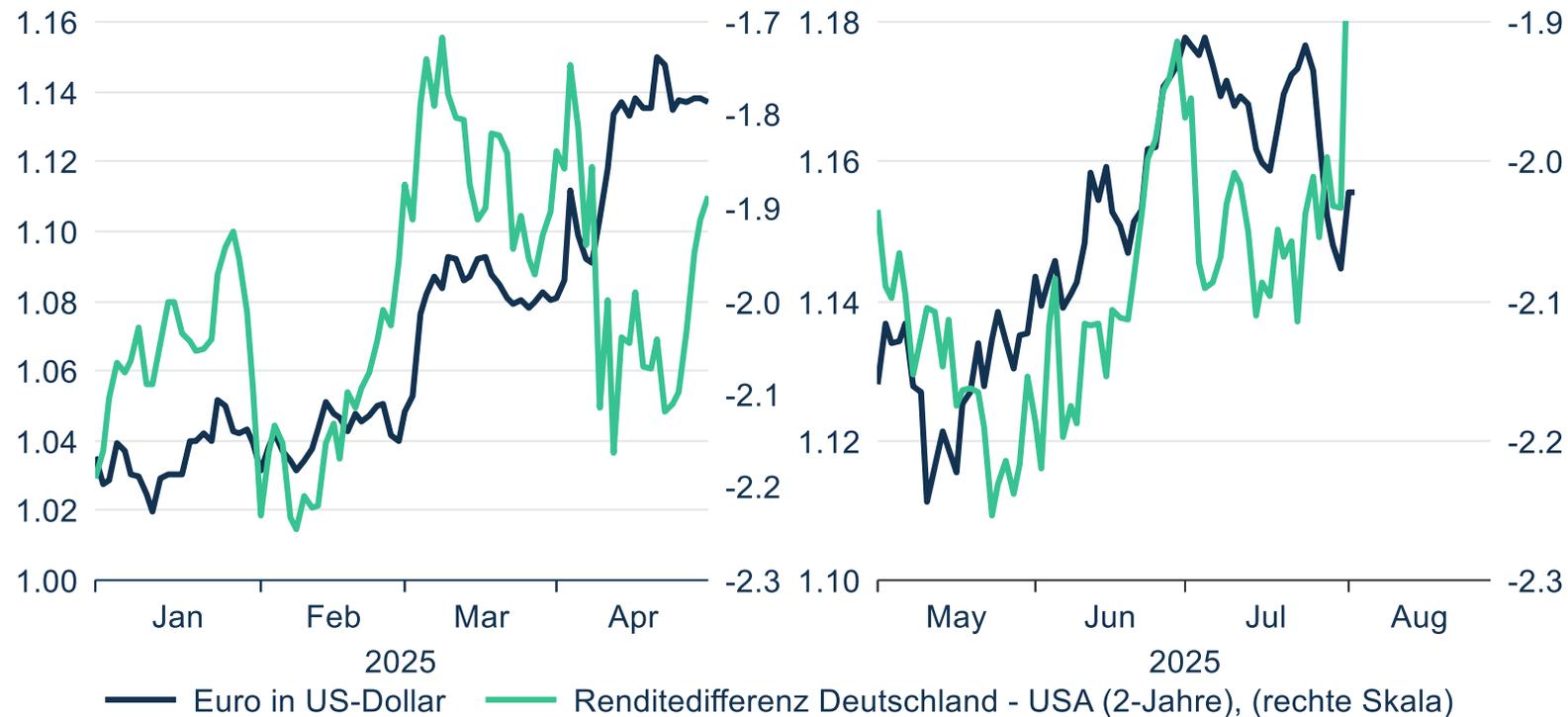


- Obgleich im „Beige Book“ der Fed zu lesen ist, dass viele Unternehmen ihre höheren Kosten zumindest teilweise auf die Endverbraucherpreise abwälzen, ist in der offiziellen Preisstatistik davon wenig zu sehen, allenfalls bei den Preisen für Spielzeug.
- Die Neuwagenpreise sind im Juni den dritten Monat in Folge gefallen, trotz Zollerhöhungen.
- Die Importpreisindex wird ohne Steuern und Zölle berechnet. Trügen die ausländischen Exporteure die Last der Zollerhöhungen, wäre der Index gefallen. Er ist jedoch weiter angestiegen.
- Es bleibt ein Mysterium. Am wahrscheinlichsten ist, dass derzeit noch aus den hohen Lagerbeständen verkauft wird und die zollinduzierten Preiserhöhungen erst nach Abschluss der Zollverhandlungen kommen.

EURUSD: „Transatlantik-Spread“ ist wieder Treiber des Wechselkurses

Euro in US-Dollar und „Transatlantik-Spread“

Tageswerte



- Die Verkündung „reziproker“ US-Zölle im April führte offenbar zu einer Verschiebung des Zusammenhanges zwischen Währung und Renditedifferenz.
- Vom erhöhten EURUSD-Niveau scheint die Renditedifferenz seit Mai wieder der Haupttreiber der Wechselkursentwicklung zu sein.
- Wir halten an unserer Prognose fest, dass die Fed ihre Leitzinsen im weiteren Jahresverlauf noch nicht senken wird. Andere Marktteilnehmer erwarten indes mindestens zwei Fed-Zinssenkungen. Da die EZB nach unserer geänderten Prognose erst im Dezember ihren Einlagesatz senken dürfte, fällt unsere Prognose einer Aufwertung des Dollar nun niedriger aus. Wir erwarten einen Eurokurs von 1,13 US-Dollar per Ende 2025 (alt: 1,10 US-Dollar).

China: Ohne Verlängerung der Deadline steigen „reziproke Zölle“ auf 34 %

In Kraft befindliche US-Zölle gegenüber China seit Jahresanfang

Timeline

Datum	Zollsatz	Umfang	Begründung
4. Feb.	+ 10 %	Alle Exporte	„Fentanyl“-Zölle
4. März	+ 10 %	Alle Exporte	„Fentanyl“-Zölle
9. April/ 14. Mai	+ 10 % (statt 34%) Deadline 12. August	63 % der Exporte (ausgenommen sind Produkte, auf die sektorale Zölle gelten bzw. in Planung sind)	„Reziproke“-Zölle
3. April / 3. Mai	+ 25 %	Automobile/ - teile	Sektorale Zölle
23. Juni	+ 50 % (zuvor 25 %)	Stahl & Aluminium	Sektorale Zölle
1. August	+ 50 %	Kupferprodukte	Sektorale Zölle

Momentane Durchschnittszölle

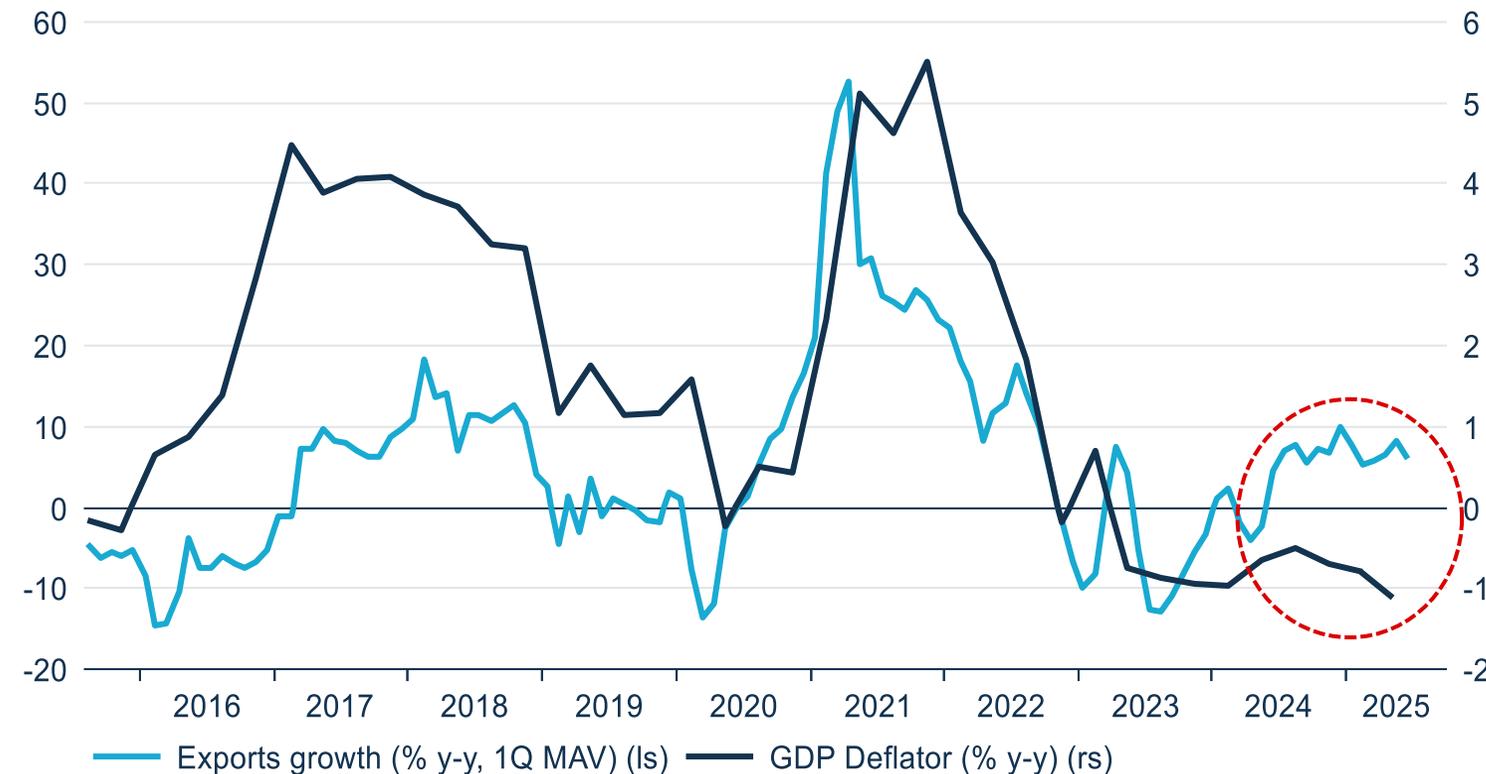
US-Durchschnittszoll auf chin. Waren: ~ **55%**
Chinas Durchschnittszoll auf US-Waren: ~ **33%**

- Die Gespräche in Stockholm Ende Juli gingen ohne konkrete Ergebnisse zu Ende.
- Deadline der 90-Tage-Frist: **12. August**
- Angesichts der erzielten Fortschritte in bisherigen Gesprächen (u.a. Exporte Seltener Erden seitens Chinas; teilweise Aufhebung von Technologierestriktionen seitens der USA) gehen wir von einer Verlängerung der Deadline und weiteren Gesprächen in den nächsten Wochen aus.
- **Zentrale Konfliktfelder:** a) US-Handelsdefizit mit China, b) Chinas Industriepolitik, c) Ölimporte aus Russland

China: Fallende Preise und robuste Nachfrage aus Drittstaaten stützen Exporte

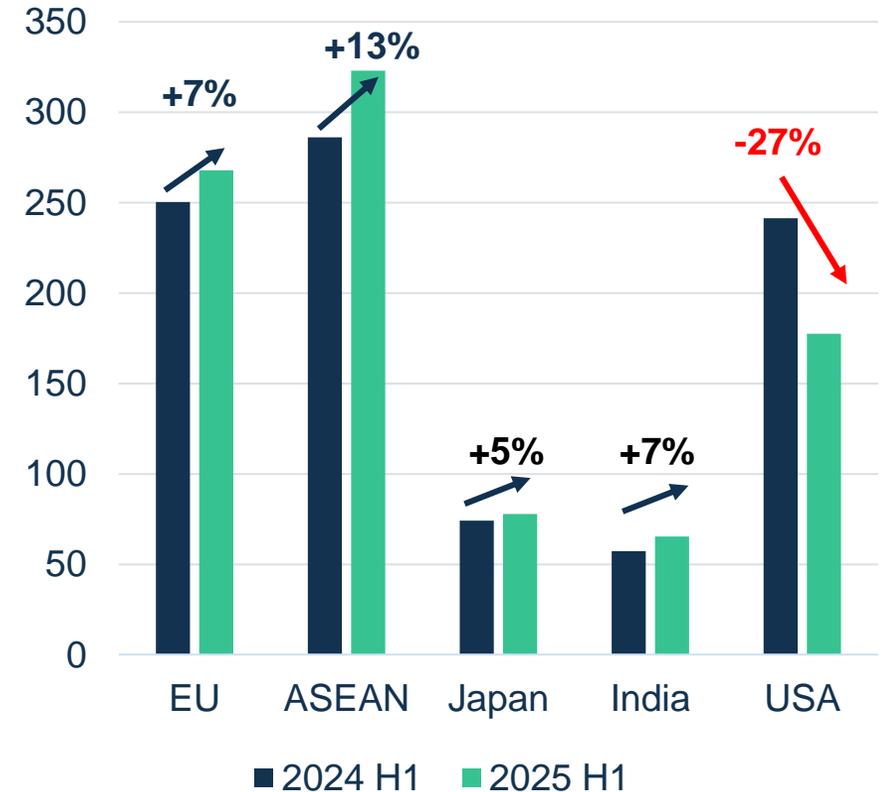
China: Exportwachstum (links) & BIP-Deflator (rechts)

Exporte als 3-Monatsdurchschnitt; % y-y



China: Exporte nach Region/Land

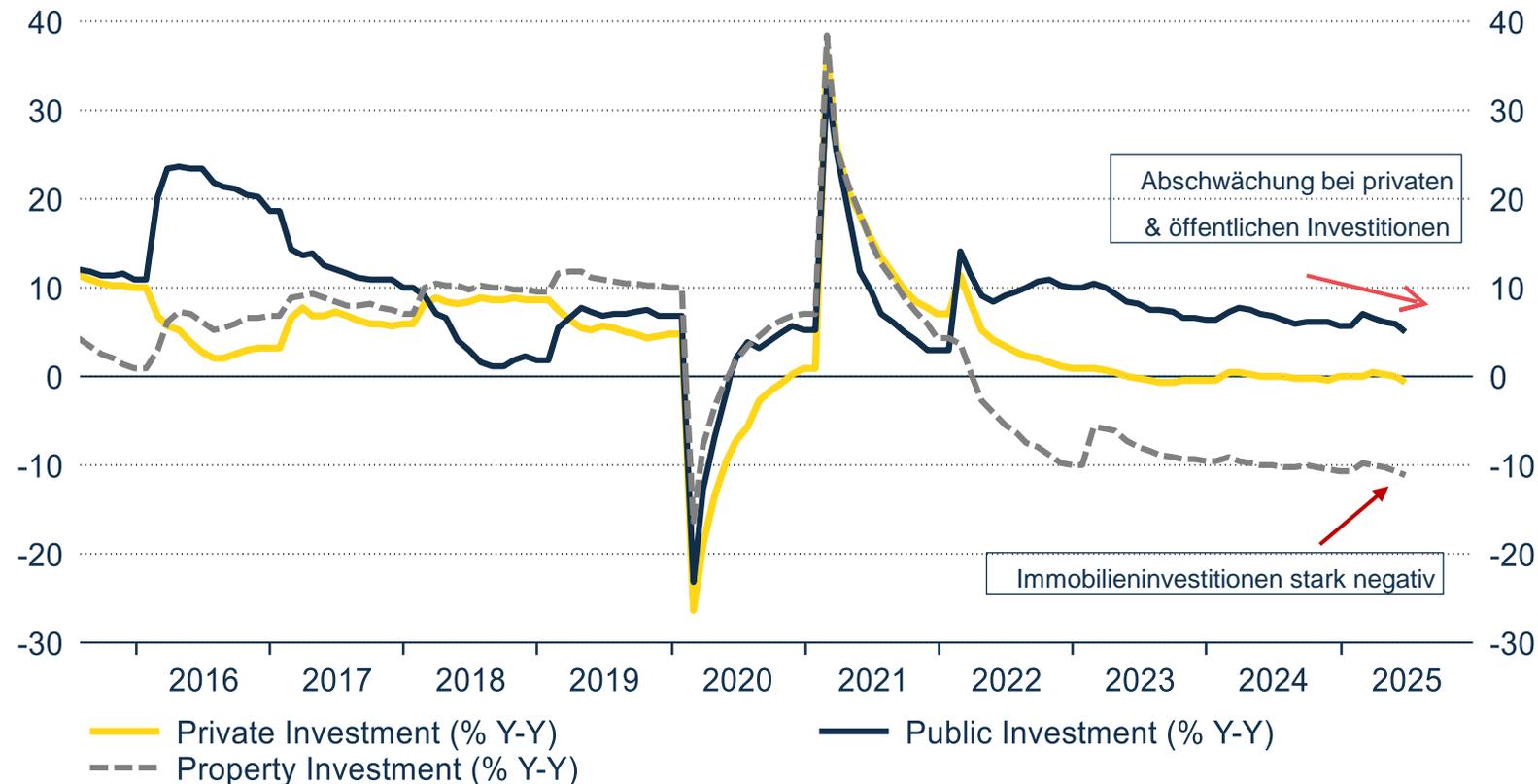
in Mrd. USD (Jan. bis Juni)



Chinas Binnenwirtschaft benötigt zusätzliche Impulse, keine Trendwende am Immobilienmarkt

China: Investitionstätigkeit privat und Staat

in % y-y



- Das stabile Wachstum in der ersten Jahreshälfte ist auf Exportsteigerungen (+6 % y-y) und staatliche Konjunkturlösungen zurückzuführen.
- Unter der Oberfläche beginnt sich die Dynamik jedoch bereits abzuschwächen.
- Das Investitionswachstum ist rückläufig; die PMI Indikatoren für Juli signalisieren eine Abkühlung der Industrieproduktion.
- Die Krise am Immobilienmarkt hält weiter an. In den ersten 6 Monaten sanken die Immobilieninvestitionen zum Vorjahr um 11,2 %.
- Der Handelskrieg mit den USA könnte die Erholung bei Preisen und Hausverkäufen indes weiter hinauszögern. Unsere jüngste Analyse dazu: [Emerging Markets & Global Economy Quarterly Q3 2025](#).

Emerging Markets & Global Economy Quarterly

! Ausgabe Q3 2025 soeben erschienen!

- Der große Blick auf die **Wachstumsmärkte der Welt**, speziell auf die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, in Lateinamerika und darüber hinaus

Link zur neuesten Ausgabe: [Emerging Markets & Global Economy Quarterly Q3 2025:](#)

- Keine Trendwende am **chinesischen Immobilienmarkt** in Sicht
- **Indonesien**: Wachstumsstory mit strukturellen Herausforderungen
- **Chile**: Kleiner Rohstoffriese mit Potenzial
- **Die Straße von Hormus** im Fokus
- **Aktienmärkte: Börsenentwicklung in den Schwellenländern & Betrachtung Indonesien!**

! Über die [Einrichtung eines Abonnements](#) auf dem [Research-Portal](#) können Sie sich die jeweils aktuellste Ausgabe bequem per E-Mail zusenden lassen. !



Ausgabe Q3/2025 | LBBW Research | Macro/Strategy

Unter Trumps Zollorgie leiden alle

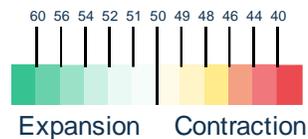
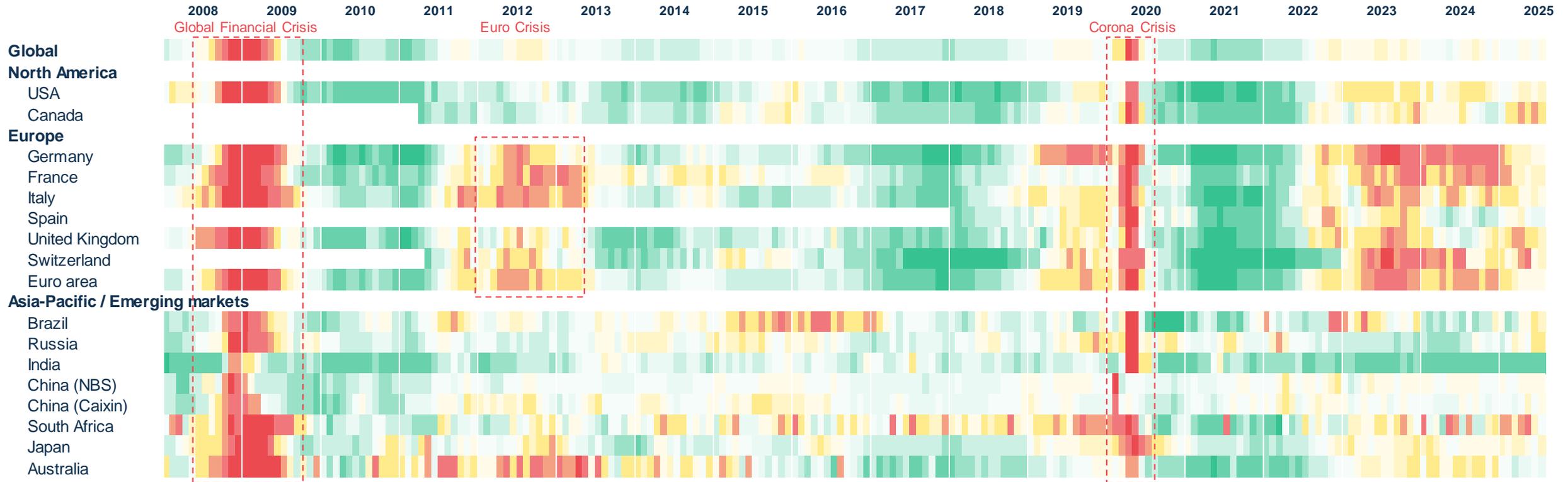
01	In aller Kürze	S. 2	Matthias Krieger Senior Economist +49 211 22-73236 Matthias.Krieger@LBBW.de
02	Asien/Pazifik	S. 3	Sandro Panjaj Senior Economist +44 7674 6288 23 Sandro.Panjaj@LBBW.de
03	Lateinamerika	S. 13	Dr. Bernd Farnow Senior Investment Analyst +49 211 22-74826 Bernd.Farnow@LBBW.de
04	Global Economy	S. 18	Max Raucamp Research Associate Max.Raucamp@LBBW.de
05	Aktienmärkte	S. 23	Ana-Maria Schweitzerbeck Research Associate Ana-Maria.Schweitzerbeck@LBBW.de
06	Kalender	S. 27	
07	Anhang	S. 28	
08	Disclaimer	S. 30	

ERSTELLT AM 04.08.2025 11:42 ERSTMALIGE WEITERGABE AM INFOPREISEN-DATUM
BITTE BEACHTEN SIE DEN DISCLAIMER UND WICHTIGE OFFENLEGUNGSANFORDERUNGEN IM ANHANG

LBBW Research@LBBW.de
www.LBBW.de/Research

LBBW

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

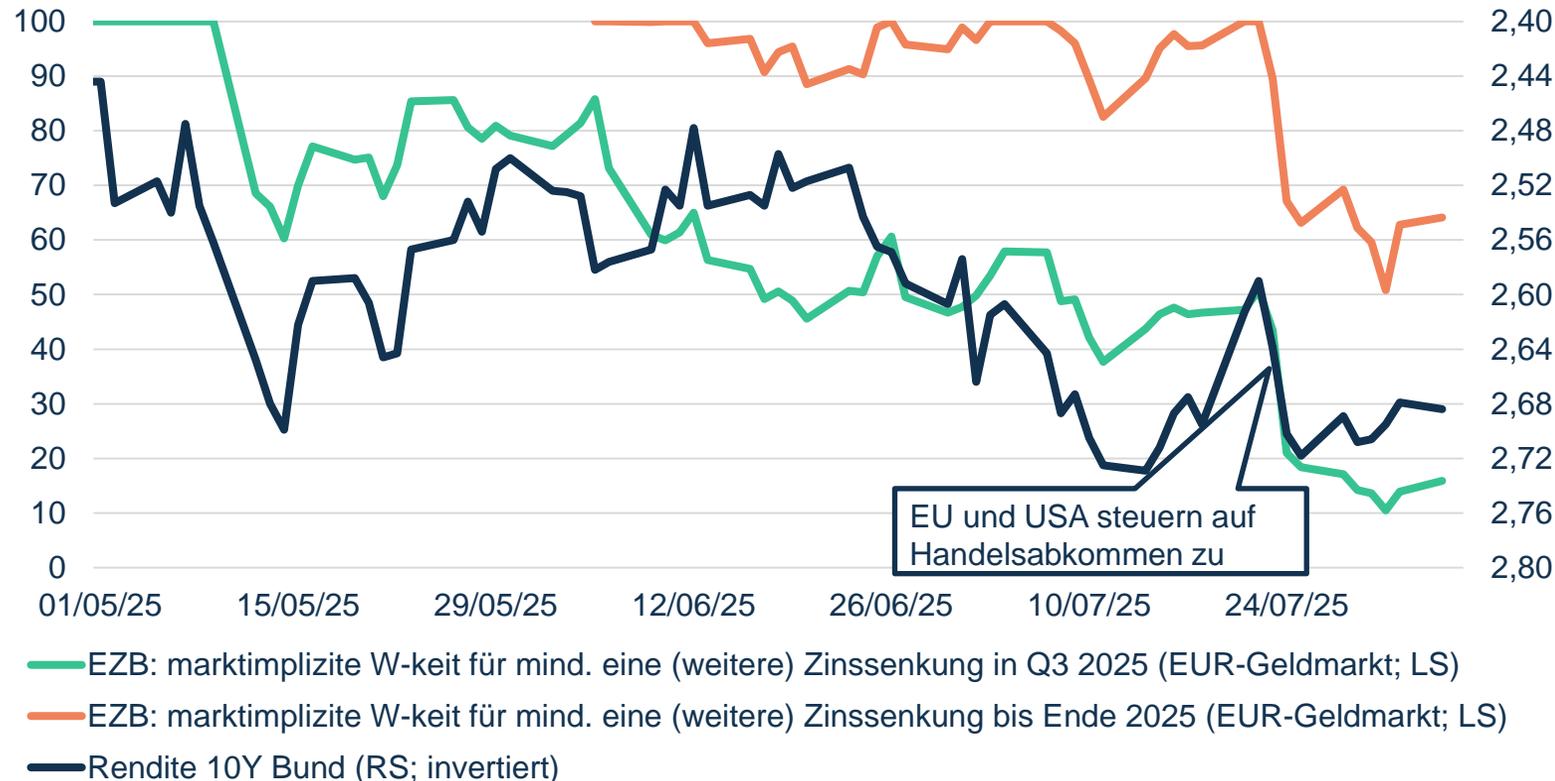
04

Zinsen: Weitere EZB-Senkung auf der Kippe

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

EZB: Nur eine Pause oder schon der Zinsboden?

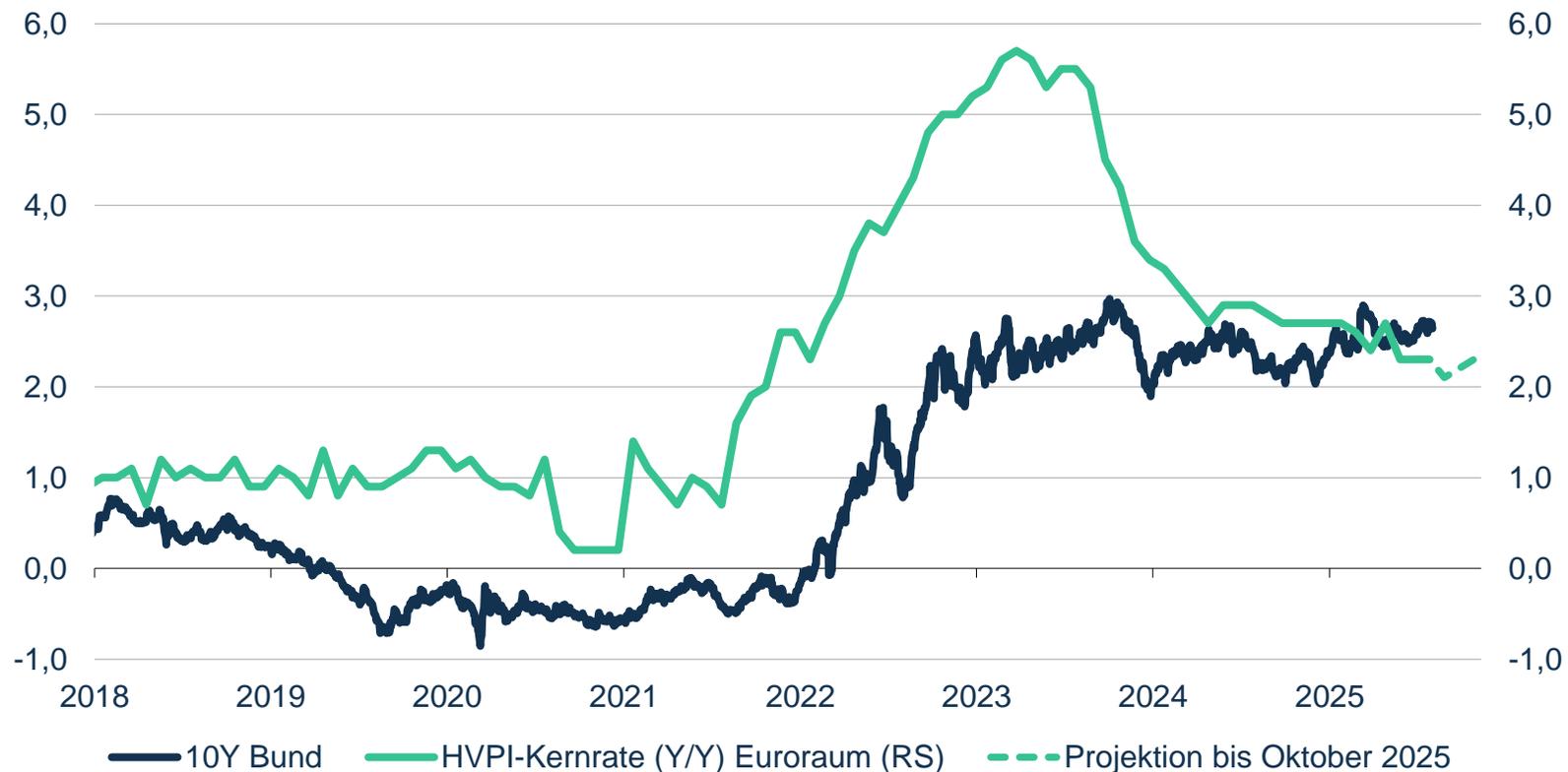
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für weitere EZB-Zinssenkung bis Ende 2025 (in %) und 10Y Bundrendite



- Die EZB hat erstmals seit Juli 2024 nicht an der Zinsschraube gedreht.
- Wirtschaftsentwicklung zuletzt im Einklang mit EZB-Erwartungen. Geldpolitik sei aktuell „gut positioniert“.
- Lagarde: Deeskalation im Handelskonflikt könnte Konjunktur beleben. Bisherige Abwärtsrisiken schwinden.
- => Mit der beschlossenen Zoll-Einigung zwischen USA und EU sinkt der Bedarf für eine weitere Lockerung der Geldpolitik.
- EUR-Zinsmarkt eskomptiert Wahrscheinlichkeit von 15 % für Zinssenkung im September und von rund 65 % für Senkung bis Ende 2025.

Sinkende EWU-Inflation hält Tür für EZB-Lockerung noch offen

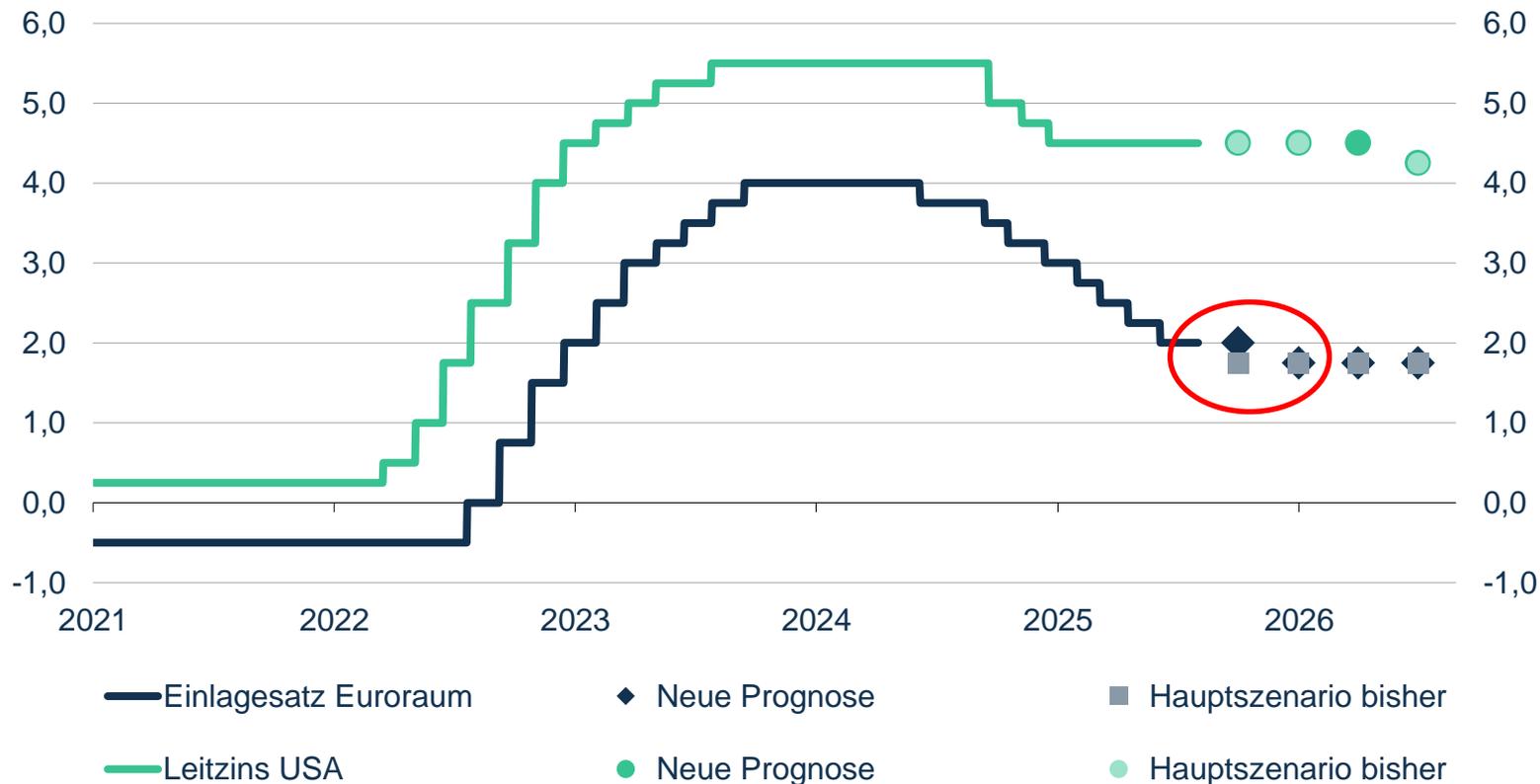
EWU-Kerninflation (Y/Y; mit Projektion bis Oktober 2025) und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- Warum könnte die EZB doch noch auf den Zinssenkungspfad zurückkehren?
- Ein möglicher Trigger ist die Entwicklung der Inflation im Euroraum. Die Kernrate lag im Juli mit 2,3 % nur noch moderat über der 2%-Marke, die Abwärtstendenz scheint trotz jüngster Stagnation intakt. Im Sommer könnte die 2 % (nahezu) erreicht werden: Futter für die Rentenbullen am EUR-Staatsanleihemarkt!
- Die zurückliegende Euro-Aufwertung birgt weiteren Abwärtsdruck auf die Inflation.
- Derzeit scheint die EZB geneigt, diese Abwärtsrisiken zu tolerieren. Sollte der Inflationsrückgang im Herbst weitergehen, könnten die Tauben im EZB-Rat wieder die Oberhand bekommen.

EZB: Finale Zinssenkung frühestens gegen Ende 2025

Leitzinsen im Euroraum und den USA mit bisherigen und neuen Prognosen



- Fester Euro und EZB-Prognose eines Unterschießens der Inflation im nächsten Jahr halten Tür für „finalen“ Zinssenkungsschritt noch offen.
- Ohne neuerliche substantielle Negativnachrichten aus der Wirtschaft erscheint u.E. die Neigung zu einer schnellen weiteren Zinssenkung aber gering.
- => **Prognoseänderung:** EZB dürfte den Einlagesatz auch nach der Sommerpause vorerst weiter unverändert bei 2 % belassen.
- **Aber:** Es wäre derzeit noch verfrüht, eine „finale“ Zinssenkung um 25 Bp komplett vom Tisch zu nehmen. Wir erwarten diese nicht vor Dezember 2025.

EUR-Rentenmarkt: Bearische Positionierung am Optionsmarkt birgt weitere Kursrisiken

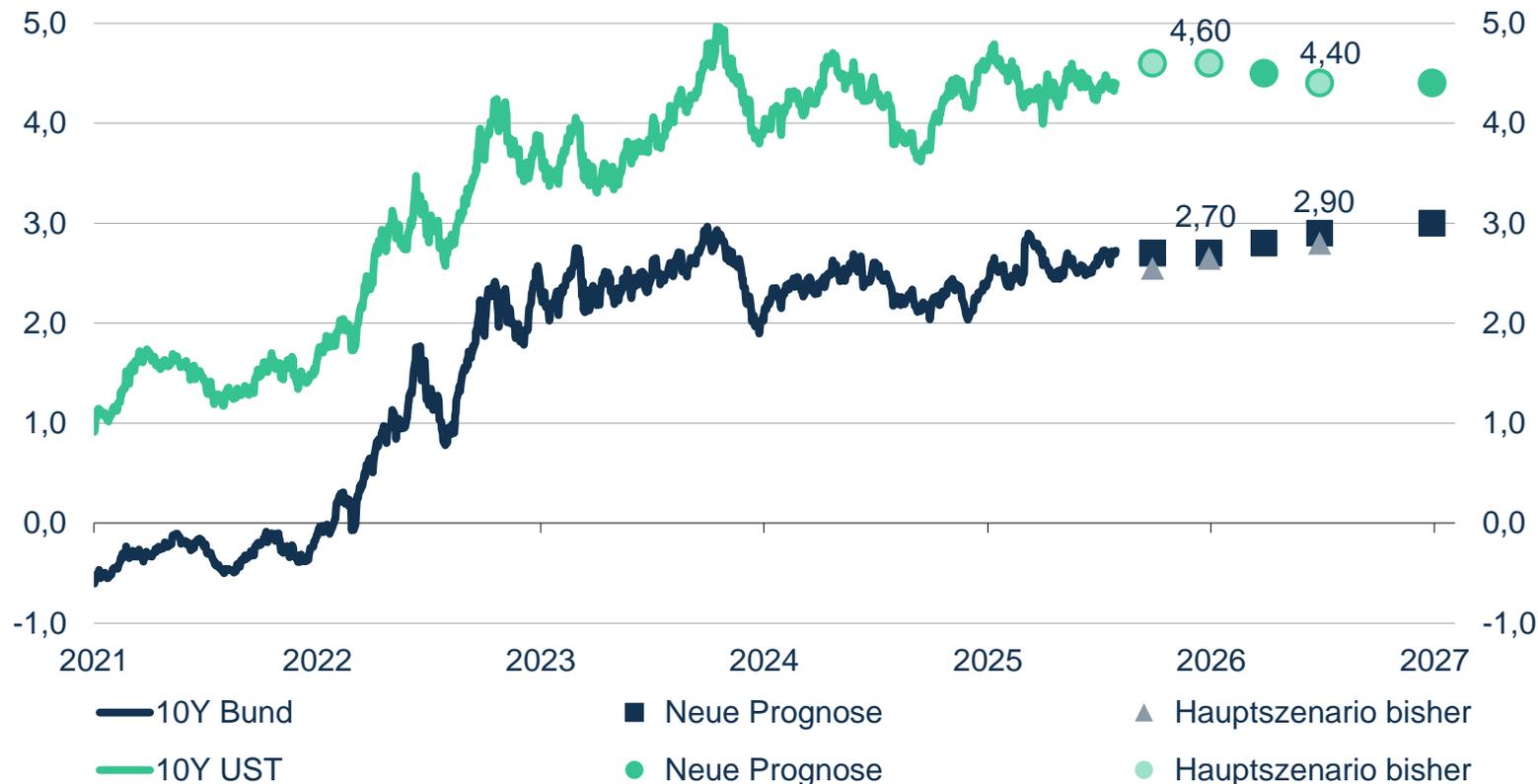
Bund Future und Verhältnis von Call- zu Put-Open Interest am Optionsmarkt



- Bund-Future rutscht nach Meldung über Deeskalation im Handelskonflikt und leicht „hawkischer“ EZB an den unteren Rand der Handelsspanne der vergangenen vier Monate.
- Optionsmarkt signalisiert weiterhin bearische Tendenz: Open Interest für Wetten auf fallende Kurse fast doppelt so hoch wie für Call-Optionen.
- => Erhöhtes Risiko weiterer Kursrückschläge. Bruch von Kursunterstützung könnte Fokus auf das Jahrestief vom März verlagern.

Prognosen Rentenmarkt: Leichte Anhebung bei EUR-Langfristzinsen

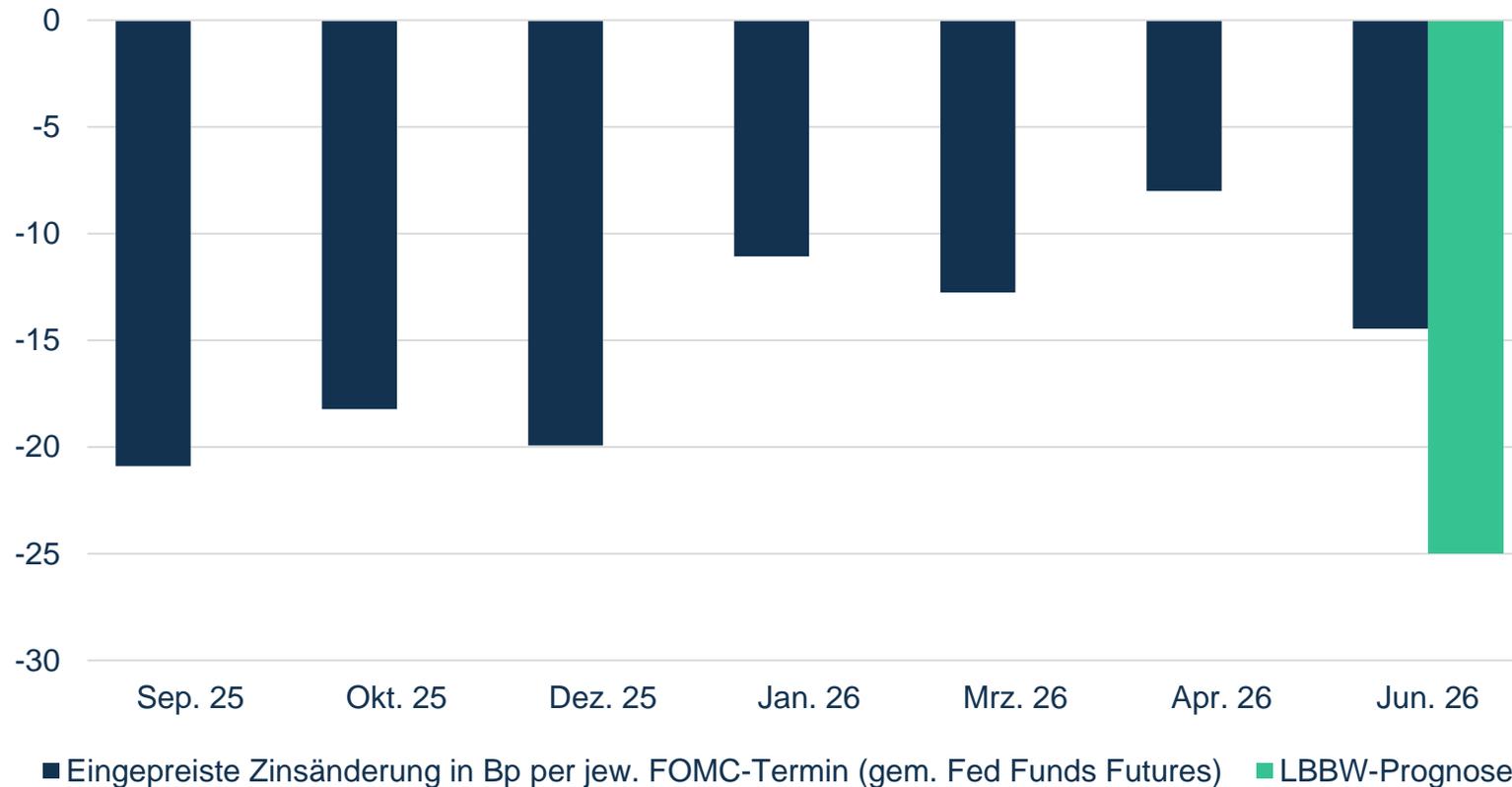
Rendite 10Y Bund und 10Y US-Treasury mit bisherigen und neuen Prognosen



- Entspannung bei konjunkturellen Abwärtsrisiken für den Euroraum könnte das Thema steigender staatlicher Schuldenstände bzw. höherer Anleiheemissionen noch mehr in den Fokus rücken.
- Zweifel an weiterer EZB-Zinssenkung schwächt am EU-Rentenmarkt eine wichtige Kursstütze.
- => 10Y Bundrendite könnte 3%-Marke früher ansteuern als bisher prognostiziert. Nach einer „Sommer-Konsolidierung“ am Rentenmarkt dürfte der steigende Emissionstrend spätestens Anfang 2026 den Kursabwärtsdruck wieder erhöhen.

Fed: Sie hält Trump stand – wie lange noch?

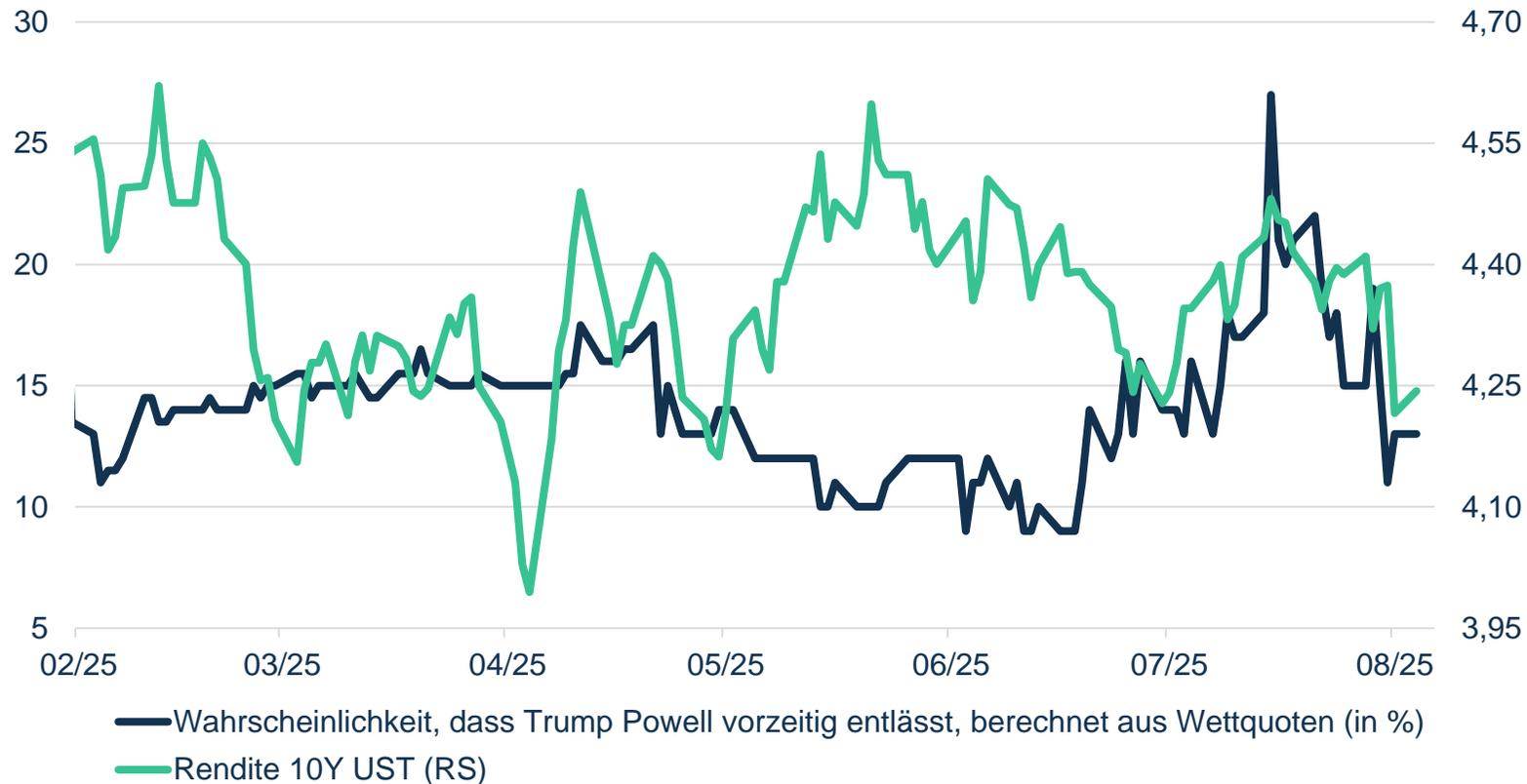
Marktimplizite Leitzinssenkungen je Fed-Sitzung und LBBW-Prognose



- Wortwahl wenig verändert: Geldpolitik „gut positioniert“, Powell: keine Festlegung mit Blick auf September-Sitzung.
- Juli-Arbeitsmarktdaten spielen geldpolitischen Tauben in die Karten. Deeskalation im Handelskonflikt mindert Unsicherheit, beseitigt sie aber nicht.
- Markt setzt auf September-Termin bez. Ende der Zinspause (W-keit: 85 %).
- Wir bestätigen einstweilen unsere Prognose: Pause (mindestens) bis Ende 2025.
- Einfallstore für frühzeitige Lockerung der Geldpolitik: Merkliche Eintrübung am Arbeitsmarkt verfestigt sich, oder Inflation bleibt im Juli/August weiterhin sehr soft.
- Von Jackson-Hole-Konferenz Ende August könnten wichtige Signale ausgehen.

Fed: Powells Job bleibt latent gefährdet

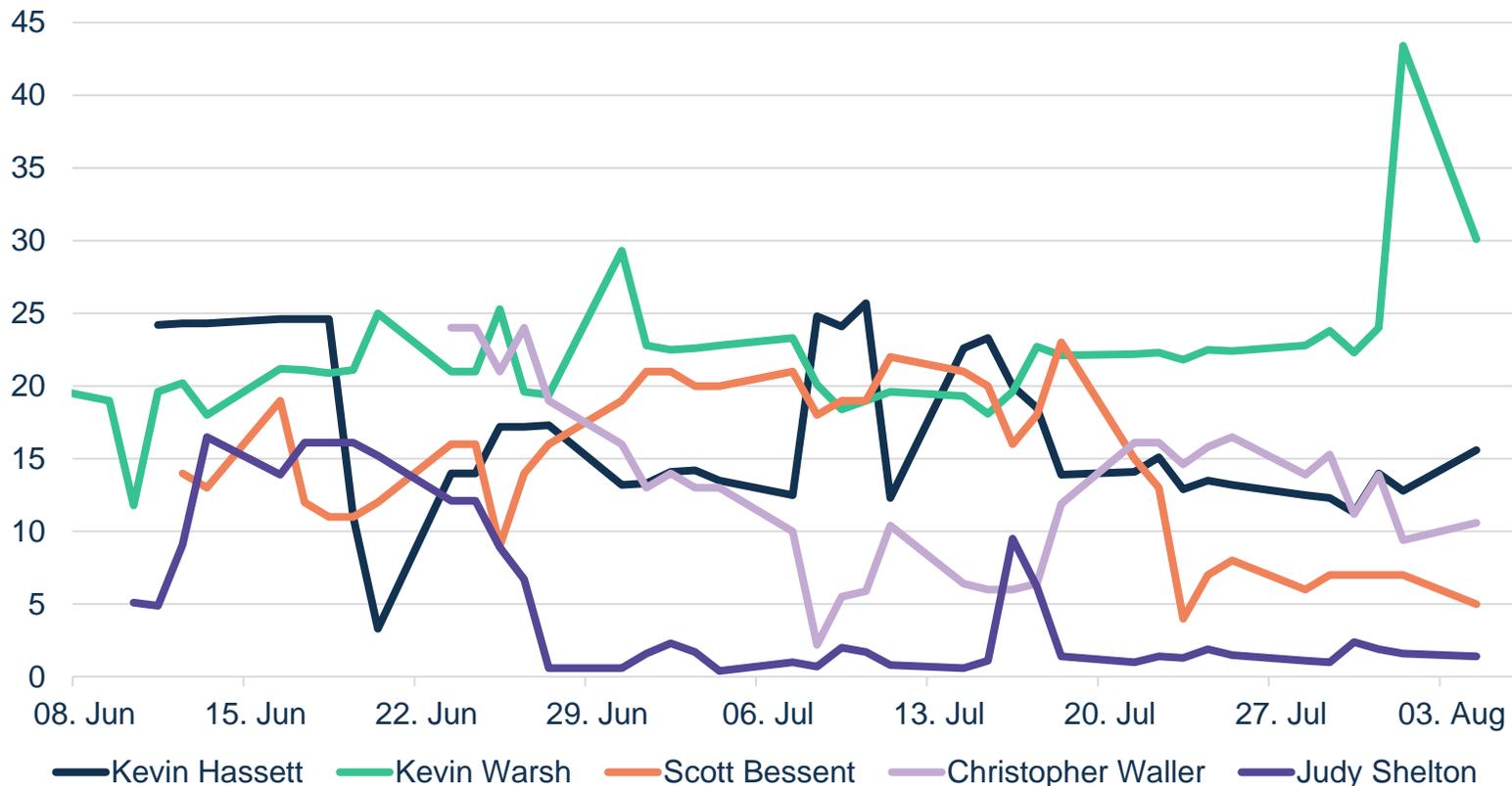
Wettmarkt: Wahrscheinlichkeit (in %), dass Trump Jerome Powell vorzeitig entlässt



- Donald Trump macht keine Anstalten, Attacken auf Jerome Powell einzustellen.
- Mitte Juli sorgten Meldungen, Trump wolle Powell bald entlassen, für Finanzmarkturbulenzen: Dollar sackte ab, USD-Zinskurve versteilerte sich.
- Trump dementierte zwar prompt, aber Teile seines Umfelds suchen offenkundig nach Gründen, welche die hohen juristischen Hürden für die Entlassung eines Fed-Direktoriumsmitglieds nehmen könnten.
- => Wir rechnen weiterhin nicht mit einer Entlassung Powells, da Trump eine drohende Finanzmarkt-Entgleisung fürchten dürfte. Aber: Man soll nie „nie“ sagen.
- Freier Posten im Direktorium durch Rücktritt von Adriana Kugler dürfte mit „Trump-Loyalist“ besetzt werden.

Fed: Wettmarkt favorisiert Kevin Warsh als Powell-Nachfolger

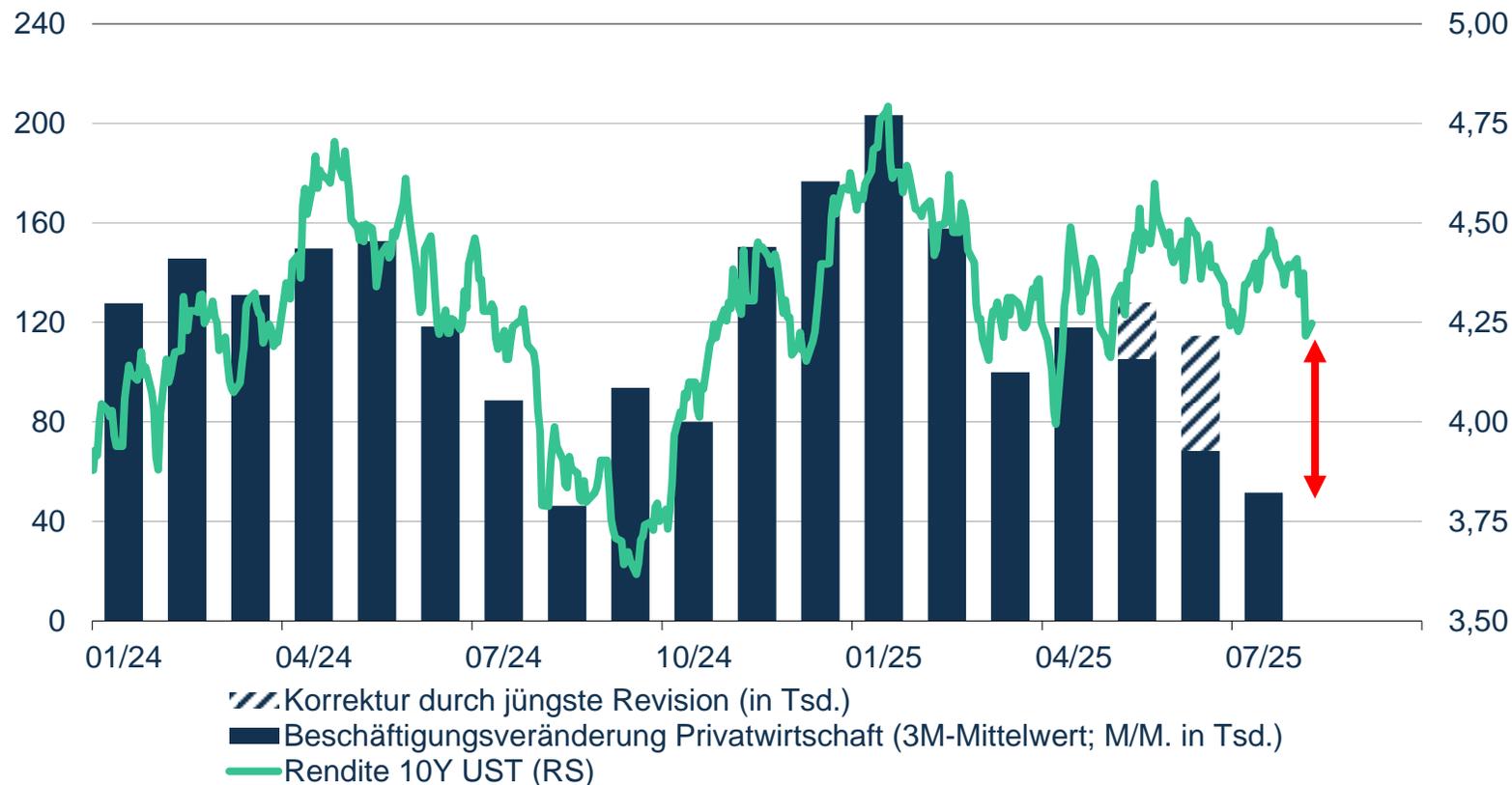
Wettmarkt: Wahrscheinlichkeit (in %) der Nominierung als Powell-Nachfolger für ausgewählte Personen



- Die Nachbesetzung für Frau Kugler könnte eine Vorentscheidung für die Nachfolge von Fed-Chef Powell bedeuten.
- Trump sagte, er habe „drei bis vier“ Kandidaten im Kopf. Namen nannte er nicht.
- Medienberichte sehen den ehemaligen Fed-Direktor Kevin Warsh und Trumps Wirtschaftsberater Kevin Hassett als aussichtsreichste Bewerber.
- Der aktuelle Fed-Direktor Christopher Waller gilt angesichts seines vehementen Eintretens für sinkende Leitzinsen ebenfalls als chancenreich.
- Laut aktueller Wettquoten gilt Warsh als Favorit. Er sprach sich u.a. für sinkende Zinsen aus. Die Finanzmärkte würden u.E. indes am ehesten Waller oder Finanzminister Bessent „goutieren“.

US-Rentenmarkt: Arbeitsmarkt-Enttäuschung spielt den Bullen in die Karten

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Beschäftigungswachstum im US-Privatsektor (3M-Mittelwert, M/M, in Tsd.)



- Revidierte US-Jobdaten zeigen: Robustheit des Arbeitsmarktes hat seit Donald Trumps großer Zoll-Ankündigung mehr Schaden genommen, als zunächst zu erkennen war.
- Marktspekulation auf Fed-Zinssenkungen nach der Sommerpause erhält hierdurch mehr makroökonomische Substanz.
- **Ähnliche Konstellation wie im Sommer 2024:** Damals reagierte die Fed im September auf schwache Arbeitsmarktdaten mit der seinerzeit ersten Zinssenkung.
- **Wiederholt sich die Geschichte?** Falls ja, besitzt die 10-jährige Treasuryrendite über den Sommer weiteres Abwärtspotenzial.

Fazit: Gefahr hoher Volatilität am US-Rentenmarkt; 10Y Bundrendite mittelfristig in Richtung 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %



- **Zögerliche Fed: Keine Leitzinssenkung im Jahr 2025.** Lockerungskurs wird nicht vor Frühjahr 2026 fortgesetzt.
- Am US-Treasurymarkt schwelen die Sorgen um den Status als sicherer Anlagehafen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

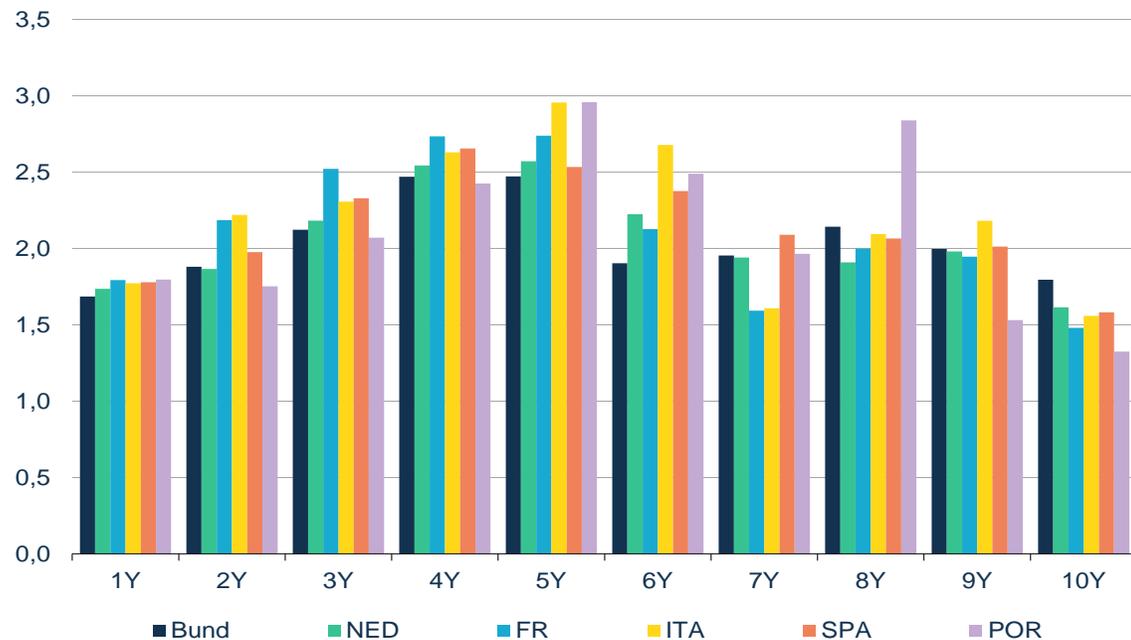


- **EZB fährt geldpolitisch zunächst geradeaus, eine weitere Senkung gegen Ende 2025.** Einlagesatz erreicht Boden bei 1,75 %.
- Langfristzinsen: Steigende Laufzeitprämien bergen Potenzial für weitere Versteilerung der Kurve.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries: Langläufer bleiben riskant

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

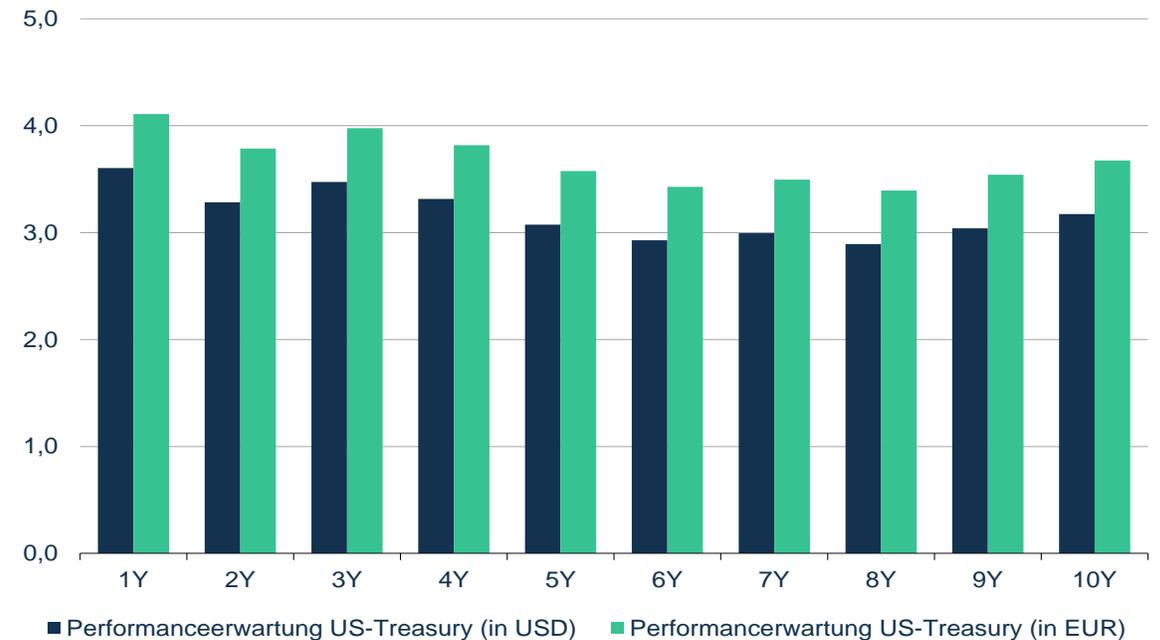


- Trump-Sorgen überdecken „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet.**
- Peripheriespreads: Einengungstrend intakt, mittelfristig indes Gefahr einer erneuten verstärkten Renditedifferenzierung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)

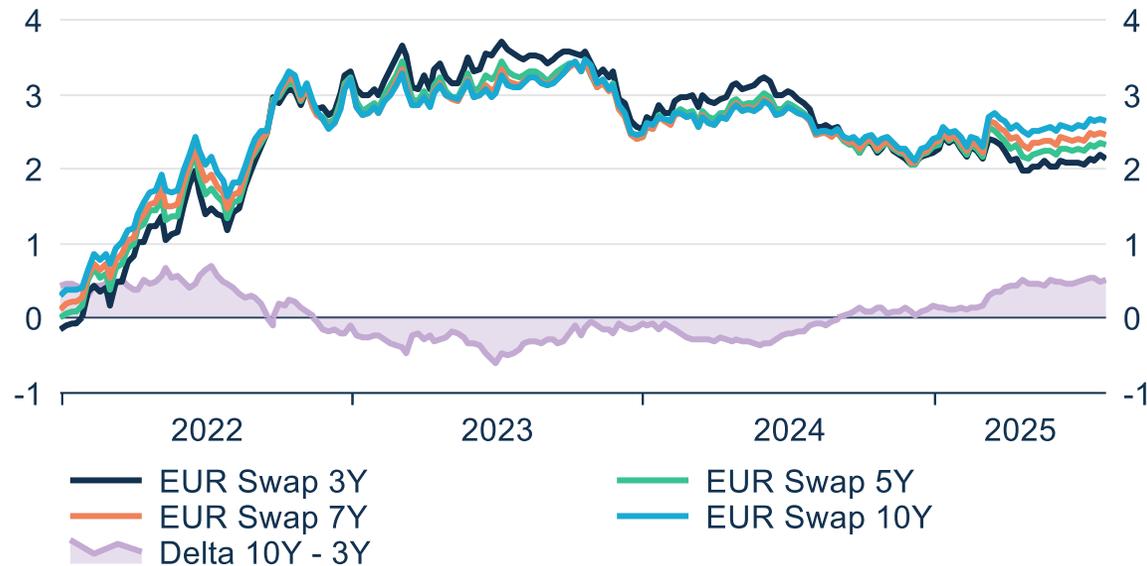


- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Zinsdifferenz spricht zwar für Erholung, mittelfristige Perspektive aber eingetrübt.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries hoch.

Swap-Renditen: Struktur hat sich normalisiert

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 3-10 Jahre, seit 2022



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

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 5 & 10 Jahre, seit 2008



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

Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Sep-25	Forecast 31-Dec-25	30-Jun-26	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.15	2.15	1.90	1.90	
ECB Deposit Rate	2.00	2.00	1.75	1.75	
Overnight Rate (€STR)	1.93	1.95	1.70	1.70	
3M Euribor	1.99	2.00	1.80	1.80	
Swap 2Y	2.05	2.10	1.95	2.00	
Swap 5Y	2.30	2.40	2.25	2.35	
Swap 10Y	2.60	2.70	2.65	2.80	
Bund 2Y	1.90	1.95	1.80	1.90	
Bund 5Y	2.21	2.30	2.20	2.35	
Bund 10Y	2.64	2.70	2.70	2.90	
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	4.25	4.25	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.45	3.70	3.60	3.30	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.38	3.70	3.70	3.50	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.67	3.95	3.95	3.75	
Treasury 2Y	3.71	4.00	3.90	3.60	
Treasury 5Y	3.74	4.20	4.20	4.00	
Treasury 10Y	4.21	4.60	4.60	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.50	0.75	0.80
Japan	10Y Government Bond	1.53	1.60	1.65	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.22	3.95	3.70	3.20
UK	10Y Government Bond	4.53	4.70	4.50	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.03	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.34	0.45	0.50	0.60

Quellen: LSEG, LBBW Research

05

Credits: Weiterhin hohe Nachfrage



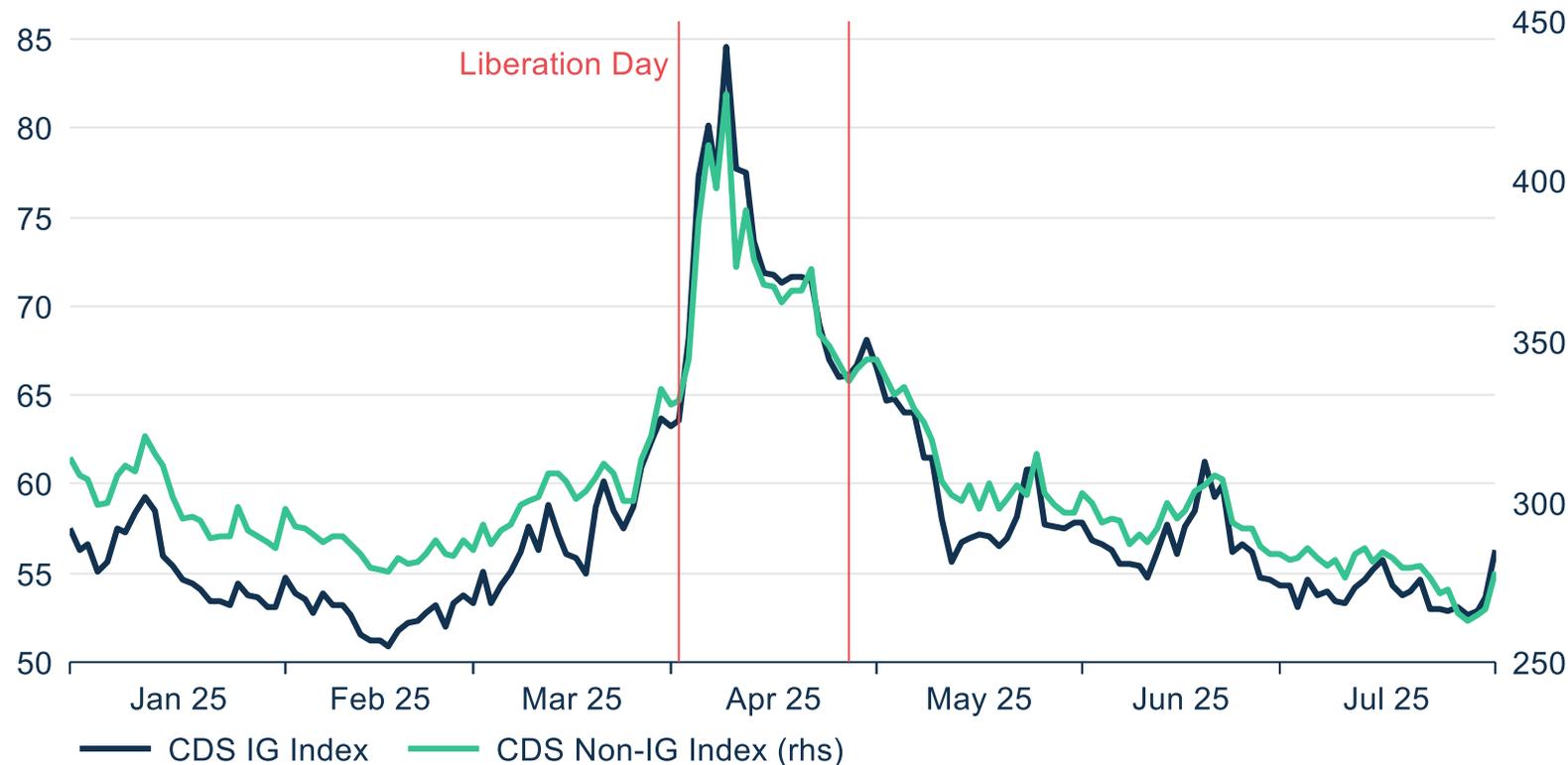
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

CDS: Risiken der US-Zölle weitgehend ausgeblendet

Entwicklung der Risikoprämien seit Jahresanfang 2025

5Y CDS (Credit Default Swaps), Index-Prämie für Corporates in Bp.

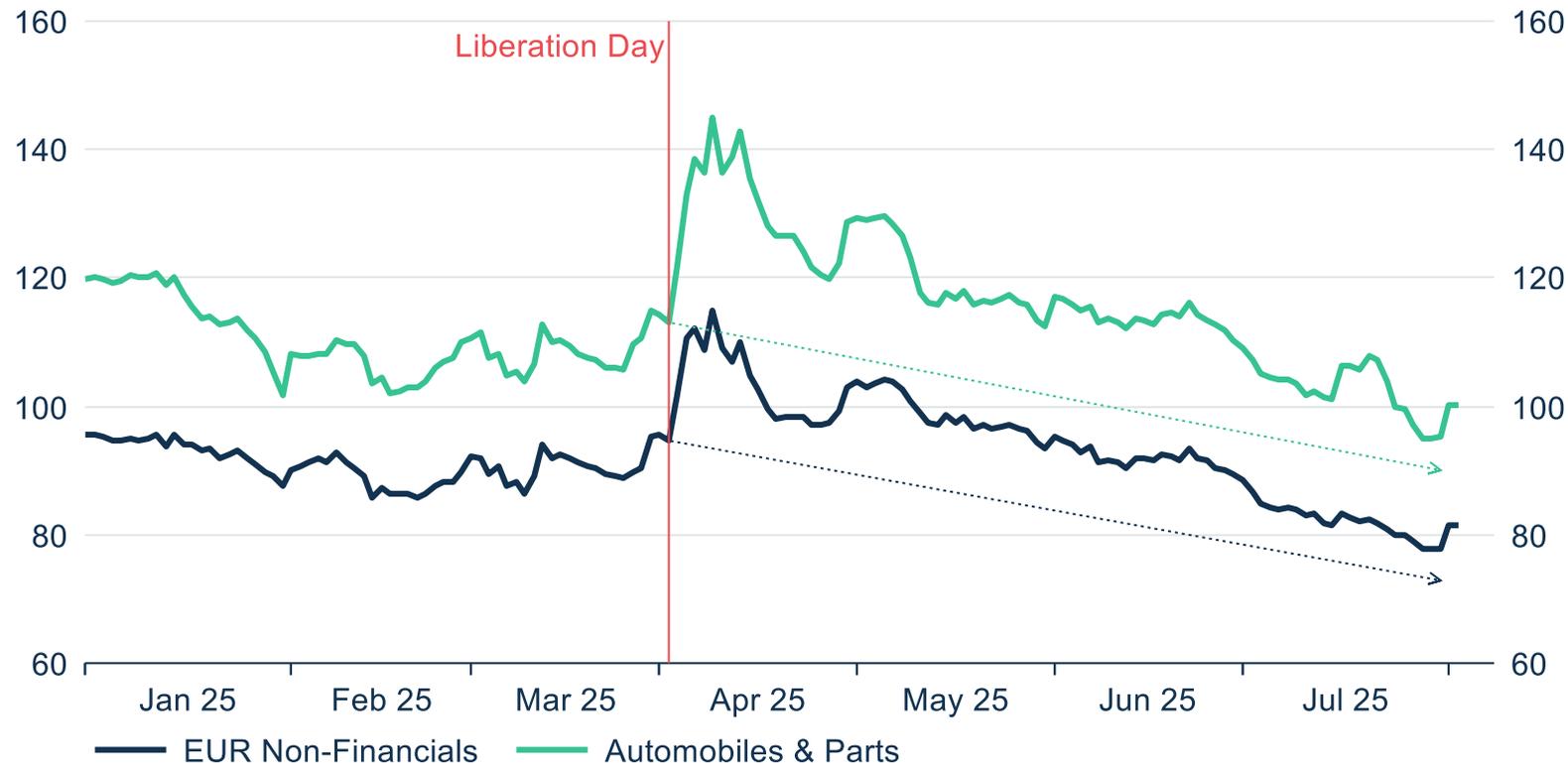


- Auf den Zoll-Schock von Anfang April folgte eine erstaunlich schnelle Erholung: US-Präsident Trump ruderte zurück; dies sorgte für Erleichterung. Die Risikoprämien für Unternehmen gingen nach einem sprunghaften Anstieg wieder zurück.
- Bei den aktuell relativ niedrigen Kosten für Kreditausfallversicherungen (CDS) erscheinen die noch immer vorhandenen Risiken der US-Zollpolitik weitgehend ausgeblendet.
- Die Unternehmen nutzten das positive Sentiment und beschafften sich ab Ende April viel Liquidität durch die Ausgabe neuer Anleihen (Neuemissionen).

Spreads deutlich niedriger als vor dem „Liberation Day“ – auch in stark betroffenen Branchen

EUR Non-Financials und EUR Automobilsektor

Asset Swap Spreads in Bp.

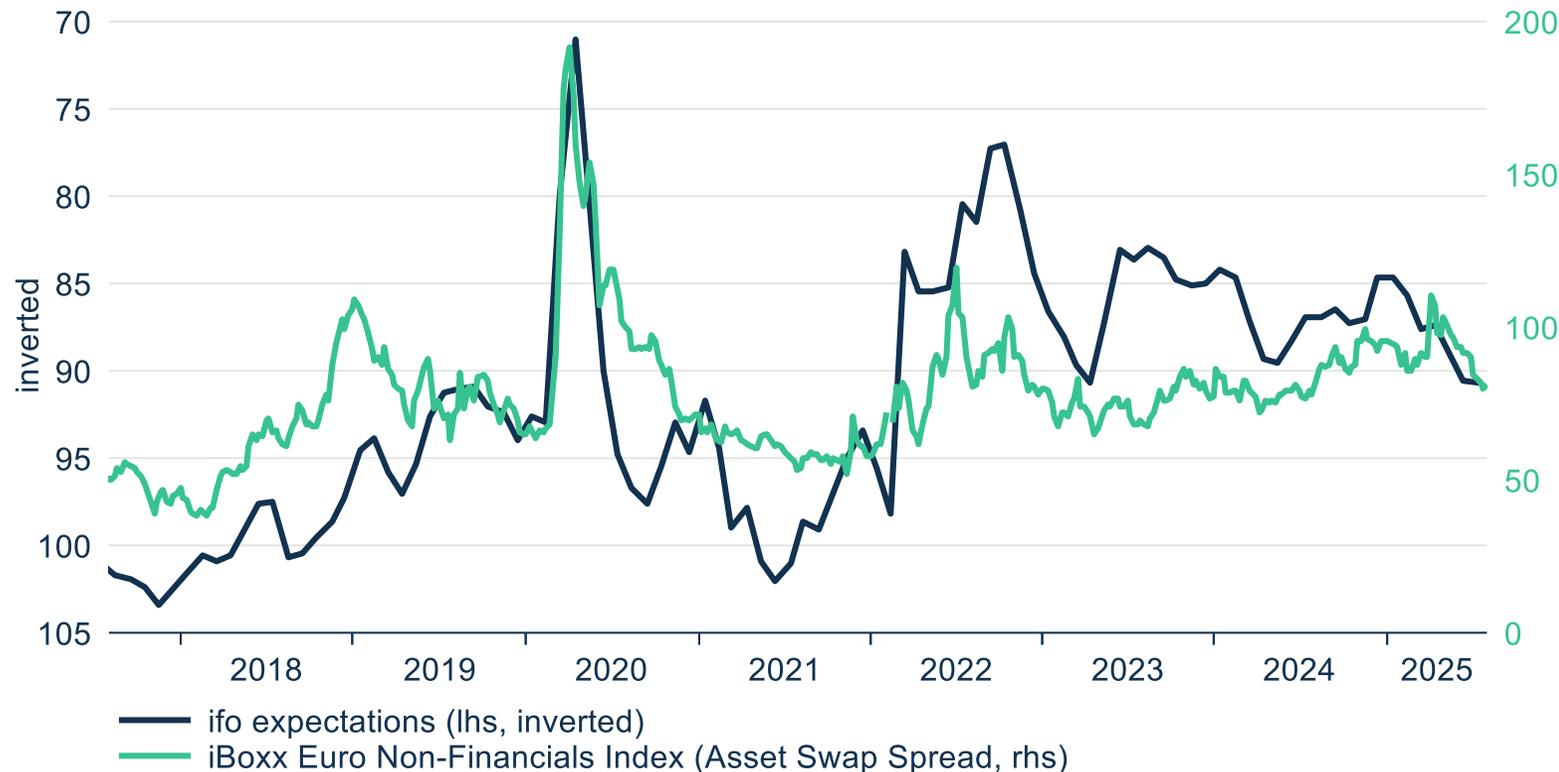


- Viele europäische Unternehmen hatten auf eine weitergehende Entlastung bei den Zollsätzen gehofft. Die Kommentierungen großer Industrie- und Exportunternehmen waren entsprechend überwiegend kritisch.
- Die Credit-Märkte reagierten positiv: Sowohl die Spreads von Unternehmensanleihen insgesamt als auch die Spreads der besonders von den Zöllen betroffenen Autotitel engten sich weiter ein.
- Inzwischen notieren sie deutlich unter denjenigen Niveaus, die vor dem „Liberation Day“ verzeichnet wurden. Die Kapitalmärkte gewichteten damit die geringere Eskalationswahrscheinlichkeit deutlich stärker als potenziell negative ökonomische Auswirkungen der getroffenen Vereinbarungen.

Fundamentale Perspektiven aufgehellt

ifo Erwartungen vs. EUR Non-Financial Spreads

in Indexpunkten bzw. Basispunkten

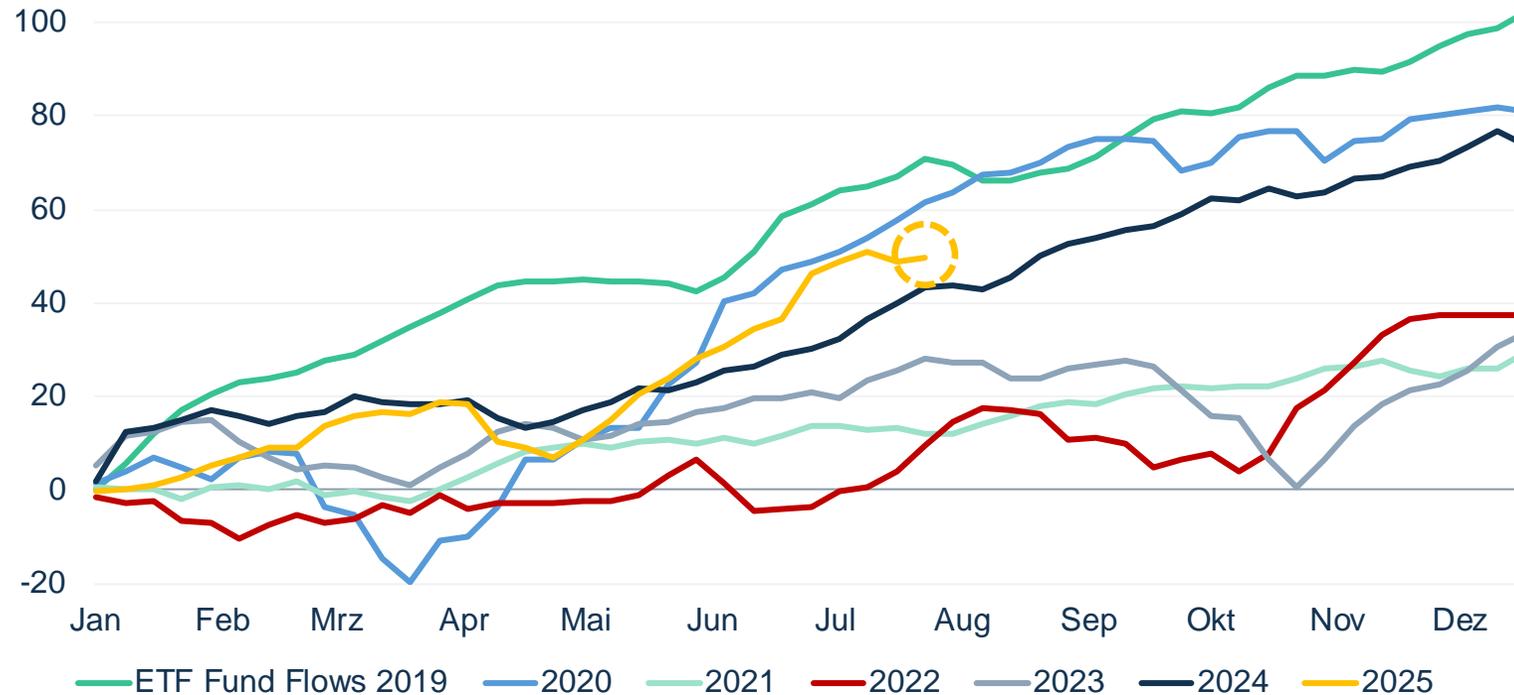


- Die jüngste Spreadeinengung bei EUR Corporates ist nicht allein auf die Einigung im Handelsstreit zurückzuführen
- Auch die fundamentalen Rahmenbedingungen im Euroraum haben sich zuletzt spürbar aufgehellt. Geplante staatliche Investitionsprogramme – insbesondere in Deutschland – sorgen für einen vorsichtigen Stimmungsaufschwung.
- Frühindikatoren wie das ifo-Geschäftsklima und der ZEW-Index zeigten bereits in den vergangenen Monaten deutliche Verbesserungen.
- Der nebenstehende Chart verdeutlicht den traditionell engen Zusammenhang zwischen der ifo-Erwartungskomponente (invertiert) und den Asset Swap Spreads.

Starke Nachfrage der Investoren

Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

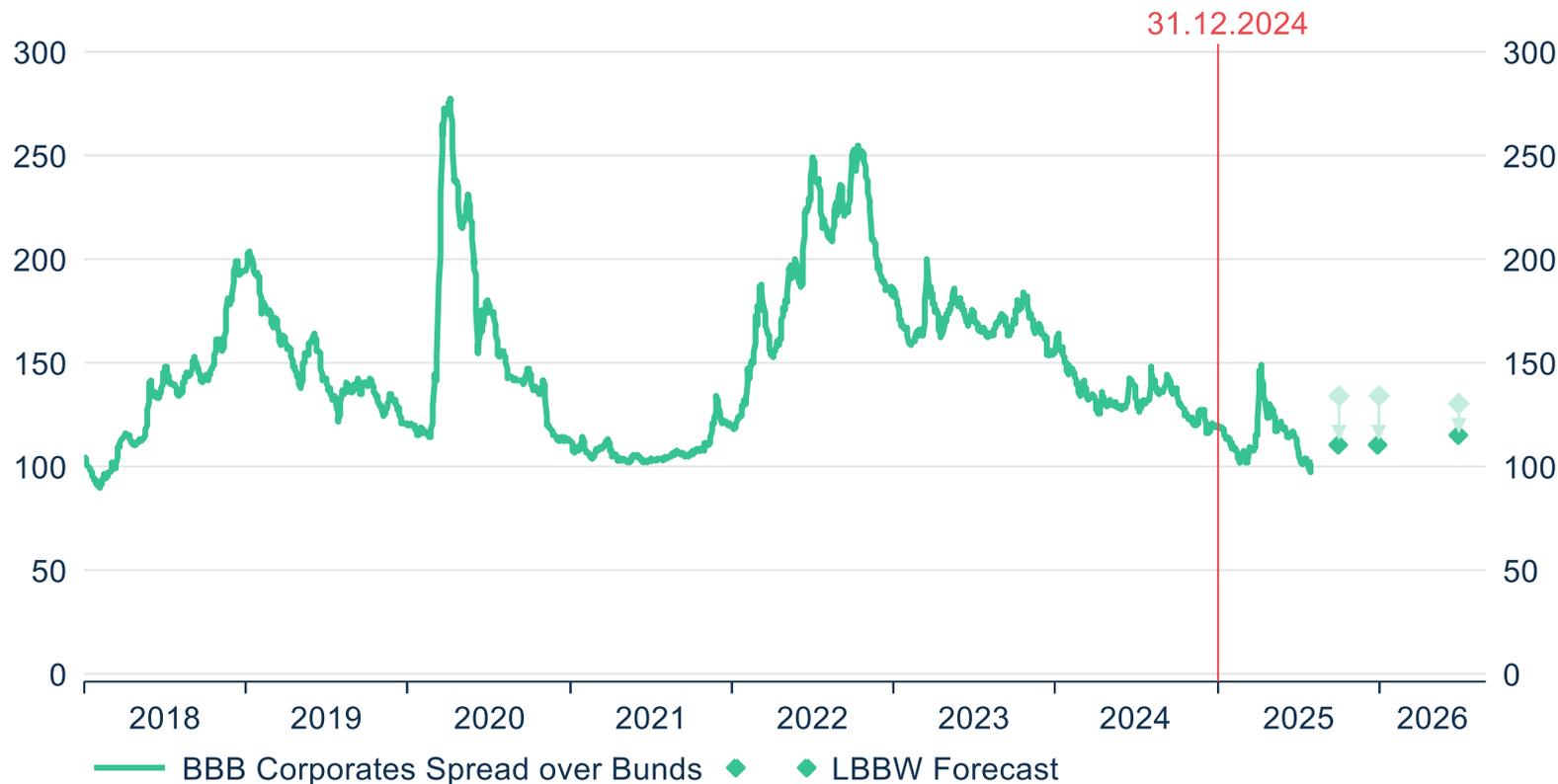
Corporate Bond ETFs, globale Netto-Zuflüsse in Mrd. USD



- Nach einem vorübergehenden Dämpfer, ausgelöst durch die US-Zollpolitik, erholte sich die Nachfrage nach Corporate Bonds.
- Wir erwarten weiterhin eine gute Nachfrage nach EUR-Unternehmensanleihen.
- Hierfür spricht ein unseres Erachtens aktuell vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil im Vergleich zu anderen Assetklassen.

Spreadprognosen gesenkt

BBB Corporates Spread gegenüber Bunds mit Prognose in Bp.



- Die Bund-Spreads befinden sich inzwischen auf einem sehr niedrigen Niveau. Dieses bietet nur noch sehr begrenztes Einengungspotenzial.
- Perspektivisch erwarten wir moderate Spreadausweitungen beziehungsweise eine Normalisierung, allerdings weniger ausgeprägt als in unseren bisherigen Prognosen unterstellt.
- Vor dem Hintergrund des erreichten Handelskompromisses und sich bessernder Konjunkturerwartungen haben wir unsere BBB-Spreadprognosen gesenkt, und zwar auf jeweils 110 Basispunkte per 30.09. und per 31.12. (zuvor jeweils 135). Für Mitte 2026 rechnen wir nun mit 115 Basispunkten (zuvor 130).

06

Aktien: Selektiv noch Chancen

Dr. Berndt Fernow
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-48385
berndt.fernow@LBBW.de

Handelskrieg vom Tisch – Kursniveau liegt jedoch höher als vor der US-Zolloffensive

International: Performance YTD

in Prozent



- In gleicher Währung gerechnet liegen europäische und hierbei vor allem deutsche Aktien seit Jahresbeginn vorn.
- In US-Dollar vgerechnet liegt der S&P 500 ebenfalls klar im Gewinn (+6,9 %).
- Die Schwellenmärkte zeigen seit Donald Trumps Amtsantritt eine ordentliche Performance. Negativer Ausreißer ist Indien, wo hausgemachte Probleme belasten.
- **Insgesamt erscheint die Diskrepanz zwischen gestiegenen Kursen und verschlechtertem Umfeld problematisch.**

Kanada und EU kassieren Digitalsteuer: S&P 500 profitiert von wiedererstarkten US-Tech-Giganten

US Big Tech versus Rest des Marktes

indexiert seit Jahresbeginn

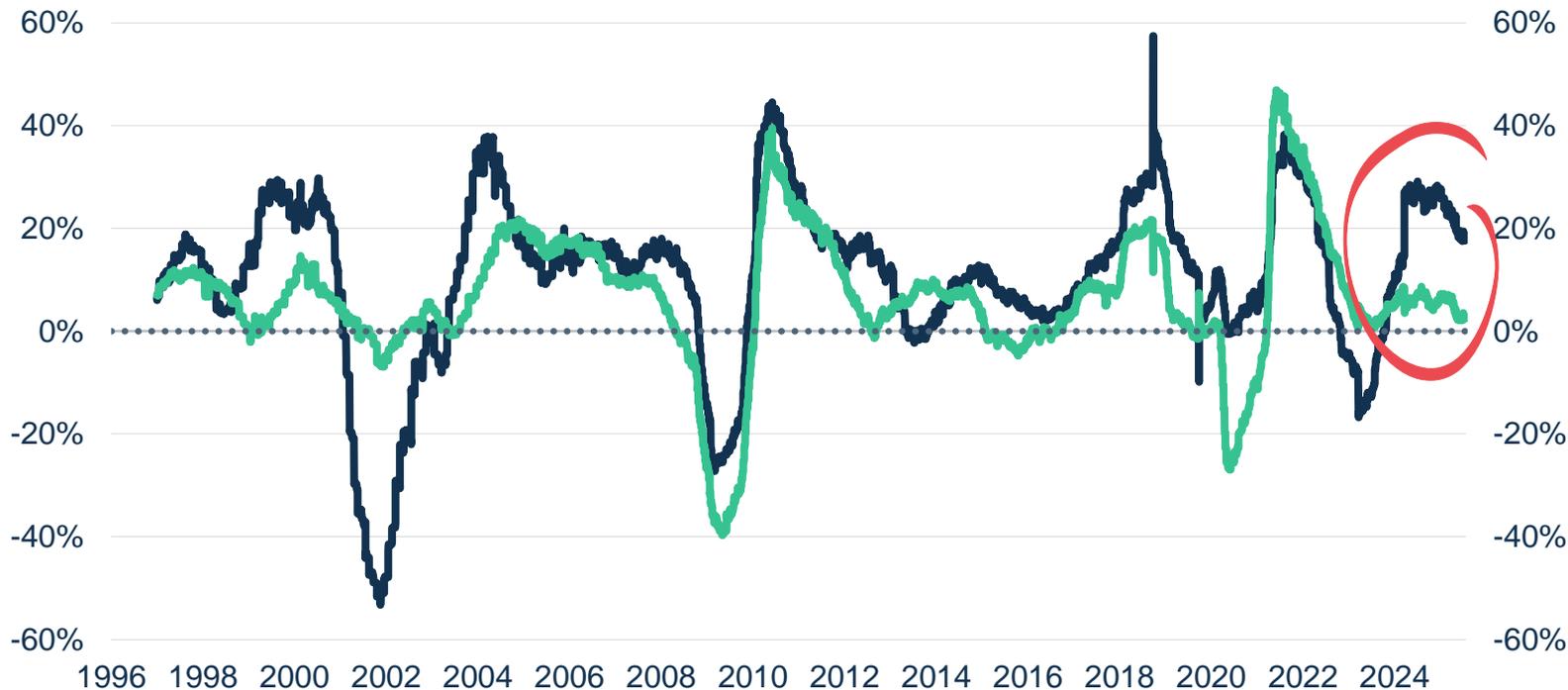


- Der Schulterchluss der IT-Riesen mit dem Präsidenten Trump zahlt sich aus: Auf Druck des Weißen Hauses kassierte Kanada die bereits beschlossene Digitalsteuer, und auch die EU verzichtet auf Druckmittel dieser Art.
- Nicht zuletzt diese verbesserten Perspektiven bescherten den IT-Riesen an der Börse einen neuen Hausseschub.
- Kehrseite: Die Top 6 halten am S&P 500 nun einen Anteil von knapp 32 %. Im Frühjahr 2024 waren es 28,5 %, was uns damals schon sehr hoch erschien.
- An siebter Stelle folgt nun Broadcom (2,56 %).

US-Gewinndynamik hängt am IT-Sektor

Gewinnmomentum US-Technologie vs. restliche Sektoren

in Prozent YoY



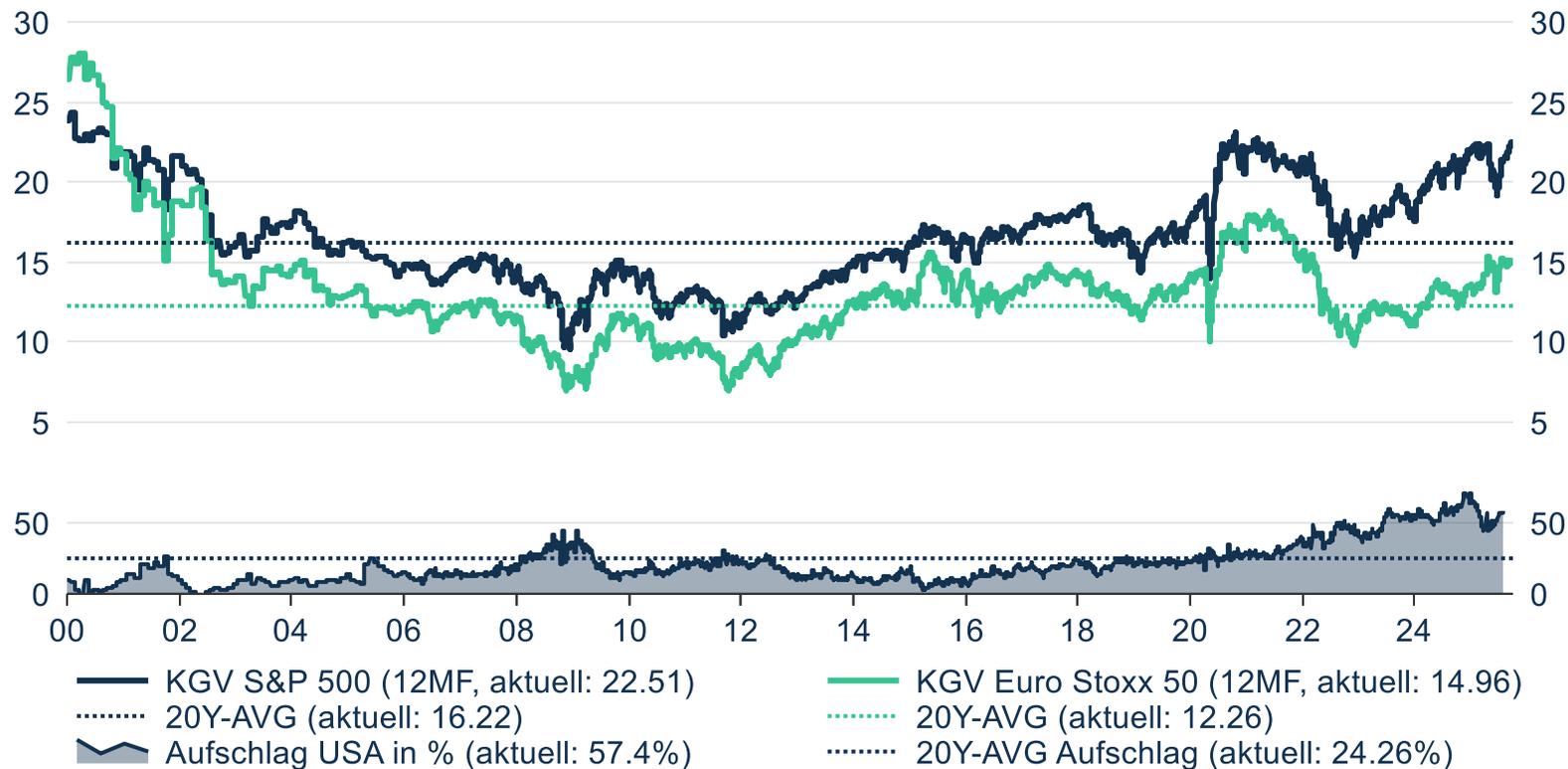
- Die Technologiesektoren (IT und Communication) stehen allerdings auch für den Großteil des US-Gewinnmomentums.
- Wohl und Wehe der Wall Street hängen also mehr denn je an der Hochtechnologie.

— Gewinnmomentum der beiden Tech-Sektoren YoY
— Gewinnmomentum der restlichen neun Sektoren YoY

Bewertung erhöht, kaum Spielraum für Enttäuschungen, weiterhin hoher US-Aufschlag

Bewertung USA und Europa

KGV 12-Monats-Forward, incl. Durchschnitte und Aufschlag in %

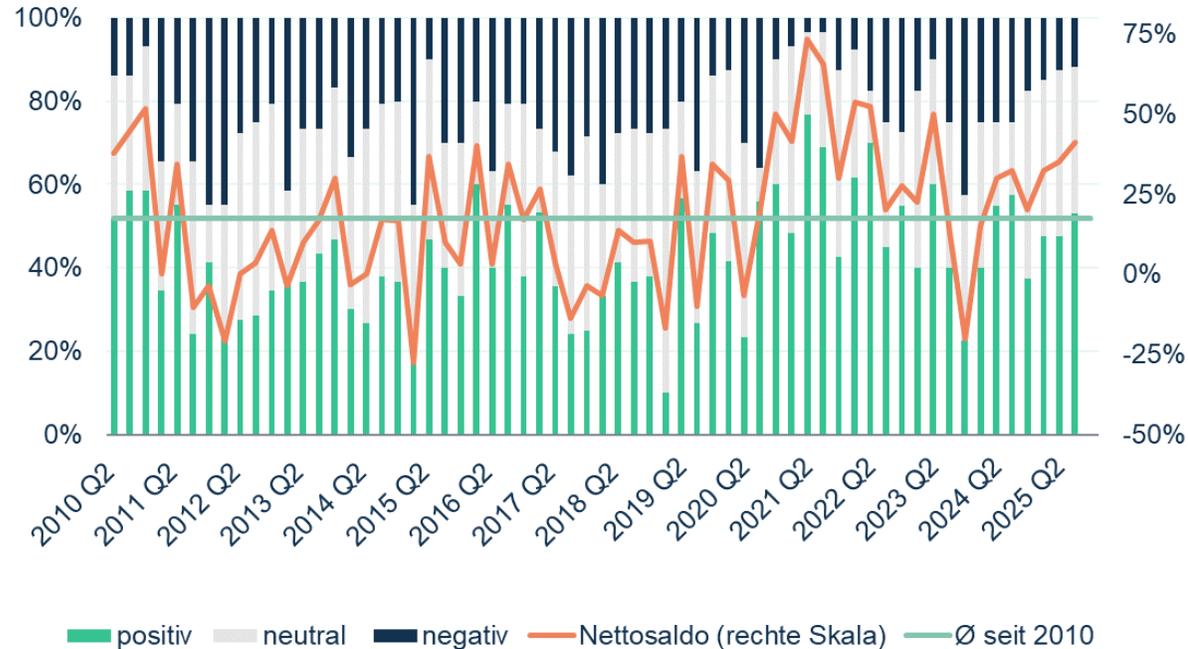


- Die markante Erholung der Aktienmärkte nach dem zwischenzeitlichen Ausverkauf trieb auch die KGVs nach oben.
- Sowohl die US-Märkte als auch Europas Börsen weisen historisch erhöhte Bewertungsniveaus auf. Dies birgt Enttäuschungspotenzial.
- Die US-KGVs notieren allerdings weiterhin deutlich höher; das 12-Monats-Forward-KGV liegt bei über 22.
- Dies reflektiert u.E. nicht die derzeitigen Risiken, die sich aus dem Vertrauensverlust gegenüber den USA ergeben.
- Wir würden daher weiterhin Aktien untergewichten, und innerhalb eines globalen Portfolios wiederum US-Titel untergewichten.

Durchwachsener Start der Q2-Berichtssaison

Zahlenvorlagen der DAX-Werte

Wertung LBBW; bislang 17 Titel

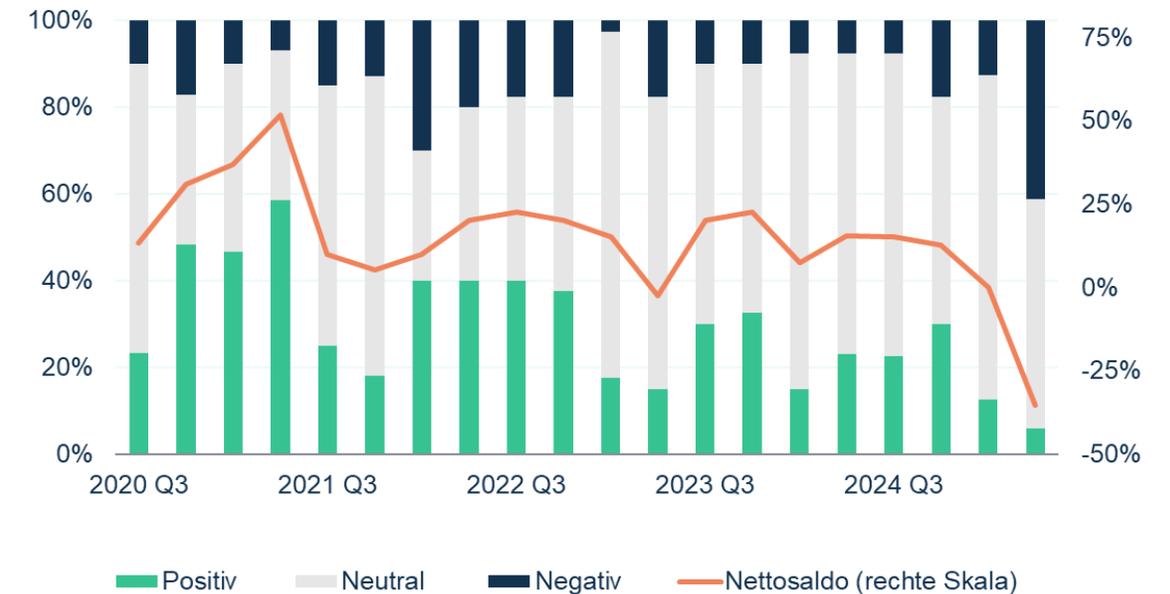


- Mit ihren bislang vorgelegten Zahlen überraschten die DAX-Unternehmen eher positiv.
- Die Erwartungen waren offenbar sehr verhalten. Negativ reagierte die Börse jedoch auf einige „neutrale“ Ausblicke (Adidas, SAP).

Quelle: LSEG, LBBW Research

Ausblicke der DAX-Werte

Wertung LBBW, bislang 17 Titel

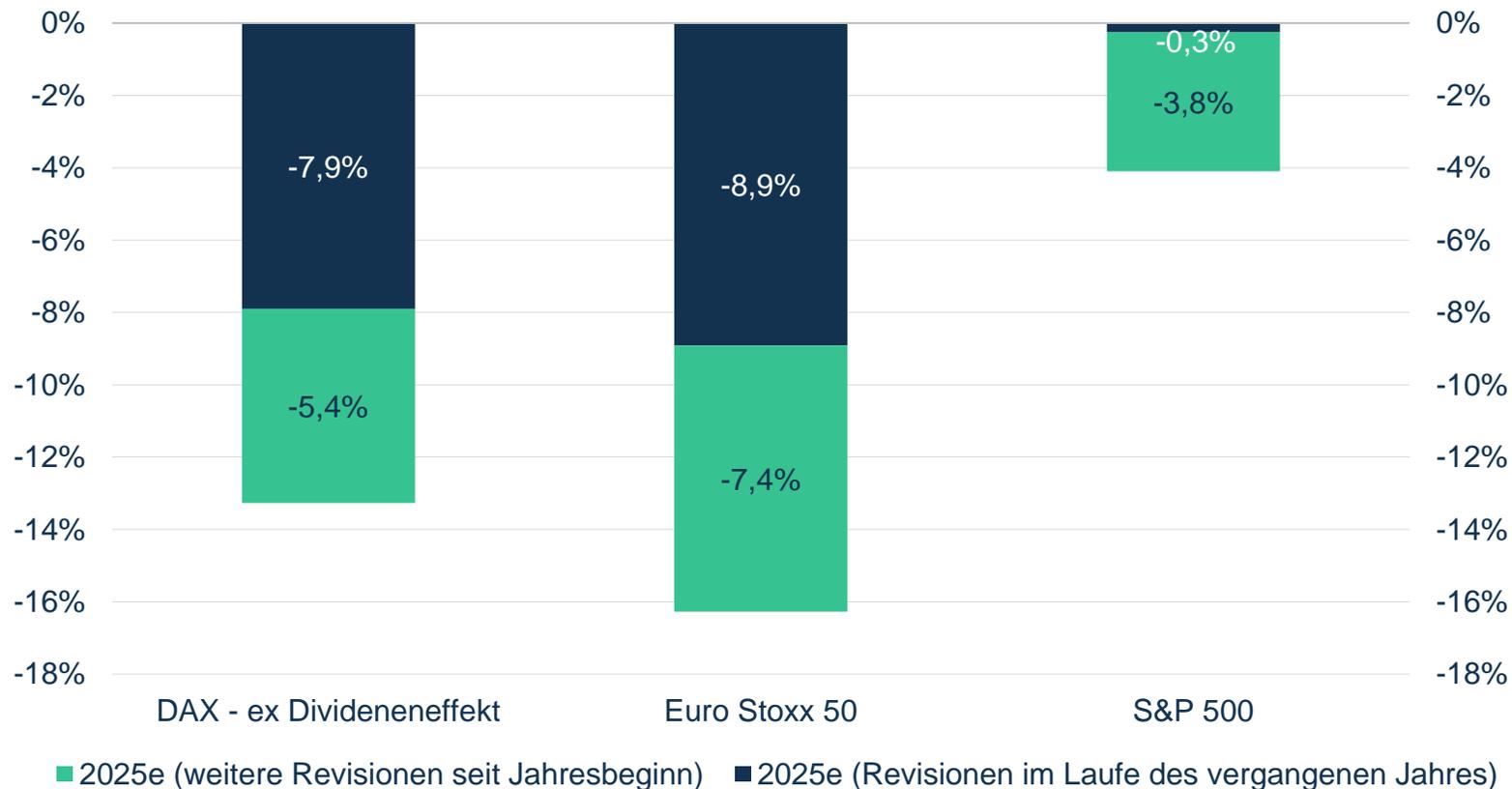


- Problematischer sind allerdings die Ausblicke. Es gab eine Reihe von Rücknahmen der Ziele (Automobilwerte, Symrise) sowie eine vorab veröffentlichte Gewinnwarnung (BASF).
- Im weiteren Verlauf der Berichtsphase dürfte der negative Impact der Autobranche noch etwas verwässert werden.

Aggregierte Gewinnschätzungen sinken, aber nicht gleichmäßig

International: Gewinnrevisionen auf den 2025er-Gewinn

in Prozent



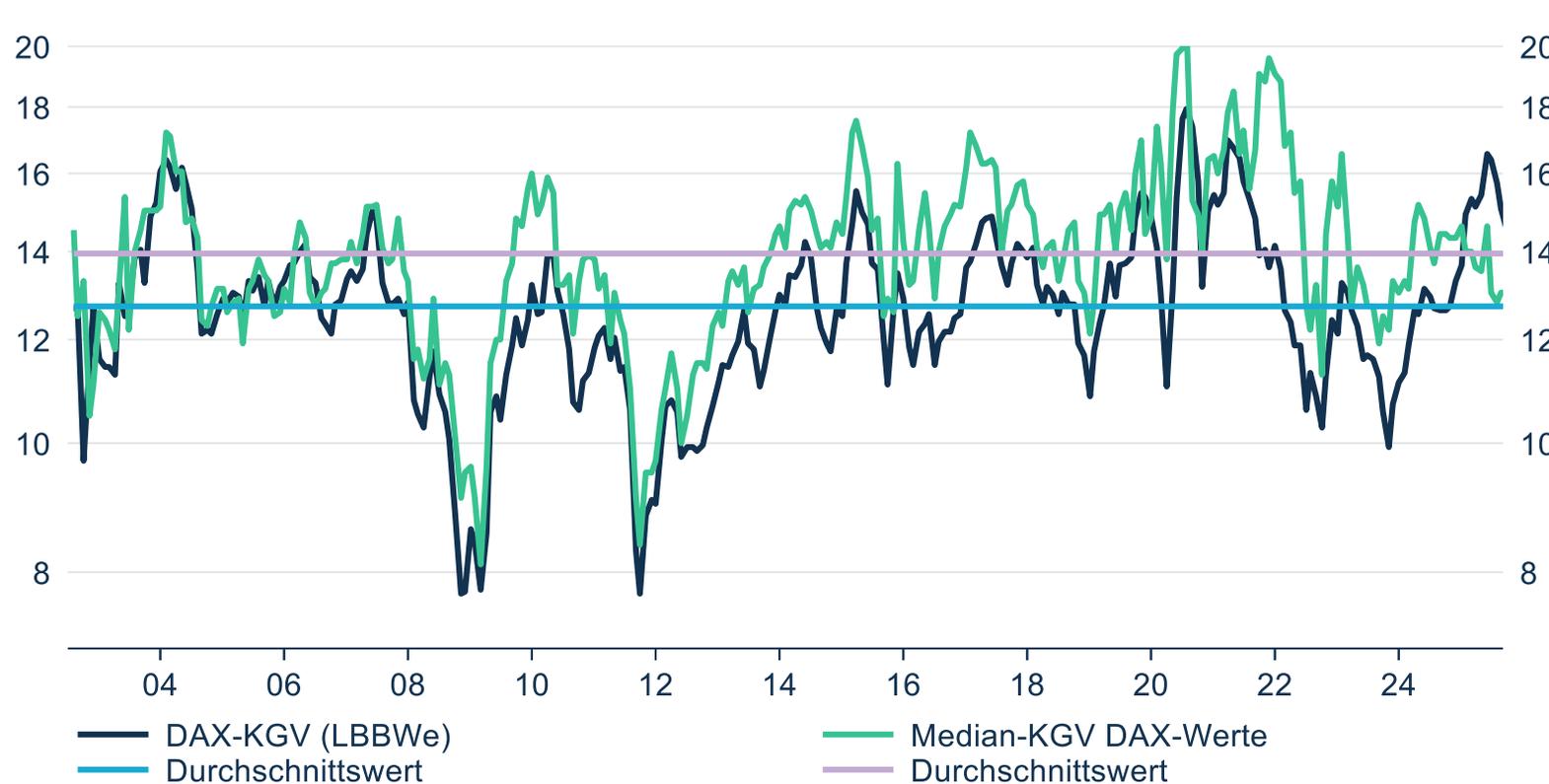
- Die Schätzung des aggregierten DAX-Gewinns sank seit Jahresbeginn um gut 5 %. Der Median der Gewinnrevisionen liegt hingegen an der Nulllinie.
- Diese Diskrepanz erklärt sich daraus, dass die im DAX bedeutenden Gewinne der Automobilindustrie besonders stark revidiert wurden.
- Im zweiten Halbjahr ist weiterer Gegenwind aufgrund der US-Zollpolitik (und ihrer Folgen) sowie der Dollarschwäche zu erwarten.

Quelle: I/B/E/S, LSEG, LBBW Research

Trotz gestiegener Marktbewertung sind viele DAX-Titel nicht überteuert

DAX-KGV aggregiert versus Median

auf Basis von LBBW-Schätzungen

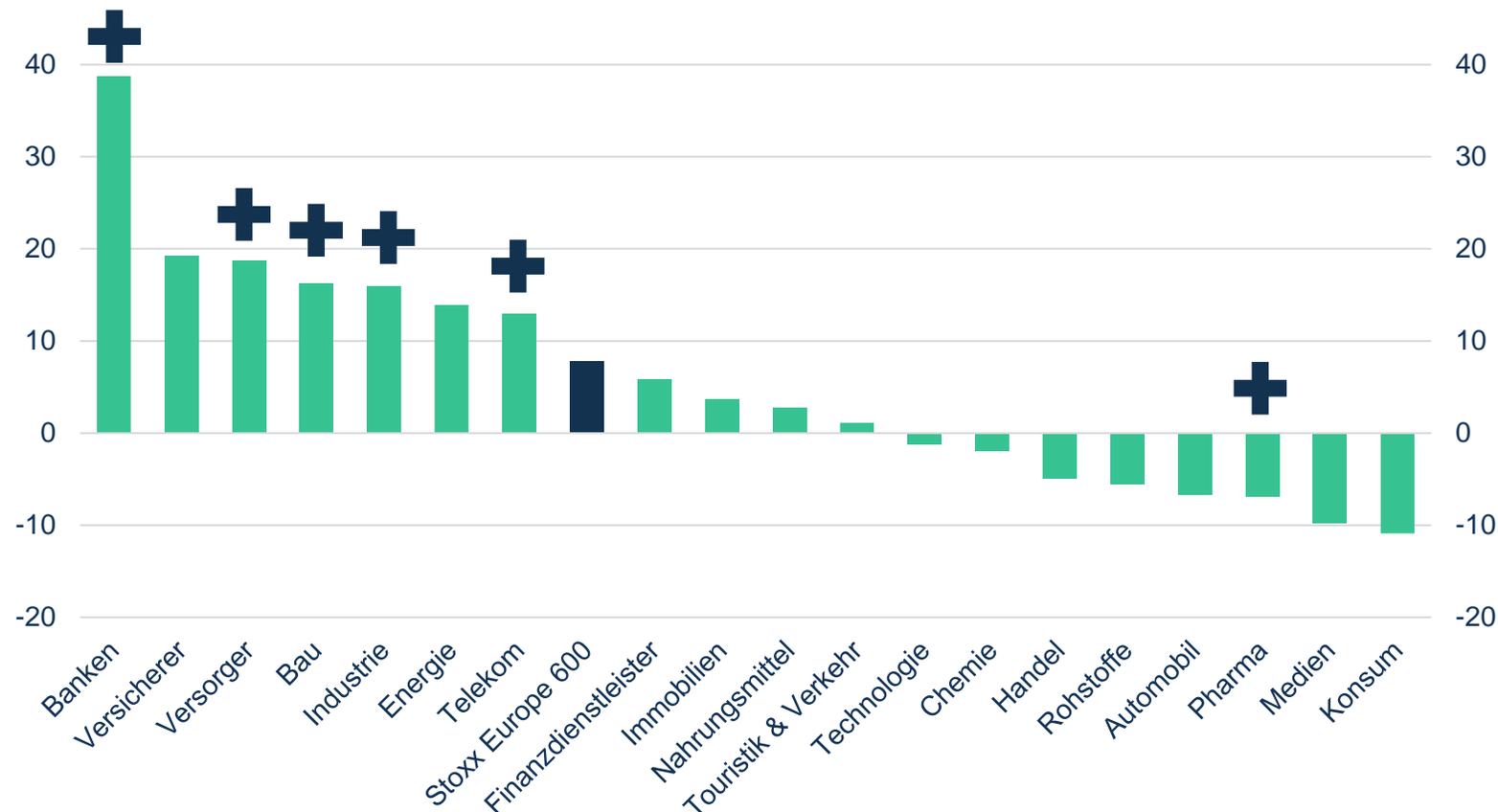


- Im Vergleich liegt das Durchschnitts-KGV des DAX über dem Median-KGV der Einzelwerte. Das ist untypisch.
- Der Median ist seit Jahresbeginn sogar leicht gefallen. Erklärung: Es sind vor allem die billigen (durch Gewinnabwärtsrevisionen) und die teuren Werte (durch Kursgewinne) teurer geworden.
- Kehrseite der Entwicklung: Die Hausse zeigt eine relativ geringe Marktbreite, nur eine Minderheit der Titel sind Outperformer.

Top Branchen 2025 bislang: Banken, Versicherer, Versorger

Branchenperformance Stoxx

YTD in %



- Im bisherigen Jahresverlauf waren Banken, Versicherer und Versorger die besten Branchen im europäischen Stoxx-Universum.
- Die Schlusslichter bildeten Pharma, Medien und Konsum.
- Wir favorisieren derzeit die Sektoren Banken, Versorger, Industrie, Bau, Telekom und Pharma.

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

07

Prognosen und Asset Allokation: Begrenzte Return- Erwartungen

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur



- Deutsches BIP: Auftaktquartal mit +0,3% Q/Q, in Q2 dann -0,1% Q/Q.
- Handelskonflikt mit USA impliziert weitere Abwärtsrisiken. Staatsausgaben werden ab 2026 für Nachfrageschub sorgen.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Lohndruck und hält die Rohstoffpreise in Schach.



Aktienmärkte



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



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

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

Renditen

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



Devisen



- Der Abstand zwischen dem US-Leitzins und dem EZB-Leitzins sollte sich ausweiten.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.



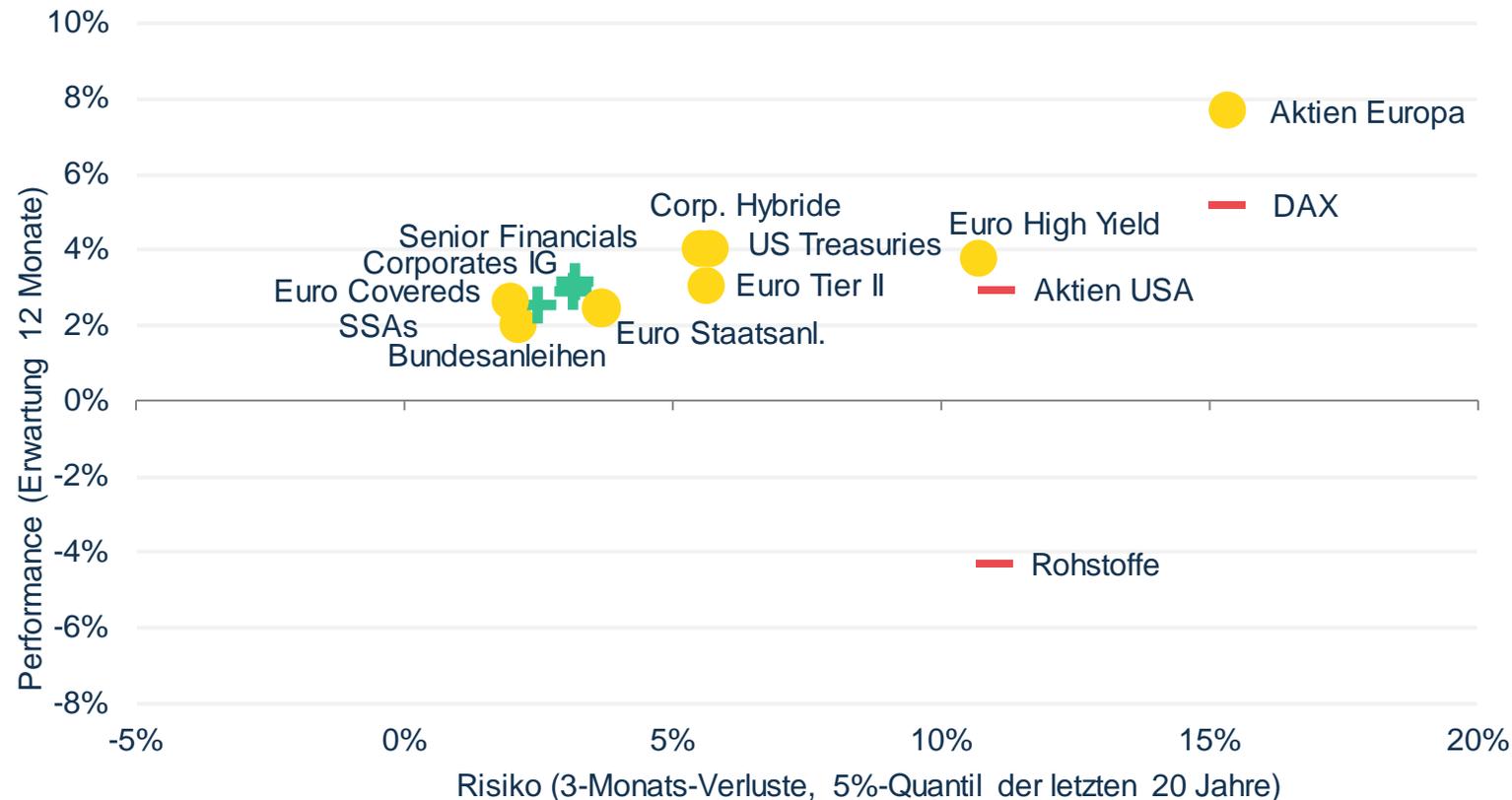
Rohstoffe

- Rohstoffpreise steigen im ersten Halbjahr. Trübe Konjunkturperspektiven dürften im zweiten Halbjahr für Rücksetzer sorgen.
- Gold erreicht Allzeithoch im April. Annäherung im Zollstreit USA/China führt zuletzt zu niedrigeren Notierungen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-August. Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt dürfte für fallende Preise sorgen.

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Das Chance-Risiko-Verhältnis erscheint für Aktien auf dem aktuell hohen Niveau ungünstig. Mit Anleihen könnte auch bei einem leichten Anstieg der längerfristigen Renditen noch eine positive Performance erzielt werden.

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

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

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

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass-Update vom 15.07.2025)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,00	2,00 +	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,59	2,70 +	2,70 +	2,90 +
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,20	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	97	110 -	110 -	115 -

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
DAX	23 758	23 000 +	24 000 +	25 000 +
Euro Stoxx 50	5 242	5 100 +	5 300 +	5 500 +
S&P 500	6 330	6 000 +	6 200 +	6 400 +
Nikkei 225	40 291	39 000 +	41 000 +	42 000 +

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,16	1,15 +	1,13 +	1,15
Franken je Euro	0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,87	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 374	3 200	3 000	3 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	70	65	60	60

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

**65 % (zuvor 60%)
Hauptszenario**

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

**10 %
Positivszenario**

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

**15 % (zuvor 20 %)
Negativszenario I
„Handelskrieg/
Geopolitik“**

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

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

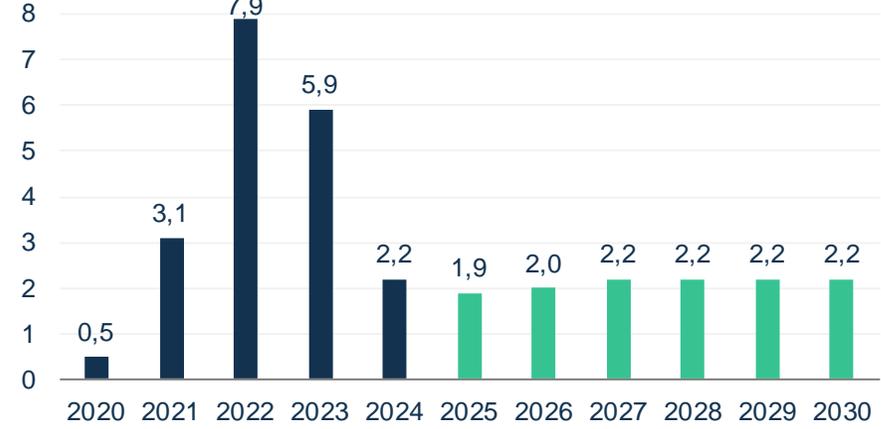
- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur führen zu deutlichem Inflationsdruck.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe (TPI) ein,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

Hauptszenario (65 %)

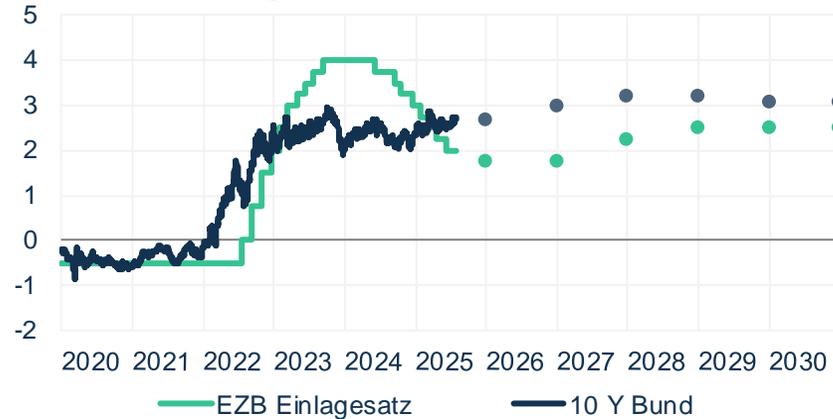
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



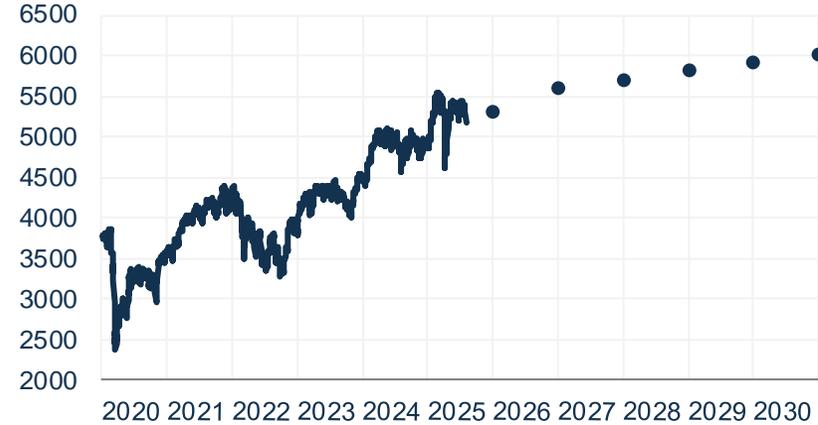
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

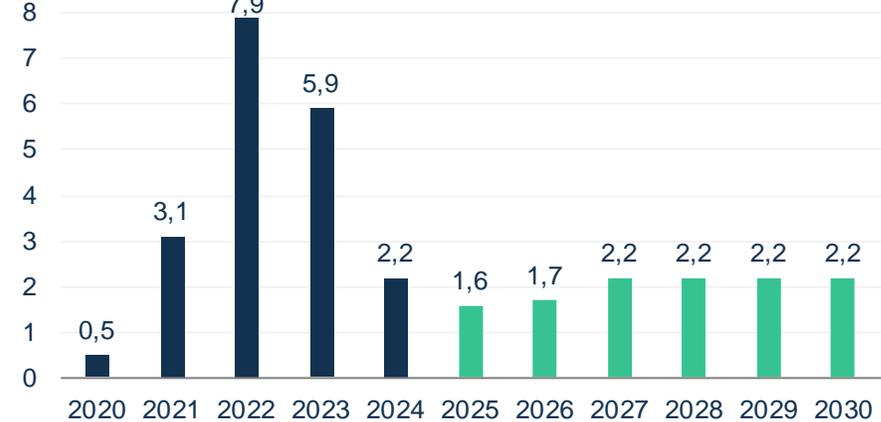
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

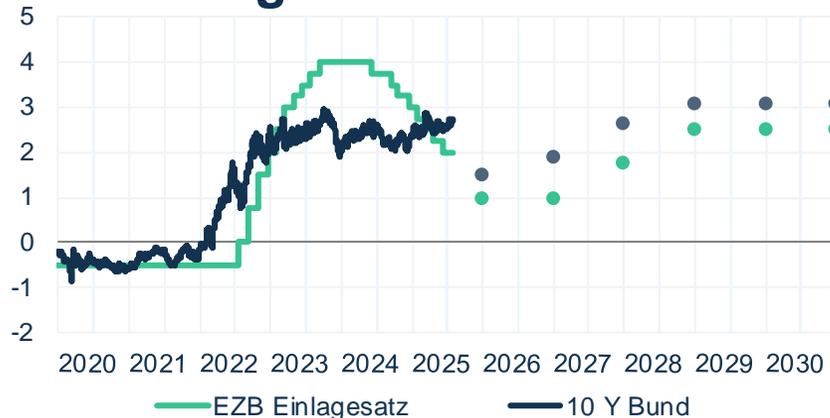
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



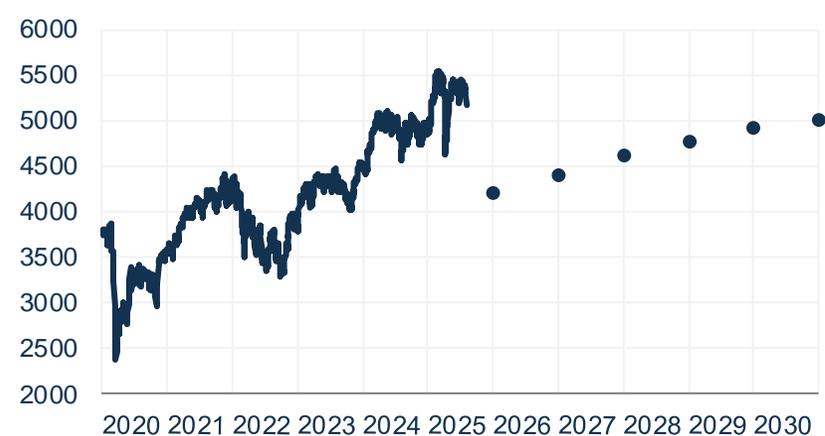
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

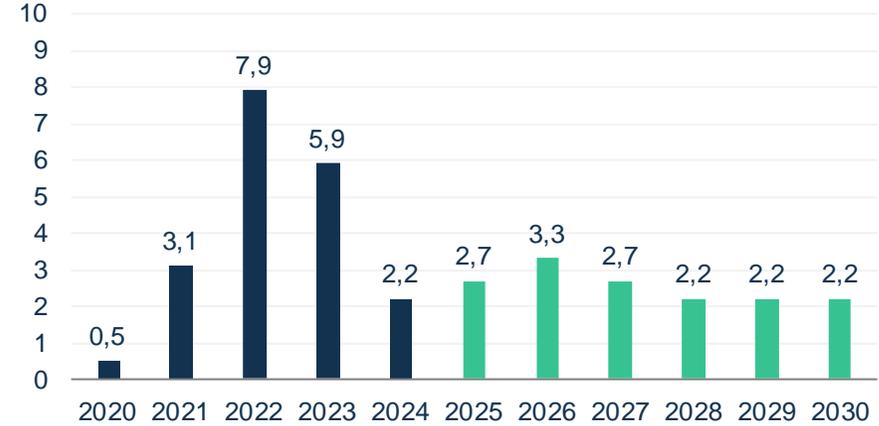
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

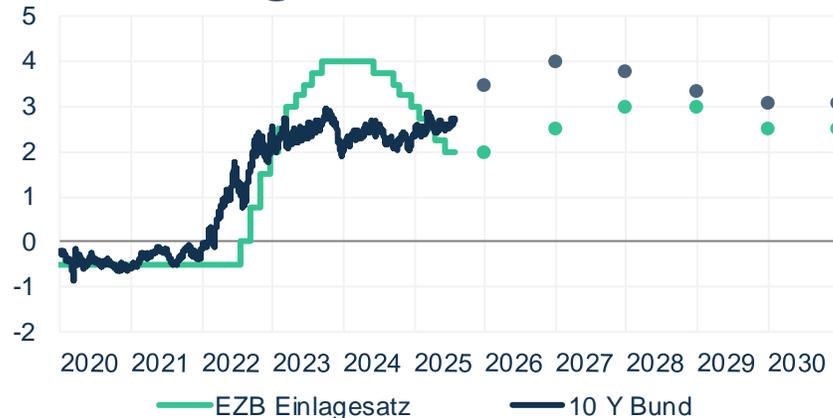
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



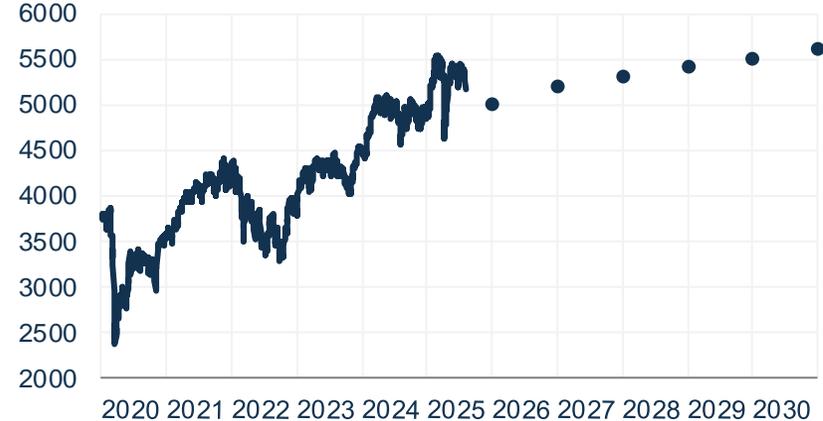
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

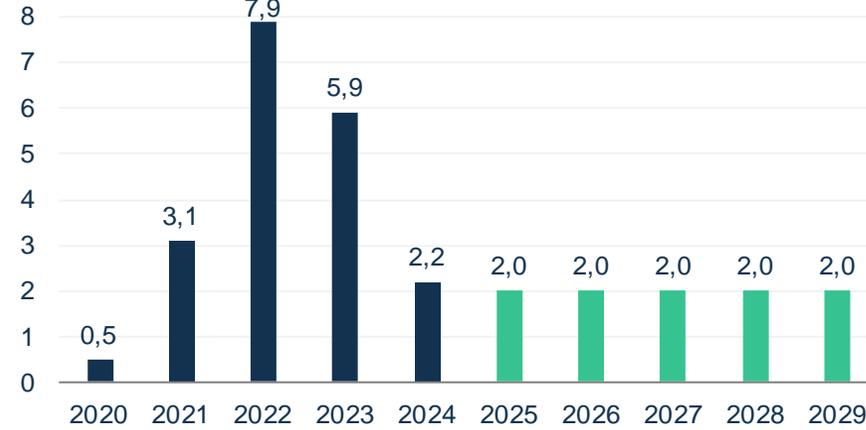
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

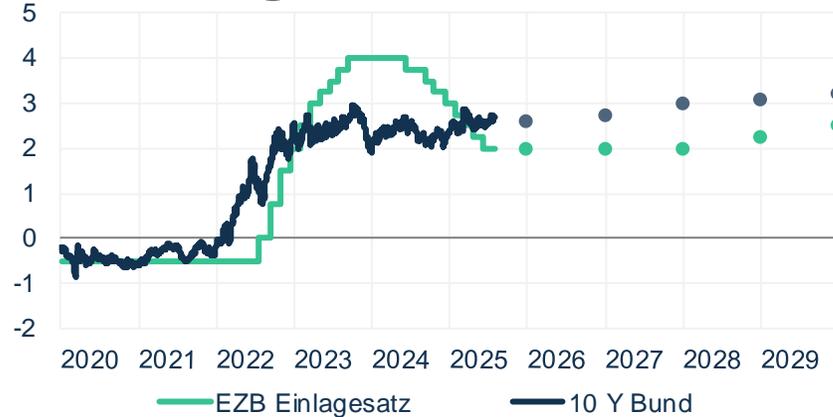
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



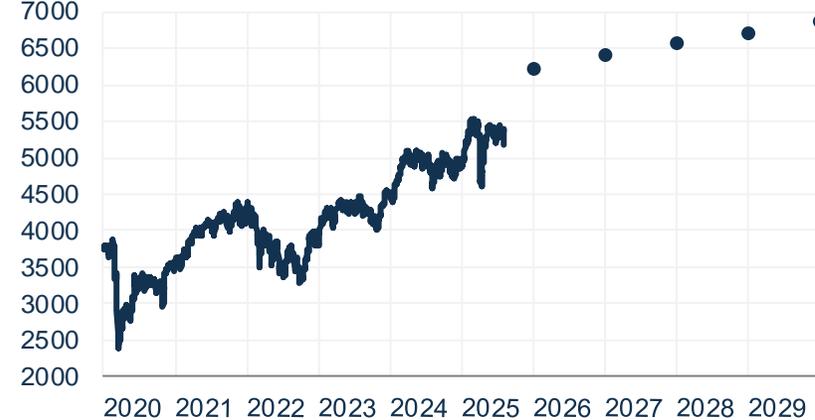
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

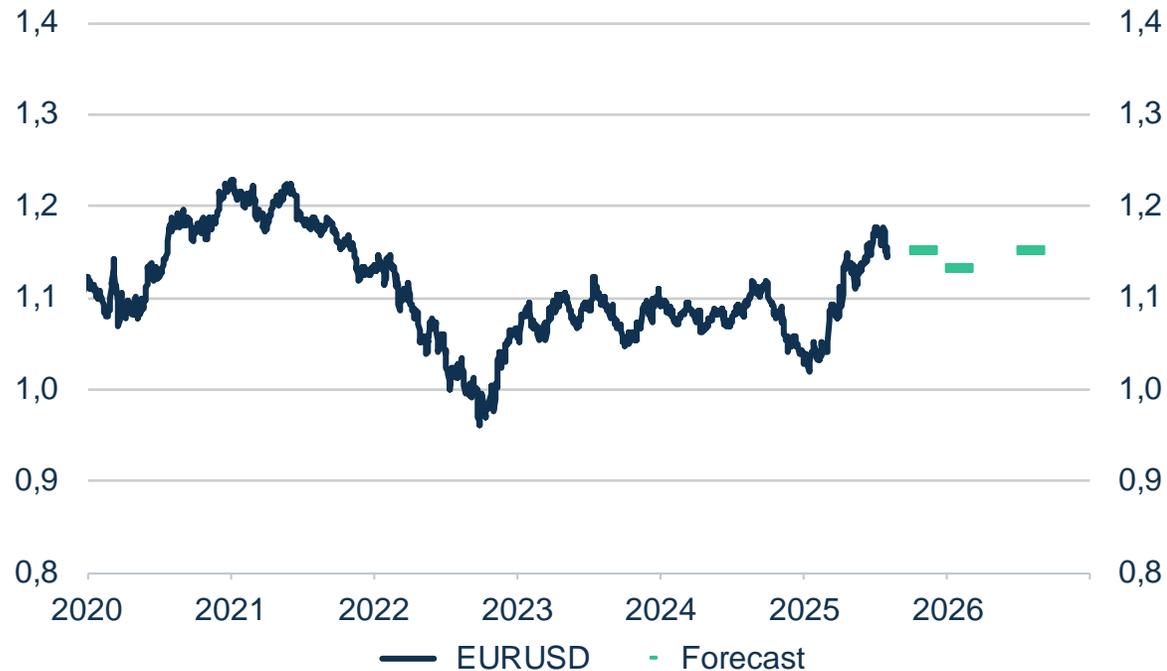
08

Anhang



EURUSD: Vertrauen in den US-Dollar schwindet

FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
EURUSD	1.16	1.08	1.04	1.09	1.15	1.13	1.15

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro EUR

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

Contra EUR

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

EURGBP: Großbritannien hat besseren „Deal“ gemacht als die EU

FX EUR/GBP



EURGBP	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
	0.87	0.85	0.83	0.84	0.82	0.81	0.80

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro EUR

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

Contra EUR

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

EURCHF: Parität außer Reichweite

FX EUR/CHF



EURCHF	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
	0.93	0.95	0.94	0.94	0.96	0.98	0.98

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro CHF

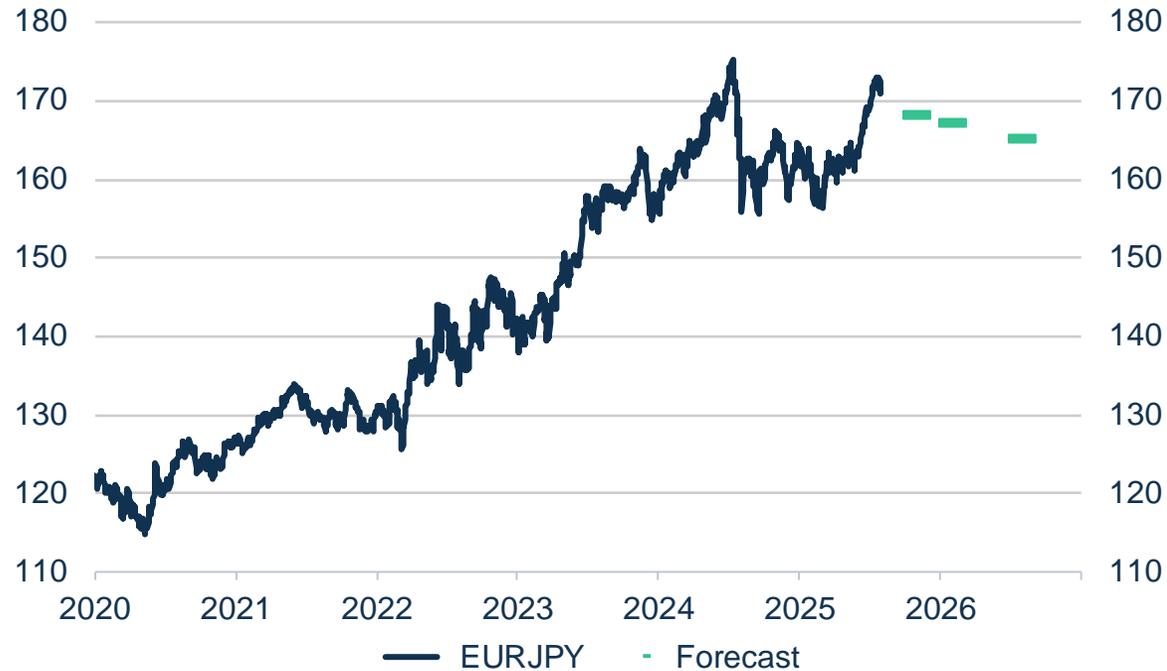
- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Geopolitische Konflikte und politische Risiken könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

Contra CHF

- Der Zinsnachteil gegenüber dem Euro spricht gegen den Franken. Im Juni 2025 senkte die SNB zum sechsten Mal in Folge den Leitzins auf nun 0 %.
- Zudem sind Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken möglich. Auch eine Rückkehr zu Negativzinsen schließt die SNB nicht aus.
- Der Franken notiert gegenüber dem Euro auf einem historisch starken Niveau.

EURJPY: Zollabkommen belastet die Wirtschaft

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
EURJPY	171.61	163.86	163.06	162.12	168.00	167.00	165.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro EUR

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

Contra EUR

- Die EZB dürfte ihre Leitzinsen bei anhaltend schwacher Konjunktur 2025 noch etwas absenken.
- Die BoJ dürfte dagegen zumindest noch einen weiteren Zinsschritt nach oben wagen.
- Entgegen den Erwartungen ist das EU-Zollabkommen mit den USA nicht besser als das Abkommen Japans mit den USA.

USDCNY: Seitwärtsbewegung bis Jahresende zu erwarten

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
USDCNY	7.20	7.20	7.31	7.26	7.25	7.25	7.10
EURCNY	8.31	7.79	7.57	7.93	8.05	7.98	8.17

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro USD

- Die USA konnten in ihren Zollverhandlungen vorteilhafte Konditionen erwirken, was den Dollar stützen dürfte.
- Das makroökonomische Umfeld in China wird sich in der zweiten Jahreshälfte spürbar eintrüben.
- Eine Ausweitung des geopolitischen Konflikts zw. den USA und China würde den Yuan deutlich unter Druck bringen.

Contra USD

- Der US-Arbeitsmarkt ist fragiler als bis vor Kurzem gedacht. Zinssenkungen der Fed sind noch in diesem Jahr möglich.
- Trumps permanente Kritik an der Fed schwächt Vertrauen in Unabhängigkeit der US-Geldpolitik.
- Die chinesische Zentralbank (PBoC) betont Notwendigkeit der Wechselkursstabilität und dürfte einer zu starken Abwertung des Yuan entgegenwirken.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURBRL	6,39	6,40	6,80	<ul style="list-style-type: none"> Brasiliens Real zeigt sich trotz US-Handelszölle von 50 % robust. Grund hierfür sind umfangreiche Ausnahmen und der vergleichsweise geringe Exportanteil der Wirtschaft. Die Notenbank erhöhte den Leitzins erneut auf jetzt 15 %, was den Real zusätzlich stützt. Wir erwarten, dass die Notenbank erst im vierten Quartal die Zinsen lockern wird.
EURHUF	398	420	421	<ul style="list-style-type: none"> Auch im zweiten Quartal blieb das Wachstum der ungarischen Wirtschaft schwach. Nach vorläufigen Zahlen legte das BIP nur um 0,1 % zu – zu wenig für das das Jahresziel von 2 %. Wegen der Wachstumsschwäche gerät die Notenbank unter Druck, die Zinsen zu senken. Da die Inflation im Juni weiter stieg, könnte dies den Forint zusätzlich belasten.
EURMXN	21,81	23,50	22,50	<ul style="list-style-type: none"> Mexikos Inflationsrate stieg im Juni auf 4,24 % und setzte damit den Aufwärtstrend der vergangenen Monate fort. Damit schrumpft der Spielraum der Notenbank für Zinssenkungen. Die Zollverhandlungen mit den USA sind weiter im Gange. Die aktuelle Regelung wurde um mindestens 90 Tage verlängert.
EURPLN	4,27	4,40	4,42	<ul style="list-style-type: none"> Die polnische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Juli um 25 Basispunkte auf 5,00 %. Die Entscheidung erfolgte damit schneller als erwartet und könnte den Zloty weiter schwächen. Auch das Haushaltsdefizit dürfte die Währung belasten. Das Ziel einer Konsolidierung auf 6,3 % wird wohl weniger konsequent verfolgt, da die EU-Vorgaben hierzu gelockert wurden.
EURRON	5,07	5,15	5,19	<ul style="list-style-type: none"> Zur Konsolidierung des Haushaltsdefizites hat Rumäniens Regierung ein Fiskalpaket verabschiedet. Dieses beinhaltet insbesondere Steuererhöhungen sowie ein Einfrieren von Gehältern und Pensionen. Dadurch soll auch eine Bonitätsherabstufung verhindert werden. Das Paket dürfte die Inflation anheizen – Zinssenkungen erwarten wir daher nicht.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURSEK	11,18	11,00	10,60	<ul style="list-style-type: none"> Schwedens Inflationsrate stieg im Juni stärker als erwartet auf 0,5 %. Daher erwarten wir vorerst keine weiteren Zinsschritte – der Leitzins liegt aktuell bei 2,0 %. Nach dem Rückgang im Vorquartal wuchs Schwedens Wirtschaft im zweiten Quartal um 0,1 %. Der steigende Konsum und die verbesserte Stimmung stützen das Wachstum.
EURTRY	47,05	46,80	47,60	<ul style="list-style-type: none"> Die türkische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Juli auf 43 %. Zuvor war die Inflationsrate im Juni auf 35,05 % gefallen und hatte diese Zinswende ermöglicht. Steigende Energiepreise und die schwache Lira gefährden jedoch den Inflationsrückgang. Die Nettowährungsreserven haben sich seit ihrem Tief Anfang Mai deutlich erholt.
EURZAR	20,80	20,20	19,60	<ul style="list-style-type: none"> Südafrikas Notenbank setzte ihren Zinssenkungszyklus im Juli bei 7,00 % fort. Spekulationen über ein gesenktes Inflationsziel von 4,5 % auf 3,0 % stützten zuletzt den Rand. Spielraum für weitere Zinssenkungen setzen allerdings Schritte der US-Notenbank voraus. Das Wirtschaftswachstum bleibt schwach. Zusätzlich belasten US-Handelszölle von 30 %.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURAUD	1,79	1,70	1,66	<ul style="list-style-type: none"> Australiens Notenbank unterbrach den Zinssenkungszyklus im Juni. Wir rechnen im August mit einer Fortsetzung, da die Inflationsrate im zweiten Quartal auf 2,7 % sank. Für den Wechselkurs entscheidend bleibt der Ausgang der Zollverhandlungen zwischen den USA und China. Die derzeitige Zollpause endet am 12. August.
EURCAD	1,59	1,58	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Die USA erhöhten die Zölle auf kanadische Importe außerhalb des Freihandelsabkommens von 25 % auf 35 %. Dies dürfte die Spannungen mit dem wichtigsten Handelspartner verschärfen und den Abwertungsdruck auf den kanadischen Dollar aufrechterhalten. Der schwache Arbeitsmarkt wird die Notenbank 2025 zu weiteren Zinssenkungen zwingen.
EURCZK	24,57	24,40	24,20	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumsvorteile Tschechiens gegenüber der Eurozone stützen die Krone. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir zusätzliche Wachstumsimpulse durch steigende Konsumausgaben. Im Juni stieg die Inflationsrate auf 2,9 %. Daher rechnen wir im weiteren Jahresverlauf nicht mit deutlichen Zinssenkungen der Notenbank. Dies dürfte die tschechische Krone weiter stärken.
EURNOK	11,87	11,20	10,90	<ul style="list-style-type: none"> Die Kerninflationsrate stieg im Juni auf 3,1 % und dürfte die Notenbank vorerst zu einer Zinssenkungspause zwingen. Diese hatte bereits im Juni überraschend früh die Zinswende eingeleitet und damit den Zinsvorteil der norwegischen Krone gegenüber dem Euro verringert. Die Einigung der EU mit den USA im Zollstreit dämpft den Abwertungsdruck auf die Krone.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.08.2025, 10:29 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.79	0.64	-1.62	-6.23	-6.40	1.84	1.60
BRL	6.37	0.01	0.59	-1.46	0.46	6.70	5.94
GBP	0.87	-0.76	-1.91	-1.97	-4.97	0.87	0.82
CNY	8.30	1.68	-0.51	-5.05	-8.93	8.44	7.48
JPY	170.28	-0.03	-3.85	-5.92	-4.43	173.31	155.71
CAD	1.59	0.65	-1.73	-4.98	-6.50	1.61	1.46
NZD	1.96	-0.50	-2.65	-6.45	-5.49	1.99	1.75
NOK	11.88	-0.16	-0.91	0.75	-0.99	12.20	11.30
PLN	4.28	-0.76	0.16	0.40	0.05	4.36	4.14
RUB	92.43	0.35	1.78	0.98	22.95	119.62	89.26
SEK	11.19	0.64	-2.46	3.22	2.28	11.69	10.75
CHF	0.93	-0.01	0.13	0.39	0.39	0.96	0.92
ZAR	20.77	-0.11	0.61	-4.12	-5.91	21.97	18.57
CZK	24.59	0.18	1.34	2.90	2.39	25.40	24.55
TRY	47.04	-0.30	-6.79	-22.85	-22.17	47.63	35.97
HUF	399.03	-0.08	1.34	-0.34	3.09	415.85	392.25
USD	1.16	1.85	-1.69	-5.55	-10.46	1.18	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	147.24	-1.84	-2.20	-0.39	6.74	158.42	140.44
CNY	7.18	-0.19	1.29	-0.26	1.68	7.35	7.01

FX: at-the-money volatility

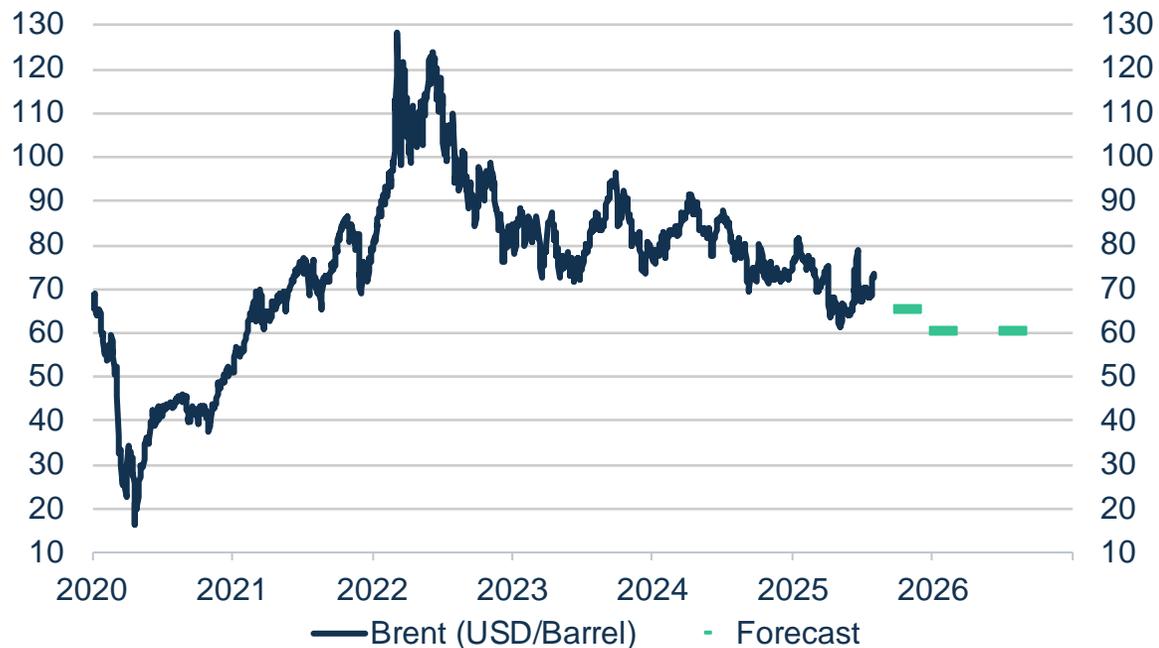
Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	7.72	7.97	4.34	4.99	8.19	8.69	5.19	5.59	4.42	5.37	3.73	4.53	2.43	3.33	5.83	7.83	2.70	3.10
2 months	7.84	8.04	4.55	5.15	8.67	9.07	5.28	5.63	4.79	5.74	4.01	4.81	2.56	3.46	5.92	7.82	3.03	3.33
3 months	7.69	7.89	4.64	5.24	8.78	9.13	5.25	5.65	5.21	5.91	4.27	4.97	2.65	3.50	5.98	7.48	3.39	3.69
6 months	7.50	7.70	4.95	5.50	8.81	9.21	5.38	5.73	5.79	6.69	4.62	5.22	2.81	3.66	5.89	7.24	3.93	4.23
9 months	7.45	7.60	5.12	5.67	8.97	9.32	5.47	5.77	6.57	7.42	4.90	5.45	2.93	3.73	5.86	7.21	4.23	4.53
1 year	7.40	7.60	5.29	5.84	9.06	9.46	5.53	5.83	6.86	7.76	5.08	5.58	3.01	3.86	5.83	7.23	4.51	4.76
2 years	7.55	7.75	5.62	6.22	9.11	9.56	5.92	6.12	7.02	8.07	4.87	5.97	2.66	4.31	6.09	7.34	4.92	5.27
3 years	7.61	8.16	5.63	6.68	8.93	9.98	6.01	6.66							6.61	7.41	4.96	5.51
5 years	7.96	8.46	6.12	7.22	9.15	10.30	6.66	7.36									5.42	5.92

Data as of: 08/05/2025 6:14 AM

Brent: OPEC+ sorgt für hohes Überangebot

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
	72.58	79.93	74.74	71.04	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro

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

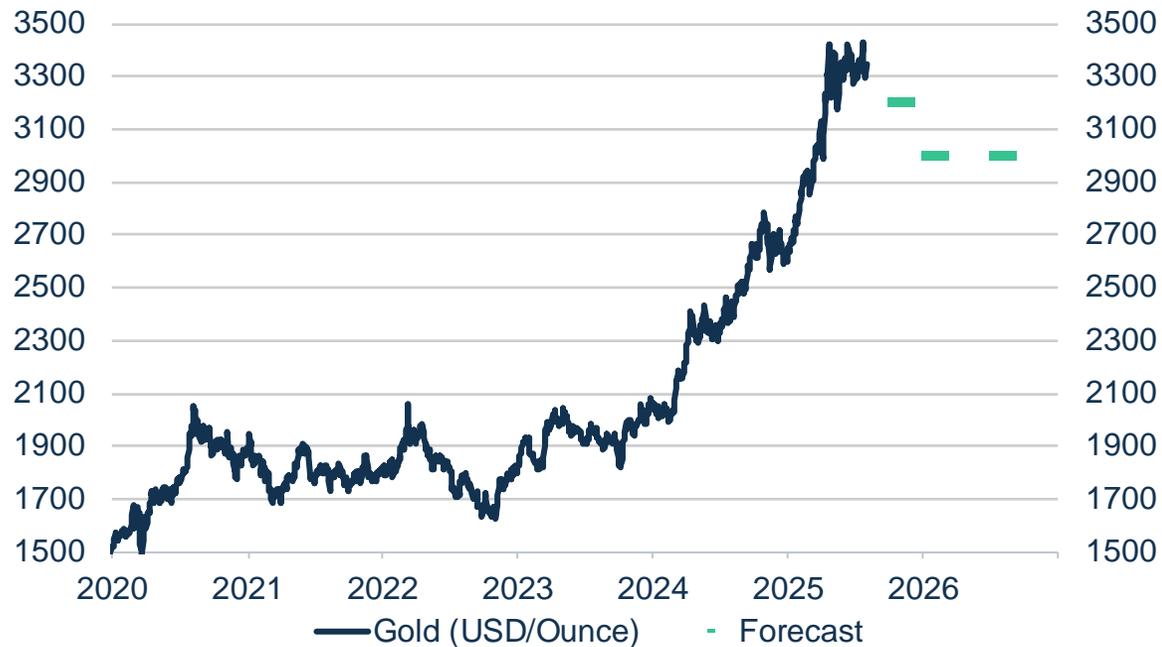
Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt 2025 bei rund 1 mbpd.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Nicht-OPEC-Staaten dürften Förderung 2025 um 1,4 mbpd steigern.
- OPEC+ erhöht Förderquoten von April-Sep. um fast 2,5 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Notenbanken halten sich weiter zurück

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Sep-25	Dec-25	Jun-26
Gold (USD/Ounce)	3 349	2 389	2 625	3 071	3 200	3 000	3 000

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2025)

Pro

- ETCs seit Jahresbeginn auf der Käuferseite.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q2/25 um 12 % zu.

Contra

- Gold-Angebot aus Minen und Recycling dürfte auch 2025 weiter steigen.
- Schmucknachfrage fällt in Q2/25 um mehr als 14 %.
- Käufe der Notenbanken bleiben auch in Q2/25 um 45 t oder gut 21 % hinter Q2/24 zurück.
- Hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von rund 55 Mrd. USD.
- US-Inflation dürfte (u.a. wegen Zollpolitik) auf hohem Niveau bleiben – Zinssenkungsspielraum der Fed damit beschränkt.
- Hoher Abstand zur 200-Tage-Linie signalisiert Überkauftheit.

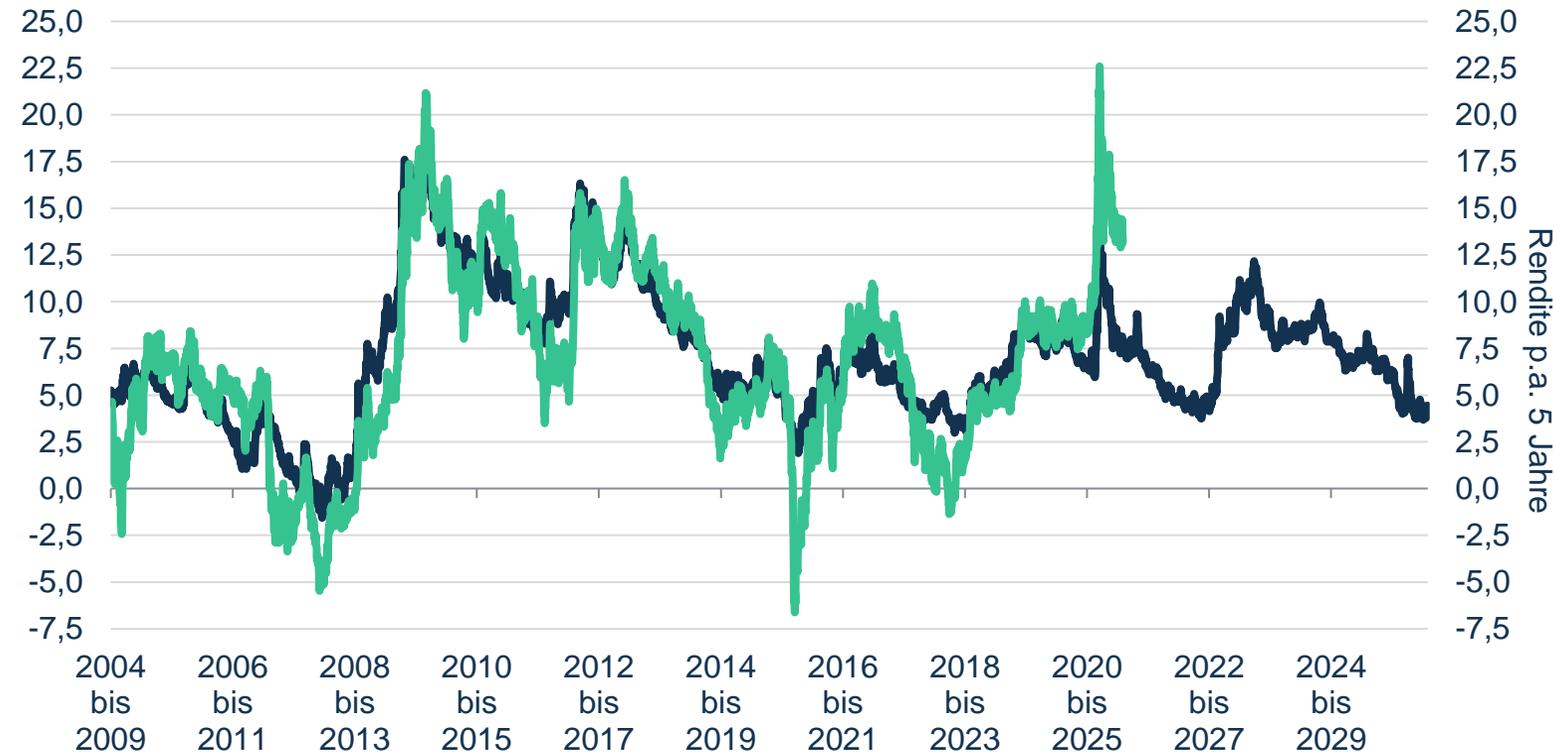
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	69.72	1.74	13.62	-9.36	-6.72	81.54	61.18
Crude Oil WTI	USD/bbl	67.33	-1.17	12.84	-10.21	-7.05	81.45	58.50
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 374	1.24	3.40	39.78	28.52	3 428	2 386
Silver	USD/oz	37.15	0.72	14.78	28.33	28.52	39.32	26.93
Platinum	USD/oz	1 319	-4.70	35.84	35.70	44.31	1 474	910
Palladium	USD/oz	1 185	4.87	24.21	31.08	30.36	1 297	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 553	-1.43	5.00	12.79	0.06	2 728	2 250
LME Copper	USD/MT	9 687	-1.80	3.43	6.97	10.48	10 112	8 613
LME Lead	USD/MT	1 959	-4.83	1.27	-3.16	0.36	2 151	1 842
LME Zinc	USD/MT	2 750	0.94	5.45	3.64	-7.69	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	33 206	-1.47	8.17	10.00	14.18	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 066	-1.47	-2.67	-7.42	-1.71	18 153	14 084

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

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

4,2 % 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: 04.08.2025. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
05.08.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,84	1,87	1,97	2,08	2,18	2,28	2,38	2,48	2,57	2,66	3,01	3,10	3,12	3,20
France	1,91	2,04	2,23	2,42	2,61	2,78	2,95	3,10	3,24	3,37	3,79	3,99	4,14	4,33
Italy	1,97	2,08	2,26	2,46	2,66	2,86	3,04	3,21	3,36	3,49	4,01	4,25	4,41	4,58
Spain	1,94	2,01	2,17	2,34	2,51	2,67	2,82	2,97	3,11	3,25	3,74	3,95	4,08	4,18
Netherlands	1,93	1,96	2,05	2,17	2,30	2,42	2,54	2,65	2,74	2,83	3,14	3,30	3,35	3,33
Austria	1,90	2,00	2,15	2,29	2,44	2,57	2,70	2,83	2,94	3,04	3,38	3,55	3,66	3,76
Belgium	1,97	2,02	2,16	2,32	2,49	2,66	2,81	2,95	3,08	3,20	3,67	3,99	4,19	4,27
Ireland	1,81	1,92	2,06	2,21	2,35	2,48	2,61	2,73	2,83	2,93	3,27	3,46	-	-
Portugal	1,94	1,94	2,03	2,17	2,34	2,51	2,68	2,84	3,00	3,14	3,65	3,91	4,04	4,12
Finland	1,92	1,99	2,13	2,29	2,44	2,58	2,71	2,84	2,95	3,05	3,39	3,55	3,64	3,74
EUR Swap in %	2,04	2,05	2,13	2,22	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,61	2,79	2,83	2,82	2,80

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											
05.08.2025	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	1,78	2,23	2,49	2,67	2,81	2,93	3,03	3,12	3,19	3,26	
AA-	1,82	2,25	2,51	2,70	2,83	2,95	3,06	3,15	3,20	3,28	
A+	1,83	2,28	2,55	2,73	2,88	3,00	3,10	3,19	3,26	3,33	
A	1,87	2,32	2,59	2,77	2,92	3,04	3,14	3,23	3,30	3,37	
A-	1,90	2,38	2,63	2,82	2,96	3,08	3,18	3,26	3,34	3,40	
BBB+	1,92	2,40	2,67	2,87	3,03	3,15	3,26	3,35	3,43	3,50	
BBB	2,03	2,52	2,80	3,00	3,16	3,28	3,39	3,48	3,57	3,64	
BBB-	2,31	2,75	3,01	3,19	3,34	3,45	3,55	3,63	3,71	3,78	
BB+	2,55	3,32	3,61	3,81	3,97	4,10	4,21	4,30	4,38	4,46	
BB	2,75	3,57	4,05	4,39	4,65	4,87	5,05	5,21	5,35	5,47	
BB-	3,39	4,26	4,64	4,90	5,11	5,28	5,42	5,54	5,65	5,75	
B+	3,54	4,36	4,84	5,18	5,44	5,65	5,84	5,99	6,13	6,26	
B	3,82	4,42	4,95	5,37	5,70	5,97	6,19	6,39	6,56	6,72	
B-	4,20	5,17	5,74	6,14	6,45	6,70	6,92	7,10	7,27	7,42	
EUR Swap in %	2,04	2,05	2,13	2,22	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,61	

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

05.08.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,04	2,32	2,48	2,60	2,69	2,76	2,82	2,88	2,92	2,96
AA-	2,07	2,37	2,55	2,67	2,77	2,85	2,92	2,98	3,03	3,08
A+	2,10	2,38	2,61	2,70	2,83	2,90	3,00	3,05	3,15	3,20
A	2,12	2,39	2,63	2,75	2,86	2,96	3,04	3,11	3,17	3,22
A-	2,14	2,48	2,68	2,82	2,93	3,02	3,09	3,16	3,22	3,27
BBB+	2,14	2,53	2,76	2,92	3,05	3,15	3,23	3,31	3,38	3,44
BBB	2,20	2,54	2,83	3,04	3,20	3,33	3,44	3,53	3,61	3,69
BBB-	2,36	2,67	2,85	3,10	3,25	3,39	3,51	3,60	3,66	3,75
EUR Swap in %	2,04	2,05	2,13	2,22	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,61

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

05.08.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,10	2,19	2,30	2,45	2,62	2,72	2,86		2,95		
AT	2,13	2,28	2,40	2,55	2,64	2,80	2,84	3,01	2,96	3,16	
BE	2,14	2,21	2,40	2,55	2,62	2,76	2,88	-	3,08		
CA	2,22	2,20	2,41	2,48	2,66	2,73	2,82	2,88	3,11		3,14
DK	2,32	2,26	2,53	2,53	2,51	2,91					
FI	2,14	2,21	2,38	2,52	2,66		2,88		2,93	3,07	3,36
FR	2,09	2,21	2,37	2,52	2,66	2,82	2,93	3,05	3,12	3,25	3,30
DE	2,12	2,18	2,31	2,45	2,57	2,67	2,76	2,87	2,96	3,04	3,17
GR											
IE											
IT	2,16	2,32	2,51	2,63	2,69	2,88	3,03	3,12	3,23		3,41
LU					2,58						
NL	2,11	2,21	2,33	2,50	2,64	2,75	2,92	2,87	2,96	3,27	
NZ		2,12	2,66		2,56	2,76					
NO	2,18	2,25	2,40	2,58	2,58	2,70	2,86		3,09		
PL											
PT	2,08	2,29	2,39		2,68	2,72				3,19	
SG			2,41	2,53	2,67	2,78			2,98	3,04	
ES	2,09	2,20	2,37	2,51	2,58	2,73	2,86	3,00	3,04		3,29
SE	2,10	2,26	2,36	2,65	2,54	2,72	2,85				
CH		2,26		2,54	2,66	2,80					
UK	2,19	2,22	2,31	2,49	2,71	2,74	2,88	2,86		3,26	3,10
JP			2,35	2,55	2,69	2,84					3,29
KR	2,08	2,21	2,34	2,58	2,64				3,02		
SK	2,36	2,40	2,50	2,63	2,62	2,89					
EUR Sw ap in %	2,04	2,05	2,13	2,22	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,61	2,66

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

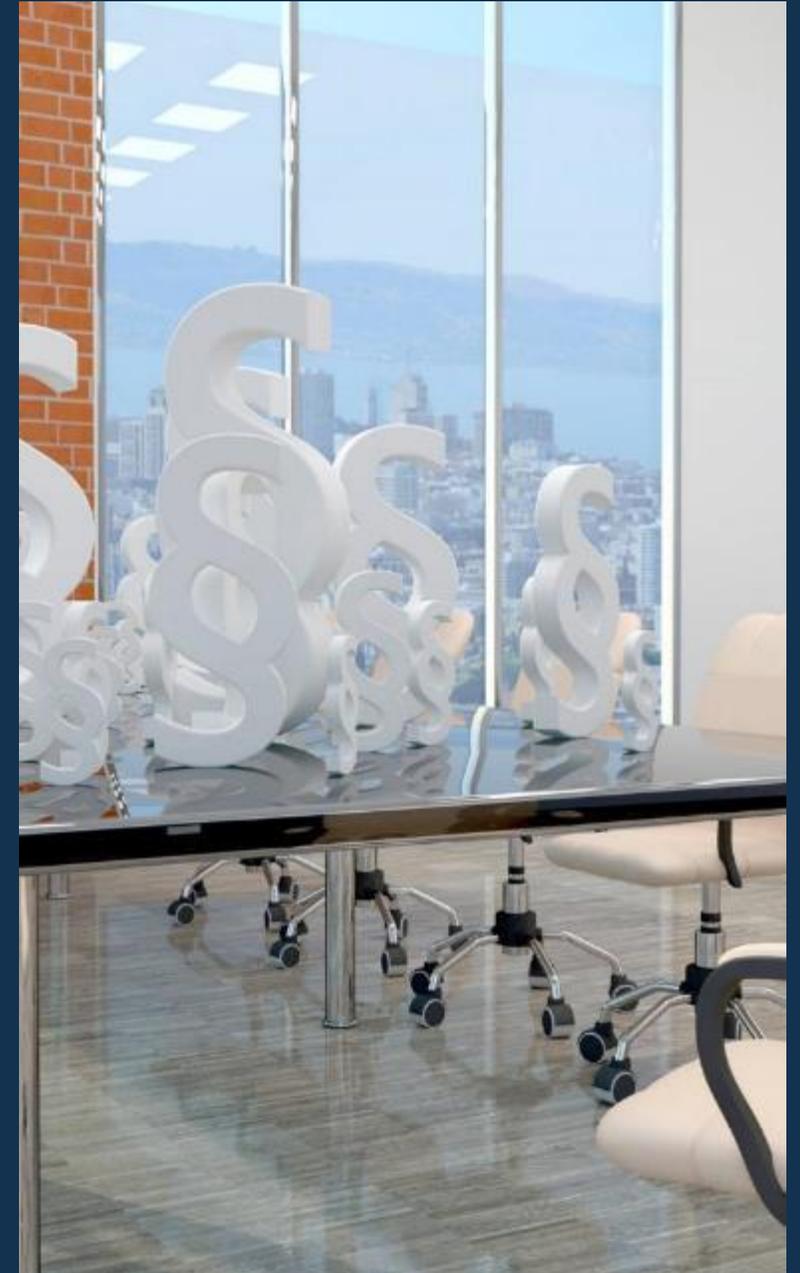
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Singapur:

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

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

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

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

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

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

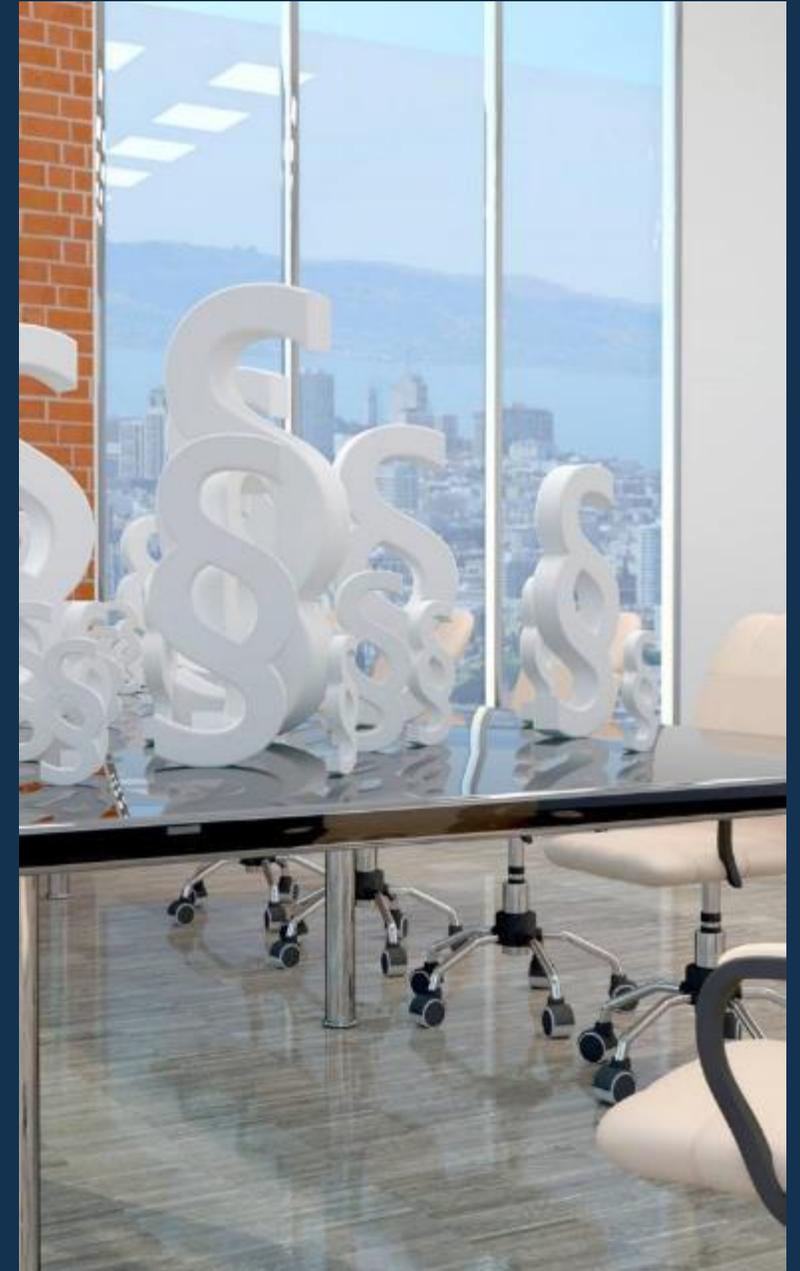
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

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

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

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Republic China (Taiwan):

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



Disclaimer

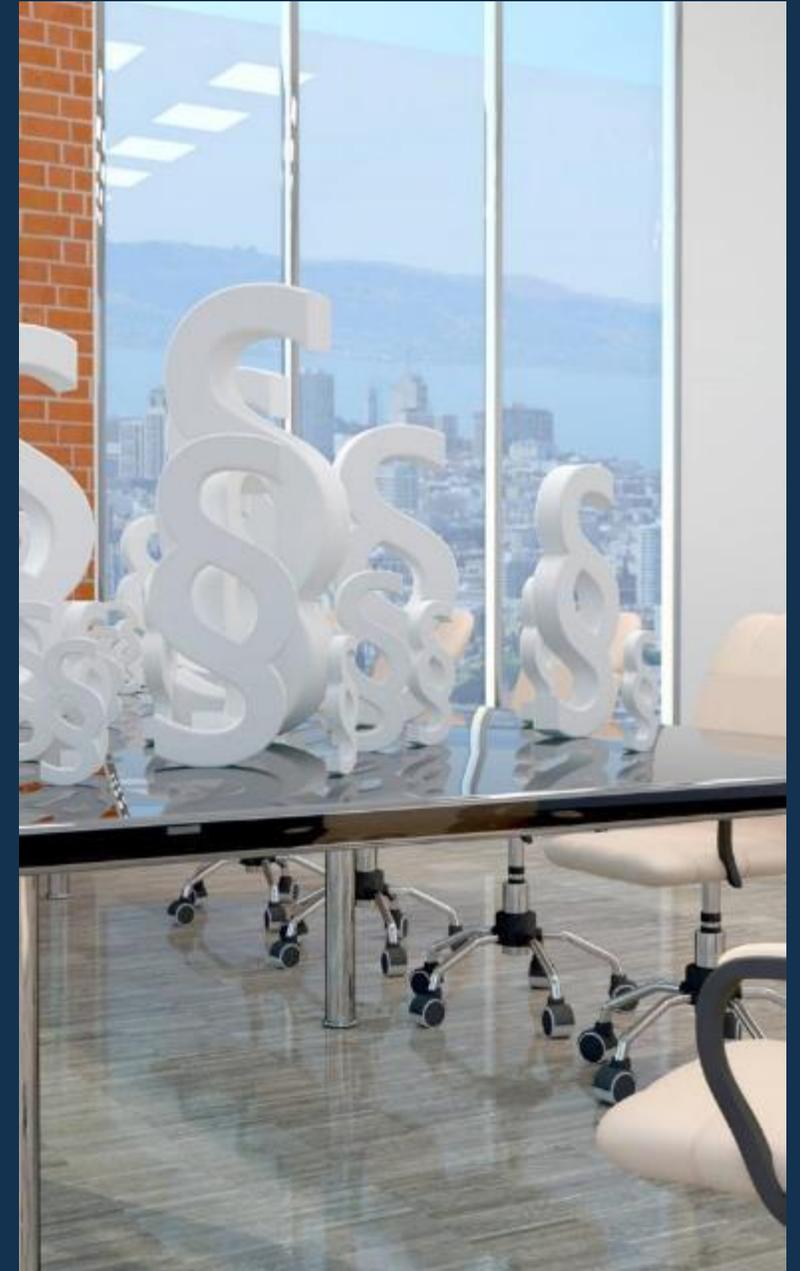
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

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

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

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



Disclaimer

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

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

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler 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#

