

Neues Schaffen

LB≡BW

Kapitalmarktkompass Dezember

Raue See voraus

02.12.2025

Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Video zum Kapitalmarktkompass



Youtube-Kanal der LBBW

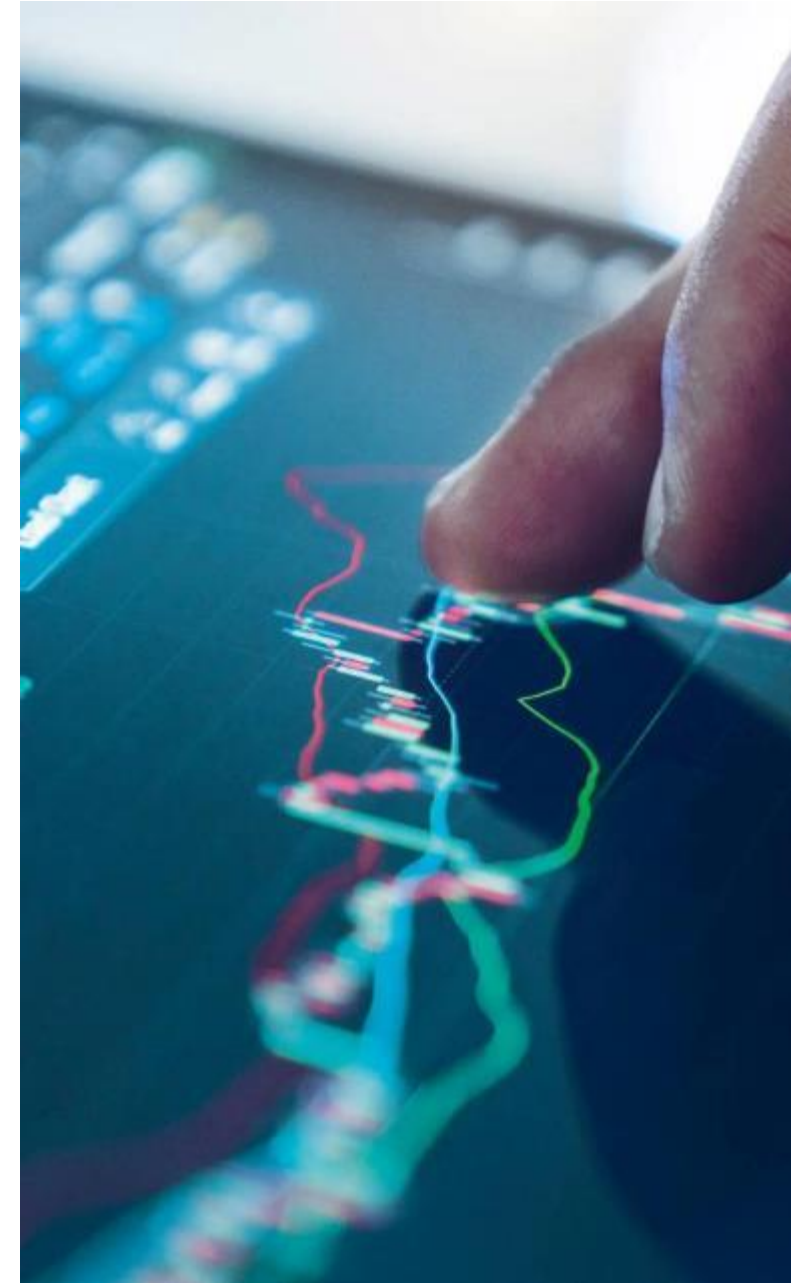
Auch in diesem Monat steht Ihnen zusätzlich zu unserer Publikation ein Video auf Youtube zur Verfügung.

Link zum Video:

<https://youtu.be/bVQ70zZiXno>

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Was alles bei der Fed ansteht	08
03	Makro: US-Wachstum steht auf einem (wackeligen) Bein	15
04	Zinsen: Neue Angebotswelle in Sicht	27
05	EU-Banken: Robust im Umfeld steigender Risiken	38
06	Aktien: Schwieriges Jahr voraus	46
07	Prognosen und Asset Allokation: Sowohl Aktien als auch Renten mit eher mauer Performance	54
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	64



01

Vorwort und Einleitung

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



Dr. Moritz Kraemer

Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

» Ich sag's nicht gern, aber das Fahrwasser dürfte rau bleiben.«

2025 biegt auf die Zielgerade ein: Zeit für Rück- und Ausblicke. Um das alte Jahr ist es kaum schade. Es brachte den Beginn der zweiten Amtszeit Donald Trumps in den USA samt Zollhammer, eine Fortsetzung des Kriegs in der Ukraine sowie weiteren ökonomischen Stillstand in Deutschland. Freuen wir uns auf 2026. Wo liegen die Chancen? Hierzulande sollte es endlich aufwärts gehen mit der Konjunktur. An den Finanzmärkten bleibt Vorsicht weiter ratsam. Mit der Staffelübergabe an der Spitze der Fed im Mai haben wir ein Event Risk, das wir in dieser Ausgabe betrachten. Von der EZB erwarten wir keine weitere Leitzinssenkung. Derweil sehen wir leicht steigende Renditen. Bei Ihnen, liebe Kunden, bedanke ich mich für Ihr Interesse an unserer Arbeit! Ich wünsche Ihnen eine gewinnbringende Lektüre des Kapitalmarktkompass' und ein erfolgreiches Jahr 2026!

Die wichtigsten Termine im Dezember

KW49							KW50							KW51							KW52							KW1						
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	Mo	Di	Mi				
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				
	2.12.	EWU-Inflation November																																
		3.12.	US-Arbeitsmarkt: ADP-Report November																															
				5.12.	Rating Review Österreich und Belgien (Fitch)																													
									10.12.	Fed-Zinsentscheid (inkl. neuer Leitzinsprojektionen)																								
										11.12.	Ecofin-Treffen																							
											12.12.	Rating Review Finnland (Moody's®)																						
														Dez.	US Supreme Court entscheidet voraussichtlich über Rechtmäßigkeit der reziproken US-Zölle																			
														16.12.	US-Arbeitsmarktbericht November																			
															17.12.	ifo-Geschäftsklima Dezember																		
																18.12.	EZB-Zinsentscheid (inkl. neuer Stabsprojektionen für Wachstum und Inflation)																	
																18.12.	US-Inflation November																	
																18./19.12.	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs																	
																						23.12.	US-BIP Q3											

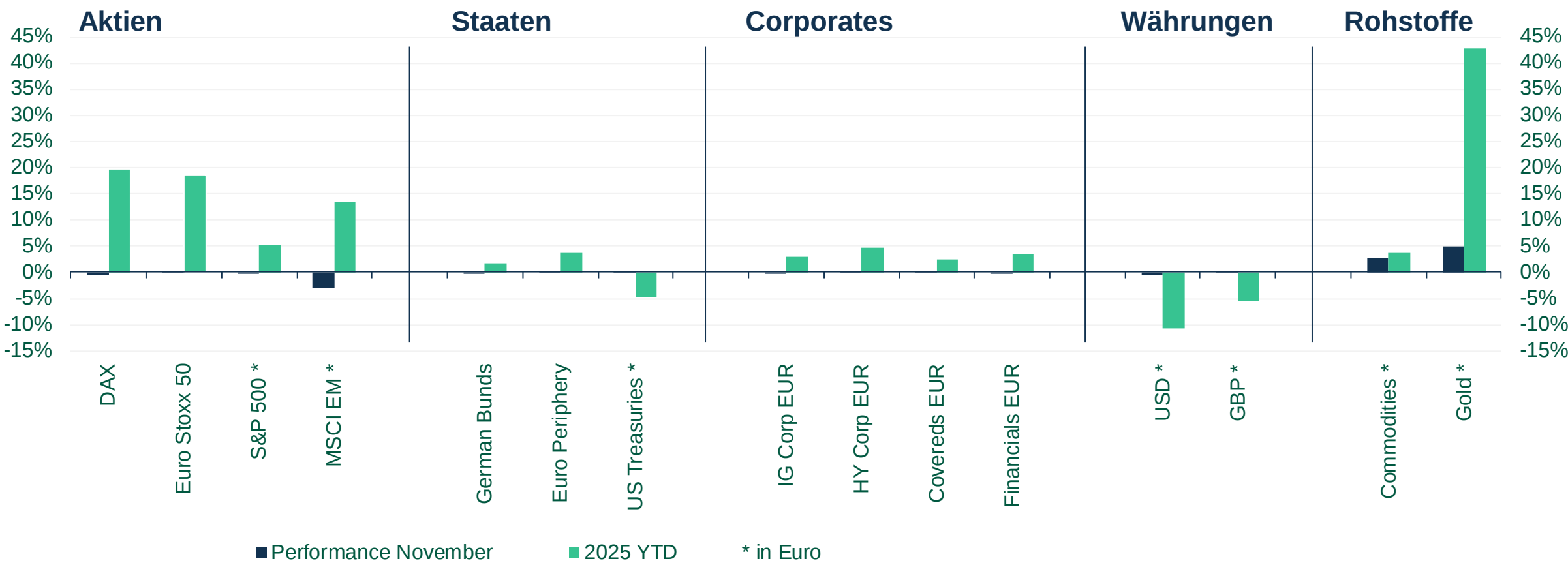
- Die letzte Fed-Zinsentscheidung des Jahres steht auf der Kippe. Zudem stehen die neuen Leitzinsprojektionen im Fokus.
- Die EZB dürfte ihren Leitzins zum vierten Mal in Folge unverändert lassen. Das Augenmerk liegt auf den neuen Stabsprojektionen.
- Das oberste US-Gericht entscheidet voraussichtlich über die Rechtmäßigkeit der reziproken Zölle von Präsident Trump.
- Die EU-Staats- und -Regierungschefs wollen über die Verwendung eingefrorener russischer Vermögenswerte entscheiden.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Nur Gold performte im November

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

02

Sonderthema

Was alles bei der Fed ansteht

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

Fed:

Wichtige Personalentscheidungen auf der Agenda

Aufbau des Offenmarktausschusses der Fed und Amtszeiten der aktuellen Mitglieder des Direktoriums

FOMC: 12 Mitglieder stimmen gleichberechtigt über Geldpolitik ab

7 Direktoriumsmitglieder
(vom Präsidenten i.d.R. für 14
Jahre ernannt, Bestätigung im
Senat erforderlich. Entlassung
nur "mit Gründen")

Präsident der Federal Reserve Bank of New
York

plus

Die Präsidenten von vier der elf
verbleibenden Fed-Zweigstellen auf jährlich
rotierender Basis

	im Direktorium seit	Amtszeit endet	Anmerkung
Jerome Powell	Mai 2012	Jan 2028	Amtszeit als Vorsitzender bis: 15.05.2026; Entscheidung über Rückzug aus dem Direktorium offen
Christopher Waller	Dez 2020	Jan 2030	Von Donald Trump ernannt
Michelle Bowman	Nov 2018	Jan 2034	Von Donald Trump ernannt
Lisa Cook	Mai 2022	Jan 2038	Schwebendes Verfahren vor dem Supreme Court wegen Abberufungsversuch durch Donald Trump
Philipp Jefferson	Mai 2022	Jan 2036	
Michael Barr	Jul 2022	Jan 2032	
Stephen Miran	Sep 2025	Jan 2026	Füllt Posten, der durch Rücktritt von Adriana Kugler vakant wurde

Quellen: Federal Reserve, LBBW Research

- Suche nach **Nachfolger von Jerome Powell** als Fed Chairman auf der Zielgeraden. Präsident Trump entscheidet **Ende 2025 oder Anfang 2026** über die Besetzung.
- **US Supreme Court** entscheidet in den kommenden Monaten über Klage von Gouverneurin **Lisa Cook** gegen Entlassung durch Donald Trump. Gerichtsanhörung am **21. Januar 2026** könnte Indizien liefern, wohin die Richter tendieren.
- **Ende Februar 2026** laufen turnusgemäß die Amtszeiten der **Präsidenten der regionalen Fed-Zweigstellen** aus. Die Neuberufung oder Bestätigung eines Präsidenten muss vom Fed-Direktorium abgesegnet werden.
- **Stephen Mirans** Interims-Amtszeit endet **Ende Januar 2026**. Die Person, die auf diesen Direktoriumsposten gesetzt wird, ist der potenzielle Powell-Nachfolger.

Suche nach Powell-Nachfolger: Die Kandidaten

Michelle Bowman

- Juristin
- Mitglied des Board of Governors der Fed
- Stellvertretende Vorsitzende für Aufsicht des Board of Governors der Fed
- Zölle übten keinen anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Inflation aus
- Plädierte entgegen FOMC-Mehrheit für Zinssenkung
- Chancen: gering

Christopher Waller

- Ökonom
- Mitglied des Board of Governors der Fed
- Zölle würden nur vorübergehend die Inflation erhöhen
- Zinssenkungen: nötig, um Konjunktur anzukurbeln
- Mahnt trotzdem zur Vorsicht angesichts widersprüchlicher wirtschaftlicher Signale
- Chancen: hoch

Kevin Hassett

- Ökonom
- Leitender Berater und Vorsitzender des Rats der Wirtschaftsberater unter Trump I & II
- Zölle erhöhten nicht die Inflation, weil andere Länder sie zahlen
- Widersprüchliche Aussagen zur Unabhängigkeit der Fed
- Chancen: hoch

Kevin Warsh

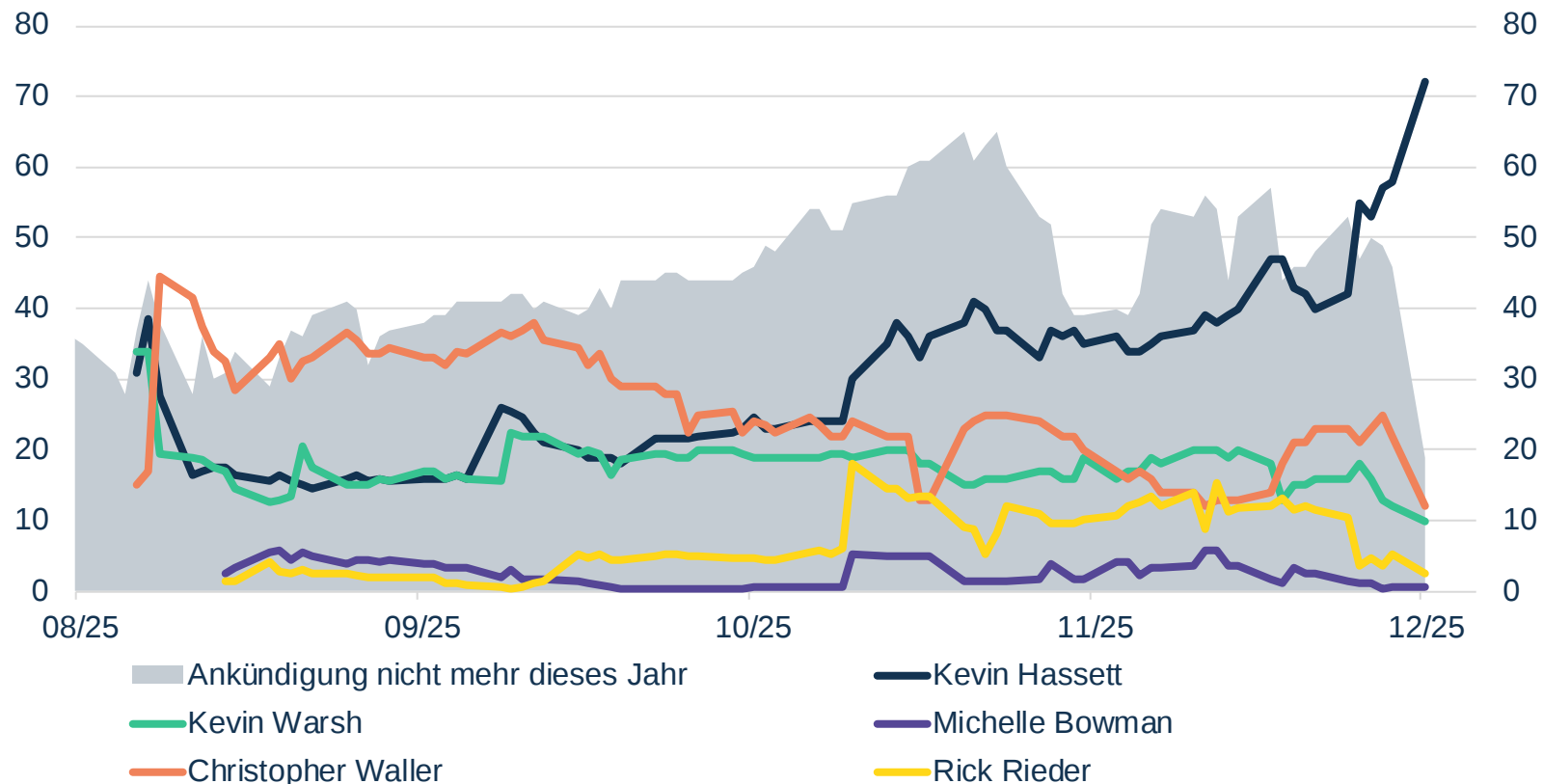
- Jurist
- 2006 bis 2011: Mitglied des Board of Governors der Fed
- Gaststipendiat in Stanford
- Fed würde mit zu hohen Zinsen die Wirtschaft belasten
- In der Vergangenheit wurde er öfters gehandelt für Posten unter Trump
- Chancen: moderat

Rick Rieder

- Finanzökonom
- CIO für globale festverzinsliche Wertpapiere bei BlackRock
- Positiv gegenüber Kryptowährungen
- Keine berufliche Erfahrung innerhalb der Fed
- Zölle würden Wirtschaft nicht belasten
- Chancen: gering

Suche nach Powell-Nachfolger: Wen favorisieren die Wettbörsen?

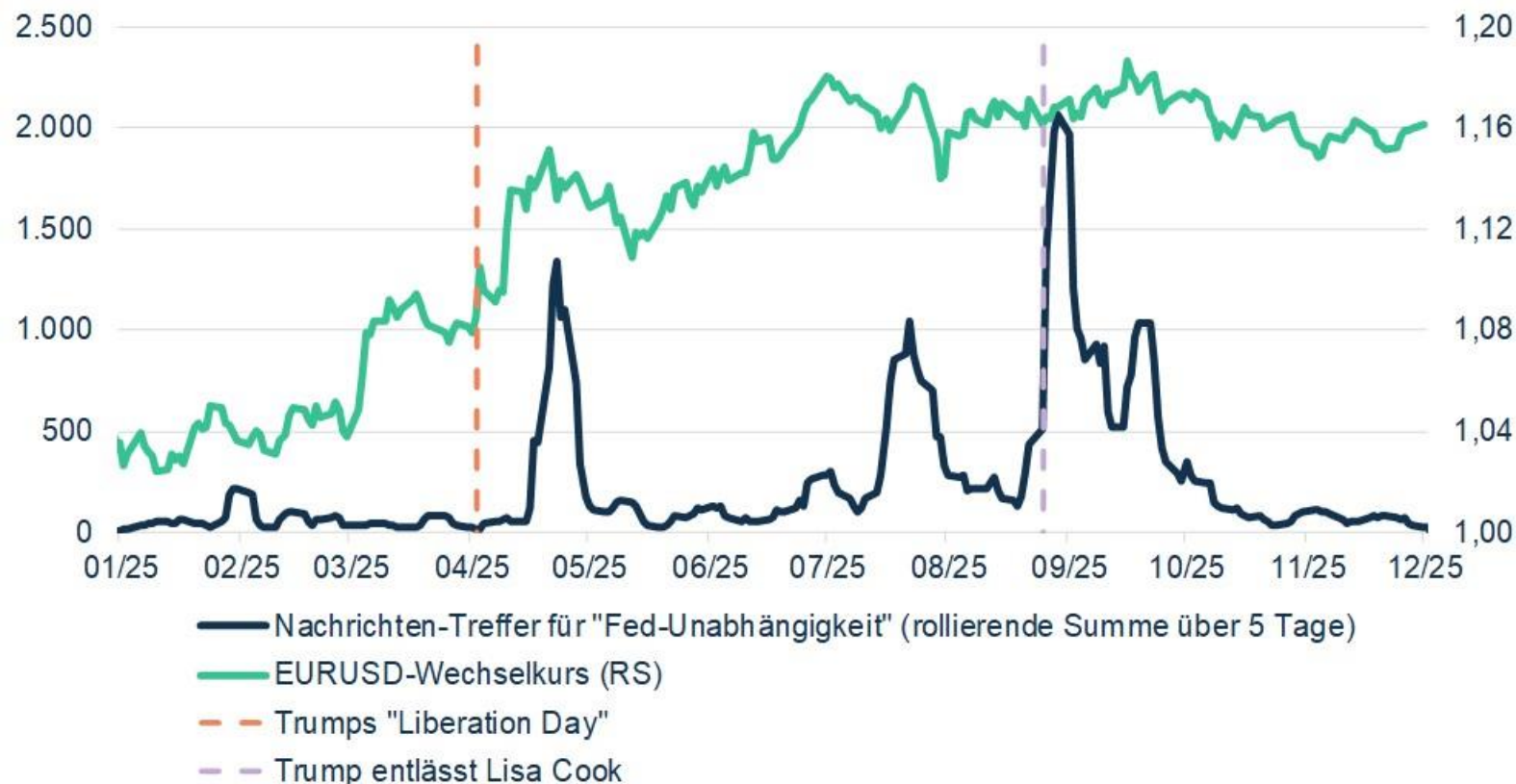
Wahrscheinlichkeiten für Nachfolge von Fed-Chef Powell gemäß Wettquoten (in %)



- Die von Finanzminister Bessent erarbeitete Kandidatenliste für die Powell-Nachfolge liegt Präsident Trump zur Entscheidung vor.
- Kevin Hasset und Kevin Warsh gelten als besonders „Trump-nah“. Hasset wird laut Wettbörsen als Top-Favorit gesehen.
- Fed-Gouverneur Waller hat sich mit dezidiert „dovishen“ Äußerungen zur Geldpolitik seit Monaten in Stellung gebracht. Waller wäre u.E. aus Finanzmarktsicht der beste Kandidat, um das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Fed zu bewahren.
- Blackrock-CIO Rieder ist geldpolitisch ein unbeschriebenes Blatt. Seine Ernennung könnte mithin die Unsicherheitsprämie an den Finanzmärkten merklich erhöhen.
- Die Wettbörsen gehen davon aus, dass Trump seine Entscheidung noch dieses Jahr verkündet.

Weicht die Sorge um die Unabhängigkeit der Fed der Gewohnheit?

Nachrichten-Treffer für „Fed-Unabhängigkeit“ in Bloomberg-Meldungen und EURUSD-Wechselkurs



- Sensibilität der Finanzmärkte für drohenden Verlust an geldpolitischer Unabhängigkeit der Fed scheint im Zeitablauf nachgelassen zu haben.
- Von Trump angestoßene Diskussion über vorzeitige Entlassung Jerome Powells sorgte noch im Frühjahr 2025 für erhebliche Belastung beim US-Dollar und bei den Kursen langlaufender US-Treasuries.
- Reaktion auf Trumps Entlassung der Gouverneurin Lisa Cook (vorläufig von Gerichten geblockt) fiel dagegen vergleichsweise moderat aus.
- => Wir erwarten nicht, dass der Fed ihre Unabhängigkeit formell (d.h. gesetzlich) entzogen wird. Die Gefahr einer schleichenden Erosion durch schwindenden inneren Widerstand gegen Versuche der politischen Einflussnahme ist dagegen erheblich.

Fed: Finale Zinsentscheidung 2025 ist „Close Call“

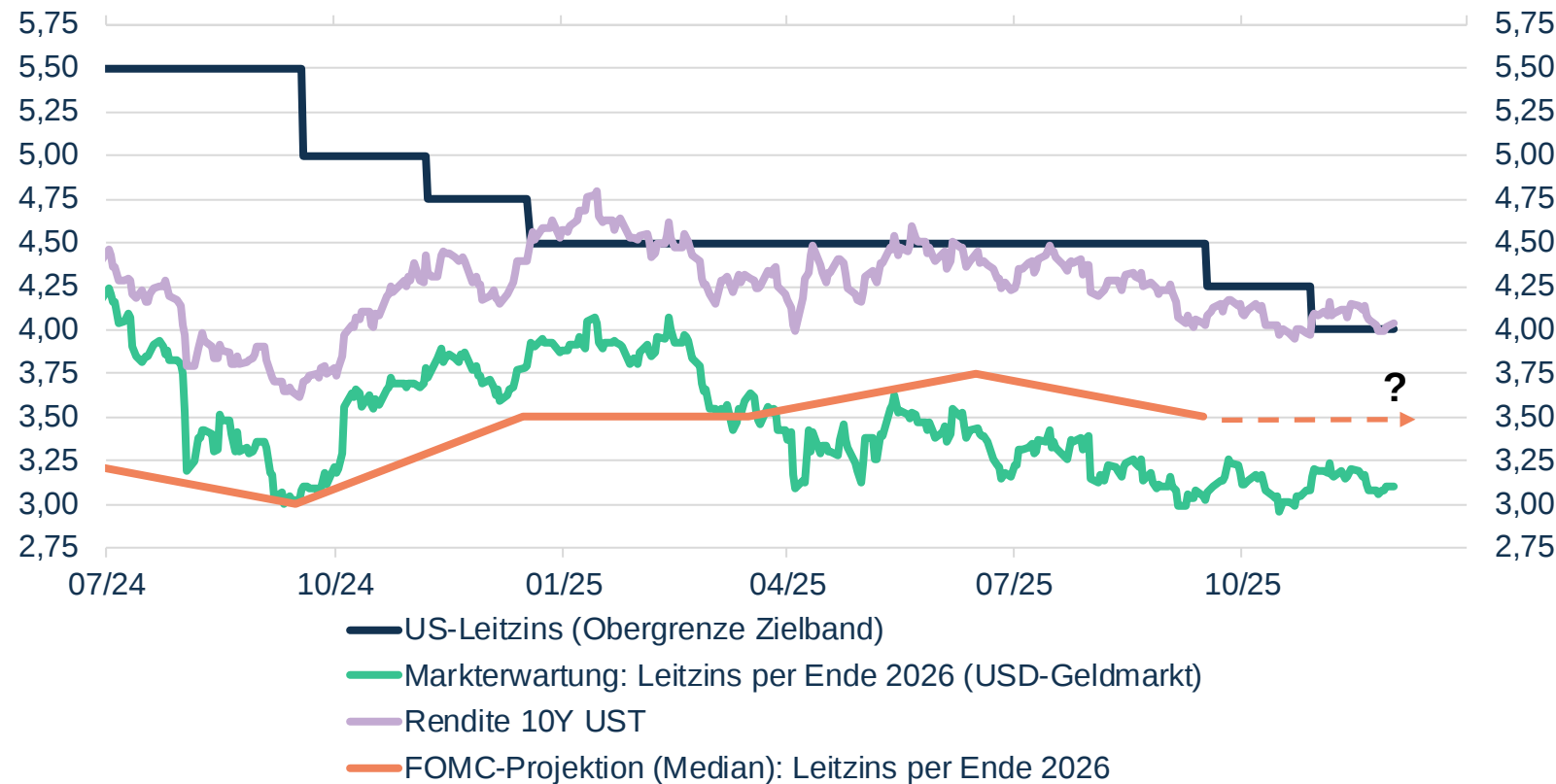
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für mehr als eine Zinssenkung in Q4 2025 und Rendite 10-j. US-Treasuries



- Die Fed-Entscheidung am 10.12. wird aus heutiger Sicht ein enges Rennen.
- Das Fed-Protokoll zur Oktober-Sitzung zeigt ein stark gespaltenes Meinungsbild. Mehrere Fed-Gouverneure argumentierten jüngst für eine weitere Zinssenkung.
- Die aktuellsten US-Arbeitsmarktkindikatoren lassen auf eine weitere leichte Eintrübung der Lage schließen.
- Neuere Inflationsdaten liegen bis zur Fed-Sitzung, wegen eines sehr langen Government Shutdowns, nicht vor.
- => Wir erwarten eine Zinssenkung um 25 Bp. Der ADP-Report für November (03.12.) könnte das Zünglein an der Waage sein. Im Falle einer Senkung dürfte die Wortwahl von Jerome Powell auf eine Pause in Q1 2026 vorbereiten.

US-Rentenmarkt: „Dot Plot“ liefert Fingerzeig für 2026

USD-Leitzins und Markterwartung per Ende 2026 sowie Leitzinsprojektion der Fed



- Die Akteure am US-Rentenmarkt dürften zum Jahresausklang vor allem auf die neuen Leitzinsprojektion der Fed blicken.
- Wir erwarten angesichts zollbedingter Inflationsgefahren nur einen Zinssenkungsschritt für das Jahr 2026 (also insgesamt zwei Schritte bis Ende 2026).
- Der aktuelle „Dot Plot“ stimmt per Ende 2026 mit unserer Prognose überein, während der Marktkonsens mindestens einen Zinssenkungsschritt mehr erwartet.
- => Bestätigung des „Dot Plots“ hätte voraussichtlich eine moderat rentennegative Wirkung, da dies die Hoffnung einiger Marktteilnehmer auf weitere substanzielle Lockerungsschritte dämpfen würde.

03

US-Wachstum steht auf einem (wackeligen) Bein

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

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

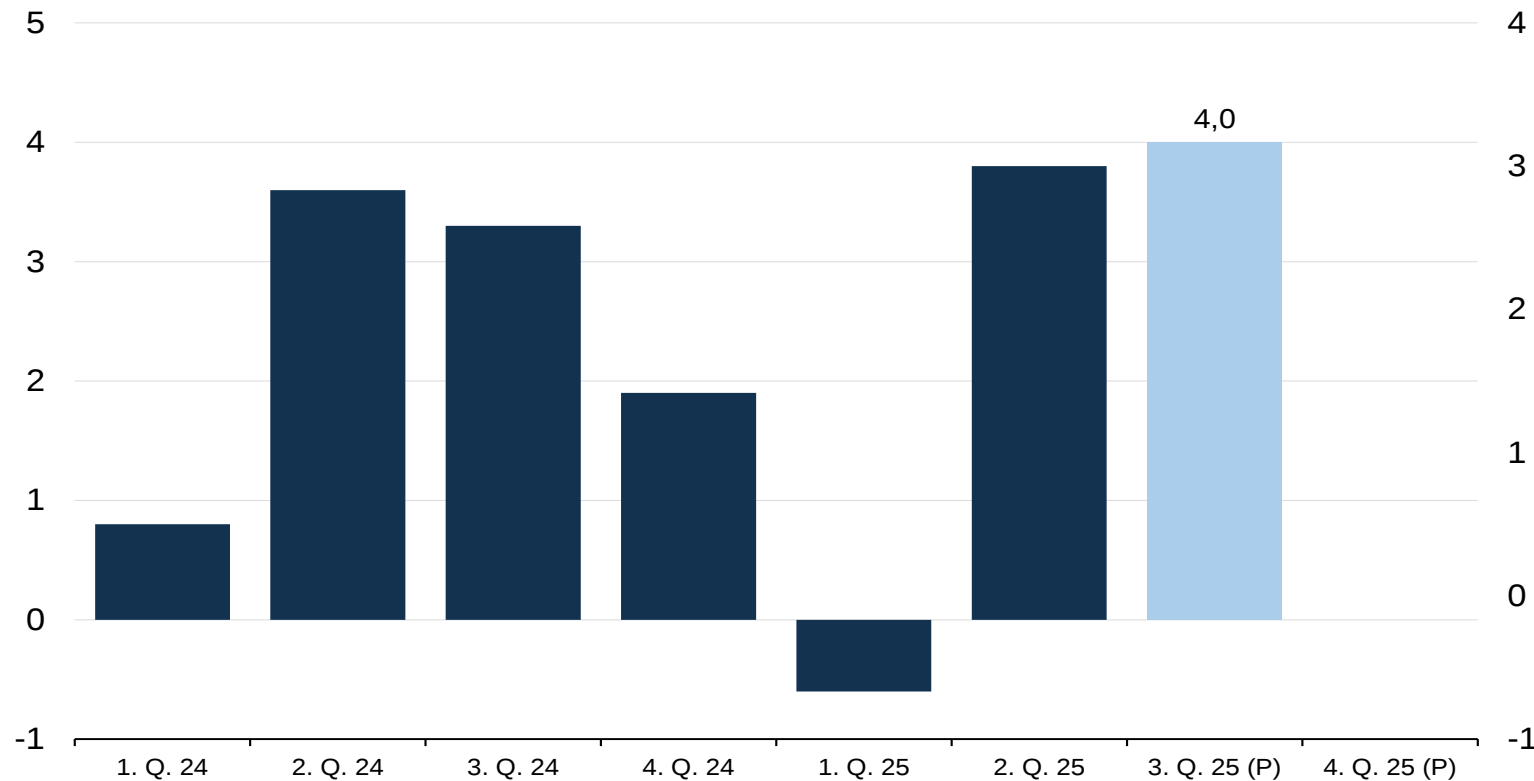
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

Nochmals kräftiges US-Wachstum per 2025 Q3

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate, in %

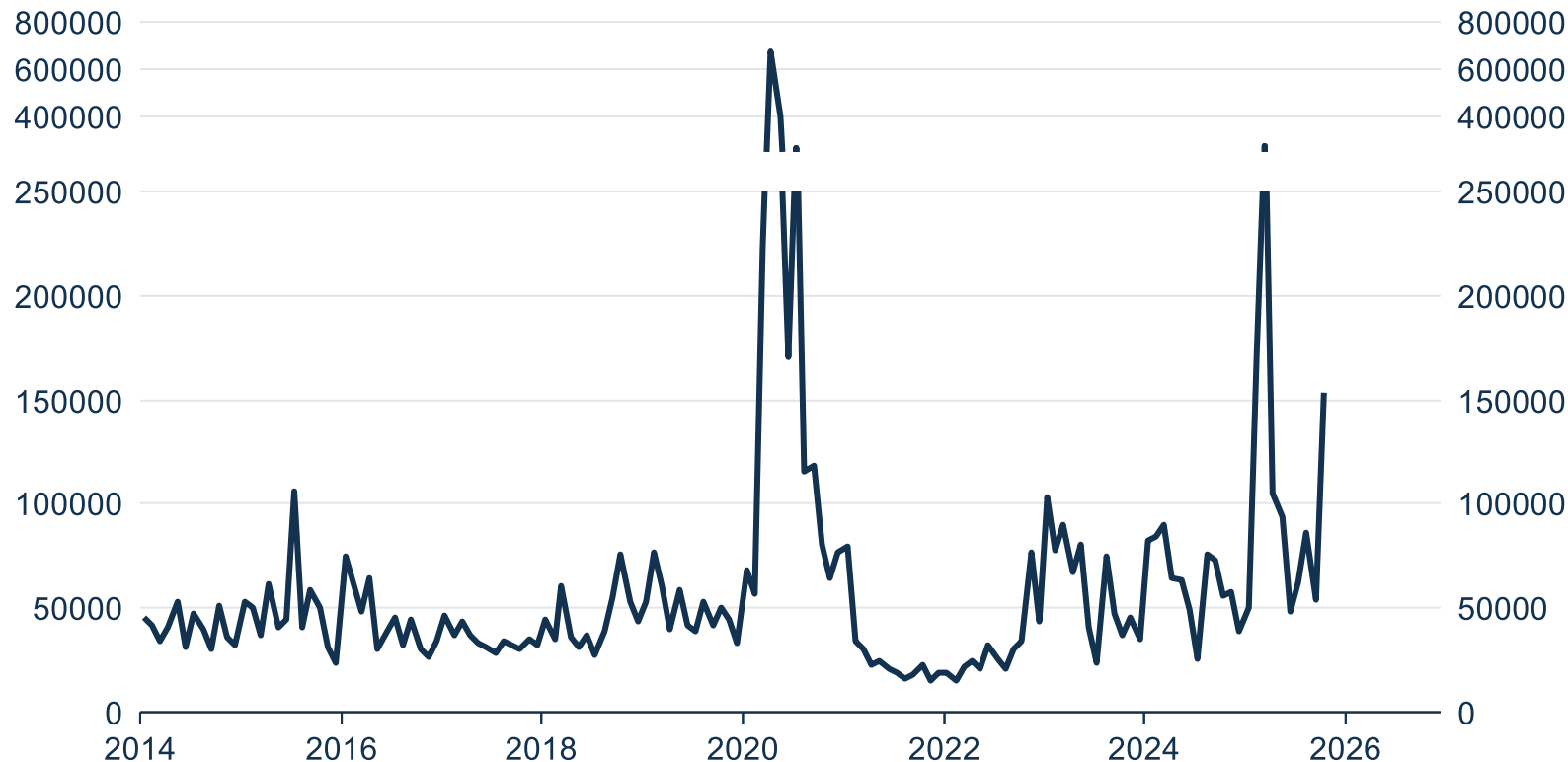


- Die US-Wirtschaft dürfte im dritten Quartal nach unserer Prognose mit einer Jahresrate von 4,0 % zugelegt haben. Hauptträger sollten der persönliche Verbrauch und der Außenbeitrag gewesen sein.
- Nach unserer Prognose wird sich das Wachstum der US-Wirtschaft in den kommenden Quartalen spürbar abschwächen.
- Die US-Wirtschaft mag mit gehörigem Schwung (statistischer Überhang) in das Jahr 2026 starten. Wir haben vor einiger Zeit unsere US-Wachstumsprognose für 2026 von 1,0 % auf 1,5 % angehoben.
- Das BIP für das dritte Quartal wird am 23. Dezember veröffentlicht werden.

US-Unternehmen kündigen Stellenabbau an

Angekündigter Stellenabbau (Challenger, Gray & Christmas)

Nicht-saisonbereinigte Monatswerte

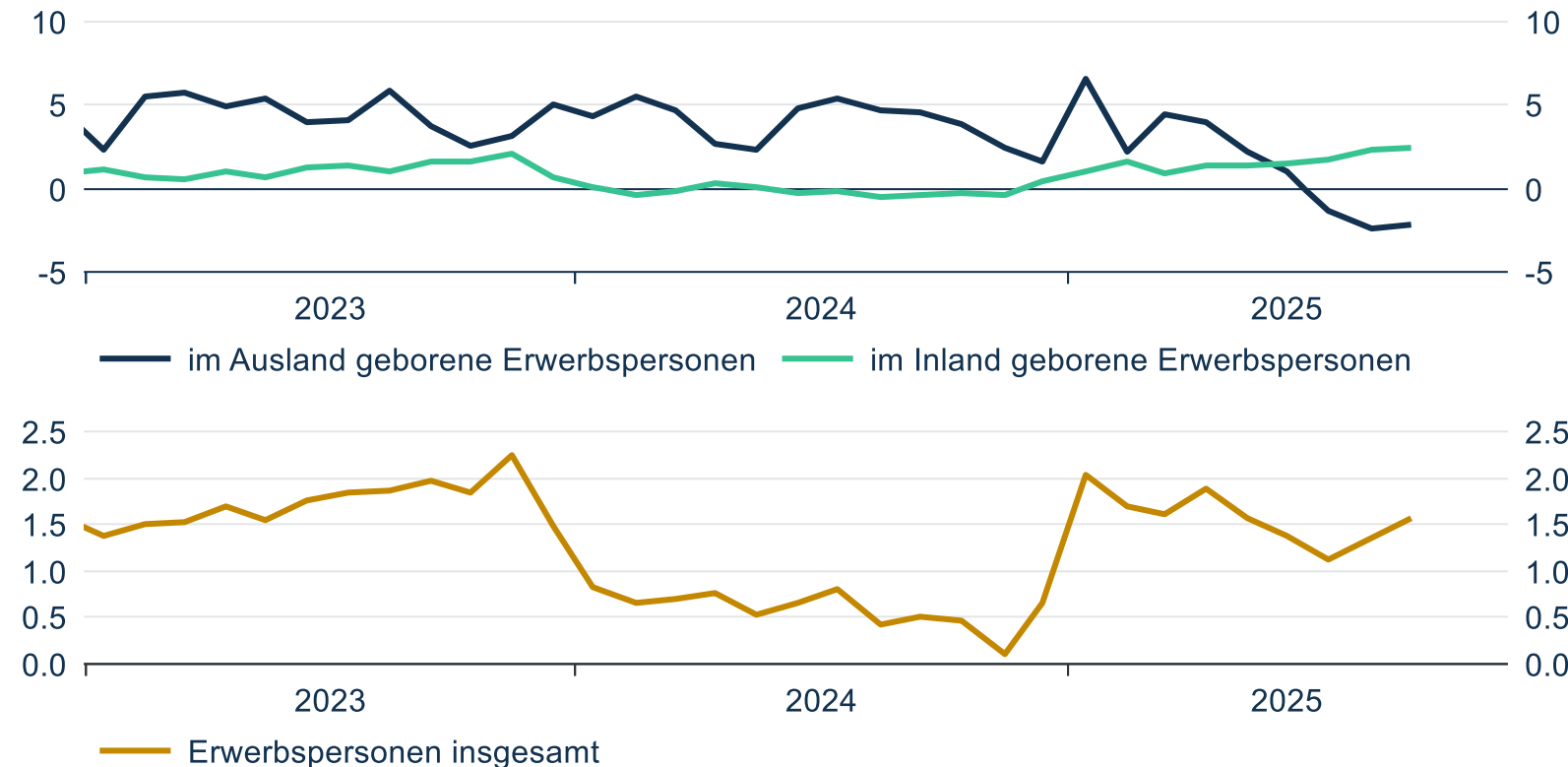


- Im Oktober 2025 kündigten die Arbeitgeber an, deutlich mehr Stellen abzubauen als in den Monaten zuvor.
- Die jüngsten Zahlen beinhalten zwar auch den Stellenabbau infolge des Regierungsstillstandes, dies fällt aber kaum ins Gewicht.
- “October’s pace of job cutting was much higher than average for the month. Some industries are correcting after the hiring boom of the pandemic, but this comes as AI adoption, softening consumer and corporate spending, and rising costs drive belt-tightening and hiring freezes. Those laid off now are finding it harder to quickly secure new roles, which could further loosen the labor market.” (Andy Challenger)

Schwäche am US-Arbeitsmarkt ist nachfrageseitig

Erwerbspersonen

Veränderung gegenüber dem Vorjahreszeitraum, in %

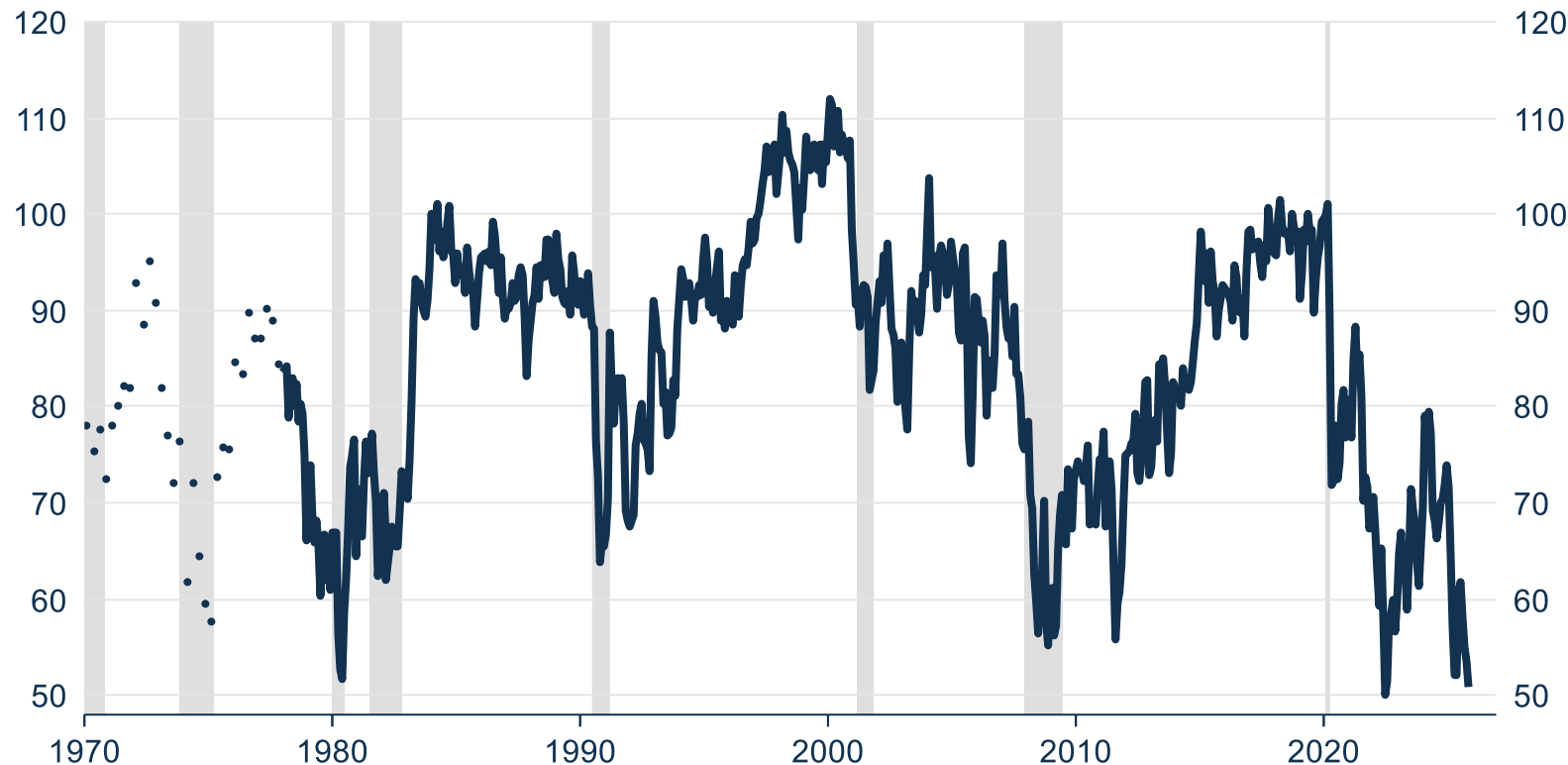


- Die Anzahl der im Ausland geborenen Erwerbspersonen (= Erwerbstätige und Arbeitslose) ist in den zurückliegenden Monaten gefallen. Dies dürfte auf die Maßnahmen der US-Regierung zurückzuführen sein, welche eine vermehrte Rückführung von Personen ohne gültige Aufenthaltsgenehmigung zum Ziel hatten.
- Insgesamt fällt dies nicht ins Gewicht. Die Anzahl der Erwerbspersonen ist im September 2025 um 1,6 % gegenüber dem gleichen Zeitraum im Vorjahr angestiegen.
- Daraus ist zu schließen, daß die derzeitige Schwäche am US-Arbeitsmarkt auf eine mangelnde Nachfrage zurückzuführen ist.
- Dies wiederum spricht dafür, daß die Fed auf ihrer Sitzung im Dezember eine Zinssenkung beschließen dürfte.

Stimmung der Verbraucher im Keller – US-Konjunktur steht nur noch auf einem (wackeligen) Bein

US-Konsumentenstimmung (University of Michigan)

Saisonbereinigte Monatswerte, Index 1966=100

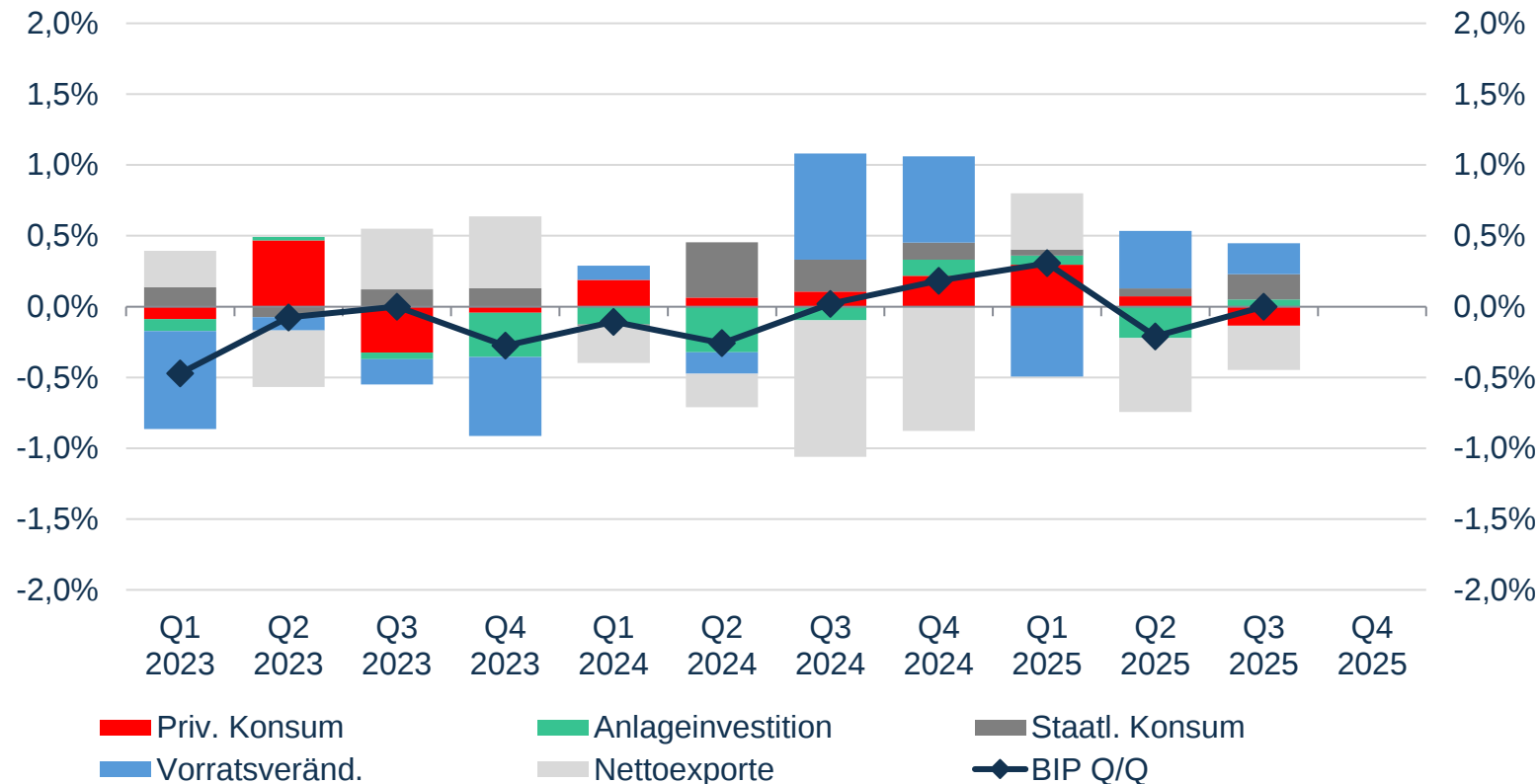


- Der von der University of Michigan erhobene Index der Konsumentenstimmung ist von 53,6 Punkten im Oktober 2025 auf 51,0 Punkte im November 2025 gefallen.
- Damit liegt der aktuelle Indexwert nur noch wenig über dem Allzeittief von 50,0 Punkten, welches im Juni 2022 verzeichnet wurde.
- “By the end of the month, sentiment for consumers with the largest stock holdings lost the gains seen at the preliminary reading. This group’s sentiment dropped about 2 index points from October, likely a consequence of the stock market declines seen over the past two weeks.”
(Joanne Hsu)
- **Die US-Konjunktur steht nur noch auf einem (wackeligen) Bein!**

Deutschland: Staat und Vorräte stützen das BIP

Deutschland: BIP Q/Q und Beiträge der Sektore

Quartalsdaten

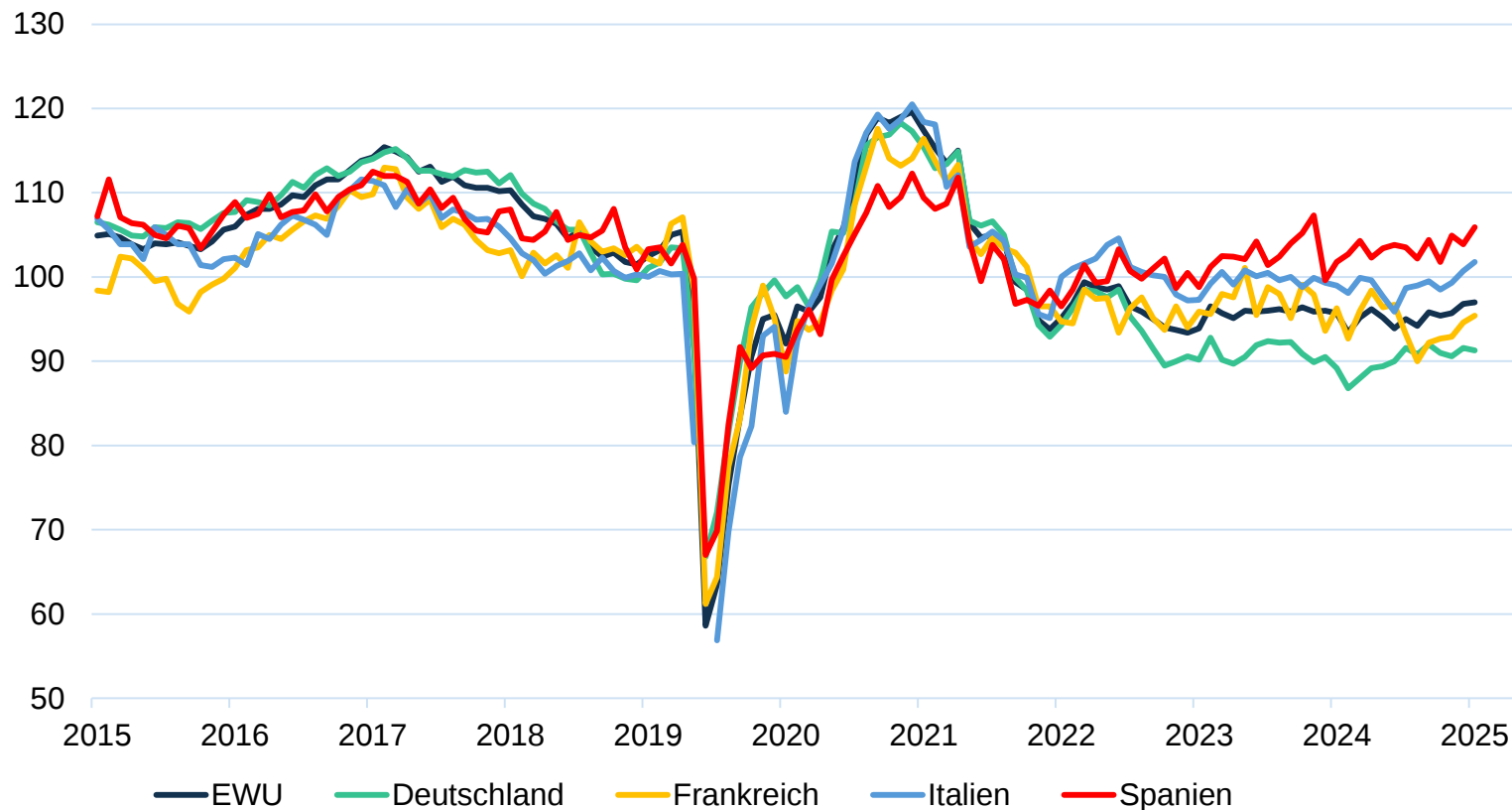


- Das BIP trat im dritten Quartal auf der Stelle – wieder einmal.
- Belastend wirkten der Außenhandel (US-Zollpolitik!) sowie der private Konsum, der in den Quartalen zuvor noch stützend gewirkt hatte.
- Ein Lichtblick war der positive Beitrag der Anlageinvestitionen.

EWU: Deutschland bleibt zurück

Economic Sentiment EWU und große Staaten

Monatswerte

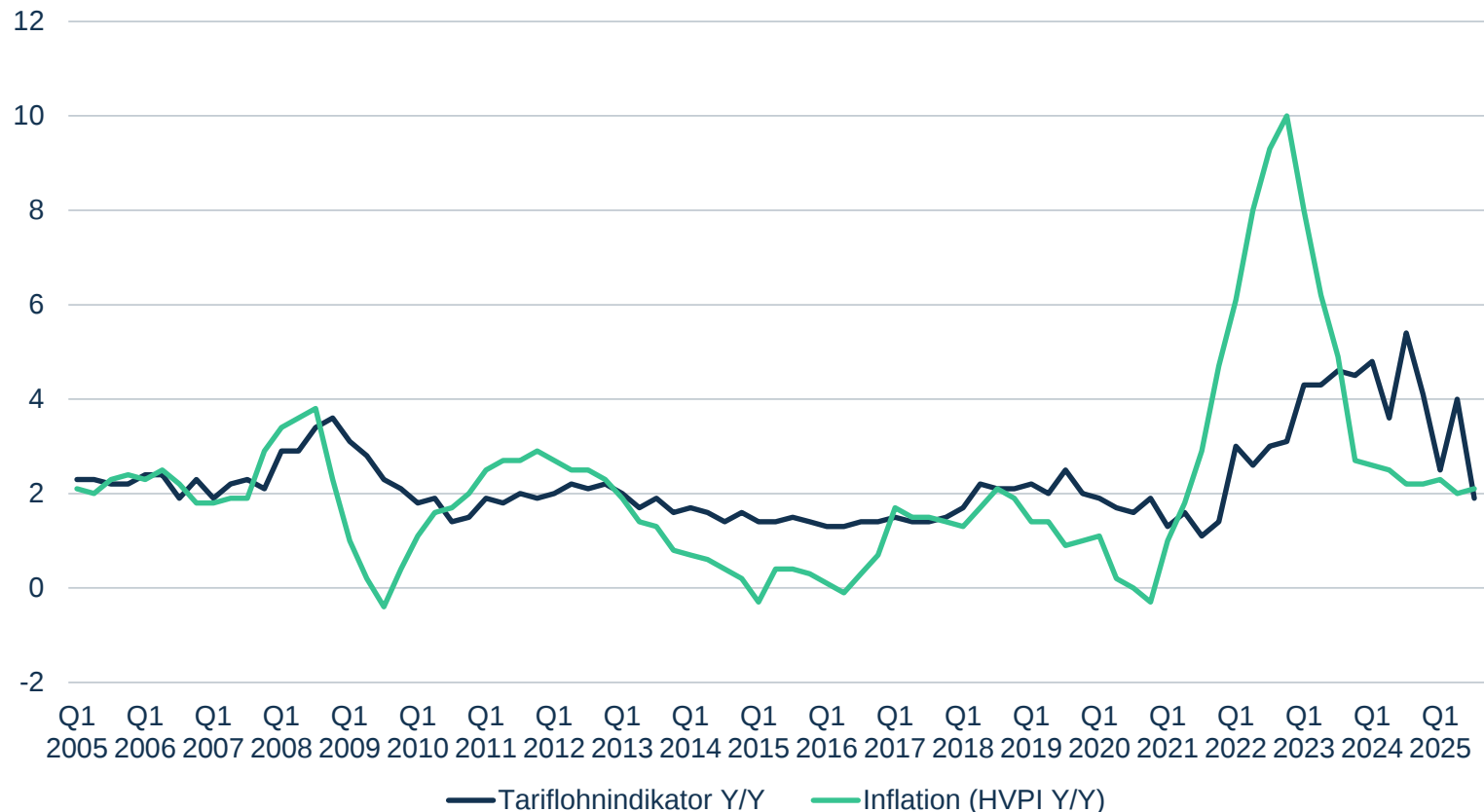


- Im November legte das Economic Sentiment im Euroraum, nach 96,8 Punkten zuvor, auf 97,0 Zähler minimal zu.
- Deutschland blieb auch hier zurück – das Economic Sentiment ging zurück, und zwar von 91,6 Indexpunkten auf 91,3 Zähler.
- Spanien und inzwischen auch Italien liegen über ihrem langfristigen Durchschnitt von 100 Punkten.

EWU: Lohndruck und Inflation gefallen

Euroraum: Tariflohnindikator und Inflation

Quartalswerte



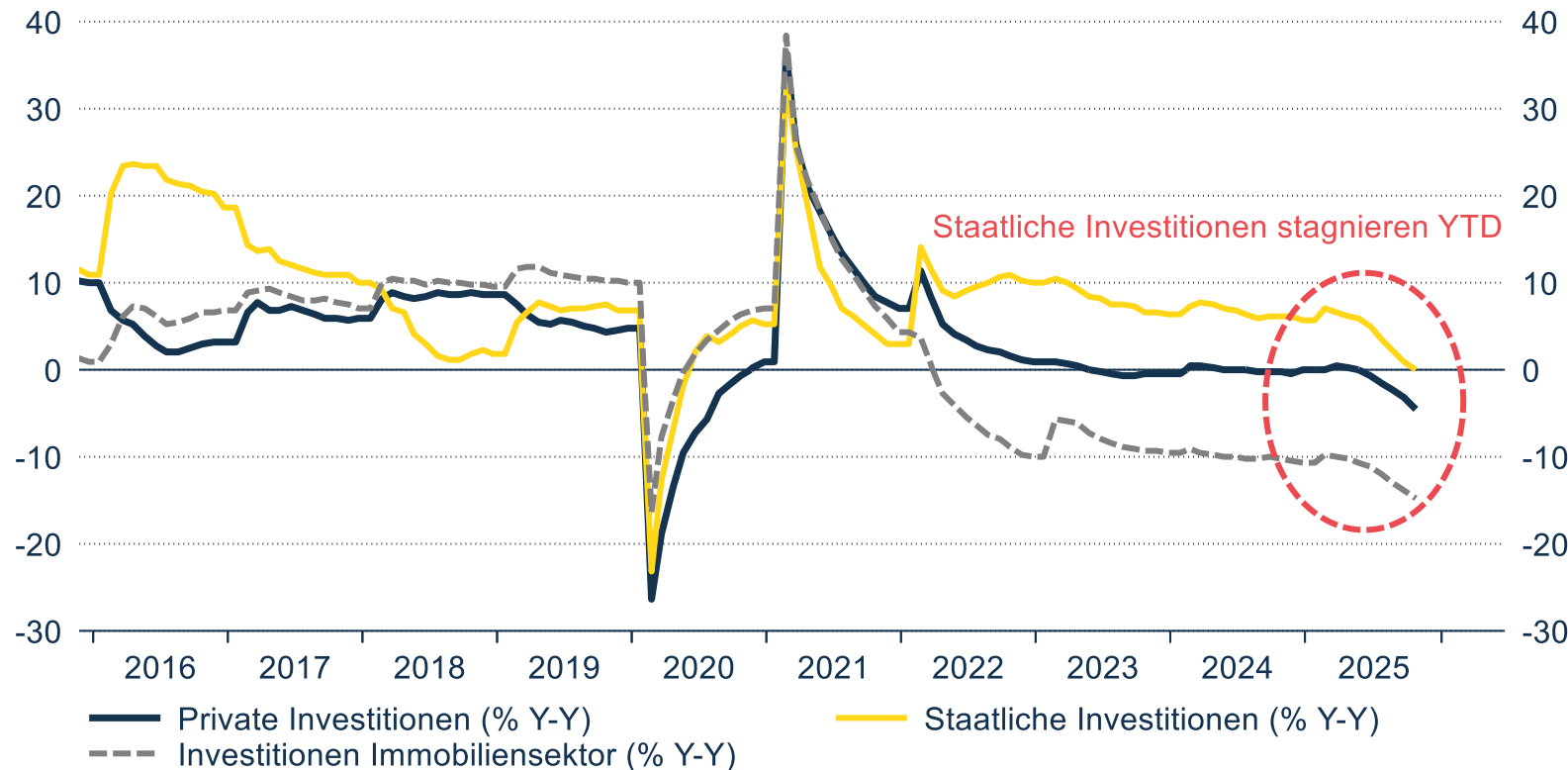
- Die Lohnentwicklung im Euroraum zeigt einen deutlichen sinkenden Lohndruck. Das Aufholen der Reallöhne durch hohe nominale Tariflohnabschlüsse scheint praktisch abgeschlossen.
- Die Inflation liegt im Euroraum um die 2 %.
- Hauptrisiko derzeit sind mögliche Energiepreisschocks und ggf. steigende Nahrungsmittelpreise, aber nicht die Lohnentwicklung.

Quelle: LSEG, LBBW Research

China: Wirtschaft mit deutlicher Abkühlung gegen Jahresende

China: Investitionstätigkeit privat und Staat

in %, YTD



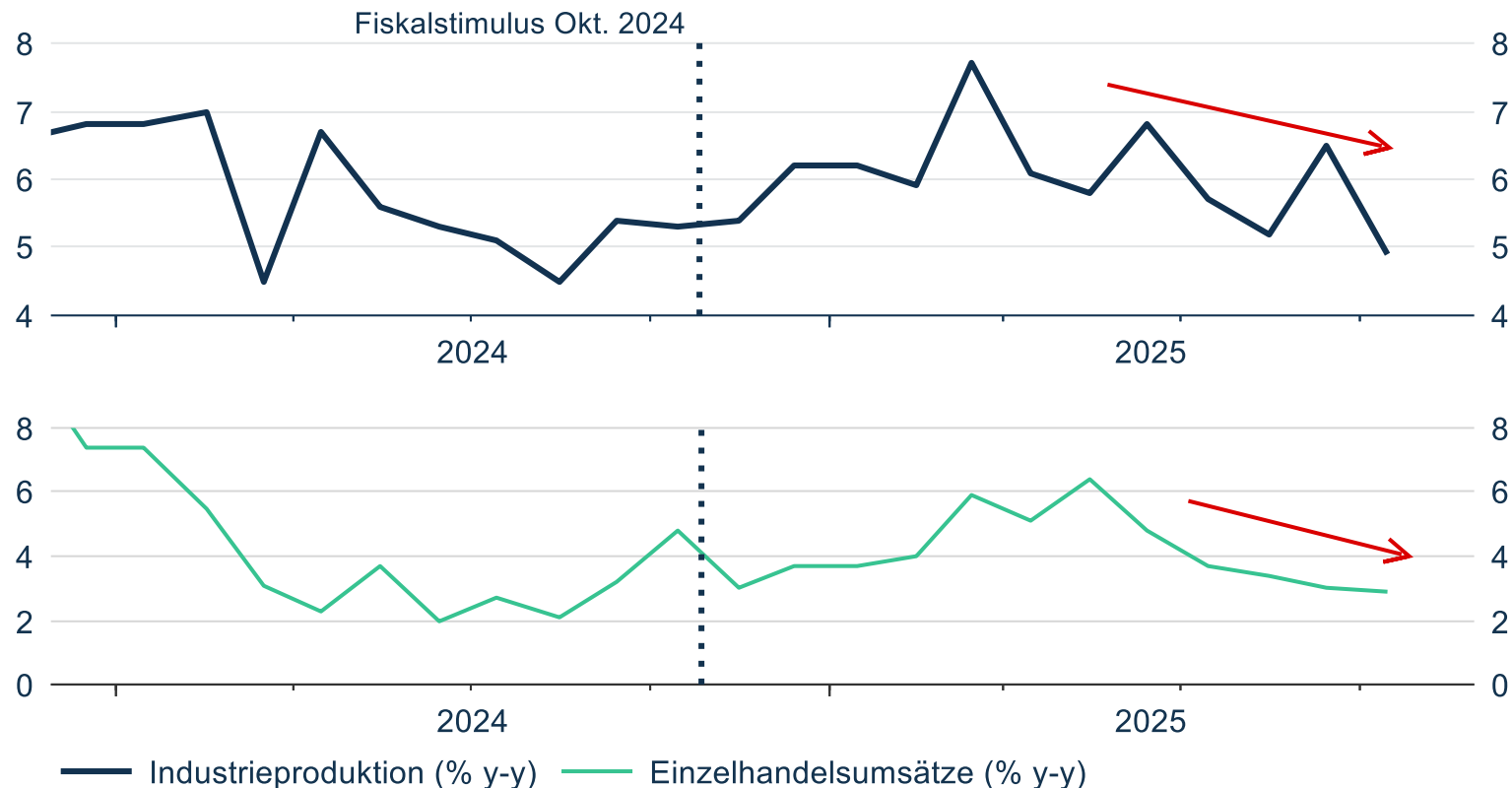
- Die Investitionsdynamik in China verschlechterte sich über den Herbst spürbar.
- In den ersten zehn Monaten des Jahres verzeichneten die Investitionen ein Minus von 1,7 %: der stärkste Rückgang seit Juni 2020.
- Wesentlicher Treiber bleibt zwar der Abschwung am Immobilienmarkt (Immobilieninvestitionen -14,9 % YTD), aber auch die staatlichen Investitionen legen nun im Vergleich zur Vorjahresvergleichsperiode praktisch nicht mehr zu.
- Ein Großteil der fiskalischen Ressourcen fließt derzeit in die Umschuldung der Städte und Gemeinden, wodurch investive Ausgaben verdrängt werden, u.a. im Bau, bei der Infrastruktur und bei öffentlichen Dienstleistungen.
- Zudem führt eine schwache Binnennachfrage zu einer Verschiebung von Investitionsausgaben bei privaten Unternehmen.

Quelle: LSEG, LBBW Research

China: Binnennachfrage als Kernproblem einer schwachen Konjunktur

China: Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze

in %, Y-Y

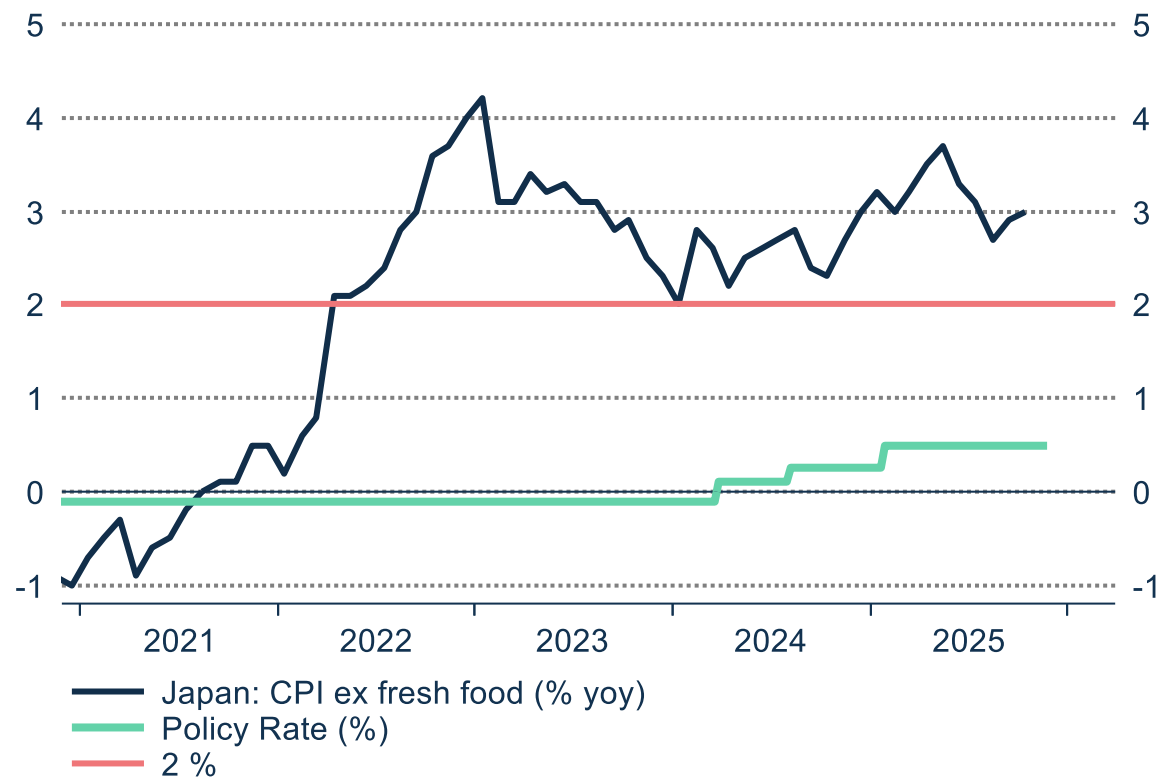


- Zwar entwickelte sich Chinas Industrie über den Herbst besser als im selben Zeitraum des Vorjahres (Oktober: +4,9 %), aber die Dynamik wird v.a. durch exportgetriebene Branchen (Transport, Elektronik, High-Tech) gestützt.
- Die schwache Binnenwirtschaft ist derzeit nicht in der Lage, wesentliche Nachfrageimpulse zu liefern. Die Einzelhandelsumsätze legten zuletzt nur um 2,9 % zu.
- Während in früheren Phasen noch Subventionen und staatliche Kaufanreize den Konsum stützten, blieben ähnliche Konjunkturmaßnahmen im Herbst 2025 aus.
- Abgesehen von etwaigen Stabilisierungsmaßnahmen im Immobiliensektor dürfte die Regierung erst Anfang 2026 wieder zu Konjunkturstützen bereit sein.

Japan: Zinserhöhung im Dezember wahrscheinlich

Inflationsrate „ex fresh food“ und Leitzins

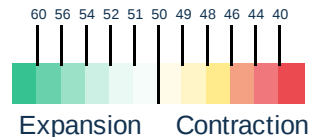
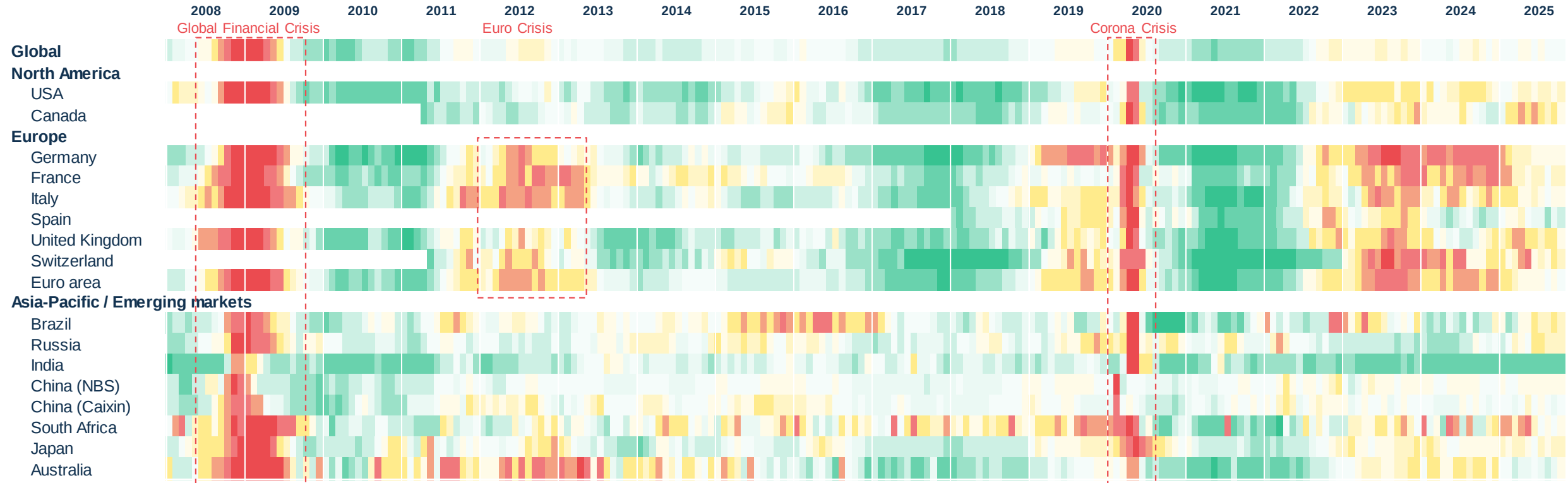
in %



- Die Inflationsrate „ex fresh food“ liegt mit zuletzt 3,0 % weiterhin deutlich über der BoJ-Zielmarke von 2 %. In Verbindung mit der Schwäche des Yen, die für steigende Importpreise mitverantwortlich zeichnet, wäre eine weitere Zinserhöhung längst fällig.
- Die Notenbank zögert noch, weil sich die neue Premierministerin Japans, Sanae Takaichi, öffentlich klar gegen höhere Zinsen ausgesprochen hat.
- Der BoJ steht es frei, dennoch die Zinsen anzuheben. Die Kaufkraft der Konsumenten leidet unter dem Preisanstieg, und die USA setzen Japan wegen eines schwachen Yen unter Druck. Die Trump-Regierung sieht in einer schwachen japanischen Währung eine der Ursachen für das US-Handelsdefizit mit Japan.
- Sehr vieles spricht dafür, dass auf der BoJ-Sitzung am 19. Dezember eine Zinserhöhung um 25 BP beschlossen wird. Dies entspricht auch unserer Prognose.
- Der Yen sollte dadurch mehr Unterstützung erfahren und sich in Richtung EURJPY 175 erholen. Andernfalls stünde eine Abwertung auf EURJPY 185 zu befürchten.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Globale Einkaufsmanager-Indizes im verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

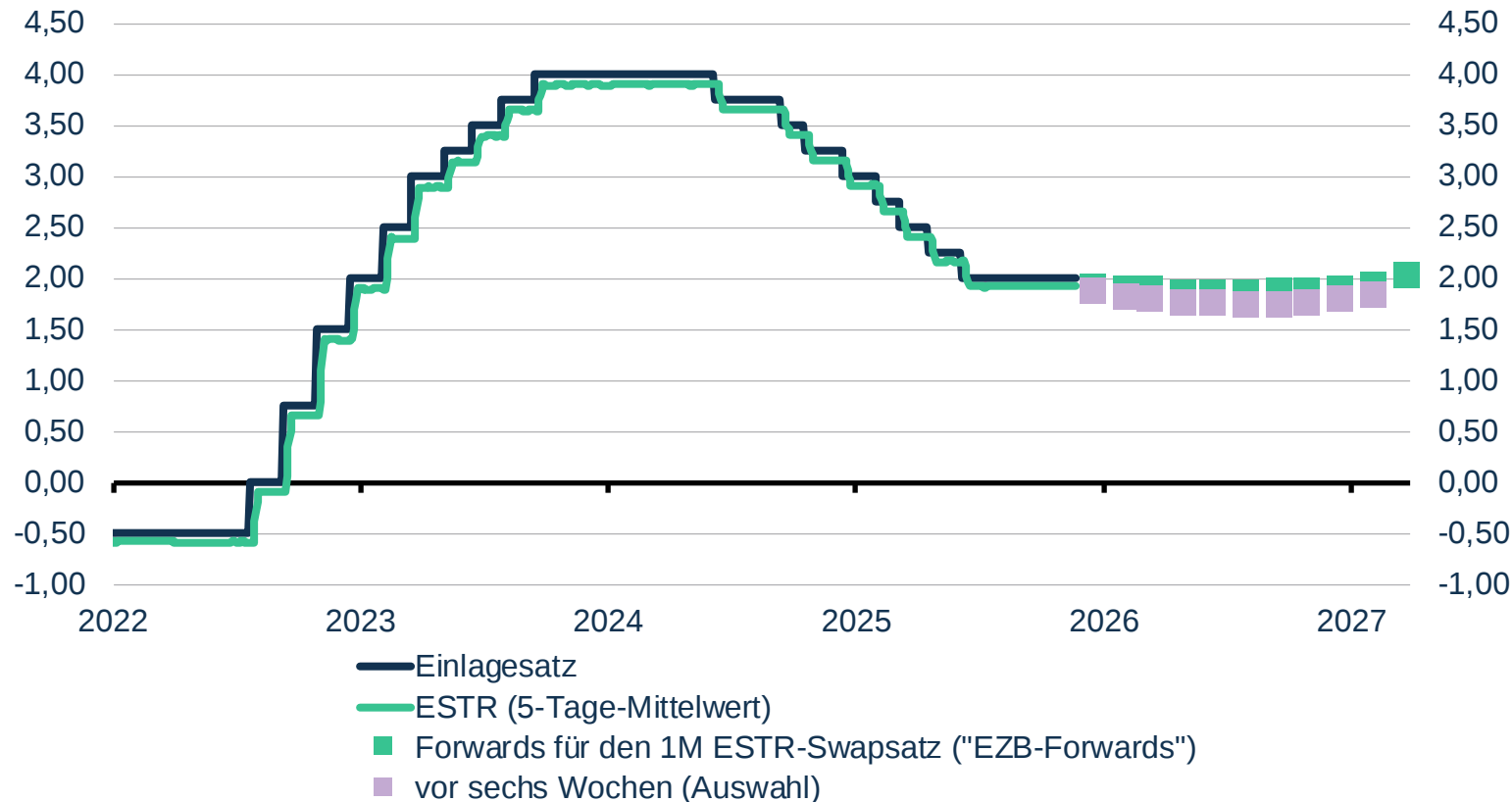
04

Zinsen: Neue Angebots- welle in Sicht

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

EZB: Überraschungen auf der finalen Ratssitzung wenig wahrscheinlich

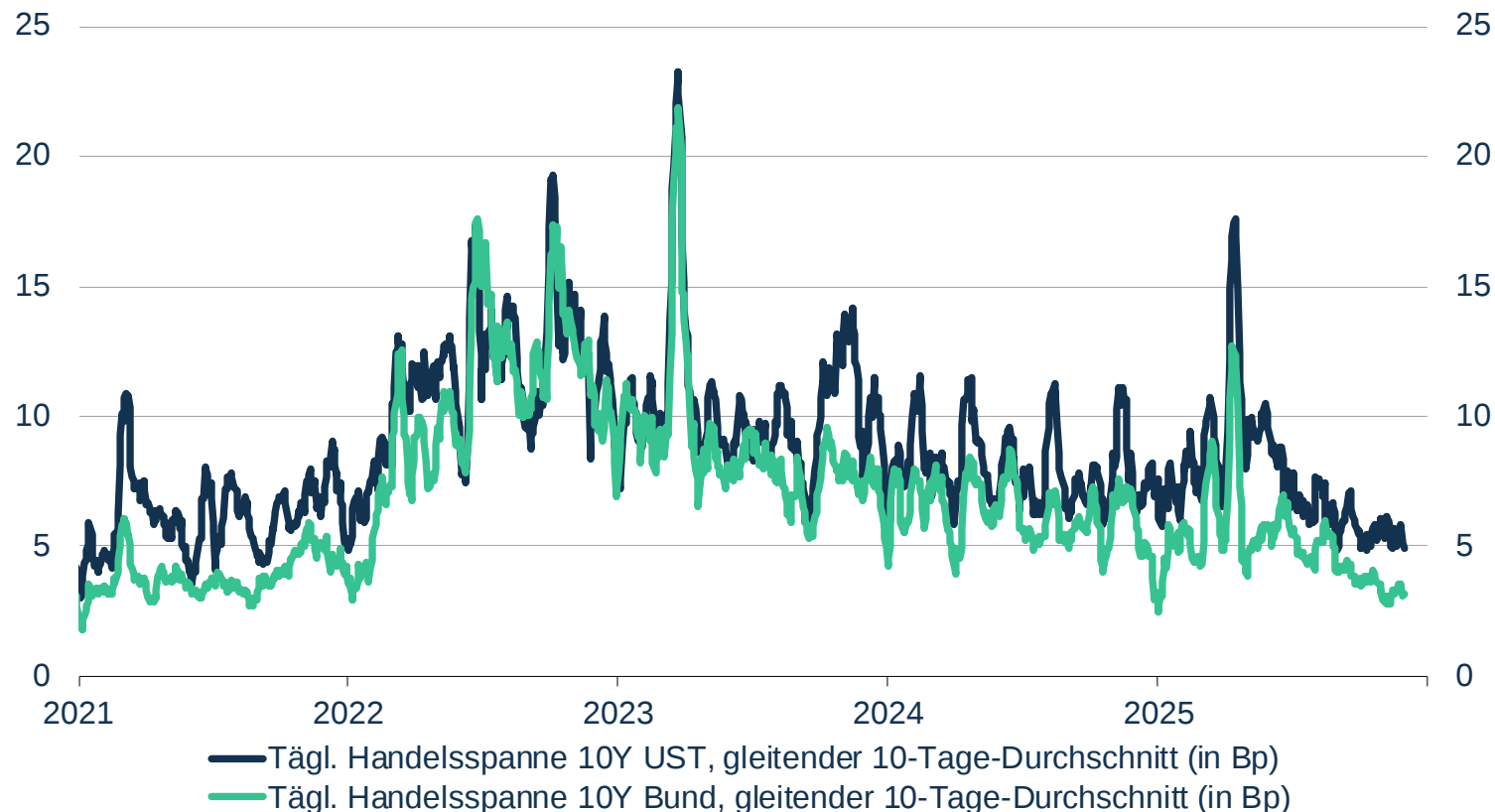
EZB-Einlagesatz, EUR-Tagesgeldsatz und Markterwartungen



- Die Einschätzung, wonach die Geldpolitik **aktuell „gut positioniert“** sei, scheint derzeit relativ einhellig im EZB-Rat zu sein.
- Zahlreiche EZB-Vertreter, darunter Bundesbankchef Nagel, betonten zwar, dass die Dezember-Entscheidung „offen“ sei. **Derzeit deutet u.E. aber wenig auf die ernsthafte Erwägung einer Zinssenkung hin.**
- Neue Stabsprojektionen für die Inflation dürften am 18. Dezember im Fokus stehen.
- Sollten die Projektionen ein **länger anhaltendes Unterschließen der 2 %-Marke** avisieren, bekämen Zinssenkungsspekulationen mit Blick auf 2026 neue Nahrung.
- Wir halten an unserer Prognose unveränderter Leitzinsen bis Ende 2026 fest.

EUR-Rentenmarkt: Volatilität erreicht Vierjahrestief

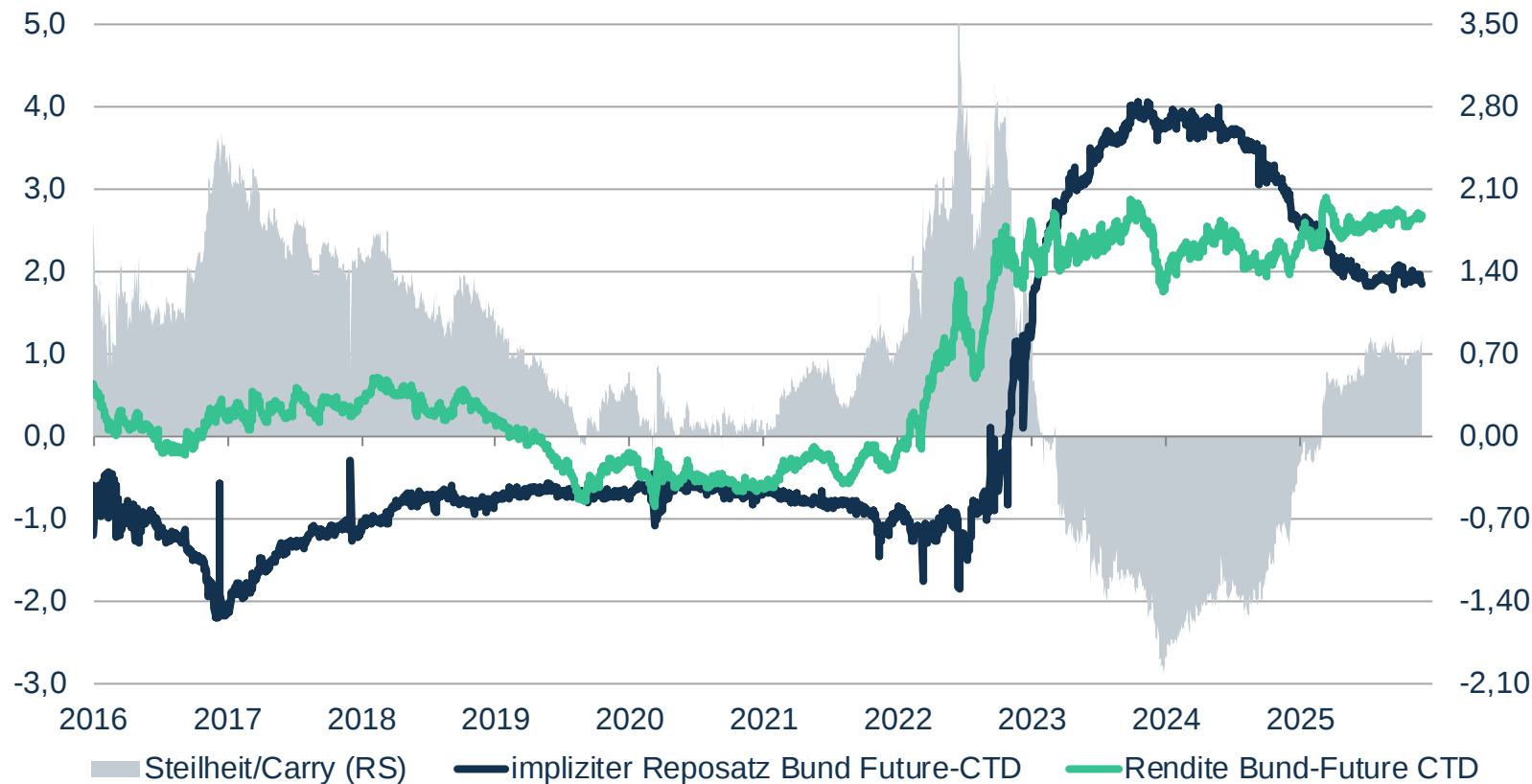
Gleitender Durchschnitt der täglichen Handelsspannen für 10-jährige Staatsanleiherenditen (in Bp)



- 10Y Bundrendite nach „Ausreißer“ zur Unterseite wieder zurück in sehr enger Q3-Handelsspanne zwischen 2,60 % bis 2,80 %.
- Tägliche Renditeschwankungen erreichten im November den niedrigsten Wert seit Mitte 2021 (ausgenommen die traditionell handelsarmen Zeiten um den Jahresultimotermi).
- Extrem niedrige Vola fördert u.E. die Bereitschaft der Anleger zur Risikonahme.
- **Zugleich steht dies im deutlichen Kontrast zu den Risiken, die von der Geopolitik einerseits und einem anhaltenden Anstieg der staatlichen Verschuldung andererseits ausgehen.**
- => Ist die niedrige Vola Ausdruck einer Ruhe vor dem nächsten Sturm?

EUR-Rentenmarkt: Carry als Kursstütze?

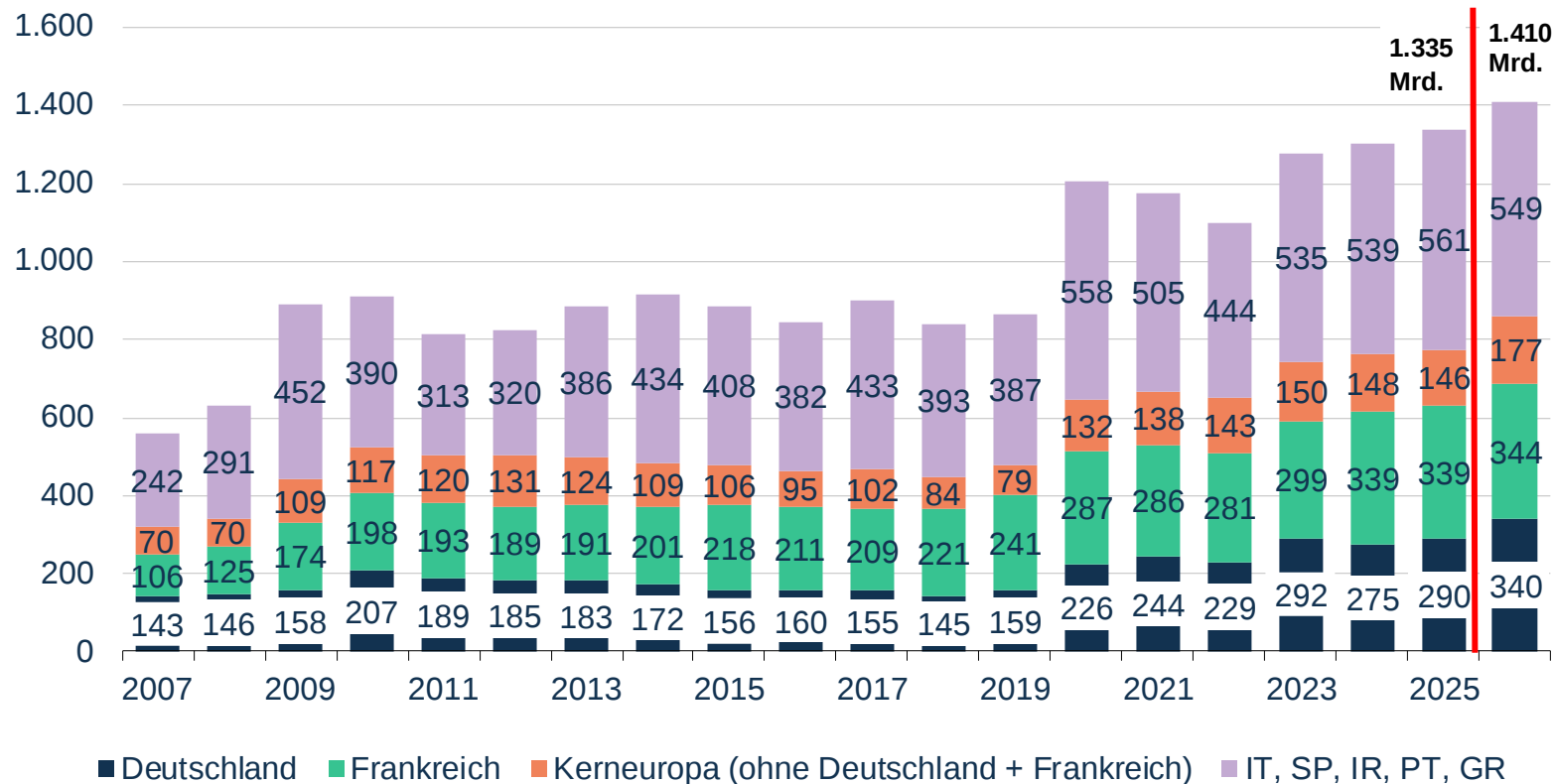
Rendite und impliziter Reposatz für Bund-Future-CTD



- Der Carry einer Long-Position im Bund-Future hat sich in den vergangenen Monaten vorläufig auf einem Plateau von rund 0,75 %-Punkten eingependelt: das höchste Niveau seit Anfang 2023.
- Der Wert liegt knapp über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre (0,60 %).
- Die Kombination aus starkem Carry-Anstieg (= Kurvenversteilerung) seit Jahresbeginn 2025 und niedriger Vola könnte u.E. durchaus **auf manche Marktakteure verführerisch wirken – sprich: die Anziehungskraft von Long-Positionen in langlaufenden Anleihen erhöhen.**

EUR-Rentenmarkt: Angebotsdruck erreicht 2026 neuen Höchststand

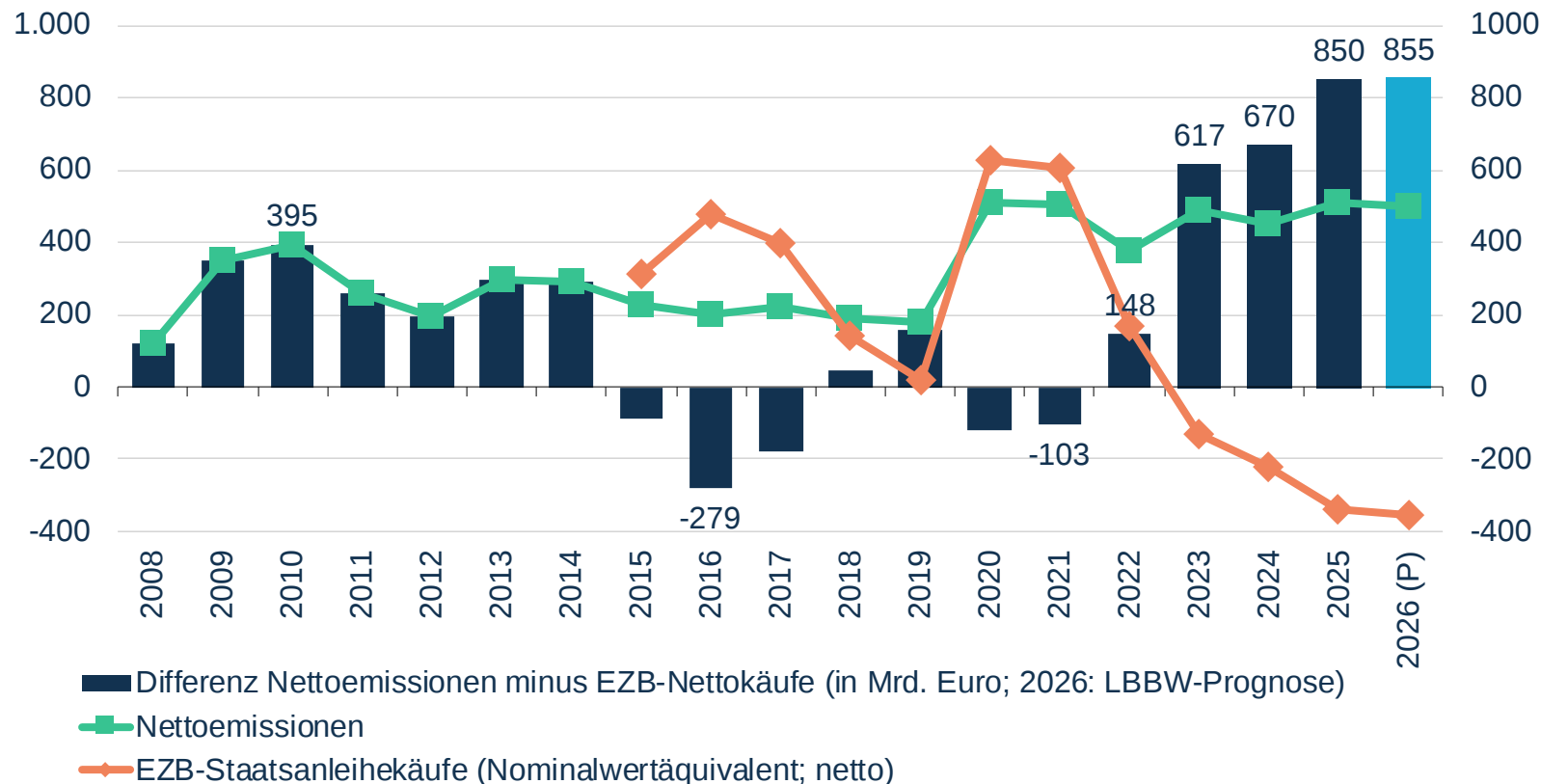
Bruttoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt seit 2007 nach Segmenten (in Mrd. Euro; 2026: LBBW-Prognose)



- Der Angebotsausblick legt u.E. eine Fortsetzung der mauen Kursentwicklung am Staatsanleihemarkt im Jahr 2026 nahe.
- Die Rekordfahrt der Jahre 2023 bis 2025 bei den Bruttoemissionen am Kapitalmarkt dürfte sich im kommenden Jahr nach unserer Prognose fortsetzen.
- Ursächlich hierfür ist ein stark steigender Refinanzierungsbedarf der Staaten, resultierend aus Fälligkeiten (+10 % Y/Y).
- In Deutschland sorgen u.E. zudem schuldenfinanzierte Investitionsprogramme der Bundesregierung für deutlich steigende Nettoemissionen am Anleihemarkt.
- Da der Nettofinanzbedarf der Euro-Staaten in Summe in etwa stabil bleiben dürfte, resultiert u.E. ein Plus beim Bruttoangebot in Höhe von 6 % Y/Y.

EUR-Rentenmarkt: „Effektive“ Nettoemissionen verharren auf Rekordhoch

Netto-Staatsanleiheemissionen und EZB-Nettoanleihekäufe seit 2008 (in Mrd. Euro; 2026: LBBW-Prognose)



- Bzgl. der Netto-Staatsanleiheemissionen aus dem Euroraum ist keine Entlastung für die Staatsanleihekurse abzusehen.
- Das Quantitative Tightening (QT) der EZB entzieht dem Markt im Jahr 2026 in Summe mindestens ebenso viel Nachfrage wie im Jahr 2025.
- Seit Anfang 2025 hat die EZB ihre Reinvestitionen aus sämtlichen Kaufprogrammen eingestellt. Änderungen sind beim QT bis auf weiteres nicht zu erwarten.
- Unter Annahme negativer EZB-Nettokäufe von 355 Mrd. Euro (an Staatsanleihen) verharren die „effektiven“ Nettoemissionen (Nettoemissionen minus EZB-Nettokäufe) auf dem Rekordniveau des Jahres 2025!

EUR-Renditekurve: Versteilerung dürfte sich fortsetzen

Renditen 2-jähriger und 10-jähriger Bundesanleihen mit LBBW-Prognosen

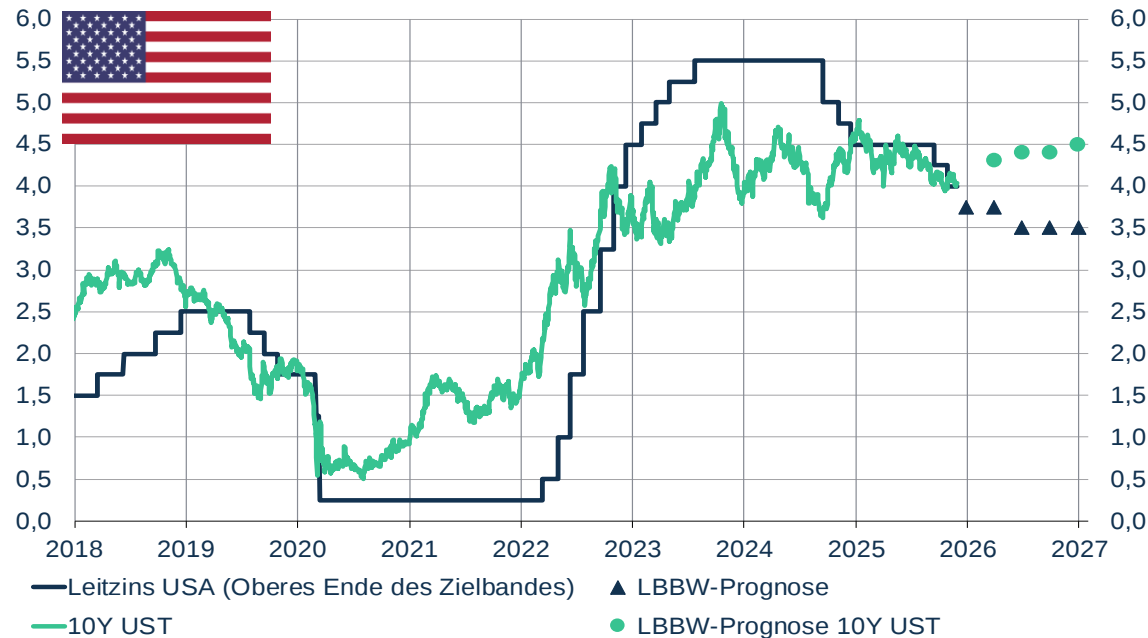


- Die Kombination aus weiter steigendem Angebotsdruck (v.a. bei Bundesanleihen) und fortgesetztem Quantitative Tightening spricht für höhere Laufzeitprämien am langen Ende der Zinskurve.
- Zudem ändern niederländische Pensionskassen ab 2026 sukzessive ihre Anlagestrategie in Reaktion auf eine Gesetzesänderung. Dies dürfte tendenziell zulasten langlaufender Staatsanleihen und zugunsten höherrentierlicher Assets gehen.
- Reduzierte Marktliquidität um den Jahreswechsel kreiert in diesem Zusammenhang ein Risiko erhöhter Marktvolatilität.
- In Summe begründen die genannten Argumente unsere Prognose einer fortgesetzten Versteilerung der EUR-Zinskurve.

Fazit: Moderate weitere Lockerung der Fed-Politik; 10Y Bundrendite mittelfristig in Richtung 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %

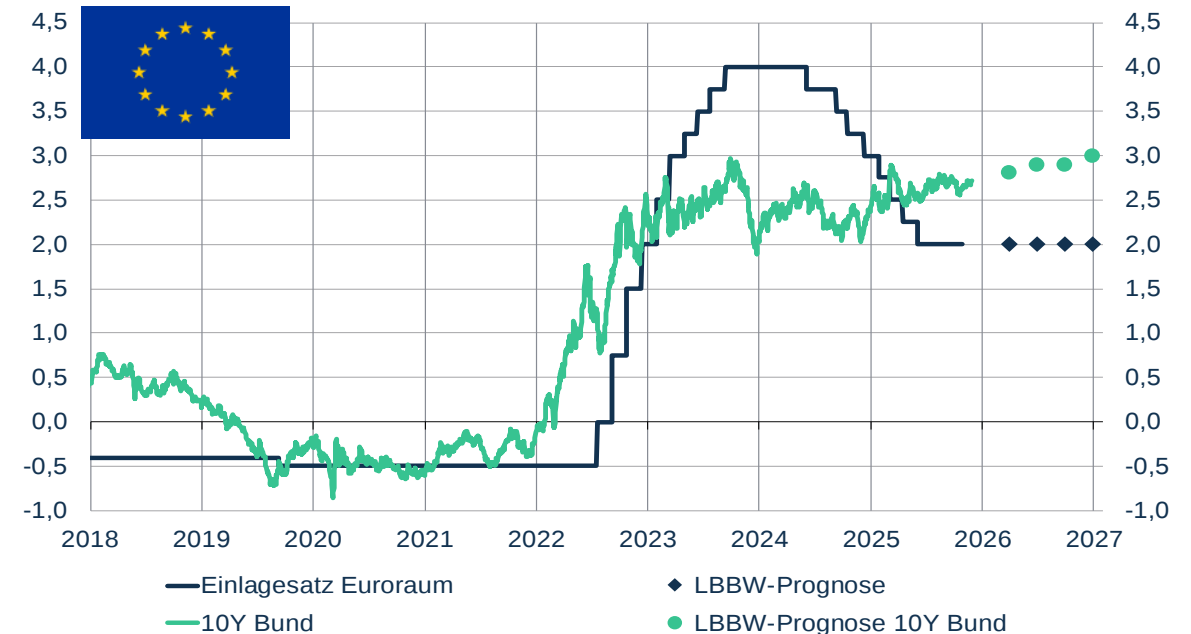


- **Dilemma für die Fed:** Eine weitere Zinssenkung bis Ende 2025, insgesamt zwei Lockerungsschritte bis Ende 2026.
- Am US-Treasurymarkt werden die Gefahren für den Status als sicherer Anlagehafen und die Schuldenrisiken derzeit unterschätzt.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

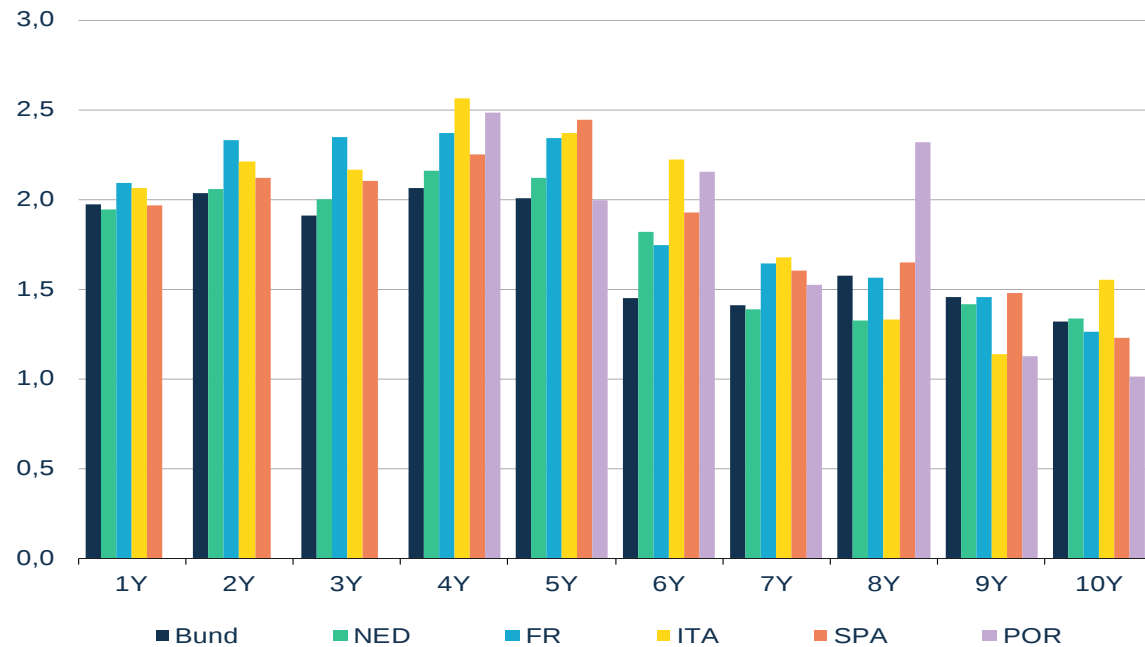


- **EZB fährt geldpolitisch bis auf Weiteres geradeaus, geringfügige Neigung zu Lockerung.** Einlagesatz hat Boden bei 2,00 % erreicht.
- Langfristzinsen: Steigende Laufzeitprämien bergen Potenzial für weitere Versteilerung der Kurve.

Performanceerwartung: Euro-Staatsanleihen / US Treasuries

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

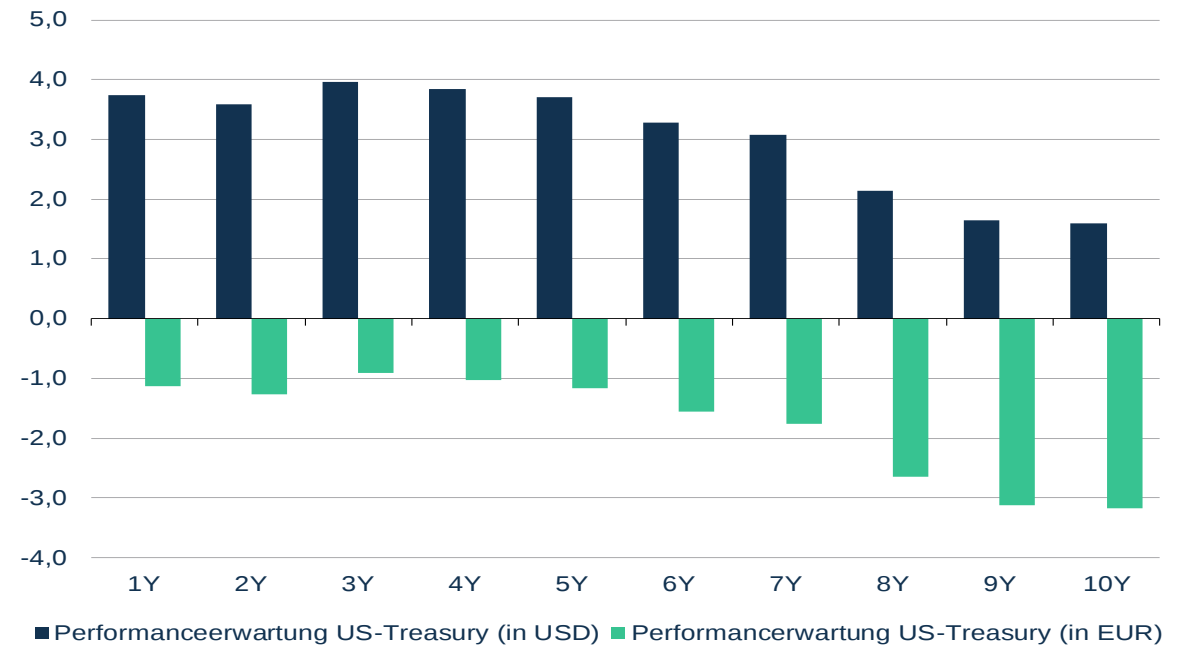


- Stabiler Leitzinsausblick verankert kurze bis mittlere Laufzeiten. **Langläufer von Verschuldungsrisiken belastet.**
- Spreads: Rating-Upgrades stützen Einengungstrend, Mittelfrist-Gefahr einer Wiederausweitung bleibt indes bestehen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)

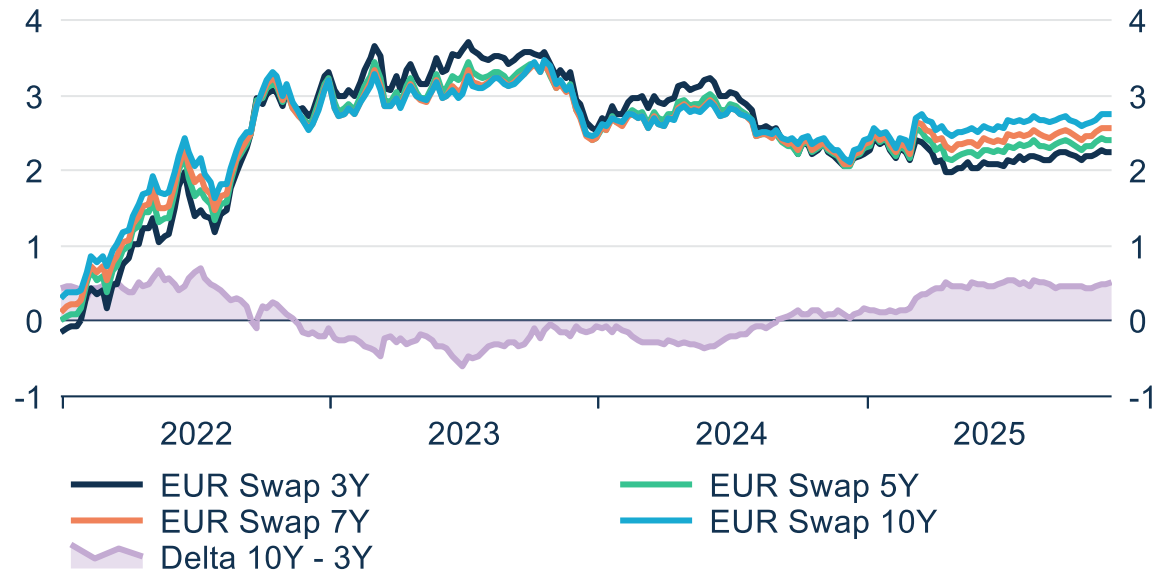


- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Auf mittlere Sicht überwiegt das Risiko einer fortgesetzten merklichen Abwertung.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries bleibt trotz Fed-Lockerung beträchtlich.

Swap-Renditen: Struktur hat sich normalisiert

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten drei bis zehn 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 fünf und zehn Jahre, seit 2008



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

Zinsprognosen im Detail

		Spot	31-Mar-26	Forecast 30-Jun-26	31-Dec-26
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate		2.15	2.15	2.15	2.15
ECB Deposit Rate		2.00	2.00	2.00	2.00
Overnight Rate (€STR)		1.93	1.95	1.95	1.95
3M Euribor		2.06	2.00	2.05	2.05
Swap 2Y		2.17	2.15	2.20	2.30
Swap 5Y		2.41	2.45	2.45	2.55
Swap 10Y		2.75	2.80	2.85	2.90
Bund 2Y		2.00	2.00	2.05	2.20
Bund 5Y		2.25	2.35	2.40	2.55
Bund 10Y		2.65	2.80	2.90	3.00
USA					
Fed Funds Target Rate		4.00	3.75	3.50	3.50
Overnight Rate (SOFR)		4.05	3.65	3.40	3.40
3M Money Market		4.85	3.60	3.40	3.35
Swap 2Y (SOFR-OIS)		3.29	3.25	3.10	3.00
Swap 5Y (SOFR-OIS)		3.31	3.35	3.30	3.35
Swap 10Y (SOFR-OIS)		3.61	3.80	3.80	3.90
Treasury 2Y		3.53	3.50	3.35	3.25
Treasury 5Y		3.60	3.70	3.70	3.75
Treasury 10Y		4.00	4.30	4.40	4.50
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.80	0.80
Japan	10Y Government Bond	1.80	1.65	1.70	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA)	3.97	3.70	3.45	3.20
UK	10Y Government Bond	4.51	4.60	4.60	4.70
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.19	0.30	0.35	0.40

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

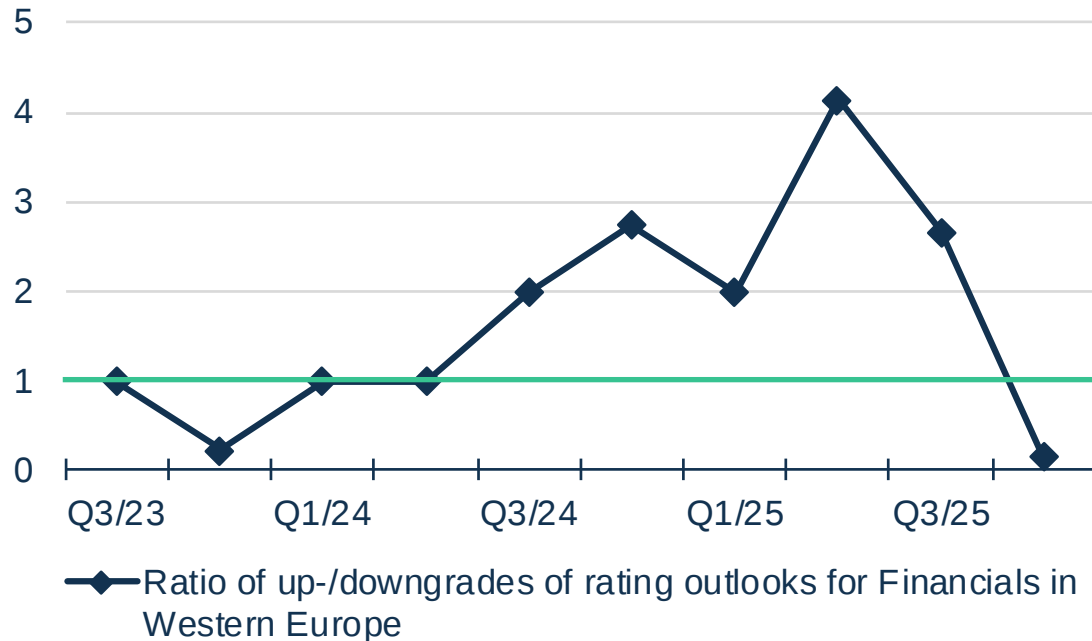
05

EU-Banken: Robust im Umfeld steigender Risiken

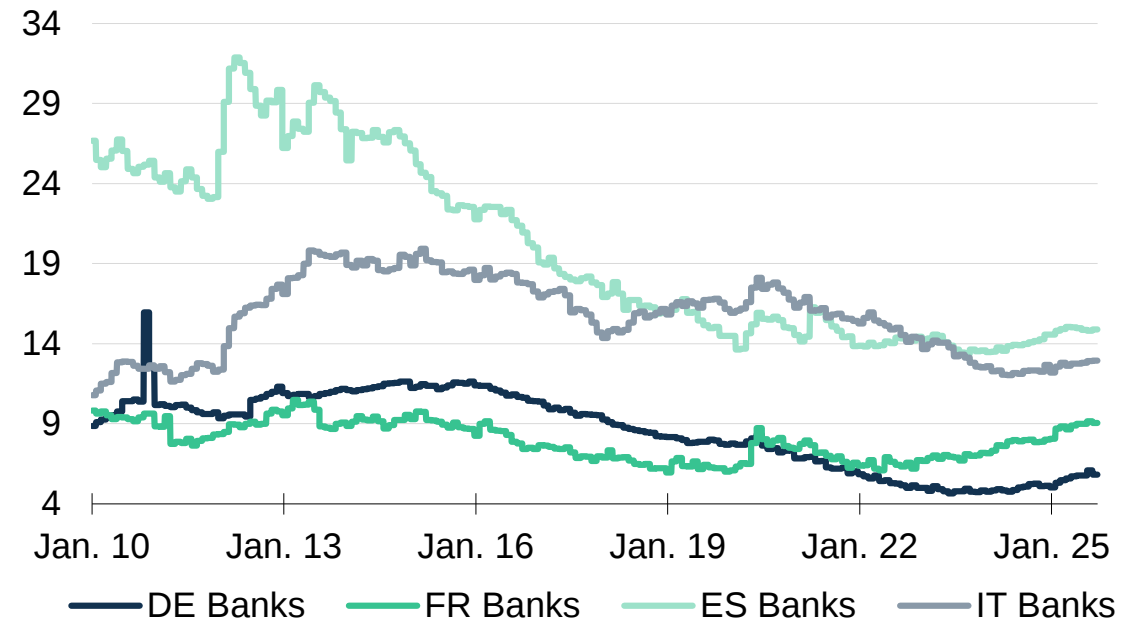
Christian Götz, CEFA
Senior Investment Analyst
Tel: + 49 711 127-7 44 70
christian.goetz@LBBW.de

Ein schwieriges Umfeld auch 2026

Up- bzw. Downgrades von Ratingausblicken



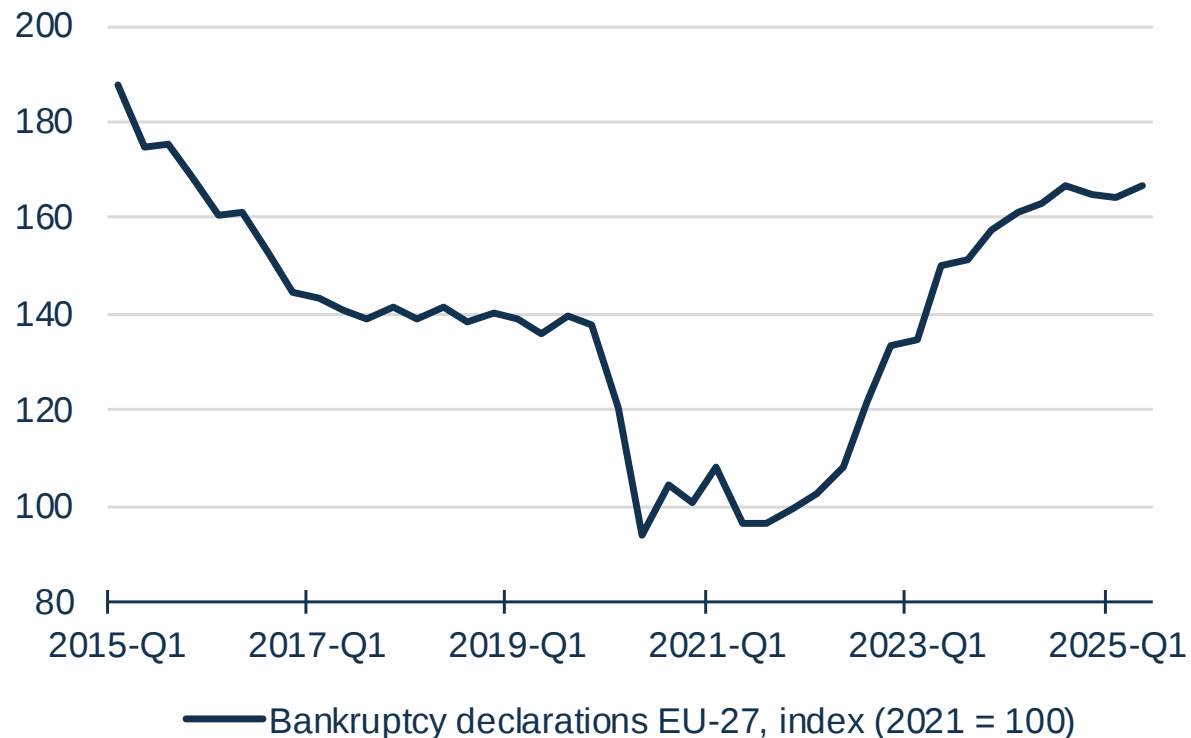
Wieviel % der Staatsanleihen des Heimatlandes wird vom Bankensystem gehalten?



- Das Verhältnis Verbesserung / Verschlechterung von Ratingausblicken ist seit Q3/2025 rückläufig. Im aktuellen Quartal gibt es sogar mehr Down- als Upgrades. Dabei lautet das Gros der Ratingausblicke weiterhin „stable“. Gleichwohl mahnt die linke Grafik (s. o.) zur Vorsicht.

Assetqualität: Negativer Faktor, kontrollierbares Problem

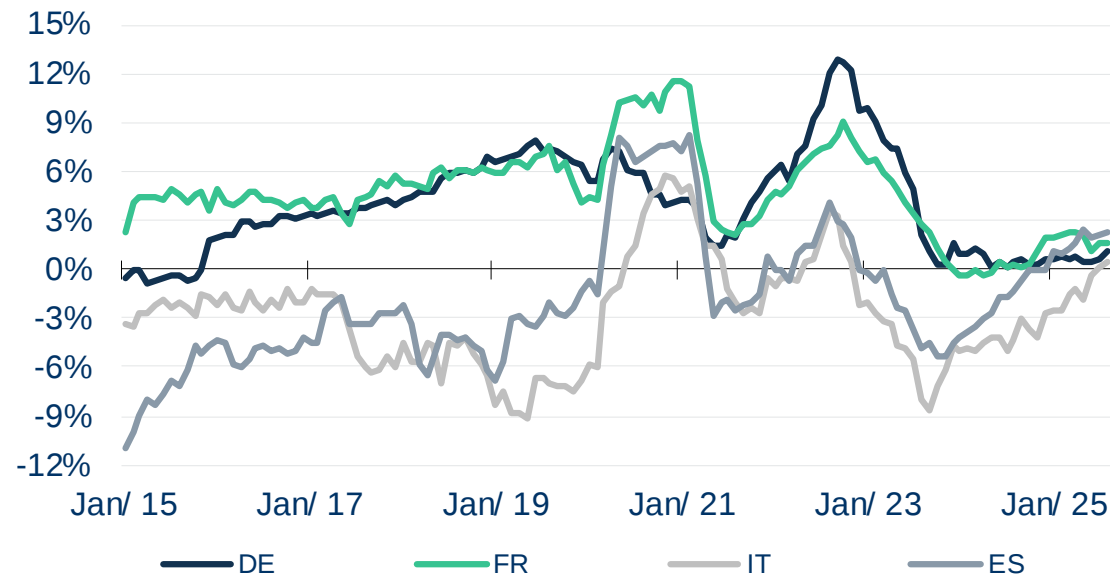
Unternehmensinsolvenzen pendeln sich auf hohem Niveau ein



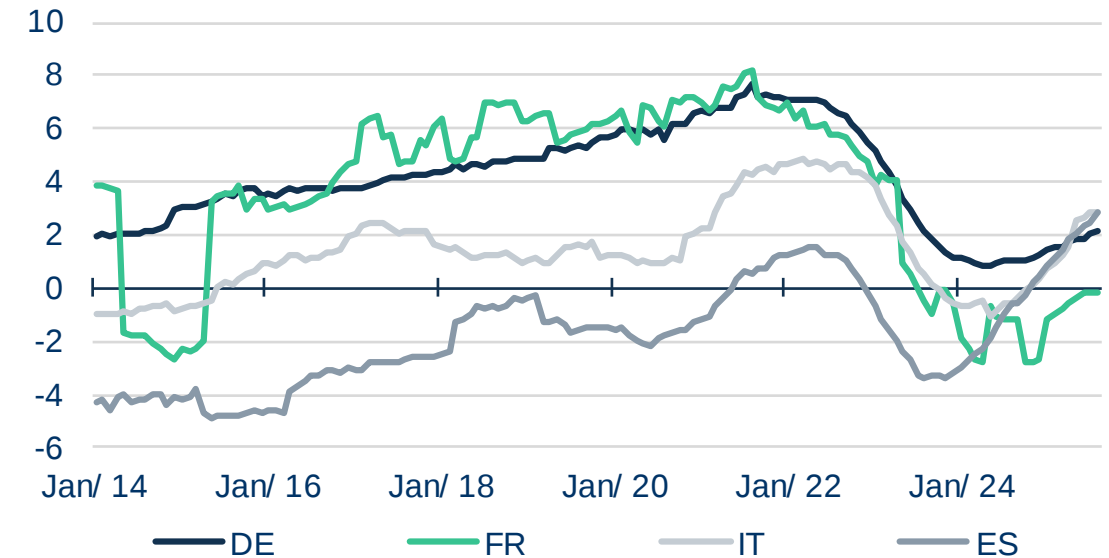
- Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen scheint sich auf einem hohen Niveau einzupendeln.
- Zahlreiche Unternehmen haben Sparprogramme aufgelegt.
- Die Krisenfälle beschränken sich in Europa auf einige Länder (z.B. Frankreich, Italien & Deutschland) sowie Sektoren (Bau, Einzelhandel und Gastgewerbe). Zudem sind KMUs in der Regel vulnerabler als Großunternehmen.
- So begrüßenswert der Start-up Boom im Bereich Technologie / KI ist – er könnte auch Nebenwirkungen haben: Denn bei solchen jungen Firmen ist in den ersten Jahren das Insolvenzrisiko überproportional hoch.
- Insgesamt ist das Thema Unternehmensinsolvenzen aus unserer Sicht für Europas Bankensektor zwar eine Belastung, aber auch ein beherrschbares Problem.

Kreditvergabe erholt sich

Unternehmenskredite in % yoy



Wohnimmobilienkredite in % yoy

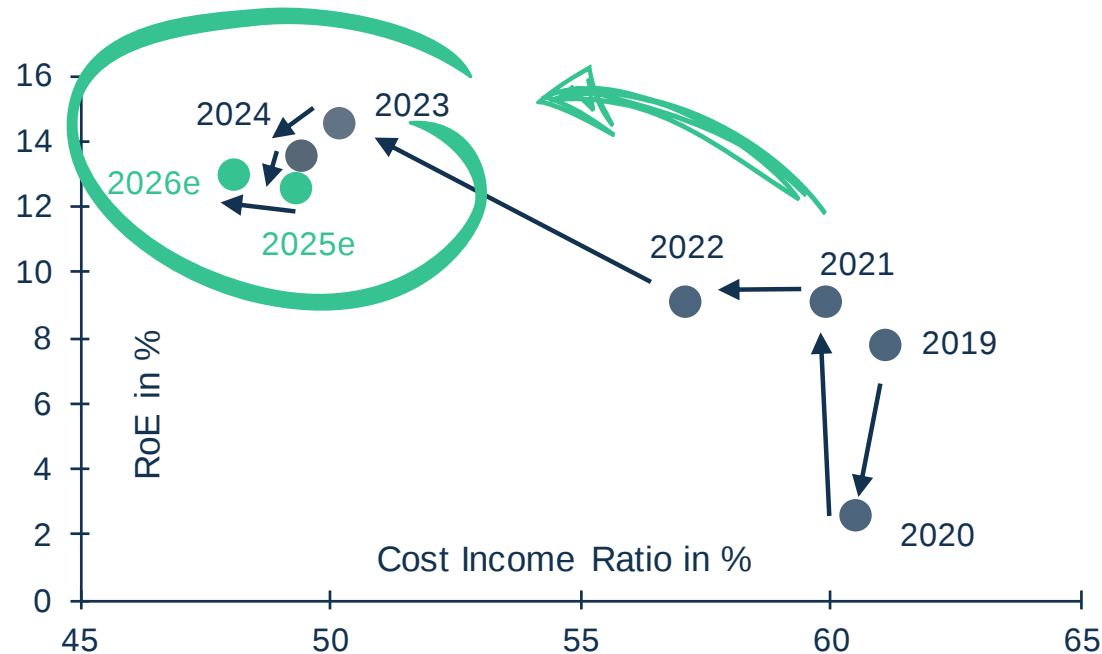


- Der seit Frühjahr 2024 erkennbare Aufwärtstrend bei der Kreditvergabe hält an. Zuletzt lag die Wachstumsrate im Euroraum bei 2,1% yoy.* Das ist zwar erfreulich, aber die Rate liegt noch immer unter dem Durchschnitt der zurückliegenden zehn Jahre.
- Dabei sind es allerdings diesmal die Länder Südeuropas, die für eine zunehmende Belebung sorgen. In Deutschland und vor allem in Frankreich sieht es, historisch betrachtet, aktuell eher mau aus.
- Auch wenn wir verhalten optimistisch sind – eine Gefahr sind höhere Staatsschulden, welche das Kreditzinsniveau anheben könnten.

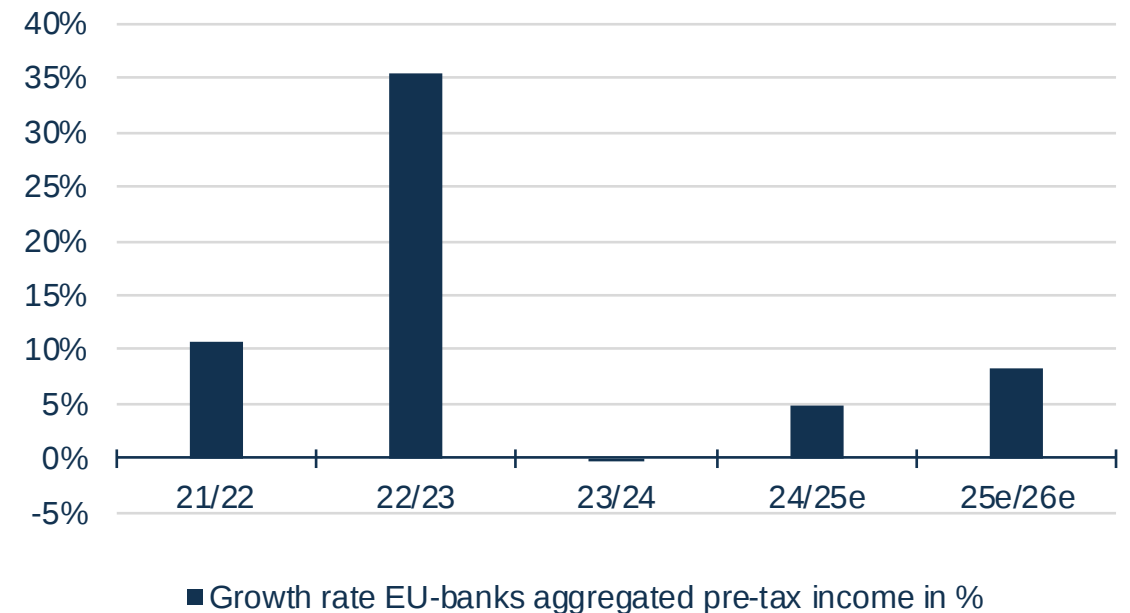
Quelle: Bloomberg, EZB, LBBW Research. * Privathaushalte & Unternehmen.

Das „neue“ Zinsumfeld hat den Bankensektor auf ein anhaltend neues Niveau gehoben

Rentabilität und Effizienz



Wachstumsrate Vorsteuerergebnis

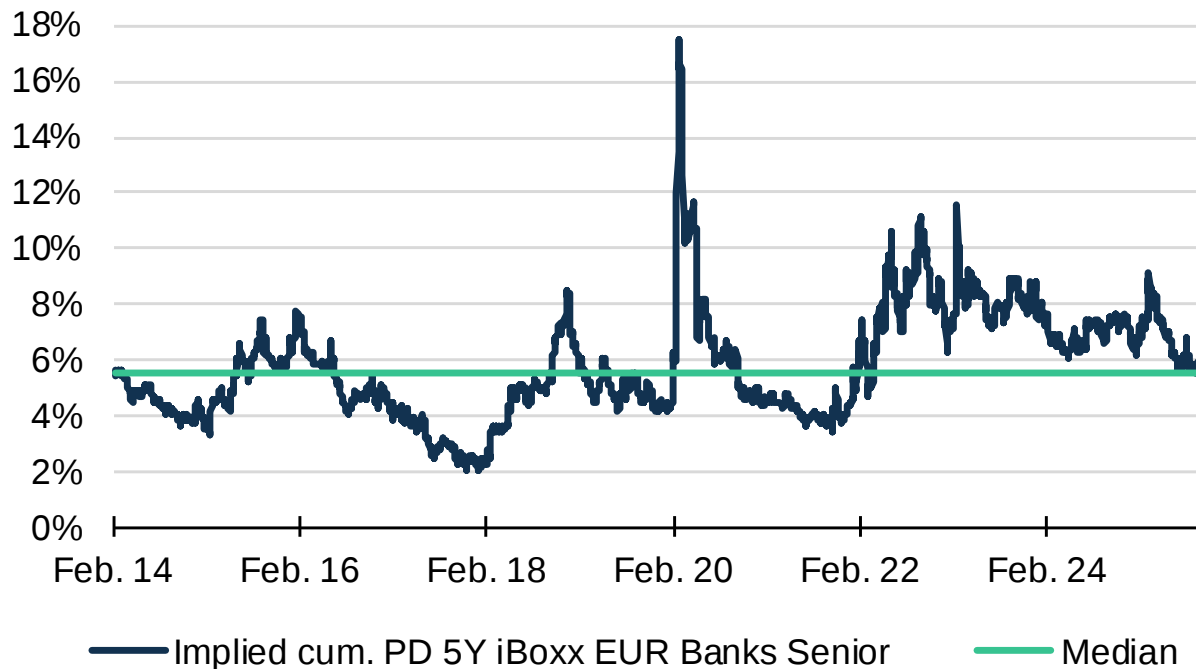


- Die aktuellen Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2026 sind durchaus erfreulich. Europas Banken bleiben auf dem „neuen“ Rentabilitätsniveau, das durch das Ende der Nullzinspolitik eingeleitet wurde. Zudem entfallen seit dem Geschäftsjahr 2024 die Abgaben an den EU-weiten Bankenabwicklungsfonds. Zusammen mit einer stabilen Zinsmarge – wir gehen für 2026 von einer unveränderten EZB-Einlagenfazilität aus – führt dies zu einem beschleunigten Gewinnwachstum 2025 / 2026. Treiber des Nettozinsergebnisses dürfte v.a. die Volumenentwicklung sein.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research. RoE = Eigenkapitalrendite. Datensample umfasst rund 30 EU-Großbanken.

Kurzum: Weiteres Einengungspotenzial kaum mehr vorhanden

Implizite Ausfallwahrscheinlichkeit im Zeitablauf



- Die derzeit in der Risikoprämie eingepreiste Ausfallwahrscheinlichkeit entspricht dem langjährigen Median. Insofern sehen wir für die kommenden Monate wenig Chancen auf eine Fortsetzung des im zweiten Halbjahr 2025 gesehenen Einengungstrends.
- Die Credit-Investoren dürften unserer Meinung nach vielmehr die vom schwachen makroökonomischen Umfeld ausgehenden Risiken stärker gewichten als die insgesamt robusten Fundamentaldaten des europäischen Bankensektors.
- Wir gehen für die kommenden Monate von einem leichten Anstieg sowohl der Bund-Renditen (angesichts der steigenden Staatsverschuldung) als auch der Risikospreads für europäische Bankanleihen aus.

Der Financials Outlook H1/2026 in Kürze

01

Geschäftsumfeld: Schwache Konjunktur und anhaltende politische Verwerfungen trüben das Umfeld. Das Kreditwachstum erholt sich langsam, volatile Kapitalmärkte unterstützen das Investmentbanking. Der Nexus Sovereign-Banken ist intakt, zugleich attestiert der EBA-Stresstest den Banken genügend Widerstandskraft.

02

Regulierung: Der globale Standardsetter aus Basel verliert an Durchschlagskraft. Vereinfachungen im EU-Regelwerk ja, explizite Kapitalerleichterungen nein – so lautet die Stoßrichtung.

03

Assetqualität: Die Risikokosten steigen, bleiben aber auf eher niedrigem Niveau. Die Risiken bleiben unter Kontrolle, problematisch sind vor allem Exposure im Mittelstand, bei Verbraucherkrediten sowie im Gewerbeimmobiliensektor.

04

Kapital & Profitabilität: Unverändert robuste Puffer treffen auf eine freizügige Ausschüttungspolitik. Die Gewinn- und Erlösschätzungen sind positiv. Das neu erreichte Rentabilitäts- und Effizienzniveau bleibt bestehen, der Ausbau des Provisionsgeschäfts sowie gezielte Zukäufe gehen weiter.

05

Funding: Europas Banken weisen eine üppige Liquidität aus. Die Guthaben bei der EZB schmelzen nur langsam ab und die Einlagen wachsen stabil, zugleich ist das Kreditwachstum moderat. Das Primärmarktangebot an unbesicherten Bankanleihen dürfte daher nur leicht über den 2026er Fälligkeiten liegen.

06

Fazit: Robuste Fundamentaldaten treffen auf ein schwieriges Umfeld. Investoren sind derzeit sehr optimistisch. Auf den aktuell niedrigen CDS-/Spread-Niveaus überwiegen die Risiken. Wir erwarten leicht höhere Risikoprämien.

Outlook erstes Halbjahr 2026

verfügbar im LBBW
Markets-Portal



06

Aktien: Schwieriges Jahr voraus

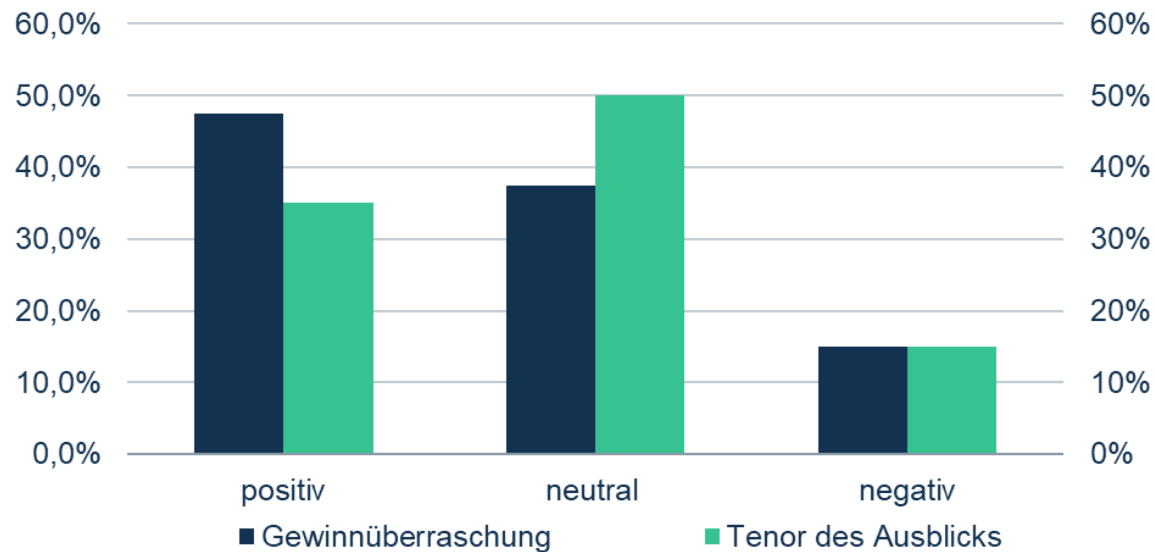
Dr. Berndt Fernow
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-48385
berndt.fernow@LBBW.de

Q3-Berichtssaison: DAX-Unternehmen schlagen sich achtbar



Bilanz der Q3-Berichtssaison

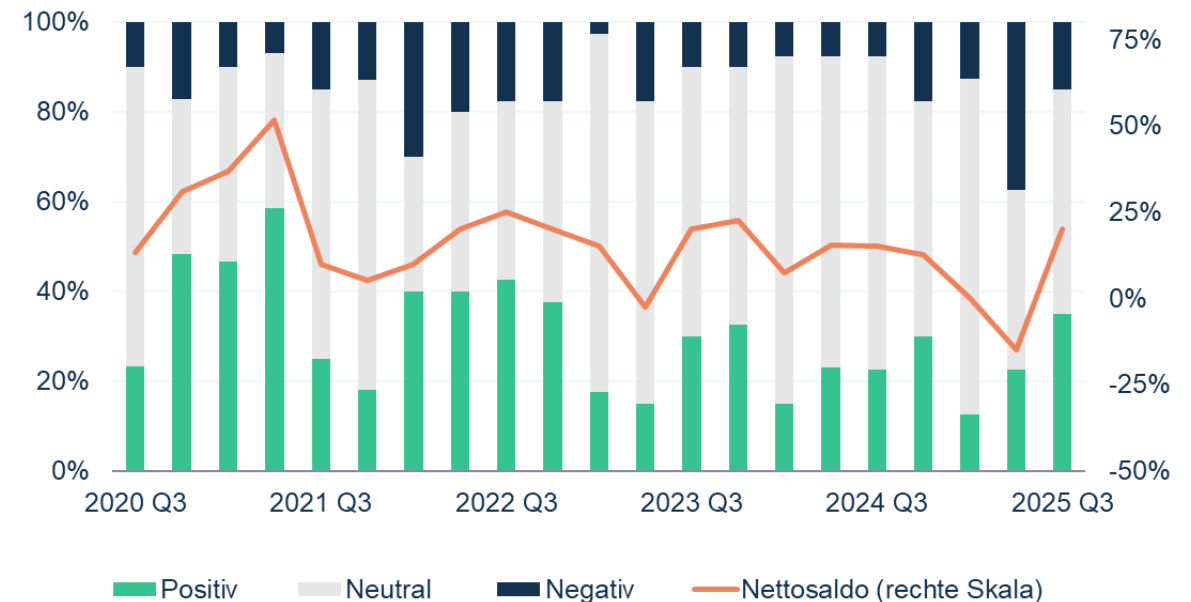
Wertung durch LBBW



- Rund die Hälfte der DAX-Konzerne überraschte in der Q3-Berichtssaison positiv – im historischen Vergleich ein guter Wert.
- Noch wichtiger sind die Ausblicke.
Auch hier gab es mehr positive als negative Überraschungen.

Ausblicke der DAX-Unternehmen

Wertung durch LBBW



- Vor allem in der Automobilindustrie scheint der Boden erreicht.
- Der DAX selber profitierte von der Berichtssaison nur wenig, da die Schwergewichte zuletzt eher schwächelten (SAP, Dt. Telekom, Siemens, Rheinmetall).

Ist KI eine Blase? Dot-Com-Vergleich zeigt: Einige Warnlampen leuchten



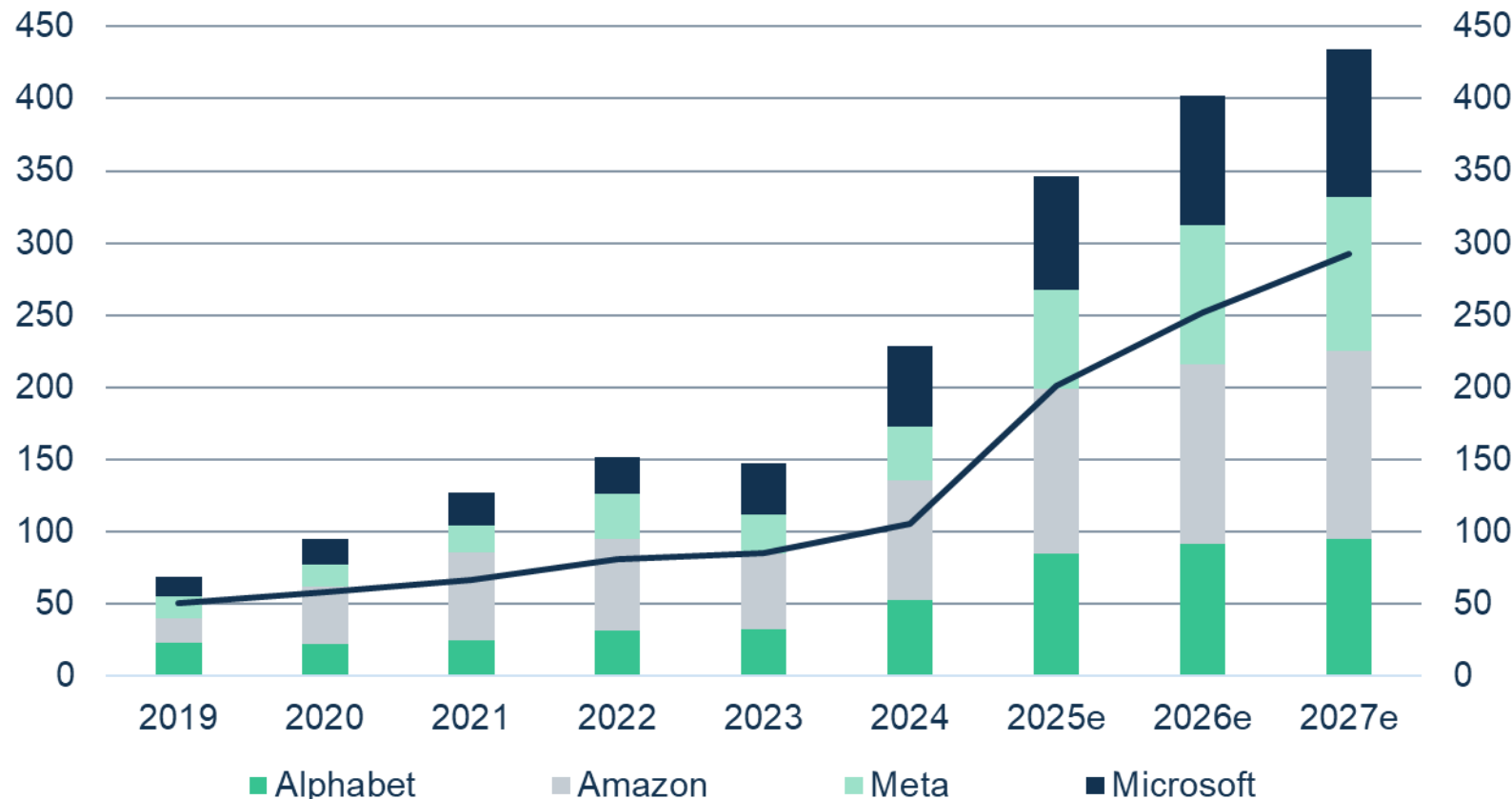
Indikator	Diagnose im Jahr 2000		Diagnose heute	
Neue disruptive Technologie	Ja	✓	Ja	✓
Hohe Bewertung	Ja	✓	Selektiv (v.a. außerbörslich)	✓
Hohe Euphorie	Ja, allgemein	✓	Nur selektiv	✓
Hohe Konzentration	Ja	✓	Ja	✓
Obskures Finanzierungsgebaren	Ja (u.a. Worldcom, SPVs)	✓ ✓	Selektiv (zirkuläre Investments, SPVs)	✓

KI-Investitionen wachsen weiter dynamisch, dies birgt auf Dauer hohe Risiken



KI-Investitionen und Abschreibungen

in Milliarden USD (Investitionen = Balken, linke Skala; Abschreibungen = Linien, rechte Skala)



- Der KI-Boom läuft weiter. Die Investitionen von Amazon, Microsoft, Google und Meta in KI-Datencenter haben sich innerhalb der vergangenen 24 Monate mehr als verdoppelt. Ein großer Teil fließt hier in KI-Chips, die vor allem von Nvidia geliefert werden.
- Die massiv steigenden KI-Investitionen dürften perspektivisch zur Bürde werden. „Asset-light“-Unternehmen werden plötzlich extrem kapitalintensiv, mit der Folge hoher Abschreibungen.
- Schätzungen zufolge kann rund die Hälfte dieser Investitionen aus den Cashflows finanziert werden. Die andere Hälfte muss am Bondmarkt aufgenommen werden.

Charts to watch:

Coreweave und Strategy

Coreweave (Neo-Cloud)



Strategy (Bitcoin-Treasurer)



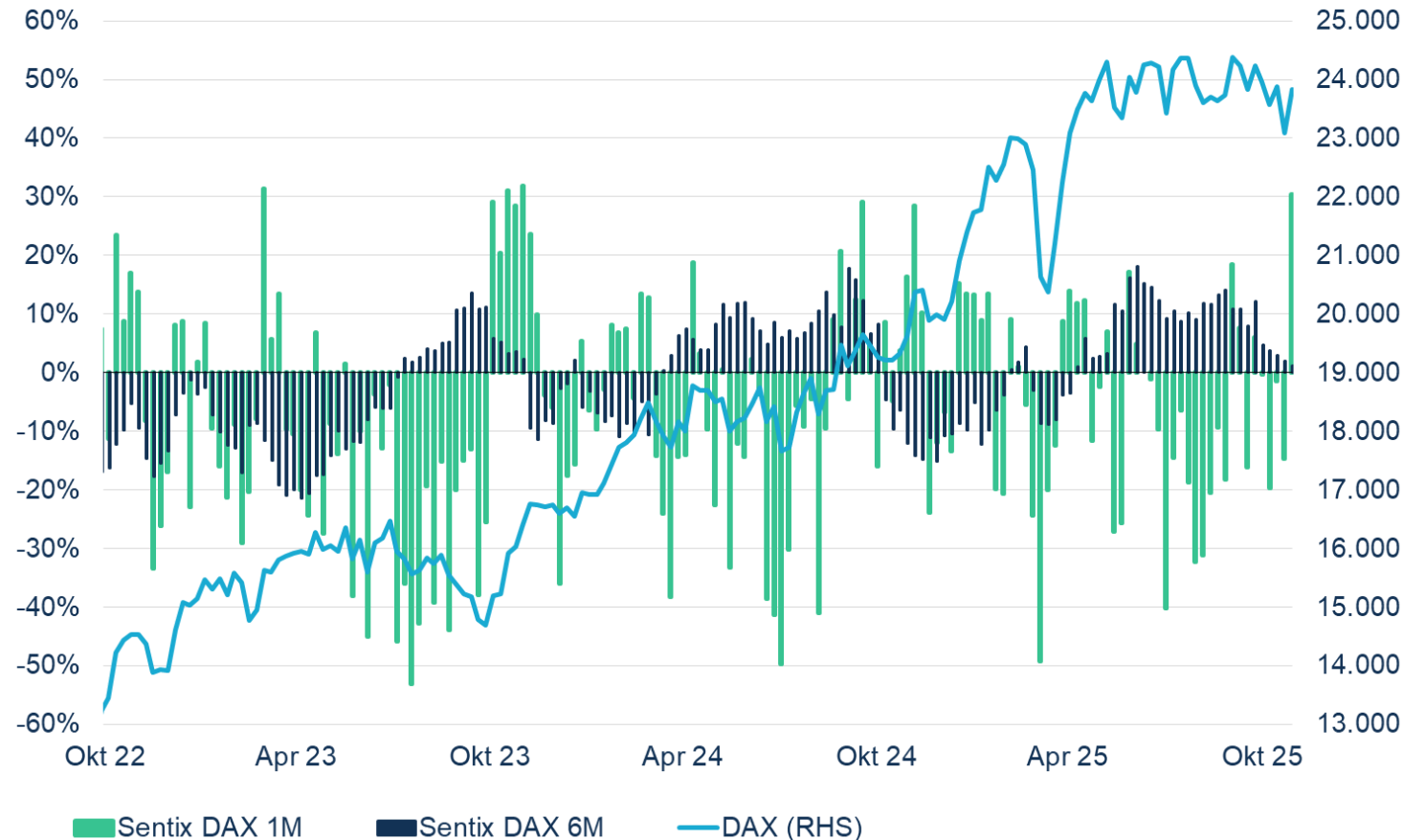
Quelle: LSEG, LBBW Research

Sentiment spricht gegen Jahresendrally



Sentix und DAX

Stimmungssalden Optimisten zu Pessimisten kurz- und mittelfristig



- Die Marktstimmung spricht gegen eine Jahresendrally.
- Die Anleger haben auf die jüngste Erholung zwar mit einem Stimmungssprung reagiert, die Wertwahrnehmung (= Mittelfrist-Stimmung) ist jedoch skeptisch.
- D.h. die zuletzt eingestiegenen Anleger haben rein taktische Käufe getätigt.
- Andere Sentiment-Indikatoren wie die Innere Stärke deuten ebenfalls auf eine geringe verbleibende Anlagenachfrage.

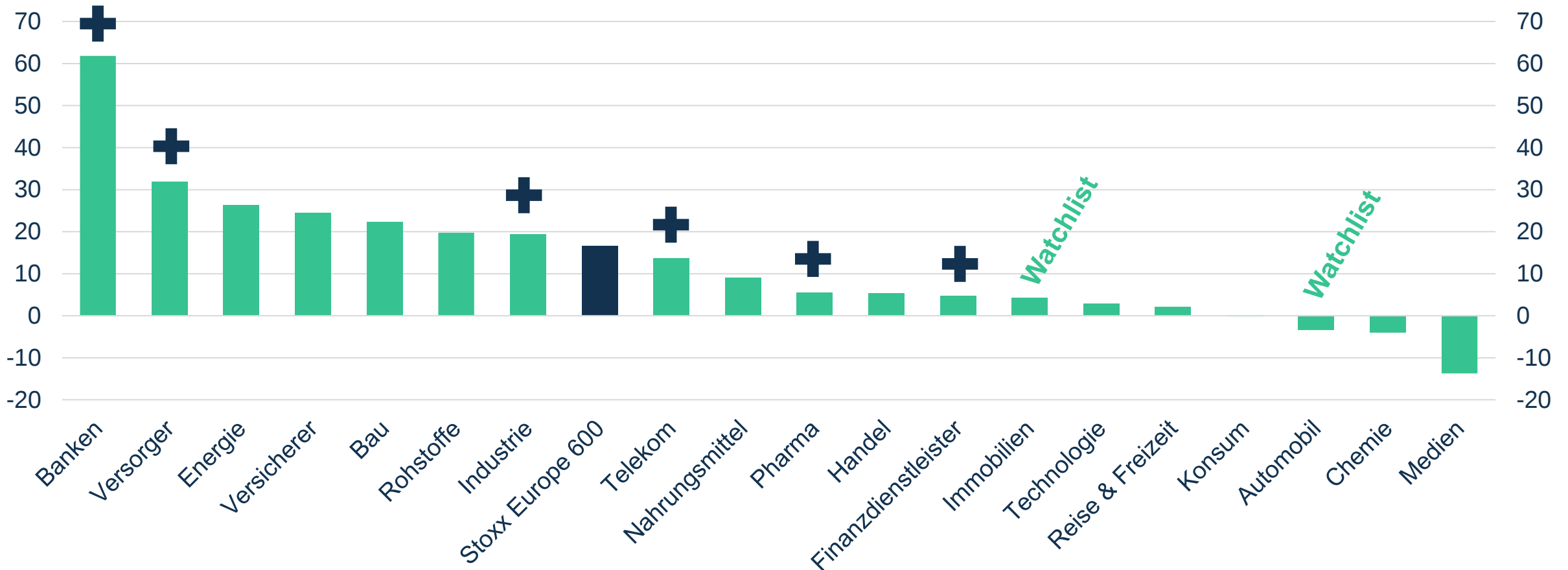
Quelle: Bloomberg, Sentix, LBBW Research

Branchenallokation: Gesunde Balance aus Offensive und Defensive



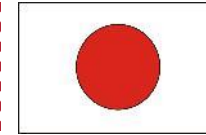
Branchenperformance Stoxx

YTD in %



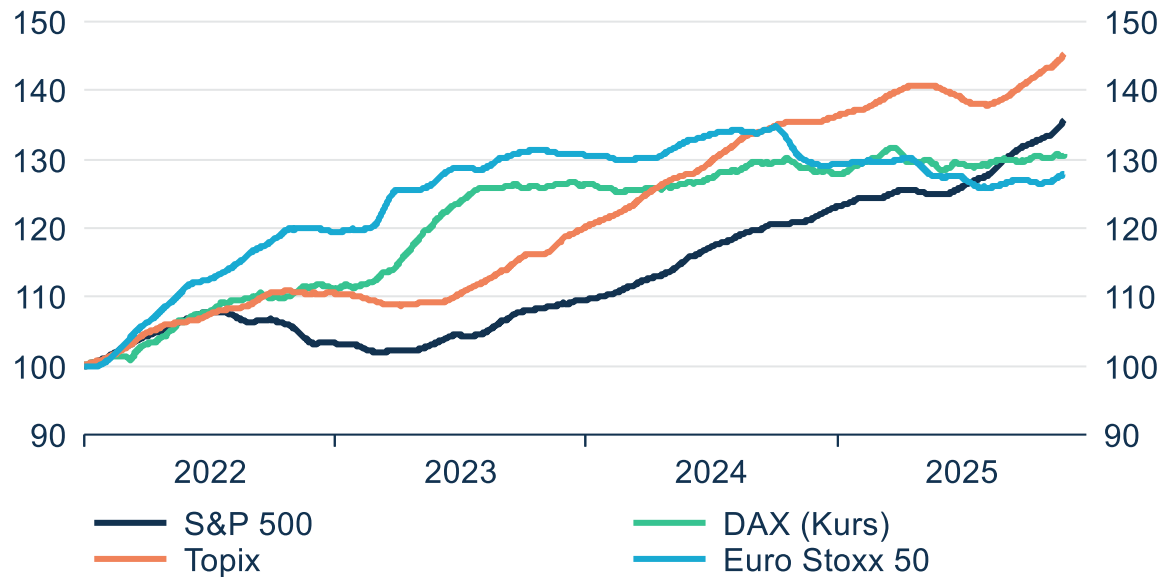
Quelle: LSEG, Stoxx, LBBW Research; + = aktuelle Favoritenbranchen

Internationale Allokation: Japan hat gute Argumente



Gewinnentwicklung

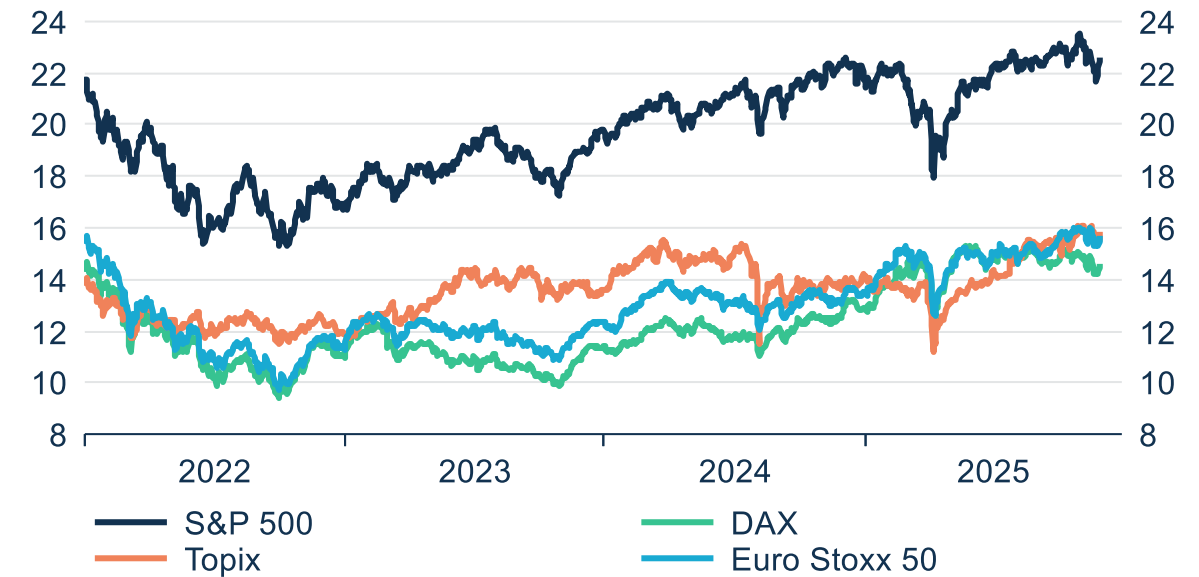
in Indexpunkten; indexiert auf 100



- Im weltweiten Gewinnvergleich hinkt Europa hinterher.
- Unternehmen aus Japan und aus den USA sind davongezogen. Hier spielen zwar auch Abwertungseffekte eine Rolle

Kurs-Gewinn-Verhältnisse

12-Monats Forward



- Auf Basis des KGV ist der US-Markt relativ gesehen teurer denn je.
- Den besten Trade-Off zwischen Gewinntrend und Bewertung bietet der japanische Aktienmarkt. Hier sehen wir unter dem Aspekt des erwarteten Gesamtertrags auch Chancen auf Währungsgewinne.

07

Prognosen und Asset Allokation: Sowohl Aktien als auch Renten mit eher mauer Performance



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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur

- Deutsches BIP: 2025 abgehakt. Aussicht auf leichtes Wachstum 2026, Risiken steigen durch Reformstau.
- Handelskonflikt mit USA impliziert weitere Abwärtsrisiken. Staatsausgaben werden ab 2026 für Nachfrageplus sorgen.
- Inflation knapp über 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Lohndruck und hält die Rohstoffpreise in Schach.



Aktienmärkte

- US-Handels- und Zollpolitik bremst die Weltwirtschaft, an den Märkten dominiert jedoch Optimismus, vor allem dank KI-Hausse.
- Investitionspakete und Konjunkturoffnungen stützen Europas Börsen.
- Nachdem die schwierigen Börsenmonate überstanden sind, dürfte bis zum Jahresende nur wenig anbrennen.



Rohstoffe

- Rohstoffe 2025 mit unterschiedlicher Entwicklung: Hausse bei Edelmetallen, Anstieg bei Basismetallen, Ölpreise fallen.
- Goldhausse setzt sich fort. Nach Sprung über 4.000 USD ist zunächst aber eine Verschnaufpause wahrscheinlich.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-Dezember. Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt dürfte Preise weiter drücken.



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Notenbanker auf den geldpolitischen Lockierungspfad zurückgekehrt, zwei weitere Zinssenkungen bis Jahresende 2026 erwartet.
- EZB: Zinssenkungsphase beendet; Einlagesatz bis mindestens Ende 2026 unverändert bei 2,00 % erwartet.



Renditen

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



Devisen

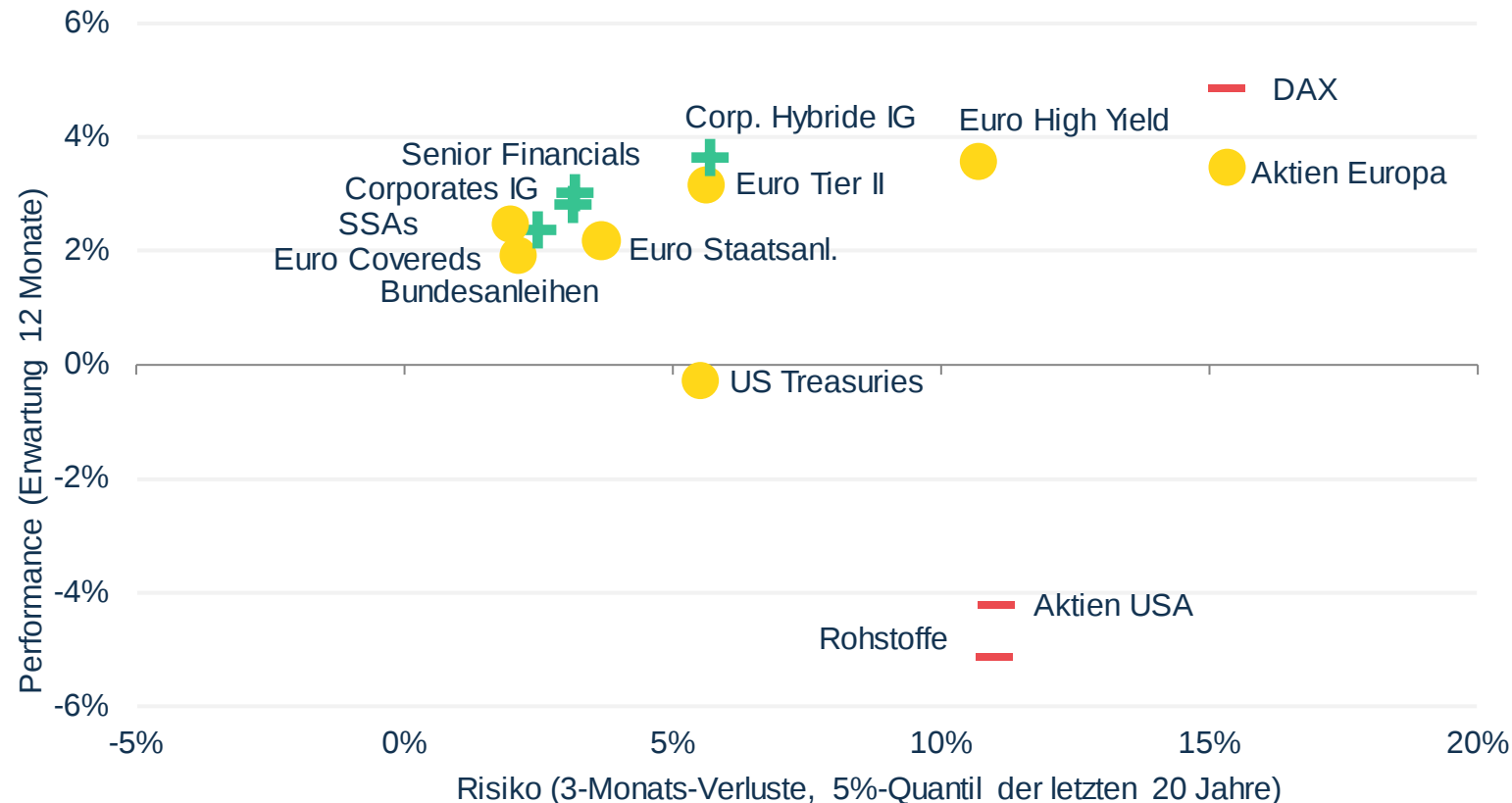
- Der Renditevorteil von kurz laufenden US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen mit kongruenter Laufzeit dürfte abnehmen.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.



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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Das Chance-Risiko-Verhältnis erscheint 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.
- Assets in USD leiden unter der von uns prognostizierten USD-Abschwächung (d.h. US Aktien & Treasuries sowie Rohstoffe beinhalten einen negativen Währungseffekt von rund 5 %).

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 Bunds 0/- USD-Bonds	Multi Callables Inflations-Linker
Credit	0/+	0/+ Corporate Inv. Grade 0 Corporate High Yield 0/+ Corporate Hybride (IG) 0/+ Senior Financials 0/+ Covered Bonds/SSAs 0 Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/- Emerging Markets Debt	
Aktien	0/-	+ Banken Finanzdienstleister 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	

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass-Update vom 18.11.2025)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
EZB Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00
Bund 10 Jahre	2,65	2,80	2,90	3,00
Fed Funds	4,00	3,75	3,50	3,50
Treasury 10 Jahre	4,00	4,30	4,40	4,50
BBB Bundspread (in Bp.)	94	105	110	120

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
DAX	23 589	24 500	25 000	25 000
Euro Stoxx 50	5 667	5 700	5 700	5 700
S&P 500	6 813	6 800	6 800	6 800
Nikkei 225	49 303	50 000	50 000	50 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
US-Dollar je Euro	1,16	1,18	1,20	1,22
Franken je Euro	0,93	0,95	0,96	0,97
Pfund je Euro	0,88	0,85	0,85	0,85
Gold (USD/Feinunze)	4 237	4 400	4 400	4 600
Öl (Brent - USD/Barrel)	63	65	60	60

 Angehoben
 Gesenkt

LBBW Szenarien

65 % Hauptszenario

- 1) Weltkonjunktur wird durch Zollerhebungen der USA belastet; US-Konjunktur schwächt sich ab; Stagnation in DE 2025; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP in DE ab 2026 wieder steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung; Trumps Politikmix wirkt für die USA inflationär, für Europa eher deflationär.
- 2) Fed geht auf moderaten Zinssenkungskurs; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed hält Treasury-Renditen hoch. EZB hält Leitzins im neutralen Bereich stabil; 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 % Negativszenario I „Handelskrieg/ Geopolitik“

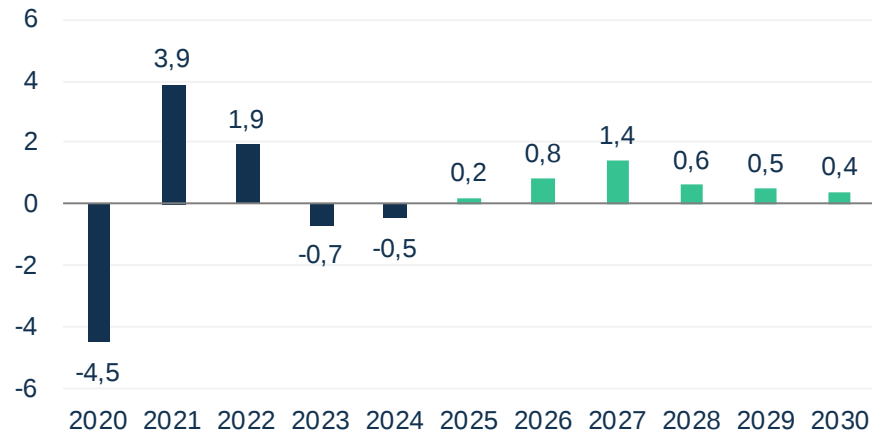
- 1) Globale Rezession durch weltweiten Handelskrieg (massive Lieferkettenstörung): Fed/EZB senken Leitzinsen stark, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 2) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, 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“

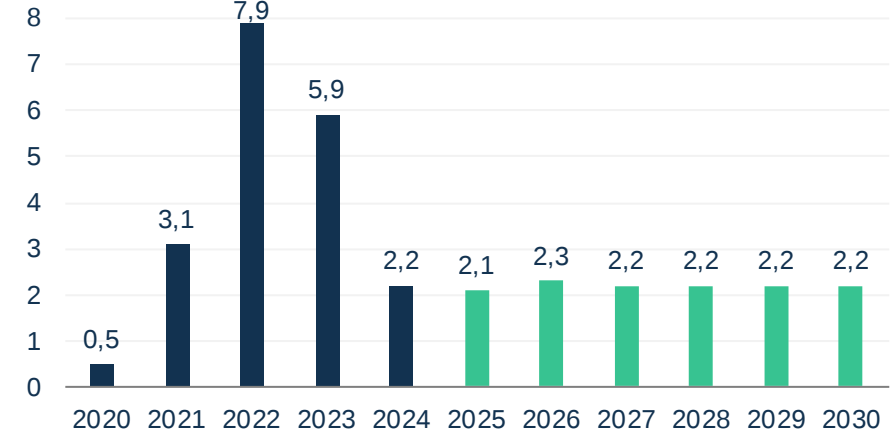
- 1) Zusätzliche staatliche Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur münden in deutlichen Wiederanstieg der Inflation.
- 2) Kein Haushaltskompromiss für eine Konsolidierung in Frankreich. Spreads steigen stark an. Weitere EMU-Staaten mit hohen Schuldenständen werden angesteckt. EZB setzt TPI ein, um Anstieg zu begrenzen und/oder OMT mit Programm für Frankreich.
- 3) In Frankreich 2027 Stichwahl zwischen links- und rechtsextremen Kandidaten für das Präsidentschaftsamt. Flucht aus OATs.
- 4) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen. Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (65 %)

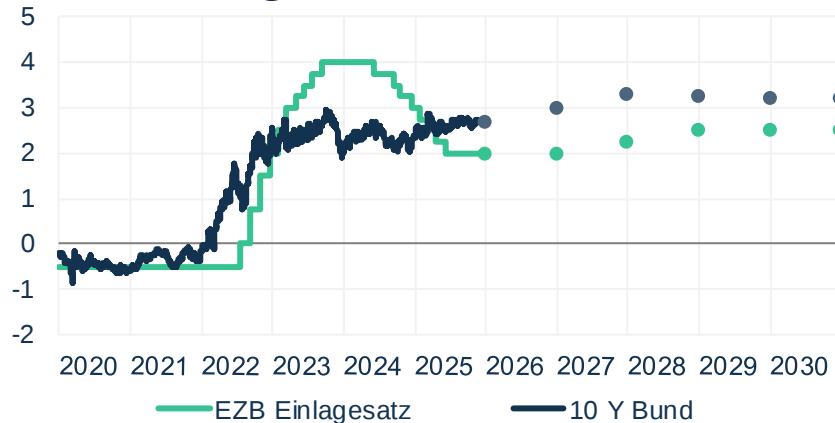
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

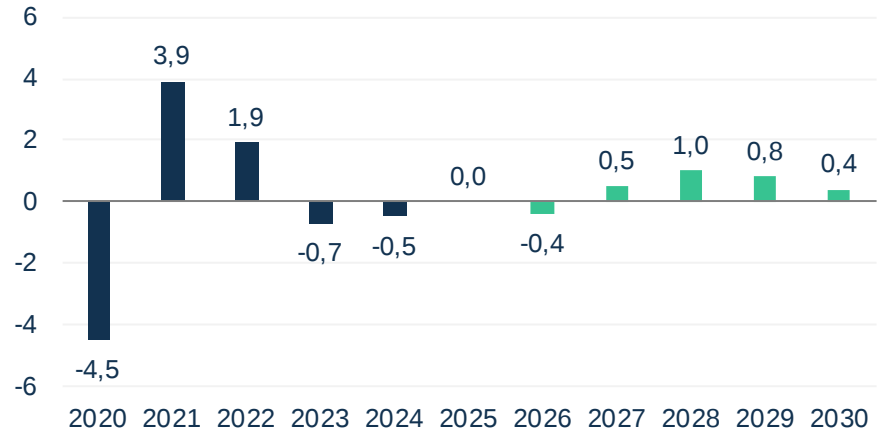


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

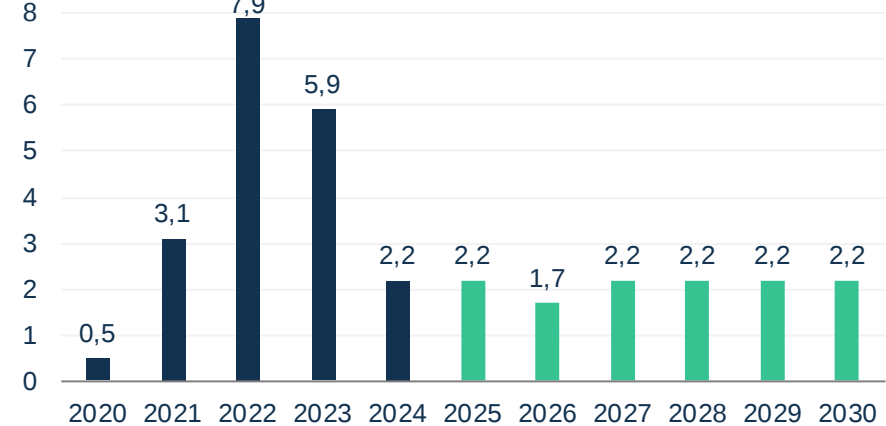
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

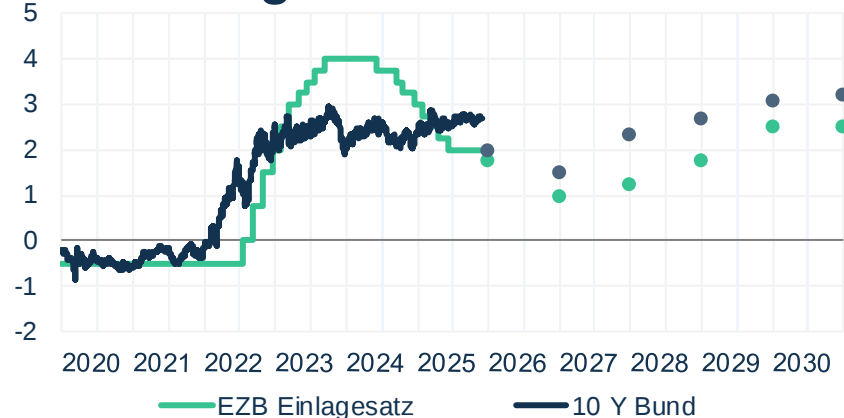
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*

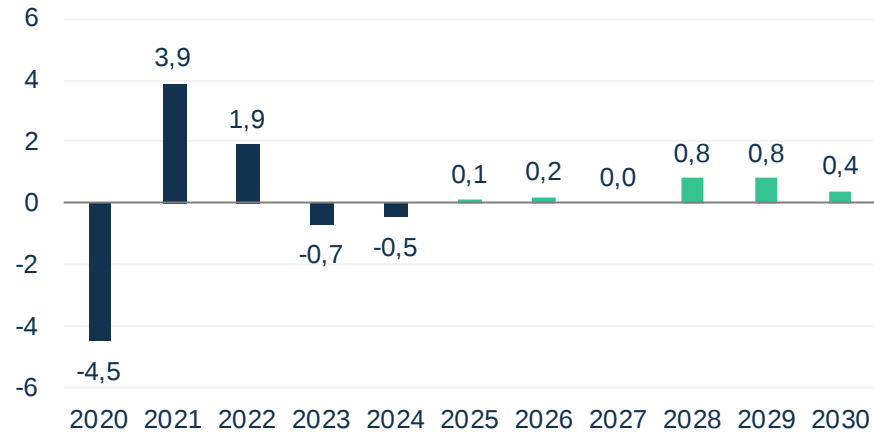


Euro Stoxx 50*

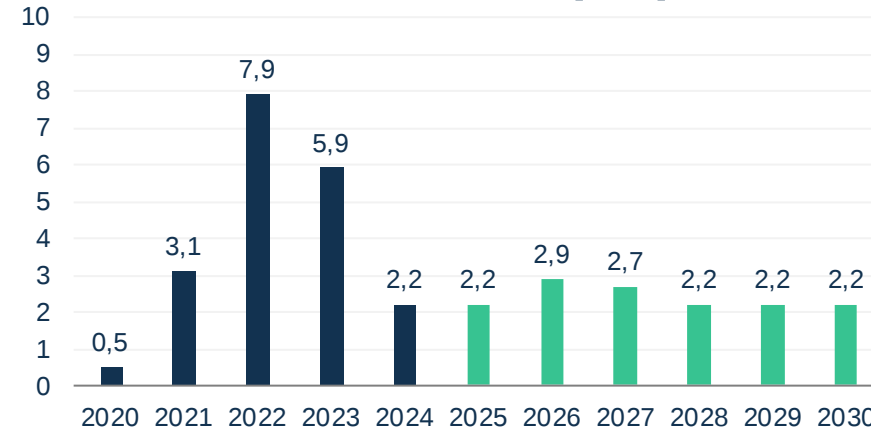


Negativszenario 2) „Inflation/Schuldenkrise“ (10 %)

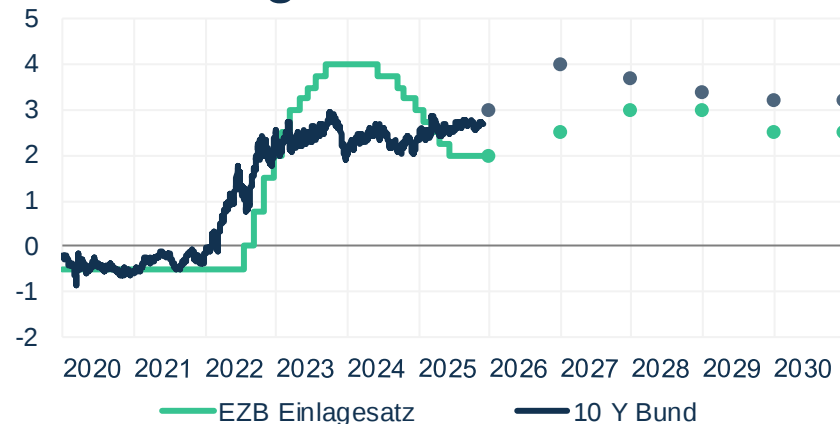
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

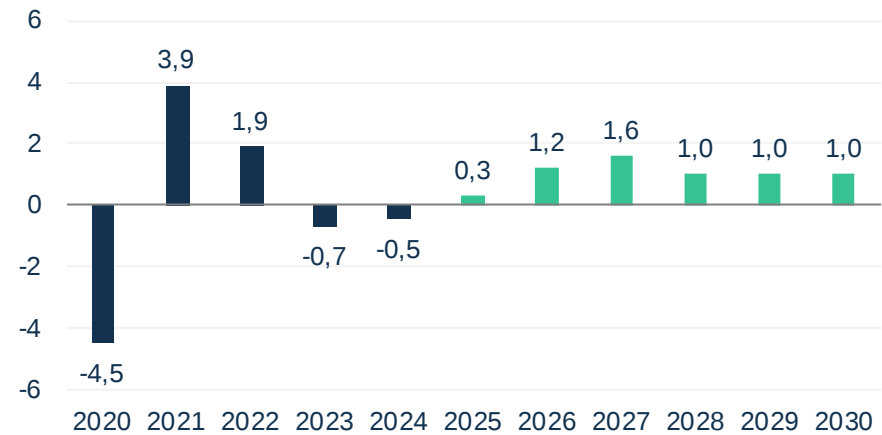


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

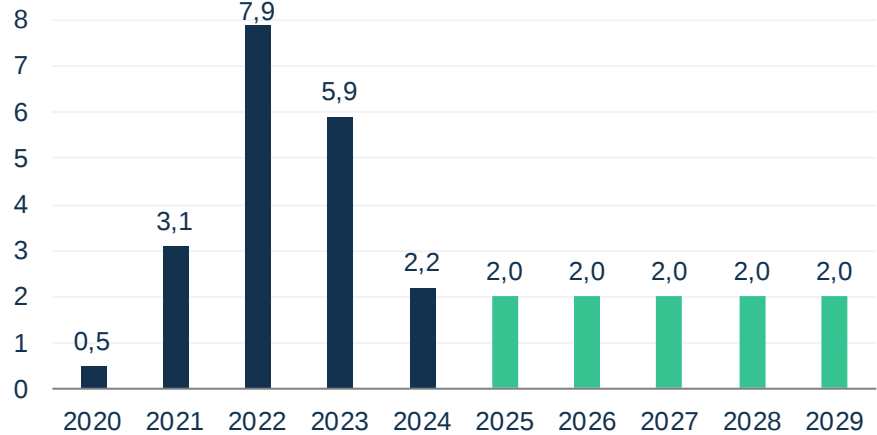
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

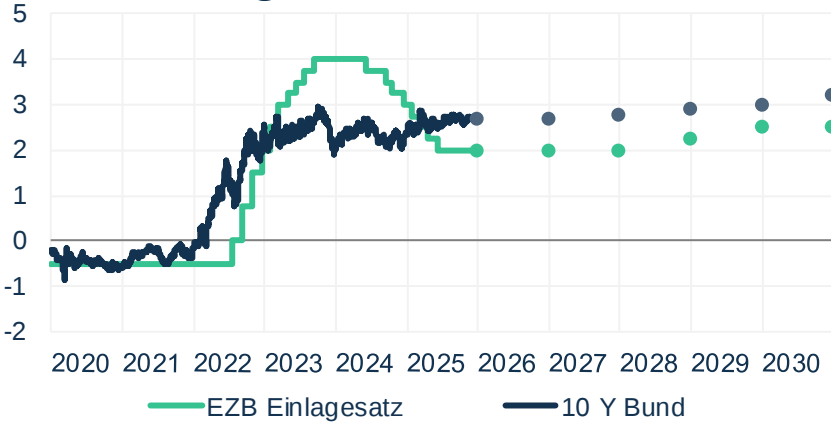
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

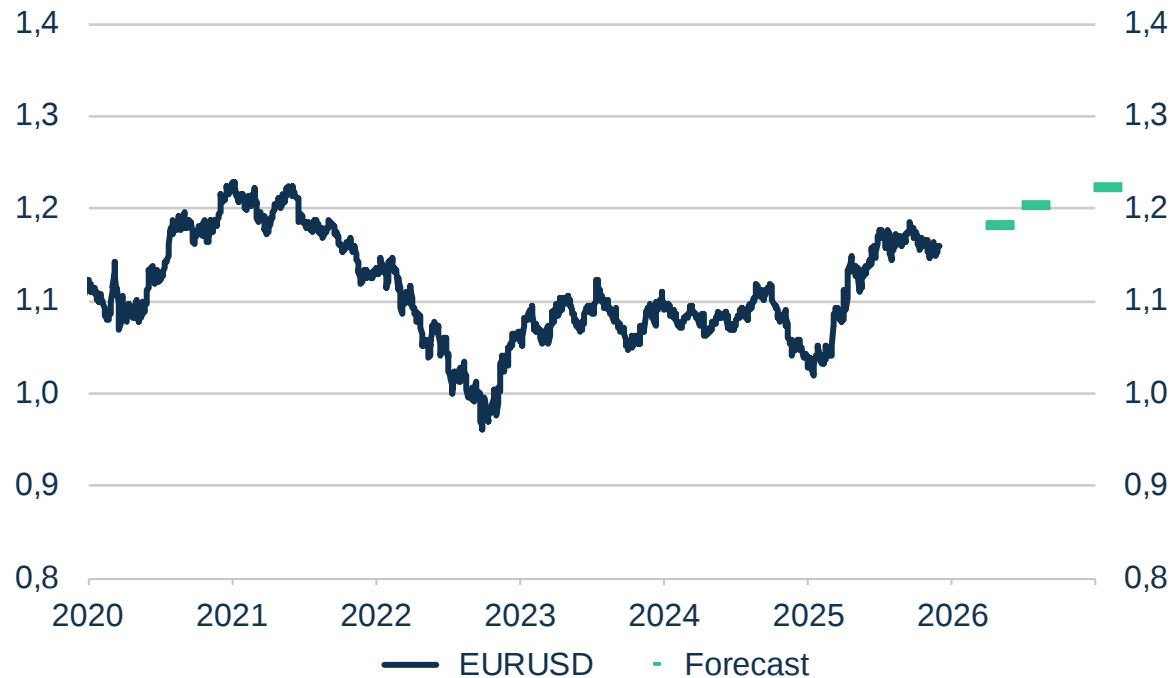
08

Anhang



EURUSD: Fed dürfte Leitzinsen im Dezember senken. Dies sollte den US-Dollar schwächen.

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURUSD	1.16	1.08	1.04	1.09	1.18	1.20	1.22

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

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.
- EZB dürfte Leitzinsen nicht weiter senken.
- Schwäche am US-Arbeitsmarkt dürfte Fed zu weiteren Leitzinssenkungen veranlassen, trotz steigender Inflation.

Contra EUR

- Im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen im April 2027 könnte die politische Unsicherheit zunehmen.
- Hohe Staatsverschuldung in Frankreich droht den Handlungsspielraum der EZB einzuengen.

EURGBP: Pfund etwas fester nach Ankündigung von Steuererhöhungen

FX EUR/GBP



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURGBP	0.88	0.85	0.83	0.84	0.85	0.85	0.85

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

Pro EUR

- Die britische Staatsverschuldung wird nach Prognosen des OBR trotz der jüngsten Steuererhöhungen bis Ende des Jahrzehnts auf 96 % des BIP ansteigen
- Die BOE dürfte auf ihrer Gremiensitzung im Dezember eine Leitzinssenkung beschließen.
- Der Renditevorteil von lang laufenden 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 etwas besser weggekommen als die EU.
- Der hohe Anteil der Dienstleistungen an der britischen Wertschöpfung dürfte sich zudem beim Zollstreit als Vorteil erweisen - das UK ist deutlich weniger auf Güterexporte angewiesen als wichtige Staaten des Euroraums.

EURCHF: Einigung auf niedrigere US-Zölle

FX EUR/CHF



Pro CHF

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

Contra CHF

- Der Zinsnachteil gegenüber dem Euro spricht gegen den Franken. Im Juni 2025 senkte die SNB zum sechsten Mal in Folge den Leitzins auf nun 0 %.
- Der Franken notiert gegenüber dem Euro auf einem historisch starken Niveau.
- Die US-Zollpolitik trifft die exportorientierte Schweizer Wirtschaft schwer. Nun wurde immerhin eine Einigung auf eine Senkung der US-Zölle von 39 % auf 15 % erzielt.

EURJPY: Yen bleibt unter Druck

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURJPY	180.57	163.86	163.06	162.12	174.00	173.00	173.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

Pro EUR

- Die EZB-Zinsen liegen deutlich über denen der BoJ. Eine weitere Zinssenkung der EZB erwarten wir nicht mehr.
- Japans Konjunktur bleibt schwach. Das Zollabkommen mit den USA dürfte die japanische Wirtschaft zusätzlich belasten.
- Japans neue Premierministerin Sanae Takaichi steht für noch expansivere Staatsausgaben und hat sich deutlich gegen weitere Zinserhöhungen ausgesprochen. Noch immer zögert die BoJ daher, einen weiteren Zinsschritt zu unternehmen.

Contra EUR

- Die BoJ dürfte zur Inflationsbekämpfung trotz politischem Gegenwind einen weiteren Zinsschritt nach oben wagen.
- Der Druck seitens der USA, den Yen ggü. dem USD durch weitere Zinserhöhungen zu stärken, hat zugenommen.
- Die politischen Turbulenzen um Frankreich und die Sorge um dessen desolate Haushaltslage könnten das Vertrauen der Investoren in den Euroraum in Frage stellen.

EURCNY: Yuan derzeit dank PBOC-Guidance fester, leichte Konsolidierung zu erwarten

FX EUR/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURCNY	8.21	7.79	7.57	7.93	8.38	8.22	8.17
USDCNY	7.08	7.20	7.31	7.26	7.10	6.85	6.70

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

Pro EUR

- Das Wachstum im Euroraum sollte im nächsten Jahr stärker anziehen als 2025. Ein Waffenstillstand in der Ukraine dürfte zusätzlich Rückenwind für den Euro bringen.
- Chinas Investitionen fielen im Oktober deutlich. Sorgen über die ausbleibende Erholung am Immobilienmarkt nehmen zu.
- Die chinesische Zentralbank (PBOC) setzt den Yuan-Referenzkurs derzeit regelmäßig fester.

Contra EUR

- Eine stabile Zinsdifferenz sowie zusätzlicher Stimulus seitens der chinesischen Regierung sollten den Yuan im kommenden Jahr stützen.
- Die erneute Eintrübung des Geschäftsklimas in Deutschland werfen Fragen zur weiteren Wirtschaftsentwicklung auf.
- Fehlende Reformen bei Bürokratie und Regulierung sowie Unsicherheiten in Frankreich und den Niederlanden belasten die Gemeinschaftswährung.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURBRL	6,20	6,50	6,30	■ Brasiliens Inflationsrate ist weiter rückläufig und erreichte Mitte November 4,50 %. Die Notenbank könnte daher noch in diesem Jahr mit einer vorsichtigen Leitzinssenkung beginnen. ■ Zugleich verliert das Wirtschaftswachstum weiter an Dynamik. Eine expansive Fiskalpolitik könnte die ohnehin angespannten Staatsfinanzen weiter zusätzlich belasten.
EURHUF	380	408	398	■ Die ungarischen Präsidentschaftswahlen im April 2026 rücken näher und sorgen zunehmend für politische Unsicherheit. Die Prognosen deuten weiter auf ein enges Kopf-an-Kopf-Rennen hin. ■ Das enttäuschende Wirtschaftswachstum und die sinkende Inflationsrate könnten die Notenbank zu vorzeitigen Zinssenkungen veranlassen – mit spürbarem Druck auf den Forint.
EURMXN	21,25	22,00	21,80	■ Mexikos Wirtschaftswachstum hat sich 2025 deutlich gegenüber den Vorjahren abgeschwächt. Hauptursache sind anhaltende Unsicherheiten über das künftige Verhältnis zu den USA. ■ Die Notenbank setzte ihren Zinssenkungskurs im November fort und senkte den Leitzinssatz auf 7,25 %. Der Renditevorteil des Peso schmilzt damit weiter ab.
EURPLN	4,23	4,42	4,38	■ Polens Wirtschaftswachstum überraschte im dritten Quartal positiv. Nach vorläufigen Zahlen stieg das BIP um 3,7 % und übertraf damit deutlich das Wachstum der Eurozone. ■ Trotz des robusten Wachstums sank die Inflationsrate im November auf 2,4 % und liegt damit im Zielkorridor der Notenbank. Weitere Zinssenkungen dürften folgen.
EURRON	5,09	5,19	5,25	■ Die von der EU positiv bewerteten Haushaltsreformen Rumäniens sollen das Defizit von derzeit etwa 8,4 % im nächsten Jahr auf 6,0 % senken. ■ Im dritten Quartal wuchs die rumänische Wirtschaft um 1,6 % und sendet damit positive Signale. Die Inflationsrate blieb mit 9,76 % im Oktober jedoch unverändert hoch.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURSEK	10,97	10,65	10,40	- Schwedens Wirtschaft profitierte 2025 von deutlichen Zinssenkungen. Für 2026 rechnen wir mit einem stärkeren Wachstum als in der Eurozone. Konjunkturpakete vor den Parlamentswahlen im September könnten die Dynamik zusätzlich stützen. - Ohne externe Schocks erwarten wir keine Senkung des aktuellen Leitzinsniveaus von 1,75 %.
EURTRY	49,40	51,80	53,50	- Die türkische Inflation sinkt langsamer als von der Notenbank erhofft. Für Ende 2025 wurde das Inflationsziel auf 31-33 % angehoben. Bis Ende 2026 wird ein Rückgang auf 16 % erwartet. - Im Dezember rechnen wir daher erneut mit einem kleinen Zinsschritt von 100 Basispunkten. Eine raschere Zinslockerung würde den Abwertungsdruck auf die Lira verstärken.
EURZAR	19,85	19,60	18,70	- Die südafrikanische Notenbank plant, das langfristige Inflationsziels von 4,5 % auf 3 % zu senken. Dies würde die Zinskosten für die Staatsschulden senken und den Haushalt entlasten. - Südafrikas Wirtschaft profitiert zudem von gestiegenen Edelmetallpreise. Dies könnte das schwache Binnenwachstum teilweise kompensieren.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.12.2025, 11:03 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURAUD	1,77	1,69	1,65	- Die Inflationsrate Australiens stieg im Oktober auf 3,4 % und liegt damit weiterhin über der Zielzone der Notenbank von 2-3 %. Wir rechnen daher mit einer weiter restriktiven Geldpolitik. - US-Handelszölle auf chinesische Waren und Chinas schwache Konjunkturentwicklung – insbesondere im Bausektor – belasten den australischen Dollar.
EURCAD	1,62	1,60	1,54	- Kanadas Wirtschaft wuchs im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % und erholte sich vom Zollschock. Jedoch sanken die privaten Konsumausgaben ebenso wie die Investitionstätigkeit, was das Wachstum im nächsten Jahr dämpfen könnte. - Aufgrund der hohen Arbeitslosenquote von 6,9 % sind weitere Zinssenkungen möglich.
EURCZK	24,15	24,00	23,80	- Tschechiens Wirtschaft wuchs auch im dritten Quartal kräftig. Die Konjunktur legte auf Jahresbasis um 2,8 % zu. Eine Erholung der europäischen Industrie dürfte Tschechiens Wirtschaft überdurchschnittlich stärken. - Aufgrund des hohen Lohnwachstums erwarten wir eine weiterhin restriktive Notenbankpolitik.
EURNOK	11,77	10,90	10,70	- Norwegens Notenbank bleibt restriktiv. Sie kündigte bis 2028 eine schrittweise Senkung des Leitzinses von aktuell 4,00 % auf 3,25 % an. Im ersten Quartal rechnen wir mit dem ersten Senkungsschritt auf 3,75 %. Die Krone dürfte weiter von ihrem Zinsvorteil profitieren. - Eine nachhaltige Aufwertung der Krone erfordert jedoch eine Belebung der Wirtschaft Europas.

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.77	0.07	1.06	-8.25	-5.49	1.84	1.62
BRL	6.20	0.80	1.77	1.99	3.16	6.70	5.94
GBP	0.88	0.25	-1.39	-5.00	-5.60	0.88	0.82
CNY	8.22	0.76	1.40	-6.84	-8.00	8.44	7.48
JPY	181.10	-2.05	-5.28	-11.70	-10.14	181.73	156.15
CAD	1.62	0.44	-0.70	-8.61	-7.95	1.64	1.47
NZD	2.02	-0.20	-1.81	-11.30	-8.57	2.06	1.78
NOK	11.74	-0.99	0.22	-0.62	0.21	12.20	11.30
PLN	4.23	-0.01	0.87	1.84	1.10	4.30	4.14
RUB	89.80	2.89	4.62	27.37	26.56	114.05	89.26
SEK	10.95	-0.33	1.16	5.35	4.53	11.58	10.75
CHF	0.93	-0.83	0.44	0.01	0.70	0.96	0.92
ZAR	19.88	0.60	3.88	-3.87	-1.70	21.97	18.57
CZK	24.17	0.65	1.53	4.58	4.15	25.27	24.12
TRY	49.30	-0.77	-2.84	-25.94	-25.73	49.30	36.19
HUF	381.48	1.73	4.06	8.24	7.84	415.85	381.45
USD	1.16	0.46	0.56	-9.06	-10.78	1.19	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	156.05	-2.50	-5.81	-2.90	0.71	158.42	140.73
CNY	7.08	0.34	0.78	2.39	3.17	7.35	7.08

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

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	5.25	5.45	3.56	4.21	7.48	7.98	3.88	4.33	5.22	6.17	3.83	4.23	3.20	3.80	4.11	5.36	2.32	2.62
2 months	5.45	5.65	3.81	4.41	7.69	8.19	3.99	4.44	5.36	6.26	3.84	4.29	3.08	3.68	4.46	5.26	2.64	2.94
3 months	5.57	5.77	4.00	4.60	7.78	8.18	4.18	4.58	5.50	6.40	4.00	4.45	3.09	3.69	4.55	5.35	2.81	3.06
6 months	5.84	5.99	4.39	4.94	8.04	8.49	4.51	4.86	7.40	8.30	4.42	4.82	3.11	3.71	4.82	5.57	3.15	3.35
9 months	6.11	6.21	4.73	5.18	8.25	8.70	4.71	5.06	7.32	8.17	4.70	5.10	3.20	3.75	5.06	5.66	3.46	3.61
1 year	6.27	6.42	4.85	5.40	8.39	8.84	4.87	5.22	7.32	8.22	4.83	5.33	3.23	3.83	5.18	5.88	3.60	3.80
2 years	6.56	6.81	5.16	5.81	8.59	9.09	5.13	5.58	7.29	8.64	4.71	5.76	2.80	4.40	5.57	6.12	4.02	4.47
3 years	6.55	7.15	5.23	6.38	8.40	9.30	5.51	6.01							5.56	6.36	4.17	4.87
5 years	6.91	7.51	5.78	6.93	8.53	9.63	6.10	6.65									4.51	5.26

Data as of: 12/01/2025 9:16 AM

Brent: Hoher Angebotsüberschuss auch 2026

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
Brent (USD/Barrel)	63.19	79.93	74.74	71.04	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

Pro

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

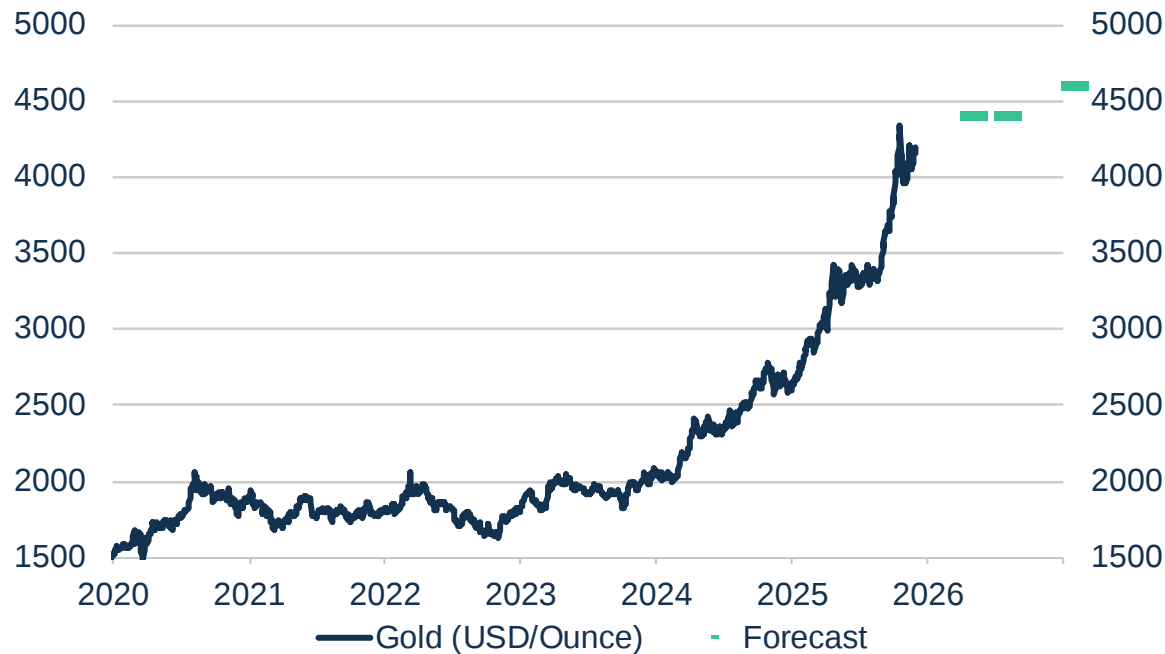
Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt in Q4/25 bei rund 3 mbpd. Auch 2026 dürfte der hohe Überschuss bestehen bleiben.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage. Verbrauch dürfte 2025 um 0,65 mbpd und 2026 nur um 0,45 mbpd zulegen.
- Nicht-OPEC-Länder dürften Output 2026 um 1,2 mbpd erhöhen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten von Apr.-Dez. 25 um ca. 2,9 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Hausse macht Verschnaufpause

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
Gold (USD/Ounce)	4 200	2 389	2 625	3 071	4 400	4 400	4 600

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 28.11.2025)

Pro

- Fed schwenkt auf Zinssenkungspfad um. Opportunitätskosten der Goldhaltung werden damit deutlich niedriger.
- ETCs bleiben weiter auf der Käuferseite (2025 bislang: +430 t).
- Erratische US-Handelspolitik dürfte wirtschaftspolitische Unsicherheit weiter auf hohem Niveau halten. Gold bleibt damit als sicherer Hafen gefragt.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q3/25 ggü. Q3/24 um 17 % zu. Notenbanken erhöhen ihre Gold-Käufe um 10 %.
- US-Dollar dürfte bis Ende 2026 weiter abwerten.

Contra

- Schmucknachfrage bleibt weiter schwach und fällt auch in Q3/25 um 23 % ggü. Vorjahresquartal.
- Recycling von Altgold legt wieder stärker zu und steigt in Q3/25 um 6 % ggü. Q3/24.

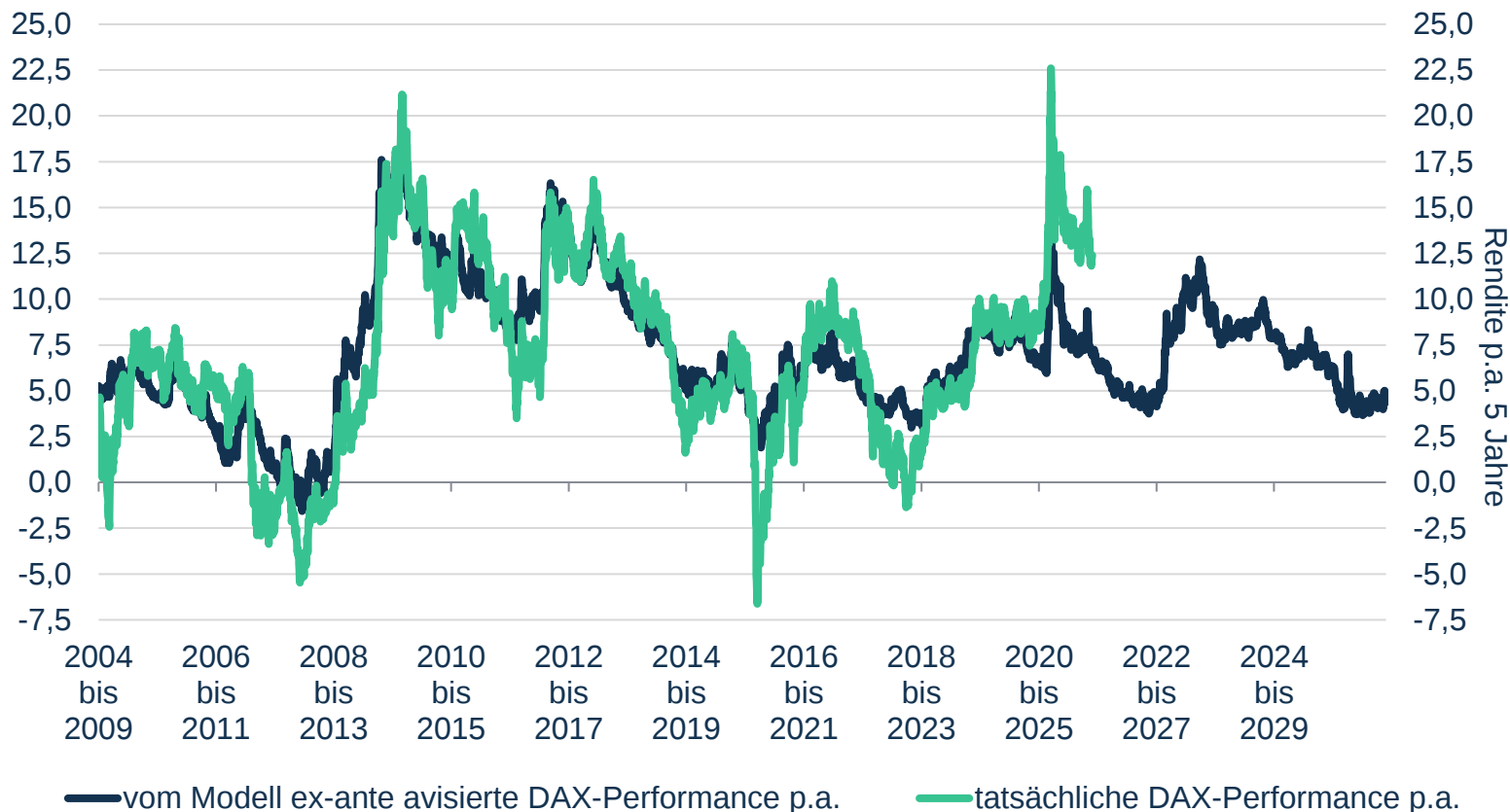
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	63.24	-1.57	-7.92	-13.22	-15.39	81.54	61.06
Crude Oil WTI	USD/bbl	58.58	-3.92	-9.82	-15.14	-19.13	80.73	58.25
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	4 200	5.96	23.11	59.10	59.98	4 347	2 588
Silver	USD/oz	53.91	16.09	38.46	79.31	86.51	54.10	28.80
Platinum	USD/oz	1 640	3.08	21.93	75.40	79.43	1 686	913
Palladium	USD/oz	1 448	3.95	31.40	46.71	59.30	1 575	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 868	-0.73	10.10	10.35	12.40	2 902	2 316
LME Copper	USD/MT	11 189	1.36	13.96	24.29	27.61	11 189	8 613
LME Lead	USD/MT	1 981	-2.25	-0.15	-3.72	1.46	2 099	1 842
LME Zinc	USD/MT	3 056	-0.08	9.87	0.05	2.59	3 135	2 558
LME Tin	USD/MT	39 161	7.70	12.53	38.91	34.65	39 161	28 399
LME Nickel	USD/MT	14 829	-3.05	-2.84	-7.69	-3.26	16 641	14 084

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

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: LSEG, LBBW Research



Zwei Einflussfaktoren

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



Modellavis

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

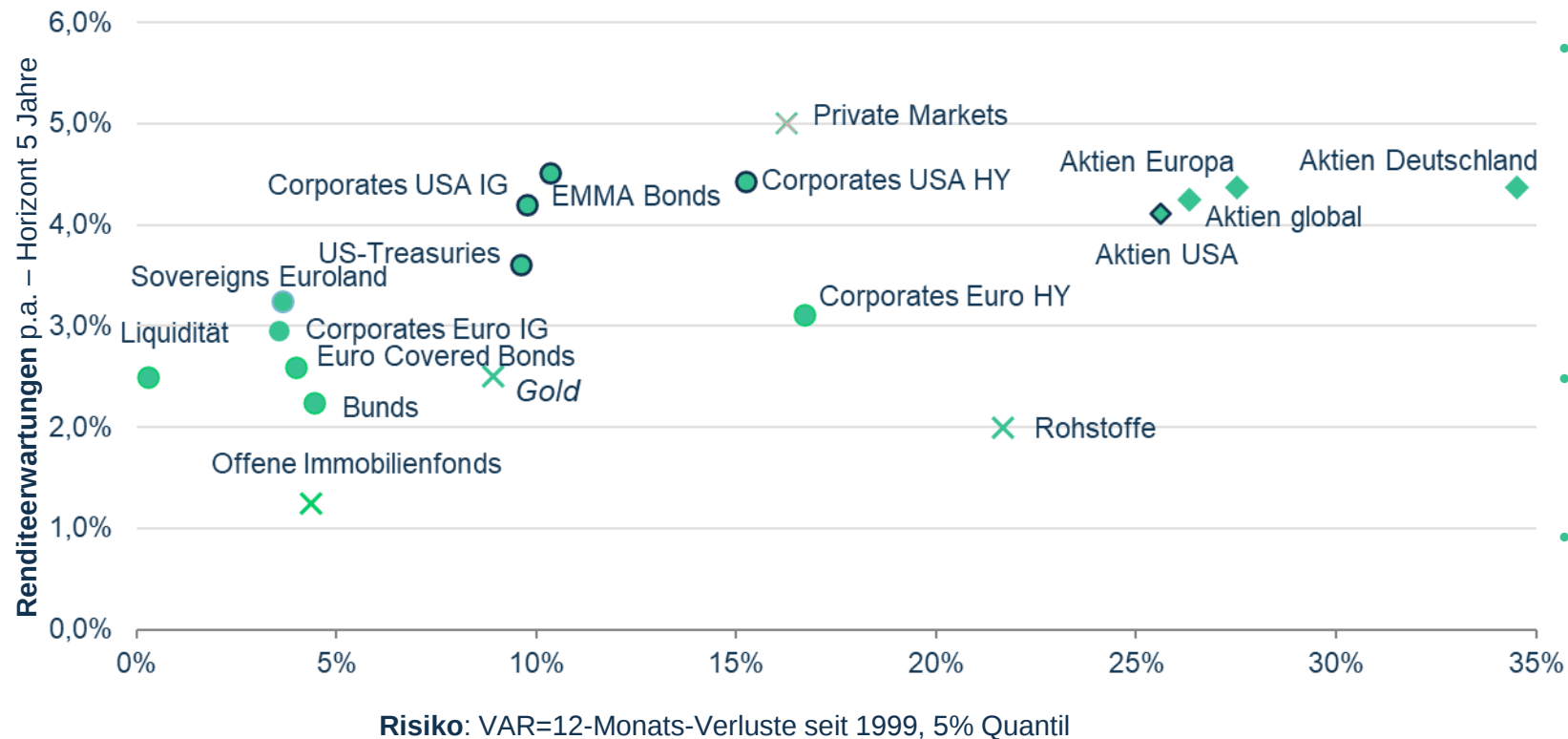
4,4 % p.a. (inkl. Dividenden)
Renditeerwartung

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: LSEG, LBBW Research – Stand: 01.12.2025. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen eine Duration zwischen drei und sieben Jahren auf. Lesehinweis Risiko/VAR: Verlust, den der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse, mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % seit 1999 nicht überschritten hat.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
01.12.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,96	2,00	2,09	2,19	2,29	2,38	2,48	2,58	2,67	2,77	3,14	3,30	3,36	3,44
France	2,10	2,21	2,37	2,54	2,71	2,87	3,04	3,20	3,35	3,48	3,95	4,20	4,41	4,61
Italy	2,04	2,18	2,35	2,53	2,72	2,89	3,06	3,22	3,36	3,49	3,99	4,25	4,45	4,65
Spain	2,03	2,09	2,24	2,39	2,55	2,70	2,85	2,99	3,13	3,26	3,72	3,93	4,08	4,18
Netherlands	2,00	2,07	2,17	2,28	2,40	2,51	2,61	2,71	2,80	2,89	3,25	3,45	3,54	3,56
Austria	1,96	2,06	2,20	2,35	2,50	2,64	2,77	2,88	2,99	3,08	3,44	3,66	3,79	3,86
Belgium	2,06	2,14	2,26	2,41	2,57	2,72	2,87	3,01	3,15	3,28	3,81	4,16	4,36	4,44
Ireland	2,03	2,06	2,16	2,29	2,42	2,56	2,69	2,80	2,91	3,00	3,36	3,59	-	-
Portugal	1,96	1,97	2,07	2,22	2,38	2,54	2,70	2,85	3,00	3,13	3,60	3,87	4,03	4,13
Finland	1,98	2,08	2,23	2,37	2,52	2,66	2,78	2,90	3,01	3,11	3,48	3,67	3,80	3,96
EUR Swap in %	2,14	2,17	2,25	2,33	2,41	2,49	2,56	2,63	2,69	2,75	2,97	3,06	3,08	3,08

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
01.12.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,78	2,27	2,56	2,76	2,91	3,04	3,15	3,24	3,33	3,40
AA-	1,84	2,30	2,58	2,80	2,95	3,07	3,09	3,28	3,36	3,43
A+	1,90	2,37	2,65	2,85	3,00	3,12	3,23	3,32	3,40	3,47
A	1,99	2,46	2,73	2,92	3,07	3,20	3,30	3,39	3,47	3,54
A-	2,07	2,52	2,78	2,97	3,12	3,24	3,34	3,42	3,50	3,57
BBB+	2,08	2,54	2,82	3,01	3,16	3,29	3,39	3,48	3,56	3,63
BBB	2,34	2,74	2,98	3,15	3,28	3,39	3,48	3,55	3,62	3,68
BBB-	2,51	2,92	3,15	3,32	3,45	3,55	3,64	3,72	3,79	3,85
BB+	3,17	3,39	3,52	3,61	3,68	3,74	3,79	3,83	3,87	3,90
BB	3,17	3,53	3,74	3,89	4,01	4,10	4,18	4,25	4,31	4,37
BB-	3,32	3,67	3,87	4,01	4,12	4,21	4,28	4,35	4,41	4,46
B+	3,65	3,96	4,14	4,27	4,37	4,45	4,52	4,58	4,63	4,68
B	3,81	4,12	4,30	4,43	4,53	4,61	4,68	4,74	4,79	4,84
B-	4,02	4,20	4,35	4,50	4,65	4,76	4,85	4,92	5,00	5,08
EUR Swap in %	2,14	2,17	2,25	2,33	2,41	2,49	2,56	2,63	2,69	2,75

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
01.12.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,19	2,45	2,60	2,71	2,79	2,86	2,92	2,97	3,01	3,05
AA-	2,19	2,51	2,69	2,82	2,92	3,00	3,07	3,13	3,18	3,23
A+	2,17	2,56	2,79	2,96	3,08	3,19	3,28	3,35	3,42	3,48
A	2,20	2,55	2,76	2,91	3,02	3,12	3,19	3,26	3,32	3,38
A-	2,25	2,62	2,83	2,99	3,11	3,20	3,28	3,36	3,42	3,47
BBB+	2,39	2,74	2,95	3,10	3,21	3,30	3,38	3,45	3,51	3,56
BBB	2,39	2,76	2,97	3,13	3,24	3,34	3,42	3,49	3,56	3,61
BBB-	2,66	2,91	3,05	3,15	3,23	3,30	3,35	3,40	3,44	3,48
EUR Swap in %	2,14	2,17	2,25	2,33	2,41	2,49	2,56	2,63	2,69	2,75

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
01.12.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,18	2,26	2,35	2,53	2,69	2,73	2,87	3,00			3,35
AT	2,23	2,28	2,42	2,58	2,69	2,81	2,92	3,02	3,12	3,28	
BE	2,30	2,26	2,44	2,57	2,61	2,77	2,90		3,14		
CA	2,15	2,27	2,42	2,55	2,66	2,77	2,92		3,08		
DK	2,21	2,27	2,60	2,46	2,58	2,82	2,93				
FI	2,19	2,25	2,39	2,49	2,64	2,74	2,82	2,89	2,96	3,09	
FR	2,20	2,28	2,42	2,57	2,72	2,88	2,99	3,12	3,20	3,34	3,41
DE	2,14	2,23	2,35	2,48	2,59	2,70	2,80	2,88	2,95	3,08	3,25
GR											
IE											
IT	2,16	2,30	2,46	2,62	2,72	2,88	3,03	3,10	3,27		3,40
LU		2,43									
NL	2,14	2,27	2,37	2,50	2,64	2,77	2,80	2,85	2,96	3,12	3,24
NZ		2,24	2,46		2,73	2,89					
NO	2,12	2,21	2,32	2,47	2,60	2,69	2,83	2,93	2,98	3,09	
PL				2,68							
PT		2,29	2,37	2,58	2,62	2,75					
SG	2,17	2,32	2,43	2,56							
ES	2,14	2,27	2,39	2,57	2,61	2,83	2,86	3,00	3,08		3,33
SE	2,11	2,21	2,33	2,45	2,59		2,79	2,94			
CH		2,32		2,55	2,74	2,89					
UK	2,22	2,30	2,46	2,58	2,74	2,85	2,93		3,11		
JP		2,50	2,60	2,71	2,78						
KR	2,24	2,37	2,50	2,59	2,74						
SK	2,32	2,41	2,54	2,69	2,75	2,92	3,06				
EUR Sw ap in %	2,14	2,17	2,25	2,33	2,41	2,49	2,56	2,63	2,69	2,75	2,81

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

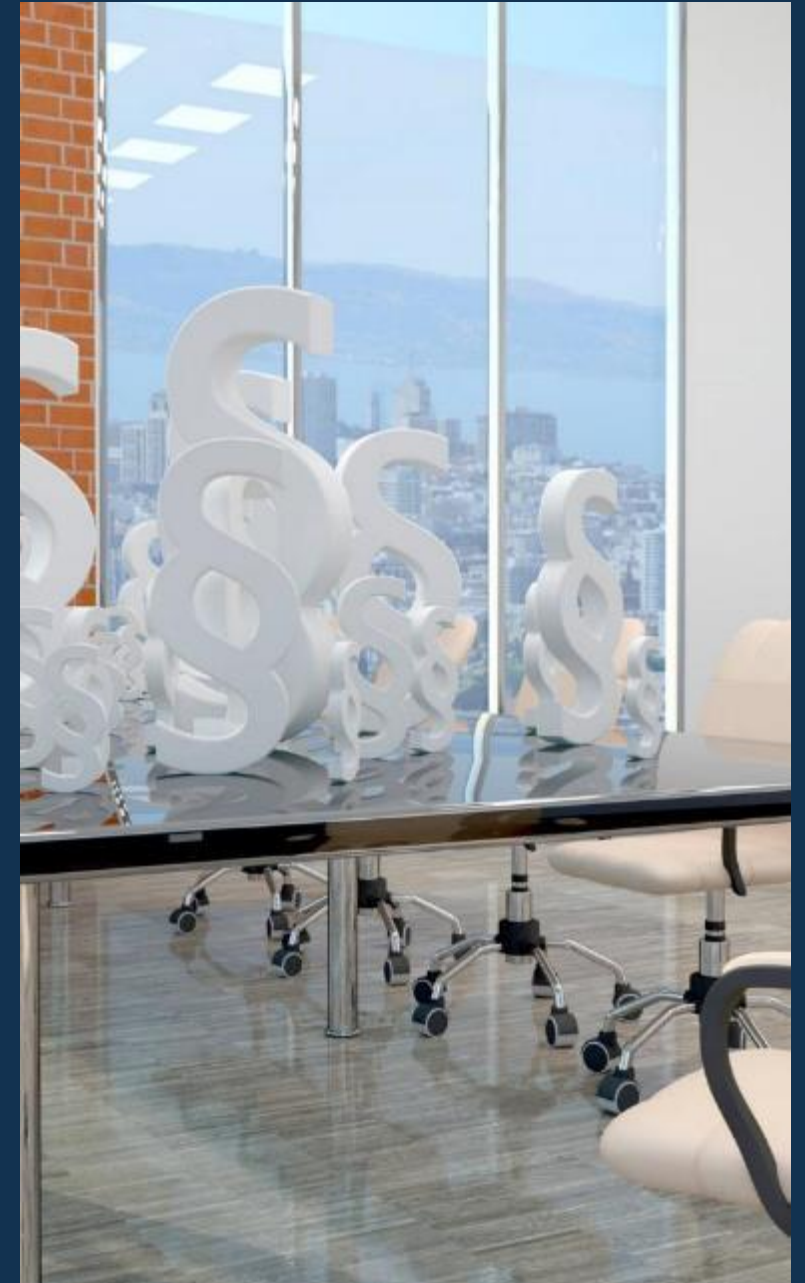
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Singapur:

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

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

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

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

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

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

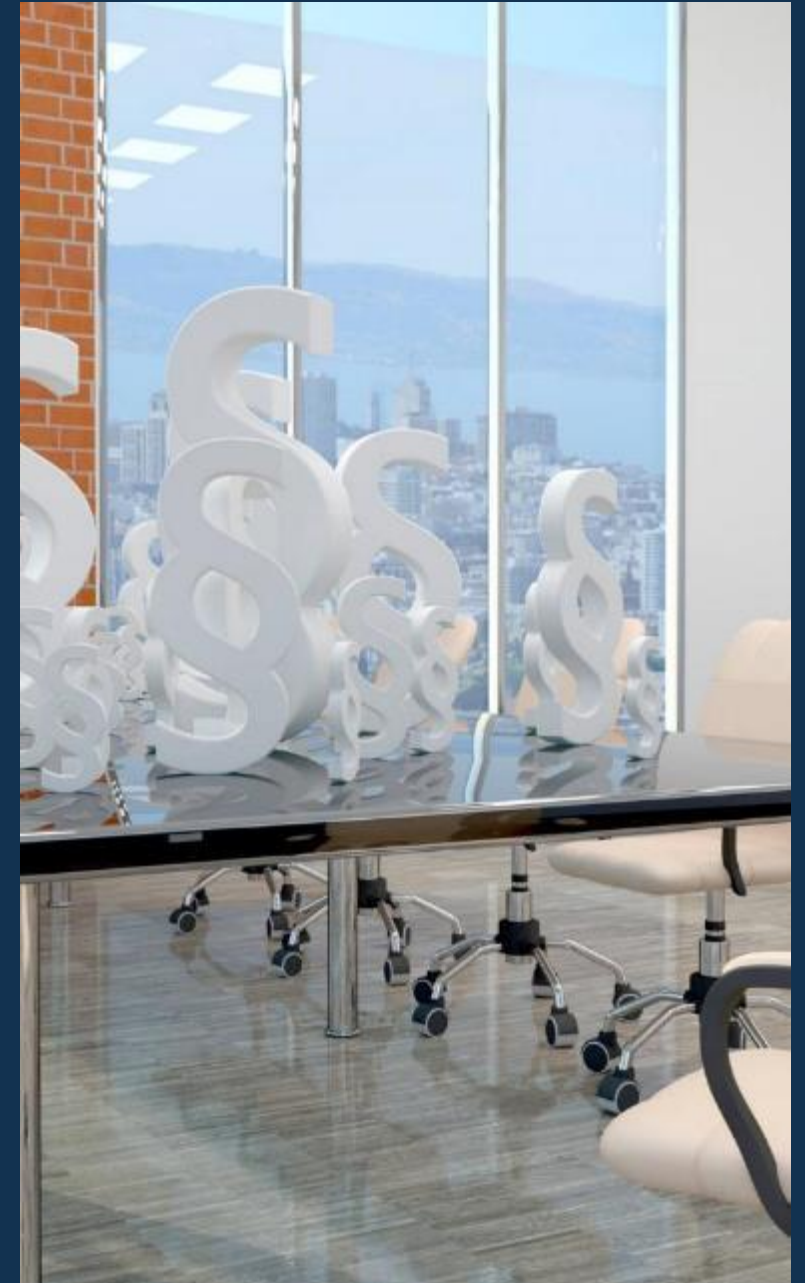
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

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

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

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Republic China (Taiwan):

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



Disclaimer

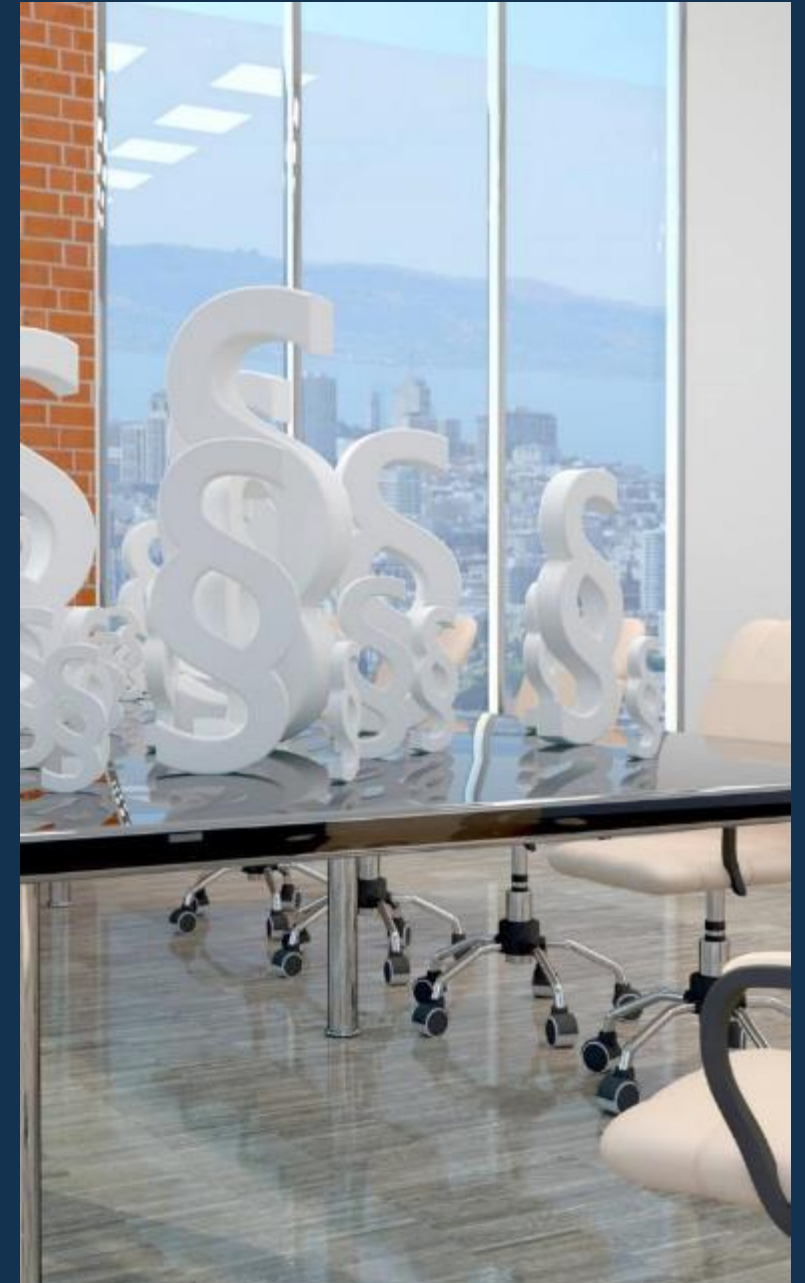
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

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

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

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



Disclaimer

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

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

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

