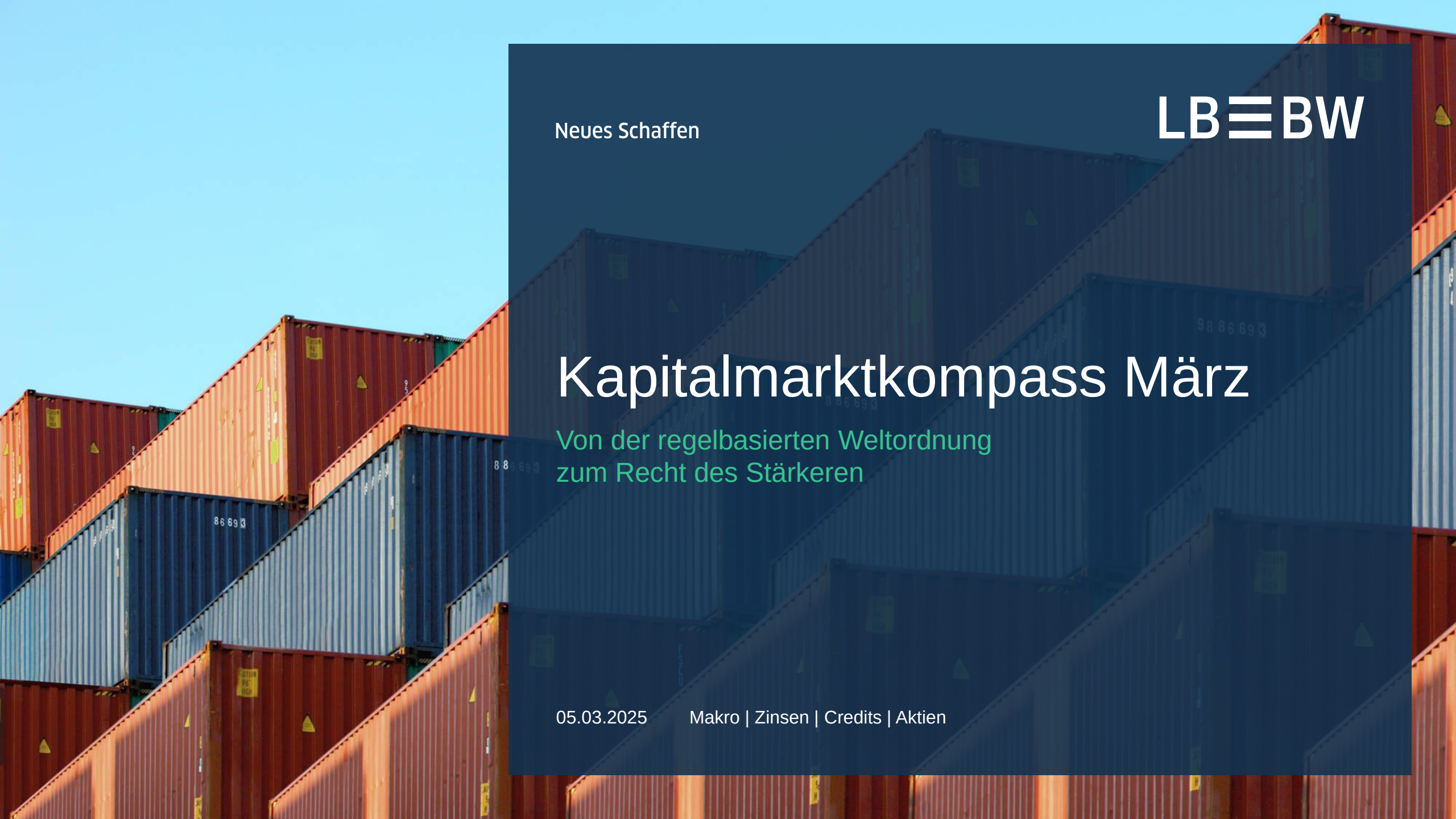


Neues Schaffen

LBBW

Kapitalmarktkompass März

Von der regelbasierten Weltordnung zum Recht des Stärkeren

05.03.2025 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 05.03.2025 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: **2741 262 1059#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565003#**

Link zur Webkonferenz:
https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=mc008f1f58eb8bba109199deed25c3ea1

Event-Kennnummer: **2741 262 1059**

Event-Passwort: **KMK-03** (565003 über Telefone)

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

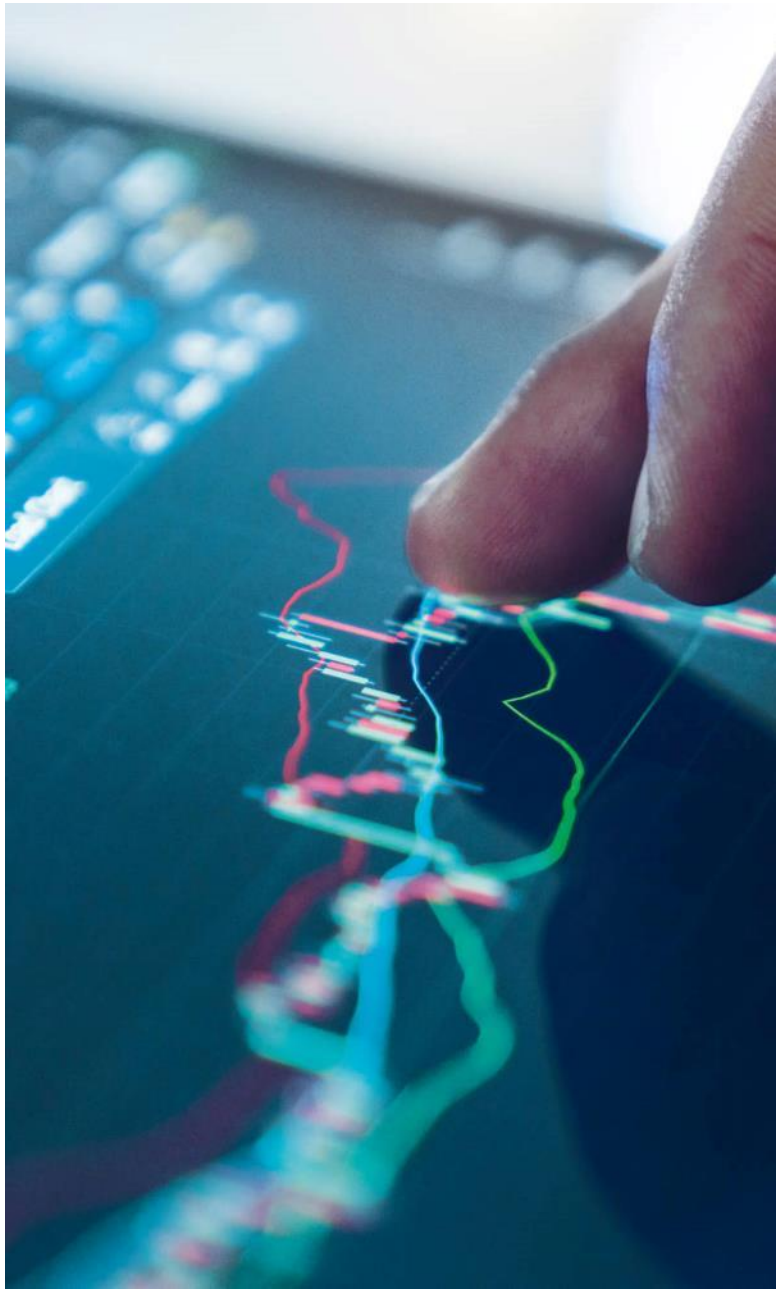
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

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

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema Verteidigung: Friedensdividende adé	09
03	Makro: Finanzen im Zeichen der Geopolitik	19
04	Zinsen: Prognosen moderat angehoben	32
05	Credits: Risiko-Spreads weiter gesunken	44
06	Aktien: Die Musik spielt nicht mehr in der neuen Welt	50
07	Immobilien: Kein Crash, kein Boom	58
08	Prognosen und Asset Allokation: Korrektur am Aktienmarkt im Jahresverlauf erwartet	64
09	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	74



01

Vorwort und Einleitung

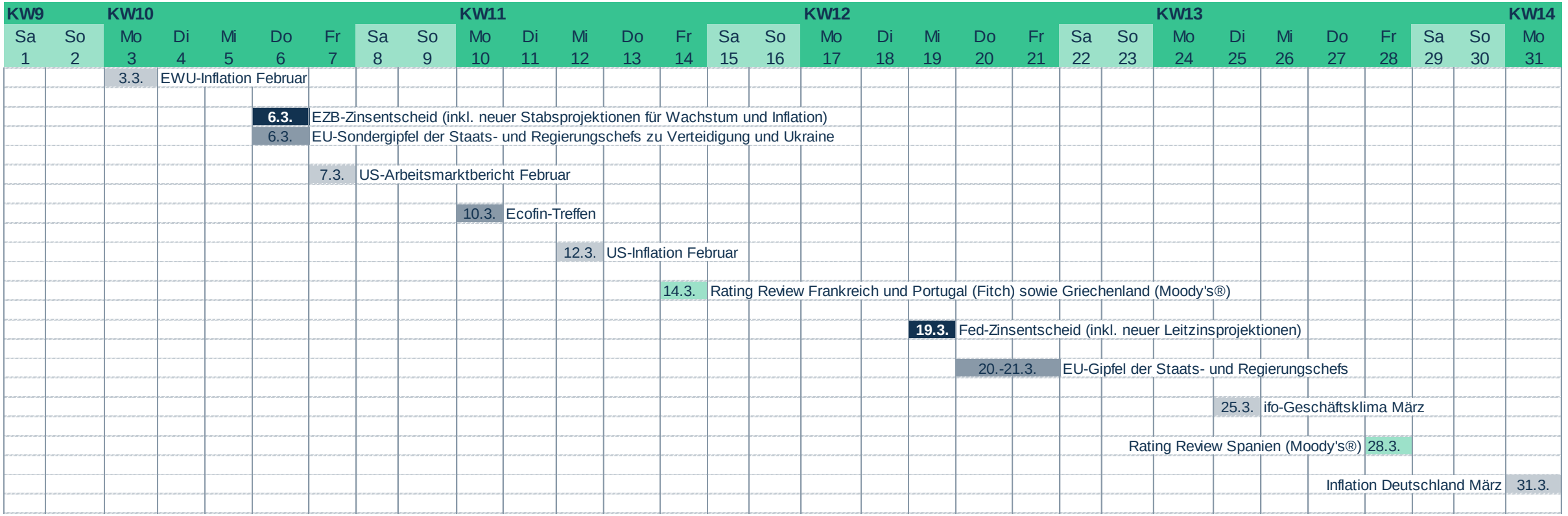
Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
+49 (0) 711 – 127 – 76 580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

»Aktien sollten jetzt untergewichtet werden.«

Während der US-Präsident mit der einen Hand Sand ins Getriebe des Welthandels streut, versucht er mit der anderen, den Ukraine-Krieg zu beenden – zulasten des angegriffenen Staates. Die Märkte sind hin- und hergerissen, die Kursausschläge nehmen zu. Wir glauben: 2026 könnte es in Deutschland insgesamt wieder besser laufen als derzeit. Was hilft dabei? Die EZB, laufende Anpassungen der Unternehmen und hoffentlich bald auch die Politik in Deutschland und in der EU. Vorerst stufen wir Aktien von neutral auf untergewichtet herunter. Dies kommt selten vor, denn langfristig ist eine gute Rendite nur mit einer Portion Risiko zu erzielen. Für den Moment aber raten wir zu etwas weniger Exponiertheit.

Die wichtigsten Termine im März



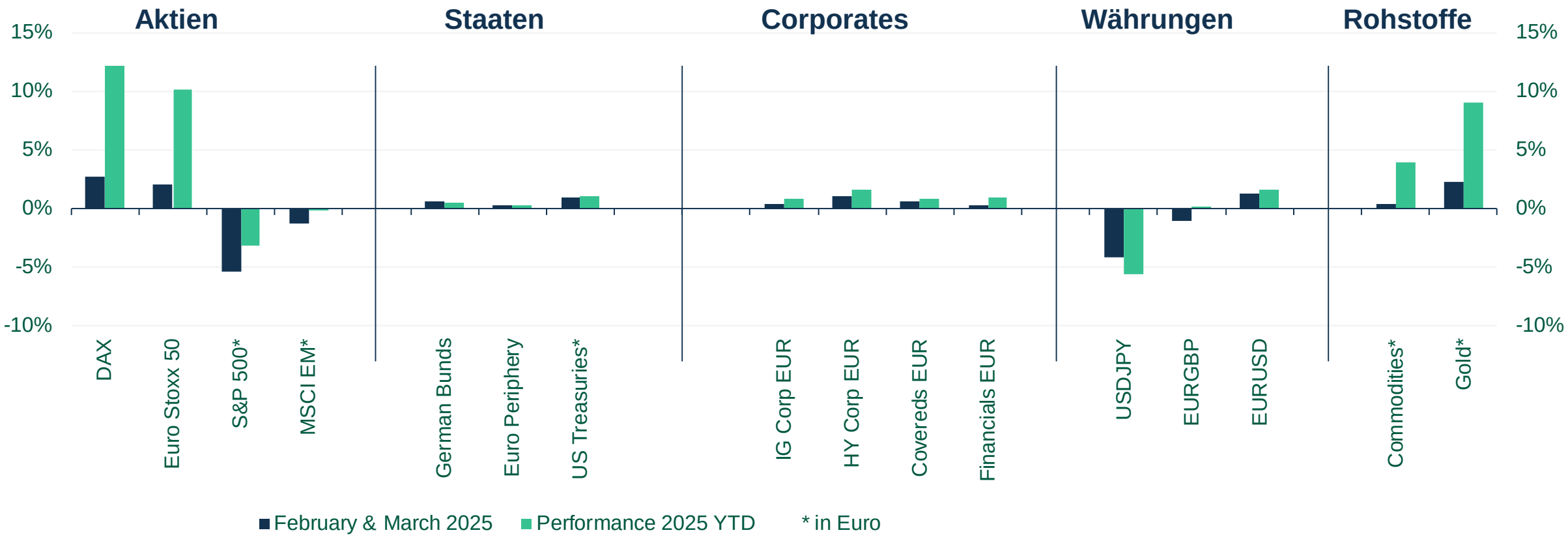
- Die EZB dürfte ihre sechste Zinssenkung seit Juni 2024 beschließen. Mit Spannung werden die neuen Stabsprojektionen erwartet.
- Die Fed dürfte ihre Zinspause verlängern. Die neuen Leitzinsprojektionen setzen ein Signal für die kommenden Monate.
- Die nächste Runde an Inflationsdaten aus den USA und aus dem Euroraum liefert den Notenbanken jeweils wichtigen Input.
- Die EU-Staats- und -Regierungschefs beraten über höhere Verteidigungsausgaben und die weitere Unterstützung der Ukraine.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Performance: DAX, Euro Stoxx und Gold vorne – Wir erwarten eine Korrektur für den Jahresverlauf

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

Handelsstreitigkeiten eskalieren – Betroffene Länder drohen mit Gegenzöllen

Neue Zölle (eingeführt oder angedroht):

- Anhebung der Zölle auf China um 20 %-Punkte (+10 % bereits eingeführt; +10 % seit 04. März)
- 25 % Zölle auf Mexiko und Kanada* (seit 04. März)
- Anhebung auf 25 % Zölle auf Stahl, Aluminium (ab 12. März)
- Reziproke Zölle (ab 02. April)
- Anhebung auf 25 % Zölle auf EU (ab 02. April)
- Anhebung auf 25 % Zölle auf Autos, Pharmaprodukte und Halbleiter (ab 02. April)

Quelle: LBBW Research

`Auf kanadische Energieimporte wurden nur 10% Zölle eingeführt.

02

Sonderthema Verteidigung: Friedens-dividende adé

Stefan Maichl, CFA
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-78449
stefan.maichl@LBBW.de

Verteidigungsindustrie

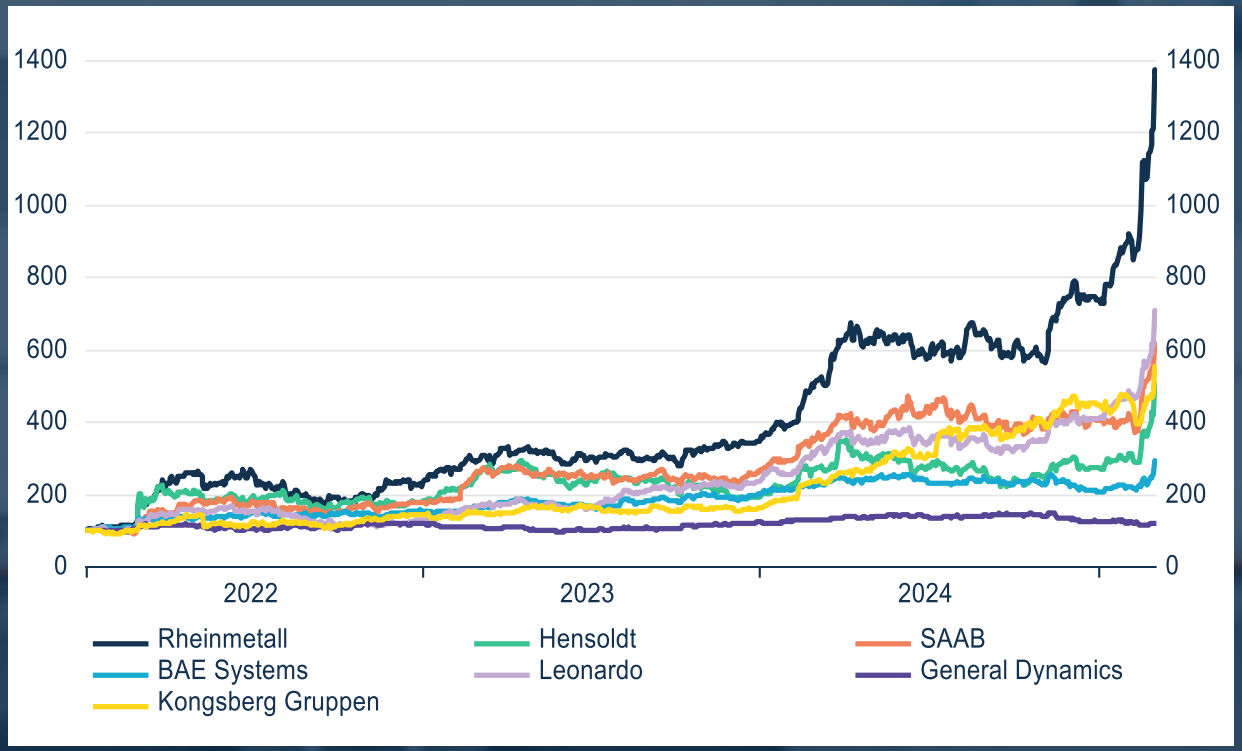
„…auf unserem Kontinent muss jetzt auch für unsere Verteidigung gelten: **whatever it takes.“**

Friedrich Merz
Vorsitzender der CDU Deutschland

Bisher ganz weit weg? Plötzlich mittendrin!

Die gesellschaftliche Relevanz steigt, …

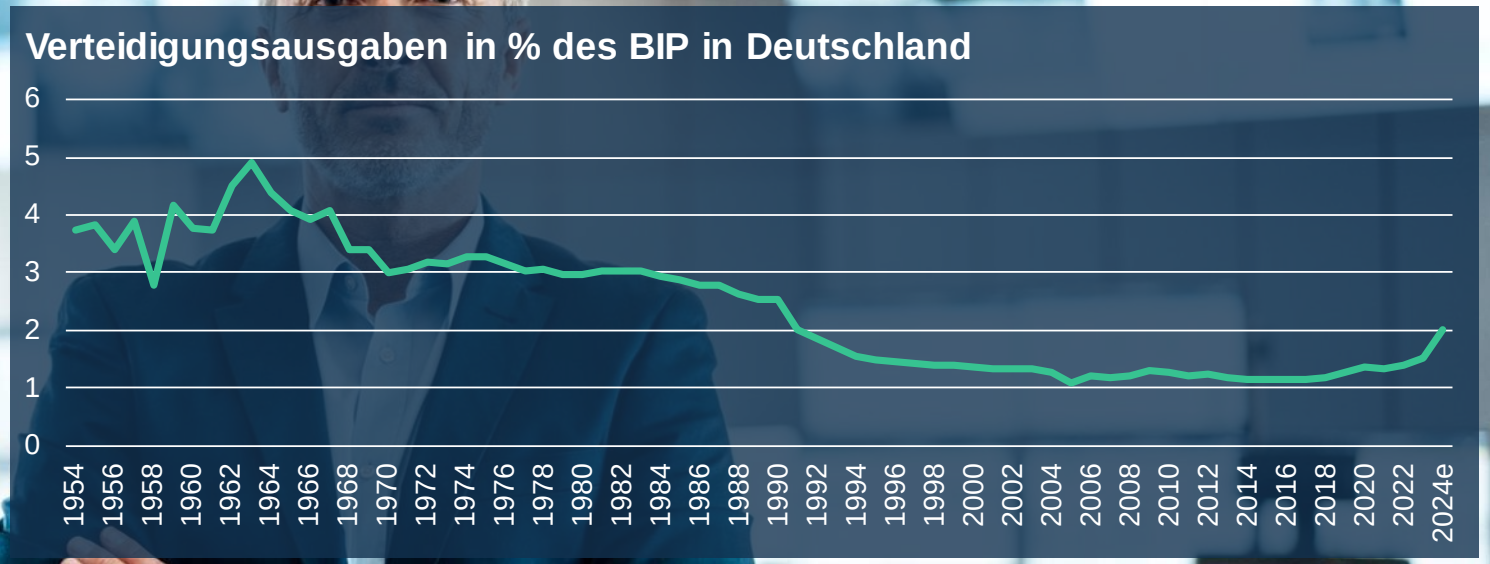
… und dies spiegelt sich auch in den Aktienkursen*



Quelle: Bundesmarine besucht Börse Frankfurt, LSEG Datastream, LBBW Research. *Total-Return-Wertentwicklung in USD auf 100 indexiert

Geopolitische Ereignisse im Zeitverlauf

Friedensdividende adé



- **Verteidigungsausgaben** reagieren auf sich **verändernde Sicherheitslagen.**
- **Konjunkturzyklen** sind **kaum relevante** Einflussfaktoren.
- Die Landes- und **Bündnisverteidigung** gewinnt seit Ukraine-Krieg wieder an **Bedeutung** und erfährt politische und gesellschaftliche **Akzeptanz**.

1945
Ende 2. Weltkrieg
Zerfall Deutschlands in vier Besatzungszonen

1949
NATO Gründung
Zum Schutz ggü. UdSSR in Europa; insb. durch Art. 5 des Nato Vertrags.

1991
Ende Kalter Krieg
Abrüstung; Investitionen in Rüstung sinken deutlich

2014
Annexion Krim
Verstoß gegen Völkerrecht; Folge: Angespannte Beziehung zw. RUS / UKR

2022
Zeitenwende
Einmarsch Russlands in Ukraine; Vermehrte Angriffe auf kritische Infrastruktur

2022
Hybride Kriegsführung
Zunahme hybrider Kriegführung, Anschläge auf kritische Infrastruktur auch außerhalb UKR

2023
Reaktionen
2% Ziel wurde als Minimum-Ziel beschlossen; Zunahme hybrider Kriegführung

2024
2%-Ziel erreicht
23 von 32 Nato-Länder erreichen oder übertreffen 2%-Ziel

Quelle: Statista, NATO, UCDP, PRIO, OWID, LBBW Research.

LBBW

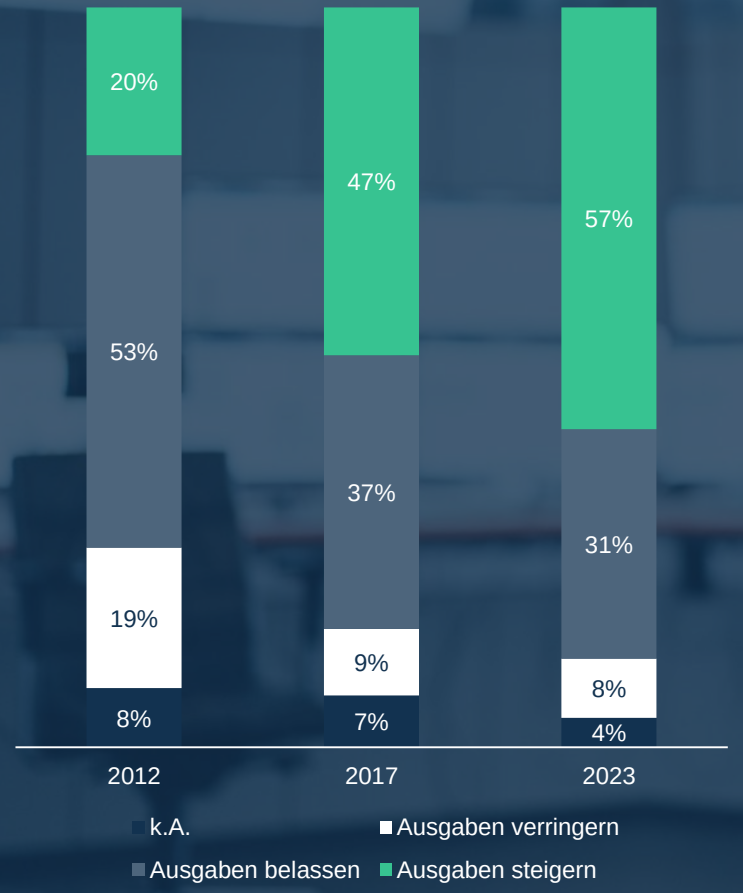
Zweifel an den US-Sicherheitsgarantien für Europa

Bereitschaft für Rüstungsinvestitionen steigt in der EU

„Nein, ich würde euch nicht beschützen. […] Ihr müsst zahlen. Ihr müsst eure Rechnungen bezahlen.“

Donald Trump
auf die Frage, ob er im Falle eines russischen Angriffs auf die Nato diese verteidigen würde.

Umfrage zur Veränderung des Verteidigungsbudgets in BRD

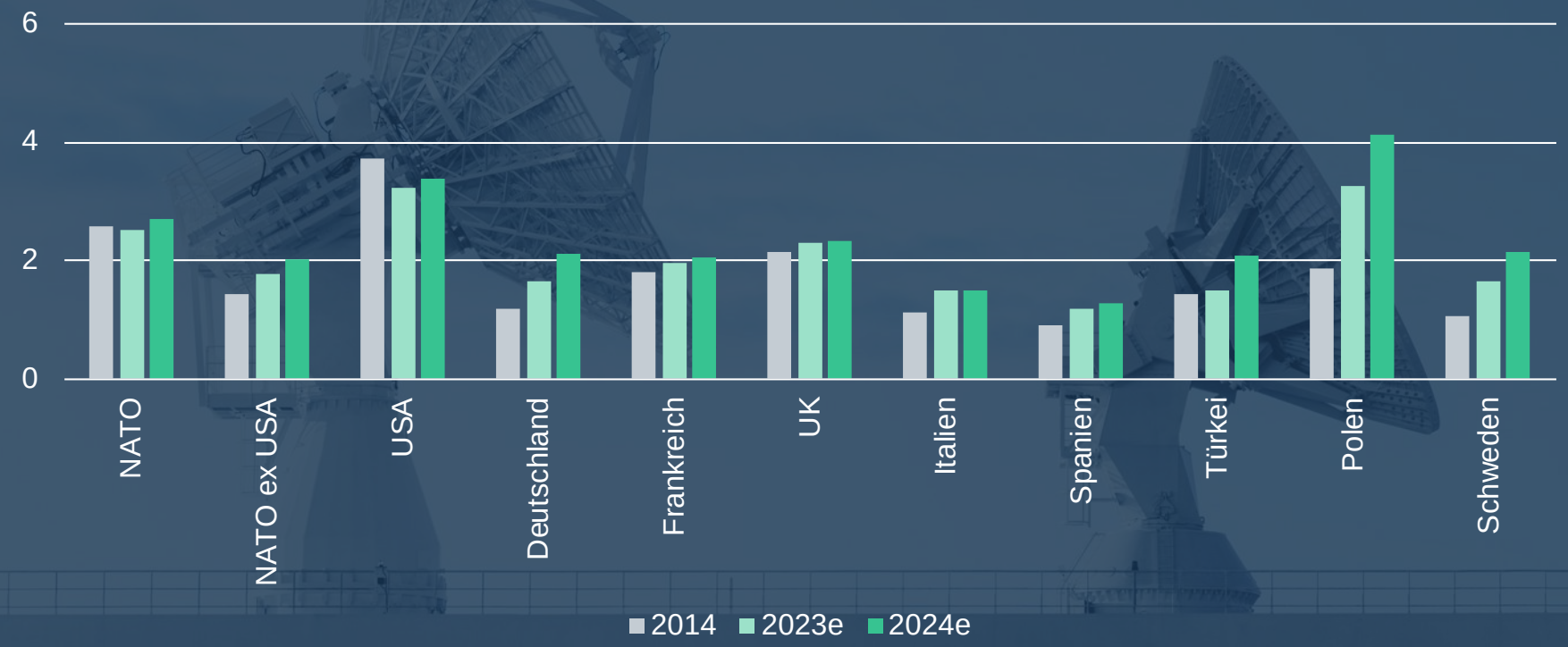


23 der 32 NATO-Staaten erreichen das 2%-Ziel

Dies reicht nicht!

Verteidigungsausgaben ausgewählter NATO-Länder*

In % des Bruttoinlandsproduktes



- Bei 3%-Budgetziel versus 2024e zusätzliches Budget allein in Europa von 194 Mrd. USD* p.a.
- Annahme einer Investitionsquote von 30% ergibt Investitionen in Europa im Umfang von rund 58 Mrd. USD* p.a.

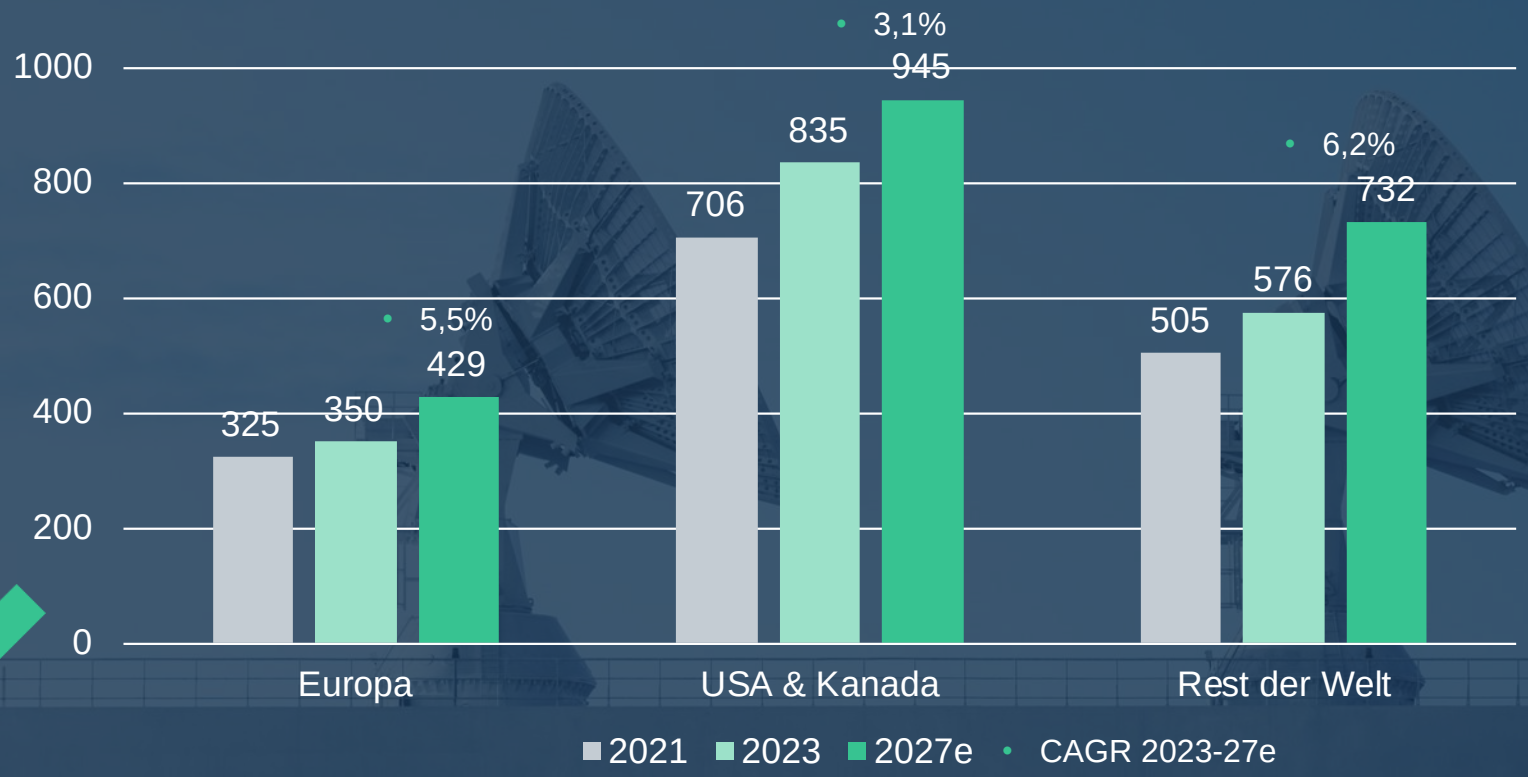
Quelle: NATO, LBBW Research. *konstante Preise und Wechselkurse 2015

Attraktive Wachstumsraten im Verteidigungsmarkt

Hohes Momentum vor allem in Europa und in Asien

Verteidigungsausgaben in Mrd. EUR

Absolute Ausgaben und Durchschnittswachstum 2023-27e



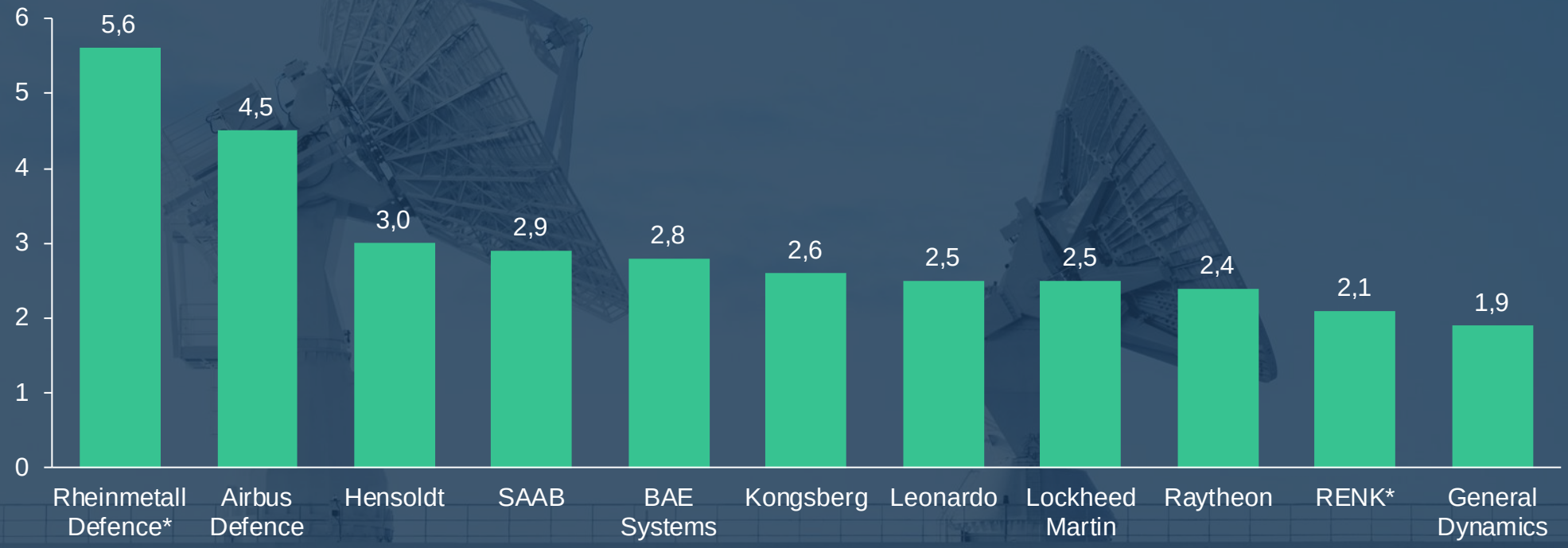
Quelle: RENK Kapitalmarkttag November 2024, RS Advisors, SIPRI, US DoD Publications, IM WEO Database, LBBW Research.

Planungssicherheit durch hohe Auftragsbestände

Starke Wachstumsbasis vor allem in Europa

Rechnerische Auftragsbestandsreichweite ausgewählter Verteidigungsunternehmen (in Jahren)

Auftragsbestand Ende 2024 geteilt durch den Umsatz 2024

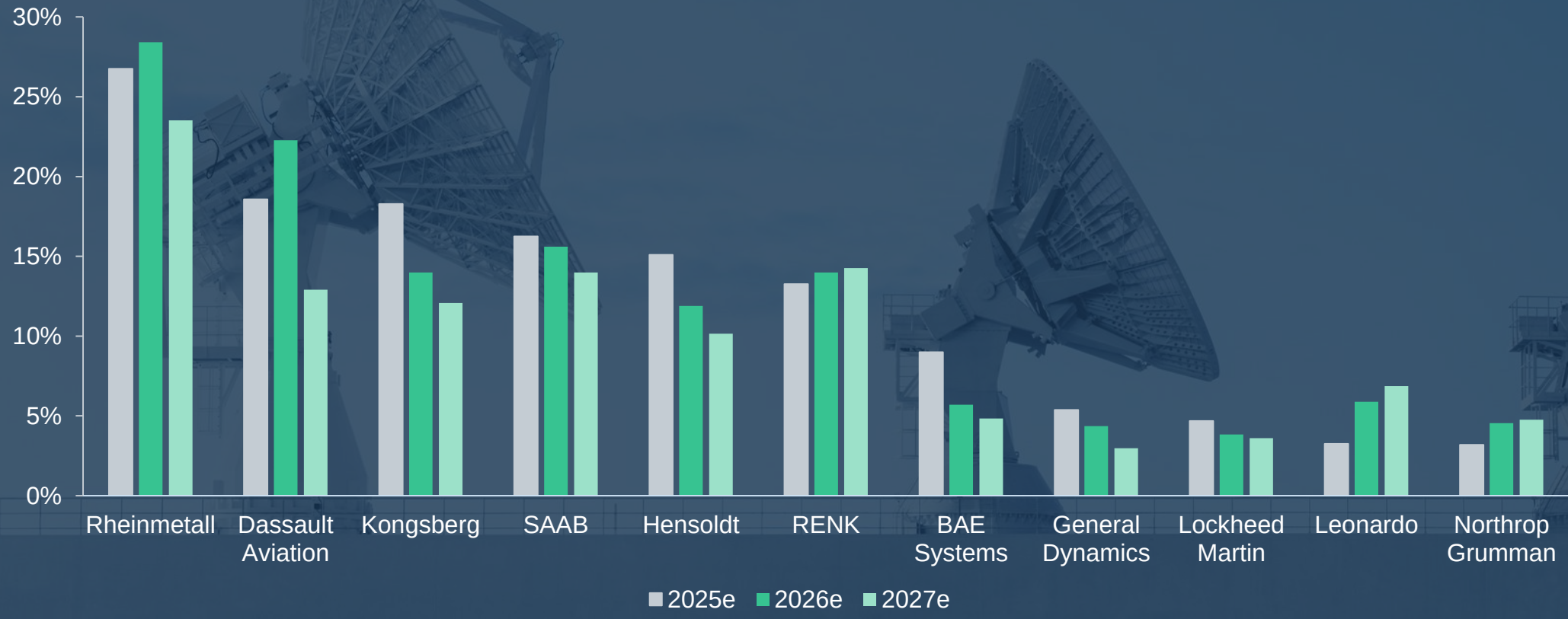


Quelle: Unternehmen, LBBW Research. *Auftragsbestand 30.09.2024 geteilt durch den geschätzten Umsatz 2024

Verteidigung als attraktiver Wachstumssektor

Europa mit Outperformance gegenüber den USA

Umsatzwachstum ausgewählter Verteidigungsunternehmen in %



Quelle: Unternehmen, LSEG Datastream, LBBW Research. *Auftragsbestand 30.09.2024 geteilt durch den geschätzten Umsatz 2024

Corporate Research der LBBW

Branchenresearch

03

Makro: Finanzen im Zeichen der Geopolitik

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

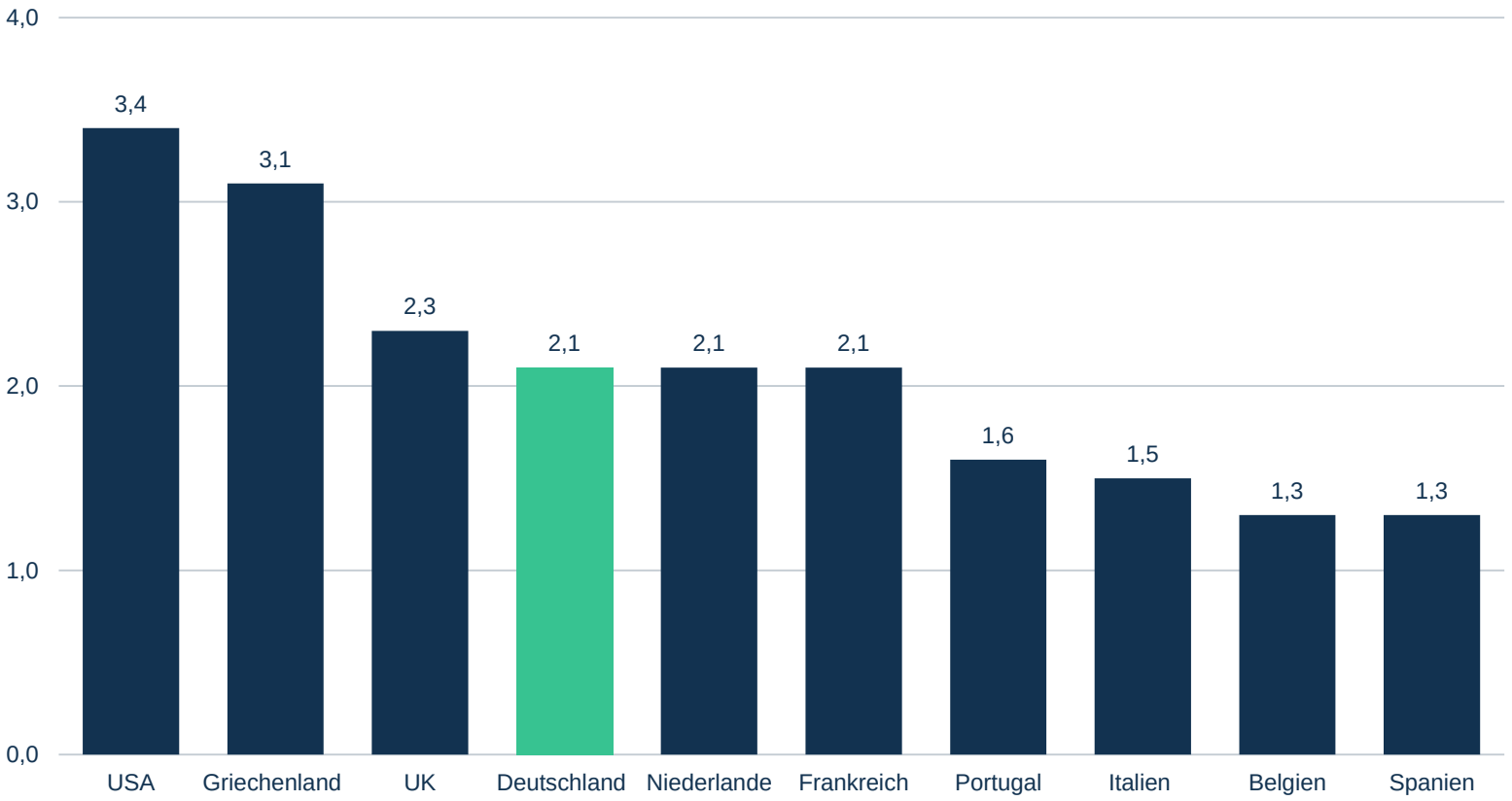
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127–7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

„Si vis pacem, para bellum“?

Verteidigungsausgaben 2024 in % des BIP

in % des BIP

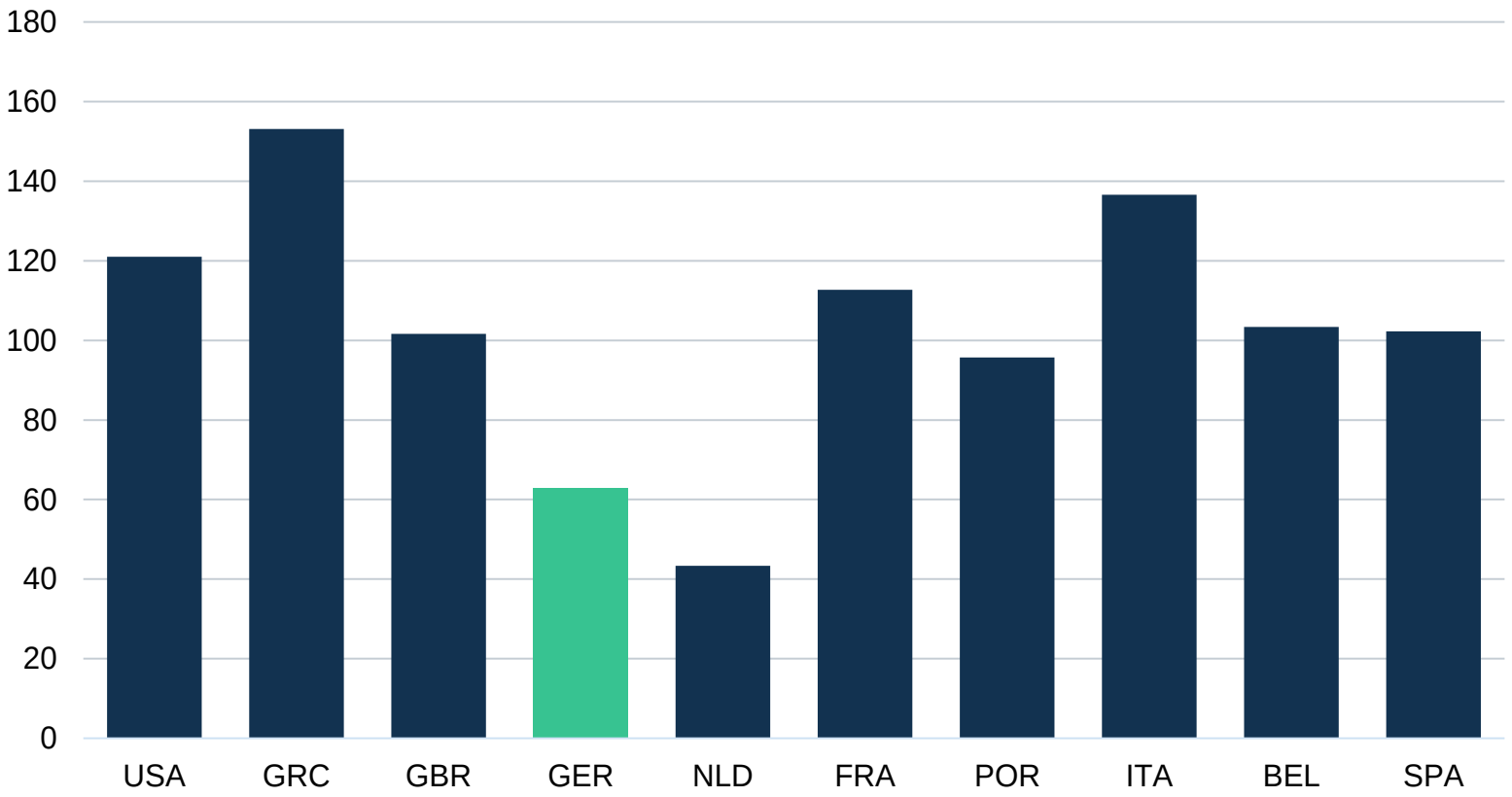


- Die Verteidigungsausgaben für viele Staaten unter der 2 %-Grenze.
- Mit dem Sondervermögen von 2022 hat z.B. Deutschland diese Grenze überschritten. Angesichts der Lage dürften diese Ausgaben eher Richtung 3 % oder mehr gehen.
- Dies wären für Deutschland rund 130 Mrd. Euro pro Jahr.

Quelle: NATO, Statista, LBBW Research *Angaben für alle Länder für 2024; für USA und Japan für 2023

Finanzieller Spielraum ist gering

Schuldenstände
in % des BIP



- Das Problem für viele Staaten ist, dass die Verschuldung bereits sehr hoch ist.
- Nach dem aktuellen „gehärteten“ Fiskalpakt sollten die Staaten ihre Schuldenstände eigentlich in Richtung 60% senken – je höher sie sind, desto schneller sollte es gehen (mit den 60%- und 90%-Untergrenzengrenzen für eine Konsolidierung i.H.v. 0,5 bzw. 1 Prozentpunkt für die jährliche Senkung der Schuldenstandsquoten).
- Die neuesten Nachrichten lassen eher ein weiteres Anschwellen der Schulden befürchten.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Aktuelle Vorschläge zur Rüstungsfinanzierung

- In Deutschland:

- CDU/CSU und SPD haben sich u.a. darauf geeinigt, zur Finanzierung der Verteidigungsausgaben einen Anteil von 1% des BIP (entspricht aktuell 43 Mrd. Euro) im Einzelplan 14 des Bundeshaushalts auf die Schuldenbremse anzurechnen, alle darüber hinaus gehenden Beträge nicht. Hierzu muss das Grundgesetz geändert werden. Das soll entgegen der üblichen Gepflogenheiten im bestehenden 20. Bundestag geschehen. Der 21. Bundestag hat sich nach der Wahl am 23. Februar noch nicht konstituiert.
- Es wird ein Sondervermögen Infrastruktur Bund/Länder/Kommunen geschaffen, das mit einem Volumen von 500 Milliarden Euro ausgestattet wird und eine Laufzeit von 10 Jahren hat. Dieses Sondervermögen soll für Investitionen in die Infrastruktur dienen. Die „einfachgesetzlichen Maßnahmen“ sollen zu Beginn der 21.Legislaturperiode beschlossen werden.
- Die Wirtschaftsweise Veronika Grimm hat vor negativen Folgen der milliardenschweren Neuverschuldung gewarnt. „Wir brauchen in der Tat eine schnelle Steigerung des Verteidigungsbudgets. Aber ohne Reformen ist das ein Weg in den Abgrund“, sagte Prof. Grimm und verwies auf die steigenden Sozialausgaben und den demografischen Wandel.

- Auf EU-Ebene:

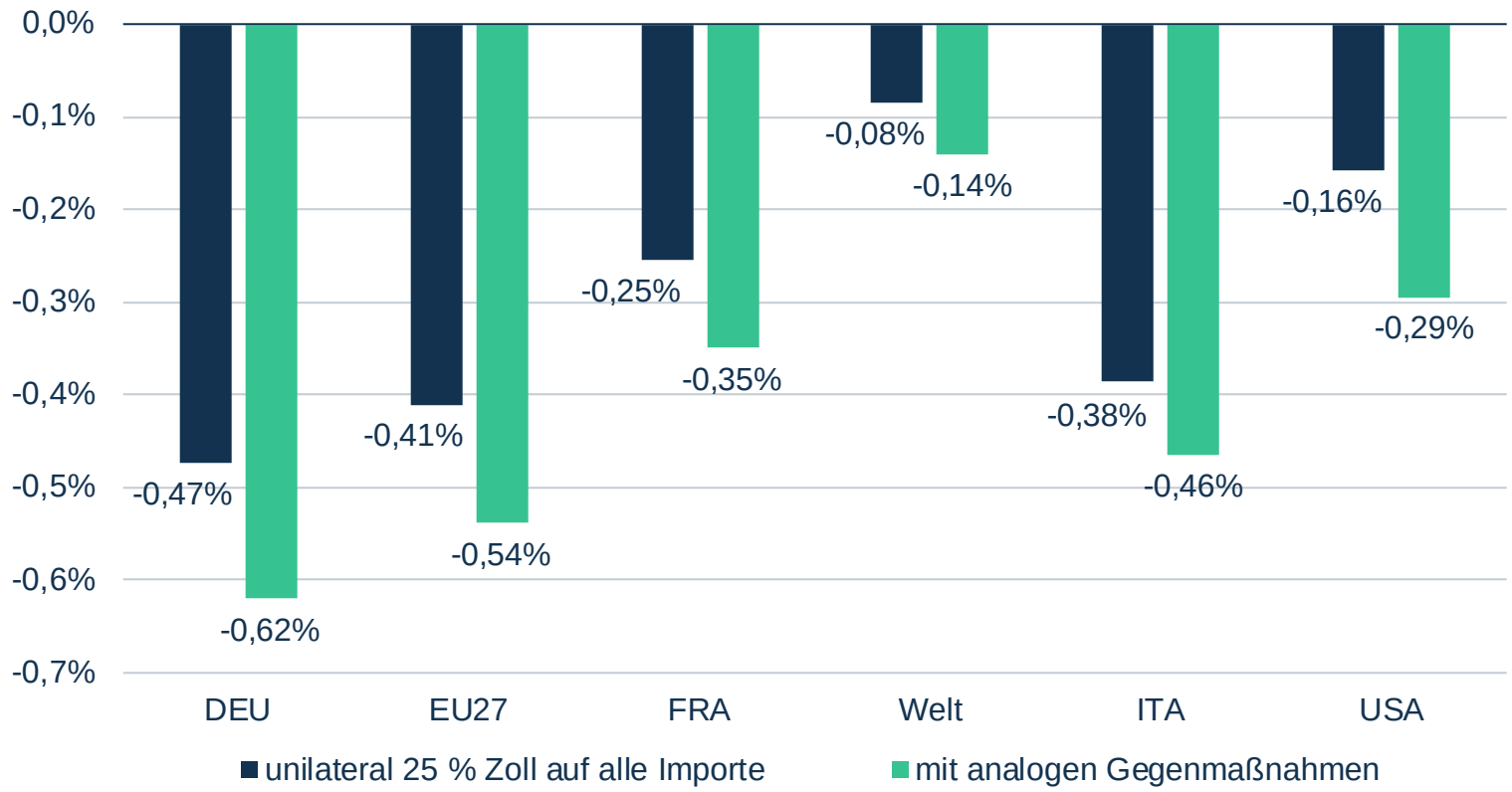
- EU-Verteidigungskommissar Andrius Kubilius will „500 Milliarden Euro für Raketen, Munition und Luftabwehr eintreiben und 200 Milliarden Euro für bessere Straßen und Brücken, damit diese auch einen Panzer aushalten“. Der sogenannte „Draghi-Report“ spricht von 500 Milliarden Euro, die die Staaten aufbringen müssten – für bessere Luftabwehr, Waffen, Raketen, Cyberabwehr.
- Gemeinsame Schulden der EU-Staaten derzeit wohl keine Option. Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen will dafür die Schuldenregeln anders auslegen: "Ich werde die volle Flexibilität des Stabilitätspakts nutzen", sagte sie.

Quelle: Presse, LBBW Research

IfW: BIP-Einbußen im Handelsstreit

Kurzfristige Veränderungen des realen BIP

in %



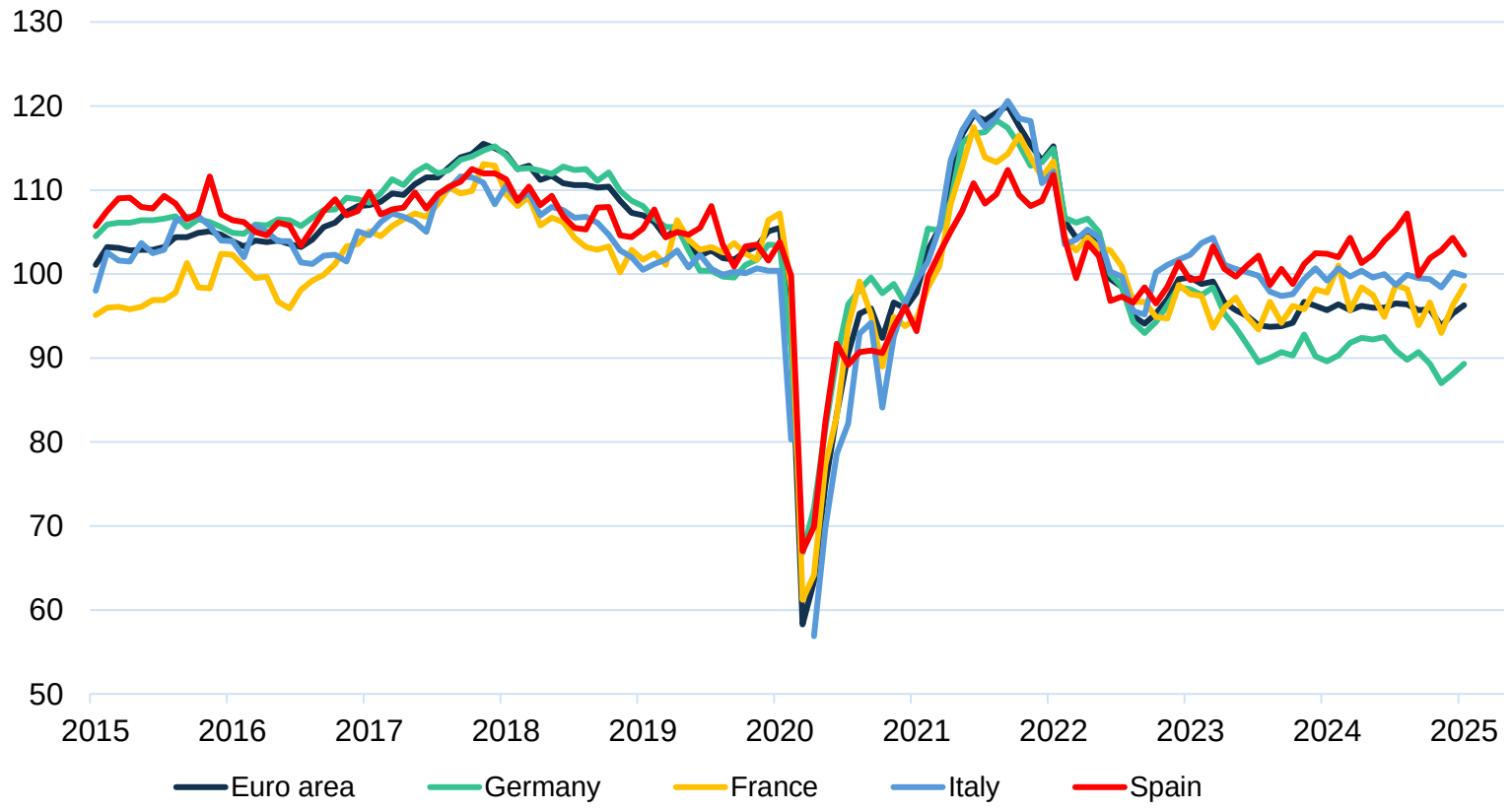
- Einer **Studie des IfW** zufolge würde ein Zoll der USA auf alle Importe aus der EU i. H. v. 25 % das BIP der EU im ersten Jahr um 0,4 % belasten. In Deutschland läge der Effekt bei minus 0,5 % des BIP.
- Ergriffe die EU entsprechende Gegenmaßnahmen, läge der BIP-Verlust um 0,14 Prozentpunkte höher.
- Für die USA lägen die entsprechenden Einbußen bei 0,16 % des BIP.
- Die **deutschen Ausfuhren in die USA** würden sich in einem Szenario beiderseitiger Zölle um bis zu 20 % vermindern.

Quelle: IfW

Euroraum: „The good, the bad, and the ugly“

Economic Sentiment EWU und Länder

Monatswerte



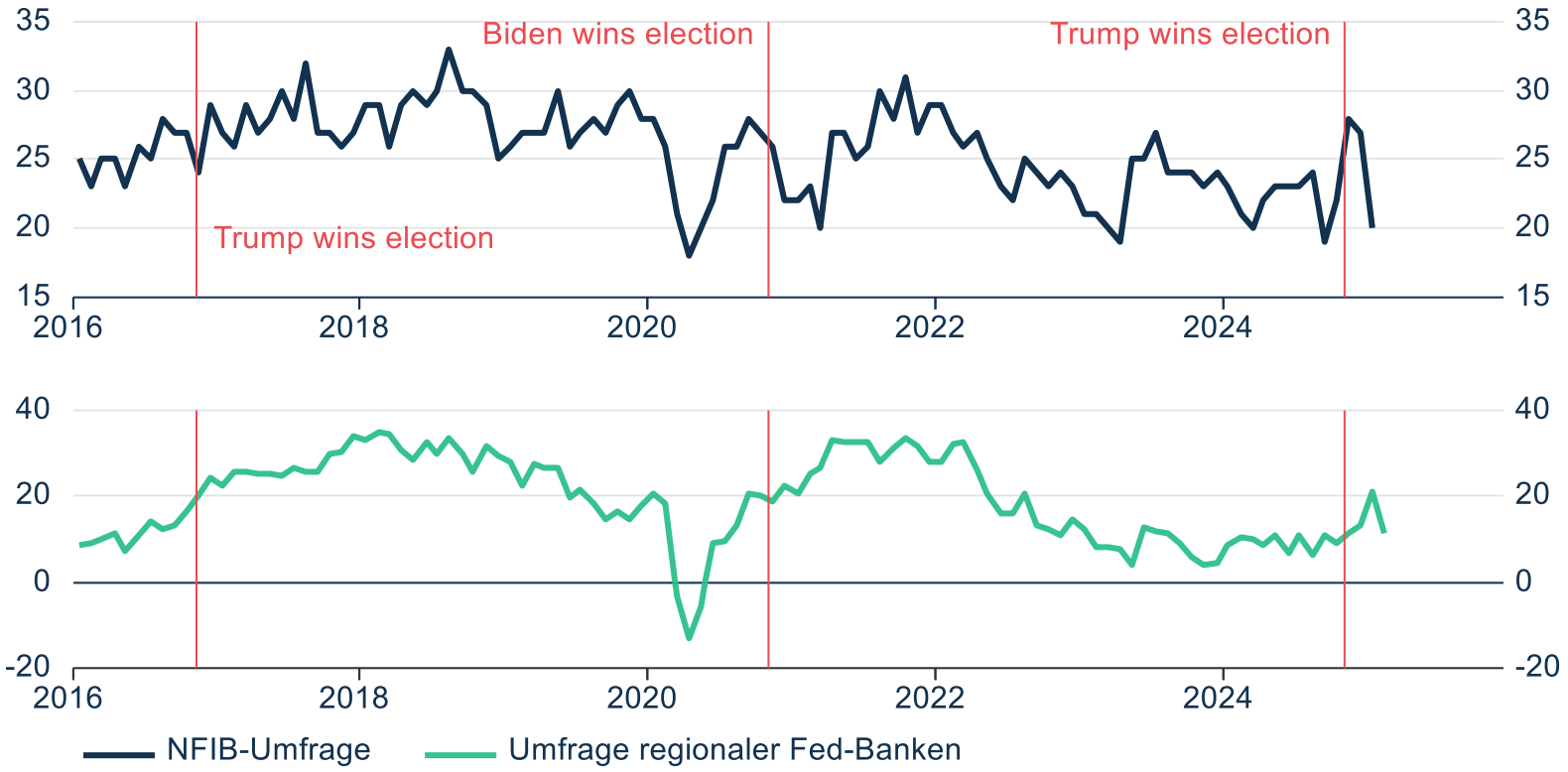
- Auseinanderlaufen im Euroraum ist gut sichtbar
- „Mittelwert“ für die EWU ist derzeit quasi Frankreich; es liegt am dichtesten am Mittelwert.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Donald Trump reißt mit dem Hintern ein, was er zuvor mit den Händen aufgebaut hat

Investitionspläne

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindizes



- Die Investitionspläne der Unternehmen hatten nach der Wahl Donald Trumps einen Sprung nach oben gemacht.
- Die Aussicht auf Steuersenkungen und Deregulierungen hellten die Investitionslaune der Unternehmen auf.
- Nun dürften die Sorgen vor einem Handelskrieg und eine damit einhergehende höhere Inflation die Investitionslaune wieder eintrüben.

Quelle: LSEG, LBBW Research

US-Handelsbilanzdefizit schwillt im Januar an – Unternehmen hauen sich die Läger voll

US-Außenhandel (Zollstatistik)

Saisonbereinigte Monatswerte, vorläufige Werte, in Mio. US-Dollar

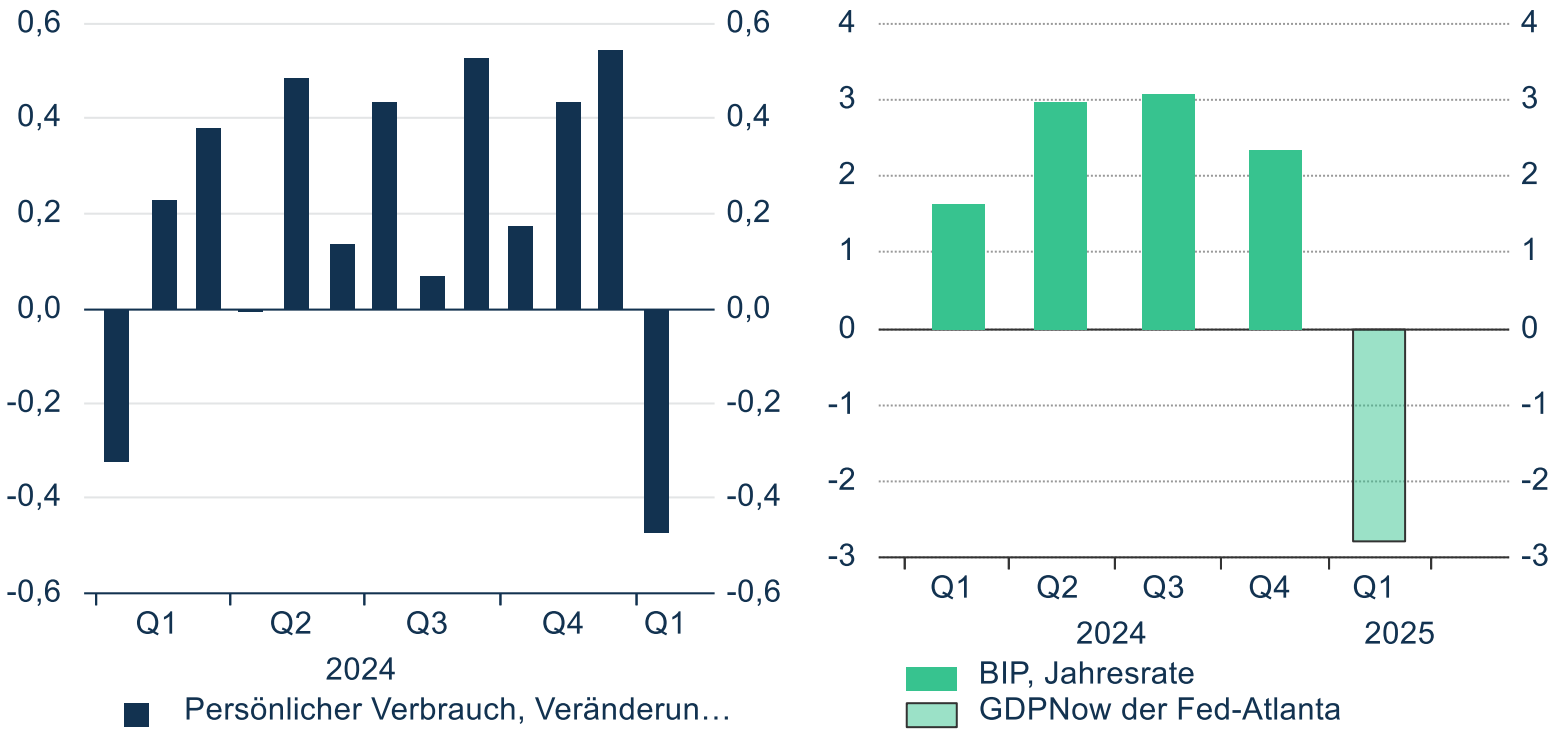
- Die US-Warenimporte sind im Januar um knapp 12 % gegenüber dem Vormonat angestiegen.
- Dadurch ist das Defizit im Warenhandel um 31 Mrd. US-Dollar auf 153 Mrd. US-Dollar angeschwollen.
- Die US-Unternehmen dürfte in Antizipation der Erhöhung von US-Einfuhrzöllen noch schnell ihre Lagerbestände an Importwaren aufgestockt haben.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Persönlicher Verbrauch bricht im Januar ein. Wer ist schuld? Das Wetter oder DOGE?

Privater Verbrauch und Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Monats- bzw. Quartalswerte, in festen Preisen, in %



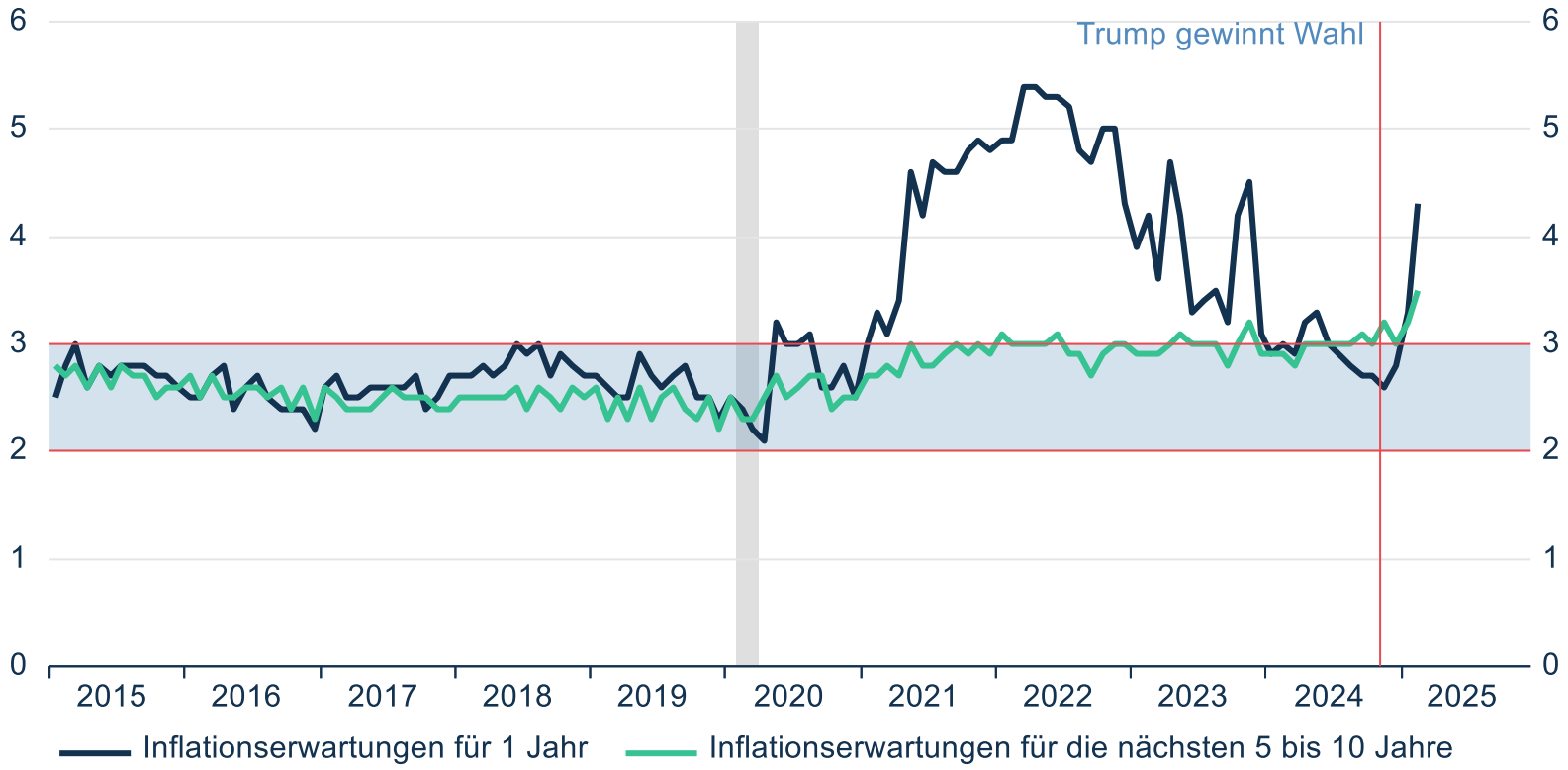
- Der persönliche Verbrauch ist im Januar um 0,5 % im Monatsvergleich eingebrochen. Dies wirft die Frage auf: Wer ist schuld? Das Wetter oder die Stellenstreichungen bei der US-Bundesverwaltung?
- Wir setzen auf das Wetter. Aus dem Arbeitsmarktbericht wissen, dass im Januar besonders viele Beschäftigte wegen schlechten Wetters nicht zur Arbeit erschienen sind. Zudem beläuft sich der Anteil der Bundesbediensteten an der Gesamtbeschäftigung (ohne Post) auf lediglich 1,5 %.
- Klar ist aber auch: Sollten sich die Konjunkturindikatoren im Februar nicht verbessern, droht im ersten Quartal eine Kontraktion der Wirtschaftsleistung. Das GDPNow-Modell der Fed-Atlanta sagt für das erste Quartal -2,8 % voraus..

Quelle: LSEG, LBBW Research

Langfristige Inflationserwartungen ziehen an

US-Inflationserwartungen (University of Michigan)

Monatswerte, in %



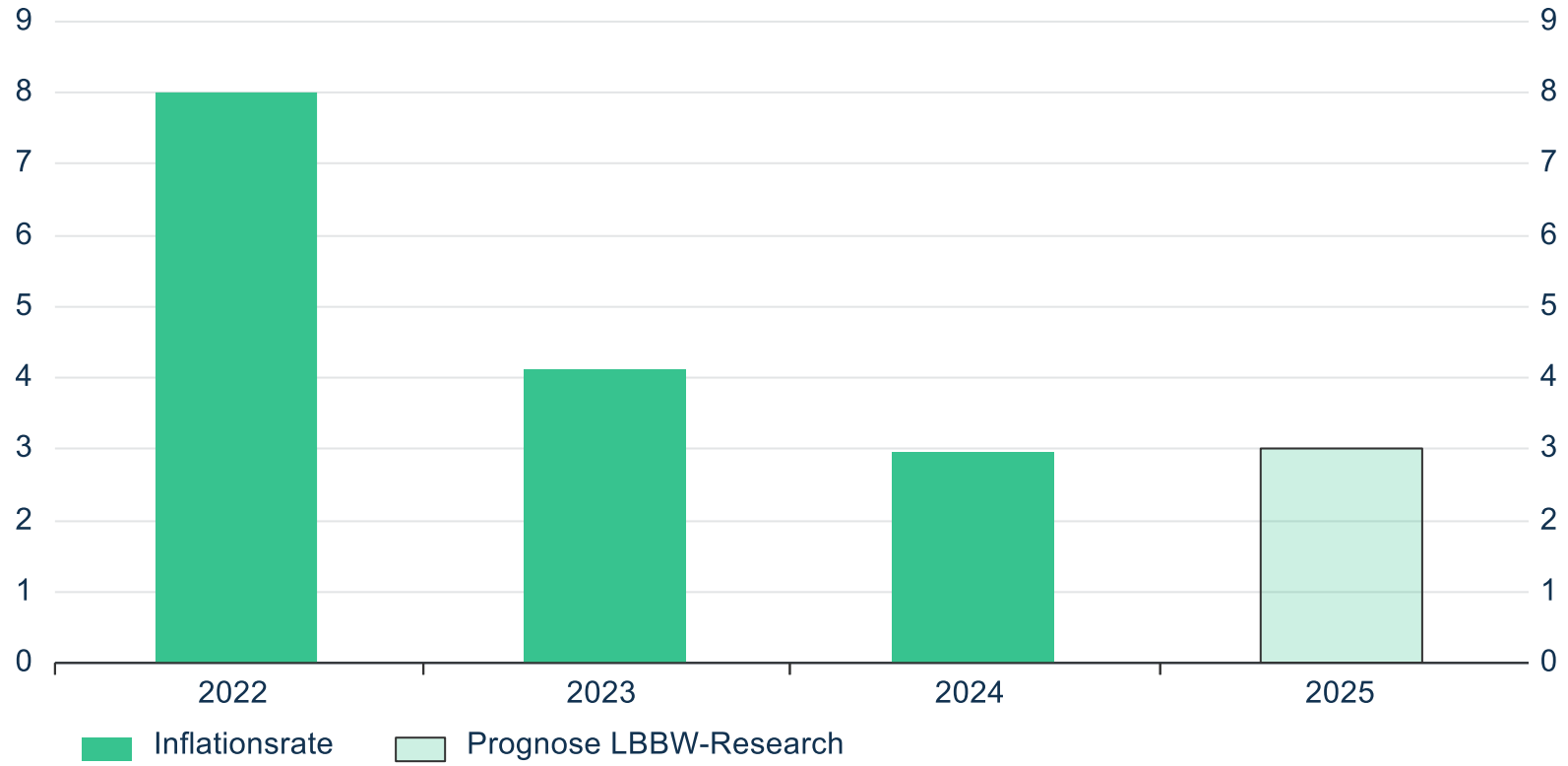
- Die langfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher sind gemäß der Umfrage der University of Michigan weiter angestiegen, und zwar von 3,2 % im Januar auf 3,5 % im Februar. Damit sind die derzeitigen langfristigen Inflationserwartungen im Vergleich zu den Werten von 2,2 % bis 2,6 %, welche in den beiden Jahren vor der Pandemie zu beobachten waren, erhöht.
- Es liegt der Verdacht nahe, dass sich hinter dem Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen die Sorge verbirgt, dass die Fed dem Druck aus dem Weißen Haus nachgeben wird, ihren Kurs stärker zu lockern, als es im Hinblick auf ihr Ziel der Preisniveaustabilität angemessen ist.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Zollerhöhungen beenden Desinflationstrend

US-Konsumentenpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in %



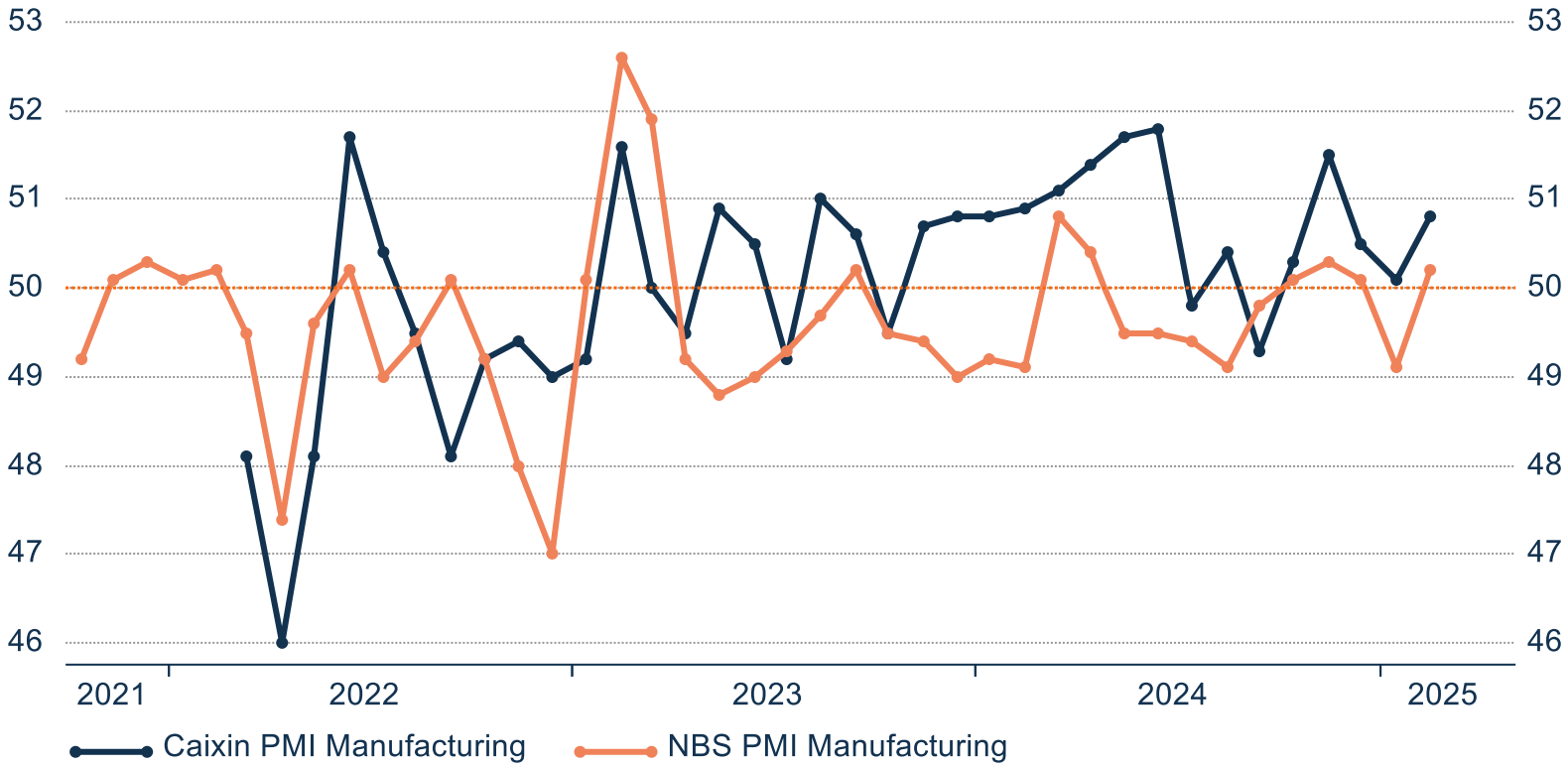
Quelle: LSEG, LBBW Research

- Nach unserer Prognose werden die US-Konsumentenpreise im Jahr 2025 mit einer Rate von 3,0 % ansteigen. Die von Reuters befragten Volkswirte erwarten im Median eine Inflationsrate von 2,7 %.
- Unser Inflationsprognose beinhaltet die jüngst in Kraft getretene Einführung von Zöllen in Höhe von 25 % gegenüber den Nachbarstaaten Mexiko und Kanada sowie eine abermalige Erhöhung der Einfuhrzölle für Warenimporte aus China um 10 PP.
- Sollten weitere Zollerhöhungen in Kraft treten, werden wir unsere Inflationsprognose überarbeiten.
- Auch unabhängig von Zöllen haben nach unserer Einschätzung die Inflationsgefahren zugenommen, wie auch der Anstieg der Konsumentenpreise um 0,5 % ggü, dem Vormonat im Januar gezeigt hat.

Chinas Industrie von Zöllen (noch) unbeeindruckt

Einkaufsmanagerindizes der Industrie (Staatlich & Caixin)

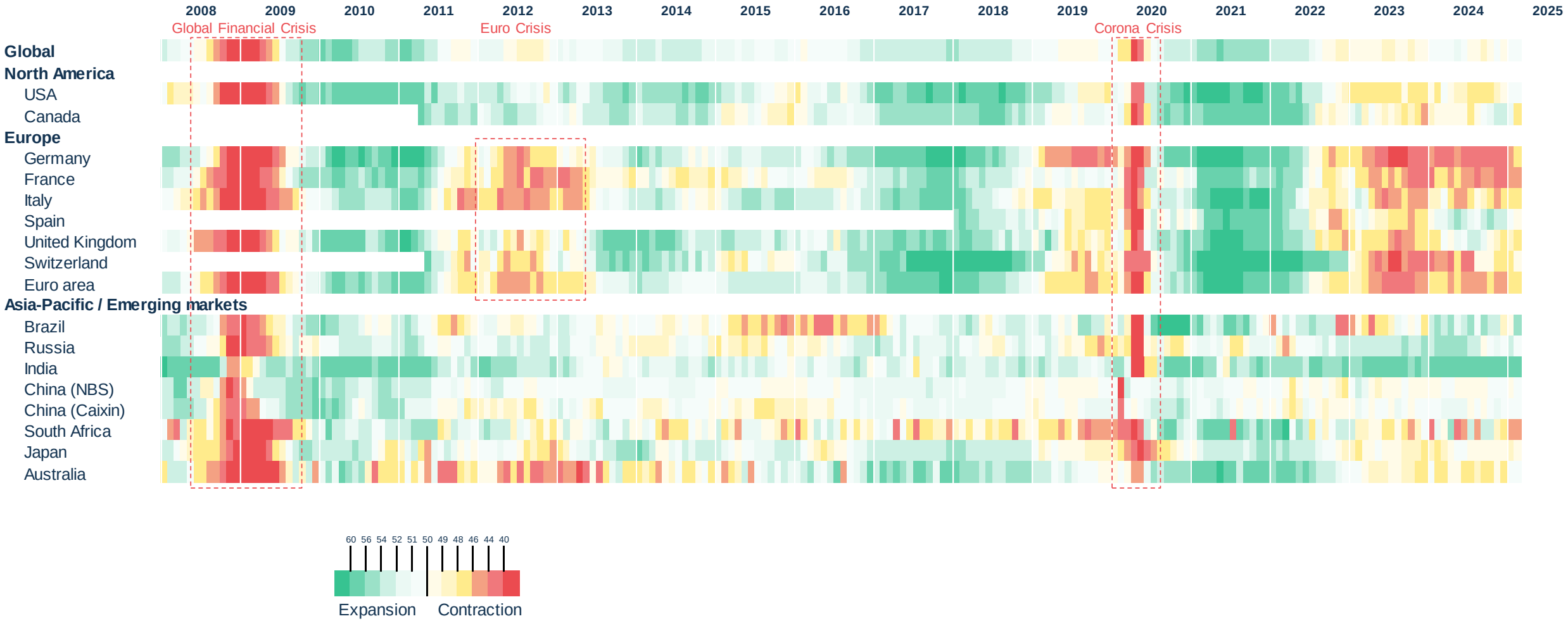
50 = Expansionsschwelle



- Trotz erster Zollerhöhungen seitens der USA legte die Dynamik in der chinesischen Industrie im Februar wieder zu.
- Der staatlich erhobene PMI für die Industrie stieg von zuvor 49,1 Punkten auf nun 50,2 Zähler.
- Der stärker auf Exportunternehmen fokussierte Caixin PMI lag mit 50,8 Punkten bereits den fünften Monat in Folge im expansiven Bereich.
- Insbesondere die Erwartungen hellten sich in der Hoffnung einer anziehenden Nachfrage weiter auf. Die Exportkomponente zeigte sich ebenso robust.
- Die Stimmung in China dürfte sich nach der jüngsten DeepSeek-Nachricht und politischer Unterstützungsbekundungen für den Tech-Sektor auch insgesamt verbessert haben.
- Die ab 4. März geltenden neuen US-Zöllen könnten die Dynamik deutlich bremsen.
- Gleichzeitig steigt mit der Zollanhebung Trumps die Wahrscheinlichkeit einer aktiveren Fiskalpolitik seitens Pekings in diesem Jahr.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG (04.03.2025), LBBW Research

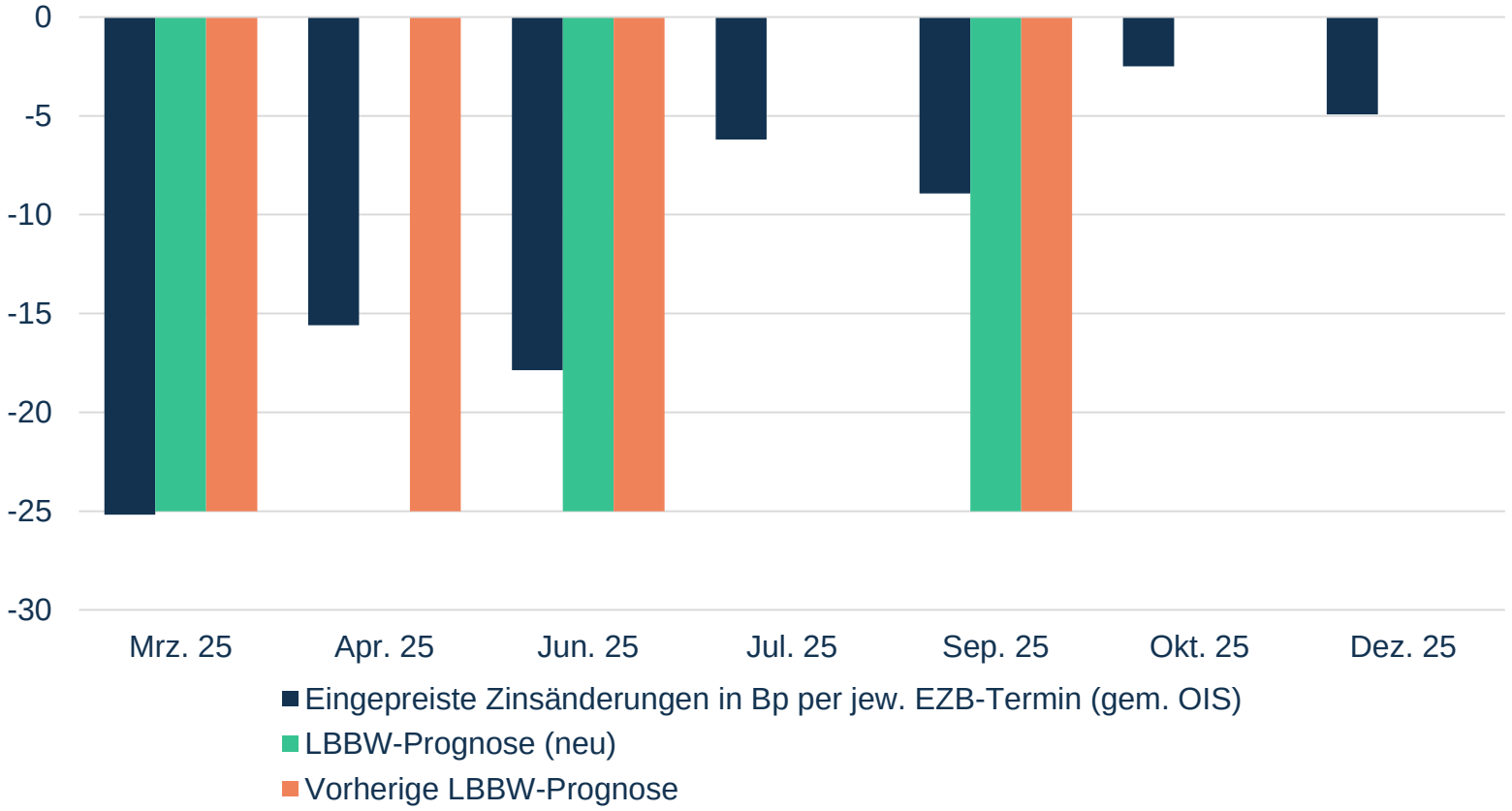
04

Zinsen: Prognosen moderat angehoben

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

EZB: Verzicht aufs Label „restriktiv“ für die Geldpolitik? Prognose für „Landezone“ angehoben

Marktimplizite Zinsänderung je EZB-Termin mit bisheriger und neuer LBBW-Prognose (in Bp)

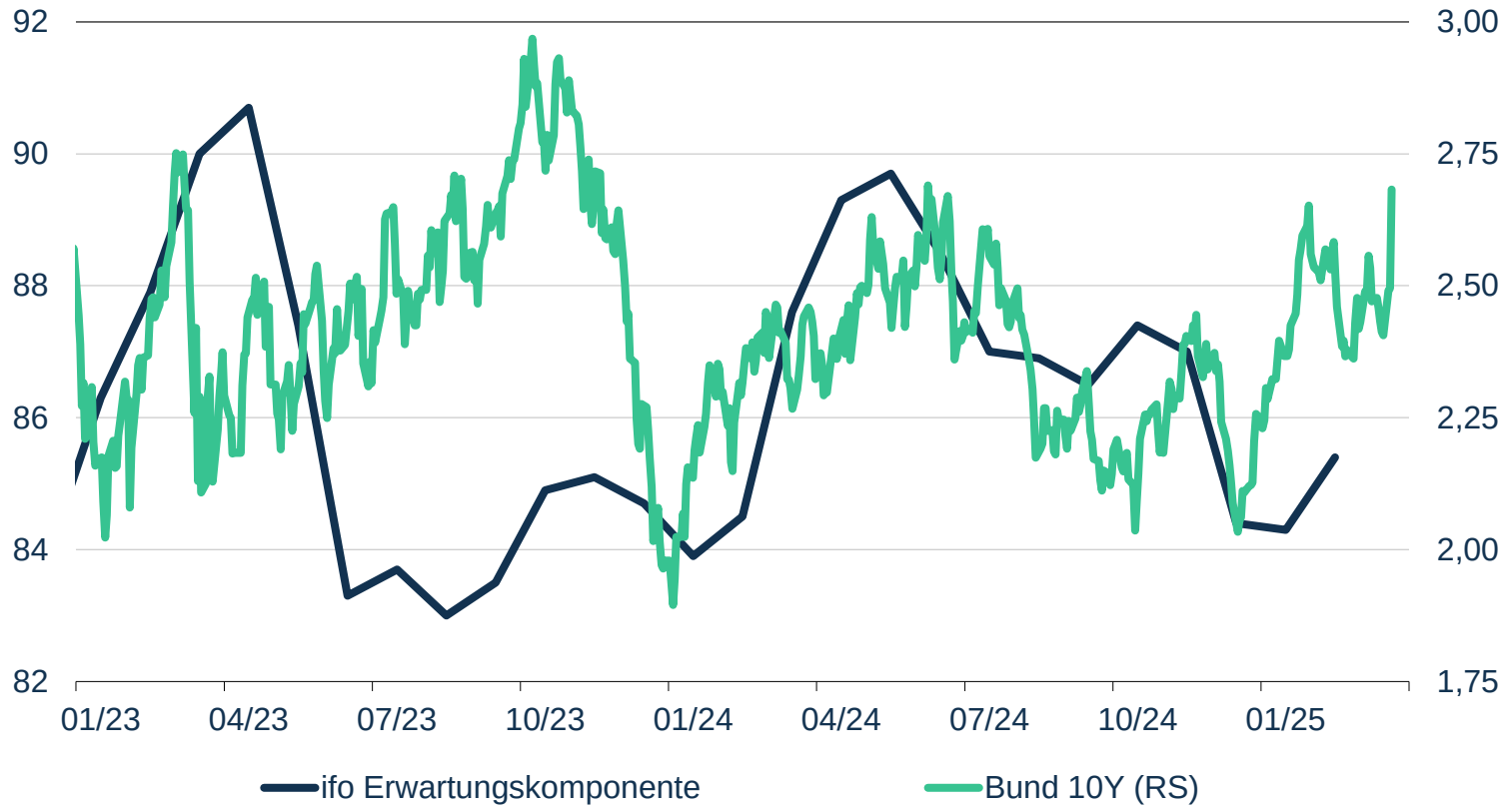


- Zunehmend kontroverse Äußerungen aus dem EZB-Rat zu Notwendigkeit weiterer Zinssenkungen.
- Schnabel: Richtung jetzt „weniger klar“.
- Weitere Zinssenkung auf dann 2,50 % am 6. März scheint zwar gesichert.
- Aber: Verzichtet die EZB darauf, die Geldpolitik weiterhin als „restriktiv“ einzustufen? Dies würde die Tür für eine Zinspause auf der April-Sitzung öffnen.
- => Wir haben unsere Prognose für die „Landezone“ des Einlagesatzes von 1,75 % auf 2 % (= drei Senkungen) angehoben.
- Aktuelle EZB-Analyse: **„Neutraler Leitzins“** zwischen 1,75 % und 2,25 %. (siehe: https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202501_08~3be5a005f9.en.html)

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Rentenmarkt: Zögerlicher Weg aus dem Konjunkturtal bremst bearishen Elan

Rendite 10Y Bund und ifo-Erwartungskomponente

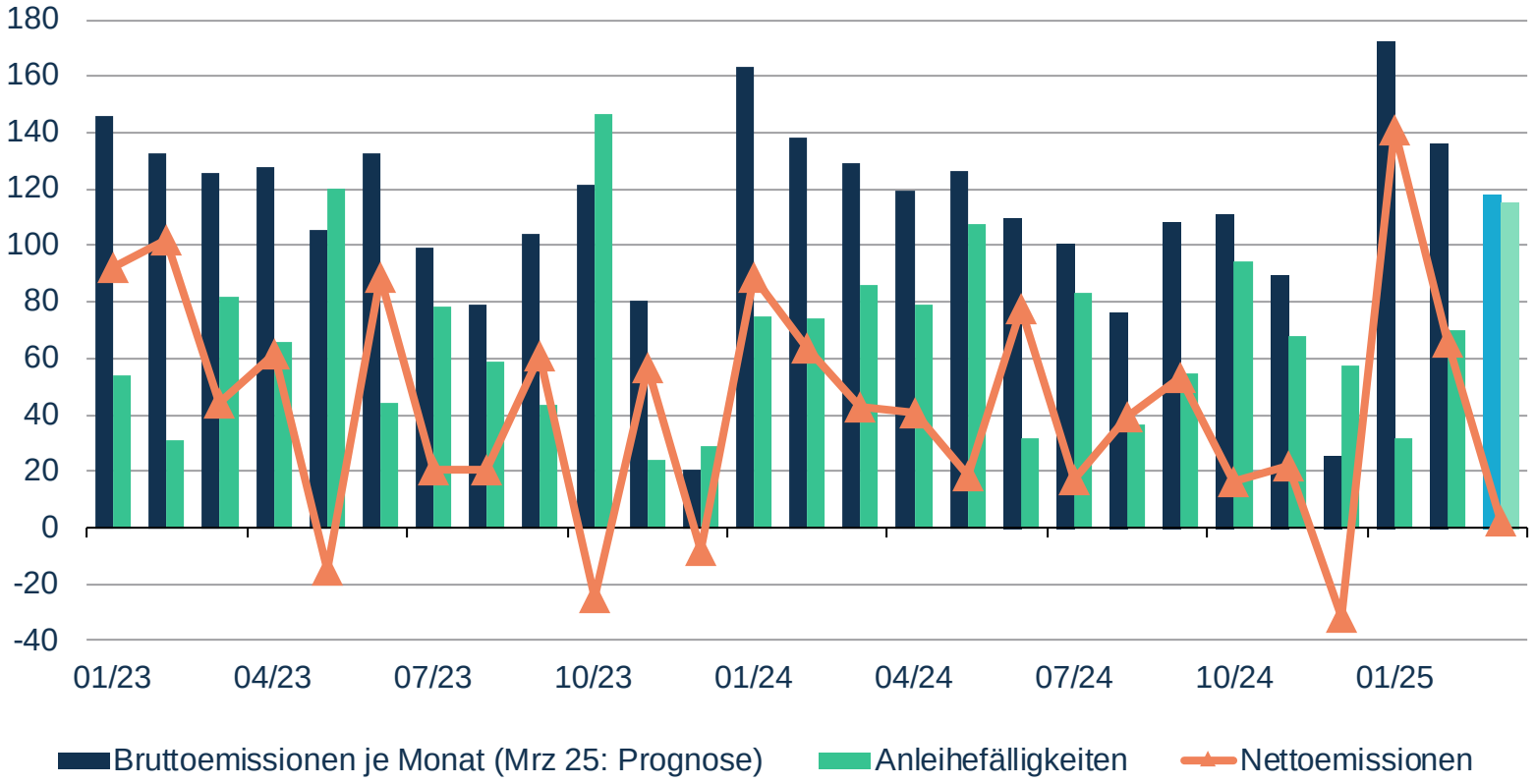


- 10Y Bundrendite schnellt auf höchstes Niveau seit Frühjahr 2024 empor.
- Aufkeimende Hoffnung auf konjunkturelle Erholung (politischer Neustart in Deutschland nach der Bundestagswahl) und Aussicht auf starke Budgetdefizitausweitung sorgen für renten-bearishe Impulse.
- ifo-Erwartungskomponente zieht im Februar erstmals nach drei Rückgängen in Folge wieder an.
- Aber: Anhaltende Sorgen wegen drohender US-Strafzölle auf EU-Importe begrenzen die Hoffnung auf eine schnelle Konjunkturwende – Tendenz vorerst eher Richtung Bodenbildung, wodurch das Renditeaufwärtspotenzial eingeengt wird.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Staatsanleihen: Niedriges Nettoangebot stützt Kurse im März

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



- Auf der Angebotsseite schwingt das Pendel im März nach unserer Prognose zu einem rentenfreundlichen Umfeld um.
- Zum Ersten dürften die Bruttoemissionen nach der Angebotswelle vom Januar und Februar um gut 10 % im Monatsvergleich auf knapp 120 Mrd. EUR sinken.
- Zum Zweiten steigt das Volumen der Fälligkeiten auf den höchsten Wert seit Oktober 2023.
- In der Summe rechnen für den laufenden Monat daher mit Nettoemissionen nahe null, nach rund 65 Mrd. EUR im Februar.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Rentenmarkt: Kurs auf höhere staatliche Defizite spricht für steilere Kurve

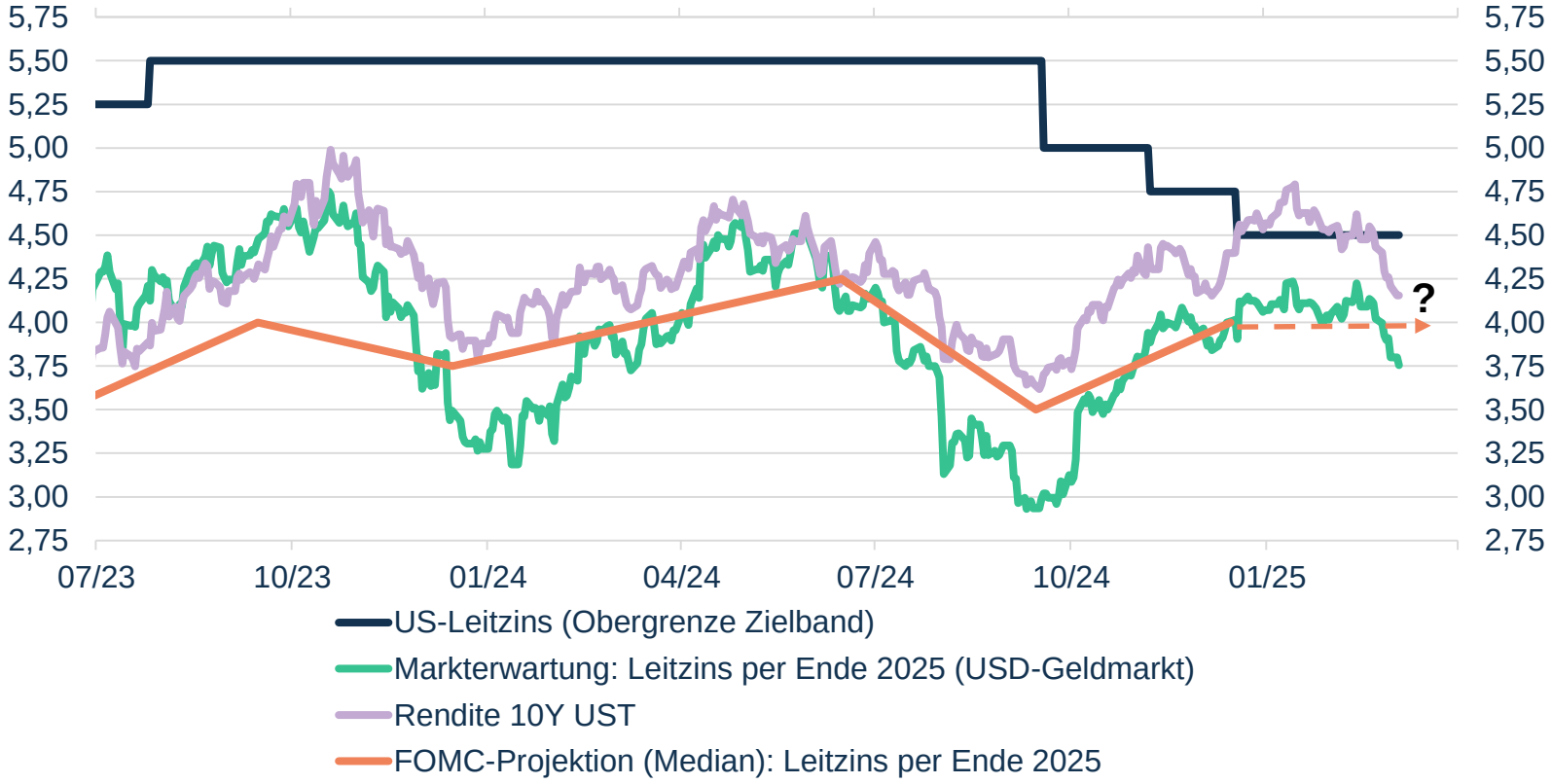
Steilheit 10Y-2Y auf der Bundkurve

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

- „Sicherheitspolitischer Schock“ durch Annäherung der neuen US-Regierung an Russland forciert Debatte über massiv höhere Verteidigungsausgaben.
- EU plant „Verteidigungsfonds“, Union/SPD öffnen Schleusen für massiv höhere Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen.
- => Verschuldungsdruck spricht für weiter steigende Laufzeitprämien bei Langläufern und noch mehr Versteilerung der Zinskurve.
- EZB-Analyse: 1 Bio. EUR mehr an EWU-Anleiheangebot steigert Bund-Laufzeitprämie c.p. um rund 35 Bp.
- Wir heben unsere 10Y-Bundprognose auf 12M-Sicht um ca. einen viertel Prozentpunkt an (Prognose per Ende 2025 bei 2,50 % statt bisher 2,20 %). Die Aufwärtsrisiken überwiegen.

Fed: Zementiert der neue „Dot Plot“ eine länger anhaltende Zinspause?

USD-Leitzins, Markterwartungen per Ende 2025 und Fed-Leitzinsprojektion per Ende 2025

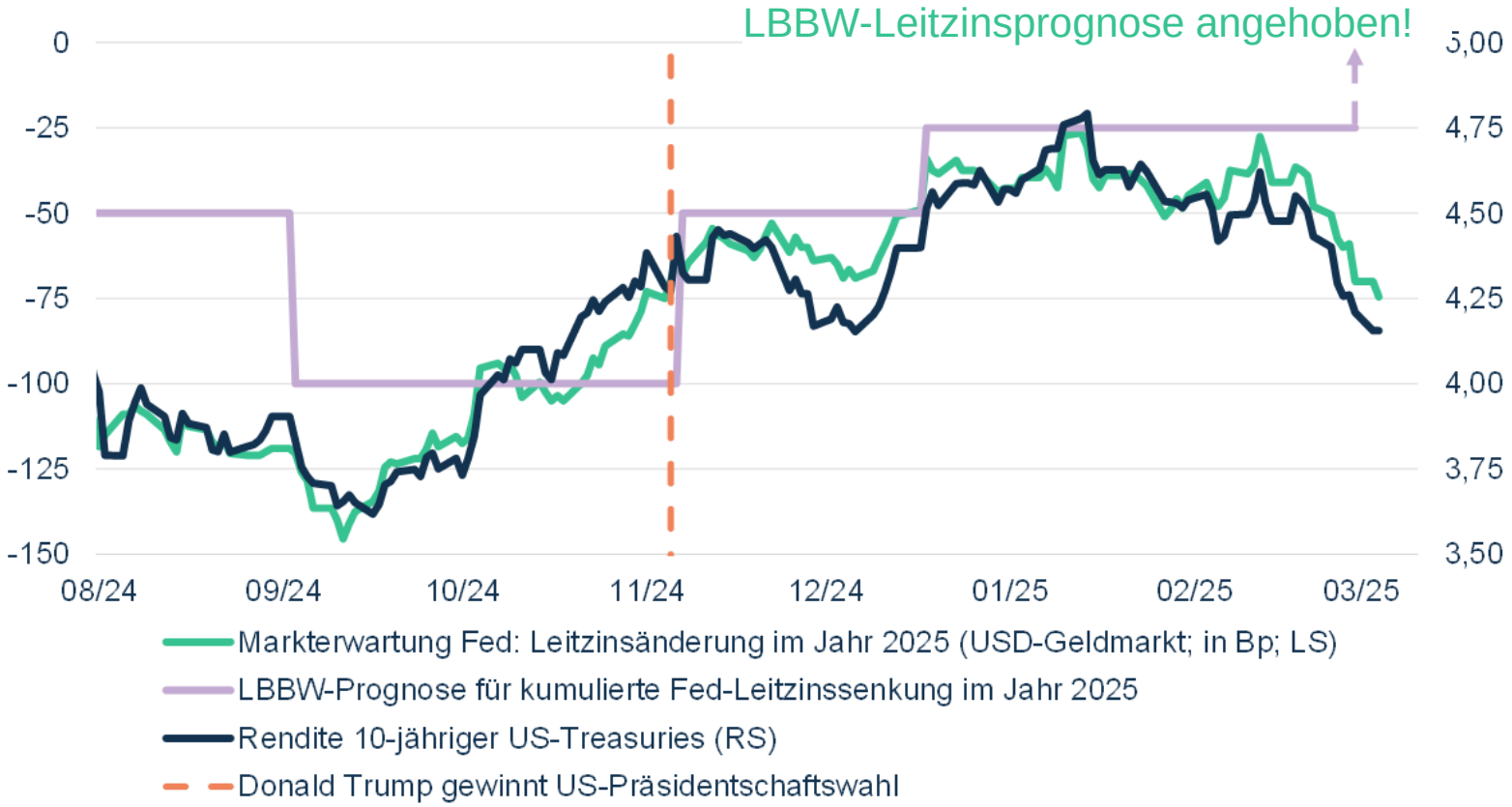


- Fed-Protokoll der Januar-Sitzung hat Präferenz für länger anhaltendes geldpolitisches Abwarten unterstrichen.
- CPI-Daten für Januar haben zaghafte Fortschritte des Vormonats bei der Inflationsbekämpfung mehr als zunichte gemacht.
- => Fortgesetzte Zinspause im März so gut wie sicher. Markt preist per Juni 2025 weiteren 25-Bp-Schritt komplett ein.
- Neuer Dot Plot könnte bedeutendes Signal für kommende Monate setzen, falls die Notenbanker das Ausmaß erwarteter Zinssenkungen (derzeit: 50 Bp bis Ende 2025) nochmals kürzen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Zinssenkungshoffnungen im Aufwind – u.E. überzogen

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und am Markt erwartete Fed-Zinsänderung für 2025 (in Bp)

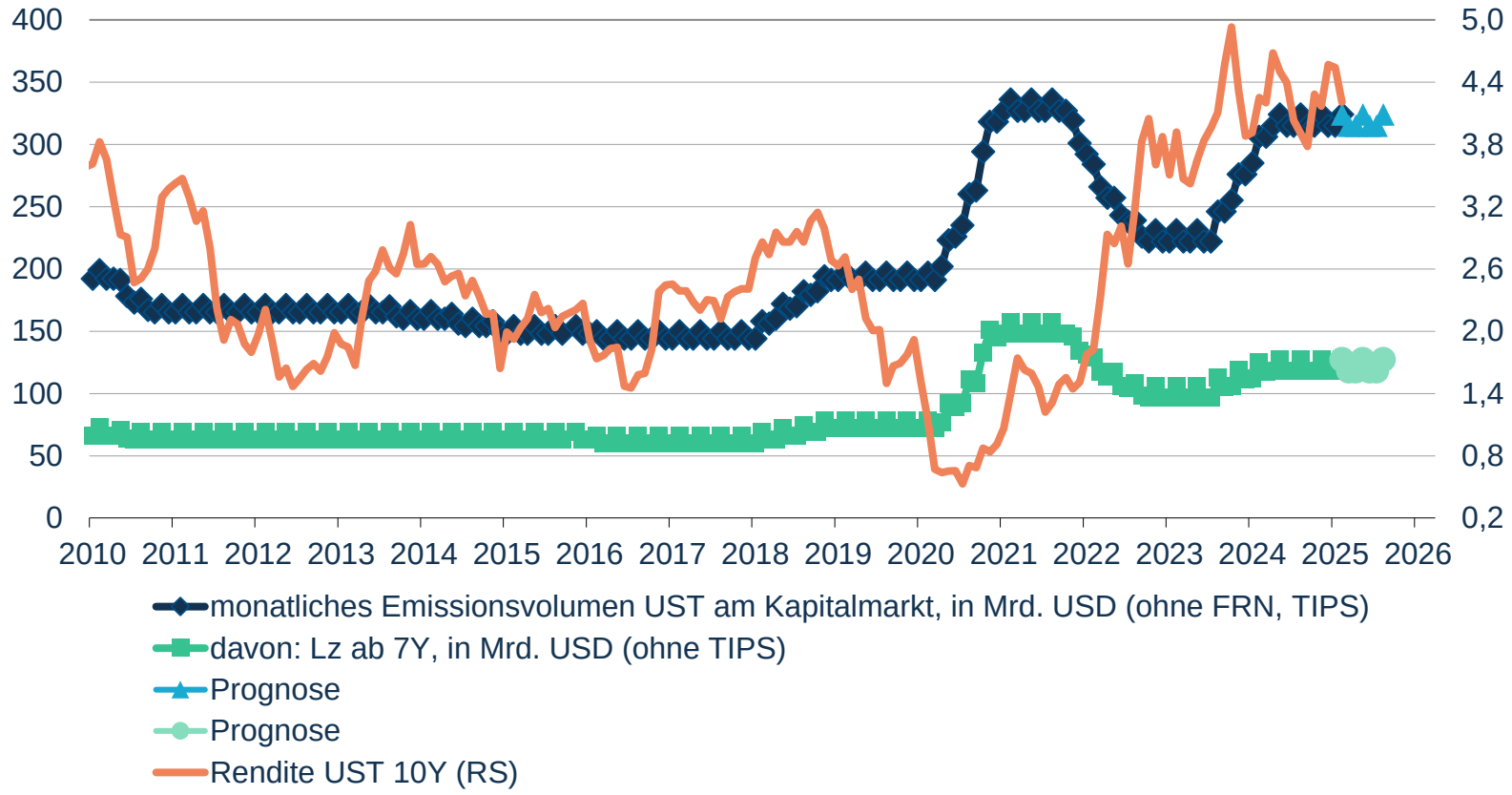


- US-Staatsanleihekurse wegen wachsender Konjunktursorgen auf Erholungskurs – damit nun u.E. umso anfälliger für Anpassung des „Dot Plots“ nach oben!
- Die Geldmarkt-Terminsätze eskomptieren erstmals seit der US-Wahl drei 25-Bp-Schritte der Fed für 2025!
- Die Finanzmarktteilnehmer sind damit angesichts des Inflationsausblicks u.E. deutlich zu optimistisch.
- Wir halten inzwischen für wahrscheinlich, dass Zinssenkungen im laufenden Jahr komplett ausbleiben (bisherige Prognose: eine Senkung um 25 Bp).
- => Wir verschieben den prognostizierten Wiederbeginn einer Zinssenkungsphase von Q4 2025 auf Q2 2026.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Sorge vor „Bessent-Bump“ bei Langläufer-Emissionen vorerst beschwichtigt

Monatliche Emissionsvolumina des US-Schatzamtes am Kapital-markt (in Mrd. USD) und 10-jährige UST-Rendite

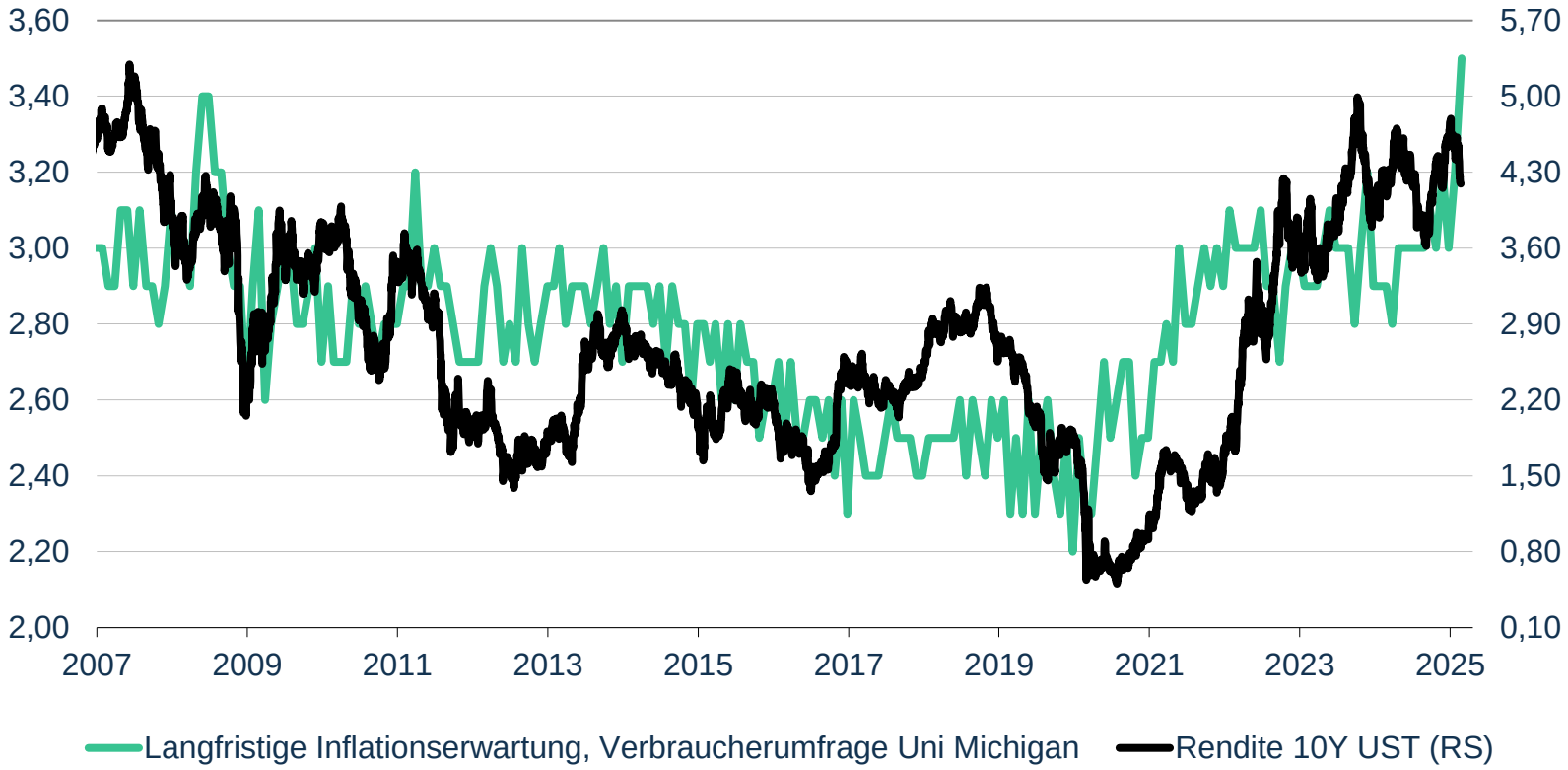


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

- Vierteljährlicher Refinanzierungsbericht des Schatzamts lieferte erstes wichtiges Signal unter Führung von Finanzminister Bessent.
- Finanzierungsvolumen bleibt unverändert ggü. Vorquartal, ebenso die mit Spannung erwartete Guidance: Keine Veränderung der Emissionsstrategie für „nächste paar Quartale“ erwartet.
- Bessent hatte zuvor in Äußerungen (vor Nominierung) die Sorge vor stark steigenden Langläufer-Emissionen geschürt.
- Nun ließ er sich mit dem Plan vernehmen, die Anleiherenditen zu drücken, v.a. durch eine Senkung des Budgetdefizits (mittelfristig auf 3 % vom BIP).
- Die Belastbarkeit dieser Ankündigung ist u.E. zweifelhaft, die wichtigen Ansagen kommen letztlich aus dem Weißen Haus!

USD-Rentenmarkt: Werden die Inflationsgefahren unterschätzt?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und kumulierte Renditeveränderung nach Trumps Wahlsieg 2016

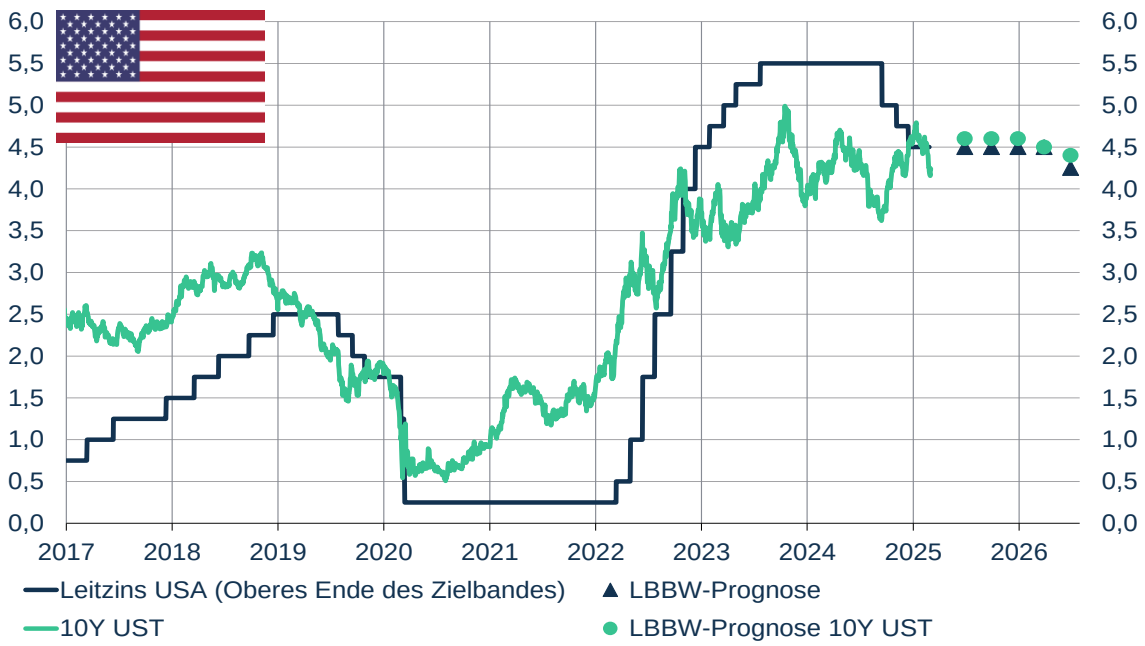


- Die jüngste Erholungsrally am US-Rentenmarkt erweckt u.E. den Eindruck, dass die Inflationsgefahren unterschätzt werden.
- Die jüngste Umfrage der Uni Michigan unter Verbrauchern stellt ein Warnsignal dar: Demnach stieg die langfristige Inflationserwartung auf den höchsten Wert seit Mitte der 1990er Jahre.
- Nach dieser Maßgabe dominieren auf mittlere Sicht nun wieder die Renditeaufwärtsrisiken.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

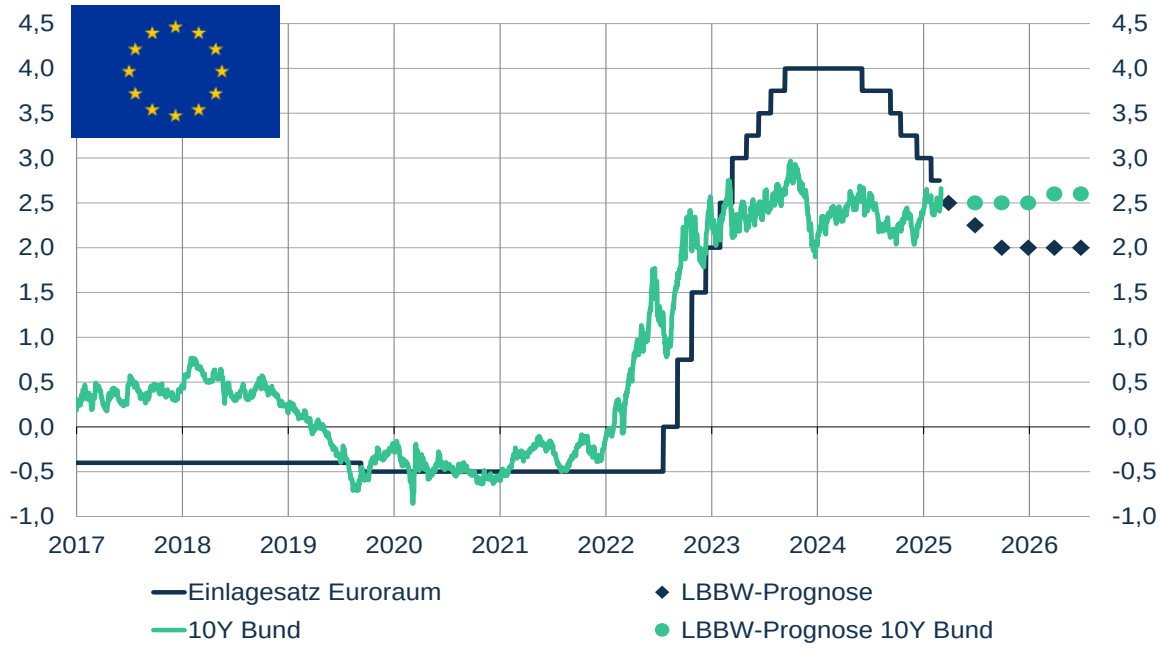
Fazit: Transatlantische Zinsdifferenz wächst; Zu früh für Entwarnung am US-Rentenmarkt

USD-Zinsen und Prognose
in %



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

EUR-Zinsen und Prognose
in %



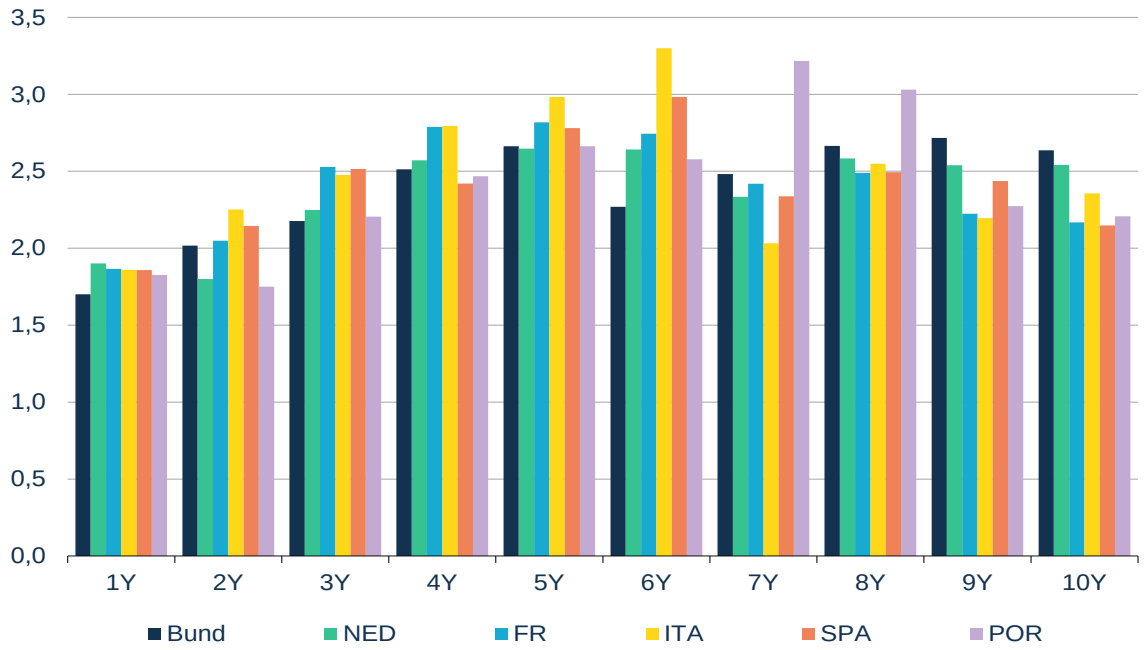
- EZB bleibt auf Lockerungskurs: Drei weitere Zinssenkungen um je 25 Bp, Einlagesatz erreicht Boden im Sommer 2025 bei 2 %.
- Langfristzinsen: Spannungsfeld aus EZB-Zinssenkungen und steigenden Laufzeitprämien. Per Saldo seitwärts, Kurve steiler.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries per Jahresende 2025

Euro-Staatsanleihen

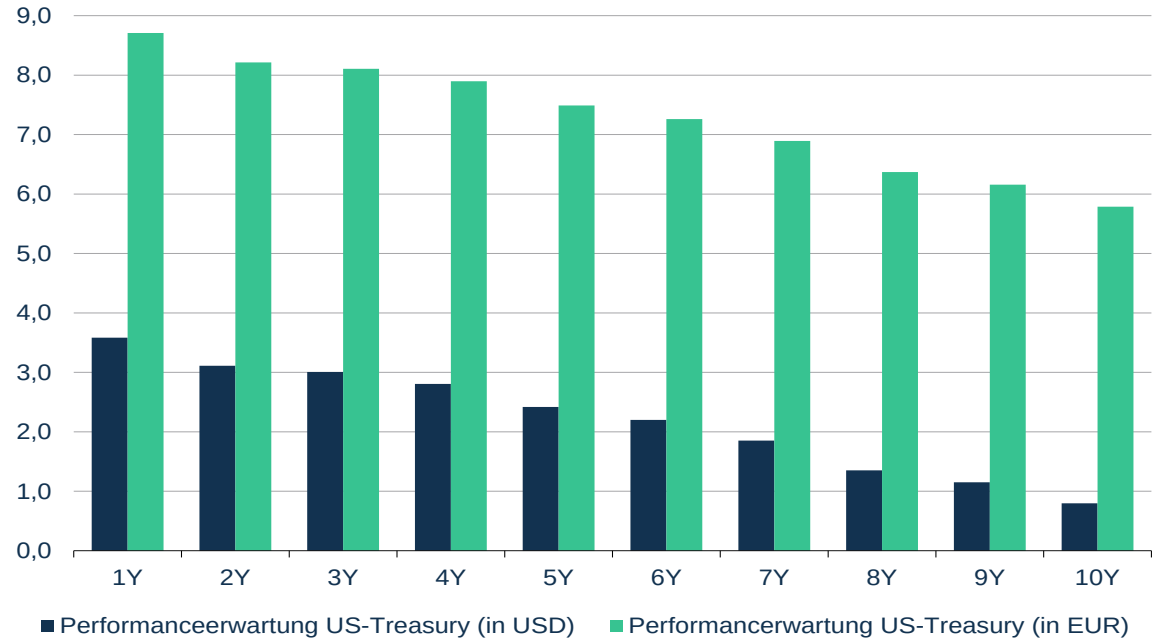
(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)



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

US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



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

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Zinsprognosen im Detail

		Spot	30-Jun-25	Forecast 31-Dec-25	30-Jun-26
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate		2.90	2.40	2.15	2.15
ECB Deposit Rate		2.75	2.25	2.00	2.00
Overnight Rate (€STR)		2.66	2.15	1.95	1.95
3M Euribor		2.46	2.15	2.00	2.00
Swap 2Y		2.17	2.05	2.00	2.05
Swap 5Y		2.24	2.15	2.15	2.30
Swap 10Y		2.36	2.45	2.45	2.60
Bund 2Y		2.10	1.90	1.85	1.90
Bund 5Y		2.19	2.10	2.10	2.20
Bund 10Y		2.47	2.50	2.50	2.60
USA					
Fed Funds Target Rate		4.50	4.50	4.50	4.25
Overnight Rate (SOFR)		4.39	4.35	4.35	4.10
3M Money Market		4.85	4.30	4.30	3.95
Swap 2Y (SOFR-OIS)		3.81	4.10	3.90	3.60
Swap 5Y (SOFR-OIS)		3.70	4.05	3.95	3.75
Swap 10Y (SOFR-OIS)		3.75	4.15	4.10	3.90
Treasury 2Y		3.98	4.30	4.10	3.80
Treasury 5Y		3.97	4.40	4.30	4.10
Treasury 10Y		4.16	4.60	4.60	4.40
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.65	0.75	0.75
Japan	10Y Government Bond	1.39	1.30	1.35	1.35
UK	Overnight Rate (SONIA	4.46	4.20	3.70	3.20
UK	10Y Government Bond	4.56	4.60	4.50	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.43	0.20	0.20	0.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.53	0.50	0.50	0.50

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

05

Credits: Risiko-Spreads weiter gesunken

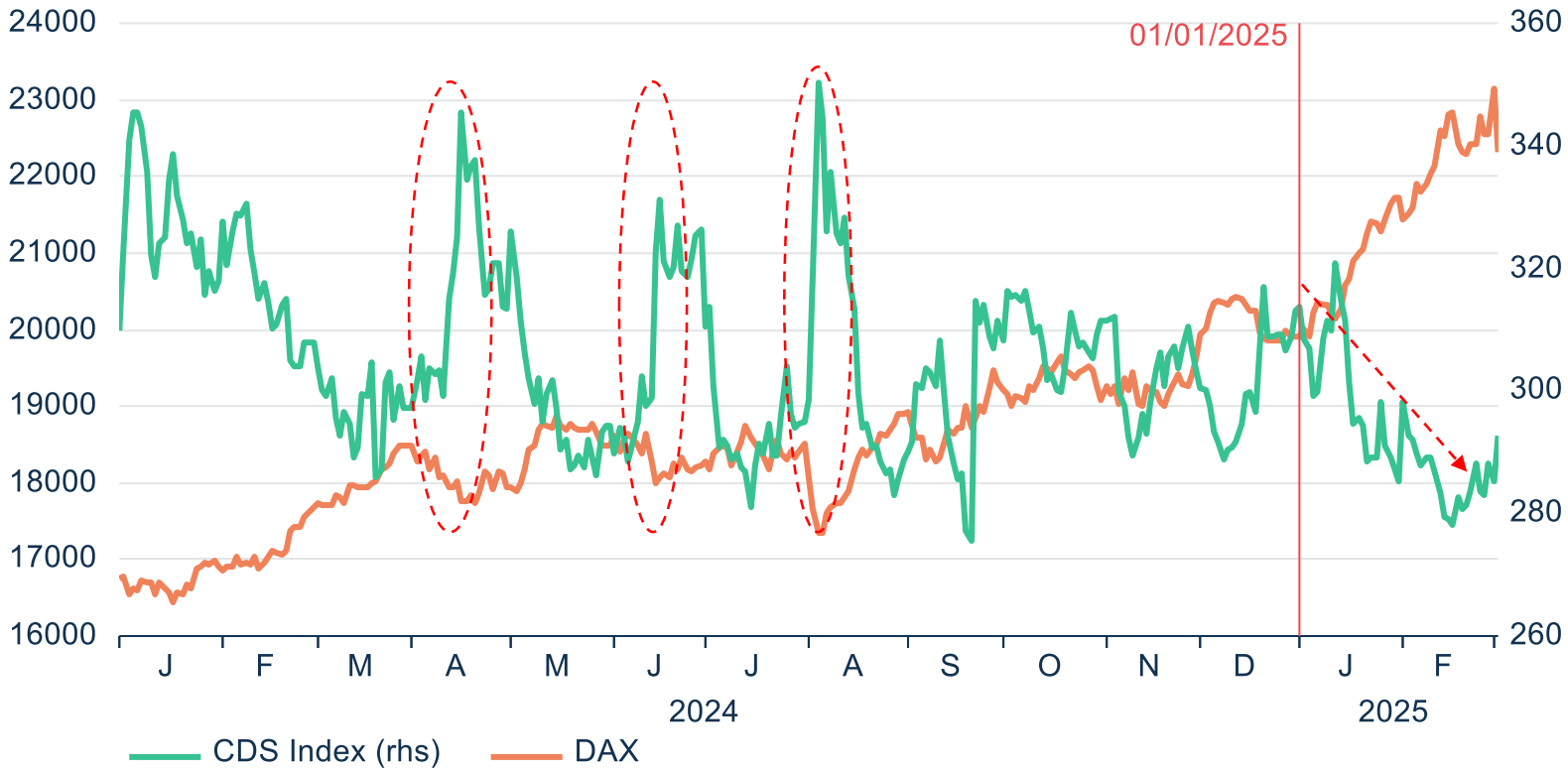
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

LBBW

CDS-Prämien nahe am 12-Monats-Tief

CDS-Index versus DAX

5Y CDS Prämie für Non-IG Corporates in Bp. (Skala rechts) bzw. DAX in Indexpunkten



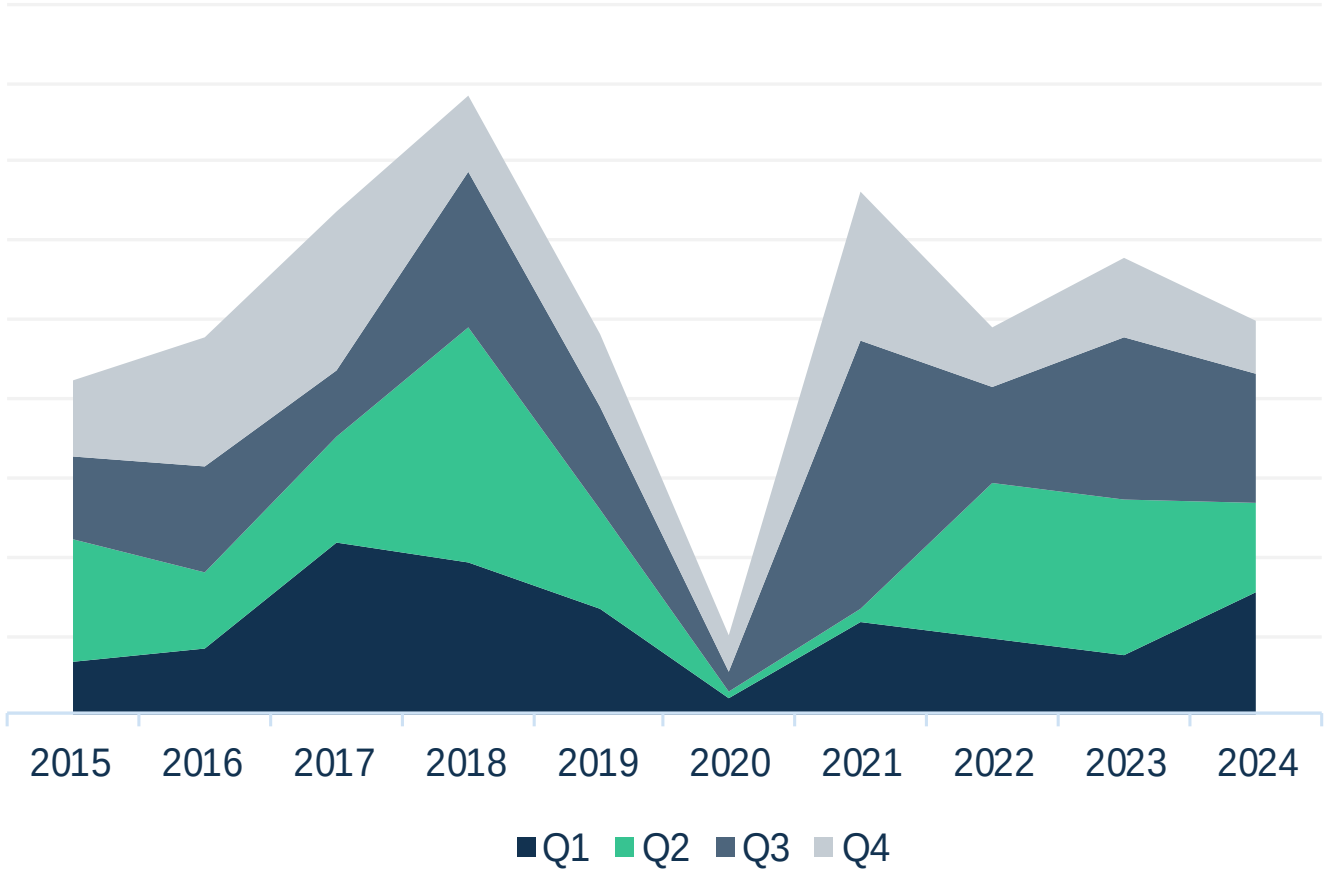
Quelle: LSEG, LBBW Research

- Die andauernde „Risk-on“-Stimmung der Investoren hat auch 2025 zu neuen Hochs an den Aktienmärkten geführt.
- Dementsprechend sind die Risikoprämien für Unternehmen gesunken. Die Kosten für eine Absicherung durch CDS (Credit Default Swaps – hier für Corporates ohne Investmentgrade-Rating) notieren nahe am Jahrestief und nahe am 12-Monats-Tief.
- Rückschlagrisiken überwiegen u. E. daher: Bei einem deutlichen Rückgang an den Aktienmärkten könnten die CDS-Prämien schnell nach oben springen, wie Beispiele aus dem vergangenen Jahr zeigen (im Chart eingekreist).
- Am 20. März könnte zudem die halb-jährliche Index-Anpassung für einen Sprung sorgen (Laufzeitverlängerung um 0,5 Jahre und evtl. Austausch von Index-Mitgliedern).

Positive Ratingaktionen überwiegen bei Corporates

Up/Down-Ratios nach Quartalen kumuliert

Relation von Heraufstufungen zu Herabstufungen bei Corporates-Ratings (Westeuropa)



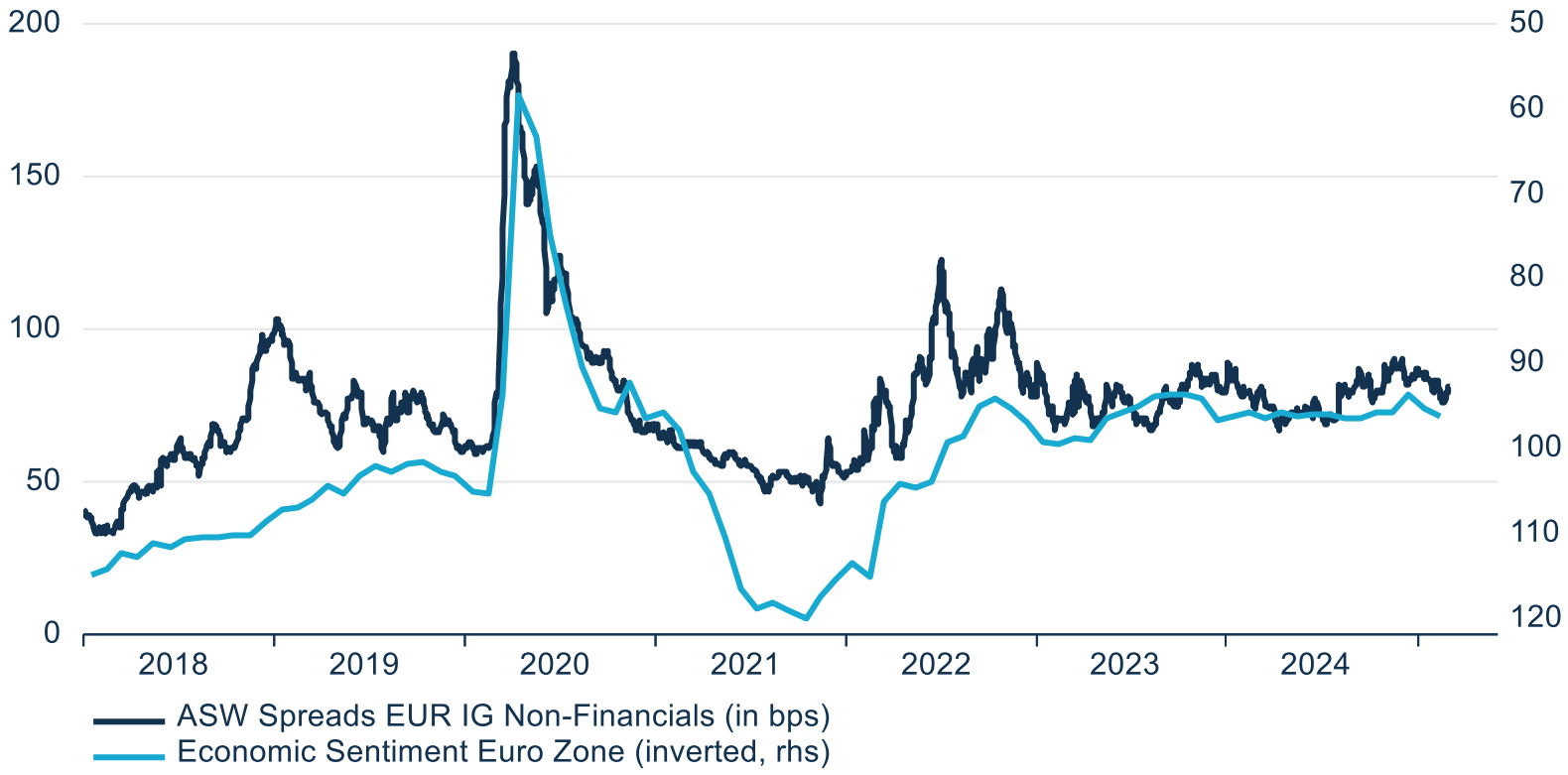
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Auch im Gesamtjahr 2024 gab es für Corporates mehr Rating-Upgrades als Downgrades. Nach 2022 und 2023 war es für die Unternehmen in Westeuropa das dritte positive Rating-Jahr in Folge.
- Nur bei den schwächsten Bonitäten (ab CCC) überwogen die Downgrades.
- Die Heraufstufungen der Ratings in eine bessere Bonitätskategorie verteilten sich 2024 relativ gleichmäßig auf die Quartale. Bei den Herabstufungen lagen die Schwerpunkte dagegen in Q2 und v.a. in Q4. Daher fiel die Up-/Down-Ratio im Schlussquartal am schwächsten aus.
- Für das aktuelle Quartal Q1/2025 zeichnet sich erneut ein positiver Ratingtrend ab.
- Bei den Ausfallraten rechnen die Rating-agenturen für 2025 ebenfalls mit einer positiven Entwicklung.

Corporate Spreads (ASW) und Economic Sentiment

Economic Sentiment vs. Corporate Spreads

Stimmungsindikator für den Euroraum und Investmentgrade-Spreads über Asset Swaps (in Bp.)



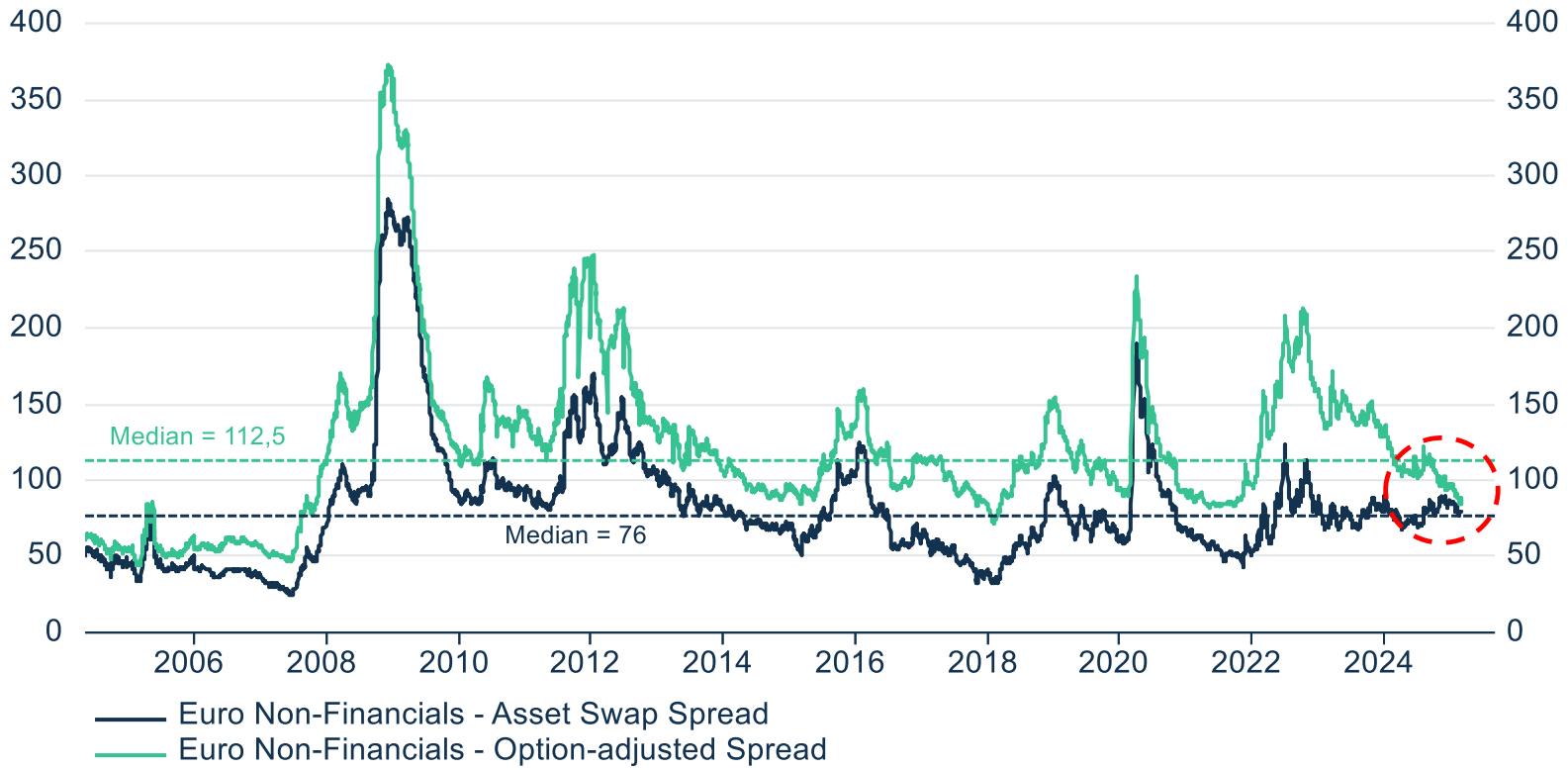
- Die ASW-Spreads (Risikoaufschläge der Unternehmensanleihen gegenüber Swap-Sätzen), die 2024 leicht angestiegen waren, erscheinen im Mehrjahresvergleich zum Stimmungsindikator für die Eurozone auf einem angemessenen Niveau.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Bund-Spreads fast so niedrig wie ASW-Spreads

Investmentgrade Corporate Spreads: ASW vs. OAS

in Basispunkten



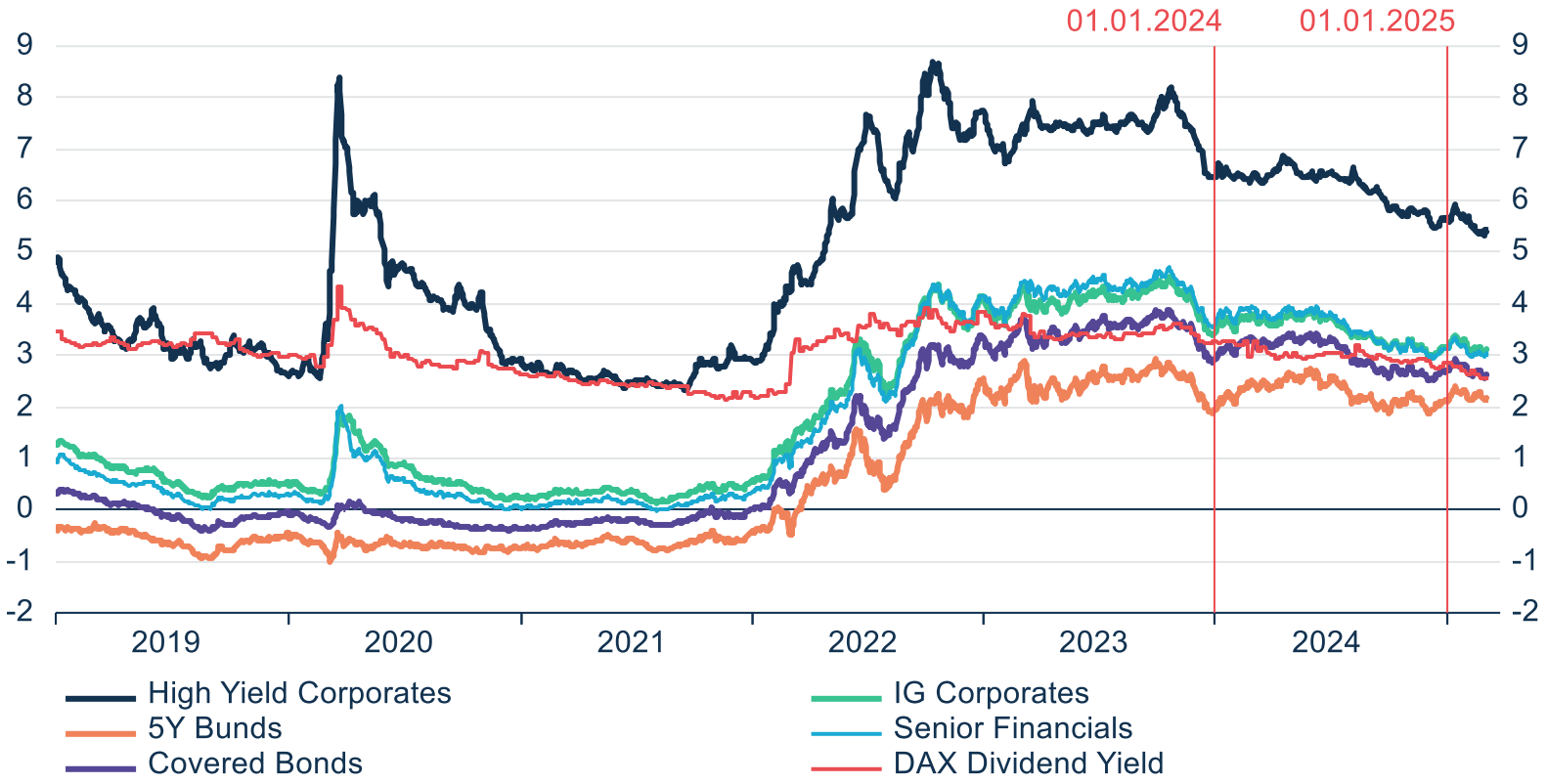
- Die Risikoaufschläge der Unternehmen gegenüber Asset Swaps (ASW-Spreads) notieren nach dem Anstieg von 2024 nun nahe an ihrem Median-Wert.
- Dagegen sind die Risikoaufschläge der Corporates gegenüber Bundesanleihen (hier OAS = Option-adjusted Spread) in diesem Zeitraum gesunken und liegen deutlich unter ihrem langfristigen Median.
- Diese gegensätzliche Entwicklung führen wir auf die Entwicklung der zu Grunde liegenden Bund-Renditen und Swap-Sätze zurück: So sank z.B. der Aufschlag der 5Y Swap-Sätze gegenüber 5Y Bunds im Jahr 2024 deutlich auf einen Niedrigwert (von rund 50 Bp. auf nur noch ca. 10 Bp.).
- Auf dem aktuell niedrigen Niveau rechnen wir mit einem Anstieg der Bund-Spreads.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Credits-Renditen nochmals gesunken

Renditen im Vergleich

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



- Die Renditen von Corporate Bonds sind auch zum Jahresbeginn 2025 nochmals leicht gesunken, insbesondere im High-Yield-Segment.
- Im mehrjährigen Vergleich inkl. der Niedrigzinsphase befinden sich die Renditen weiterhin auf relativ attraktiven Niveaus. Die meisten Credit-Segmente bieten noch eine Rendite über der sogenannten DAX-Dividendenrendite.
- Nach der zuletzt guten Entwicklung haben sich unsere (absoluten) Performance-Erwartungen für Unternehmensanleihen etwas verringert. Im Vergleich zu anderen Assetklassen sehen wir weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil.

Quelle: LSEG, LBBW Research

06

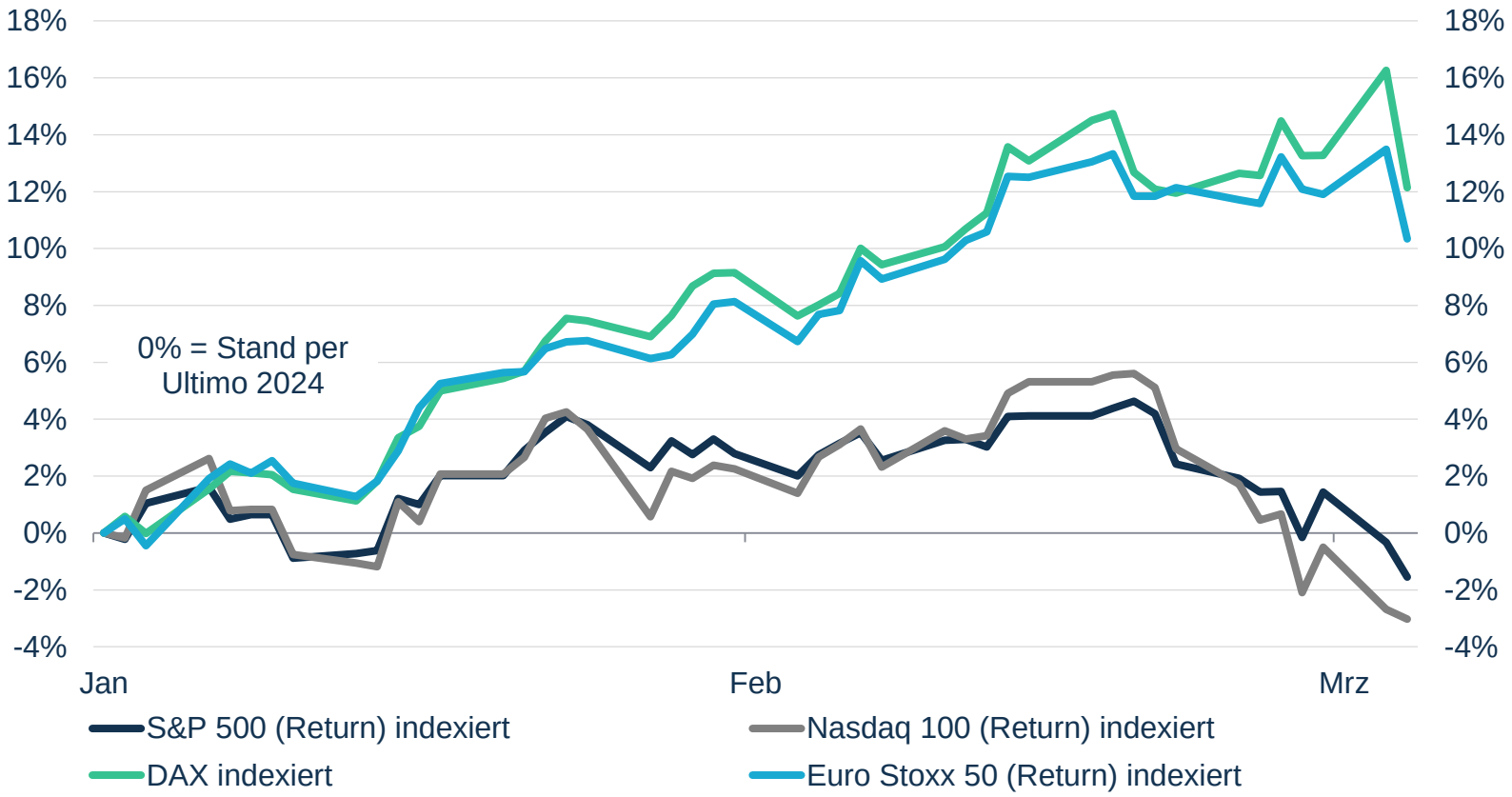
Aktien: Die Musik spielt nicht mehr in der neuen Welt

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

Nach jahrelangem Abfluss wandert nun Kapital von Amerika nach Europa zurück

Aktienindizes: Alter Kontinent versus neue Welt

Performance in Prozent YTD – 31.12.2024 = 0 %



- Dem russischen Überfall auf die Ukraine folgten mehr als 30 Monate, in denen Kapital aus Europa Richtung USA abfloss.
- Mit dem sich andeutenden Kriegsende sowie der veränderten Sicherheitslage durch den Politikwechsel in den USA ist Europa nun dazu gezwungen, mehr zu investieren, nicht zuletzt in die eigene Verteidigung.
- Seit kurzem wandert Kapital nach Europa zurück.

Quelle: LSEG, LBBW Research

DeepSeek scheint die seit Sommer 2024 stotternde KI-Rally endgültig beendet zu haben

Relative Stärke der US-“Big Six“ ggü. dem „S&P 494“

in Prozent (kapitalisierungsgewichtet berechnet) – Basis 30.11.2022 bei 100 %

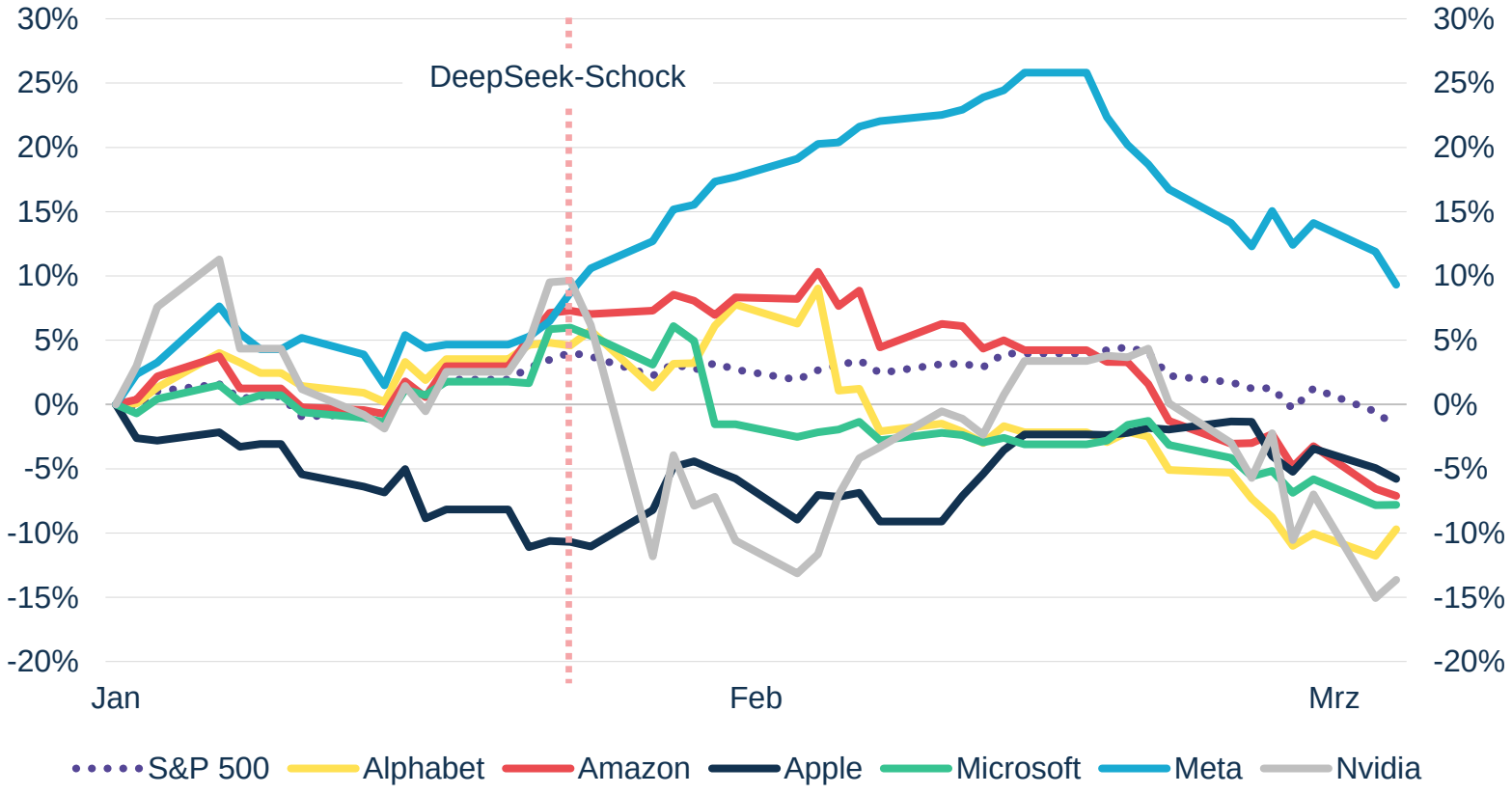
- Nur wenige Tage, nachdem ChatGPT am 30.11.22 für die Öffentlichkeit freigegeben wurde, endete die zu diesem Zeitpunkt schon zwölf Monate andauernde relative Schwäche der „Big Six“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft und Nvidia) ggü. den restlichen 494 Mitgliedern des S&P 500.
- Hierauf folgte eine nahezu beispiellose – sich auf wenige Giganten – konzentrierende Rally, welche mit der Veröffentlichung der Zahlen zu Q2/2024 kulminierte. Diese brachten einen markanten Rücksetzer beim Gewinnwachstum jener sechs Werte von kapitalisierungsgewichtet 132 % auf „nur“ noch 53 % YoY (inzwischen noch 31%).
- Von Herbst 2024 bis zum DeepSeek-Schock hatten sich die „Big Six“ dann jedoch wieder berappelt.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Seit Jahresbeginn entwickelte sich von den „Big Six“ nur noch Meta besser als der S&P 500

“Big Six“: Kursentwicklung YTD versus S&P 500

in Prozent indexiert – Ultimo 2024 = 0 %



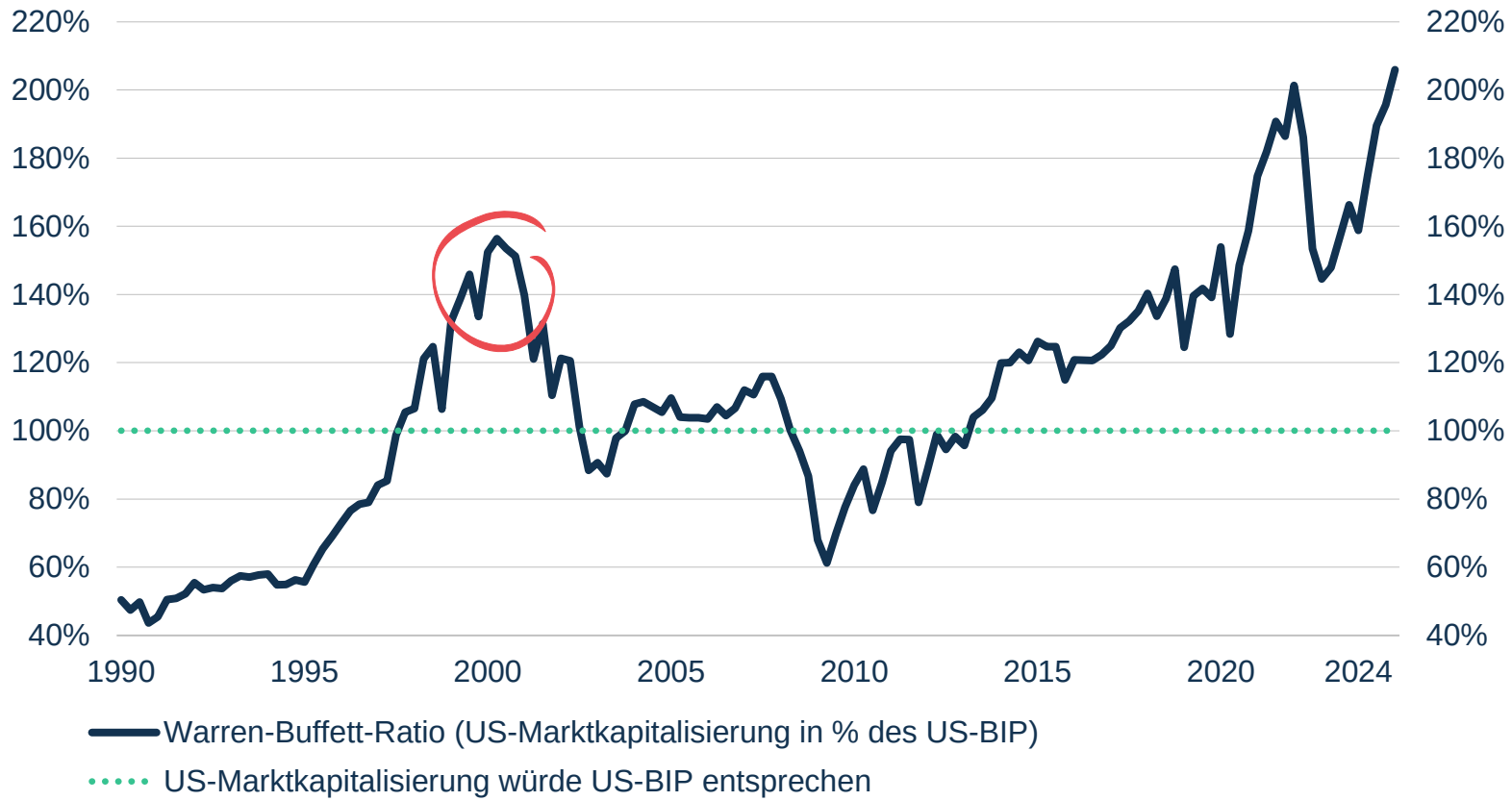
- Nachdem sich die „Big Six“ wieder berappelt hatten, starteten sie zunächst auch gut ins neue Jahr. Bis zum DeepSeek-Schock lagen fünf jener sechs Werte YTD besser im Rennen als der S&P 500. Lediglich Apple hinkte aufgrund ihres schwachen China-Geschäfts dem Markt hinterher.
- Nach dem DeepSeek-Schocks gingen die Anleger zunächst zwar zügig zur Tagesordnung über. Aber schon bald begannen sie damit, aufgrund des angekratzten KI-Narrativs neue Pferde zu satteln. Es ist wohl kein Zufall, dass aktuell nur noch Meta, das genau wie DeepSeek auf eine OpenSource-Architektur setzt, outperformt.
- Während die „Big Six“ gewichtet um 7,4 % YTD sanken, legte der „S&P 494“ seither um 0,9 % zu.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Warren-Buffett-Indikator signalisiert markante Überbewertung des S&P 500

Warren-Buffett-Ratio

US-Marktkapitalisierung in Prozent des US-BIP



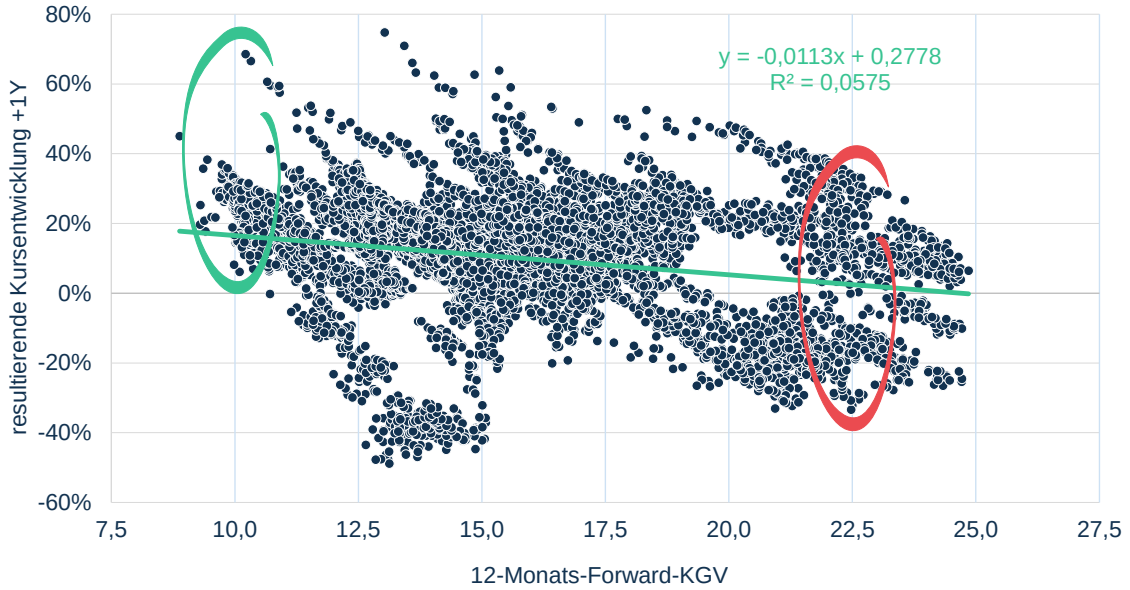
- Aber nicht nur die KI-Werte machen Sorgen, sondern die Bewertung des S&P 500 im Allgemeinen. Dies zeigt sich besonders am von der Investorenlegende Warren Buffett entwickelten und nach ihm benannten Indikator, welcher die Marktkapitalisierung ins Verhältnis zum US-BIP setzt.
- Hierfür gilt ein Wert von 70-80 % als angemessen. So niedrig fiel der Indikator jedoch letztmals nach der Finanzkrise aus. Seit Ende 2013 übersteigt er die 100 %. Zuletzt lag er sogar höher als zum Zeitpunkt, als die Dotcom-Bubble platzte.
- Jüngst überschritt der Indikator sogar erstmals die Marke von 200 %. Dieses Niveau hatte Buffett einst als „mit dem Feuer spielen“ bezeichnet, was erklärt, warum er derzeit Cash hortet.

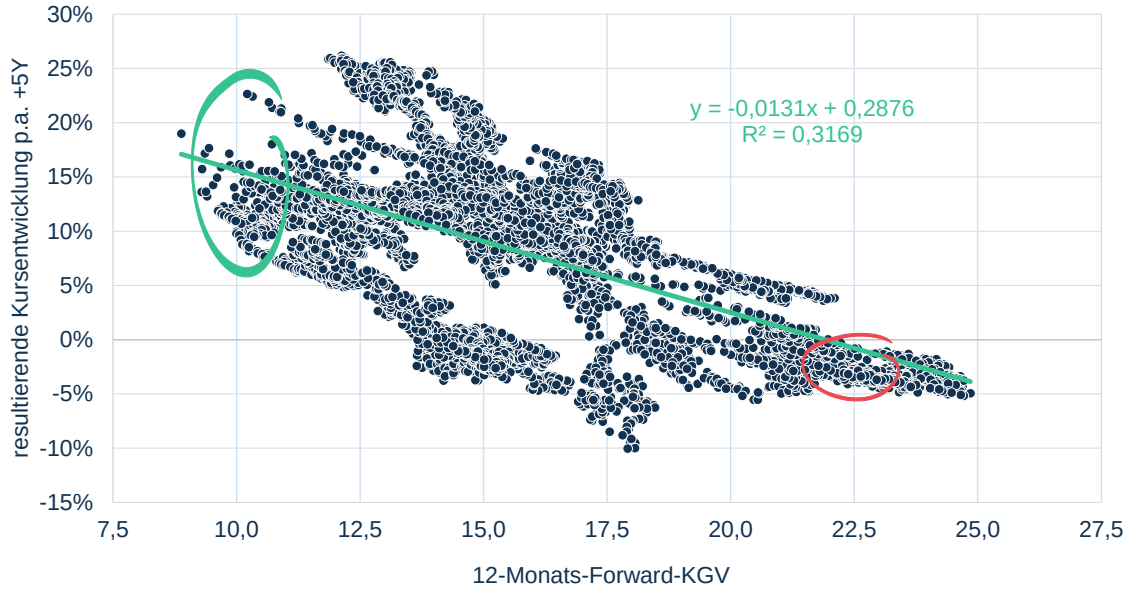
Quelle: LSEG, LBBW Researc

Die hohe US-Bewertung ist eine Bürde – wann der Markt dreht, lässt sich hieraus nicht ableiten

S&P 500: KGV-abhängige Folgeentwicklung

seit 1988 in Prozent: Auf Sicht eines Jahres (linker Chart) bzw. auf Sicht von fünf Jahren (rechter Chart)





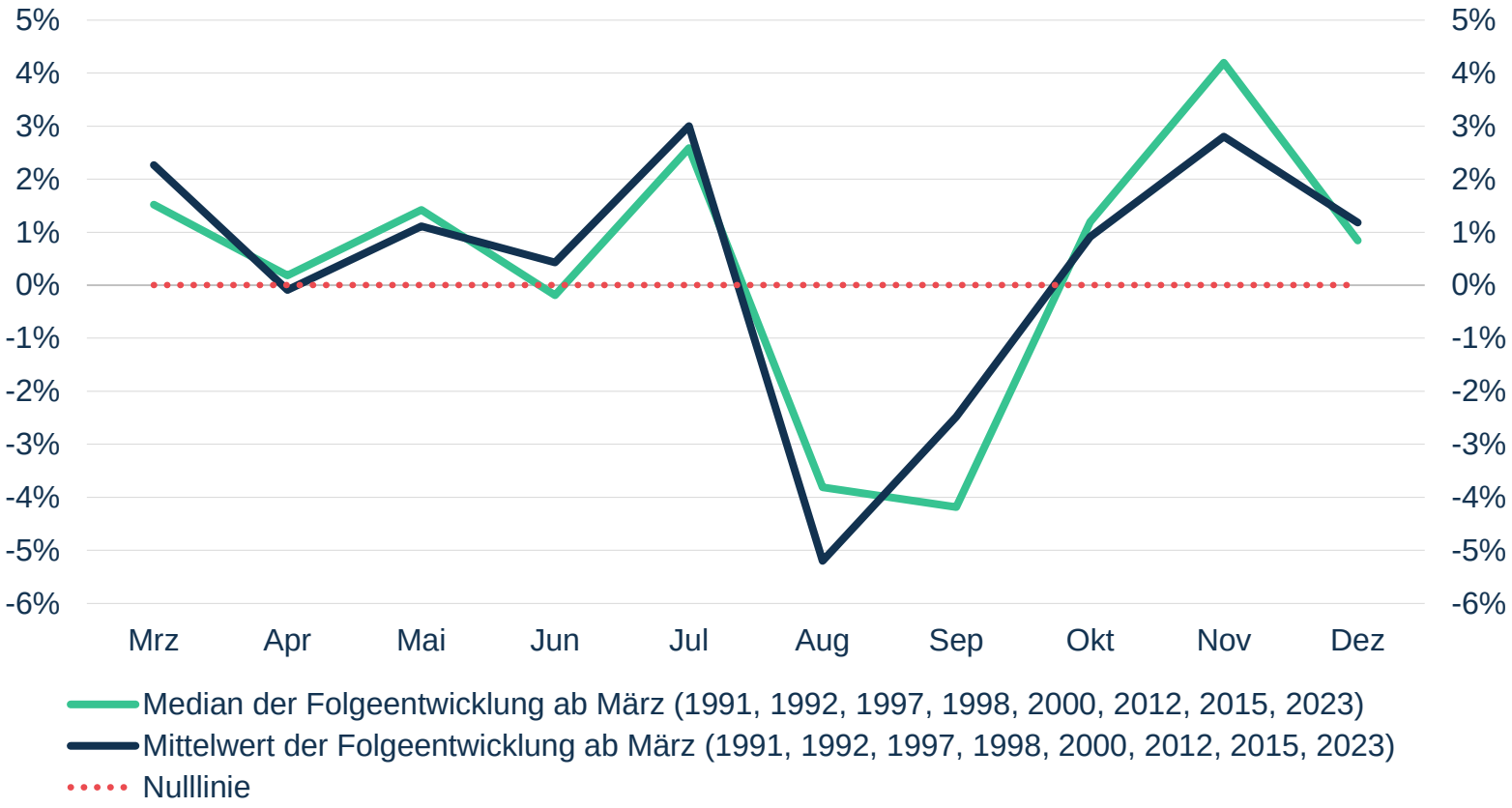
- Historische Daten signalisieren, dass der Erwartungswert für die Entwicklung des S&P 500 nur noch gering ausfällt. Wäre der US-Markt lediglich mit einem KGV von 10 bewertet, läge dieser bei 16 %. Bei einem KGV von 22 – wie aktuell – liegt er jedoch bei weniger als 2,0 %.
- Weil das KGV die Entwicklung der folgenden zwölf Monate nur mit einen Anteil von 6 % erklärt – hierfür mit 94 % also andere Gründe verantwortlich sind –, ist dem hohen KGV zum Trotz eine dynamische Aktienrally genauso möglich wie ein veritabler Crash.
- Je länger der betrachtete Horizont ist, desto entscheidender wird das KGV für die Folgeentwicklung. Auf Sicht von fünf Jahren erklärt dieses bereits 32 % der Entwicklung. Auf Sicht von zehn Jahren sogar 85 %.

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

Nach einem Raketenstart war die Luft zumeist zu einem Gutteil raus

DAX-Entwicklung ab März in Jahren mit Raketenstart

in Prozent



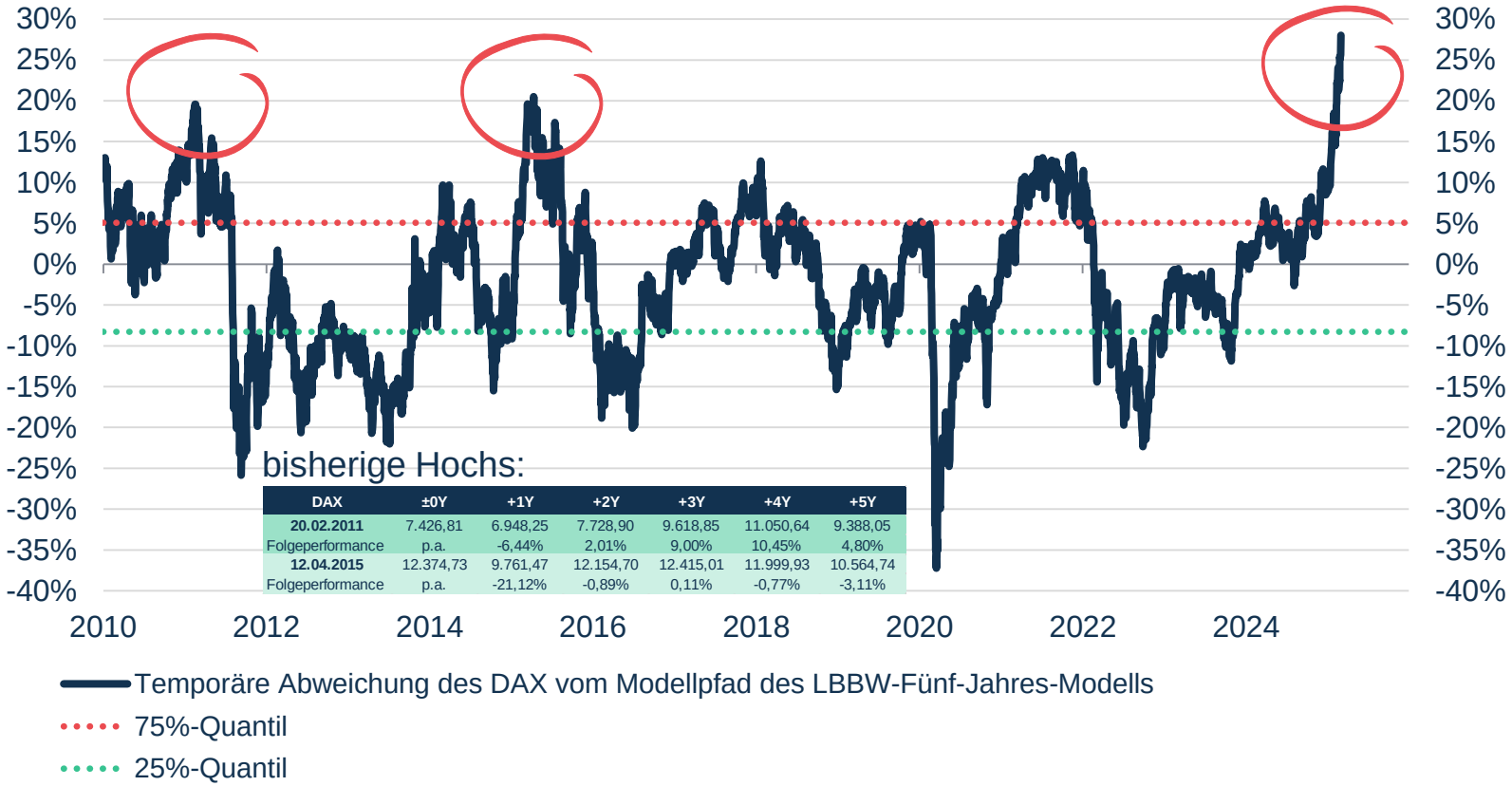
- In den bislang 37 vollendeten Jahren lag der DAX per Ende Februar lediglich 2012 und 2015 noch besser im Rennen als 2025.
- Startete der deutsche Blue-Chip-Index so stark in das Jahr, ging ihm danach meistens die Luft aus. Hierzu haben wir die acht Jahre mit dem bislang besten Start untersucht: Von März bis Juli legte der DAX-Kurs im Mittel, genau wie im Median dieser Jahre, unter Schwankungen in Summe zwar noch leicht zu. Von der Dynamik der ersten beiden Monate blieb jedoch kaum etwas übrig.
- In den Monaten August und September kam es dann oft zu deutlichen Gewinnmitnahmen. Diesen folgte zwar oft eine Jahresendrally. Trotzdem notierte der DAX am Schluss kaum höher als per Ende Februar.

Quelle: LSEG, LBBW Research

DAX weit über das von unserem Fünf-Jahres-Modell vorhergesagte Niveau hinausgeschossen

DAX: Abweichung zum vom Modell vorhergesagten Indexniveau

in Prozent



DAX	±0Y	+1Y	+2Y	+3Y	+4Y	+5Y
20.02.2011	7.426,81	6.948,25	7.728,90	9.618,85	11.050,64	9.388,05
Folgeperformance	p.a.	-6,44%	2,01%	9,00%	10,45%	4,80%
12.04.2015	12.374,73	9.761,47	12.154,70	12.415,01	11.999,93	10.564,74
Folgeperformance	p.a.	-21,12%	-0,89%	0,11%	-0,77%	-3,11%

- Nachdem nahezu drei Jahre lang Kapital aus Europa abfloss, wäre eigentlich zu erwarten, dass der Rückfluss ebenfalls über einen längeren Zeitraum hinaus anhält.
- Die Entwicklung ging jedoch rasend schnell. Unser Fünf-Jahres-Modell für den DAX (siehe Anhang) – das seit 20 Jahren einen äußerst guten Track Record besitzt –, avisiert für die kommenden fünf Jahre inklusive Dividenden nur noch eine Performance von 4,0 % p.a.
- Zudem hatte sich der Index noch nie so weit von dem vor fünf Jahren vom Modell für heute vorhergesagten Niveau entfernt wie nun.
- Im Nachgang an frühere Hochs hatte der DAX zu knabbern.

Quelle: LSEG, LBBW Research-

07

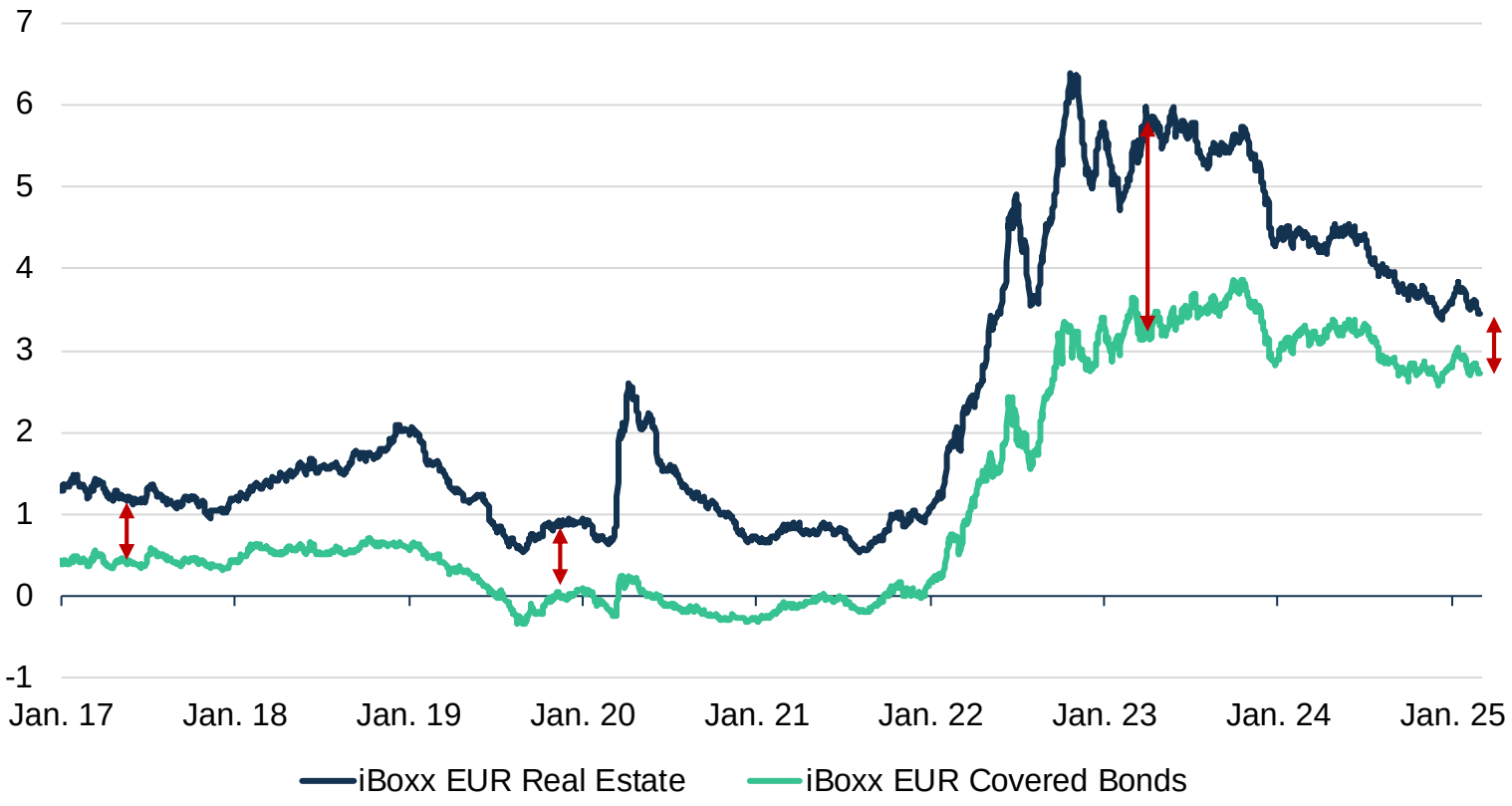
Immobilien – kein Crash, kein Boom

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

Anleihemärkte sehen Kreditrisiken der Immobilienunternehmen wieder entspannter

Anleiherenditen: Immobilienunternehmen und Covered Bonds

In Prozent



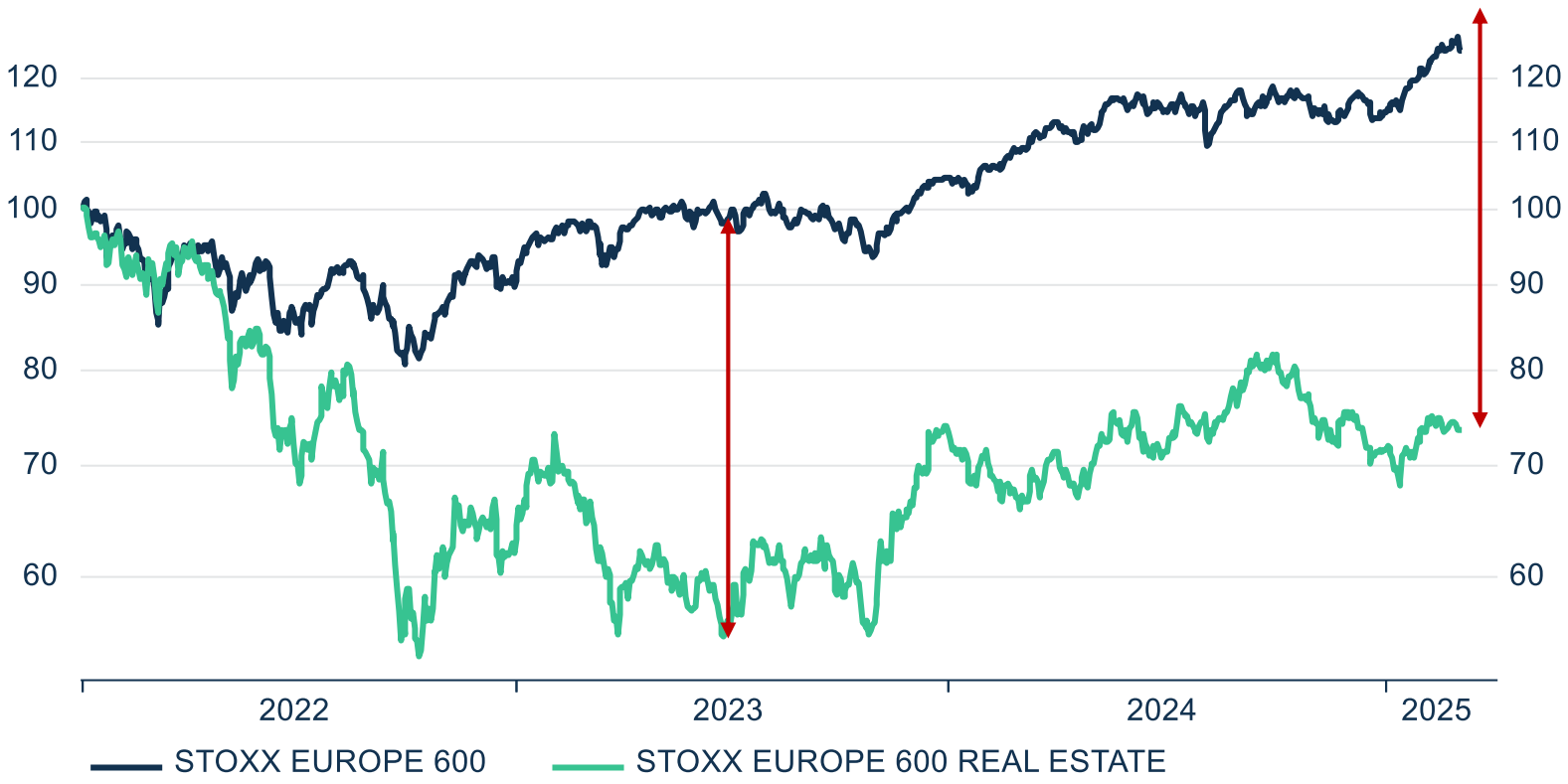
- Die Renditedifferenz von Anleihen von Immobilienunternehmen gegenüber besicherten Bankanleihen ist wieder auf ein Niveau zusammengeschmolzen, wie es selbst während der Niedrigzinsphase nur selten unterschritten wurde.
- Die Marktteilnehmer messen den Anleihen der Immobilienunternehmen offenbar keine außergewöhnlichen Ausfallrisiken mehr bei.
- Dessen ungeachtet bewegt sich die Anzahl der Insolvenzen im Grundstücks- und Wohnungswesen in Deutschland weiterhin auf historisch außergewöhnlich hohem Niveau.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Aktien von Immobilienunternehmen hinken hinterher

Aktienindizes des STOXX Europe 600, seit 01.01.2022

Total Return Indizes, Start = 100, logarithmische Skala



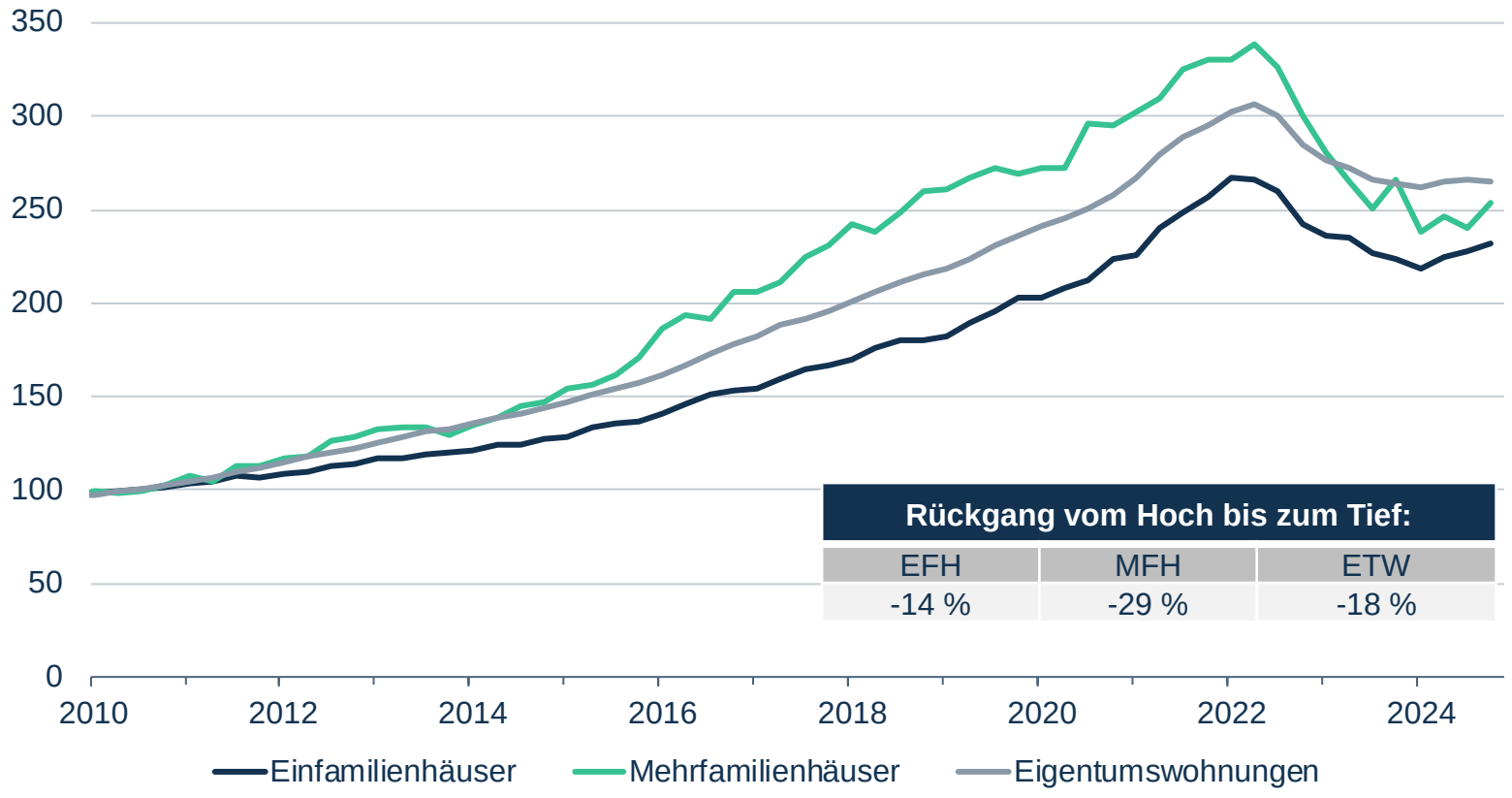
- Die Aktienkurse börsennotierter Immobilien-unternehmen hatten ab dem Sommer 2023 im Zuge sinkender Zinsen ein Stück Boden gegenüber dem Gesamtmarkt gutgemacht.
- In den vergangenen sechs Monaten traten sie dann im Wesentlichen auf der Stelle, während der Gesamtmarkt neue Gipfel erklomm.
- Die roten Pfeile in nebenstehender Grafik besitzen eine identische Länge, d.h. seit Mitte 2023 haben die Immobilien-unternehmen kaum aufgeholt.
- Aufbruchstimmung: Fehlanzeige.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Gewerblicher Wohnimmobilienmarkt erholt sich und folgte damit dem privaten Markt

GREIX-Preisindizes von Wohnimmobilien

2010 = 100



Rückgang vom Hoch bis zum Tief:		
EFH	MFH	ETW
-14 %	-29 %	-18 %

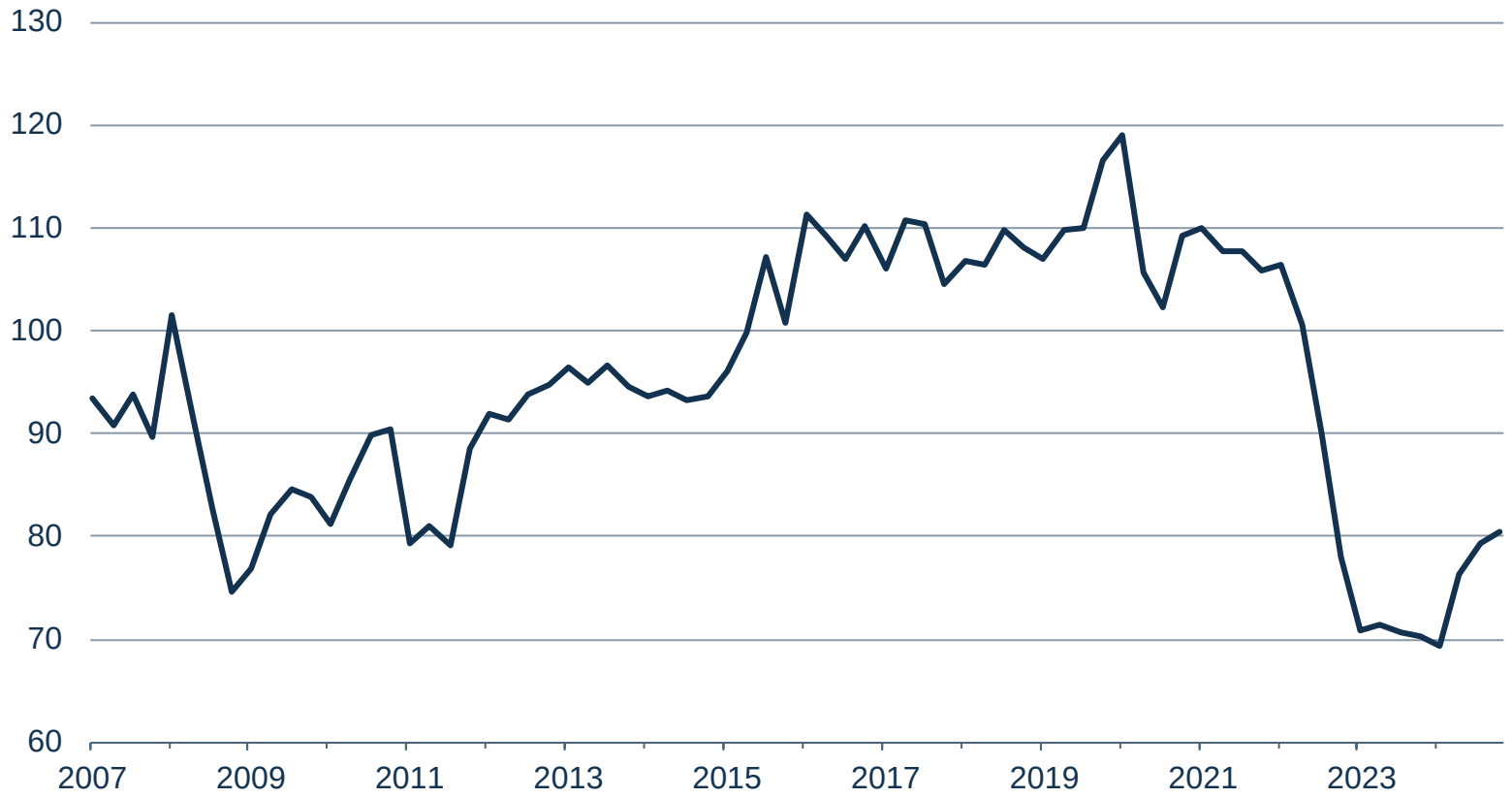
- Die Preise von Mehrfamilienhäusern zeigten im vierten Quartal 2024 den GREIX-Daten zufolge die von uns erwartete Erholung – wenngleich die Zeitreihe notorisch volatil ist.
- Große Maklerhäuser berichten für den gewerblichen Wohnimmobilienmarkt einen deutlichen Anstieg des Transaktions-volumens im Schlussquartal 2024.
- Wir erwarten zwar nach wie vor leicht steigende Preise für das laufende Jahr. Die Bäume dürften aber mit Blick auf unsere Zinsprognose nicht in den Himmel wachsen.

Quelle: ECONtribute, IfW, LBBW Research

Bundesbank sieht Überbewertungen von Wohnimmobilien größtenteils abgebaut

Transaktionsindikator für den Wohnimmobilienmarkt

2015 = 100, Quartalsdaten bis einschließlich Q4 2024



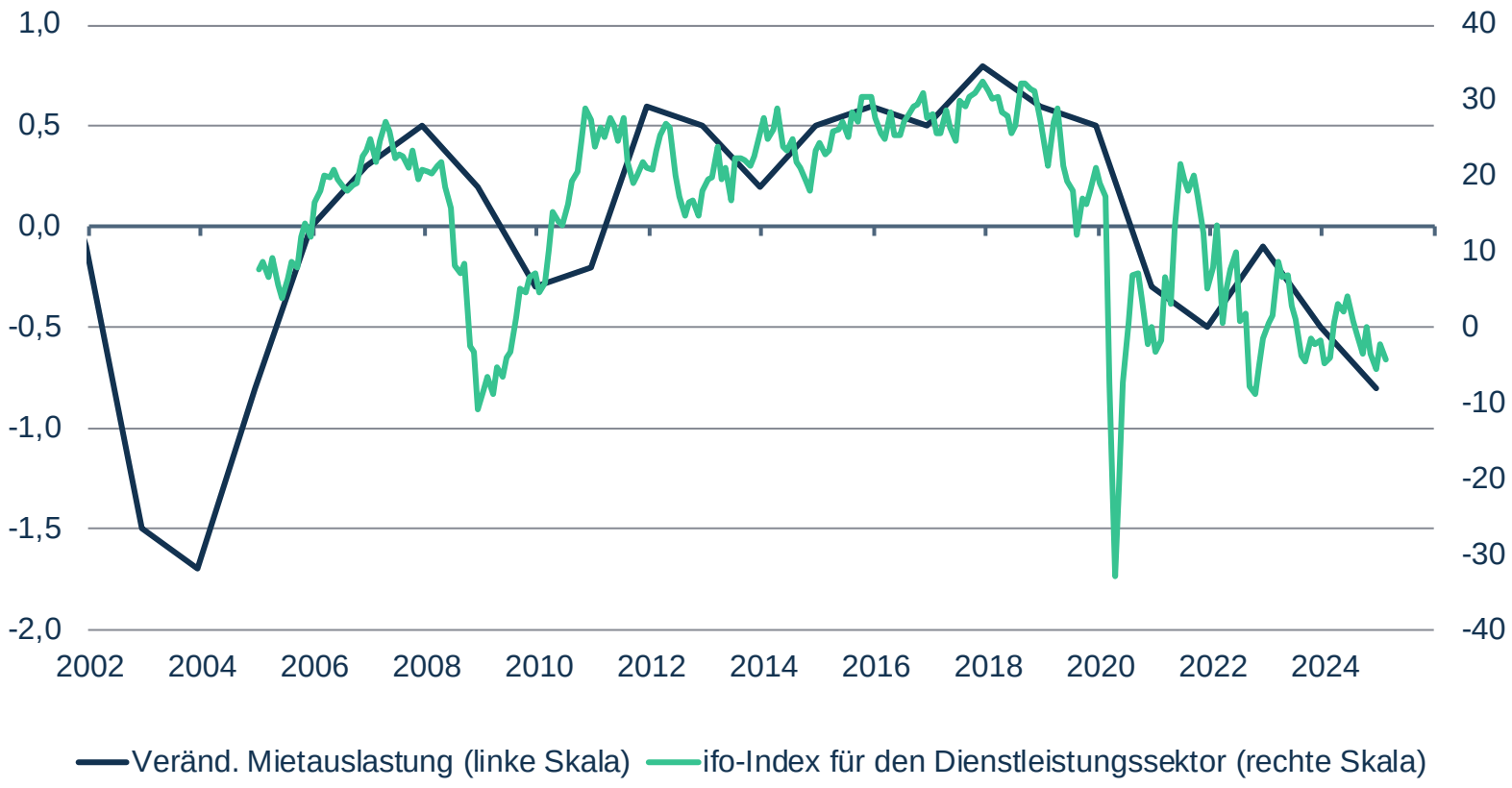
Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

- Die Deutsche Bundesbank stellte in ihrem jüngsten Monatsbericht einen neuen Indikator vor, der das Transaktions-geschehen am Wohnimmobilienmarkt beleuchtet. Er basiert auf dem Steuer-aufkommen aus der Grunderwerbsteuer und ist preisbereinigt, d.h. er betrachtet das reale Transaktionsvolumen.
- Demzufolge setzte im zweiten Quartal 2024 eine Marktbelebung ein. Diese hielt bis zum vierten Quartal an – wenngleich auf immer noch historisch niedrigem Niveau.
- Zudem attestierte die Bundesbank, dass die Überbewertungen bei Wohnimmobilien im vergangenen Jahr größtenteils abgebaut wurden. Wir hatten bereits im April 2024 dargelegt, dass das Bewertungsniveau keinen Grund für weitere Preisrückgänge mehr darstelle.

Büromarkt weiterhin durch steigende Leerstände belastet

Veränderung der Mietauslastung und ifo-Geschäftsklimaindex

Mietauslastung in 127 Städten: Veränderung in Prozentpunkten ggü. Vorjahr



- Der seit 2020 zu beobachtende Rückgang der Mietauslastung hat sich im vergangenen Jahr noch einmal beschleunigt. Verantwortlich hierfür ist ein Mix aus einer hohen Anzahl an Fertigstellungen, die auf den Markt kommen, einer schwachen Konjunktur sowie freiwerdenden Flächen aufgrund von Homeoffice.
- Alle drei Faktoren dürften vorerst weiter den Markt belasten. In der zweiten Jahreshälfte sollte zumindest die Konjunktur wieder Lichtblicke eröffnen.
- Zu beachten ist bei alledem, dass sich die einzelnen Marktsegmente sehr unterschiedlich entwickeln in Abhängigkeit von der Lage, der Energieeffizienz oder des Nutzungskonzepts eines jeweiligen Gebäudes.

Quelle: LSEG, Deutsche Bundesbank, ZIA, LBBW Research

08

Prognosen und Asset Allokation: Korrektur am Aktienmarkt im Jahresverlauf erwartet

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

LB≡BW

Unser großes Bild in Kürze

Konjunktur

- Deutsches BIP 2024 mit dem zweiten Minusjahr in Folge: -0,2% Y/Y. Euroraum insgesamt etwas stärker als Deutschland.
- Frühindikatoren von niedrigem Niveau aus leicht steigend. Handelskonflikt mit USA verhindert 2025 sichtbare Erholung.
- Inflation bewegt sich knapp oberhalb von 2%. Weiter leichte Aufwärtsrisiken durch Lohnentwicklung.

Devisen

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

Aktienmärkte

- Zinssenkungsfantasie, Hoffnung auf Frieden in der Ukraine sowie Rüstungs-Hausse bringen fulminanten DAX-Start.
- Belastungen durch Trump-Politik und mögliche IT-Überinvestitionen werden eher ausgeblendet.
- Aktienhausse dürfte im Jahresverlauf kulminieren und in Korrektur münden.

Rohstoffe

- Rohstoffe starten mit Plus ins neue Jahr. Bloomberg Commodity Index erreicht höchsten Stand seit über zwei Jahren.
- Geopolitische Risiken und ETC-Käufe treiben Gold auf neues Allzeithoch.
- Ein Ende des Ukraine-Kriegs könnte zu einem Comeback von russischem Öl an den Märkten führen. Brent gibt nach.

Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

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

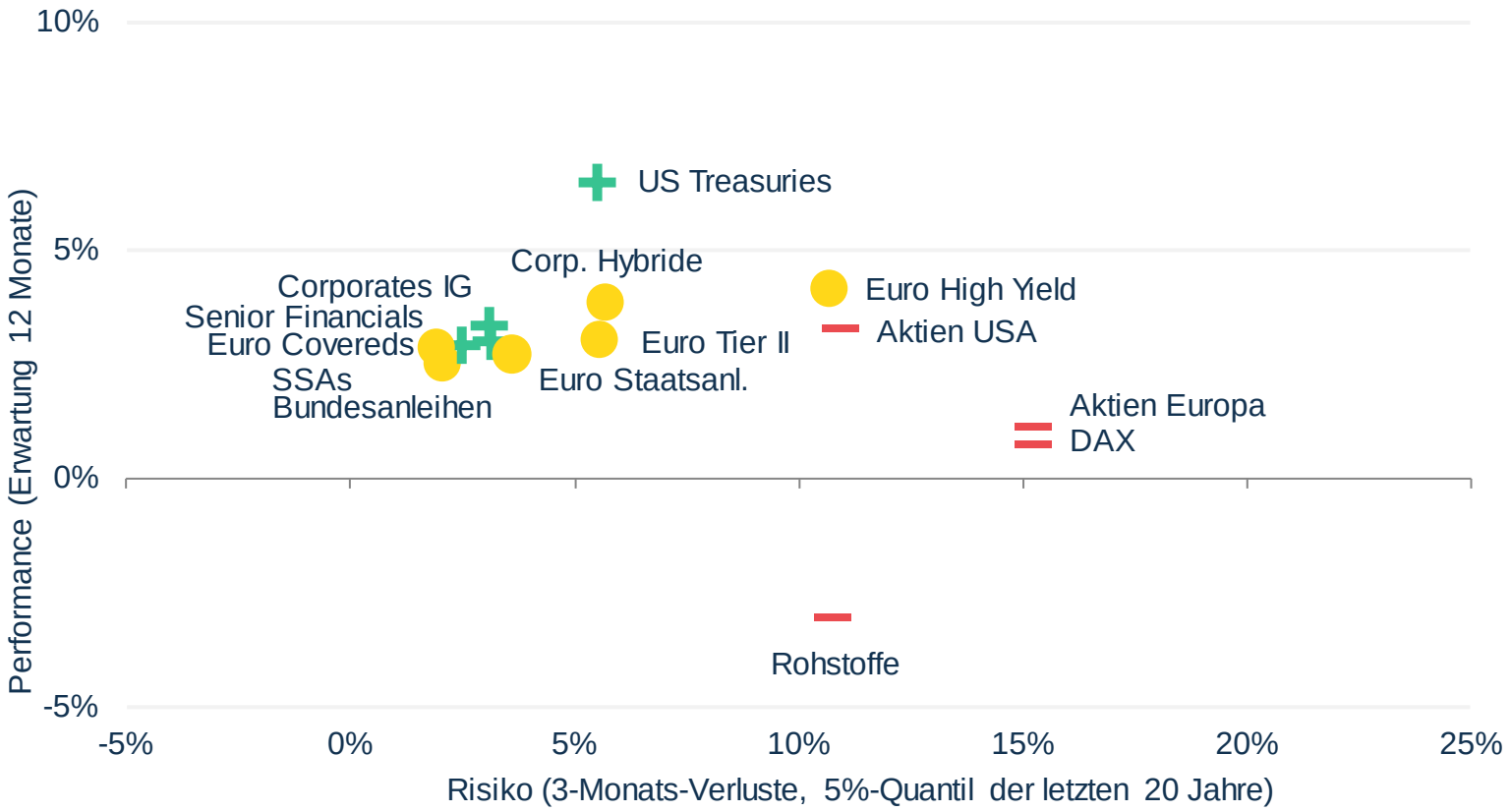
Renditen

- EUR-Langfristzinsen:
  Auf- und Abwärtsrisiken kurzfristig ausgewogen;
  Tendenz auf mittlere Frist leicht steigend erwartet.

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Einstufung von Aktien von „neutral“ auf „untergewichten“ reduziert.
- Dies kommt zwar selten vor, denn langfristig ist eine gute Rendite nur mit einer Portion Risiko zu erzielen.
- Für den Moment aber raten wir zu etwas weniger Exponiertheit.

Quelle: LSEG, LBBW Research

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

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

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

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass Februar)

Konjunktur

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

Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
DAX	22 327	21 000	21 000 ✚	23 000
Euro Stoxx 50	5 387	5 000	5 000 ✚	5 400
S&P 500	5 778	5 600 ▬	5 600 ▬	5 900
Nikkei 225	37 331	36 000 ▬	35 000 ▬	37 000

Zinsen und Spreads

in %	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,75	2,25 ✚	2,00 ✚	2,00
Bund 10 Jahre	2,45	2,50 ✚	2,50 ✚	2,60
Fed Funds	4,50	4,50	4,50 ✚	4,25
Treasury 10 Jahre	4,21	4,60	4,60 ✚	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	102	120 ✚	130	130

Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,05	1,00	1,00	1,04
Franken je Euro	0,94	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,83	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	2 910	2 900 ✚	2 800 ✚	2 700
Öl (Brent - USD/Barrel)	72	75 ✚	70	70

✚ Angehoben
▬ Gesenkt

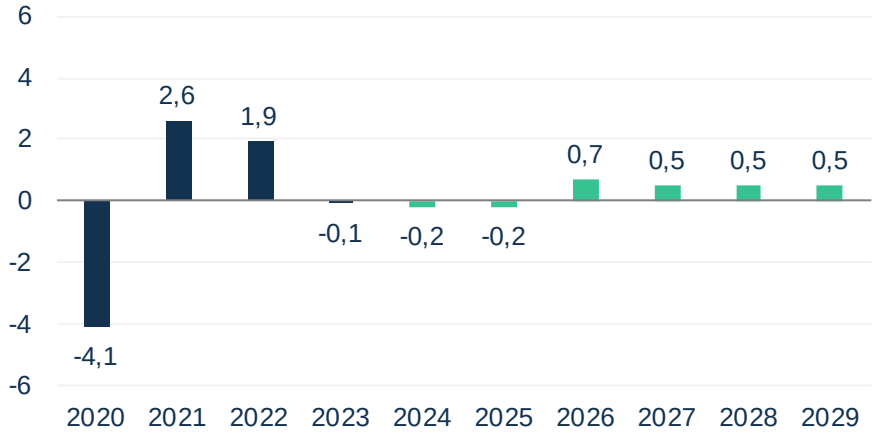
LBBW

LBBW Szenarien

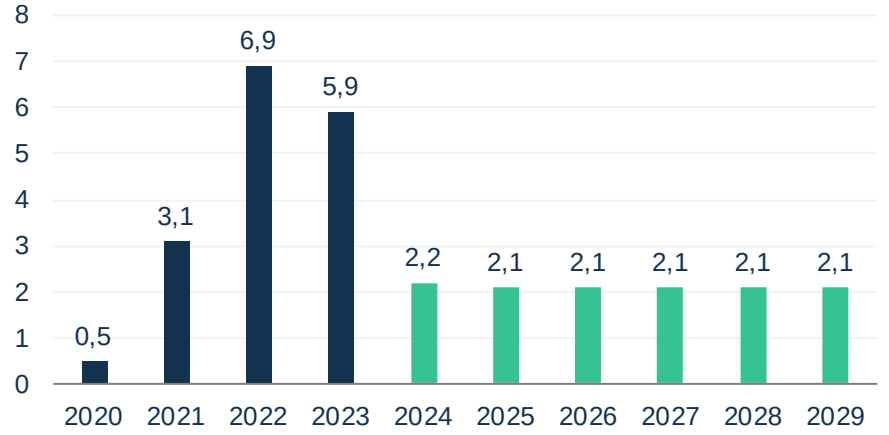
60 % Hauptszenario	1) US-Einfuhrzölle steigen deutlich; Handelskrieg der USA mit China; EU reagiert mit Vergeltungszöllen; Rezession in Deutschland/Euroraum; Starker Anstieg der US-Verschuldung; Trumps Politikmix wirkt inflationär; Fed setzt Zinssenkungen aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen. 2) EZB senkt Leitzinsen in den leicht expansiven Bereich, Bundrenditen seitwärts im Spannungsfeld zwischen EZB-Zinssenkungen und wachsenden Verschuldungssorgen. Renditedifferenz USA zum Euroraum steigt weiter, Dollar legt zu. 3) KI-Phantasie verliert als Treiber an Kraft, Aktienhausse kulminiert weltweit; Credit Spreads steigen leicht. 4) Geopolitik: Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine. Keine Entspannung in Nahost.
15% Positivszenario	1) Trump-Politik (insbes. bezüglich Zölle) moderater als im Wahlkampf signalisiert („Dealmaker“). 2) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf. 3) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt. 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktienkurse steigen weiter, Immobilienpreise erholen sich).
15% Negativszenario I ***„Geopolitik / Handelskrieg“***	1) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA. 2) Rezession durch globale Handelskriege: Fed/EZB senken Leitzinsen zügig in den expansiven Bereich, zusätzlich Liquiditäts-spritzen. Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken. 3) „Risk-off“: Aktien fallen stark, Dollar steigt ggü. Euro. Credit Spreads steigen deutlich.
10 % Negativszenario II ***„Inflation“***	1) Weltweiter Inflationsschub erfasst auch Europa. Zweitrunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale. 2) Notenbanken beenden Leitzinssenkungen, Fed schwenkt in Wortwahl zu Straffungsneigung um. 3) Renditen am Rentenmarkt steigen wegen „Tightening Bias“ der Notenbanken und steigender Inflationsprämien. 4) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Erneuter Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (60 %)

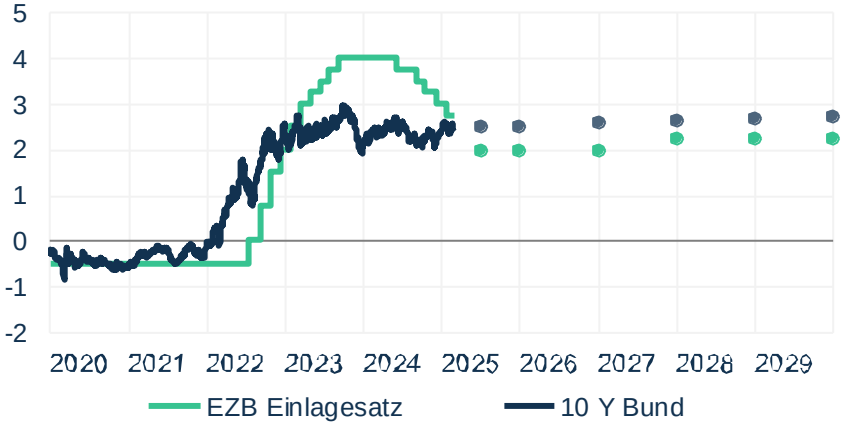
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



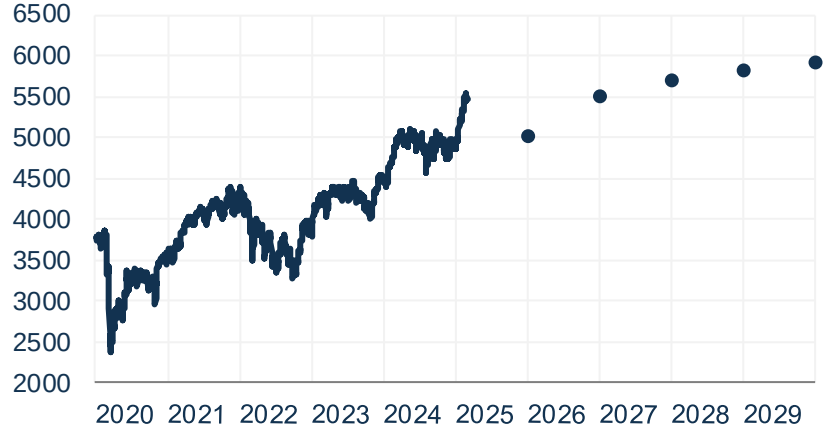
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

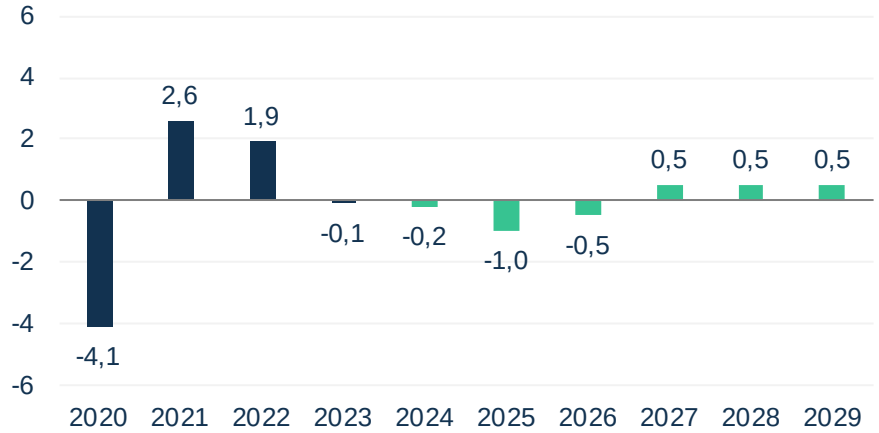


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

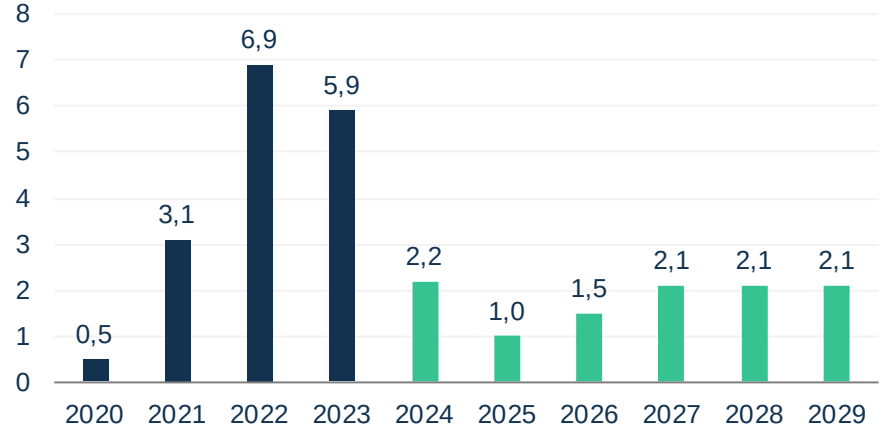
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik“ (15 %)

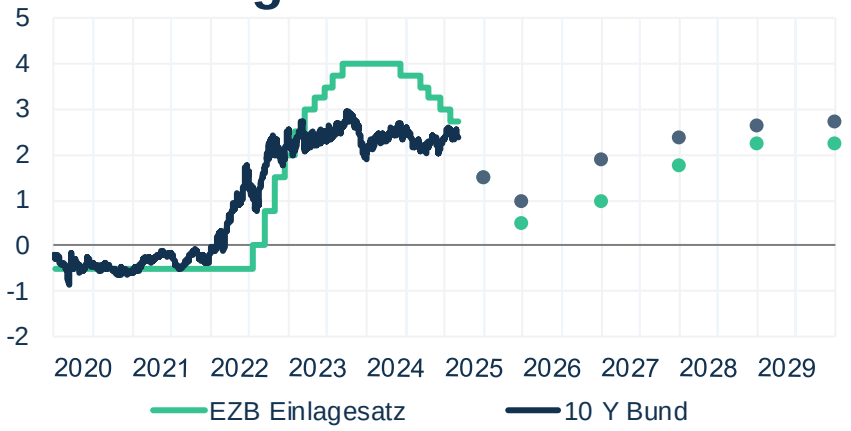
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



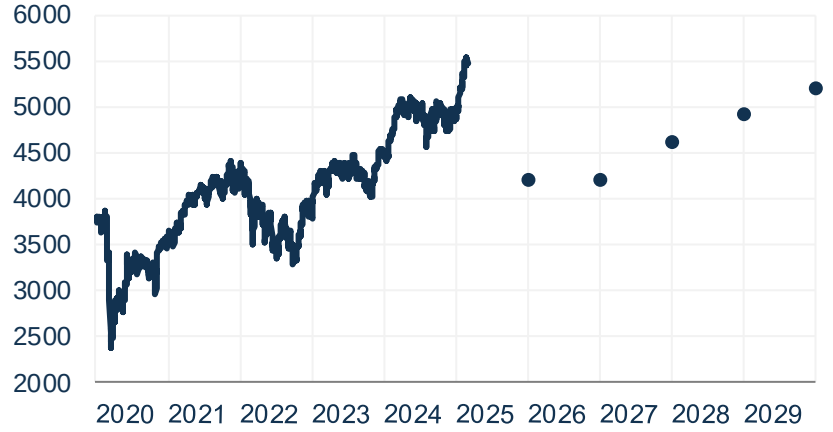
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

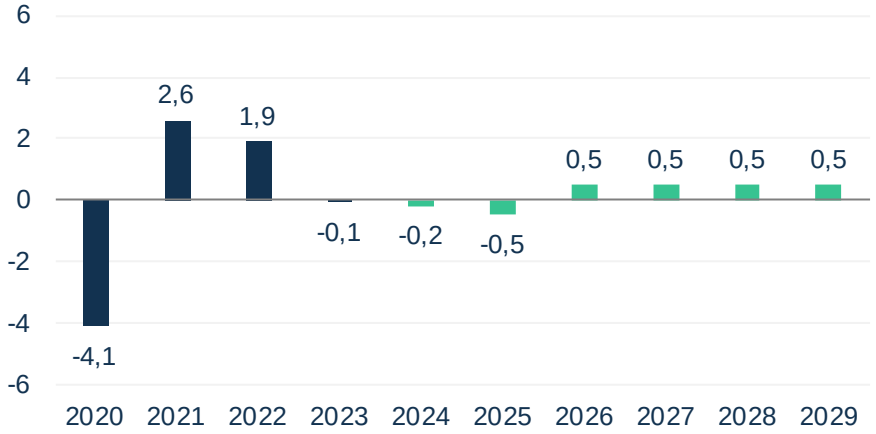


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

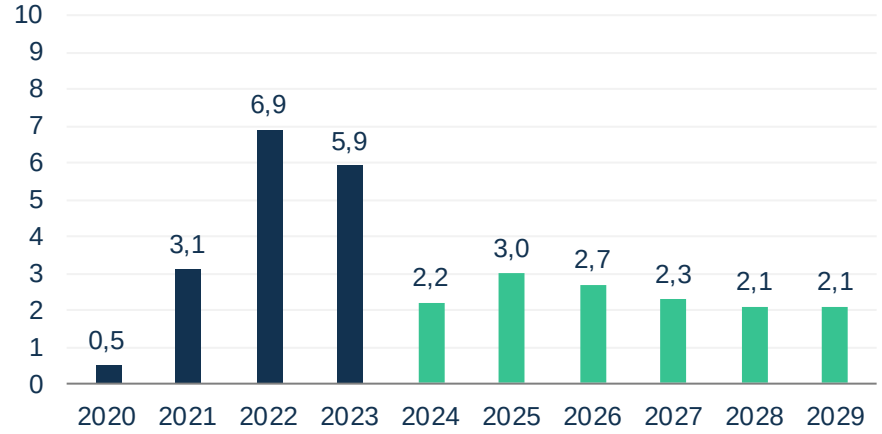
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 2) Inflation hartnäckiger (10 %)

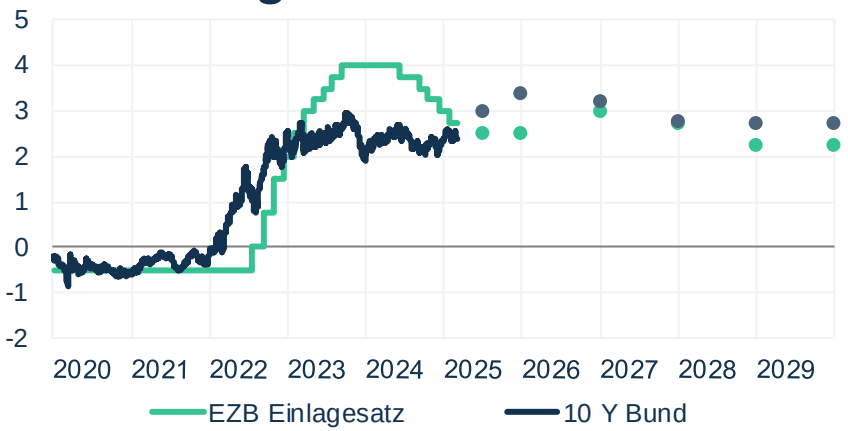
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



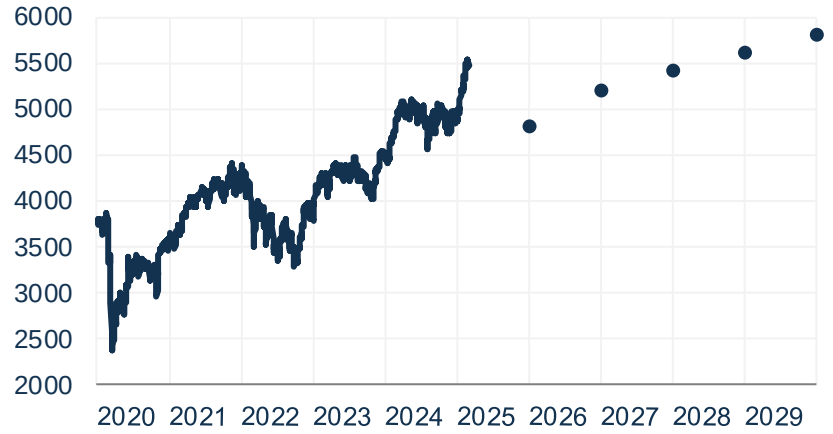
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

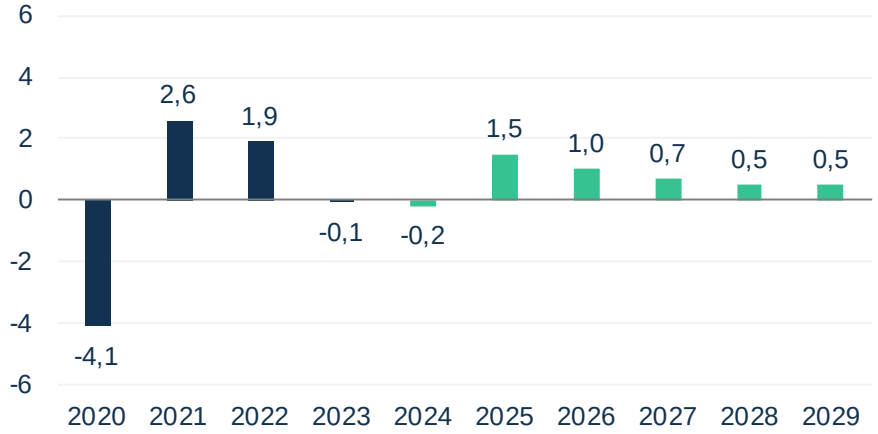


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

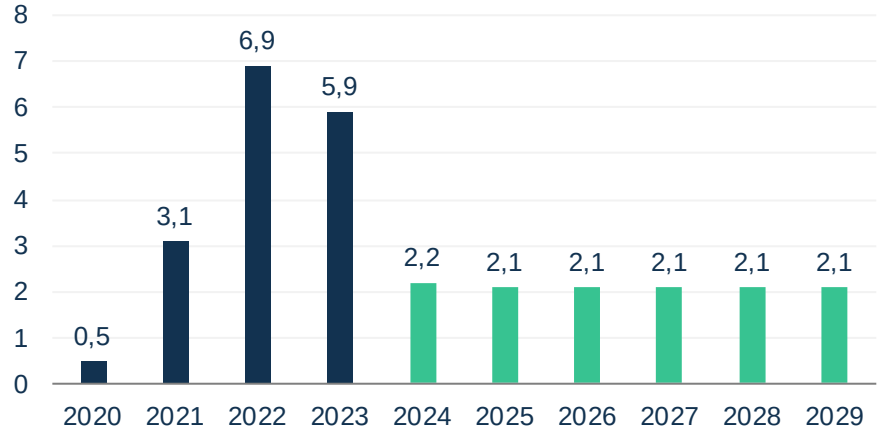
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (15 %)

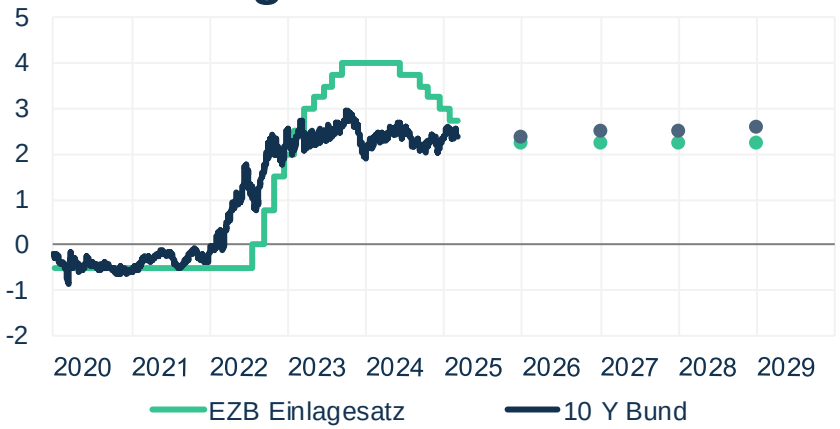
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



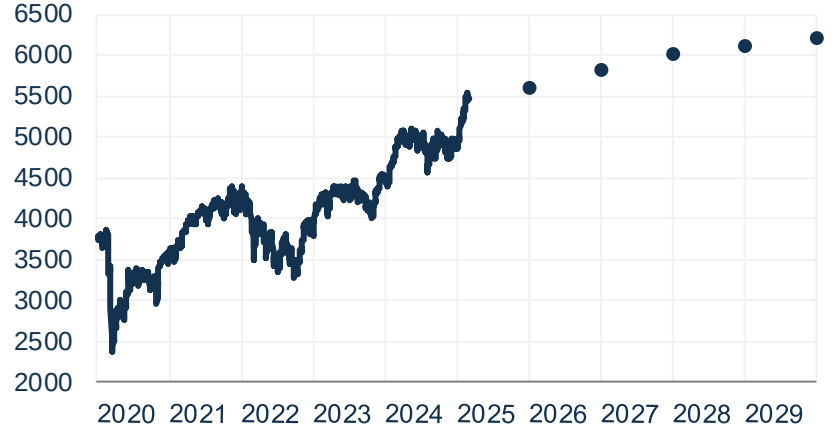
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

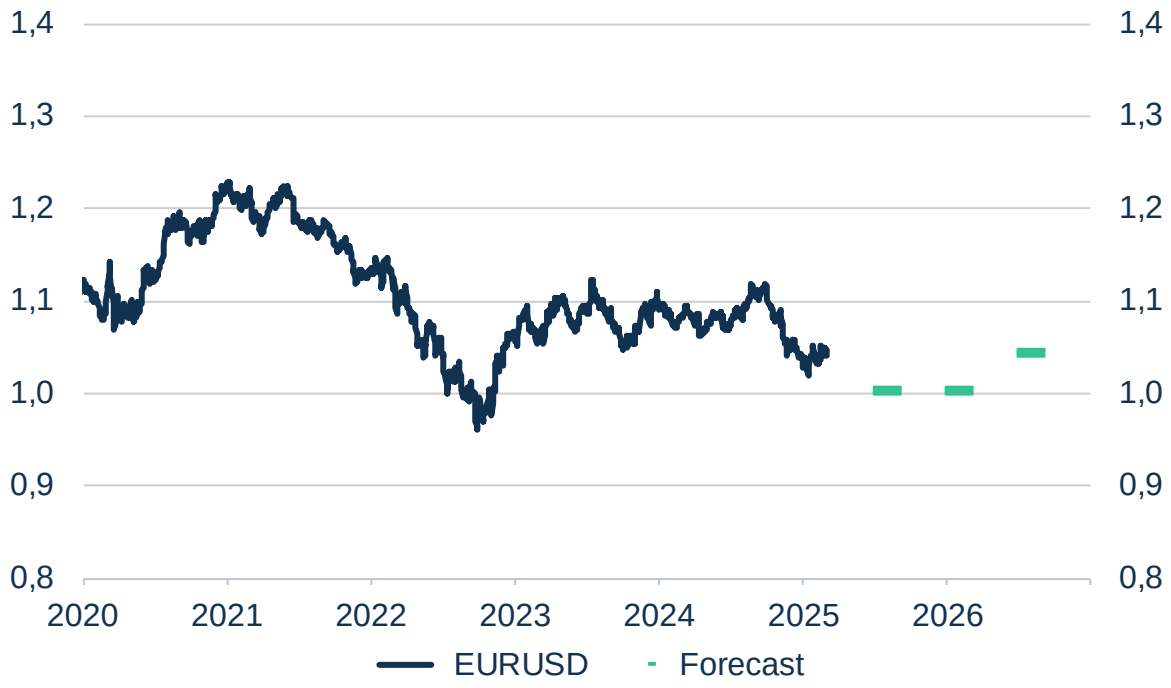
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

09

Anhang

EURUSD: Fed pausiert mit Zinssenkungen

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Forecast Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURUSD	1.05	1.08	1.04	1.08	1.00	1.00	1.04

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro EUR

- Die hohe US-Staatsverschuldung stellt aufgrund der Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung bislang keinen Nachteil für den Kurs des Greenback dar. Aber eine zügellose Verschuldung droht irgendwann den Bogen zu überspannen.
- US-Regierung strebt schwachen US-Dollar an.

Contra EUR

- Trump-Politik dürfte Inflation befeuern und somit Fed zur Zurückhaltung bei Zinssenkungen bewegen.
- EZB dürfte indes aufgrund schwacher Konjunktur im Euroraum ihre Zügel weiter lockern.
- Die US-Wirtschaft sollte im Jahr 2025 erneut deutlich stärker wachsen als der Euroraum.
- Drohende US-Einfuhrzölle machen ausländische Direktinvestitionen in den USA attraktiver.

EURGBP: Großbritannien im Falle eines Handels-krieges im Vorteil gegenüber dem Euroraum

FX EUR/GBP

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

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro EUR

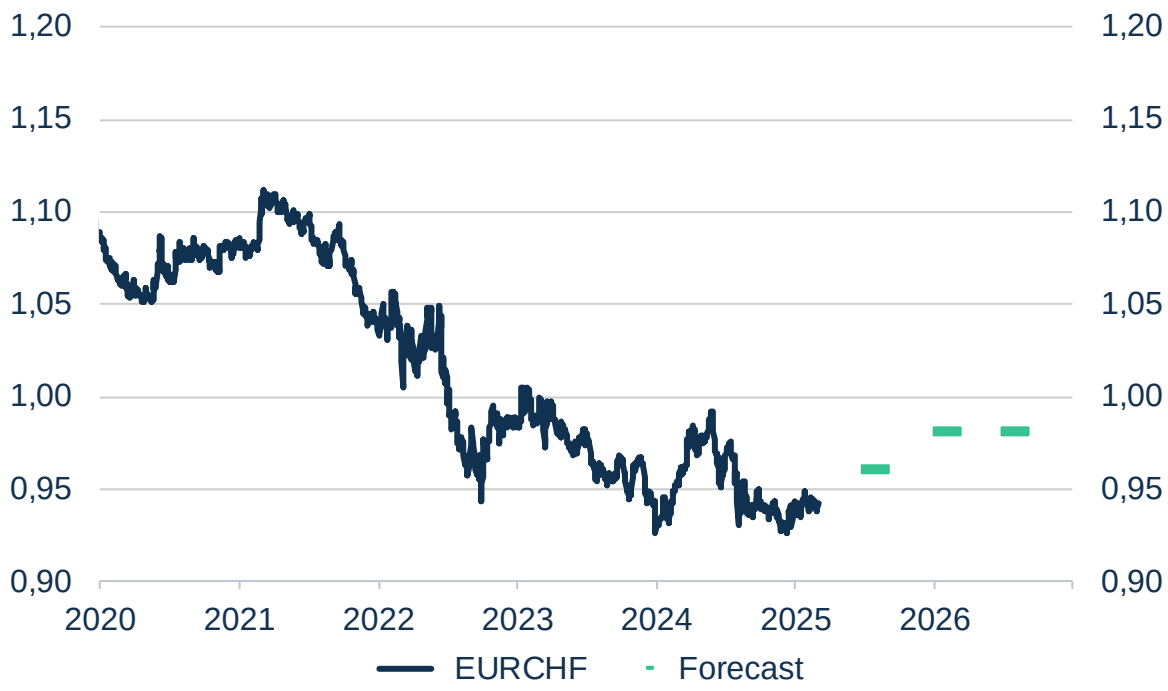
- Die Netto-Staatsverschuldung (ohne öffentliche Banken) des Vereinigten Königreichs ist zuletzt auf knapp 100 % des BIP angestiegen.

Contra EUR

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

EURCHF: Nächste Zinssenkung voraus

FX EUR/CHF



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

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro CHF

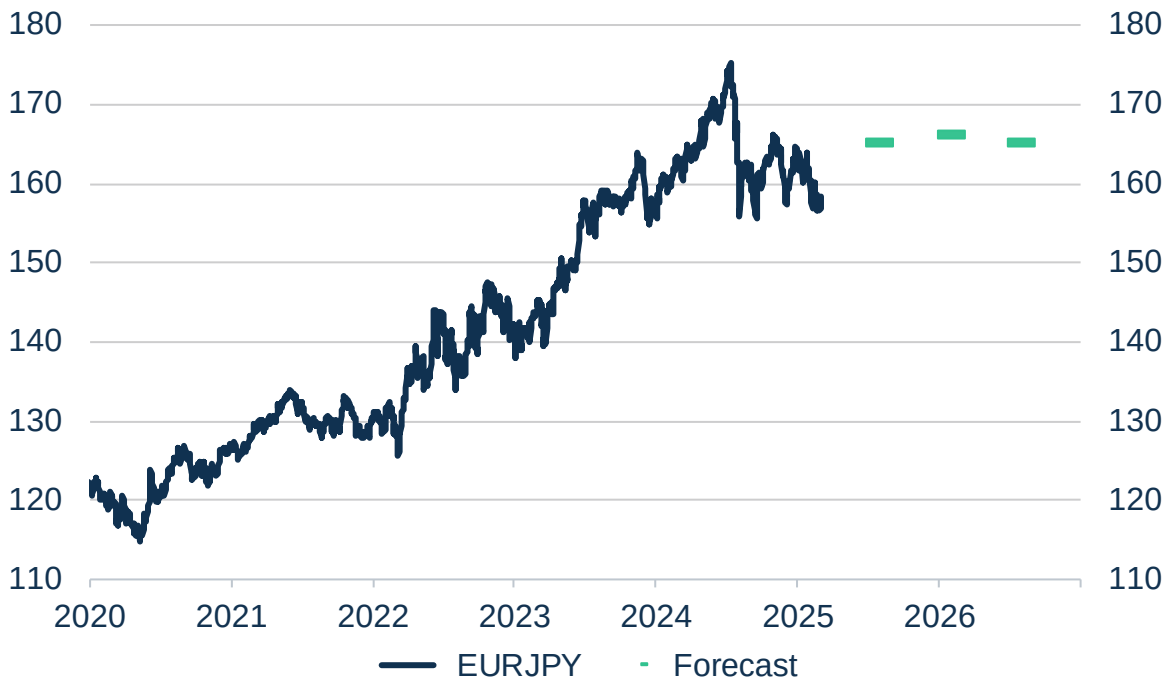
- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Geopolitische Konflikte und politische Risiken könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

Contra CHF

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

EURJPY: BoJ dürfte Leitzins nochmals erhöhen

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Forecast Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURJPY	158.33	163.86	163.06	163.26	165.00	166.00	165.00

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro EUR

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

Contra EUR

- Die EZB wird ihre Leitzinsen bei anhaltend schwacher Konjunktur 2025 weiter absenken.
- Die BoJ dürfte dagegen bald einen weiteren Zinsschritt nach oben wagen, wovon der Yen gerade profitiert. Mit Blick auf die Gefahr eines weltweiten „Handelskrieges“ sollte die BoJ dann aber ihre Leitzinsen erst einmal stabil halten. Die exportorientierte Wirtschaft Japans blickt schon sorgenvoll in die Zukunft.

USDCNY: Yuan zwischen Stimulus und neuen Zöllen

FX USD/CNY

	Spot	Historical Data Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Forecast Jun-25	Dec-25	Jun-26
USDCNY	7.29	7.20	7.31	7.18	7.75	7.80	7.60
EURCNY	7.64	7.79	7.57	7.77	7.75	7.80	7.90

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro USD

- Der geplante zusätzliche US-Zoll in Höhe von 10 % ab Anfang März erhöht den Druck auf die chinesische Exportindustrie und erzeugt neue Unsicherheiten im bilateralen Verhältnis.
- Die Gefahr erhöhter US-Inflation angesichts neuer Zölle könnte zu Zurückhaltung bei weiteren Zinssenkungen der Fed führen.
- Die chinesische Zentralbank dürfte zur Minimierung des Schadens den Yuan vorerst schwächer tendieren lassen.

Contra USD

- Ein größer als erwarteter Fiskalimpuls beim anstehenden Volkskongress könnte dem Yuan Rückenwind verleihen.
- Die PBoC dürfte angesichts der Risiken neuer Kapitalabflüsse nur eine schrittweise Abwertung des Yuan zulassen.
- Positives Sentiment im chinesischen Techsektor nach der jüngsten DeepSeek-Enthüllung könnte auch die Stimmung in der Gesamtwirtschaft verbessern.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURBRL	6,19	5,80	5,60	▪ Brasiliens Notenbank wird den Leitzins im März voraussichtlich auf 14,25 % anheben. Die hohe Verzinsung macht den Real für Anleger erneut attraktiv. ▪ Maßnahmen zur Eindämmung des hohen Haushaltsdefizits bleiben weiter aus. Zudem könnten US-Zölle und brasilianische Gegenmaßnahmen die Wirtschaft belasten.
EURHUF	398	416	420	▪ Der Forint hat von einer möglichen Lösung des Ukrainekonfliktes unter der neuen US-Regierung profitiert. Die jüngste Entwicklung dürften die ungarische Währung daher belasten. ▪ Ungarns Notenbank hat trotz des Inflationsanstieges den Leitzinssatz auf 9,5 % reduziert. Dies belastet das Anlegersentiment ebenso wie erneut aufkommenden Spannungen mit der EU.
EURMXN	21,95	21,50	20,50	▪ Die Handelszölle von 25 % auf Mexikos Exporte in die USA wurden zunächst verschoben. Wegen des hohen Handelsüberschusses Mexikos von 170 Milliarden US-Dollar mit den USA erwarten wir eine zeitnahe Verhängung der Zölle, was das Wachstum belasten wird. ▪ Erwartete Zinssenkungen von 100 Basispunkten im Jahr 2025 schmälern den Renditevorteil.
EURPLN	4,16	4,37	4,40	▪ Polens Wirtschaft dürfte durch drohende US-Zölle deutlich weniger belastet werden als die Eurozone, wovon der Zloty profitieren könnte. ▪ Anzeichen einer Entspannung im Ukrainekonflikt hatten den Zloty in den vergangenen Wochen gestützt. Die abrupte Wende in der Konfliktlösung wird den Zloty daher erneut belasten.
EURRON	4,98	5,10	5,15	▪ Die innenpolitischen Risiken dürften bis zur Präsidentschaftswahl im Mai anhalten. Zudem bleibt die Entwicklung des Haushaltsdefizites vor und nach der Wahl ein wichtiger Faktor. ▪ Das Wirtschaftswachstum Rumäniens hat sich im vierten Quartal 2024 deutlich abgeschwächt. Für 2025 erwarten wir, dass der Anstieg der Wirtschaftsleistung unter 2 % liegen wird.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.03.2025, 10:45 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURSEK	11,07	11,30	11,15	▪ Schwedens Krone profitierte von dem verbesserten Konsumklima infolge der Zinssenkungen der Notenbank auf 2,25 %. Wir erwarten, dass dieser Zyklus bei 2,00 % sein Ende findet. ▪ Das Anlegersentiment wurde durch die Hoffnung auf einen Waffenstillstand in der Ukraine beflügelt. Eine drohende Trendwende in diesem Prozess könnte die Krone erneut belasten.
EURTRY	38,41	41,80	42,90	▪ Wir erwarten, dass die türkische Notenbank den Leitzinssatz im März erneut senken wird. Damit setzen die Währungshüter ihre heikle Gratwanderung fort. Den Inflationsausblick für Ende 2025 hatten sie kürzlich von 21 % auf 24 % angehoben. ▪ Der private Konsum hat im Q4 2024 zu einem überraschend starken Wachstum beigetragen.
EURZAR	19,55	18,50	18,10	▪ Die geringe Inflationsrate und nur moderate Zinssenkungen machen den Rand attraktiv. ▪ Trump kürzte bereits Hilfen für Südafrika und droht mit Handelszöllen. Grund hierfür ist die Landreform, welche die Enteignung weißer Farmer ermöglicht, sowie die Verfolgung Israels vor dem Internationalen Strafgerichtshof.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.03.2025, 10:45 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURAUD	1,69	1,64	1,68	▪ Australiens Notenbank hat die Zinswende eingeleitet. Die Währungshüter senkten den Leitzinssatz im Februar um 25 Basispunkte auf 4,10 %. Wir erwarten weitere Zinssenkungen. ▪ Donald Trump kündigte an, Importzölle auf Waren aus China nochmals um 10 % zu erhöhen. Dies wird die australische Wirtschaft belasten, da China der wichtigste Handelspartner ist.
EURCAD	1,52	1,56	1,51	▪ Die Einführung der US-Zölle in Höhe von 25 % wurden um einen Monat verschoben. Die Notenbank schätzt, dass anhaltende die Zölle das Wachstum um 2,5 % abbremsen. ▪ 75 % der Exporte Kanadas gehen in die USA und machen 20 % der Wirtschaftsleistung aus. ▪ Solange keine Deeskalation des Konflikts erkennbar ist, bleibt der Abwertungsdruck bestehen.
EURCZK	25,06	24,60	24,40	▪ Trotz des erneuten Anstieges der Inflationsrate hat die Notenbank ihren Zinssenkungskurs im Februar fortgesetzt. Sie senkte den Leitzins Tschechiens um 25 Basispunkte auf 3,75 %. ▪ Das Wirtschaftswachstum wird weiterhin vom privaten Konsum getragen. Dieser könnte sich jedoch angesichts der anhaltenden Schwäche im produzierenden Gewerbe abschwächen.
EURNOK	11,76	11,30	11,20	▪ Im vierten Quartal 2024 schrumpfte die Wirtschaft überraschend um 0,4 %. Daher erwarten wir, dass die Notenbank ihren Zinssenkungskurs bereits im März fortsetzen wird. ▪ Dennoch sind die Wachstumsaussichten für Norwegens Wirtschaft besser als in der Eurozone. Wir rechnen daher mit einer weiteren Aufwertung der norwegischen Krone.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.03.2025, 10:45 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	3-Mar-2025	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.68	-0.89	-3.35	-1.27	-0.45	1.70	1.60
BRL	6.17	-2.65	3.18	-13.13	3.62	6.48	5.37
GBP	0.83	0.67	0.62	3.72	0.15	0.86	0.82
CNY	7.65	-2.01	0.13	2.00	-1.16	7.98	7.48
JPY	157.55	1.33	-0.42	3.25	3.29	174.98	155.71
CAD	1.51	-0.45	-2.03	-2.75	-1.38	1.52	1.46
NZD	1.86	-1.21	-3.98	-4.80	-0.81	1.86	1.74
NOK	11.70	0.37	-0.62	-2.59	0.54	12.11	11.28
PLN	4.16	1.53	3.20	3.80	2.84	4.37	4.14
RUB	93.90	9.57	18.79	5.94	21.03	119.62	89.75
SEK	11.08	3.48	4.50	0.91	3.29	11.74	11.08
CHF	0.94	-0.17	-1.15	1.80	-0.38	0.99	0.93
ZAR	19.48	-0.98	-2.25	6.27	0.31	20.66	18.57
CZK	25.04	0.65	0.40	1.22	0.52	25.47	24.61
TRY	38.20	-2.99	-4.34	-11.02	-4.13	38.30	34.25
HUF	400.20	2.07	3.57	-1.72	2.79	415.85	384.15
USD	1.05	-1.63	0.31	3.34	-1.24	1.12	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	150.26	3.01	-0.72	-0.09	4.60	161.67	140.44
CNY	7.28	-0.46	0.02	-1.21	0.20	7.33	7.01

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

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	7.75	7.95	5.51	6.06	11.48	12.13	4.34	4.64	6.73	7.73	5.75	6.55	2.83	4.03	4.85	6.90	4.83	5.33
2 months	7.51	7.66	5.30	5.80	11.05	11.70	4.23	4.63	6.69	7.64	5.71	6.51	2.78	3.98	4.79	6.79	5.10	5.40
3 months	7.22	7.37	5.22	5.67	10.59	11.24	4.28	4.68	6.68	7.63	5.75	6.45	2.82	4.02	5.06	6.56	5.26	5.56
6 months	7.19	7.34	5.36	5.66	10.43	10.93	4.63	4.98	6.88	7.73	5.78	6.38	3.03	3.93	5.28	6.78	5.65	5.90
9 months	7.26	7.41	5.45	5.75	10.29	10.79	4.86	5.16	7.02	7.77	5.82	6.37	3.15	4.05	5.42	6.87	5.87	6.07
1 year	7.26	7.46	5.48	5.78	10.16	10.66	4.96	5.31	7.04	7.84	5.85	6.35	3.19	4.09	5.59	6.99	5.95	6.20
2 years	7.42	7.62	5.43	6.28	9.99	10.59	5.29	5.74	6.98	8.13	5.71	6.71	3.03	4.53	6.01	7.51	6.20	6.55
3 years	7.40	8.10	5.15	7.10	9.96	10.76	5.56	6.16							6.57	7.27	6.25	7.00
5 years	7.70	8.40	5.43	7.98	10.05	11.10	6.15	6.95									6.82	7.47

Data as of: 03/04/2025 8:05 AM

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Brent: Sorgen vor steigendem Angebot

Ölpreis Brent & Prognose
in USD

	Spot	Historical Data Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Forecast Jun-25	Dec-25	Jun-26
Brent (USD/Barrel)	72.13	79.93	74.74	76.45	75.00	70.00	70.00

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro

- Weitere US-Sanktionen könnten Angebot verknappen.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Sanktionen gegen russische Schattentankerflotte.
- Ölförderung in den USA steigt nur noch leicht.

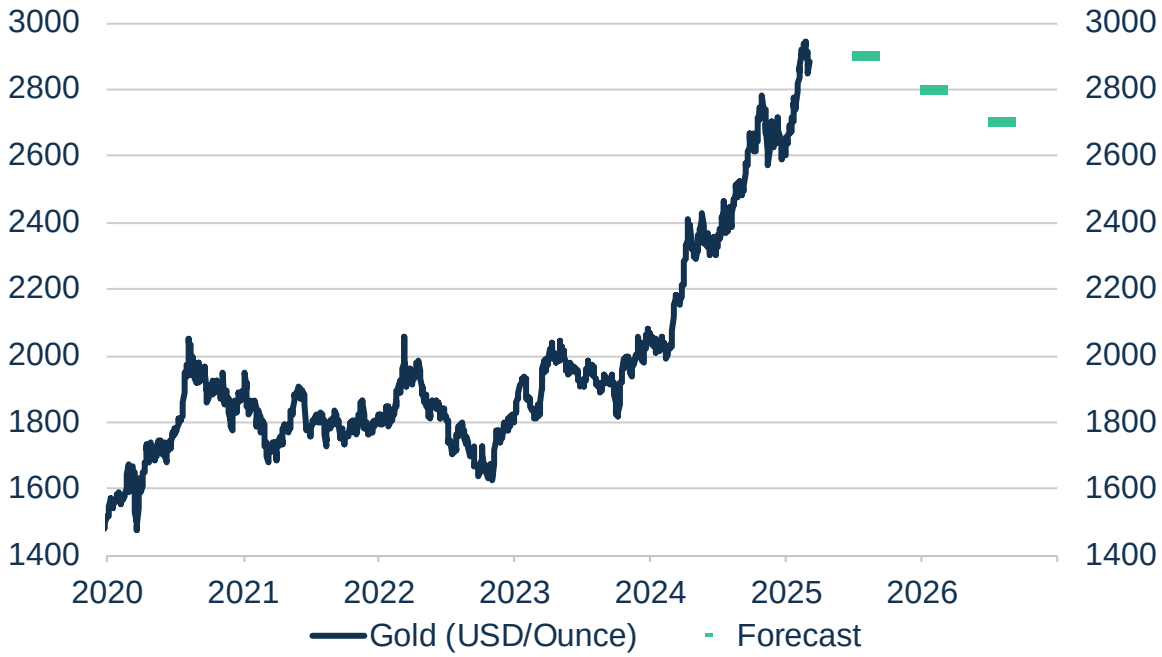
Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Ölangebot der Nicht-OPEC-Staaten dürfte 2025 um 1,5-2 mbpd zulegen.
- OPEC+ plant Fördererhöhungen für Q2/2025.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Neues Allzeithoch

Goldpreis & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Forecast Jun-25	Dec-25	Jun-26
Gold (USD/Ounce)	2 887	2 389	2 625	2 568	2 900	2 800	2 700

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

Pro

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

Contra

- Gold-Angebot aus Minen und Recycling steigt 2024 um 3,1 %.
- Schmucknachfrage fällt 2024 um 11 % bzw. mehr als 230 t.
- Käufe der Notenbanken bleiben auch 2024 um rund 35 t hinter dem Rekordjahr 2022 (1.080 t) zurück.
- Sehr hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von über 55 Mrd. USD.
- US-Inflation dürfte (u.a. wegen Zollpolitik) auf hohem Niveau bleiben – Zinssenkungsspielraum der Fed damit sehr begrenzt.

Marktdatenübersicht Rohstoffe

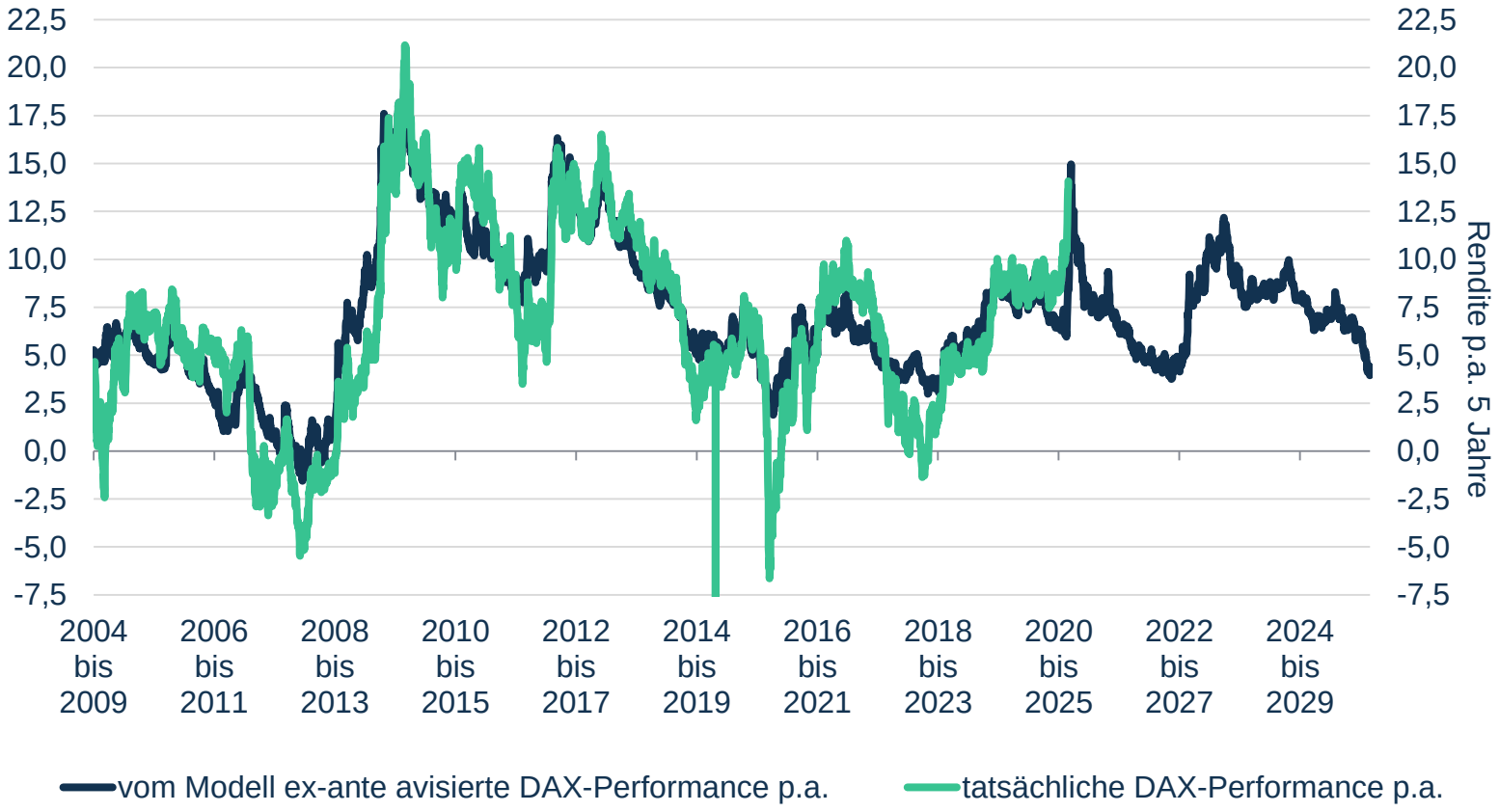
Energy (Spot)	Unit	3-Mar-2025	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	72.13	-5.09	-2.01	-14.32	-3.49	91.61	69.58
Crude Oil WTI	USD/bbl	68.63	-6.65	-2.17	-15.17	-5.26	87.69	66.73
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 887	2.40	9.33	39.24	9.98	2 943	2 116
Silver	USD/oz	31.53	0.75	2.01	38.75	9.06	34.51	23.10
Platinum	USD/oz	961	-0.31	0.63	10.21	5.14	1 065	885
Palladium	USD/oz	940	-6.47	-5.34	0.53	3.41	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 611	-0.46	0.06	16.30	2.33	2 768	2 225
LME Copper	USD/MT	9 419	3.52	3.37	10.77	7.42	10 889	8 492
LME Lead	USD/MT	1 993	2.42	-4.18	-2.06	2.07	2 344	1 923
LME Zinc	USD/MT	2 843	1.57	-8.16	17.63	-4.55	3 175	2 437
LME Tin	USD/MT	31 575	5.52	9.54	19.20	8.57	35 582	26 824
LME Nickel	USD/MT	15 893	4.50	-0.76	-10.02	3.69	21 615	15 078

Quellen: LSEG (04.03.2025), LBBW Research

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

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



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

5 Jahre

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

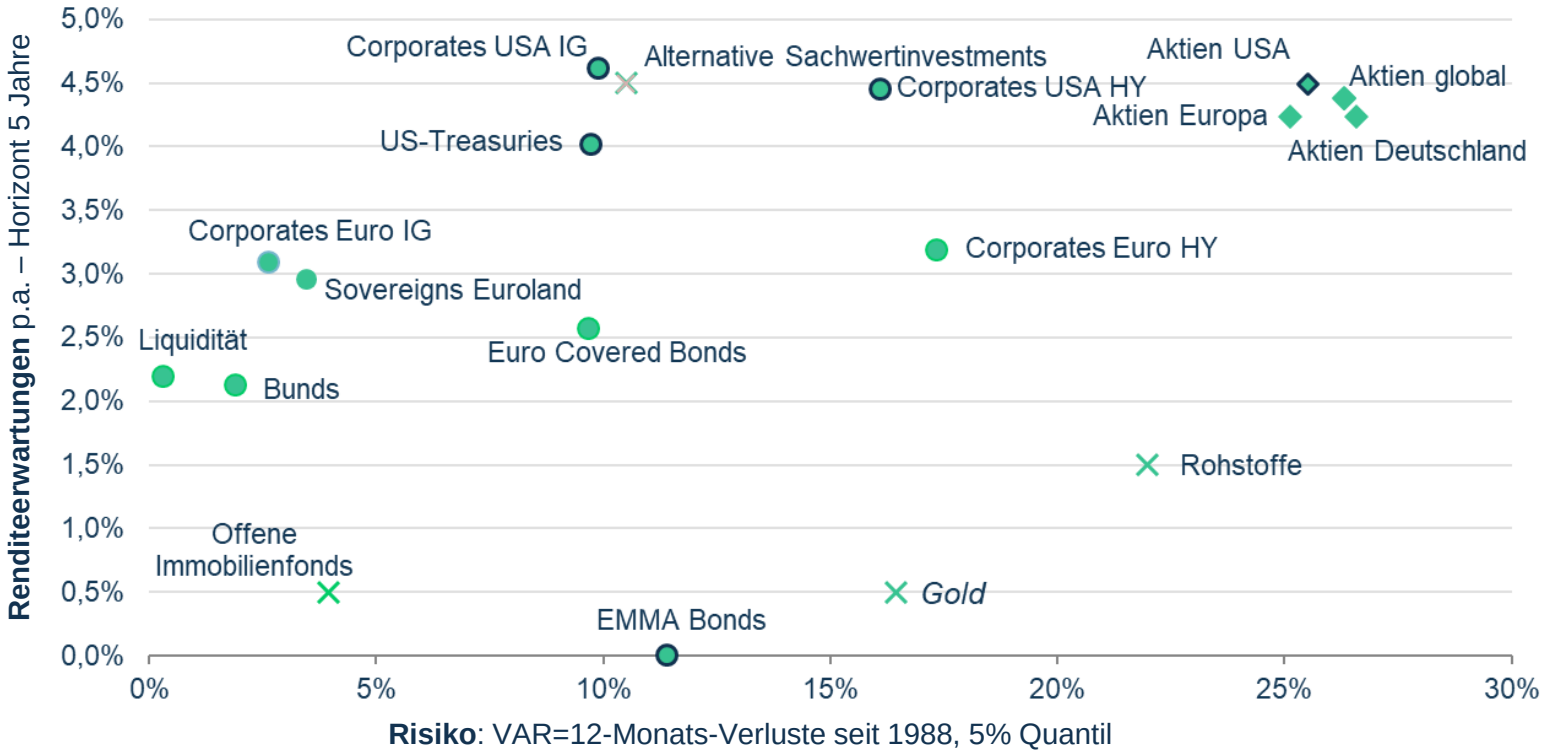
Renditeerwartung

Quelle: LSEG, LBBW Research

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 03.02.2025. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events" sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

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

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
28.02.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,05	1,98	2,01	2,06	2,12	2,18	2,24	2,31	2,38	2,44	2,69	2,72	2,69	2,72
France	2,16	2,19	2,32	2,46	2,59	2,72	2,84	2,96	3,06	3,16	3,49	3,62	3,74	3,88
Italy	2,25	2,27	2,43	2,62	2,81	2,99	3,15	3,30	3,43	3,55	3,99	4,17	4,26	4,36
Spain	2,17	2,17	2,29	2,42	2,54	2,66	2,78	2,90	3,02	3,13	3,54	3,71	3,81	3,89
Netherlands	2,22	2,13	2,14	2,21	2,30	2,38	2,46	2,53	2,59	2,65	2,84	2,91	2,89	2,82
Austria	2,18	2,17	2,23	2,33	2,43	2,54	2,64	2,73	2,81	2,87	3,08	3,16	3,21	3,24
Belgium	2,22	2,16	2,23	2,35	2,47	2,59	2,70	2,81	2,91	3,00	3,37	3,60	3,72	3,73
Ireland	2,11	2,10	2,15	2,24	2,33	2,42	2,51	2,59	2,66	2,72	2,92	3,02	-	-
Portugal	2,18	2,08	2,10	2,19	2,32	2,45	2,59	2,72	2,85	2,97	3,41	3,65	3,75	3,77
Finland	2,12	2,11	2,19	2,30	2,40	2,51	2,61	2,70	2,78	2,86	3,08	3,14	3,16	3,21
EUR Swap in %	2,26	2,16	2,17	2,19	2,22	2,25	2,27	2,30	2,33	2,35	2,43	2,40	2,32	2,24

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										
28.02.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,18	2,41	2,55	2,64	2,72	2,78	2,83	2,87	2,91	2,95
AA-	2,33	2,55	2,68	2,77	2,84	2,90	2,95	2,99	3,03	3,06
A+	2,34	2,55	2,67	2,75	2,82	2,88	2,92	2,96	3,00	3,03
A	2,44	2,65	2,76	2,85	2,91	2,97	3,01	3,05	3,08	3,11
A-	2,49	2,68	2,79	2,87	2,93	2,98	3,02	3,05	3,08	3,11
BBB+	2,44	2,69	2,83	2,93	3,01	3,07	3,13	3,17	3,22	3,25
BBB	2,63	2,82	2,93	3,01	3,07	3,12	3,16	3,20	3,23	3,26
BBB-	2,70	2,89	3,01	3,09	3,15	3,20	3,24	3,28	3,31	3,34
BB+	3,50	3,64	3,72	3,78	3,82	3,86	3,89	3,92	3,94	3,96
BB	4,11	4,04	4,01	3,98	3,96	3,94	3,93	3,92	3,91	3,90
BB-	4,47	4,64	4,74	4,81	4,86	4,91	4,94	4,98	5,01	5,03
B+	4,59	4,74	4,83	4,89	4,94	4,98	5,01	5,04	5,06	5,09
B	4,66	4,93	5,09	5,20	5,29	5,36	5,42	5,47	5,52	5,56
B-	4,74	5,33	5,67	5,91	6,10	6,26	6,39	6,50	6,60	6,69
EUR Swap in %	2,26	2,16	2,17	2,19	2,22	2,25	2,27	2,30	2,33	2,35

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										
28.02.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,41	2,53	2,61	2,66	2,70	2,73	2,76	2,78	2,80	2,82
AA-	2,45	2,59	2,67	2,72	2,77	2,80	2,83	2,86	2,88	2,90
A+	2,34	2,60	2,75	2,86	2,94	3,01	3,07	3,12	3,16	3,20
A	2,46	2,64	2,74	2,82	2,87	2,92	2,96	2,99	3,03	3,05
A-	2,72	2,83	2,90	2,95	2,98	3,01	3,04	3,06	3,08	3,10
BBB+	2,52	2,76	2,90	3,00	3,08	3,14	3,20	3,24	3,29	3,32
BBB	2,45	2,77	2,95	3,08	3,18	3,26	3,33	3,39	3,44	3,49
BBB-	3,03	3,10	3,15	3,18	3,20	3,22	3,24	3,25	3,26	3,27
EUR Swap in %	2,26	2,16	2,17	2,19	2,22	2,25	2,27	2,30	2,33	2,35

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
28.02.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,36	2,36	2,49	2,57	2,63	2,62	2,74				2,85
AT	2,37	2,42	2,52	2,59	2,67	2,69	2,68	2,79	2,90	2,94	3,11
BE	2,34	2,38	2,49	2,59	2,60	2,69			2,87		
CA	2,36	2,35	2,49	2,51	2,60	2,65	2,68	2,73	2,82	3,03	2,93
DK	2,49	2,37	2,61		2,60	2,63	2,75				
FI	2,32	2,46	2,48	2,57	2,62	2,70	2,74		2,91		
FR	2,33	2,39	2,50	2,59	2,66	2,76	2,83	2,90	2,93	3,01	3,04
DE	2,35	2,36	2,42	2,49	2,54	2,59	2,63	2,70	2,75	2,88	2,90
GR											
IE											
IT	2,42	2,50	2,65	2,70	2,74	2,82	2,85	2,97	3,13		3,19
LU					2,45						
NL	2,34	2,38	2,45	2,61	2,62	2,78	2,81	2,76	2,84		
NZ	2,40	2,34	2,49					2,78			
NO	2,34	2,44	2,50	2,54	2,56	2,67	2,73		2,79		
PL											
PT	2,31	2,38	2,49		2,68					2,96	
SG	2,55	2,45				2,69				3,02	
ES	2,31	2,37	2,48	2,56	2,57	2,62	2,73	2,80	2,83		3,02
SE	2,34	2,40	2,46	2,53	2,55	2,72			2,90		
CH		2,42		2,59		2,71					
UK	2,36	2,29	2,51	2,58	2,58	2,84	2,83	2,69	2,72		
JP	2,41	2,35		2,55	2,63						
KR	2,37	2,36	2,47	2,51		2,62					
SK	2,60	2,55	2,47	2,76		2,65					
EUR Swap in %	2,26	2,16	2,17	2,19	2,22	2,25	2,27	2,30	2,33	2,35	2,38

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:
Der Inhalt und die hierin enthaltenen Informationen wurden von der Securities and Futures Commission und/oder einer anderen Aufsichtsbehörde in Hongkong weder geprüft noch bestätigt.
Diese Veröffentlichung enthält oder begründet keinerlei Aufforderung, Werbung oder sonstiges Dokument mit der Aufforderung (a) zum Abschluss oder Angebot des Abschlusses (i) einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme von Wertpapieren oder (ii) einer Vereinbarung über eine regulierte Kapitalanlage oder einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme eines anderen strukturierten Produkts oder (b) zum Erwerb eines Anteils oder zur Beteiligung oder zum Angebot des Erwerbs eines Anteils oder einer Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage.
Darüber hinaus enthält diese Veröffentlichung keinen Wertpapierprospekt („prospectus“) gemäß Definition in § 2(1) der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) (Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance).
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Republik China (Taiwan):
Dieser Bericht kann taiwanesischen Empfängern von außerhalb Taiwans zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch nicht innerhalb Taiwans verteilt/weitergegeben werden und stellt keine Empfehlung von Wertpapieren innerhalb Taiwans dar und darf nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.

Disclaimer

<u>Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:</u>
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse abwägen, bevor Sie eine Handelsverpflichtung eingehen, einschließlich einer Beratung hinsichtlich der Eignung der Anlage durch einen unabhängigen Finanzberater. Es wird keine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Demnach handelt jede Person, die sich auf diese Informationen stützt, gänzlich auf eigenes Risiko. Dieser Bericht stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit einem Finanzinstrument dar. Alle geäußerten Ansichten und Meinungen können sich ändern, ohne dass Sie darüber informiert werden.
Dieser Bericht wurde Ihnen auf der Grundlage übermittelt, dass Sie ein institutioneller Anleger („institutional investor“) (gemäß Definition in § 4A(1) des Wertpapier- und Futures-Gesetzes (Kap. 289) von Singapur (Securities and Futures Act)) sind. Folglich muss dieser Bericht nicht die §§ 25 bis 29 und 36 des Finanzberatergesetzes (Kap. 110) von Singapur (Financial Advisers Act) erfüllen und Sie unterstehen nicht dem Schutz der entsprechenden Bestimmungen in Verbindung mit der Offenlegung von Produktionsinformationen, falschen oder irreführenden Angaben, dem Vorliegen einer angemessenen Grundlage für Empfehlungen und Anforderungen der Offenlegung von Beteiligungen für Empfehlungen bezüglich ausgewählter Produkte.

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

Disclaimer

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