

Neues Schaffen

LB≡BW

Kapitalmarktkompass Oktober

Regierungsstillstand in Washington
Regierungsrücktritt in Paris

07.10.2025

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 07.10.2025 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **2743 864 7445#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **77853764#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=m788d089c7b136695a0b71a983ae4a2d9>

Event-Kennnummer: **2743 864 7445**

Event-Passwort: **7PTjfPMHN26** (77853764 über Telefone)

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

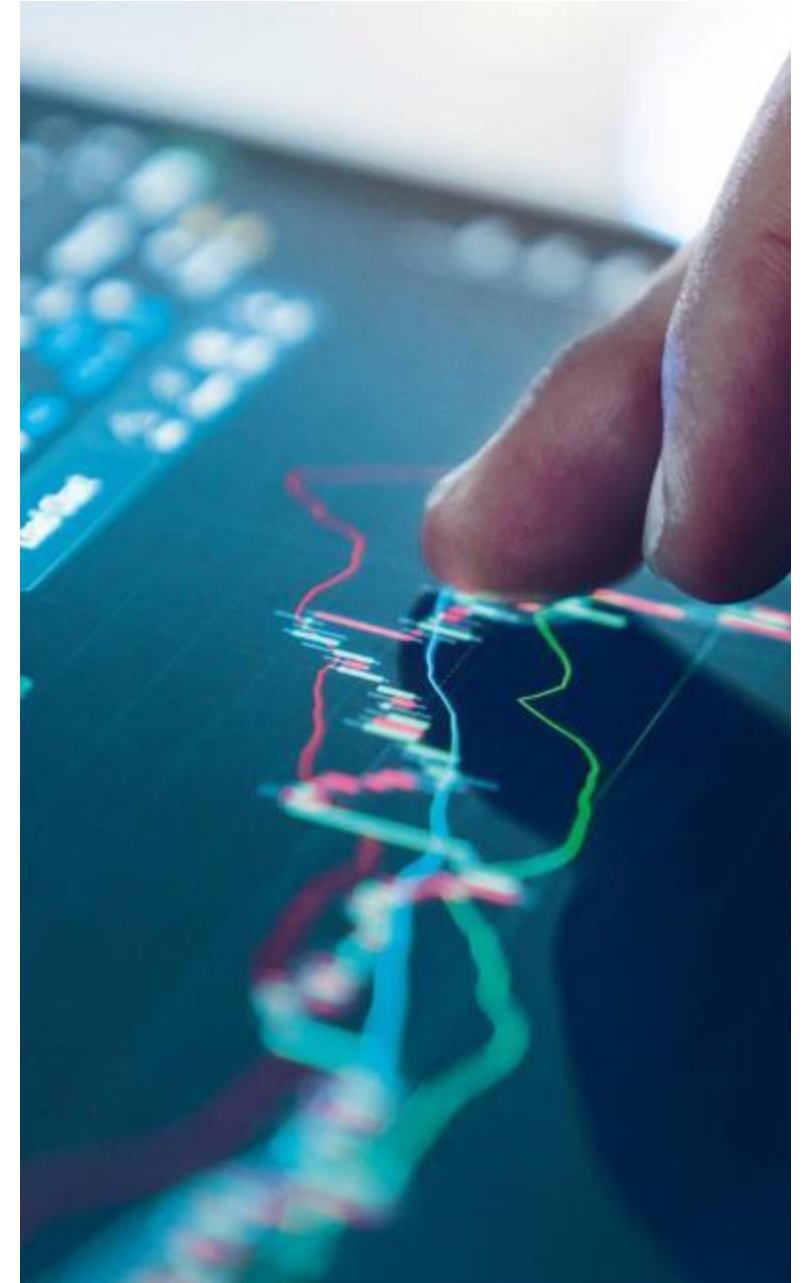
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

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

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Indien zwischen Putin, Trump und Xi	08
03	Makro: Regierungsstillstand in Washington, Regierungsrücktritt in Paris	18
04	Zinsen: Zinsdifferenz geht zulasten des US-Dollar	30
05	Credits: Corporate Bonds sehr begehrt	45
06	Aktien: Zinsphantasie bietet Chancen, aber Risiken sind unübersehbar	51
07	Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positivszenario ein	58
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	68



01

Vorwort und Einleitung

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



Dr. Moritz Kraemer

Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

»Der Bundeshaushalt bleibt seltsam ambitionslos.«

Die Aussicht aus dem Fenster belegt: Es ist Herbst geworden. Jetzt müssten Reformen kommen. So wurde es von der Bundesregierung angekündigt. Zeit wäre es. Zwar ist die Ausgangslage schwierig. Aus den USA kommt anhaltender Gegenwind. Auch hatte sich schon die alte Bundesregierung nicht mit Reformruhm bekleckert. Aber ein Blick in den Haushalt 2025 und in den Entwurf für 2026 zeigt: Das Sondervermögen droht zu verpuffen. Der Kernhaushalt gleicht einem Verschiebepbahnhof für mehr Konsum. Das Ziel der Fiskalpolitik darf nicht sein, für ein, zwei Jahre die BIP-Zahlen aufzupolieren. Dauerhaftes Wachstum entsteht aus Investitionen. Das Herbstgutachten der Forschungsinstitute steht unter der Überschrift: „Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche“. Dies klingt schon fast wie ein Nachruf.

Die wichtigsten Termine im Oktober

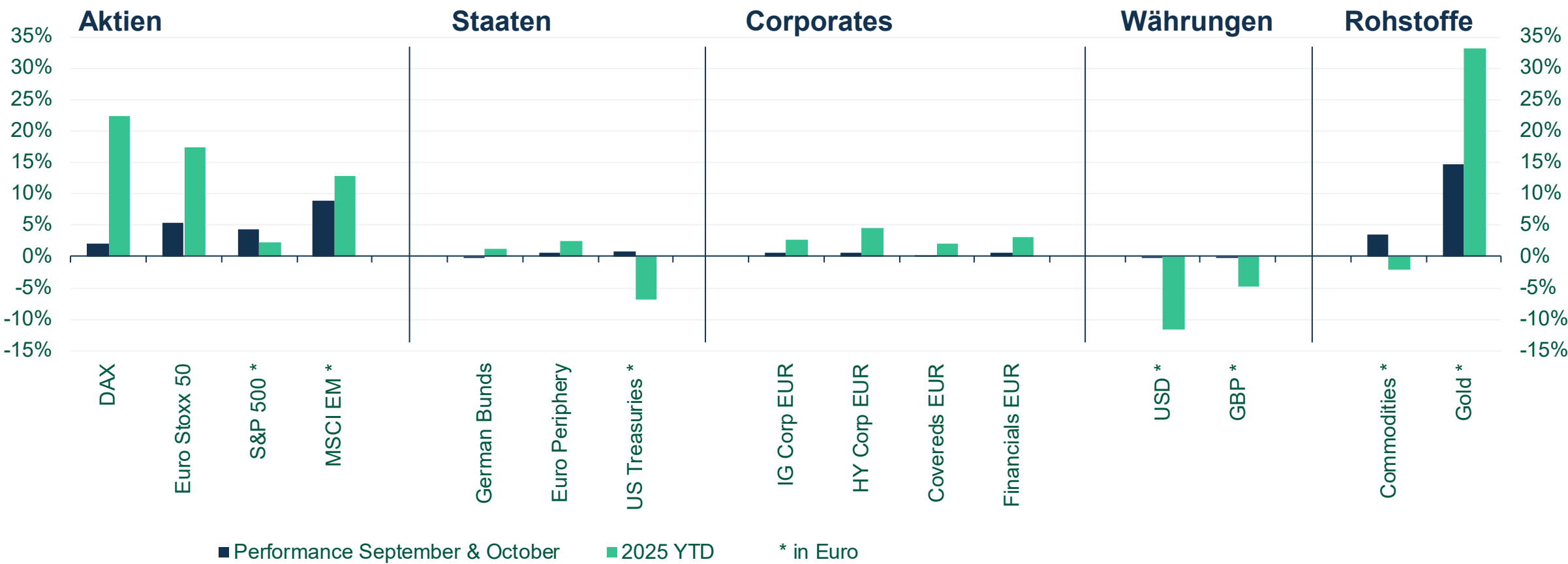
KW40					KW41					KW42					KW43					KW44																
Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31						
		3.10.	Parlamentswahlen in Tschechien																																	
													KW 42	IWF-Jahrestreffen (Veröffentlichung World Economic Outlook)																						
													14.10.	Start US-Unternehmensberichtssaison für Q3																						
														15.10.	US-Inflation September (Veröffentlichung unsicher wegen US Government Shutdown)																					
																							23./24.10.	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs												
																							24.10.	Rating Review Frankreich (Moody's®)												
																								26.10.	Parlamentswahlen in Argentinien											
																									27.10.	ifo-Geschäftsklima Oktober										
																										Fed-Zinsentscheid	29.10.									
																										Parlamentswahlen in den Niederlanden	29.10.									
																											EZB-Zinsentscheid	30.10.								
																											BIP Deutschland/EWU Q3	30.10.								
																											BIP USA Q3	30.10.								
																												EWU-Inflation Oktober	31.10.							
																												APEC-Gipfel in Südkorea (mit Treffen der Präsidenten Xi und Trump)	31.10.							

- Die EZB dürfte weiter in einer abwartenden Haltung bleiben, sofern sich die Wirtschaftslage nicht abrupt verschlechtert.
 - Die Fed dürfte ihre zweite Zinssenkung in Folge vollziehen, sich bezüglich des Ausblicks aber alle Optionen offenhalten.
- Die US-Wirtschaft sollte wegen positiver Überhänge in Q3 solide gewachsen sein, während das EWU-BIP wohl in etwa stagniert hat.
 - Die Niederlande wählen wegen des Kollaps der Mitte-Rechts-Regierung vorzeitig ein neues Parlament.

Gold glänzt bei Performance

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

02

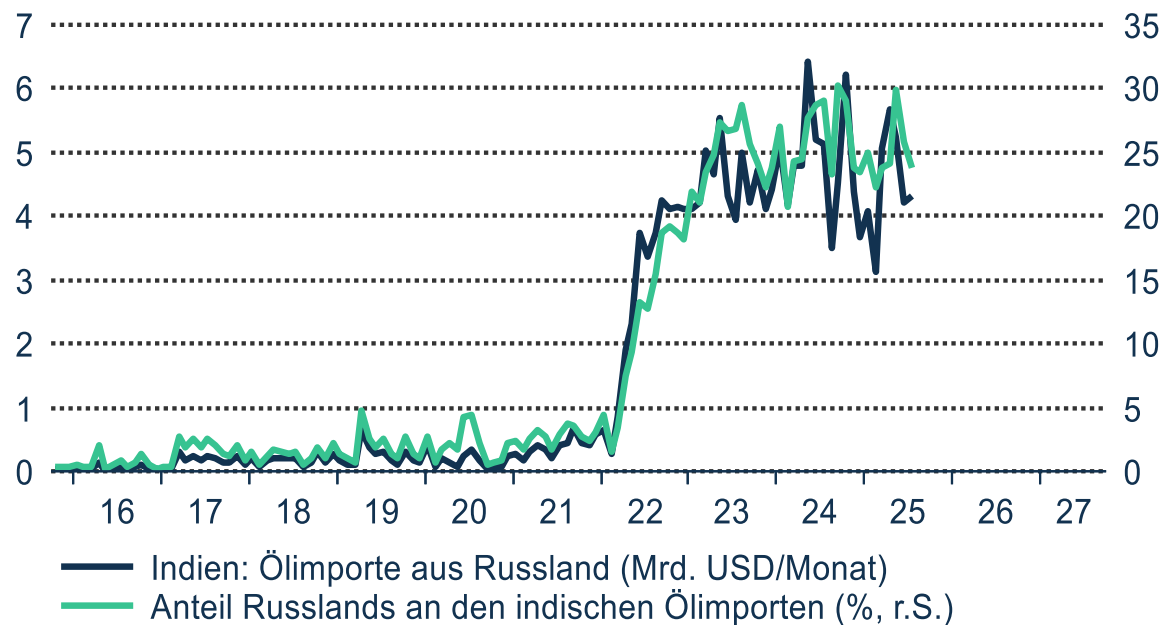
Sonderthema: Indien zwischen Putin, Trump und Xi

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

Indien füllt Putins Kriegskasse – Trump verhängt hohe Strafzölle

Indiens Ölimporte aus Russland

in Mrd. USD pro Monat / in % der gesamten Ölimporte



- Indien hat seine Ölimporte aus Russland seit dem Jahr 2022 massiv von unter 1 % auf rund 30 % der gesamten Ölimporte gesteigert.
- Indiens Raffinerien verarbeiten auf Schrotttankern angeliefertes billiges Russland-Öl und verkaufen es z.T. teuer auf dem Weltmarkt.
- Davon profitiert Indien, während es Putins Kriegskasse füllt.
- Aktuell wird das Land mit einem US-Strafzoll von 50 % belegt.

Allerdings:

- Trumps Vorgänger Biden hatte Indien zwecks Stabilisierung der Ölmärkte ermutigt, russisches Öl zu kaufen: Das Öl, das Indien nicht mehr in der Golfregion einkauft, geht nun nach Europa.
- Auch die EU kauft noch sehr viel Öl und Gas von Russland.
- Der größte Importeur russischen Öls ist China. Das „Reich der Mitte“ wurde nicht mit Sonderzöllen belegt – auch nicht wegen der Lieferung von Dual-Use-Gütern zur Waffenproduktion an Russland.
- Für Trump zählen nur bilaterale Machtverhältnisse. China sitzt mit dem Monopol auf Seltene Erden und wegen der Bedeutung vieler chinesischer Güter für die US-Wirtschaft an einem längeren Hebel als Indien.

Indien verfolgt seine eigenen Interessen

Indien wird sich nicht von Russland abwenden

- Indien hat sich nie einem der Blöcke angeschlossen und war 1961 Gründungsmitglied der „Blockfreienbewegung“. Neutralität und damit einhergehender diplomatischer Spielraum in alle Richtungen waren immer Ziel der indischen Außenpolitik.
- Aufgrund der Erfahrungen mit dem britischen Kolonialregime fühlen sich viele Inder der Sowjetunion näher als dem „Westen“.
- Indiens Armee ist traditionell vor allem mit russischen Waffen ausgerüstet: Man sieht Russland als verlässlichen Partner sowohl bei Waffen- und Energielieferungen als auch politisch. Die Sowjetunion bzw. Russland standen bei Abstimmungen im Weltsicherheitsrat zu den Konflikten Indiens im Himalaya mit Pakistan und China immer auf der Seite Indiens.
- Die gemeinsame Mitgliedschaft in der BRICS-Staatengruppe zeigt, dass Indien eine globale Weltordnung anstrebt, die nicht vom „Westen“ dominiert wird. Man ist zwar nicht auf Russlands Seite, lehnt wie dieses aber die Vorherrschaft der USA bzw. des Westens ab.

Indien und China gehen aufeinander zu

- Aufgrund jahrzehntelanger Territorialkonflikte und machtpolitischer Rivalitäten ist das Verhältnis der beiden bevölkerungsreichsten Staaten der Welt traditionell angespannt. Ein blutiger Zusammenstoß indischer und chinesischer Soldaten im Mai 2020 löste eine „kleine Eiszeit“ aus.
- Auf dem BRICS-Gipfel im Oktober 2024 in Kasan trafen sich die beiden Staatspräsidenten Xi Jinping und Narendra Modi. Damit bahnt sich eine Wiederannäherung an.
- Trumps neue Strafzölle haben Indien zwar nicht „in Chinas Arme getrieben“, dürften aber als Katalysator einer weiteren Annäherung wirken. Die USA haben sich aus Sicht Indiens mit den extremen Strafzöllen nicht nur wirtschaftlich, sondern auch politisch als verlässlicher Bündnispartner im gemeinsamen Bestreben, dem Machtanspruch Chinas entgegenzutreten, ein Stück weit disqualifiziert.
- Indiens Interesse an einem einigermaßen gedeihlichen Auskommen mit China ist zuletzt größer geworden.

Quelle: LBBW Research

Territorialkonflikt zwischen Indien und China

Umkämpfter Himalaya

Umstrittene Grenzen zwischen Indien und China

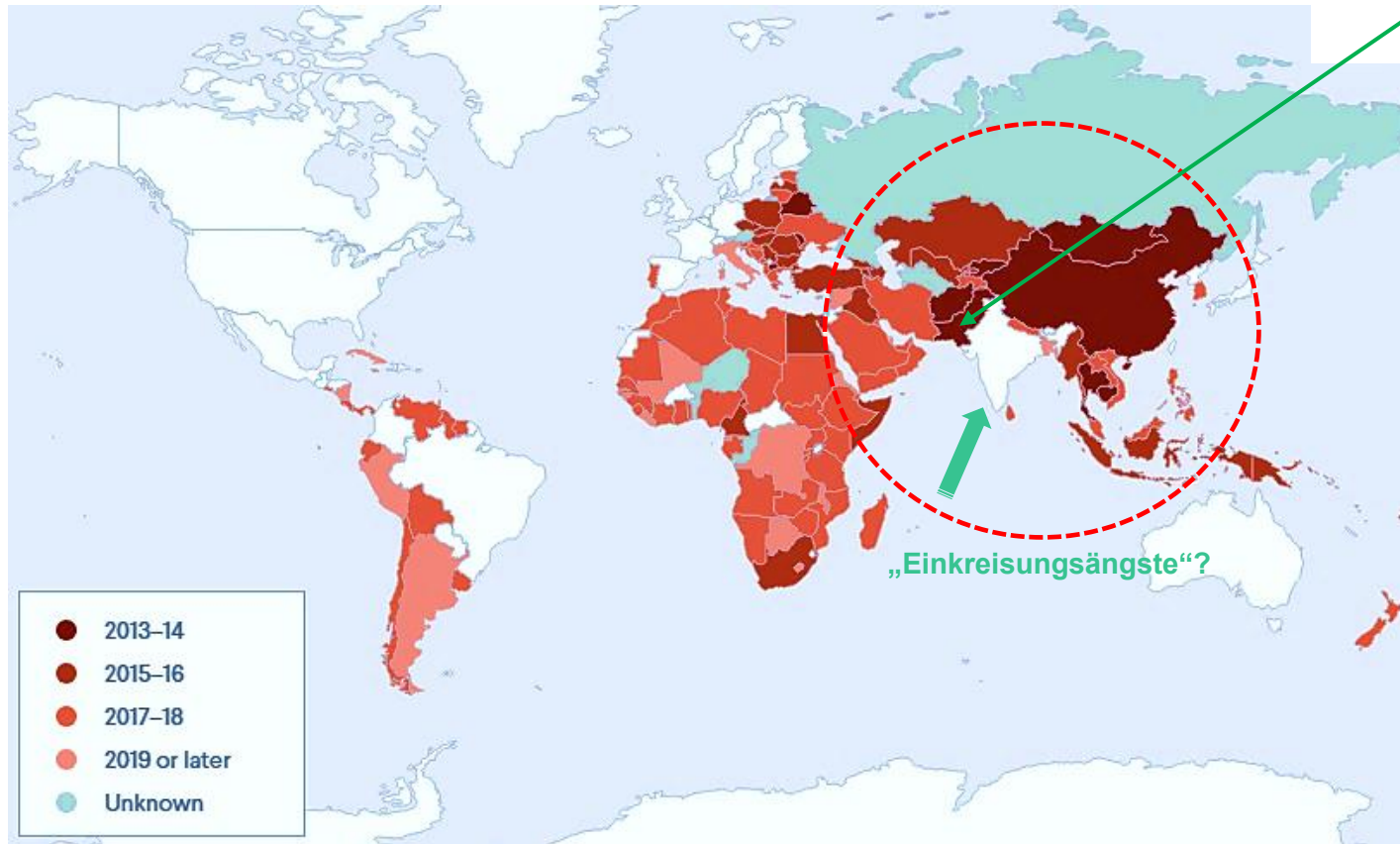


- Eine diplomatische Annäherung bedeutet keineswegs eine Allianz Indiens mit China gegen den Westen: Beide Staaten trennen brandgefährliche Territorialkonflikte, großes gegenseitiges Misstrauen sowie wirtschaftliche und machtpolitische Konkurrenz.
- Der Indien-China-Konflikt betrifft die gemeinsame Grenze im Himalaya und vor allem die Regionen Aksai Chin und Arunachal Pradesh.
- Aksai Chin: Region in Ladakh, von China kontrolliert und von Indien beansprucht.
- Arunachal Pradesh: Indischer Bundesstaat, von China als „Südtibet“ beansprucht.
- Den kurzen Grenzkrieg von 1962 gewann China, was im Himalaya zu territorialen Veränderungen führte. Seitdem ist die Grenze zwischen beiden Ländern nicht klar definiert, was zu anhaltenden Spannungen und sogar gelegentlichen militärischen Auseinandersetzungen führt – zuletzt im Mai 2020 mit mehreren Toten.
- China unterstützt Indiens „Erzfeind“ Pakistan mit Waffen. Im jüngsten Grenzstreit Indiens mit Pakistan schoss eine chinesische Rakete ein indisches Kampfflugzeug ab.
- Hinzu kommen hohe Investitionen Chinas in Pakistan und anderen Nachbarländern Indiens im Rahmen der Neuen Seidenstraße, was in Indien Einkreisungsängste schürt.

Chinas „Neue Seidenstraße“

Teilnehmerstaaten der „Belt-and-Road-Initiative“ (BRI)

nach Beitrittsjahr zur BRI



China-Pakistan Economic Corridor (CPEC):
Investitionssumme bislang ca. 62 Mrd. USD
(mit Hafen Gwadar nahe der Straße von Hormus)

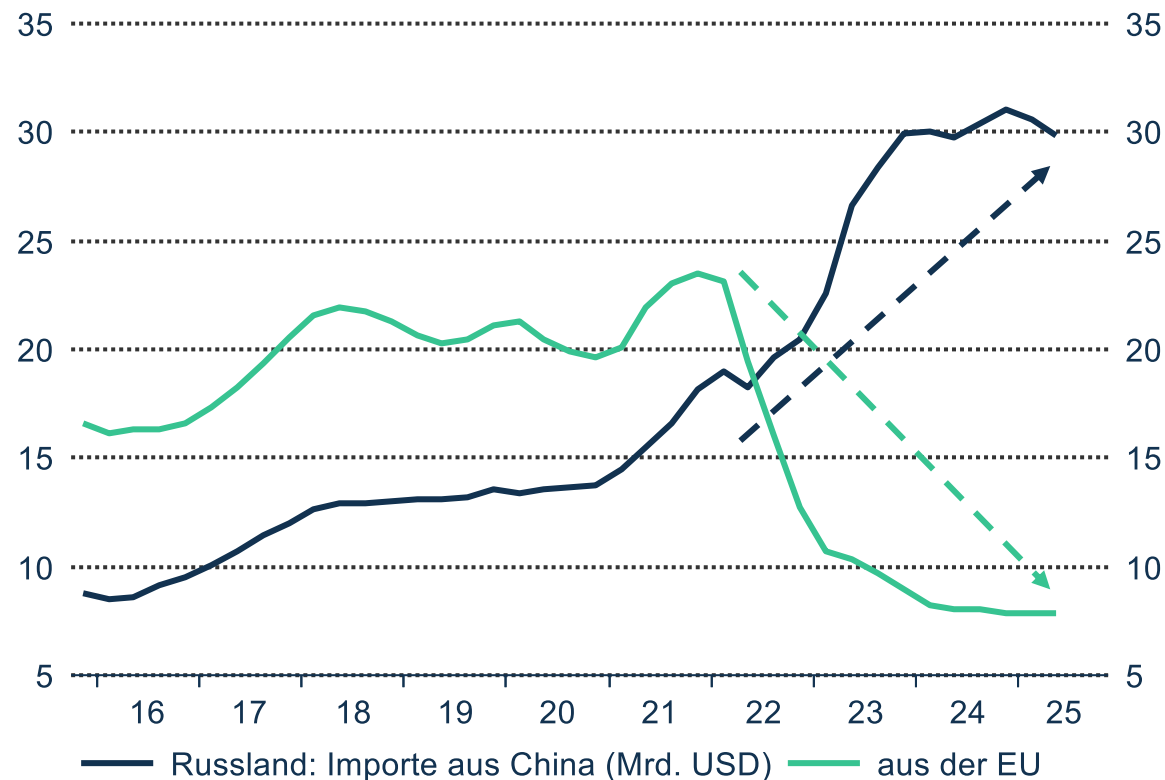
- 147 Länder führen oder führten Investitionsprojekte im Rahmen der BRI durch.
- China hat inzwischen mehr als 1 Bio. USD im Rahmen der BRI investiert.
- Alle derzeit geplanten Projekte könnten sich bis zu deren Abschluss auf rund 8.000 Mrd. USD summieren.
- Damit schafft China ein breites Netzwerk wirtschaftlicher Verbindungen und Abhängigkeiten über nahezu den gesamten „globalen Süden“ – und darüber hinaus.
- Aus Indiens Sicht ist insbesondere das sehr hohe Investitionsvolumen in Pakistan, dem „Erzfeind“ Indiens, ein Grund zur Besorgnis.
- Die guten Beziehungen zum Westen aufzugeben, ist auch vor diesem Hintergrund sicherlich kein Ziel der indischen Politik – trotz neuer US-Zölle.

Quelle: <https://www.cfr.org/background/chinas-massive-belt-and-road-initiative>, LBBW Research

Indien möchte nicht zum Verlierer der jüngsten geopolitischen Entwicklungen werden

Russland: Importe aus China und der EU

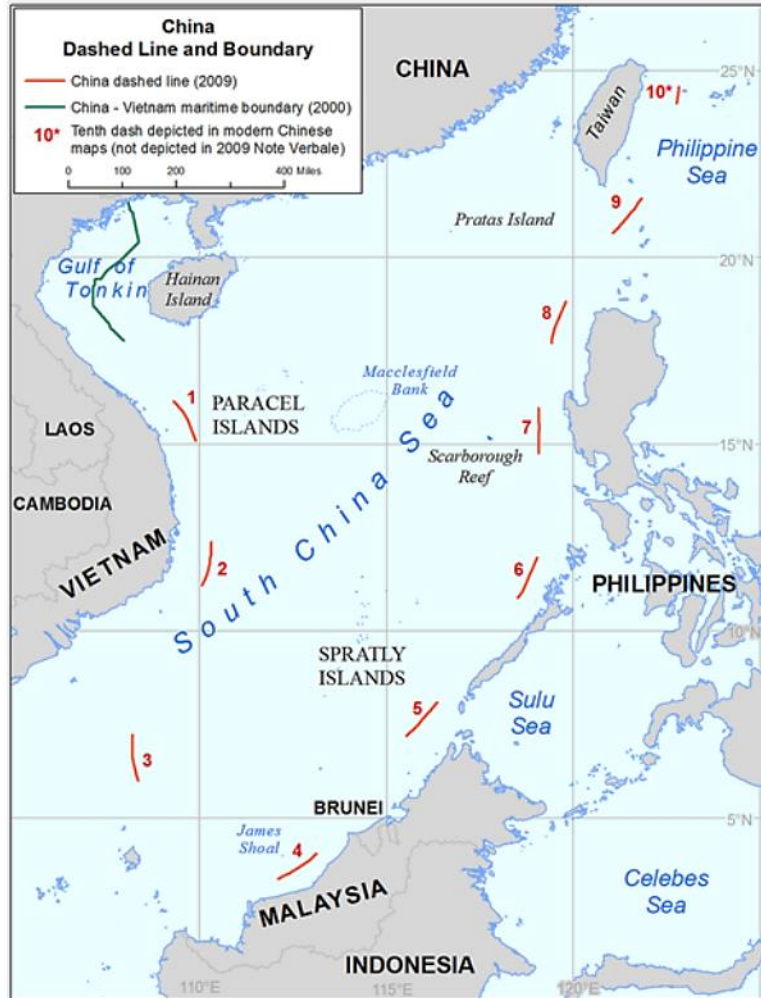
in Mrd. USD (MAV 4Q)



- Indien ist gerne bereit, mit dem Westen Handel zu treiben und Investitionen westlicher Unternehmen zu akquirieren.
- Dass Indien sich mit Russland nicht überwerfen will und trotz aller Rivalität wieder auf China zugeht, liegt in der Furcht begründet, man könnte zum Verlierer geopolitischer Entwicklungen werden:
Die engen Beziehungen, die sich zwischen den früher verfeindeten Staaten Russland / Sowjetunion und China angebahnt haben, dürften sich weiter intensivieren – mit Russland als Juniorpartner. China liefert, was Russland aus dem Westen nicht mehr bekommt. **Putin braucht China immer dringender; umgekehrt gilt dies nicht.**
- Indien könnte dann einmal mit einer ihm „feindselig“ gegenüberstehenden Allianz konfrontiert sein, in die auch ein von China abhängiges Russland gedrängt wurde. Pakistan wäre sicher Teil dieser Allianz.
- Ob man sich im Konfrontationsfall auf die USA als Verbündeten würde verlassen können, wird mit Blick auf die irrlichternde Politik Trumps immer fraglicher. **Man hatte gehofft, die USA würden Indien als strategischen Partner höher schätzen und baute auf den vermeintlich guten persönlichen Draht Modis zu Trump – ein Irrtum.**

„Quad“ gegen Chinas territoriale Ansprüche

Die „9-dash-line“ („10-dash-line“ inkl. Taiwan)



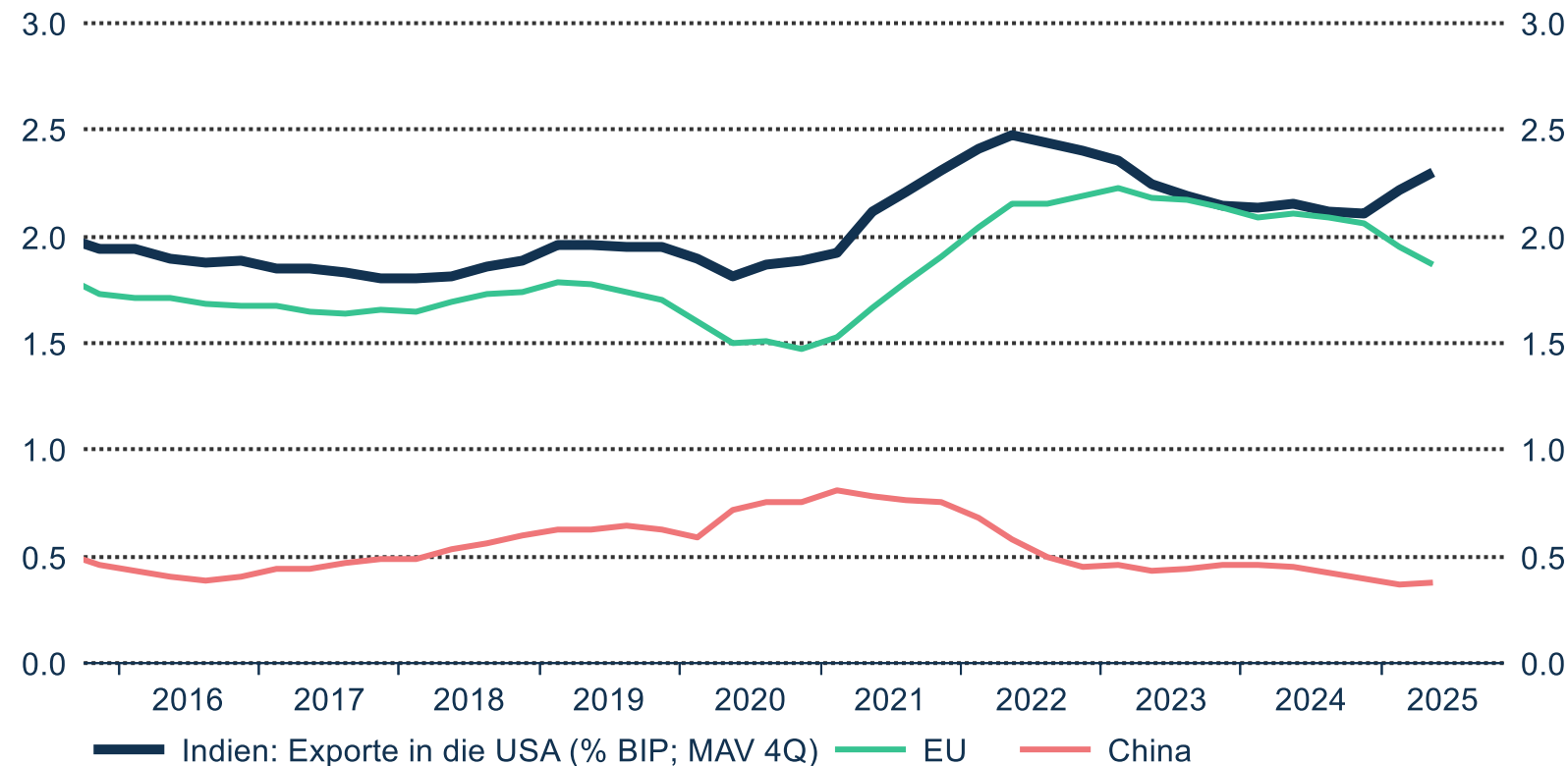
- China hat ein Interesse an einem „Dissens“ zwischen Indien und den USA und an passablen eigenen Beziehungen zu Indien:
- China beansprucht nahezu das gesamte südchinesische Meer („9-dash-line“) inklusive Taiwan („10-dash-line“) – obwohl der Ständige Schiedsgerichtshof in Den Haag Chinas Ansprüche 2016 klar zurückgewiesen hat.
- Um China einzudämmen, haben die **USA, Japan, Australien und Indien** einen „Quadrilateral Security Dialogue“ (Quad) ins Leben gerufen: einen sicherheitspolitisch und militärisch ausgerichteten Zusammenschluss zur Offenhaltung der Seewege.
- China befürchtet, der Quad könnte zur Keimzelle einer Art „NATO in Asien“ werden.
- Wenn es China gelänge, Indien aus dieser Verbindung herauszulösen, wäre das aus chinesischer Sicht ein großer Erfolg.
- Die Unberechenbarkeit Trumps lässt ein Militärbündnis, dessen mit Abstand stärkste Macht notorisch unzuverlässig ist und Verbündete schlechter behandelt als Gegner, in der Tat unglaublich und damit auch wenig abschreckend erscheinen.
- In Indien dürfte man sich fragen, ob eine graduelle Annäherung an China sicherheitspolitisch nicht die bessere Strategie ist, zumal man im Rahmen der BRICS ohnehin gemeinsam mit China und Russland ein Ende der US-dominierten Weltordnung anstrebt.
- Grundsätzlich dürfe Indien u.E. zwar viele Kooperationen (BRICS, Quad, SOZ, bilaterale FTA, ...) eingehen, seine grundsätzliche Neutralität, d.h. „Blockfreiheit“, aber bewahren.

Quelle: United States Department of State / <https://www.state.gov/wp-content/uploads/2019/10/LIS-143.pdf>; LBBW Research

USA waren bislang Indiens größter Handelspartner

Anteil der Exporte Indiens am BIP nach Handelspartnern

in % des BIP

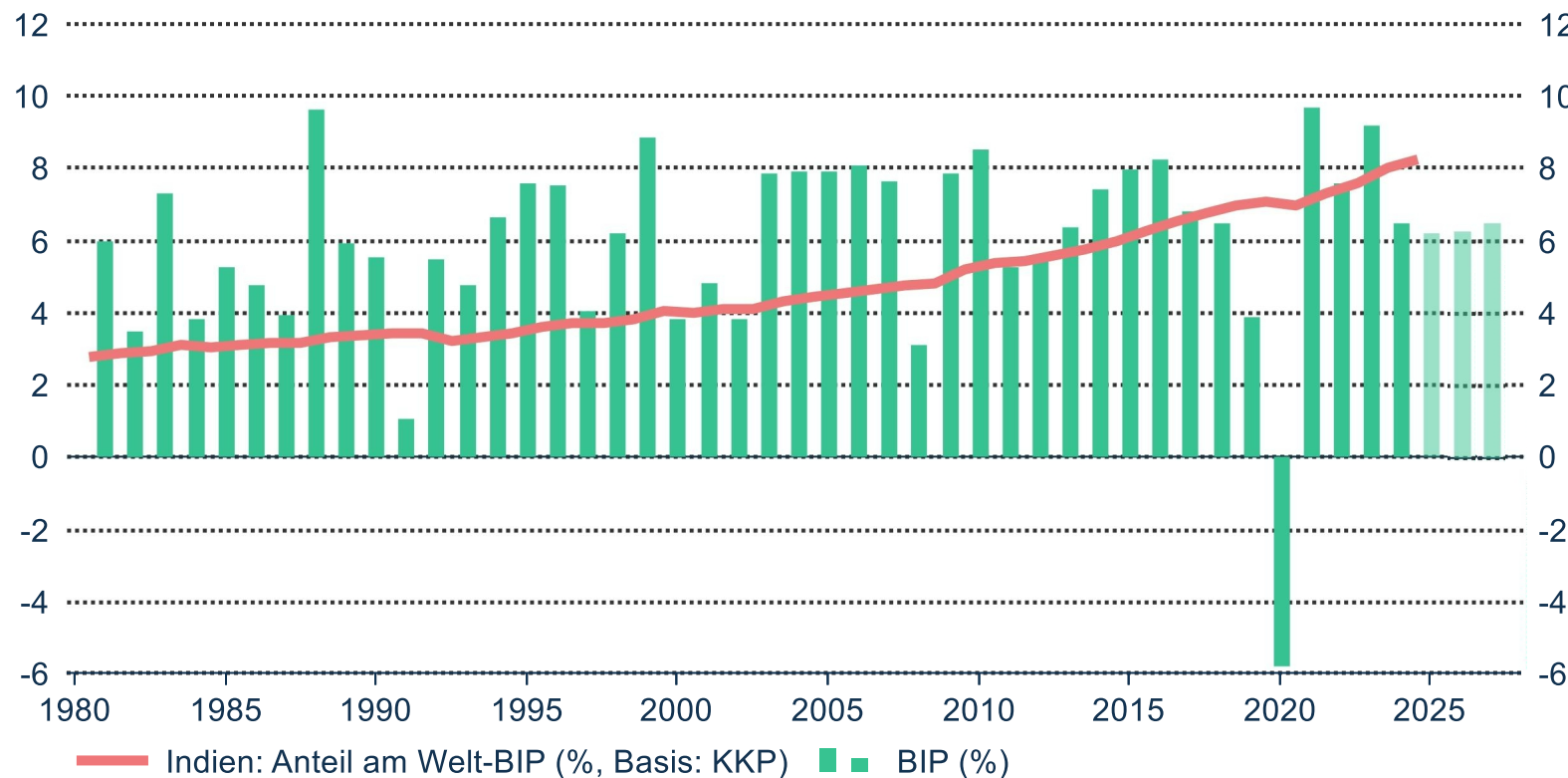


- Die US-Zölle treffen Indiens Wirtschaft schmerzhaft, sind die USA doch größter Handelspartner des Landes. Die Ausfuhren beliefen sich zuletzt auf 2,3 % des BIP.
- Der Zollsatz von 50 % wirkt nun ziemlich prohibitiv und dürfte die Exporte Indiens in die USA stark reduzieren.
- Ein Teil der Ausfuhren sollte zwar andere Abnehmer finden, das BIP-Wachstum dürfte gleichwohl deutlich unter den Zöllen leiden.
- Die Handelsbeziehungen zur EU, mit der man noch in diesem Jahr ein Freihandelsabkommen unter Dach und Fach bringen möchte, und auch die zu China dürften nun wohl eher ausgebaut werden.
- Mit den EFTA-Staaten Island, Liechtenstein, Norwegen und der Schweiz trat ein FTA – das erste mit europäischen Partnern – am 1. Oktober 2025 in Kraft.

Indiens weltwirtschaftliche Bedeutung wächst

Anteil am Welt-BIP und BIP-Wachstumsraten

in % (Basis: Kaufkraftparität) / in % Y-Y

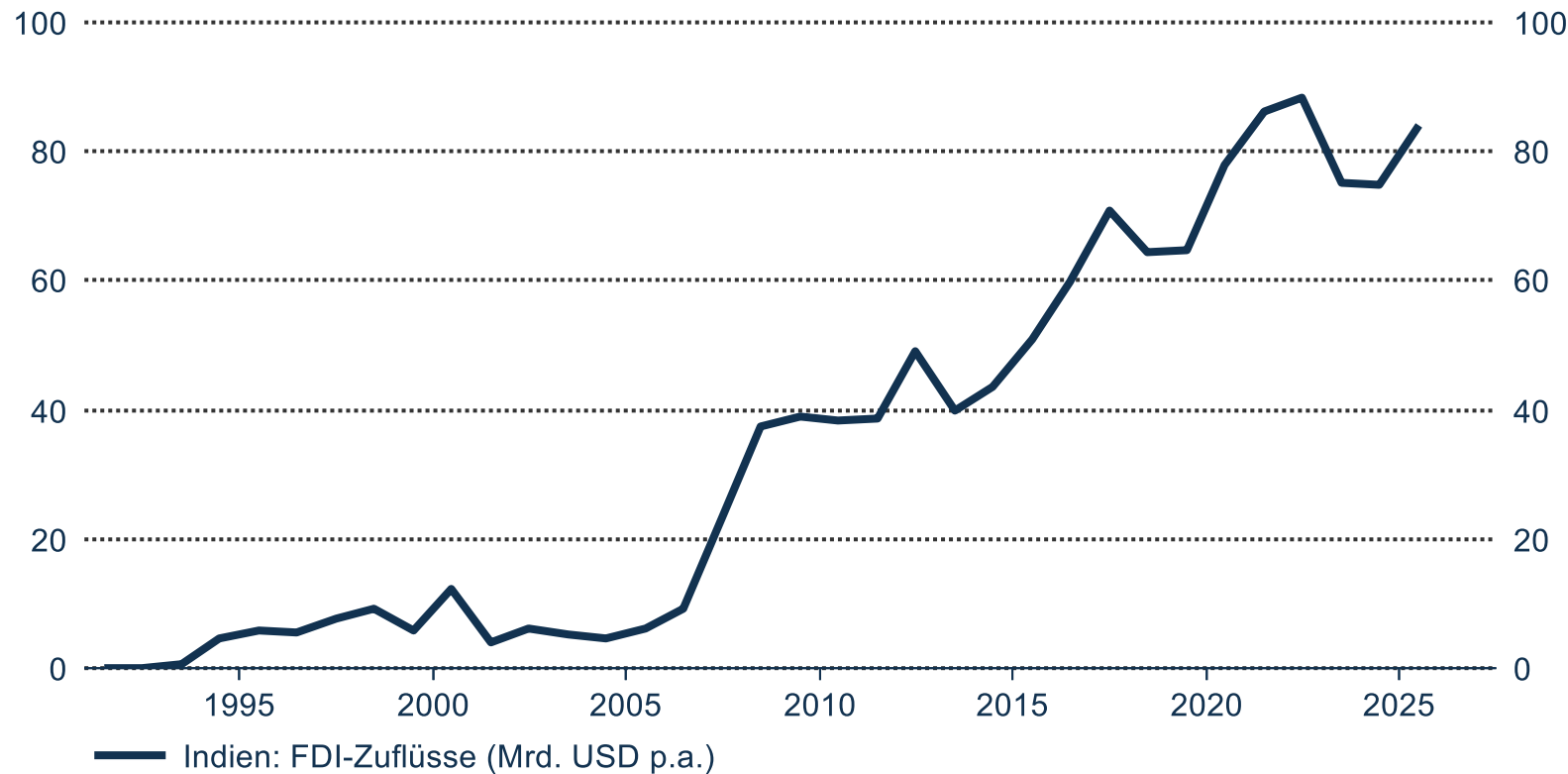


- Das indische BIP-Wachstum lag zuletzt bei 6-9 %. In den kommenden Quartalen ist mit deutlich niedrigeren Werten zu rechnen.
- Die indische Wirtschaft dürfte sich mittel- bis längerfristig umorientieren und sich auf anderen Märkten bietende Chancen nutzen.
- Inzwischen steht Indien für rund 8 % der Weltwirtschaftsleistung. Für alle Länder, die von neuen US-Zöllen und sonstigen Gängelungen betroffen sind, ist der mit seinen 1.400 Mio. Einwohnern, einer wachsenden Mittelschicht und einer jungen Bevölkerung potenziell riesige Markt durchaus attraktiv.
- Ein Rückschlag im US-Handel könnte helfen, den noch immer relativ verschlossenen indischen Markt zu öffnen. Diverse FTA, die über viele Jahre verhandelt wurden und nun doch sehr rasch zum Abschluss kamen, geben Anlass zur Hoffnung.

Attraktiver Standort für Investitionen – mit Problemen

Ausländische Direktinvestitionen (FDI) in Indien

in Mrd. USD



- Indien setzt einiges daran, sich in die globalen Wertschöpfungsketten zu vernetzen und präsentiert sich Unternehmen als alternativer Produktionsstandort zu China.
- Ein steigender FDI-Zustrom zeigt, dass Indien hier durchaus Erfolge verzeichnet.
- Der mit 1,4 Mrd. Einwohnern potenziell riesige Markt weist zudem eine junge Bevölkerung und damit ein enormes Arbeitskräftereservoir auf.
- Allerdings bleiben Standortprobleme wie eine z.T. mangelhafte Infrastruktur, fehlende Fachkräfte, bürokratische Hürden, eine in vielen Bereichen protektionistische Wirtschaftspolitik sowie rigide Arbeitsgesetze.
- Hinzu kommt eine Tendenz zu einer immer autoritärer auftretenden Staatsführung unter Premier Narendra Modi.

03

Regierungsstillstand
in Washington

Regierungsrücktritt
in Paris

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

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

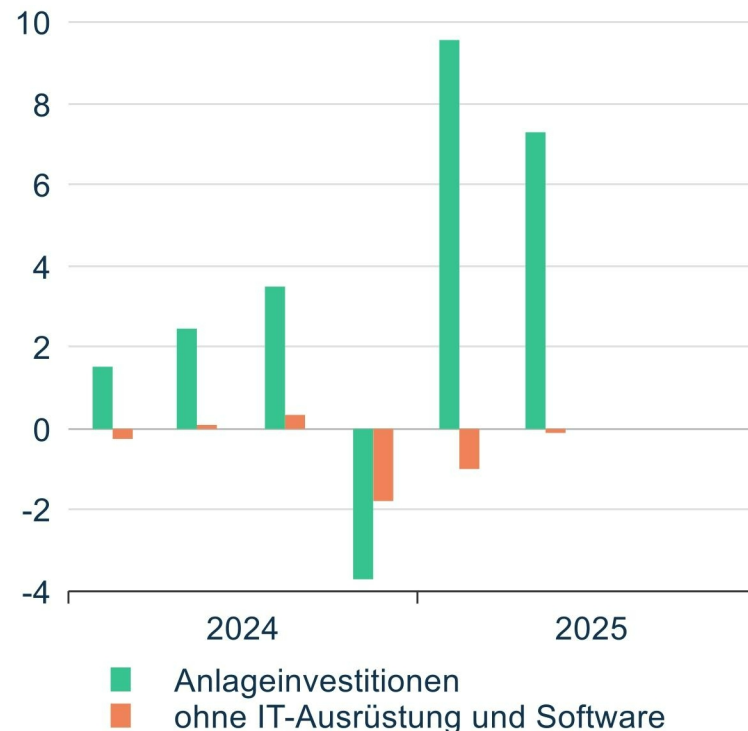
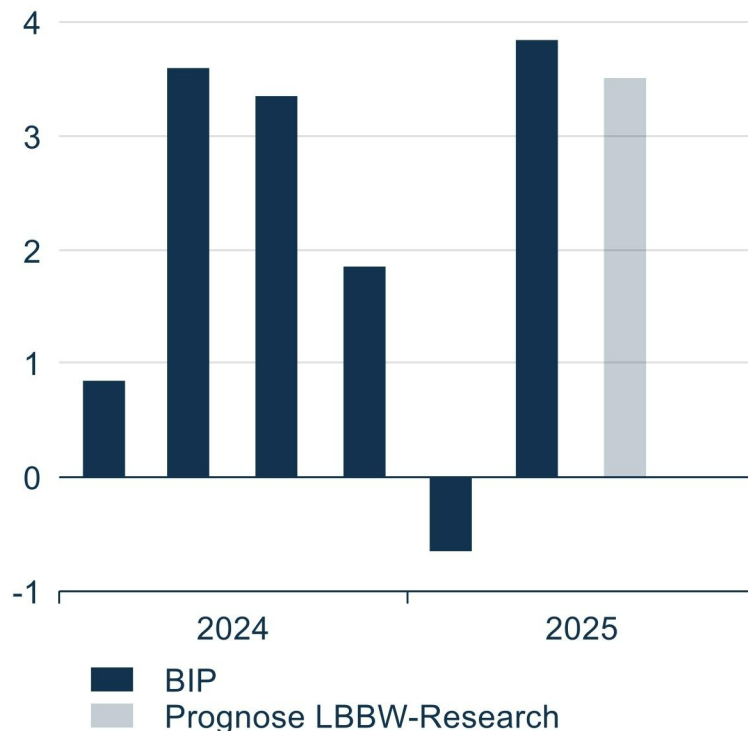
Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

Bisherige Resilienz der US-Wirtschaft beeindruckt einmal mehr

Bruttoinlandsprodukt und Anlageinvestitionen

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate in %

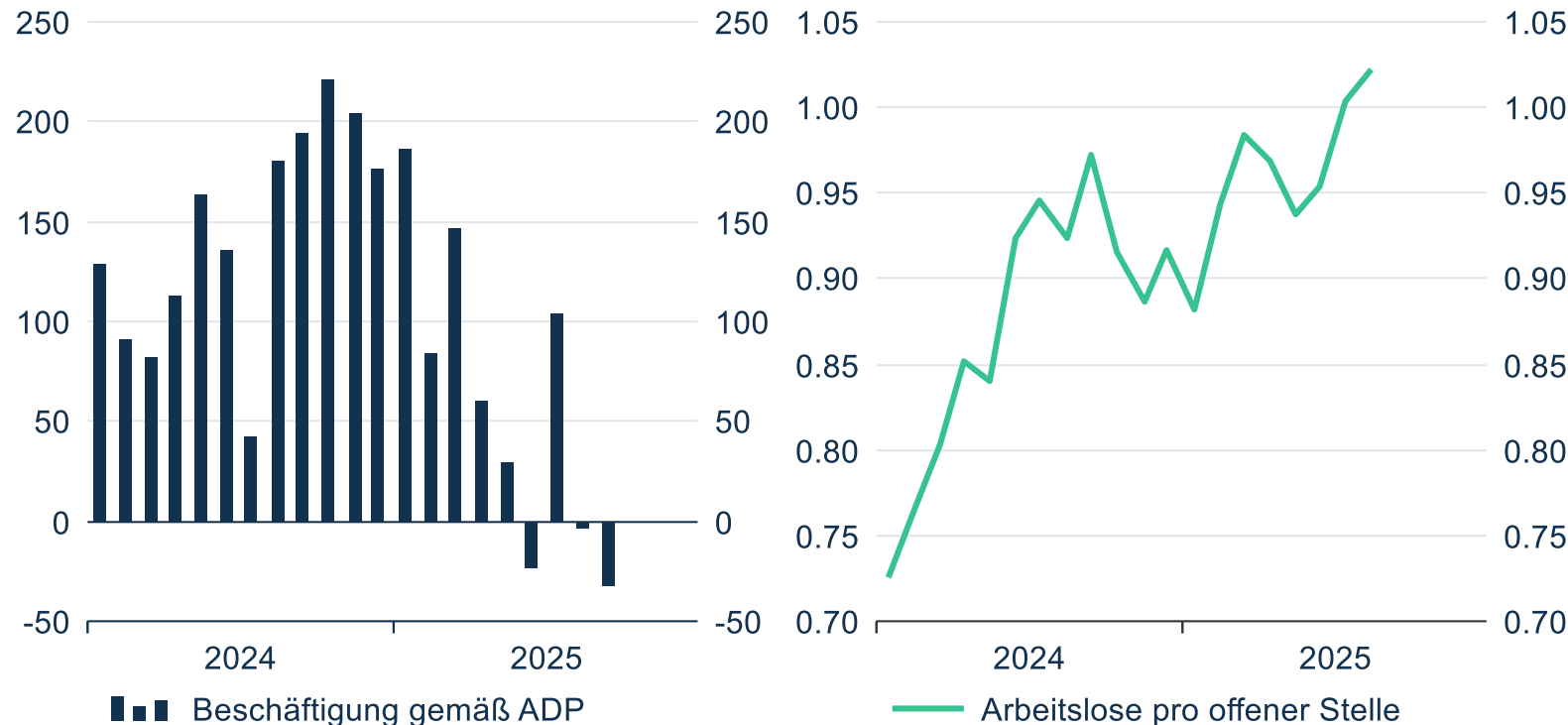


- Nach unserer Prognose wird die US-Wirtschaft im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 3,5 % zugelegt haben.
- Das US-Wachstum im Gesamtjahr 2025 dürfte auf eine Rate von rund 2 % herauslaufen. Dies stellt zwar eine Abschwächung gegenüber dem Wachstum im Jahr 2024 dar. Die von manchen Auguren angesichts des Zollchaos prophezeite Rezession ist bislang jedoch ausgeblieben. Dies dürfte unter anderem auf ein starkes Wachstum der KI-Investitionen zurückzuführen sein. Die Anlageinvestitionen wären ohne IT-Ausrüstung und Software in den zurückliegenden Quartalen gefallen.

Aber: Vom Arbeitsmarkt kommt ein Gewitter

Beschäftigung (ADP) und Arbeitslose zu offenen Stellen

Saisonbereinigte Monatswerte, ADP: Veränderung ggü. dem Vormonat, in Tsd.

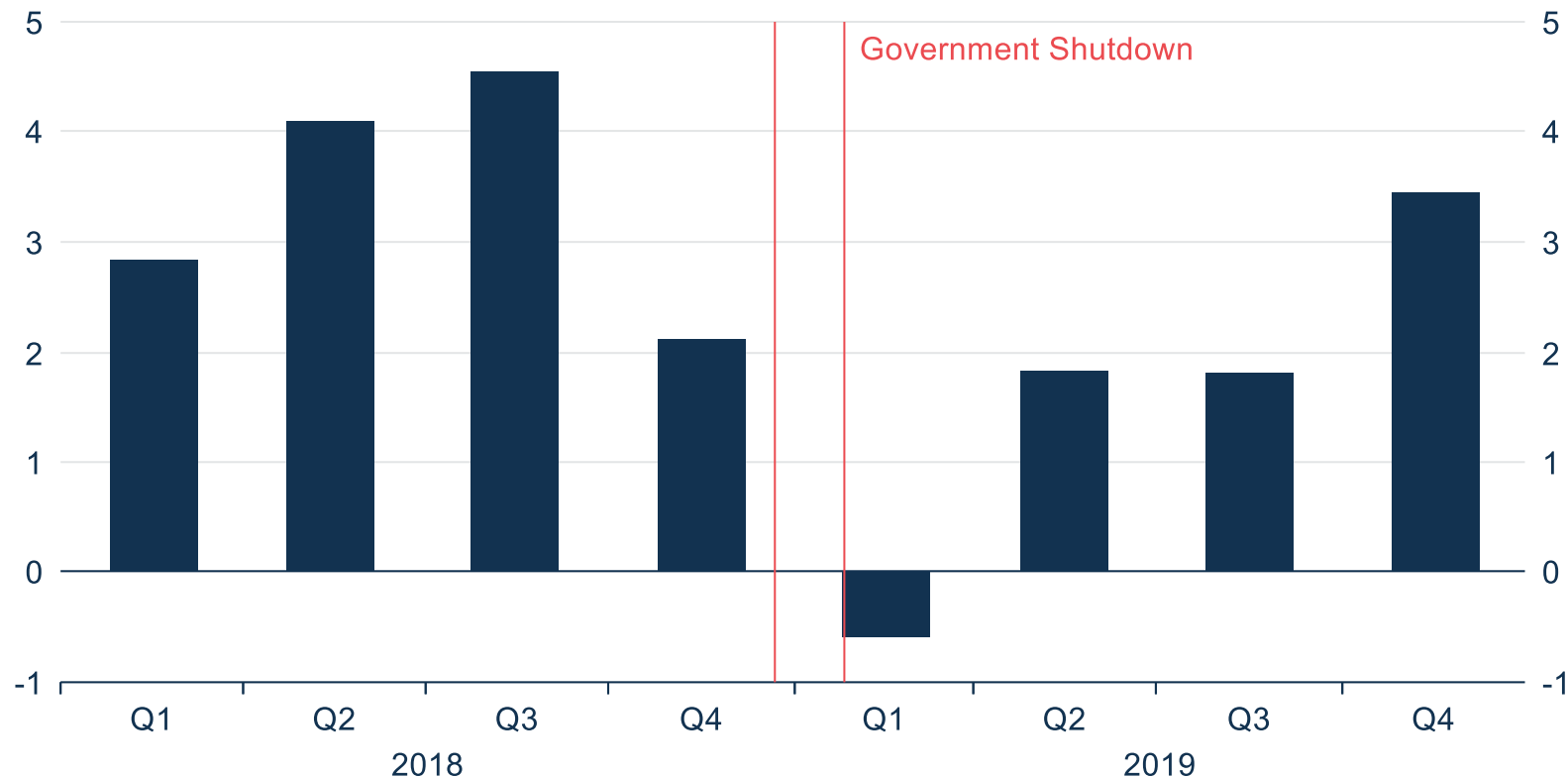


- Die Beschäftigung in der US-Privatwirtschaft ging nach der Erhebung des privaten Personaldienstleistungsunternehmens ADP im September 2025 um 32 Tausend gegenüber dem Vormonat zurück.
- Da das Verhältnis von Arbeitslosen zu offenen Stellen in den zurückliegenden Monaten in der Tendenz zugenommen hat, schließen wir, dass der aktuelle Rückgang der Beschäftigung zuvörderst auf eine geringe Nachfrage nach Arbeitskräften zurückzuführen ist.
- Die ADP-Chefvolkswirtin Nela Richardson sieht es ebenso: „... U.S. employers have been cautious with hiring.“

Vereinigte Staaten im „Government Shutdown“

Verbrauch und Investitionen des Zentralstaates (ohne Militär)

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate in %

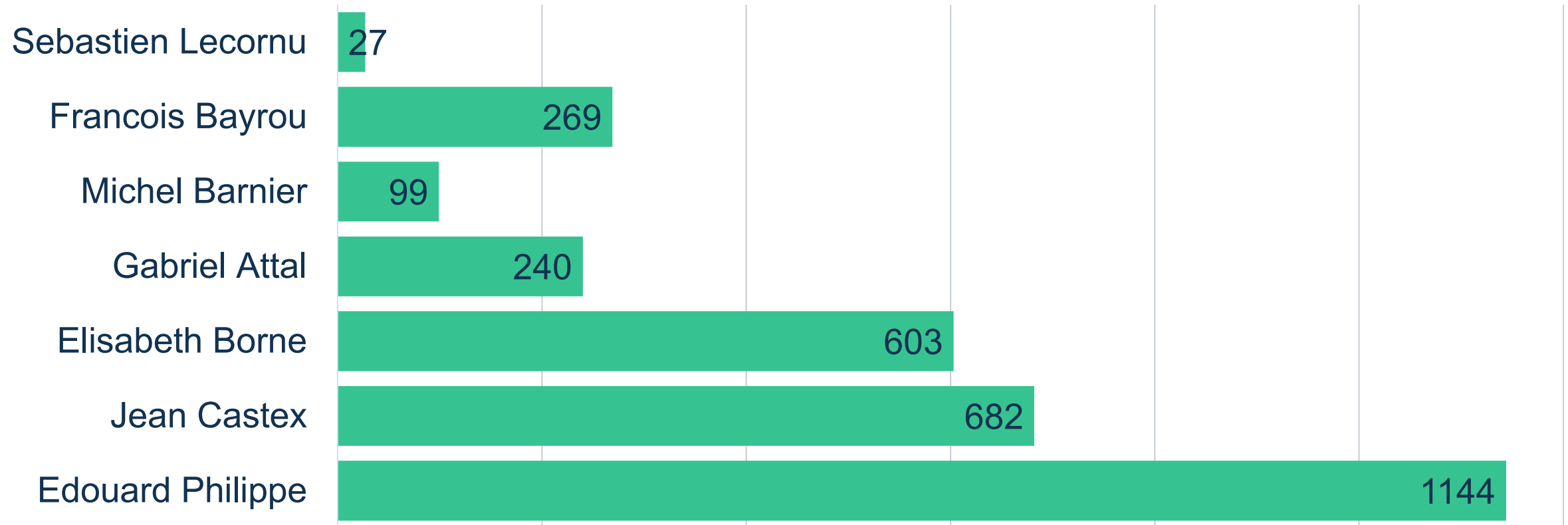


- Die Vereinigten Staaten befinden sich seit dem 1. Oktober in einem Regierungsstillstand (Government Shutdown). Dies ist nicht ungewöhnlich. Im Zeitraum 1976 bis 2018 / 2019 kam es 19-mal zu einem Regierungsstillstand.
- Ein „Government Shutdown“ ist nicht zu verwechseln mit dem Erreichen der Staatsschuldenobergrenze. Ein „Shutdown“ erfolgt, wenn sich der US-Kongreß nicht auf einen Haushalt einigen kann. Staatsdiener, welche keine unerläßlichen Aufgaben erledigen, werden in den Zwangsurlaub geschickt. Gehälter werden nachträglich ausgezahlt.
- Der Verlust an Wirtschaftsleistung wird zwar meist wieder aufgeholt, jedoch dürfte der „Shutdown“ in der derzeitigen Gemengelage das Vertrauen in die USA weiter schmälern.

Wird Frankreich unregierbar?

Amtszeit der Premierminister unter Emanuel Macron

Dauer in Tagen

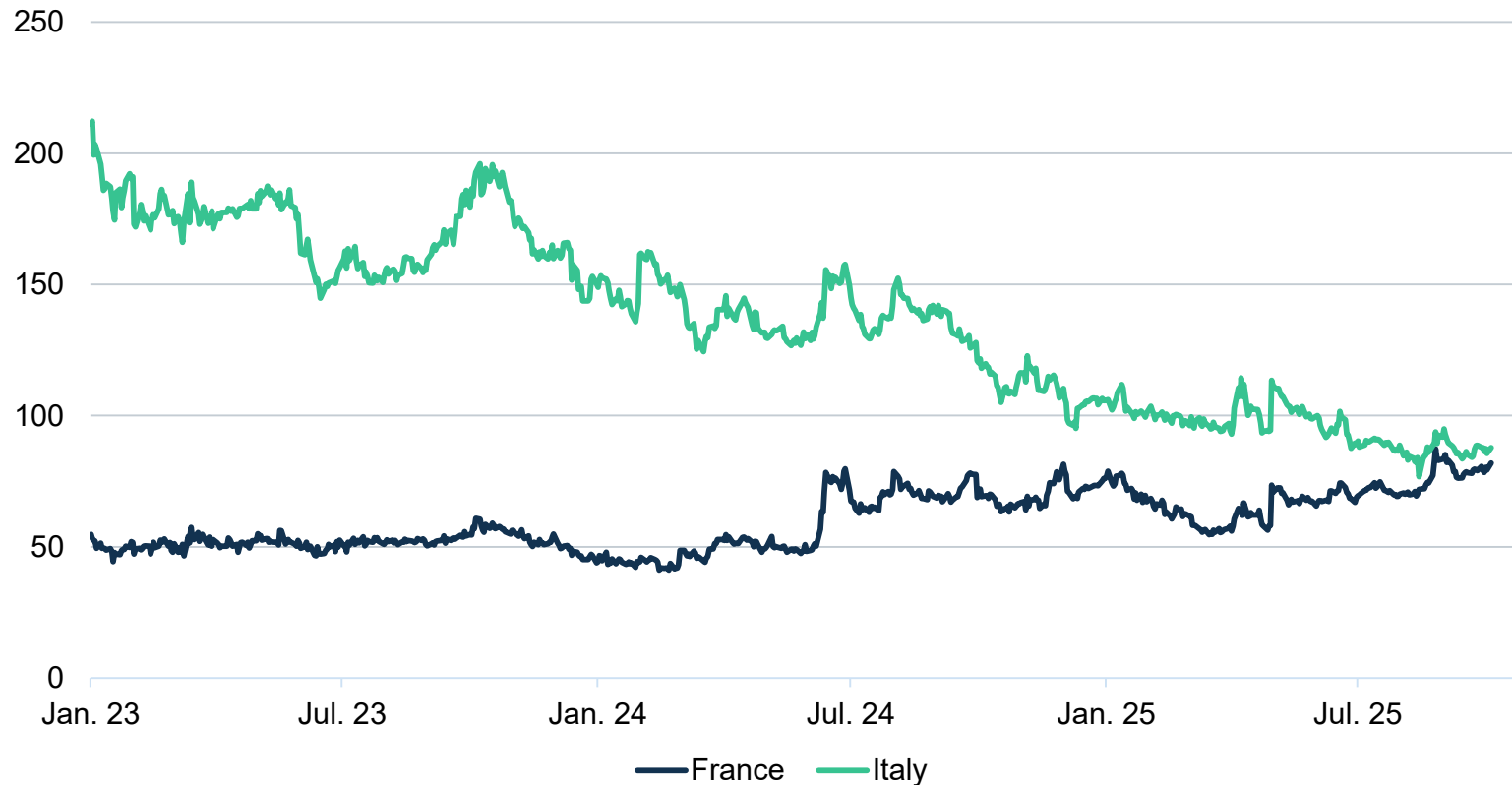


Quelle: Wikipedia

Märkte sehen Frankreich wie Italien

Renditespreads ggü. Bunds, 10 Jahre

Tagesdaten

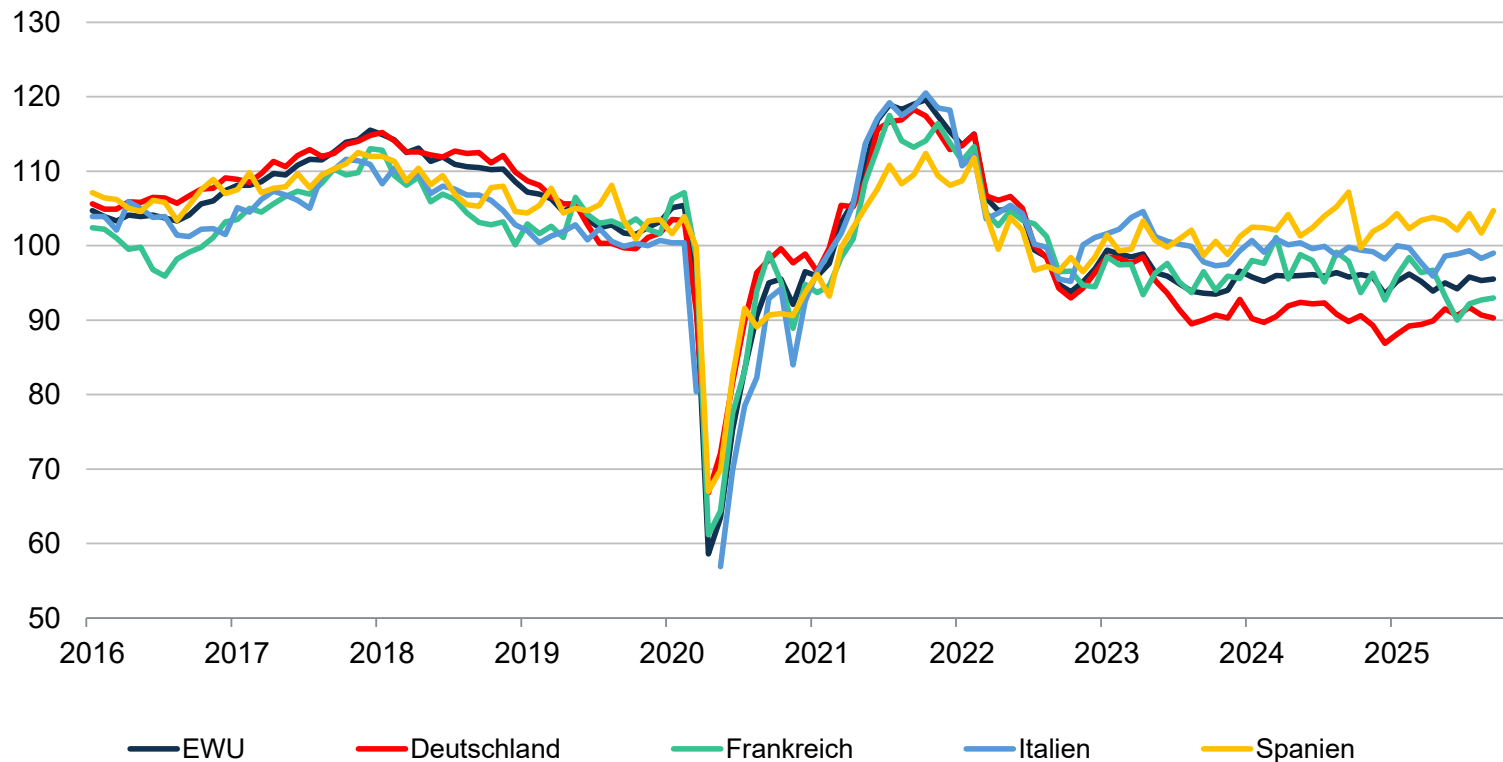


- Wie die schlechte Fortsetzung einer Hollywood-Komödie („Und wieder 48 Stunden“) sieht die Politik in Paris aus: Die Darsteller kennt man, die Pointen sind uralt und das Ende jedes Mal dasselbe.
- Premierminister Sebastien Lecornu ist schon nach knapp einem Monat gescheitert. Er soll es trotzdem noch einmal probieren.
- Frankreichs politisches Systems steckt in der Krise. Neuwahlen sind zwar möglich, würden aber nicht viel ändern. Andere Optionen sind die Ernennung einer „Technokratenregierung“ oder der vorzeitige Rücktritt von Präsident Emmanuel Macron.
- Eine Dreiteilung des Landes in politische Lager lähmt jeden Reformversuch.
- Es drohen weitere Ratingdowngrades.

EWU: Deutschland Konjunkturschlusslicht

Economic Sentiment EWU und große Staaten

Monatswerte, saisonbereinigt

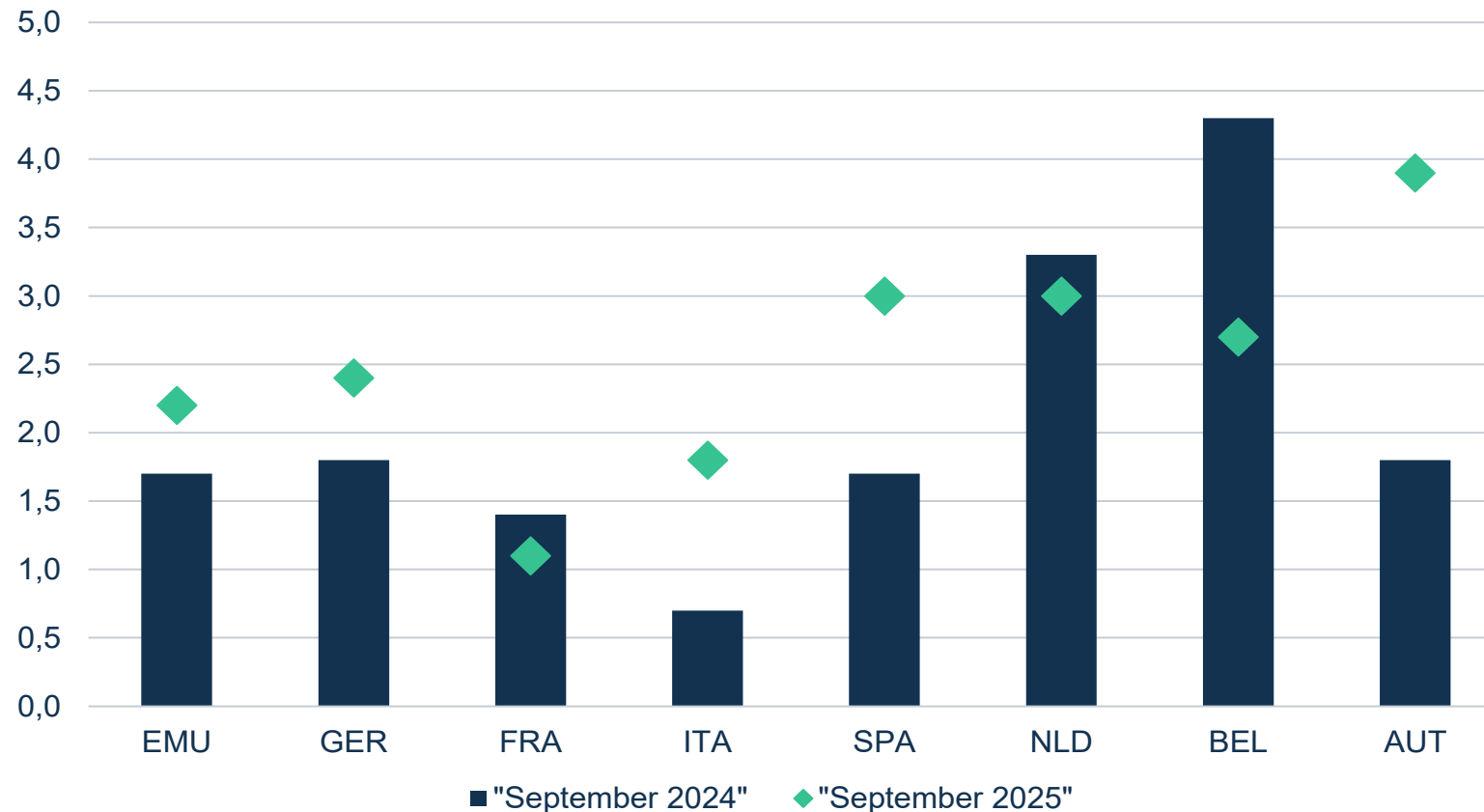


- Hoffnung machen die Frühindikatoren. Das Economic Sentiment legte zu, von 94,2 Punkten auf 95,8 Zähler.
- In allen großen Ländern ging es aufwärts.
- Absolut am größten war das Plus in Frankreich mit +2,4 Indexpunkten auf 92,3 Zähler.

Inflation: Neue Gefahr?

HVPI Y/Y ausgewählte Länder

Vergleich September 2024 und September 2025

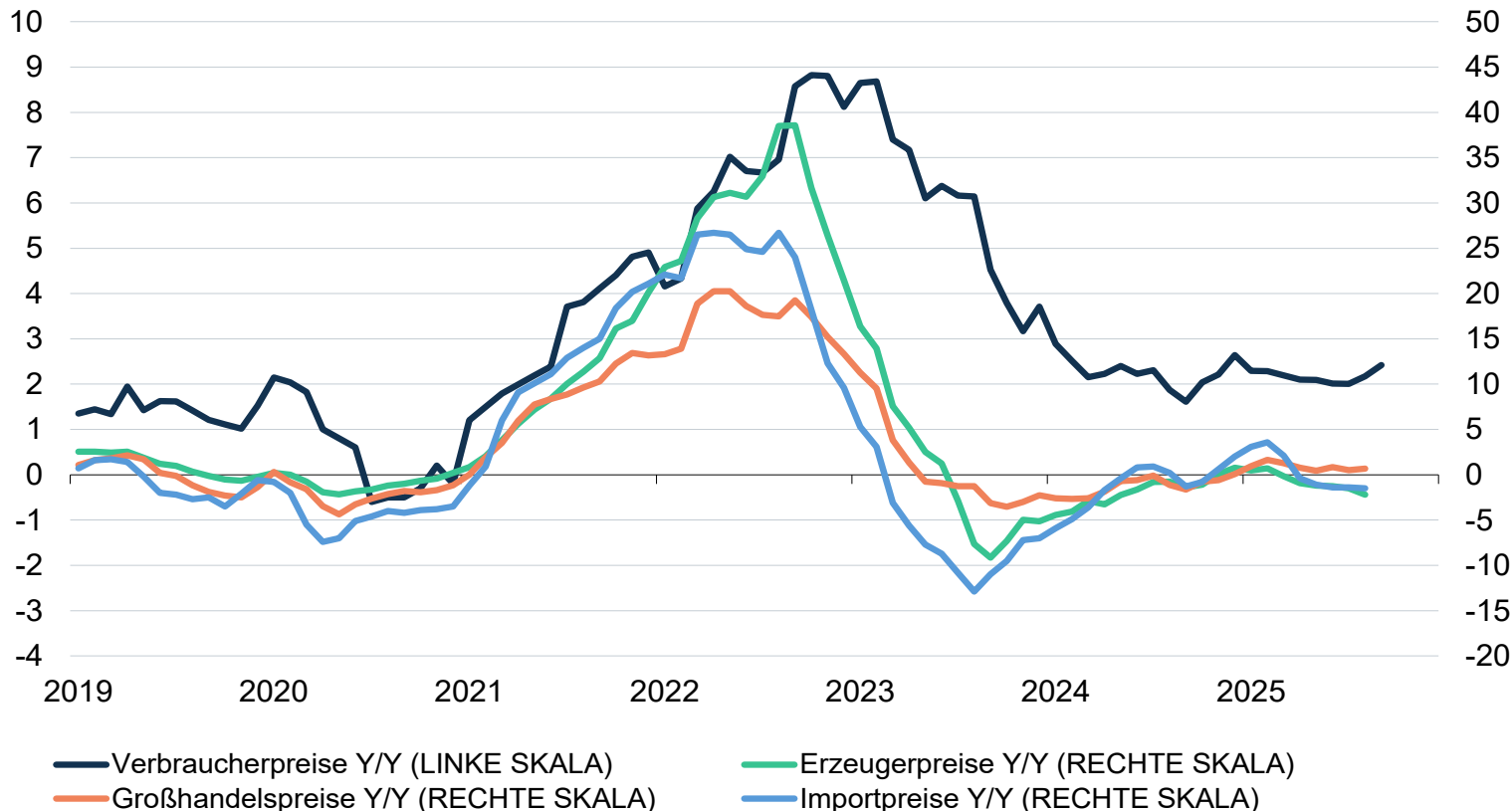


- Die Inflation ist im Euroraum im September auf 2,2% nach 2,0% angestiegen. In Deutschland ging es von 2,2% auf 2,4% aufwärts.
- Kommt jetzt der nächste Inflationsschub? Vermutlich nicht, denn teils sind Basis-effekte hierfür ursächlich – im September war die Inflation ungewöhnlich niedrig -, teils sind die Zahlen durch einen Wegfall der Entlastung durch deutlich sinkende Energiepreise zu erklären.
- Markant waren weiterhin die Preise für Dienstleistungen. Hier lag der Anstieg im September bei 3,2%. Allerdings ist eine schrittweise Verlangsamung zu beobachten. Noch dürfte die EZB darauf verweisen können, dass die Inflation um die Marke von 2% schwankt.

Deutschland: Preisdruck moderat

Preise Y/Y verschiedene Stufen

Monatswerte

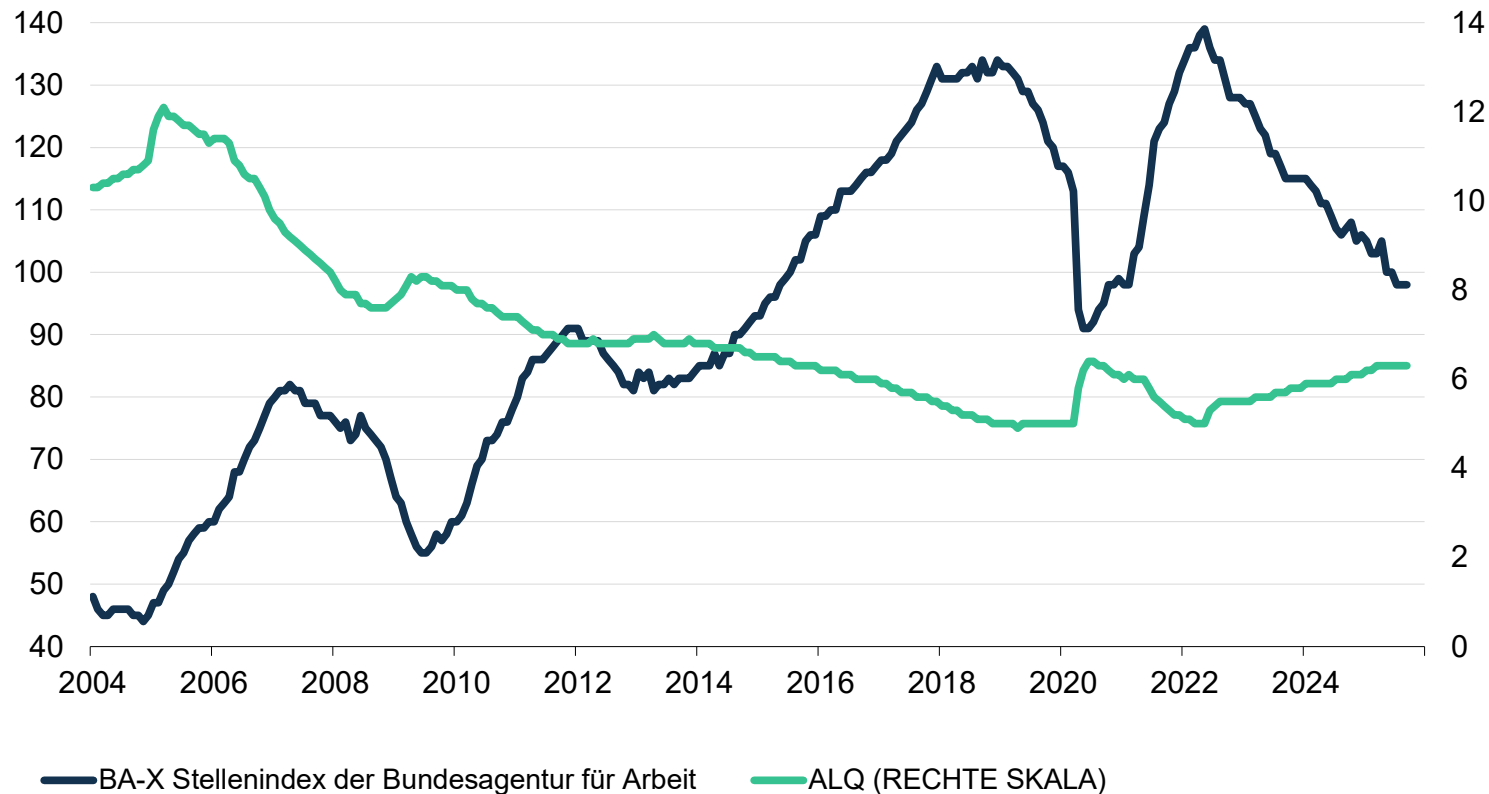


- Der jüngste Anstieg der Inflation von 2,2% auf 2,4% hat Befürchtungen einer Rückkehr der Inflation aufleben lassen.
- Allerdings ist der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen überaus moderat.
- Zudem dürfte eine schwache Konjunktur einen schnellen Anstieg der Inflation verhindern.

Deutschland: Schwäche erreicht Arbeitsmarkt

BA-X Stellenindex und Arbeitslosenquote (ALQ)

Monatswerte

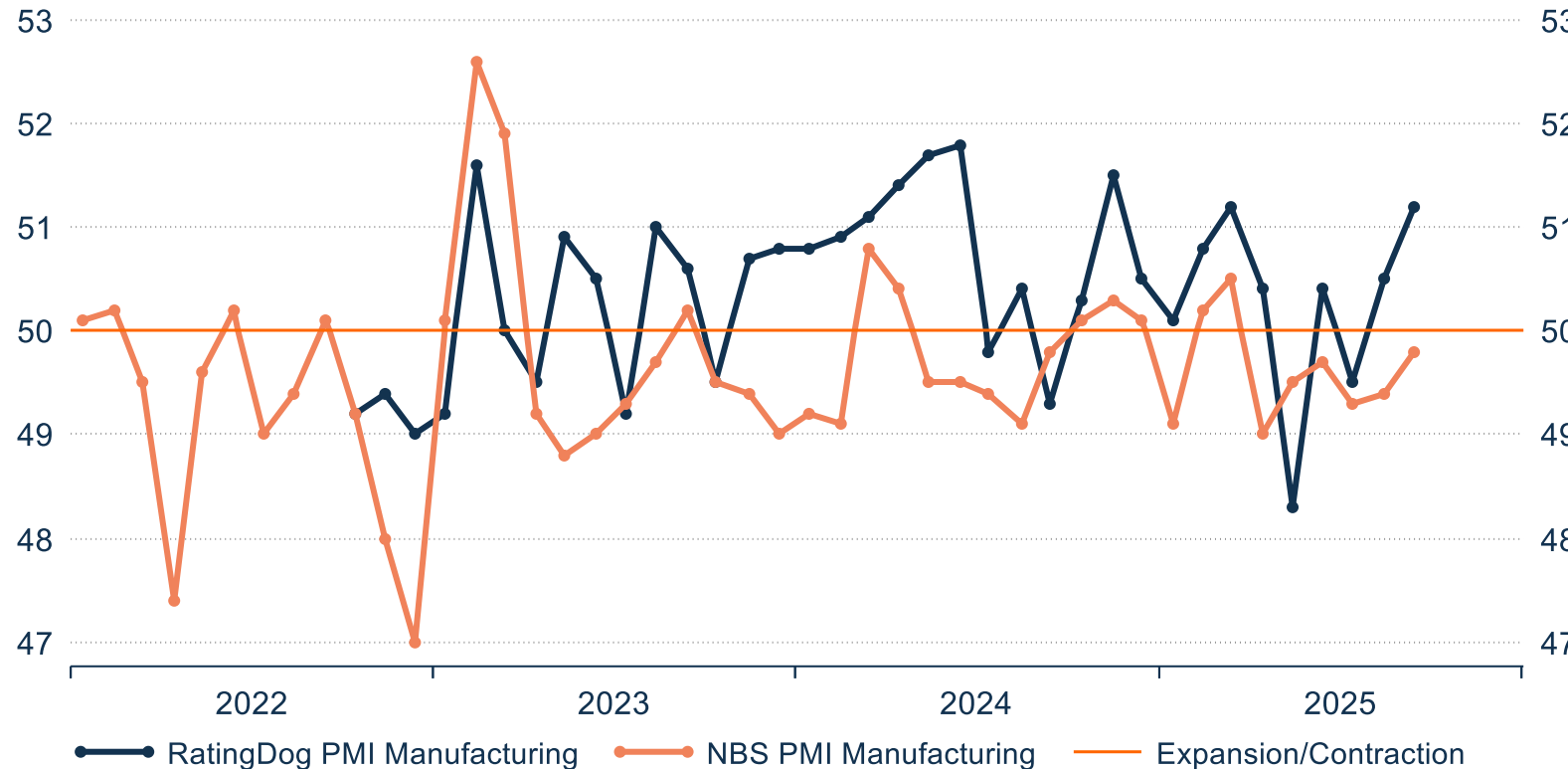


- Am deutschen Arbeitsmarkt macht sich die Konjunktur zunehmend bemerkbar. Die offenen Stellen nehmen gemäß BA-X seit rund drei Jahren stetig ab. Dagegen stieg die Arbeitslosenquote stetig an und verharrt seit etwa einem halben Jahr auf dem erreichten Niveau von 6,3%.

Chinas Industrieproduktion mit Anzeichen einer Stabilisierung

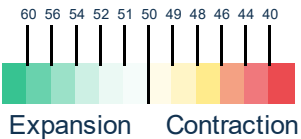
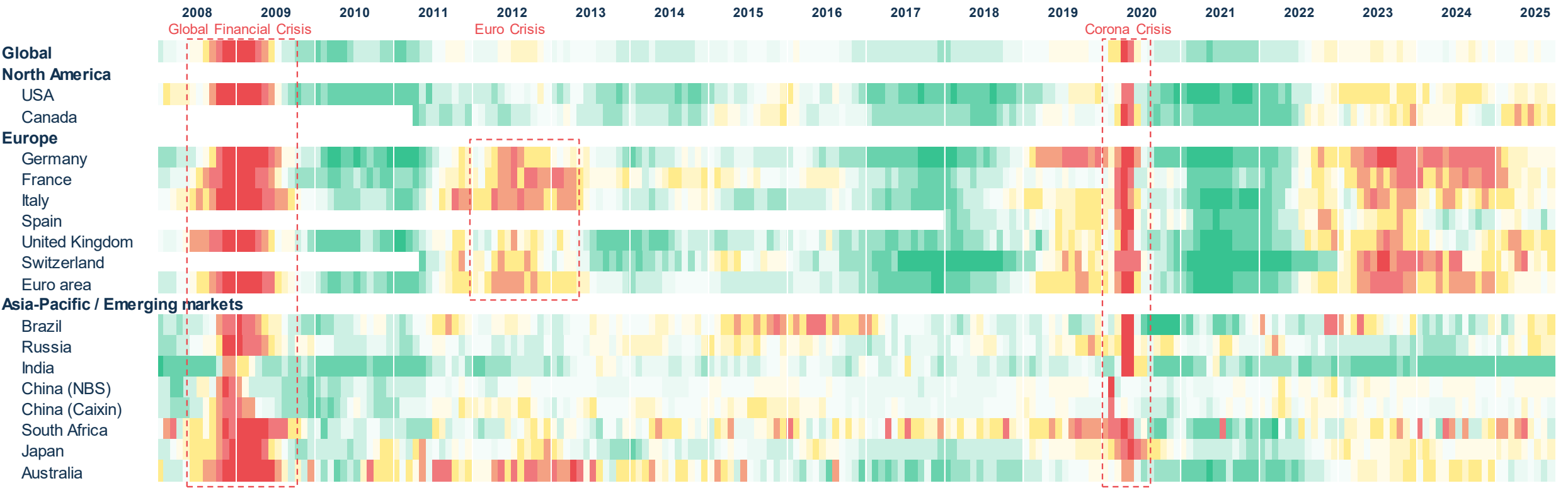
Einkaufsmanagerindizes der Industrie (Staatlich & Caixin)

50 = Expansionsschwelle



- Das verarbeitende Gewerbe in China dürfte mit etwas mehr Schwung in die Herbstsaison starten.
- Der staatlich erhobene PMI für die Industrie lag mit 49,8 Punkten im September zwar den sechsten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50. Aber sowohl Produktion als auch die Geschäftserwartungen verbesserten sich deutlich.
- Der stärker auf Exportunternehmen fokussierte Caixin PMI konnte mit 51,2 Punkten stärker zulegen (zuvor: 50,5).
- Die starke Nachfrage im AI-Bereich, das Tauwetter zwischen China und Indien sowie eine robuste Wirtschaftsentwicklung bei Handelspartnern (Vietnam, Korea) sollten den Gegenwind durch neue US-Zölle auf Holz- und Pharmaprodukte vorerst ausgleichen.
- Um das Momentum bis Ende des Jahres aufrechtzuerhalten, wird jedoch zusätzlicher Stimulus notwendig sein. Ein solcher dürfte wahrscheinlich rund um die Tagung des Zentralkomitees der KPCh in der dritten Oktoberwoche verkündet werden.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

04

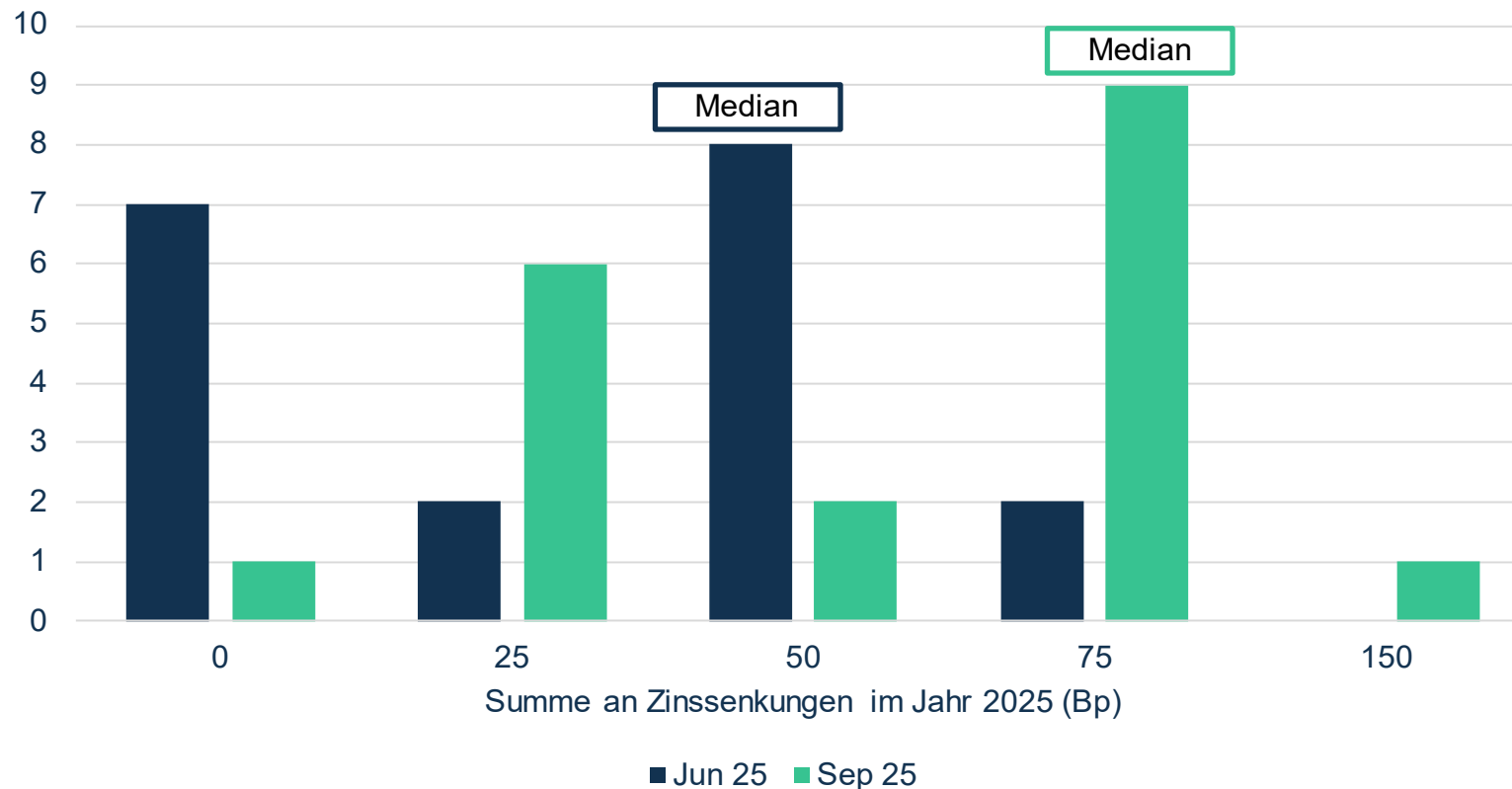
Zinsen: Zinsdifferenz geht zulasten des US-Dollar

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

Fed: Rückkehr auf den Zinssenkungspfad

Gespaltenes Meinungsbild über weiteren Kurs

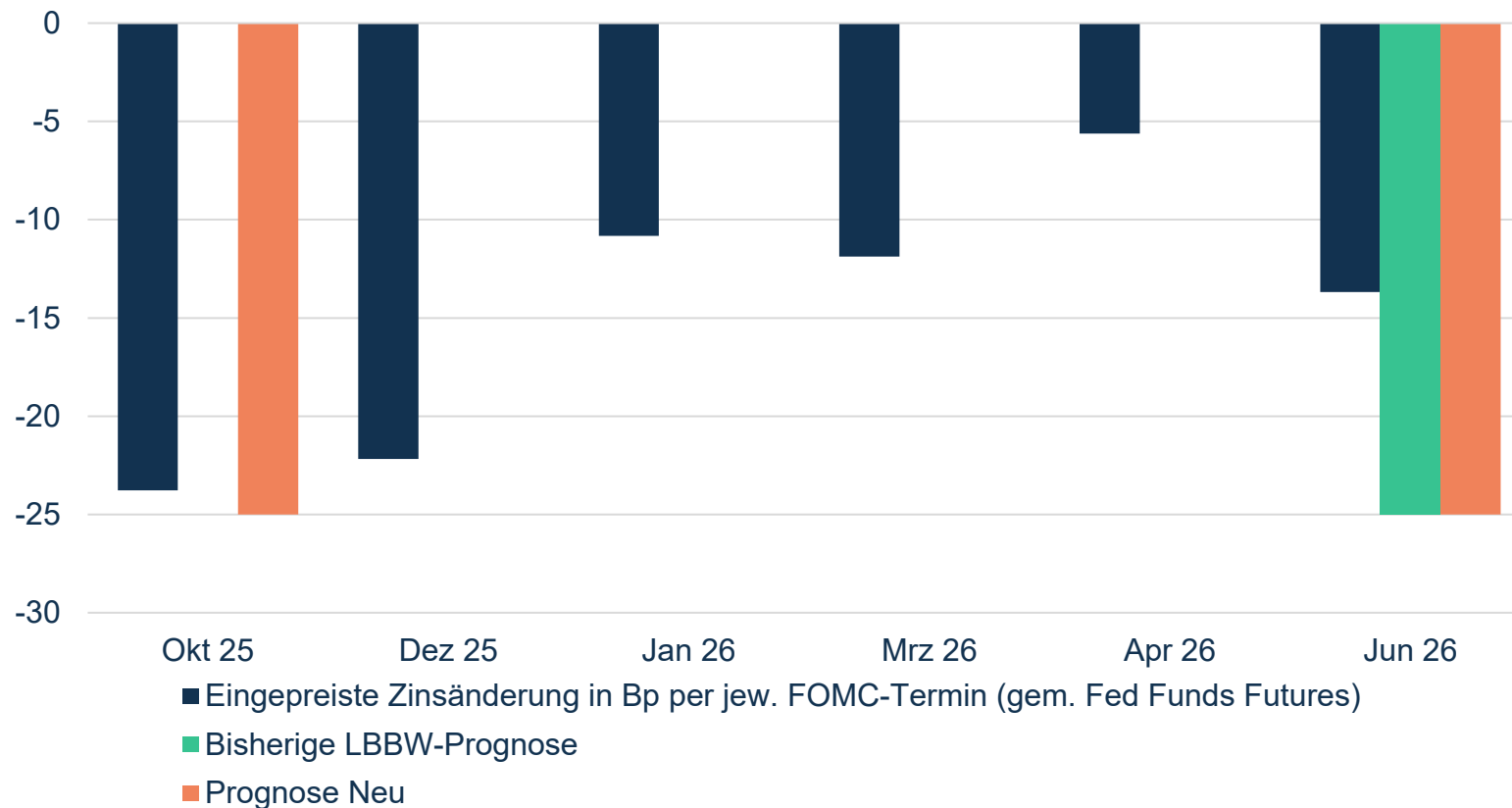
Verteilung der Präferenzen der Fed-Notenbanker bezüglich der Summe an Zinssenkungen im Jahr 2025 („Dot Plot“)



- Der Fed-Entscheid vom 17. September entsprach im Wesentlichen den Erwartungen: **die erste Zinssenkung seit Dezember 2024, Tagesgeldzielband um 25 Bp auf 4,00 % bis 4,25 % reduziert.**
- Begründung: Abwärtsrisiken für die Beschäftigung haben zugenommen. Zollbedingte Inflation wird als „wahrscheinlich temporär“ eingestuft.
- Powell: Option eines 50-Bp-Schritts (von Trump-Loyalist Miran präferiert) stieß auf wenig Resonanz.
- **Neuer „Dot Plot“: Fed-Konsens avisiert zwei weitere Senkungen bis Ende 2025.**
- Aber: Meinungsbild stark gespalten. Neun von 19 Notenbankern präferierten (vor dem Entscheid) insgesamt höchstens zwei Senkungen für 2025.

Prognoseanpassung: Senkung um 25 Bp im Oktober, dann erneut Pause

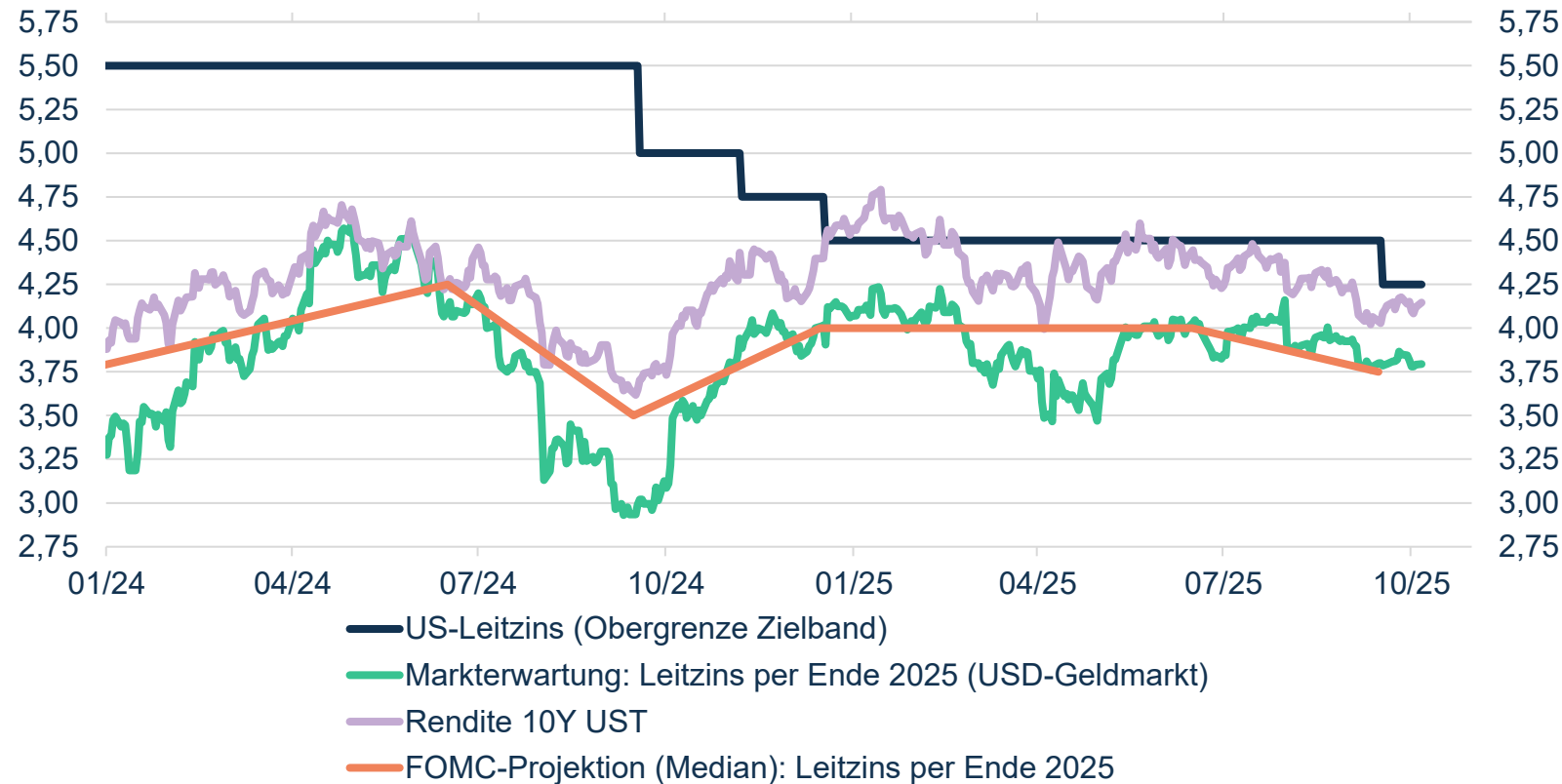
Am USD-Geldmarkt eingepreiste Leitzinsänderung je Fed-Sitzung (in Bp) mit bisheriger und neuer LBBW-Prognose



- Markt stellt sich auf weitere Zinssenkungsschritte um insgesamt 50 Bp bis Ende 2025 weitgehend (zu 90 %) ein.
- Für HJ1 2026 Tendenz zu zwei weiteren Schritten. Leitzins wäre demnach Mitte 2026 bei 3,25 % oder 3,50 %.
- Wir adjustieren unsere Prognose mit Verweis auf die anhaltenden Inflationsgefahren zunächst nur moderat: Zinssenkung um 25 Bp auf der Sitzung am 29. Oktober aus heutiger Sicht gesetzt, Government Shutdown erhöht die Wahrscheinlichkeit zusätzlich.
- Danach gehen wir von einer erneuten längeren Zinspause aus (Prognose per Jahresmitte 2026: 3,75 %, bisher 4,00 %).
- Unsere Leitzinsprognose per Ende 2026 belassen wir unverändert bei 3,50 %.

US-Rentenmarkt: Gewinnmitnahmen trotz „dovishem Dot Plot“

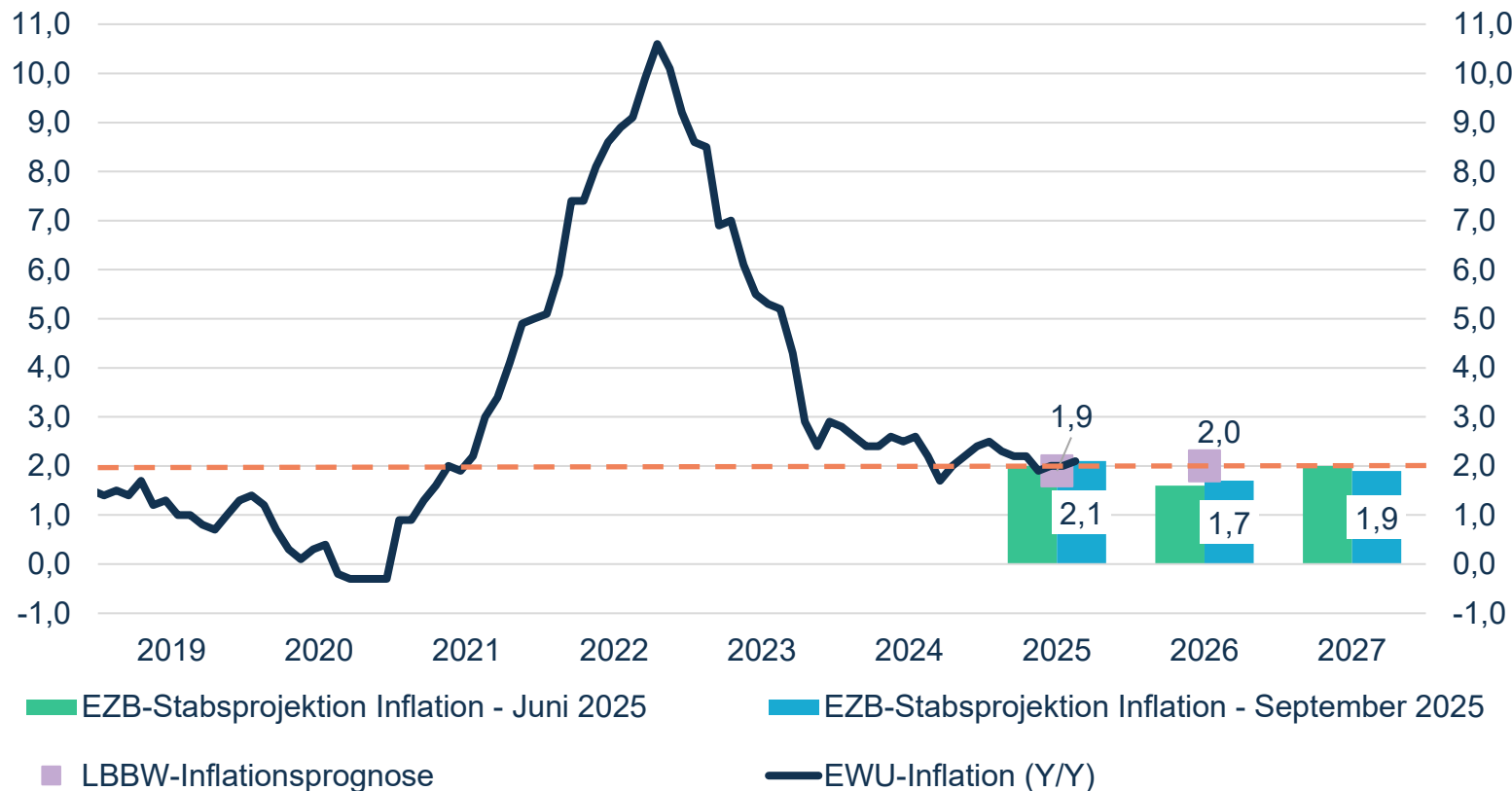
USD-Leitzins mit Markterwartungen per Ende 2025 und Fed-Leitzinsprojektion



- 10Y US-Treasuryrendite testet 4 %-Schwelle – wichtige Wegmarke! Nachhaltiger Fall unter 4 % könnte aus markttechnischer Sicht einen neuen Kursaufschwung einleiten.
- Renditeunterstützung hielt jedoch dem „dovishen Dot Plot“ stand.
- Bestätigung der Erwartungen mithin nicht als weiterer bullischer Impuls gewertet – im Gegenteil: Es kam zu Gewinnmitnahmen.
- Nächste Impulse von der Makroseite ungewiss: Government Shutdown verzögert Veröffentlichung wichtiger Konjunkturdaten.
- Wir erachten 10-jährige US-Treasuries auf einem Renditeniveau von rund 4 % als zu teuer. Wir bekräftigen unseren Call pro Kurvenversteilerung!

EZB hält zum zweiten Mal in Folge die Füße still

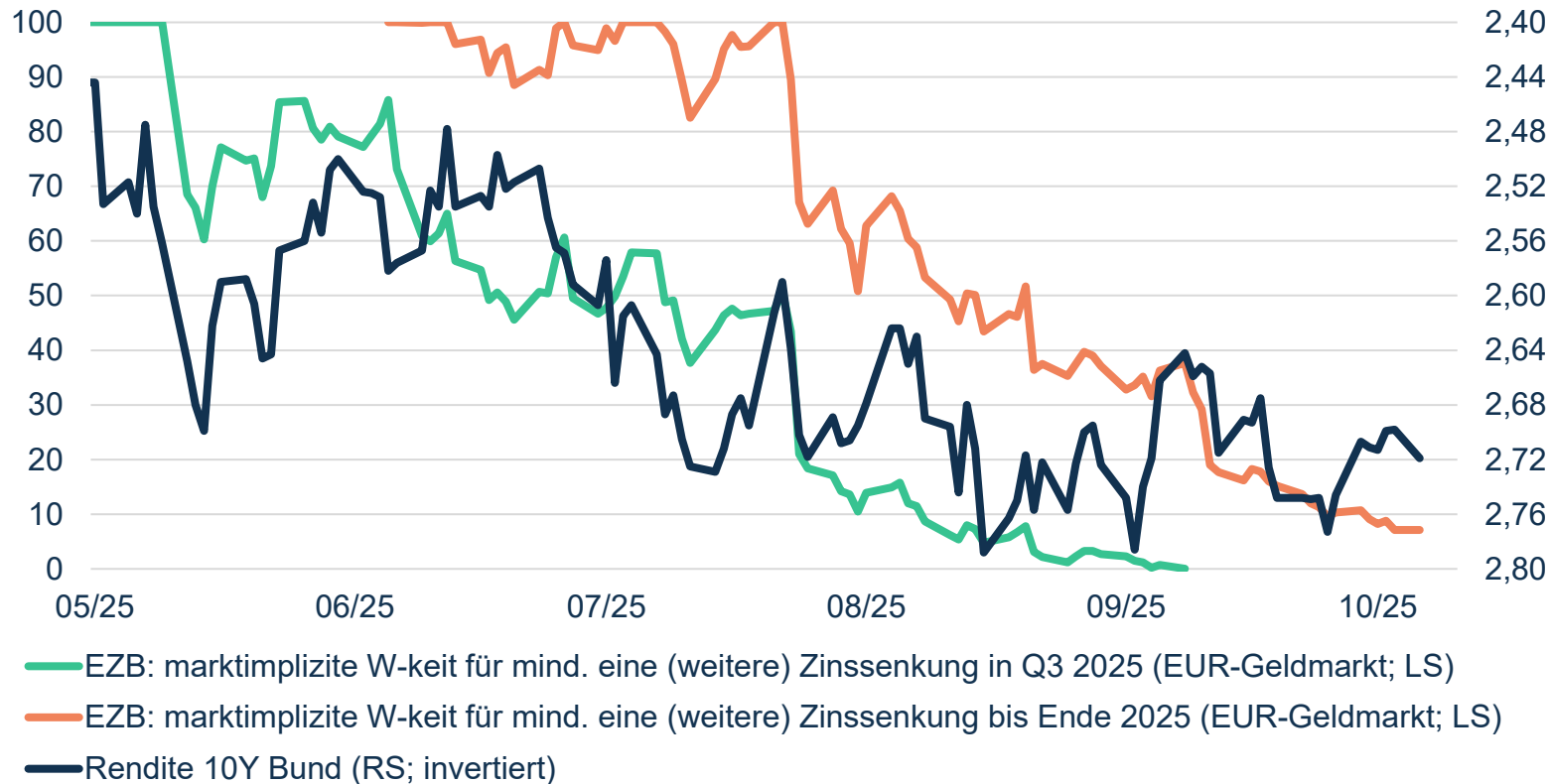
EWU-Inflation (Y/Y) und EZB-Stabsprojektion bis 2027



- EZB-Einlagesatz zum zweiten Mal in Folge unverändert bei 2 %.
- Neue Stabsprojektionen liefern gemischtes Signal.
- BIP-Wachstumsprojektion in Summe etwas optimistischer.
- Inflationsprojektion für 2025 und 2026 etwas höher, indes für 2027 etwas niedriger als im Juni und damit knapp unter 2 %-Marke.
- Lagarde: Nachlassender Lohndruck und fester Euro dämpfen die Kerninflation.

EZB: Lagarde dämpft verbliebene Zinssenkungshoffnungen

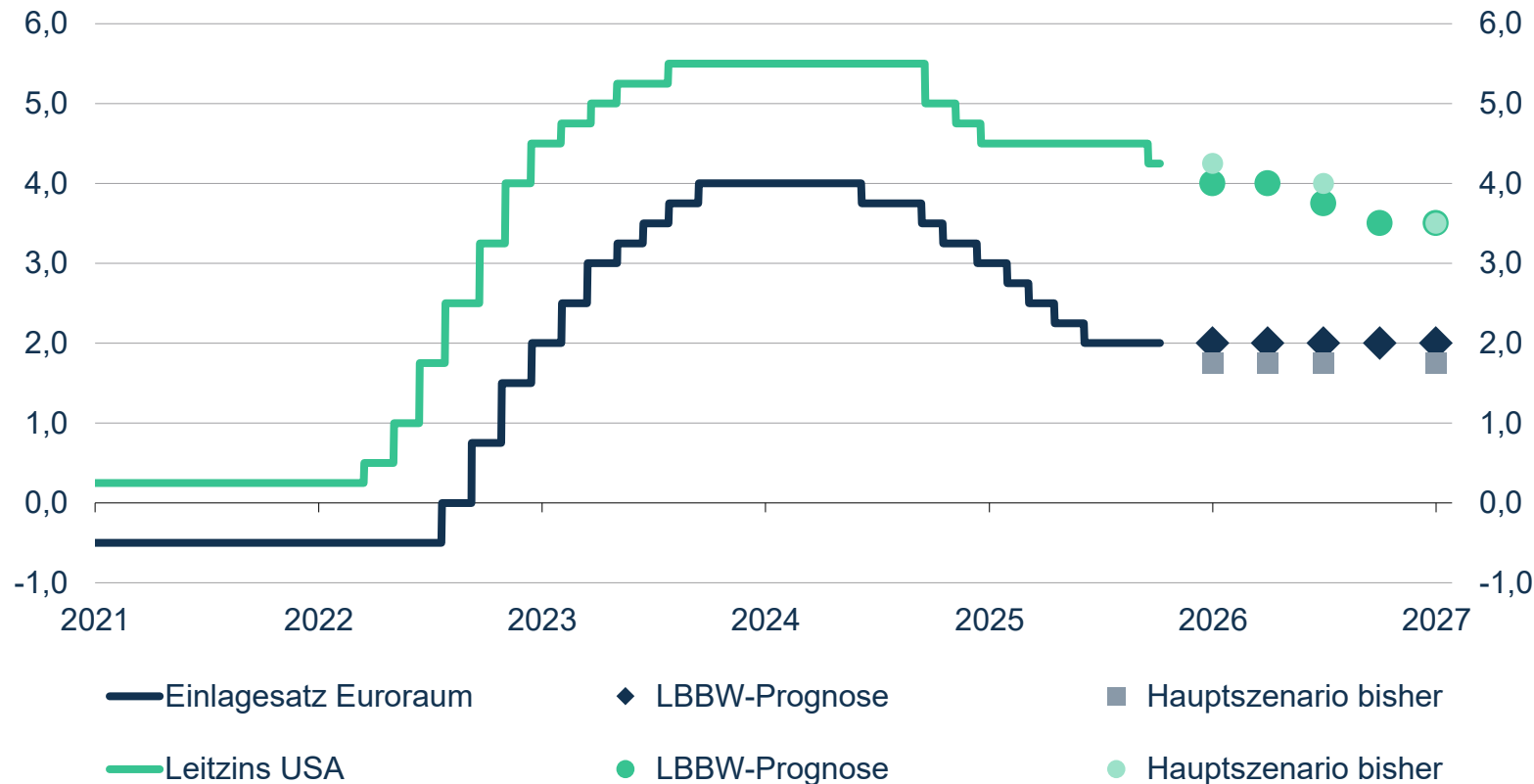
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für weitere EZB-Zinssenkung bis Ende 2025 (in %) und 10Y Bundrendite



- Ungeachtet nur wenig veränderter Projektionen hat EZB-Chefin Lagarde mit zwei Bemerkungen die Markthoffnungen auf eine abermalige Zinssenkung gedämpft.
- 1) Die Wachstumsrisiken seien nun „ausgewogener“.
- 2) Der Desinflationsprozess im Euroraum sei vorüber.
- => Hürden für neuerliche Zinssenkung erhöhen sich, signifikante Verschiebung beim Ausblick wäre wohl nötig.
- Markt sieht Chance auf Senkung bis Ende 2025 nur noch bei unter 10 %.

Prognoseanpassung: EZB „on hold“ bis mindestens Ende 2026

Leitzinsen Euroraum und USA mit bisherigen und neuen Prognosen



- => Hürde zu weiterer Zinssenkung hat sich durch die Summe aus EZB-Kommentaren und Makrodaten in den zurückliegenden Wochen weiter erhöht.
- EWU-Inflation hat im September wegen Basiseffekten wieder etwas angezogen.
- EZB-Rat dürfte zwar einen leichten Bias in Richtung Lockerung beibehalten wegen konjunktureller Unsicherheit und deflationärer Wirkung des festen Euro.
- **Aber:** Hürde zu Senkung wird wohl nur im Falle eines neuerlichen externen Schocks übersprungen!
- => Wir rücken von unserer bisherigen Prognose eine finalen EZB-Senkung im Dezember 2025 ab und erwarten nunmehr eine unveränderte Geldpolitik bis mindestens Ende 2026.

EUR-Rentenmarkt: Sehr enge Handelsspanne – ausgedehnte Konsolidierungsphase!

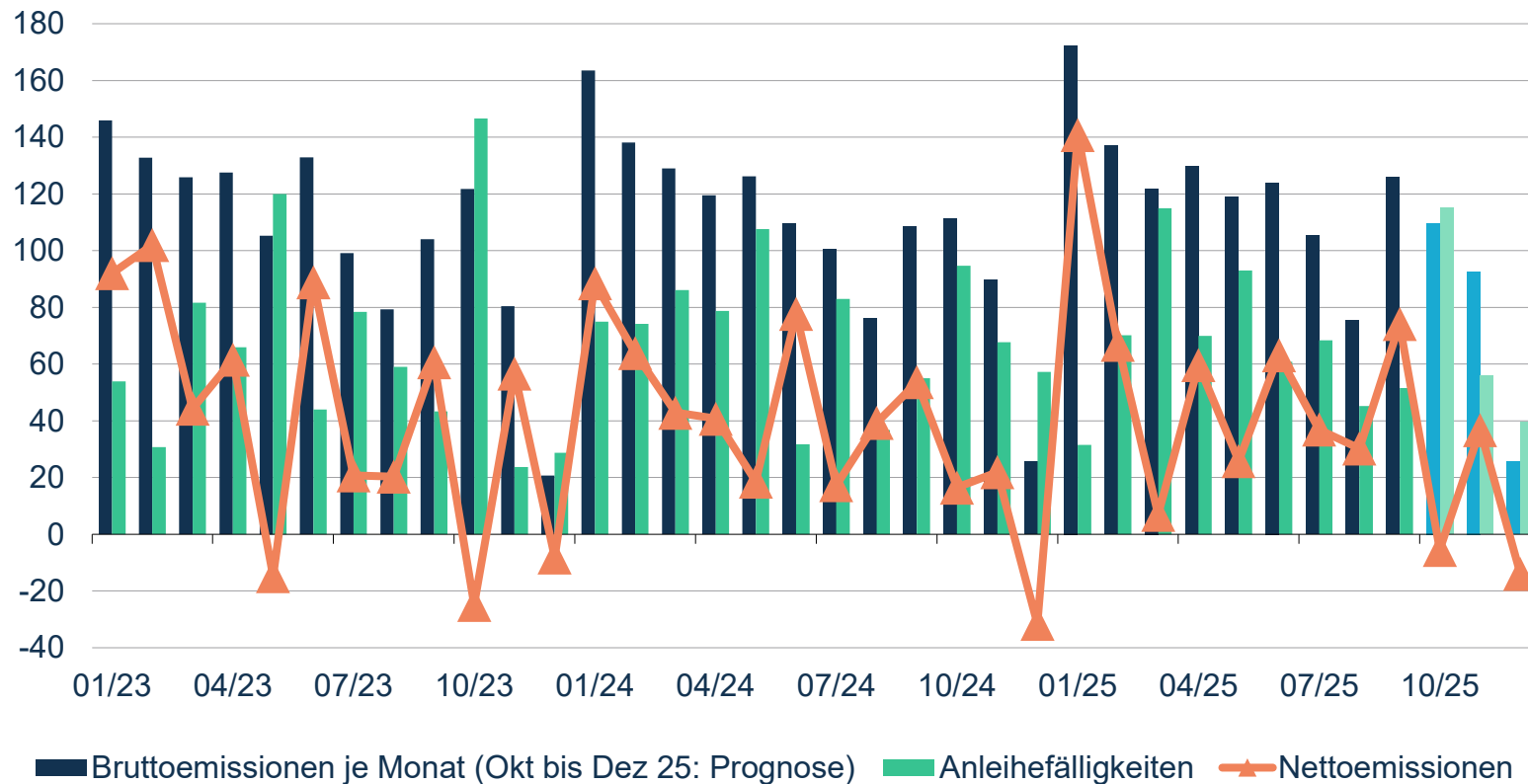
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries



- Sinkender US-Renditetrend findet am EUR-Rentenmarkt keinen Widerhall!
- 10Y Bundrendite seit Anfang Q3 in sehr enger Handelsspanne zwischen 2,60 % und 2,80 % „eingezwängt“.
- In welche Richtung wird die ausgedehnte Konsolidierung durchbrochen?
- **Zwei Argumente legen u.E. einen „bearishen Bias“ nahe:**
- 1) Schwindende Hoffnung auf weitere EZB-Zinssenkung entmutigt die Rentenbullen.
- 2) Bullishes Potenzial am US-Rentenmarkt u.E. größtenteils ausgeschöpft, sofern unser Call bzgl. US-Inflation und Fed aufgeht.

EUR-Rentenmarkt: Niedriges Nettoangebot in Q4 könnte die Bären zurückhalten

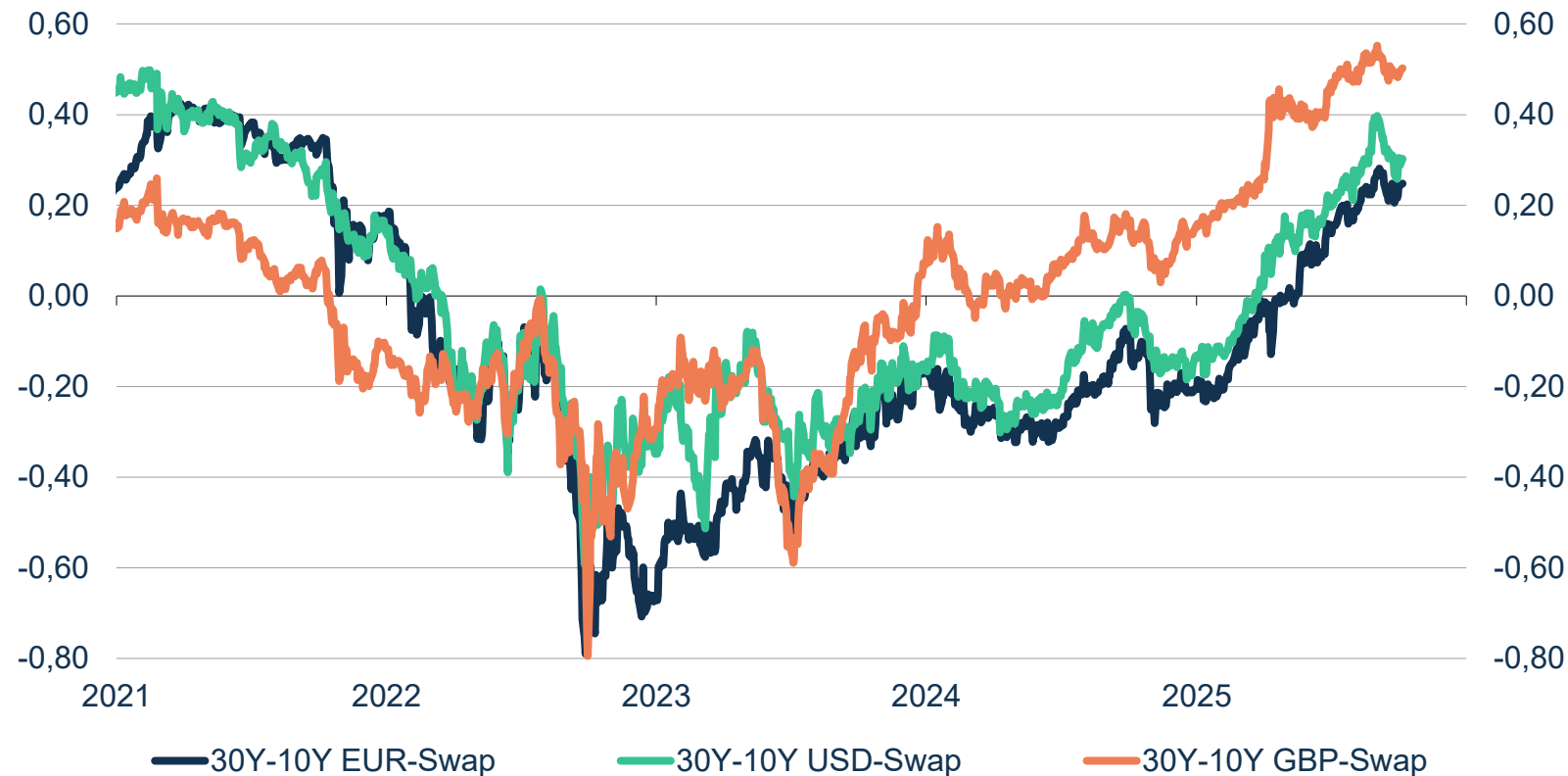
Brutto- und Nettoemissionsvolumina am EUR-Staatsanleihemarkt (in Mrd. EUR)



- Die Faktoren Staatsanleiheangebot und Saisonmuster stehen im Schlussquartal auf Seiten der Bullen!
- Bruttoemissionen der EUR-Staaten sinken laut unserer Prognose in Q4 um rund ein Viertel (Q/Q) auf gut 225 Mrd. EUR.
- **Nettoangebot in Q4 mit knapp 20 Mrd. EUR sogar nur knapp über Null. Für Oktober erwarten wir negative Nettoemissionen!**
- Im Durchschnitt der letzten 20 Jahre ist die 10-jährige Bundrendite zwischen Oktober und Dezember um rund 25 Bp gefallen, bereinigt um den übergeordneten Trend.
- => Fundamental veranlasste bearische Kräfte könnten in Q4 auf erhebliche Widerstände treffen. Richtung Jahresstart 2026 stehen die Zeichen aber u.E. klar auf steigende EUR-Langfristzinsen.

Zinskurven: Versteilerung am ultra-lange Ende pausiert – bleibt der übergeordnete Trend intakt?

Zinsdifferenz 30Y-10Y Swap für ausgewählte Währungsräume

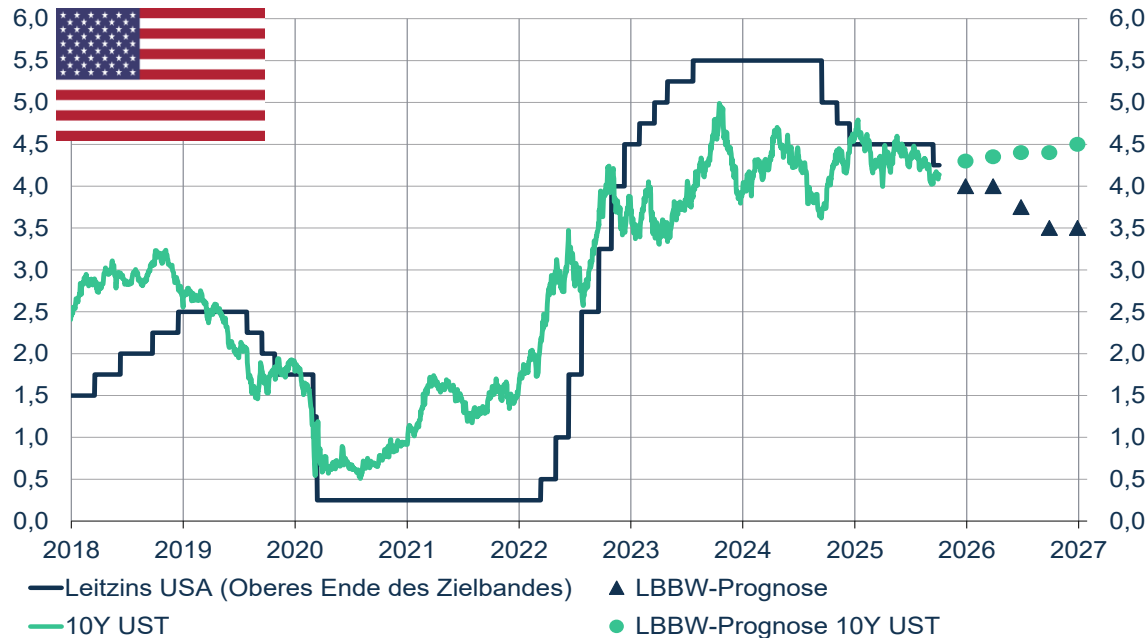


- Die große „Zinsstory 2025“ ist bis dato eine starke Versteilerung der Zinskurven im Laufzeitbereich über zehn Jahre: Der Trend ist global angelegt!
- In den zurückliegenden Wochen legte die Versteilerung einstweilen eine Pause ein; vor allem am USD-Zinsmarkt kam es zu einem Rücksetzer.
- Die Gründe sind u.E. ein steigendes Interesse mancher Anleger an Ultra-Langläufern nach deren Underperformance und Spekulationen über ein verändertes Emissionsverhalten der Staaten (= weniger ultra-langlaufende Anleihen im Angebot).
- Wir rechnen nicht mit einer Trendumkehr. Die fundamentalen Argumente für eine steilere Kurve (v.a. Verschuldungssorgen) bleiben intakt.

Fazit: Fed tastet sich zurück auf Zinssenkungspfad; 10Y Bundrendite mittelfristig in Richtung 3 %

USD-Zinsen und Prognose

in %

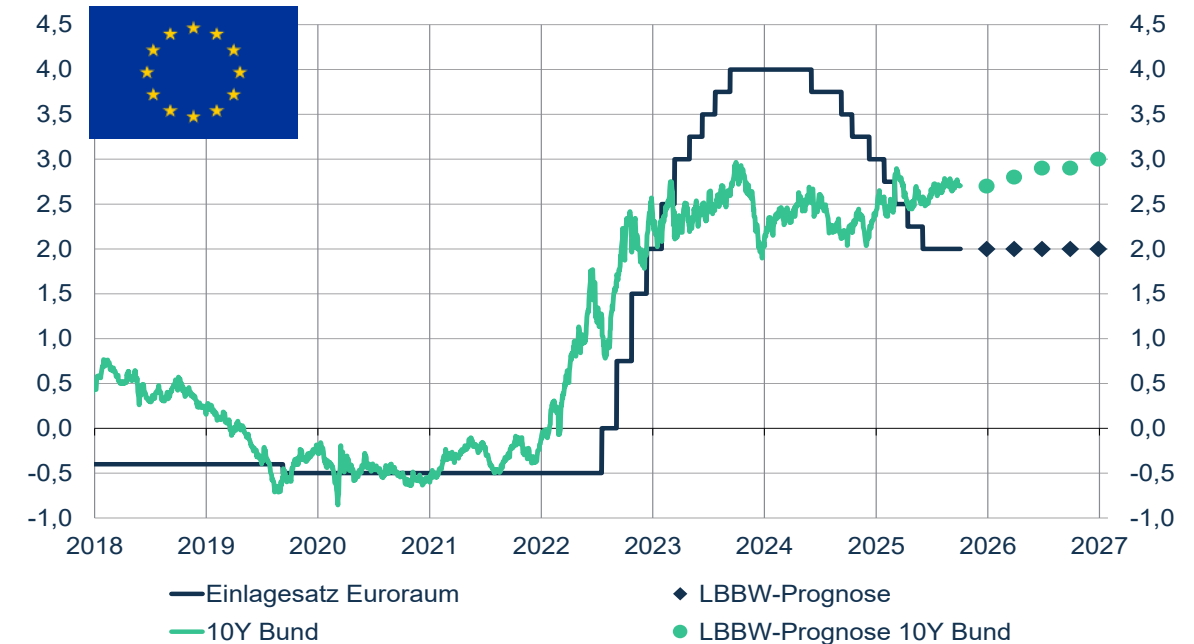


- **Dilemma für die Fed:** Eine Zinssenkung um 25 Bp im Oktober, Rückkehr auf den Lockerungspfad bleibt bei alledem zögerlich.
- Am US-Treasurymarkt schwelen die Sorgen um den Status als sicherer Anlagehafen; Zinskurvenversteilerung hält an.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

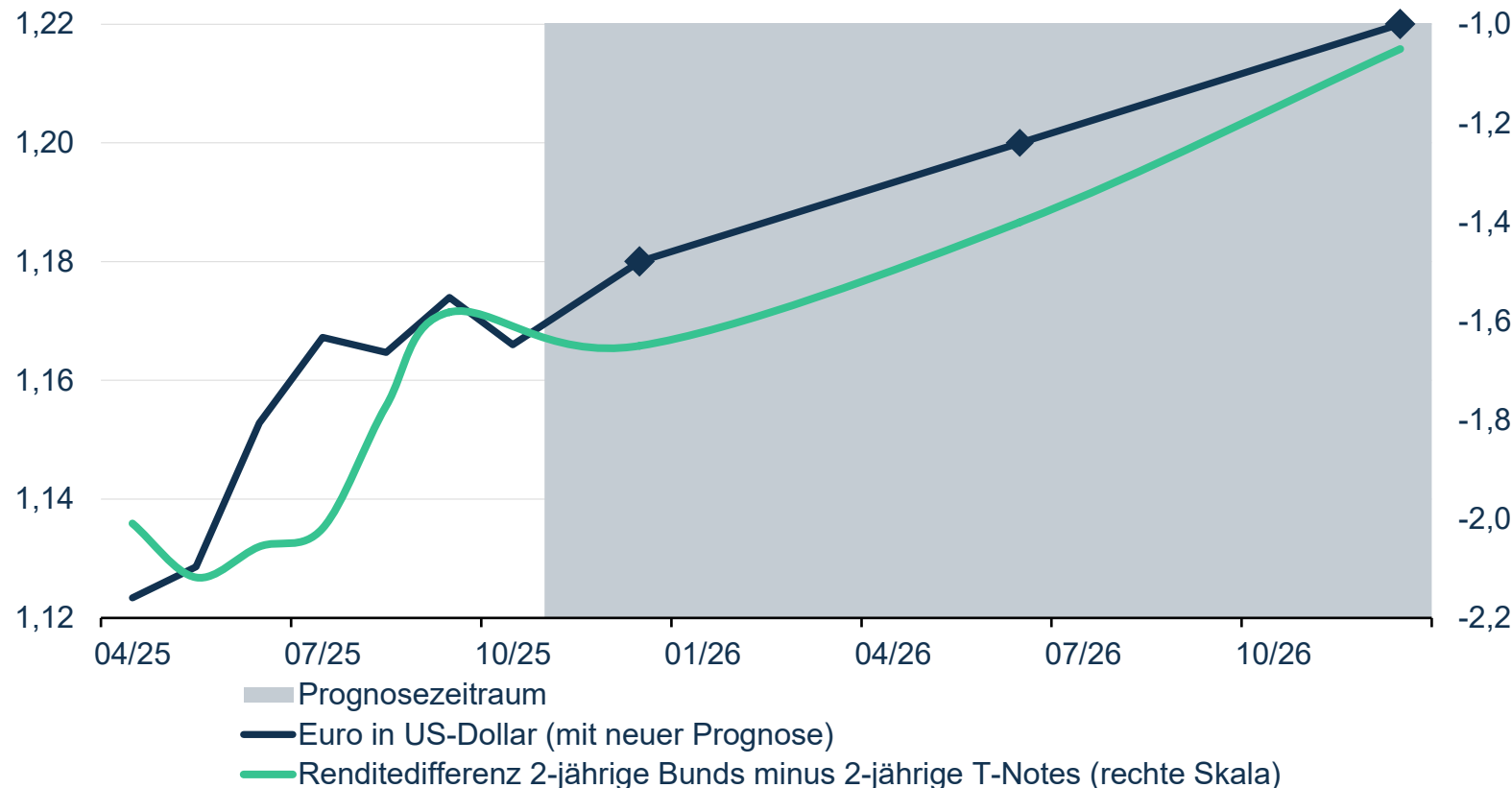
in %



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

Devisenmarkt: Der US-Dollar dürfte weiter zur Schwäche neigen

Renditedifferenz 2Y Bund vs. 2Y US-Treasury und EURUSD-Wechselkurs (mit LBBW-Prognosen)

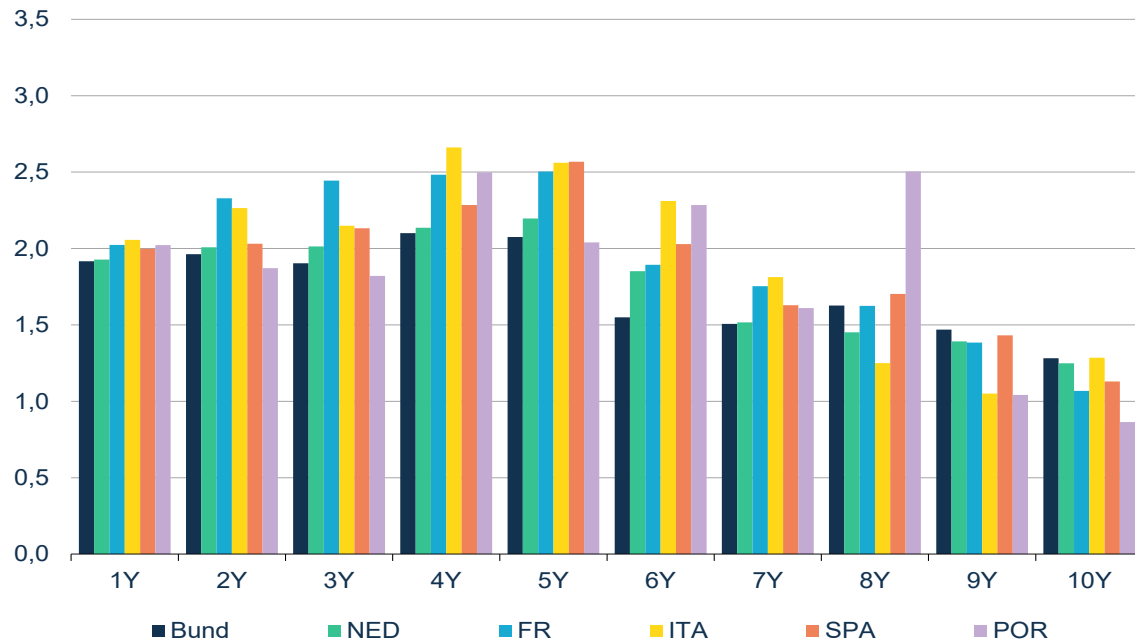


- (Entgegengesetzte) Anpassung der Leitzinsprognosen legte Überarbeitung unserer EURUSD-Prognose nahe!
- Aussicht auf temporäre Wiederausweitung der Zinsdifferenz USD/Euro schwindet. Dies engt am Devisenmarkt den Spielraum für eine Erholung des US-Dollars ein.
- Unsere leicht „hawkische“ Fed-Prognose lässt zwar kurzfristig noch immer einen etwas festeren Greenback erwarten.
- Dies dürfte jedoch nicht genügen, um die nagenden Zweifel am Safe-Haven-Status des Dollar zu überkompensieren.
- **Neue Prognose: Wir gehen auf Sicht von drei bis sechs Monaten von einer Konsolidierung im Bereich 1,18 aus. Per Ende 2026 heben wir unsere Prognose von 1,18 auf 1,22 EURUSD an.**

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries: USD-Anleihen untergewichtet

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

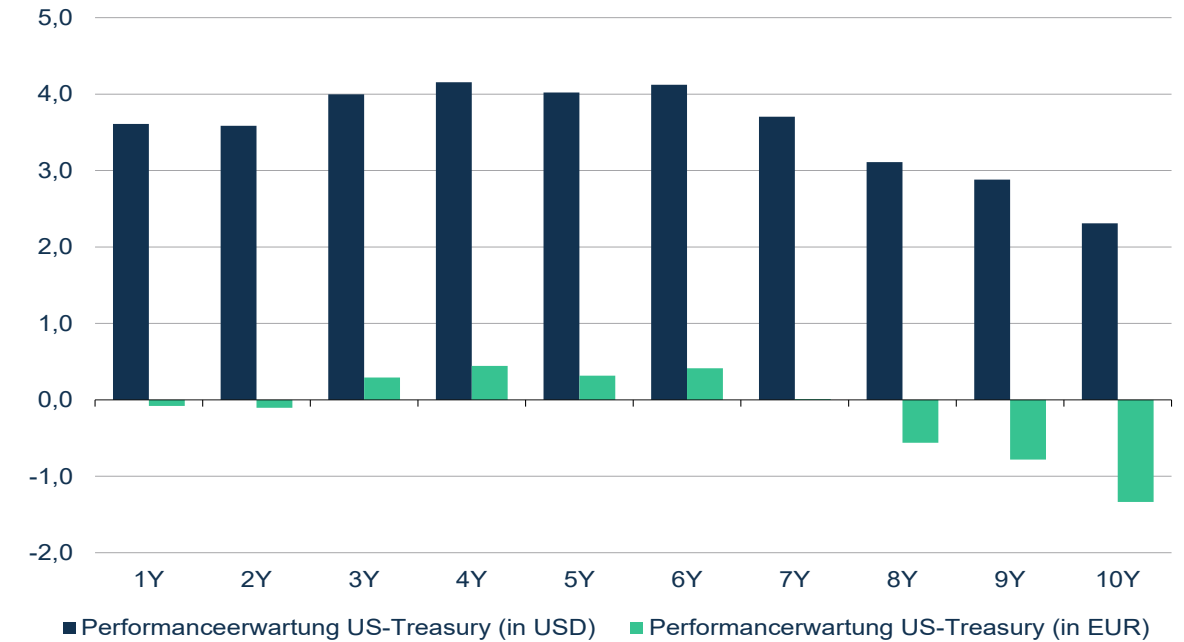


- Trump-Sorgen überdecken „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet**.
- Peripheriespreads: Rating-Upgrades stützen Einigungstrend, **Mittelfristig-Gefahr einer Wiederausweitung bleibt indes bestehen**.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)

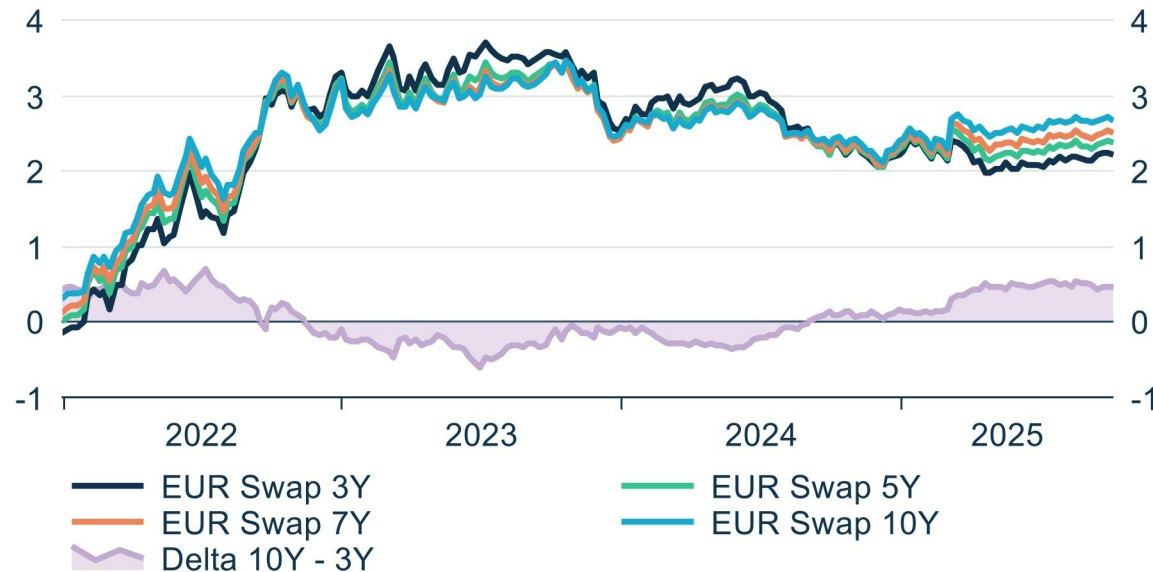


- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Kurzfristig Spielraum für Konsolidierung, mittelfristige Perspektive bleibt eingetrübt**.
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries bleibt trotz Fed-Lockerung beträchtlich.

Swap-Renditen: Struktur hat sich normalisiert

EUR Swap-Renditen in %

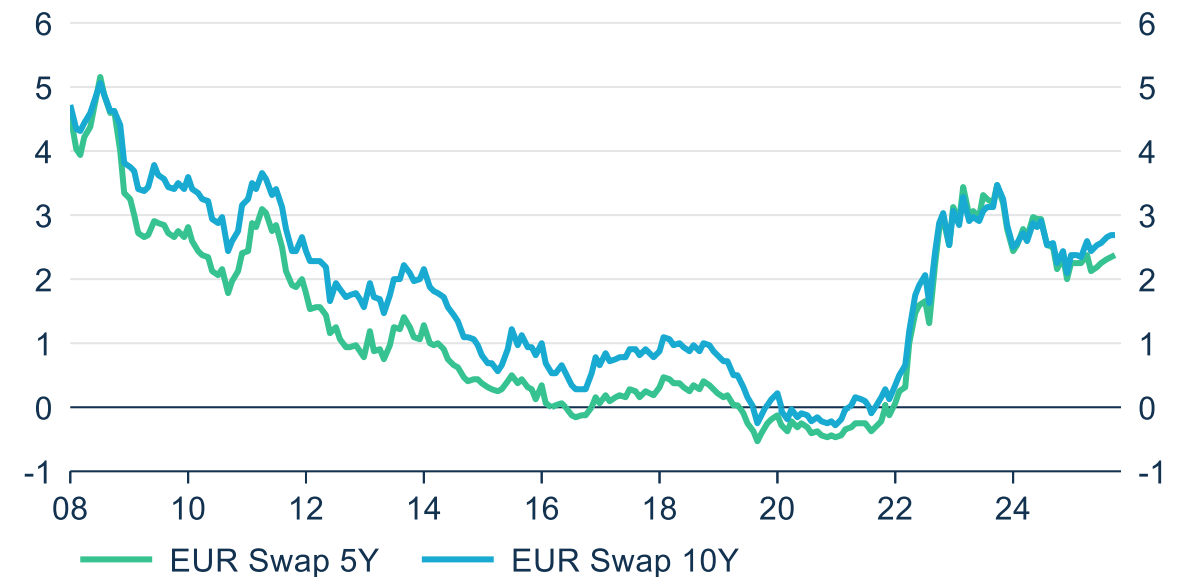
Laufzeiten 3-10 Jahre, seit 2022



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

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 5 & 10 Jahre, seit 2008



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

Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Dec-25	Forecast 30-Jun-26	31-Dec-26	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.15	2.15	2.15	2.15	
ECB Deposit Rate	2.00	2.00	2.00	2.00	
Overnight Rate (€STR)	1.92	1.95	1.95	1.95	
3M Euribor	2.03	2.00	2.05	2.05	
Swap 2Y	2.15	2.15	2.15	2.30	
Swap 5Y	2.39	2.35	2.40	2.55	
Swap 10Y	2.71	2.65	2.80	2.90	
Bund 2Y	2.00	2.00	2.05	2.20	
Bund 5Y	2.26	2.30	2.40	2.55	
Bund 10Y	2.66	2.70	2.90	3.00	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.25	4.00	3.75	3.50	
Overnight Rate (SOFR)	4.18	3.85	3.60	3.35	
3M Money Market	4.85	3.75	3.50	3.30	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.37	3.40	3.20	3.00	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.39	3.40	3.35	3.35	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.67	3.75	3.80	3.90	
Treasury 2Y	3.68	3.65	3.45	3.25	
Treasury 5Y	3.73	3.75	3.75	3.75	
Treasury 10Y	4.13	4.30	4.40	4.50	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.80	0.80
Japan	10Y Government Bond	1.63	1.65	1.70	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA	3.97	3.70	3.45	3.20
UK	10Y Government Bond	4.71	4.60	4.60	4.70
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.19	0.40	0.50	0.55

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

05

Credits: Corporate Bonds sehr begehrt

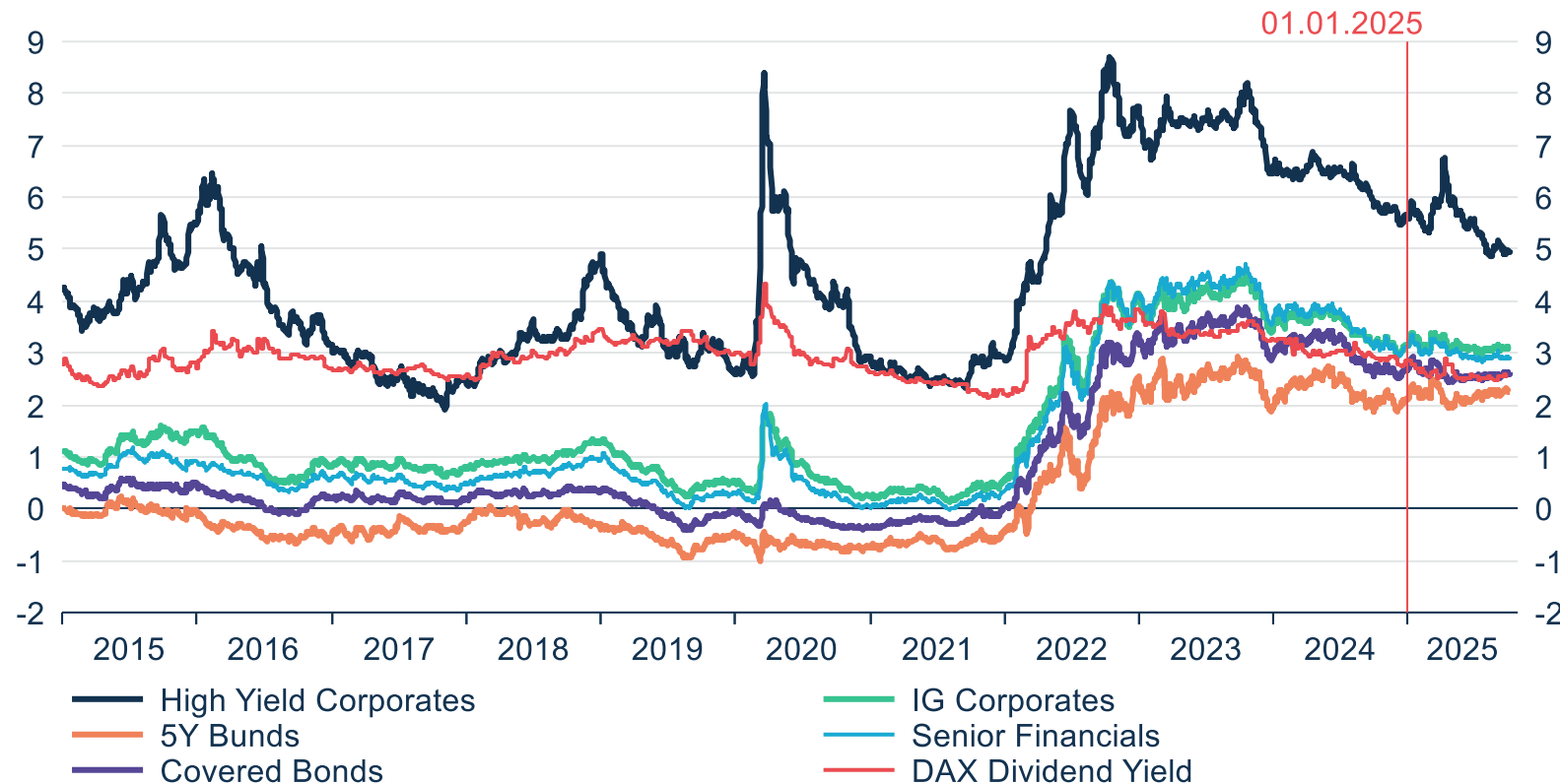
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

IG-Renditen für Corporates sehr stabil

Renditen im Vergleich

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

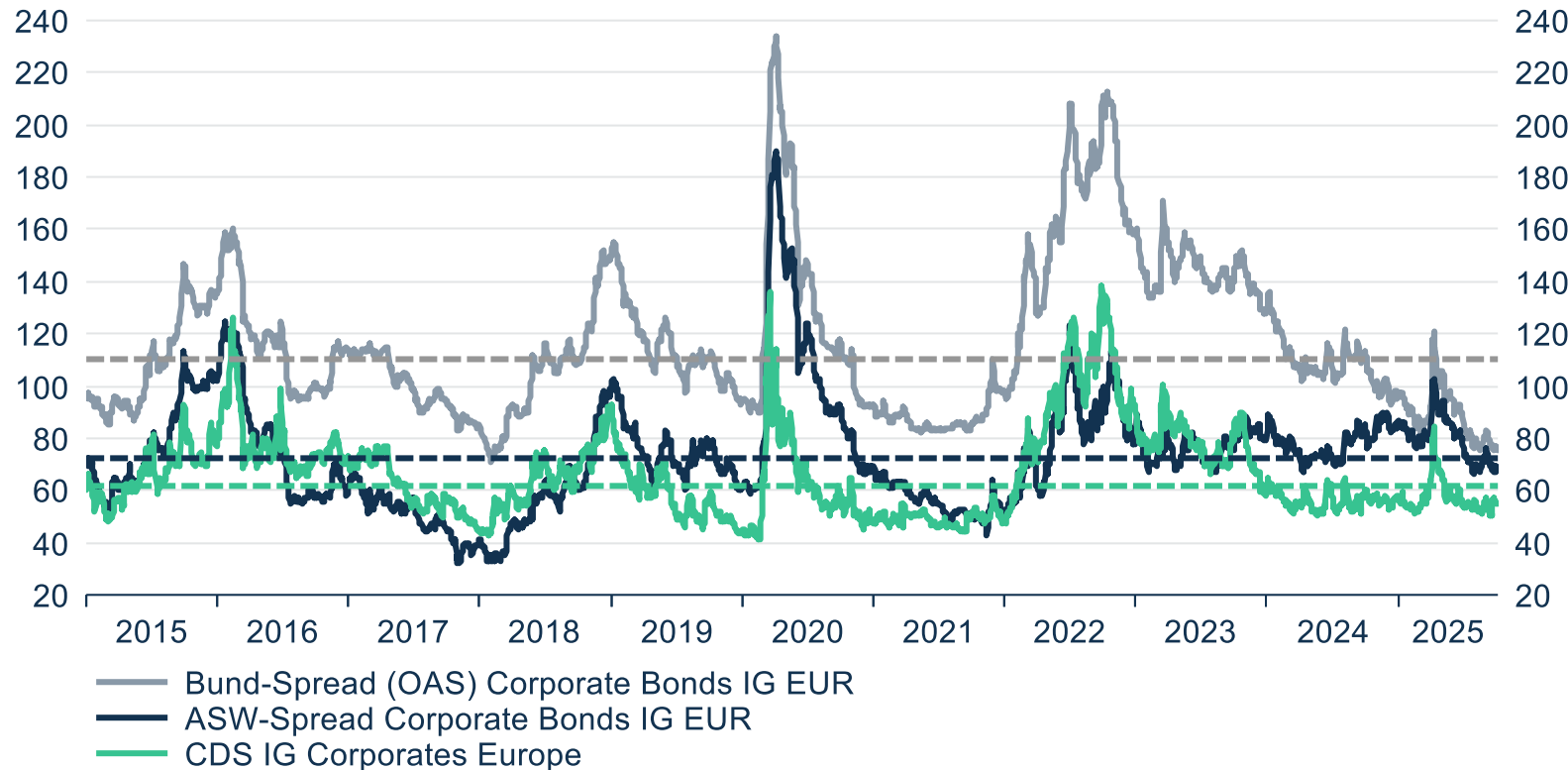


- Die Index-Rendite für Corporate Bonds mit Investmentgrade-Ratings blieb seit Jahresanfang 2025 erstaunlich stabil (Bandbreite ca. 3,0 % bis 3,5 %).
- Auch im HY-Segment bewegte sich die Index-Rendite zuletzt in einer geringen Bandbreite.
- Im Vergleich zur DAX-Dividenden-Rendite befinden sich die Renditen für Corporate Bonds weiterhin auf einem attraktiven Niveau.

Corporates Spreads auf niedrigem Niveau

Entwicklung der Risikoprämien seit 2015

Vergleich Bund-Spreads mit ASW-Spreads und 5Y CDS für IG Corporates (inkl. Median-Werten)

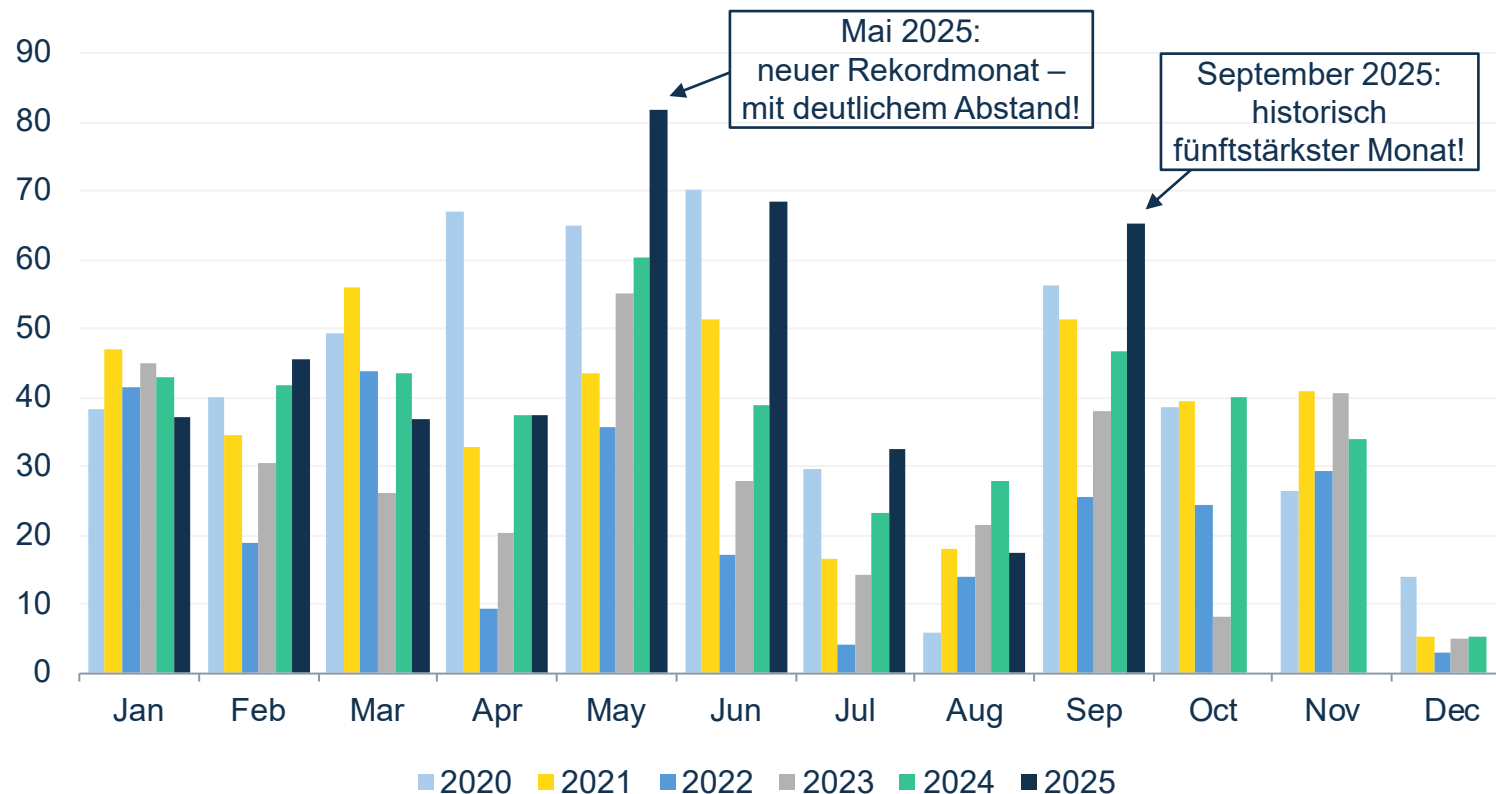


- Nach dem Zoll-Schock von Anfang April erholten sich die Risiko-Spreads für Unternehmen erstaunlich schnell und stark.
- Aktuell liegen sie auf Index-Ebene unter ihrem langfristigen Median seit 2015 und befinden sich auch am Jahrestief für 2025.
- Die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen (Bund-Spreads) haben sogar fast das niedrigste Niveau seit 2015 erreicht.

Starker September für neue Corporate Bonds

Monatliche EUR-Neuemissionen Corporate Bonds seit 2020

Volumen in Mrd. Euro

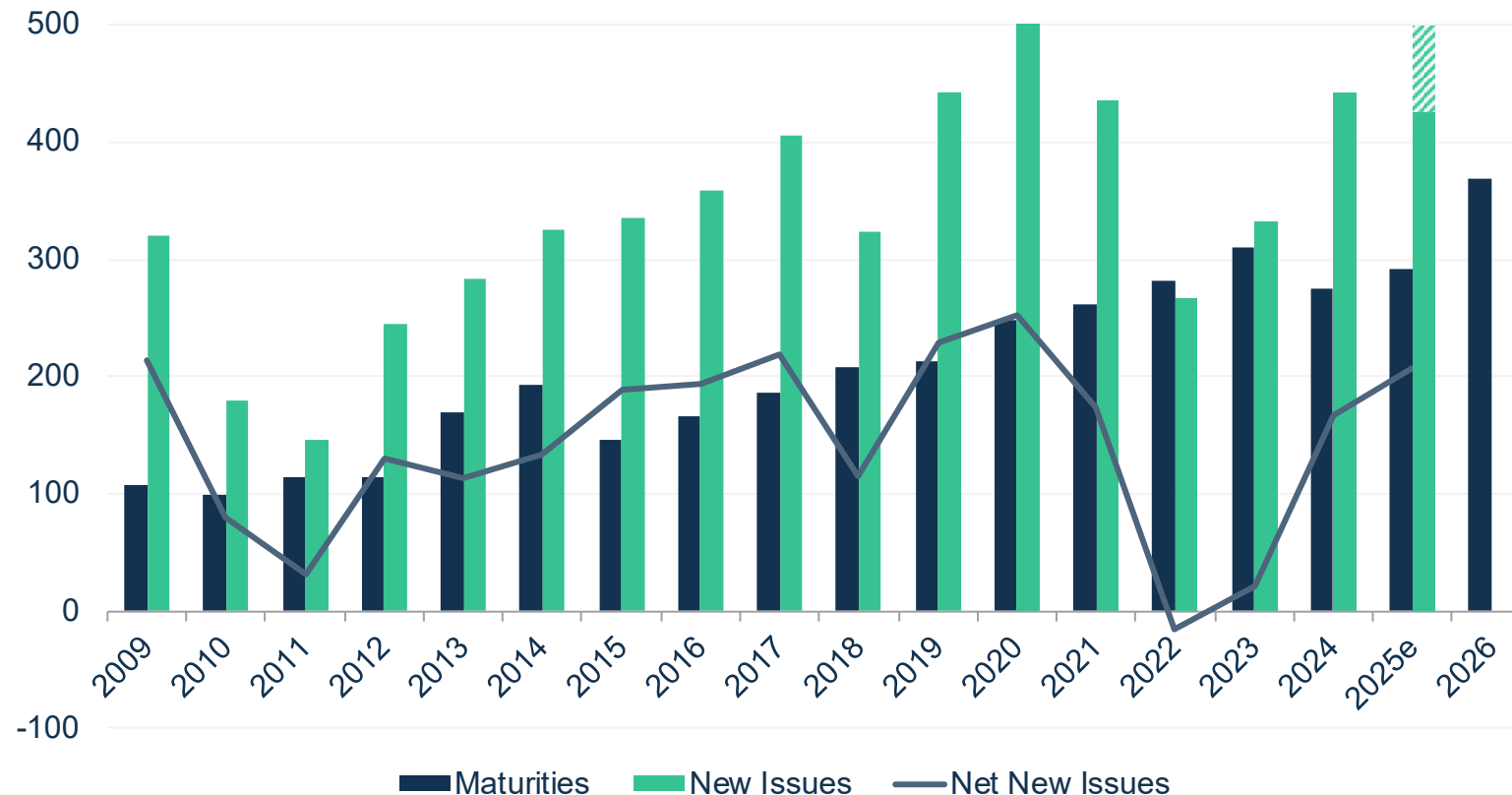


- Nach der Sommerpause starteten die Unternehmen durch:
Im September begaben 96 Emittenten insgesamt 115 Corporate Bonds im Gesamtvolumen von 65,3 Mrd. EUR (+40 % yoy!).
- Damit übertraf das Neuemissionsvolumen seit Jahresanfang bereits zum dritten Mal die Marke von 60 Mrd. EUR (zuvor nur einmal im Jahr 2019 sowie ebenfalls dreimal im Rekordjahr 2020).
- Im September stammte das größte Volumen wie üblich aus dem IG (mit 43 Mrd. EUR ca. zwei Drittel).
- Neuemissionen mit einem Gesamtrating im High-Yield-Segment kamen auf 20 Mrd. EUR – das historisch zweitgrößte HY-Monatsvolumen (nach 23,3 Mrd. EUR im Juni 2025).

Neuemissionsvolumen auf Rekordkurs

EUR Corporate Bonds: Fälligkeiten und Neuemissionen

Volumen in Mrd. Euro (inkl. LBBW-Prognosen)

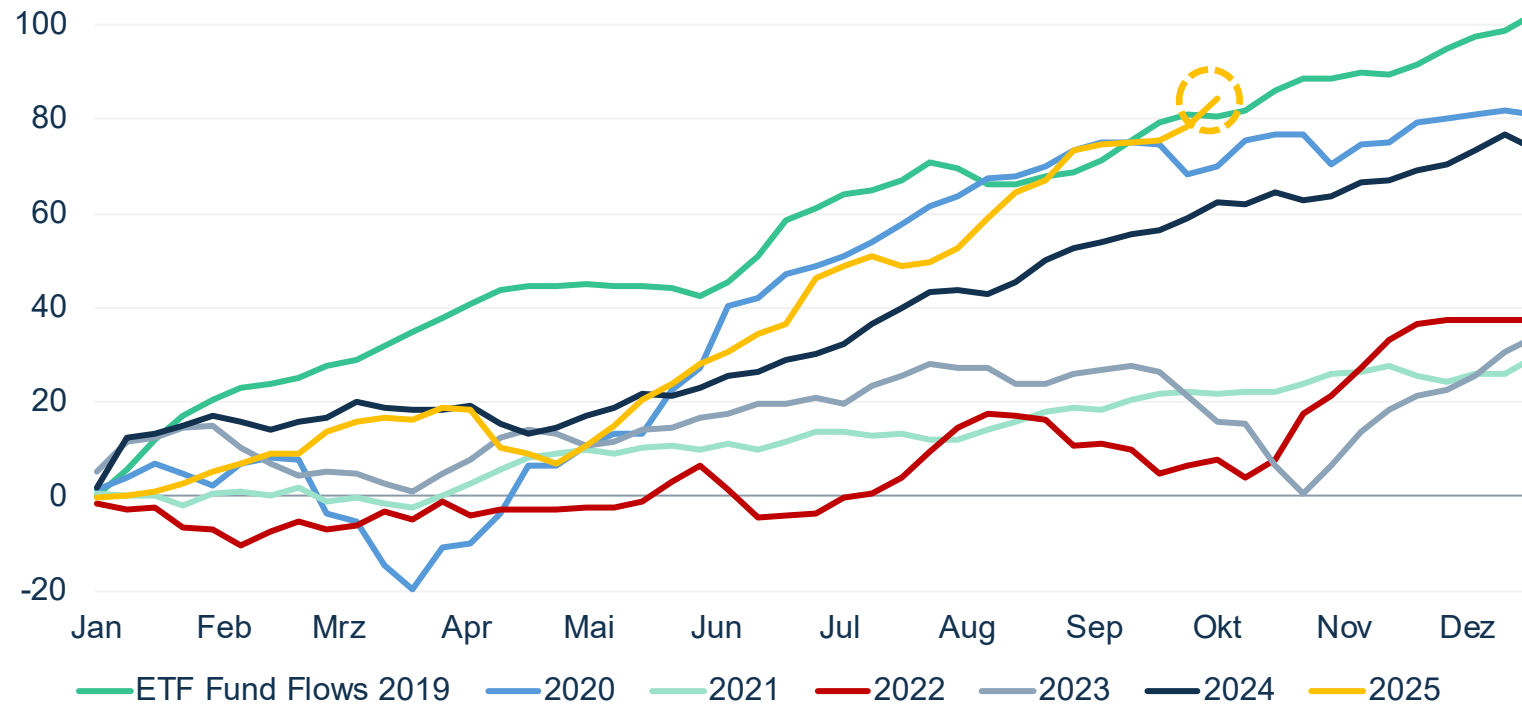


- Durch den starken September kletterte das Neuemissionsvolumen seit Jahresanfang auf 422 Mrd. EUR (+16 % yoy) und schob sich damit leicht vor das vergleichbare Volumen des Rekordjahrs 2020 (421 Mrd. EUR).
- Für das jüngste starke Wachstum waren u.a. US-Konzerne verantwortlich, die in den ersten neun Monaten so viel wie noch nie begaben (83 Mrd. EUR; +56 % yoy).
- Bei einer Fortsetzung der hohen Aktivität könnte das Gesamtjahr 2025 ein neues Rekordjahr werden. Wir erhöhen unsere Prognose auf ca. 500 Mrd. EUR (bisher: mind. 470 Mrd. EUR).

Nachfrage der Investoren auf Rekordniveau

Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

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



- Im ersten Halbjahr 2025 verursachte die US-Zollpolitik eine vorübergehende Zurückhaltung der Investoren.
- Danach gab es eine hohe Nachfrage nach Corporate Bonds – die starke Entwicklung von 2024 setzte sich fort.
- Wir erwarten auch weiterhin eine gute Nachfrage nach Unternehmensanleihen.
- Hierfür spricht ein unseres Erachtens aktuell vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil im Vergleich zu anderen Assetklassen.

06

**Aktien:
Zinsphantasie
bietet Chancen,
aber Risiken sind
unübersehbar**

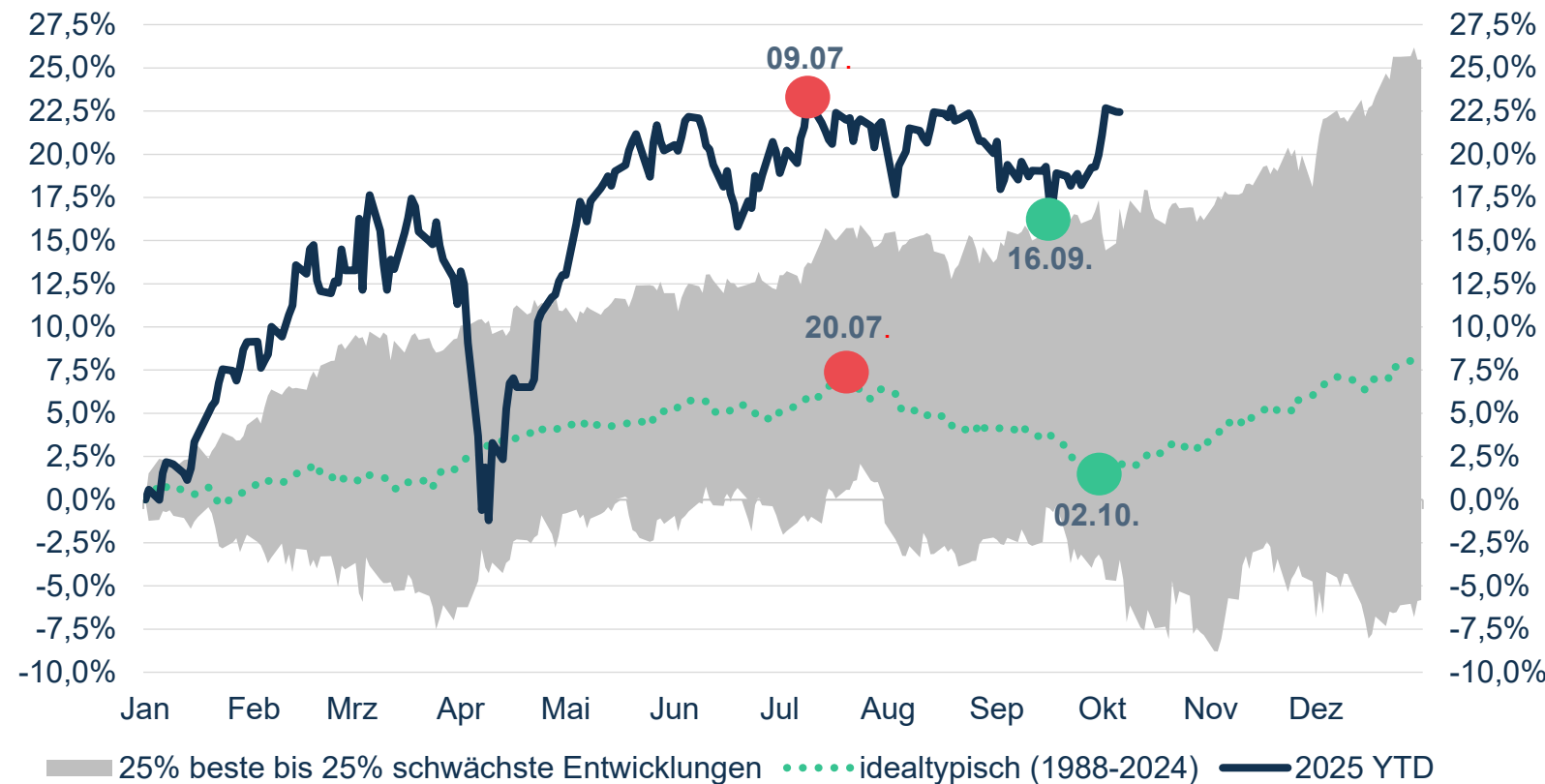


Uwe Streich
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

„Sommerflaute“ 2025 verlief im DAX nach Drehbuch, Entwicklung passt aber nicht zum mauen Gewinn

DAX seit Jahresbeginn im Lichte historischer Referenzwerte

Performance in Prozent



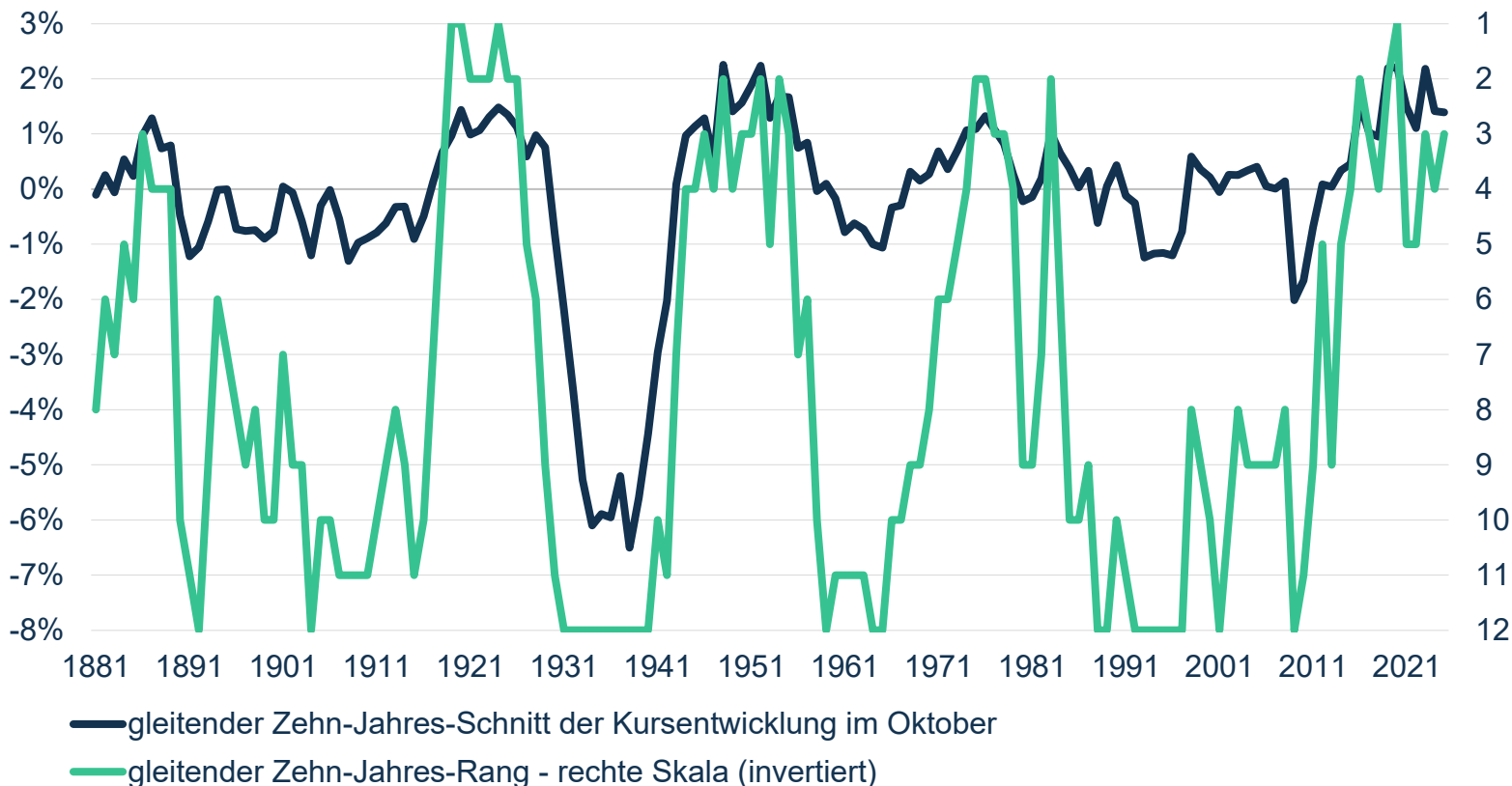
- 2025 startete die sogenannte „Sommerflaute“ im DAX zwar etwas früher als im Mittel aller 37 vorausgegangenen Jahre und endete auch zeitiger. Sie verlief trotzdem fast nach Drehbuch, weil sich sowohl Dauer als auch Differenz aus Hoch und Tief mit 6,1 ggü. im Durchschnitt 5,1 Prozentpunkten kaum von der Historie unterschied.
- Das Ausmaß des Kursanstiegs seit Ende 2024 hebt sich hingegen massiv vom langjährigen Mittel ab. In seiner 37-jährigen Historie war der DAX zum jetzigen Zeitpunkt des Jahres nur viermal noch besser unterwegs als nun. Weil sich der 12M-Fwd.-Gewinn seit Jahresbeginn nur maul entwickelt, ist der fulminante DAX-Anstieg vor allem einer markanten KGV-Expansion geschuldet. Aktuell ist der deutsche Blue-Chip-Index um 17 % teurer als im historischen Median.

Quelle: LSEG, LBBW Research

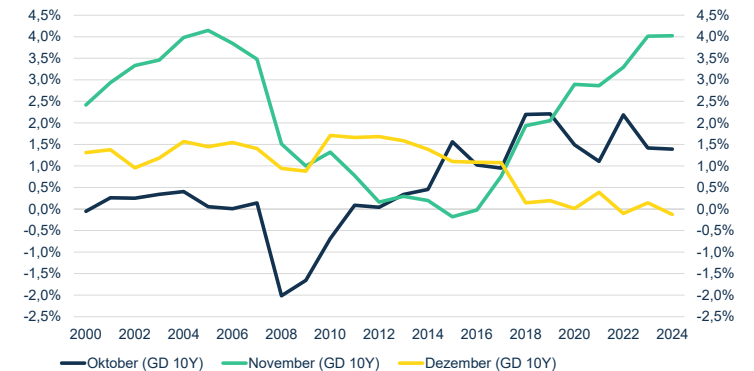
Oktober hat in den USA einen schlechten Ruf: Zuletzt war er jedoch golden, und auch November war stark

S&P 500 im Oktober

Kursentwicklung im gleitenden 10-Jahres-Schnitt und Rang innerhalb der 12 Monate des Jahres



- Im langjährigen Durchschnitt entwickelte sich der S&P 500 im Oktober schwächer als in allen anderen Monaten. Über weite Phasen lag er im Zehn-Jahres-Schnitt daher auf einem hinteren, oder sogar dem dem letzten Platz. Temporär gab es jedoch auch Zeiten mit goldenen Oktobern, wie auch zuletzt.

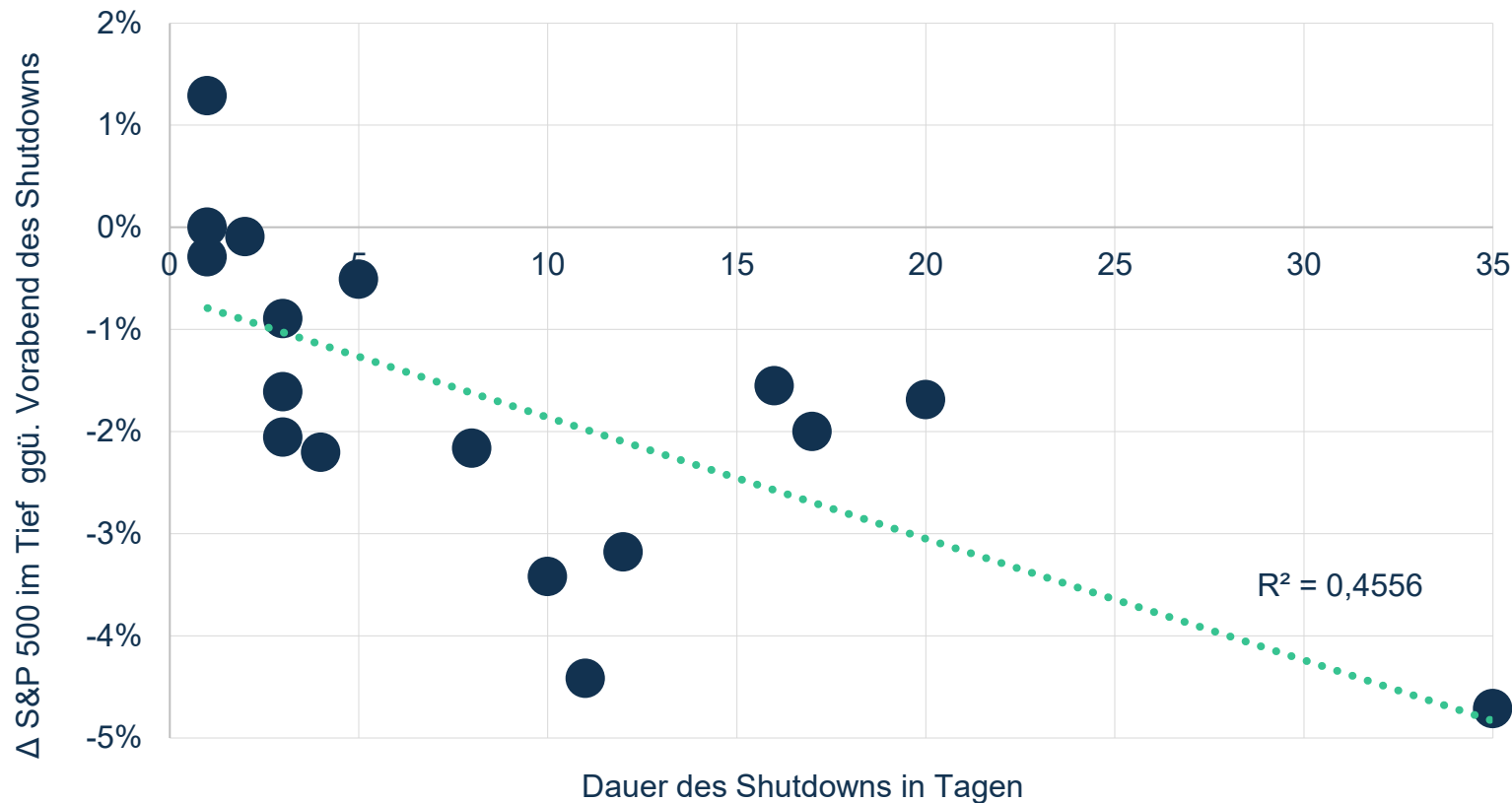


- Im Mittel der zehn Jahre von 2015 bis 2024 rangierte der Oktober mit +1,4 % auf Platz drei. Auf Platz eins lag der November, bevor im Dezember die Luft dann raus war.

Government Shutdown: Auf die Dauer kommt es an

S&P 500 in Zeiten des Government Shutdowns

Dauer früherer Shutdown in Tagen bzw. Kursentwicklung in Prozent

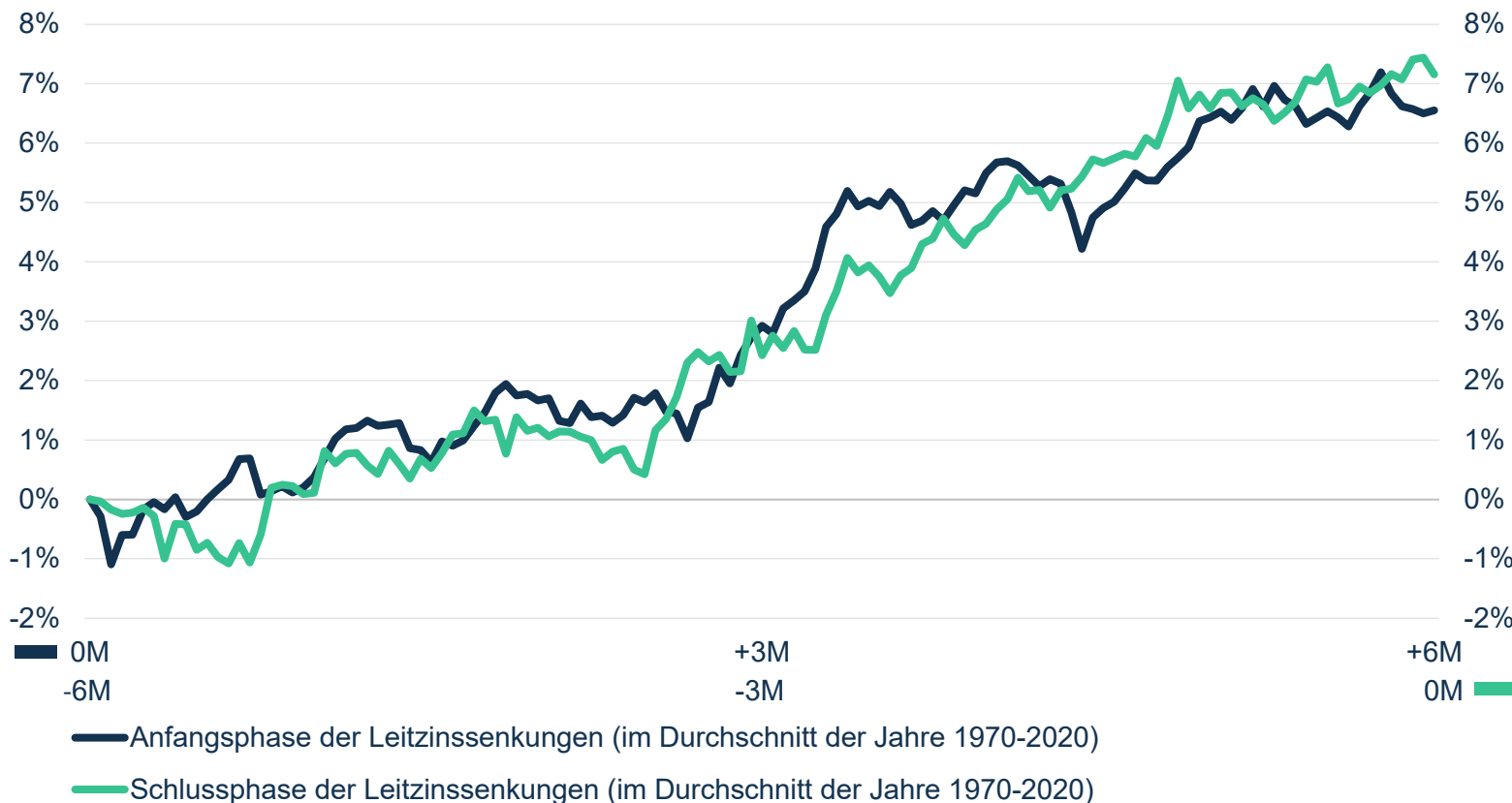


- Dieses Jahr startet der Oktober mit einer Hiobsbotschaft: Der mit dem Monatswechsel gestartete Government Shutdown dürfte der ohnehin schon schwächeren US-Wirtschaft mit jeder Woche Dauer wohl ca. 0,1 % bis 0,2 % annualisiertes BIP-Wachstum für das vierte Quartal kosten.
- Trotzdem gab der S&P 500 bislang noch nicht nach, sondern markierte – im Gegenteil – sogar noch ein neues Allzeithoch.
- Hierbei dürften die Anleger wohl unterstellen, dass der Shutdown – wie in der Vergangenheit meistens – schon nach wenigen Tagen wieder zu Ende ist. In diesem Fall wäre der wirtschaftliche Schaden nicht besonders groß.
- Daher zeigten sich die Anleger in der Vergangenheit erst dann immer nervöser, wenn der Regierungsstillstand länger dauerte.

Fortgesetzte Leitzinssenkungshoffnungen könnten als Treibstoff für weiter steigende Kurse dienen

S&P 500 in Leitzinssenkungsphasen

Kursentwicklung in Prozent indexiert



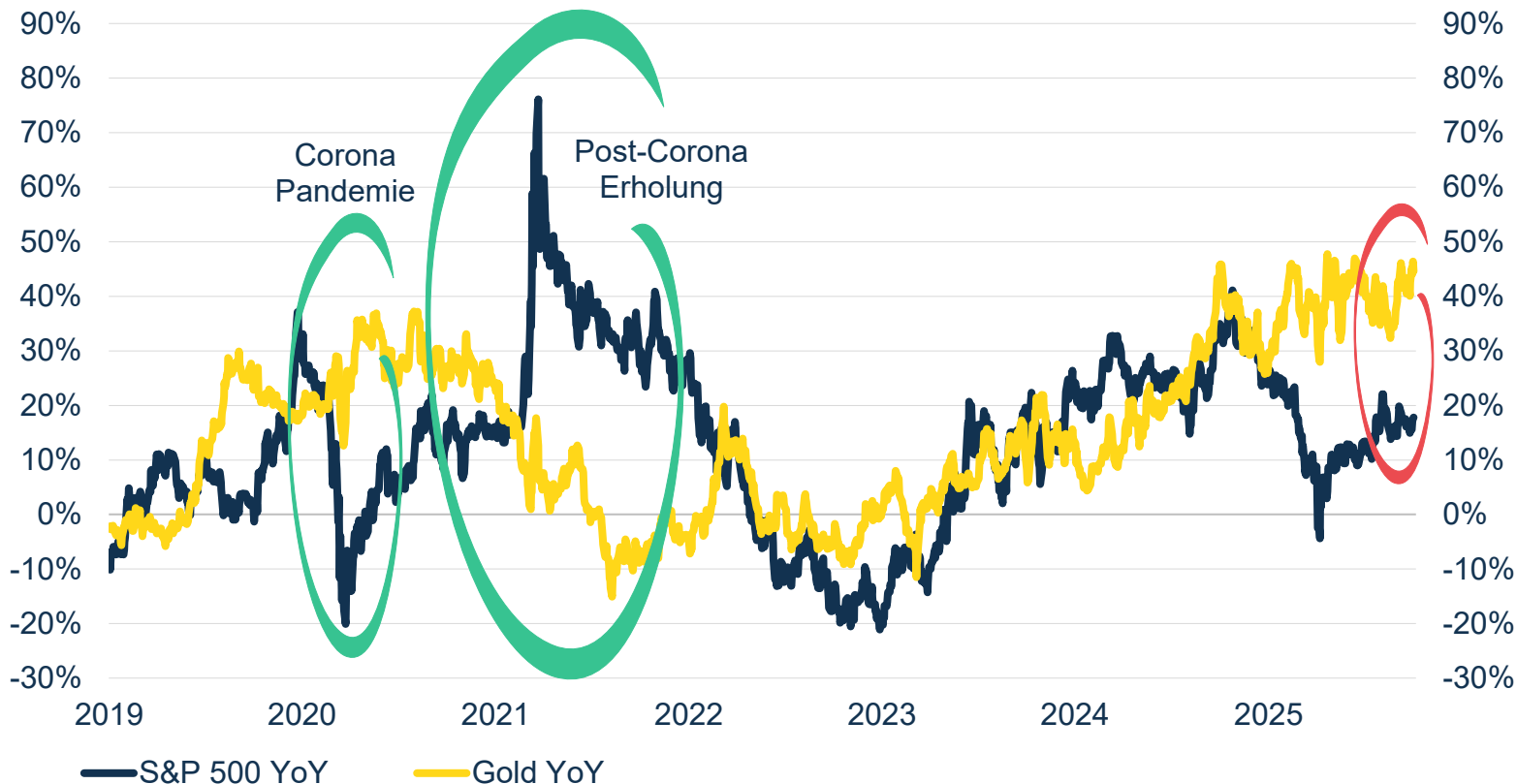
- Die aufziehende US-Konjunkturschwäche, welche sich in einem immer weiter sinkenden Economic Leading Index äußert, in Verbindung mit den zuletzt immer schwächer ausfallenden US-Arbeitsmarktdaten, befeuerten die Leitzinssenkungsphantasie der Anleger.
- Leitzinssenkungen führten unabhängig davon, ob die Fed erst am Beginn oder schon kurz vor Ende einer Senkungsphase stand, gleichermaßen zu Kursgewinnen im S&P 500. In den ersten sechs Monaten nach der ersten bzw. den letzten sechs Monaten vor der letzten Zinssenkung legte dieser im Mittel um jeweils 7-8 % zu.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Risikoaversion und risk taking gleichzeitig – eine der beiden Anlegergruppen liegt wohl falsch

S&P 500 versus Gold

Kurs- bzw. Preisentwicklung in Prozent YoY



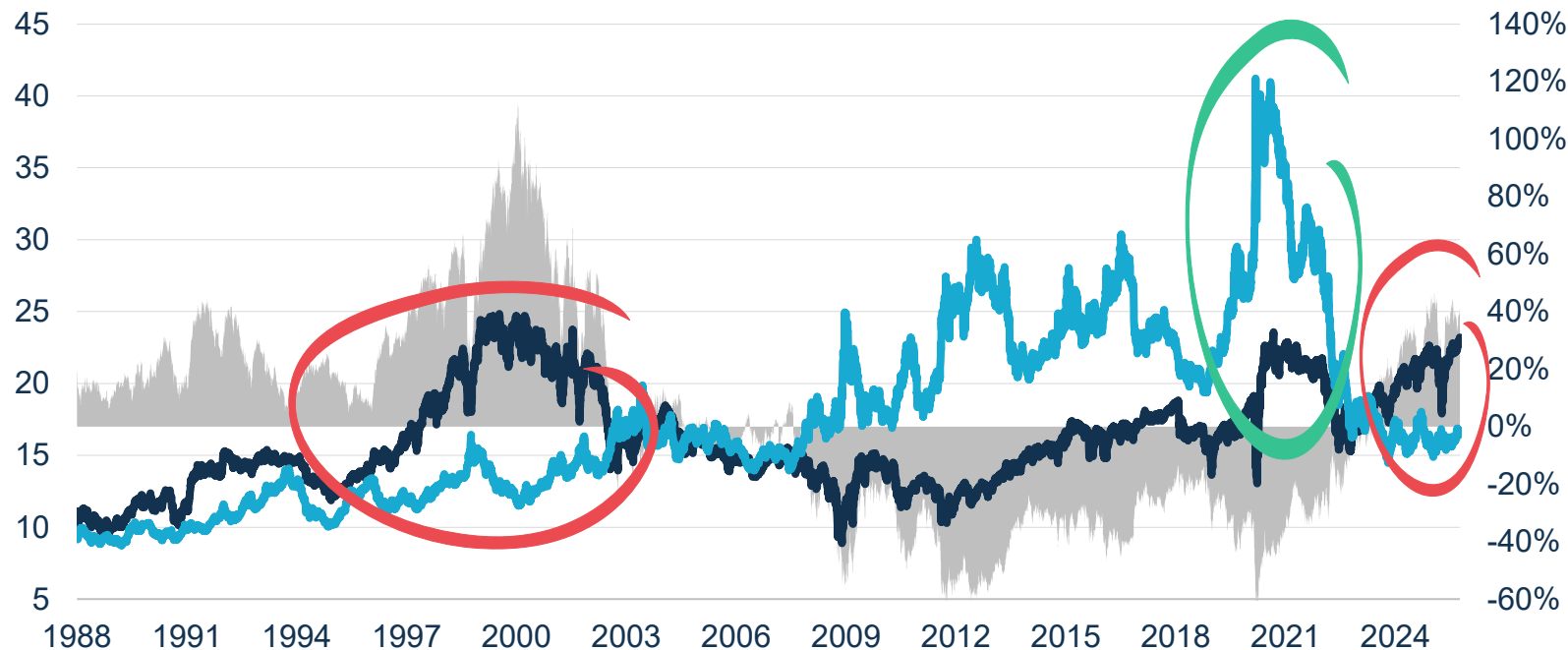
- Während und nach der Corona-Pandemie zeigten die Anleger das typische Verhalten: Wenn „Gewitterwolken“ aufziehen, gehen Risikoassets wie Aktien in die Knie, und der als Risikobarometer fungierende Goldpreis explodiert. Sobald sich ein „Unwetter“ verzieht, nehmen die Anleger bei Gold Gewinne mit und lassen Aktien haussieren.
- Die zuletzt massiv gestiegenen Risiken (Russland/Ukraine, hybride Angriffe Putins auf NATO-Territorium, Bestrebungen des Irans und Nordkoreas zu Atommächten aufzusteigen, Populismus, hoch verschuldete Staaten, US-Zollpolitik, Trumps Attacken auf die US-Demokratie oder die Unabhängigkeit der Fed, usw.) ließen den Goldpreis aktuell auf immer neuere Hochs steigen. Parallel hierzu stehen die ebenfalls auf Allzeithoch befindlichen Aktienmärkte für heile Welt. Das passt nicht zueinander!

Quelle: LSEG, LBBW Research

US-KGV nahe Allzeithoch – Aktien im Cross-Asset-Vergleich mit 10-jhg. US-Treasuries deutlich zu teuer

S&P 500: Tatsächliches vs. im Cross-Asset-Vergleich „fares“ KGV

Multiple bzw. Differenz in Prozent



- Auf-/Abschlag tatsächliches Aktien-KGV ggü. Grenz-KGV in % - rechte Skala
- S&P 500 12-Monats-Forward-KGV
- Grenz-KGV (unter der Annahme, dass die Aktienrisikoprämie dem Median seit 1988 entsprechen würde)

- Mit aktuell 23,2 fällt das US-12M-Fwd.-KGV nur leicht niedriger aus als im 2020er-Hoch mit 23,6. Damals war dies unkritisch. Weil die Rendite 10-jhg. US-Treasuries nur bei 0,65 % lag, waren Aktien im Cross-Asset-Vergleich hochattraktiv. Mit knapp 4 % lag die Aktienrisikoprämie (RP) damals bei mehr als dem Doppelten des langjährigen Medians. Die RP hätte erst bei einem KGV von 41 diesem entsprochen.
- Inzwischen fällt die RP mit nur noch 20 Bp. weit unterdurchschnittlich aus. Erst bei einem KGV von 16,5 würde die RP wieder dem langjährigen Median entsprechen. Die aktuelle Situation vergleicht sich somit eher mit der Zeit der Jahrtausendwende. Damals fiel die RP negativ aus, und die Differenz zwischen tatsächlichem und „fairem“ KGV war noch viel größer als nun.

07

Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positiv-Szenario ein

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur

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



Aktienmärkte

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



Rohstoffe

- Rohstoffpreise steigen im ersten Halbjahr. Trübe Konjunkturperspektiven dürften im zweiten Halbjahr für Rücksetzer sorgen.
- Gold bleibt im Aufwärtstrend. ETC-Käufe, US-Zinssenkungen und solide Nachfrage nach Münzen und Barren stützen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-Oktober. Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt dürfte Preise weiter drücken.



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

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



Renditen

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



Devisen

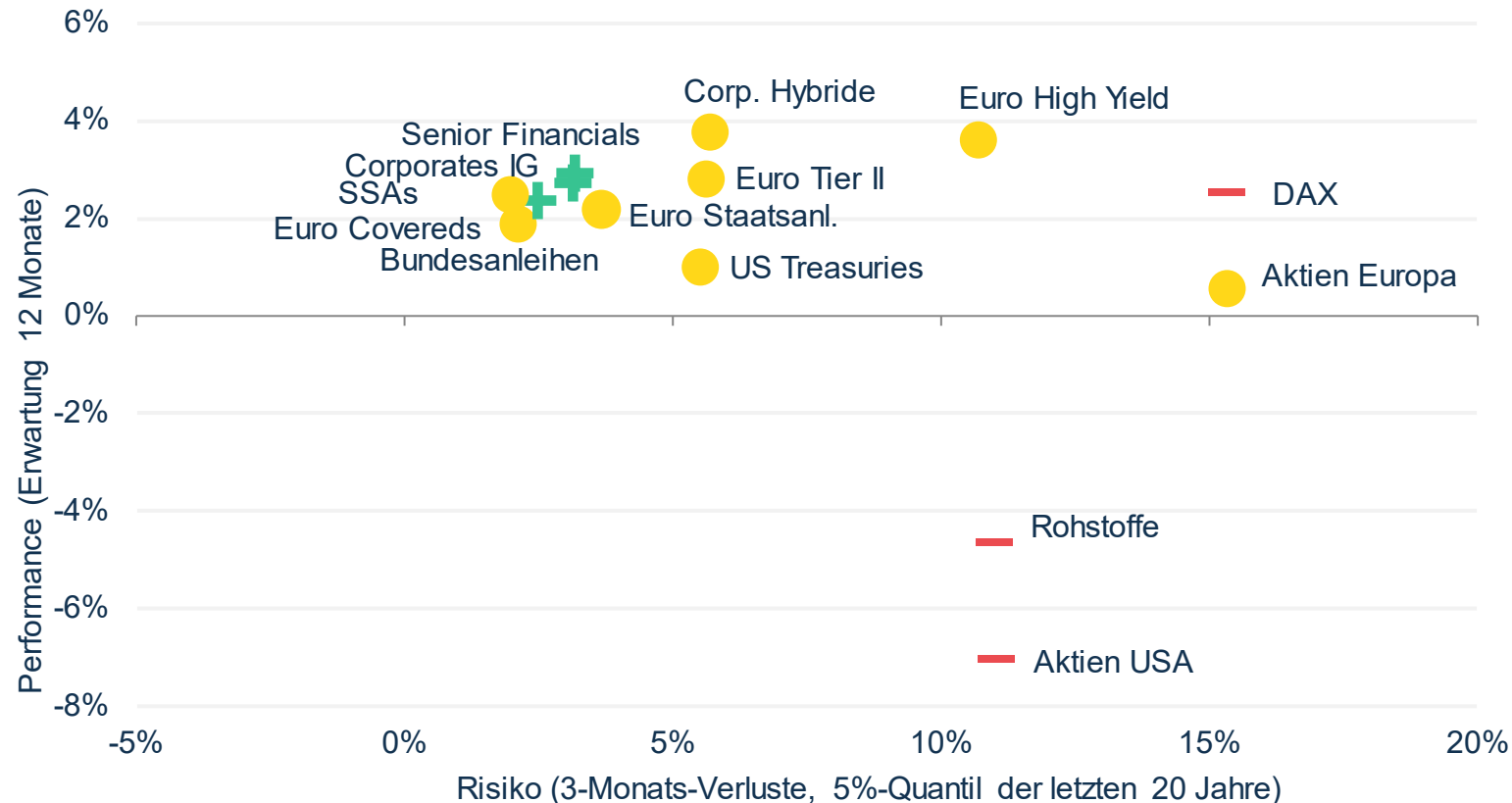
- Der Renditevorteil von kurz laufenden US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen mit kongruenter Laufzeit dürfte abnehmen.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.



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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



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

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

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

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

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass-Update vom 16.09.2025)

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

Zinsen und Spreads				
in %		aktuell	31.12.25	30.06.26 31.12.26
EZB Einlagesatz		2,00	2,00 +	2,00 + +
Bund 10 Jahre		2,68	2,70	2,90 3,00
Fed Funds		4,25	4,00 –	3,75 – 3,50
Treasury 10 Jahre		4,15	4,30 –	4,40 4,50 +
BBB Bundspread (in Bp.)		91	110	115 120

Aktienmarkt				
in Punkten		aktuell	31.12.25	30.06.26 31.12.26
DAX		24 378	24 000	25 000 25 000
Euro Stoxx 50		5 629	5 300	5 500 5 500
S&P 500		6 740	6 200	6 400 6 400
Nikkei 225		47 945	45 000 +	46 000 + + 46 000 +

Rohstoffe und Währungen				
		aktuell	31.12.25	30.06.26 31.12.26
US-Dollar je Euro		1,17	1,18 +	1,20 + + 1,22 +
Franken je Euro		0,93	0,98	0,98 0,99
Pfund je Euro		0,87	0,85 +	0,85 + + 0,85 +
Gold (USD/Feinunze)		3 955	3 800 +	3 900 + + 4 000 +
Öl (Brent - USD/Barrel)		65	65	60 60

+ Angehoben
– Gesenkt

LBBW Szenarien

65 % Hauptszenario

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

10 % Positivszenario

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

15 % Negativszenario I „Handelskrieg/ Geopolitik“

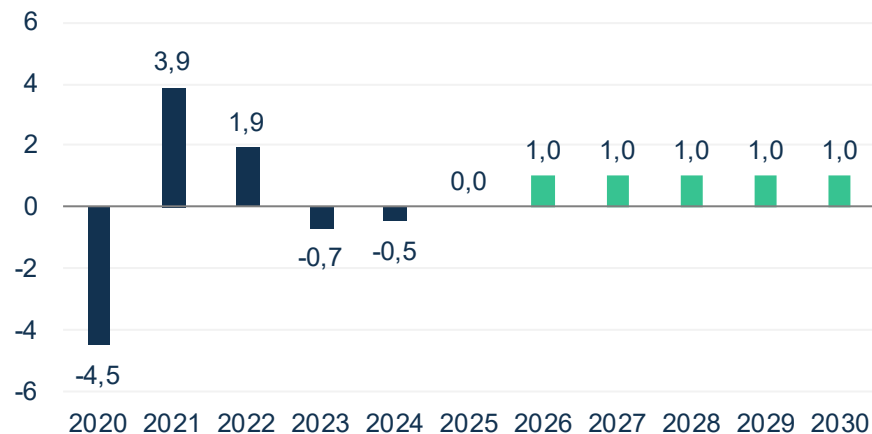
- 1) Globale Rezession durch weltweiten Handelskrieg (massive Lieferkettenstörung): Fed/EZB senken Leitzinsen stark, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 2) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen,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

10 % Negativszenario II „Inflation/ Staatsschuldenkrise 2.0“

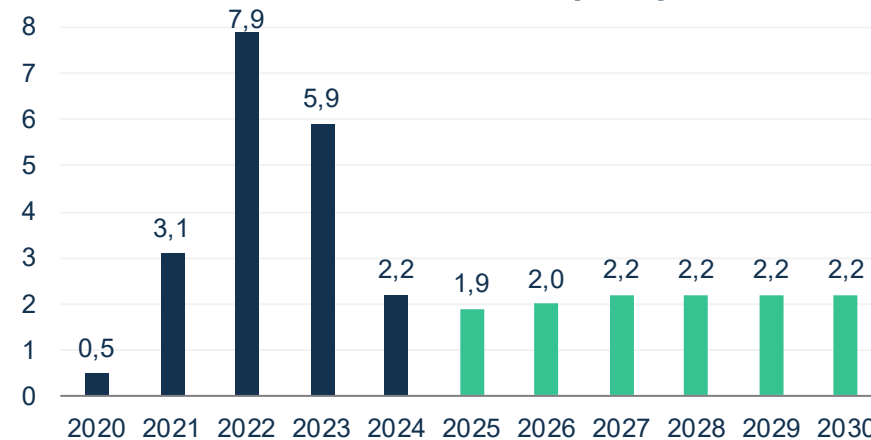
- 1) Zusätzliche staatliche Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur münden in deutlichen Wiederanstieg der Inflation.
- 2) Kein Haushaltskompromiss für eine Konsolidierung in Frankreich. Spreads steigen stark an. Weitere EMU-Staaten mit hohen Schuldenständen werden angesteckt. EZB setzt TPI ein,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

Hauptszenario (65 %)

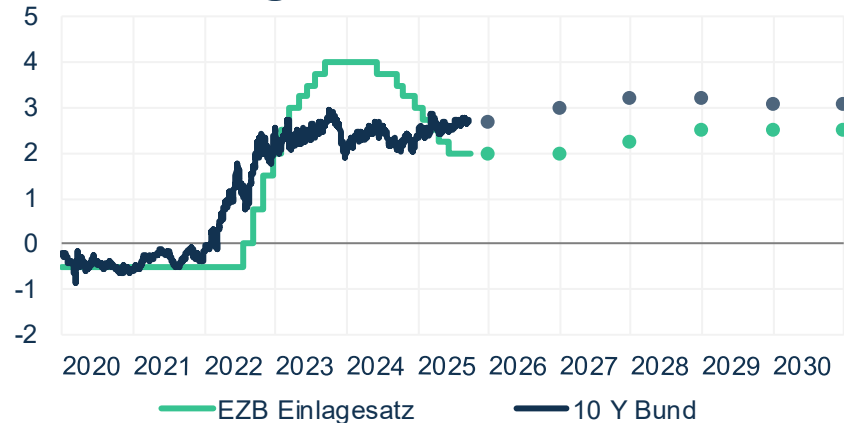
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

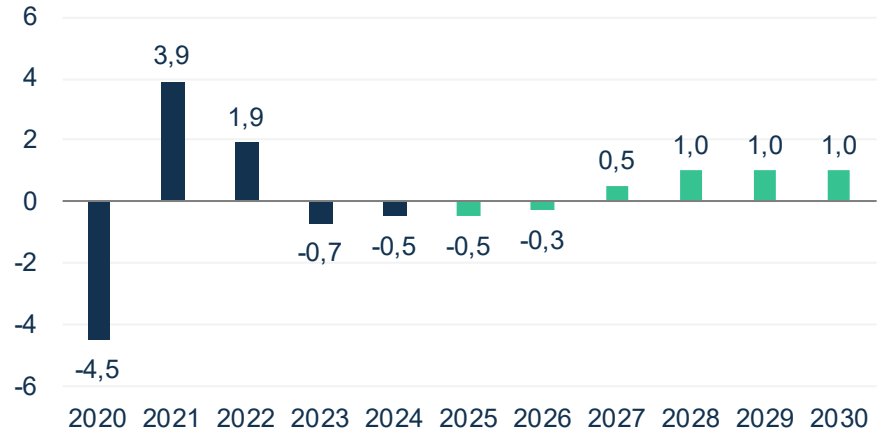


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

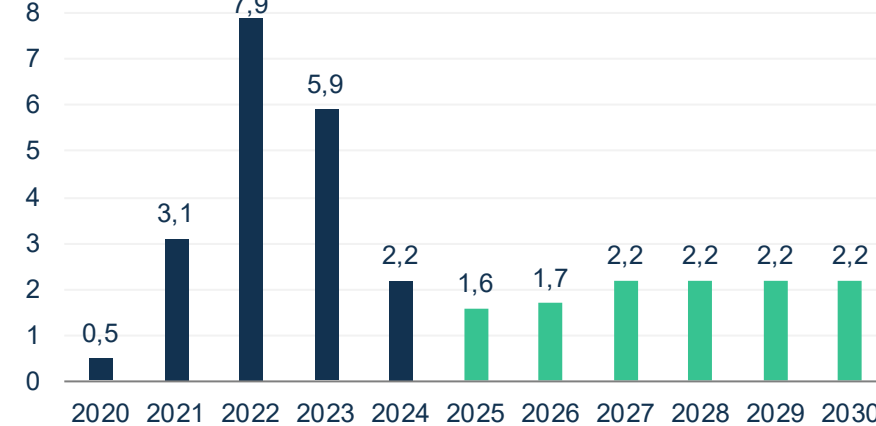
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

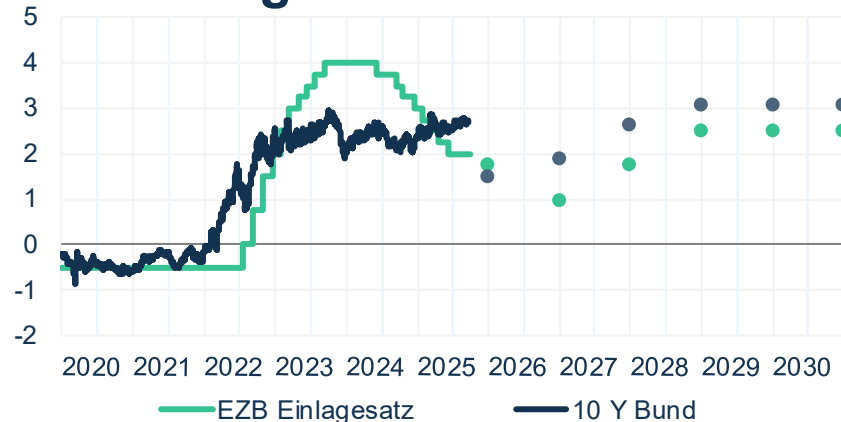
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



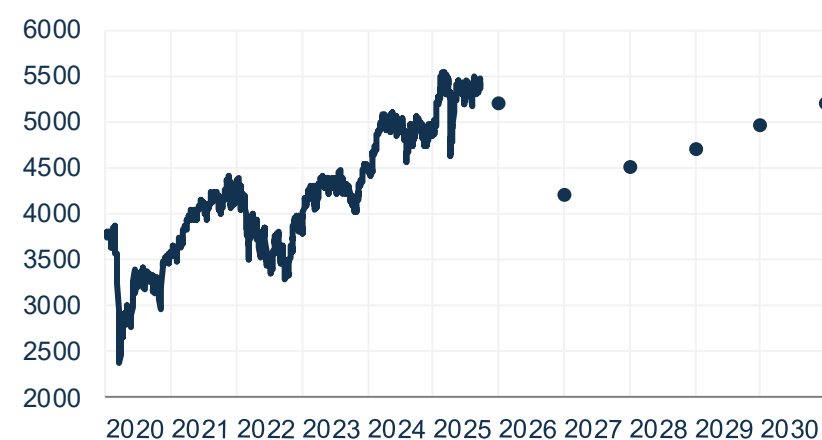
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*

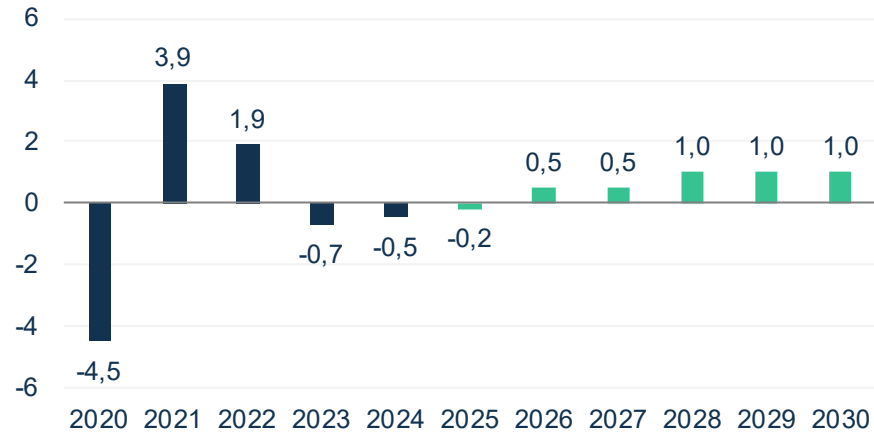


Euro Stoxx 50*

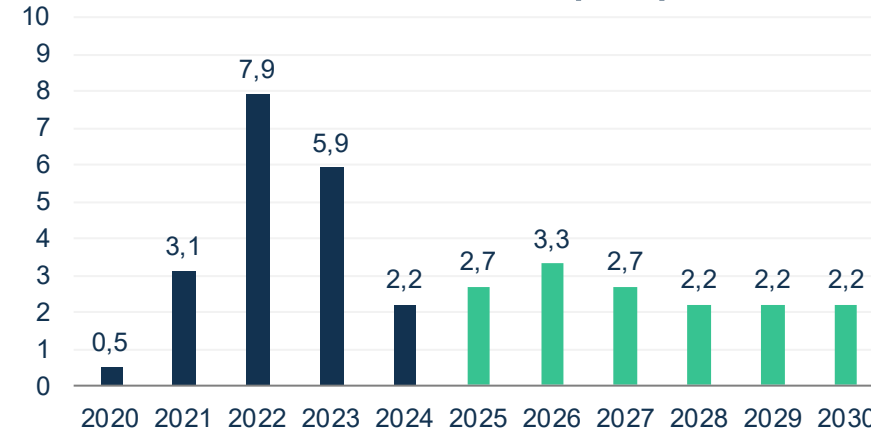


Negativszenario 2) „Inflation/Schuldenkrise“ (10 %)

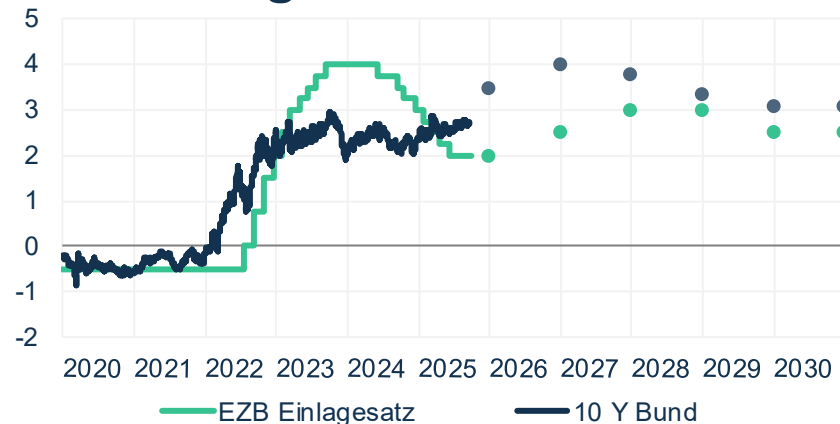
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

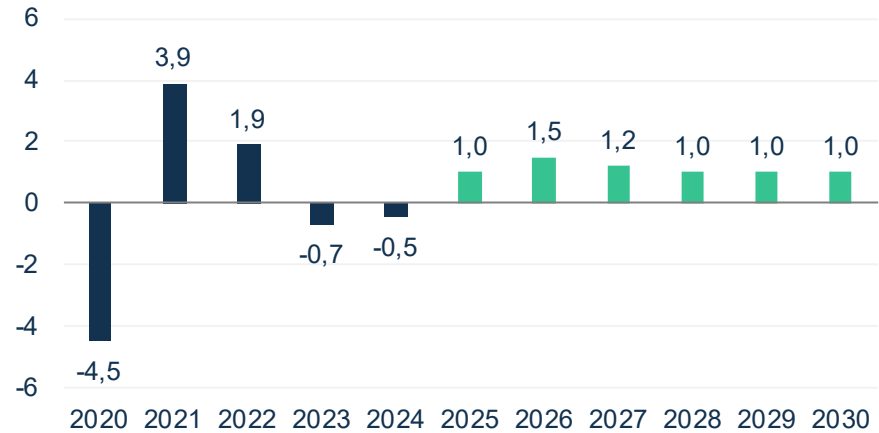


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

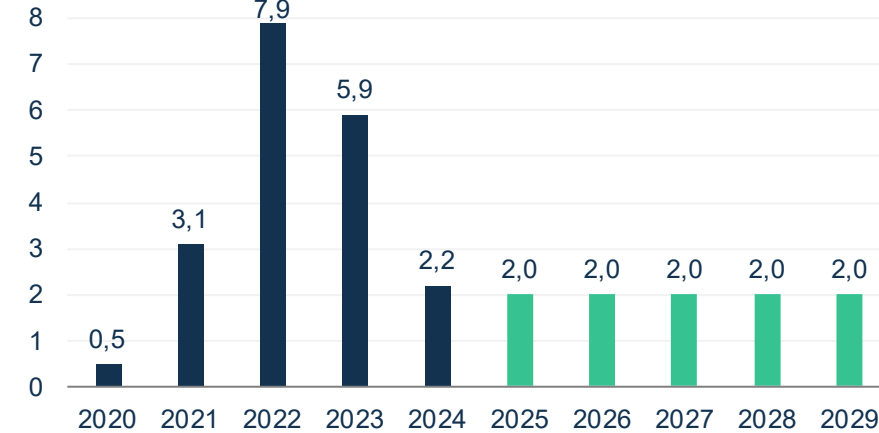
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

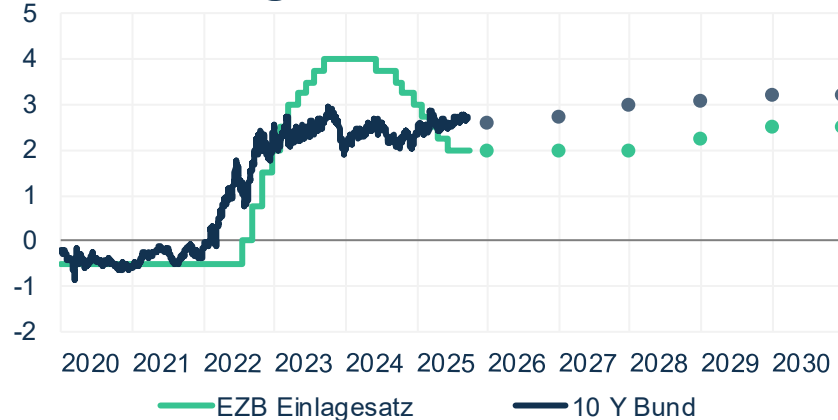
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



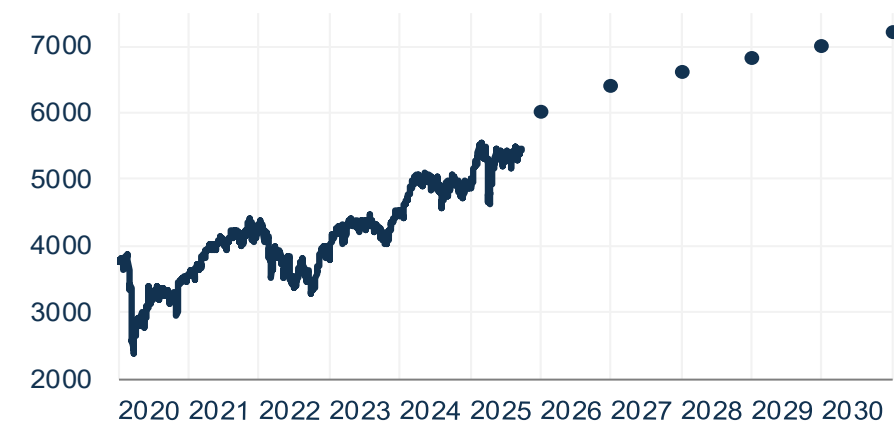
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

08

Anhang



EURUSD: Prognostizierte Entwicklung der Renditedifferenz spricht nun für den Euro

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURUSD	1.17	1.08	1.04	1.09	1.18	1.20	1.22

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro EUR

- Die hohe US-Staatsverschuldung stellt aufgrund der Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung bislang keinen Nachteil für den Kurs des Greenback dar. Aber eine zügellose Verschuldung droht irgendwann den Bogen zu überspannen.
- US-Regierung strebt schwachen US-Dollar an und erachtet die Stellung des US-Dollar als Weltreservewährung als Nachteil.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten in Zollangelegenheiten sowie das Untergraben der Unabhängigkeit der Fed sorgt für Unsicherheit und verschreckt Devisenmärkte.
- EZB dürfte Leitzinsen nicht weiter senken.
- Schwäche am US-Arbeitsmarkt dürfte Fed zu mehreren Leitzinssenkungen veranlassen, trotz steigender Inflation.

Contra EUR

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

EURGBP: Großbritannien kann mit US-Zöllen leben

FX EUR/GBP



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

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro EUR

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

Contra EUR

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

EURCHF: SNB hält Leitzins konstant bei 0 %

FX EUR/CHF



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURCHF	0.93	0.95	0.94	0.94	0.98	0.98	0.99

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro CHF

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

Contra CHF

- Der Zinsnachteil gegenüber dem Euro spricht gegen den Franken. Im Juni 2025 senkte die SNB zum sechsten Mal in Folge den Leitzins auf nun 0 %.
- Der Franken notiert gegenüber dem Euro auf einem historisch starken Niveau.
- Die US-Zollpolitik trifft die exportorientierte Schweizer Wirtschaft schwer.

EURJPY: Prognoseanpassung nach oben

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
EURJPY	172.90	163.86	163.06	162.12	175.00	173.00	173.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro EUR

- Die EZB-Zinsen liegen deutlich über denen der BoJ. Eine weitere Zinssenkung der EZB erwarten wir nicht mehr.
- Japans Konjunktur bleibt schwach. Das Zollabkommen mit den USA dürfte die japanische Wirtschaft zusätzlich belasten.
- Die Regierung hat zuletzt auch noch die Mehrheit im Oberhaus verloren. Nach dem Rücktritt von Premier Ishibara als LDP-Vorsitzender könnte es bald zu Neuwahlen kommen. Die politische Unsicherheit belastet den Yen.

Contra EUR

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

USDCNY: Geringere Zinsdifferenz und Aktienrally spielen Yuan in die Karten

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
USDCNY	7.13	7.20	7.31	7.26	7.10	6.85	6.70
EURCNY	8.37	7.79	7.57	7.93	8.38	8.22	8.17

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro USD

- Die US-Wirtschaft wächst weiterhin robust, auch wenn Arbeitsmarkt erste Risse aufweist.
- Neue US-Zölle und abkühlende Weltwirtschaft dürften die chin. Exportwirtschaft in den kommenden Monaten belasten.
- Eine Ausweitung des geopolitischen Konflikts zw. den USA und China würde den Yuan unter Druck bringen.

Contra USD

- Chinas starke Aktienmarktpformance und die stabile Zinslandschaft machen das Land attraktiver für Investoren.
- Die chinesische Industrie zeigte im September erste Anzeichen einer Stabilisierung. Möglicher Stimulus gegen Jahresende.
- Die Fed dürfte weiter am Zinssenkungspfad festhalten.
- Die chinesische Zentralbank (PBoC) betont Notwendigkeit der Wechselkursstabilität und wirkt Abwertung des Yuan entgegen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURBRL	6,22	6,40	6,80	- Der brasilianische Leitzinssatz liegt weiterhin bei hohen 15 %. Das macht Anlagen im Real attraktiv und stützt die Währung. Zum Jahresende erwarten wir erste Zinssenkungen. - Drohungen aus den USA wegen der Verurteilung des früheren Präsidenten Jair Bolsonaro und eine expansive Ausgabenpolitik im Vorfeld der Wahl 2026 sorgen für Verunsicherung.
EURHUF	388	415	408	- Trotz des enttäuschenden ungarischen Wirtschaftswachstums legte der Forint zuletzt gegenüber dem Euro zu. Dies könnte der Notenbank Spielraum für Zinssenkungen geben, ohne dass ein Abverkauf der Währung zu befürchten ist. - Zugleich wächst die Sorge vor mangelnder Haushaltsdisziplin im Vorfeld der Wahlen 2026.
EURMXN	21,54	23,00	22,00	- Mexikos Notenbank senkte im September den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 7,50 %. Damit leitete sie einen neuen Zinssenkungszyklus ein, der den Zinsvorteil des Peso verringert. - Nach Ablauf der 90-tägigen Zollpause wird Mexiko die Verhandlungen mit den USA wieder aufnehmen. Handelszölle rücken damit erneut in den Fokus und könnten den Peso belasten.
EURPLN	4,25	4,40	4,42	- Polens Wirtschaft wird in diesem wie auch im nächsten Jahr deutlich stärker wachsen als die Konjunktur in der Eurozone. Dies stärkt den Zloty. - Die Ratingagenturen Fitch und Moody's haben den Ausblick für Polens Kreditwürdigkeit auf „negativ“ gesenkt. Ausschlaggebend hierfür ist vor allem das hohe Haushaltsdefizit.
EURRON	5,09	5,15	5,19	- Die Inflationsrate Rumäniens stieg im August auf 9,85 %. Im Juli hatte sie noch bei 7,85 % gelegen. Dieser deutliche Anstieg belastet das Konsumklima und dämpft das Wachstum. - Trotz steigender Inflation erwarten wir keine straffere Geldpolitik der Notenbank. Denn die Wirtschaft stagniert und dürfte auch 2026 schwächer wachsen als bisher angenommen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURSEK	10,97	11,00	10,65	- Die schwedische Notenbank hat den Leitzinssatz im September erneut gesenkt – um 25 Basispunkte auf 1,75 %. Das stützt den privaten Konsum, da niedrigere Zinsen das verfügbare Einkommen der Haushalte erhöhen. 2026 dürfte die Krone weiter vom Transfer von US-Investments nach Schweden profitieren.
EURTRY	48,65	49,20	51,80	Im September stieg die Inflation um 3,23 % - deutlich stärker als von der Notenbank geplant. Das Jahresziel, die Teuerungsrate der Türkei deutlich unter 30 % zu drücken, gerät damit in Gefahr. Nach dem kräftigen Zinssenkungsschritt von 250 Basispunkten im September dürften weitere Zinssenkungen in den nächsten Monaten nur noch in kleinen Schritten erfolgen.
EURZAR	20,16	20,20	19,60	- Die Regierung Südafrikas unterstützt das Ziel der Notenbank, das langfristige Inflationsziel von 4,5 % auf 3,0 % zu senken. Das senkt die Zinskosten im Staatshaushalt und stärkt den Rand. Wir rechnen daher mit einer weiter restriktiven Geldpolitik. - Höhere Rohstoffpreise infolge sinkender US-Zinsen stützen den südafrikanischen Rand.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 06.10.2025, 10:29 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURAUD	1,77	1,74	1,69	- Der Druck auf die Notenbank, den Leitzins deutlich zu senken, lässt nach. Die Inflation stieg im August auf 3 %, der Arbeitsmarkt bleibt robust. Wir erwarten daher maximal eine Zinssenkung. - Eine Lockerung der US-Geldpolitik könnte die Weltkonjunktur beleben. Davon dürfte der konjunktursensible australische Dollar profitieren.
EURCAD	1,63	1,62	1,60	- Kanadas Notenbank senkte den Leitzinssatz im September auf 1,75 % und folgt damit der US-Notenbank. Die unveränderten Zinsen in der Eurozone belasten damit den kanadischen Dollar. - Im Jahresverlauf halten wir eine weitere Zinssenkung in Kanada für möglich. Der Zollkonflikt mit den USA bremst die Wirtschaft und trieb die Arbeitslosenquote im August auf 7,1 %.
EURCZK	24,30	24,40	24,20	- Tschechiens Notenbank hat den Zinssenkungszyklus bei 3,5 % beendet. Die Inflationsrate liegt mit 2,5 % im Zielband der Währungshüter und bestätigt diese Entscheidung. - Der Wahlsieg von Andrej Babiš könnte zu einer lockeren Fiskalpolitik führen und die Inflationsrisiken wieder erhöhen.
EURNOK	11,62	11,30	10,90	Nach der US-Leitzinssenkung senkte auch Norwegens Notenbank den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 4 %. Dieser Schritt kam früher als von uns erwartet. Die Währungshüter kündigten an, den Leitzinssatz bis Mitte 2026 unverändert zu belassen. Sollte dies so eintreten, erwarten wir, dass die Krone ihre Aufwertung in Richtung von 10,90 EURNOK fortsetzen wird.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 06.10.2025, 10:29 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.77	1.09	1.57	-8.90	-5.54	1.84	1.60
BRL	6.24	1.79	2.12	-4.03	2.58	6.70	5.94
GBP	0.87	-0.14	-0.67	-3.76	-4.88	0.87	0.82
CNY	8.34	0.44	1.19	-7.72	-9.37	8.44	7.48
JPY	175.72	-1.77	-3.12	-7.29	-7.39	175.72	156.15
CAD	1.63	-0.72	-1.95	-8.90	-8.91	1.64	1.46
NZD	2.01	-0.79	-3.04	-11.35	-7.90	2.03	1.78
NOK	11.63	1.30	1.99	0.62	1.14	12.20	11.30
PLN	4.26	-0.09	-0.30	1.43	0.51	4.36	4.14
RUB	97.39	-2.03	-4.76	7.28	16.69	119.62	89.26
SEK	10.99	0.07	2.48	3.50	4.15	11.69	10.75
CHF	0.93	0.47	0.30	1.09	0.70	0.96	0.92
ZAR	20.16	2.31	2.89	-5.02	-3.09	21.97	18.57
CZK	24.32	0.29	1.29	4.19	3.52	25.40	24.24
TRY	48.85	-0.89	-3.98	-23.10	-25.05	48.94	35.97
HUF	389.03	0.94	2.49	3.13	5.74	415.85	388.50
USD	1.17	0.17	0.53	-6.38	-11.62	1.19	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	149.98	-1.93	-3.63	-0.98	4.79	158.42	140.73
CNY	7.12	0.19	0.64	-1.42	2.53	7.35	7.02

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	6.32	6.57	3.52	3.92	7.35	7.85	4.20	4.60	5.21	6.21	3.28	4.08	2.83	4.03	4.48	6.73	2.38	2.78
2 months	6.49	6.69	3.73	4.13	7.43	7.88	5.00	5.35	5.49	6.49	3.63	4.33	2.78	3.98	4.59	6.69	2.70	2.95
3 months	6.48	6.68	3.91	4.31	7.50	7.85	4.88	5.28	5.57	6.57	3.76	4.46	2.75	3.95	4.86	6.46	2.90	3.15
6 months	6.69	6.89	4.43	4.83	7.97	8.32	5.13	5.48	6.40	7.25	4.36	4.96	3.02	3.97	5.09	6.59	3.25	3.55
9 months	6.88	7.03	4.78	5.13	8.24	8.64	5.33	5.63	7.61	8.36	4.72	5.22	3.15	4.05	5.27	6.67	3.54	3.84
1 year	6.97	7.17	4.99	5.39	8.63	8.98	5.49	5.84	7.73	8.53	4.91	5.41	3.18	4.13	5.30	6.80	3.76	4.01
2 years	7.13	7.33	5.29	5.79	8.66	9.06	5.87	6.07	7.73	8.78	4.71	5.76	3.00	4.40	5.57	6.87	4.25	4.60
3 years	7.28	7.73	5.55	6.20	8.49	9.59	5.94	6.59							6.16	6.91	4.28	4.88
5 years	7.60	8.05	6.05	6.75	8.77	9.97	6.56	7.26									4.69	5.24

Data as of: 10/07/2025 6:37 AM

Brent: OPEC+ sorgt für hohen Angebotsüberschuss

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Pro

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

Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt im 2. Halbjahr 2025 bei mehr als 2 mbpd.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Nicht-OPEC-Staaten dürften Förderung 2025 um 1,5 mbpd steigern.
- OPEC+ erhöht Förderquoten von April-Nov. um gut 2,7 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

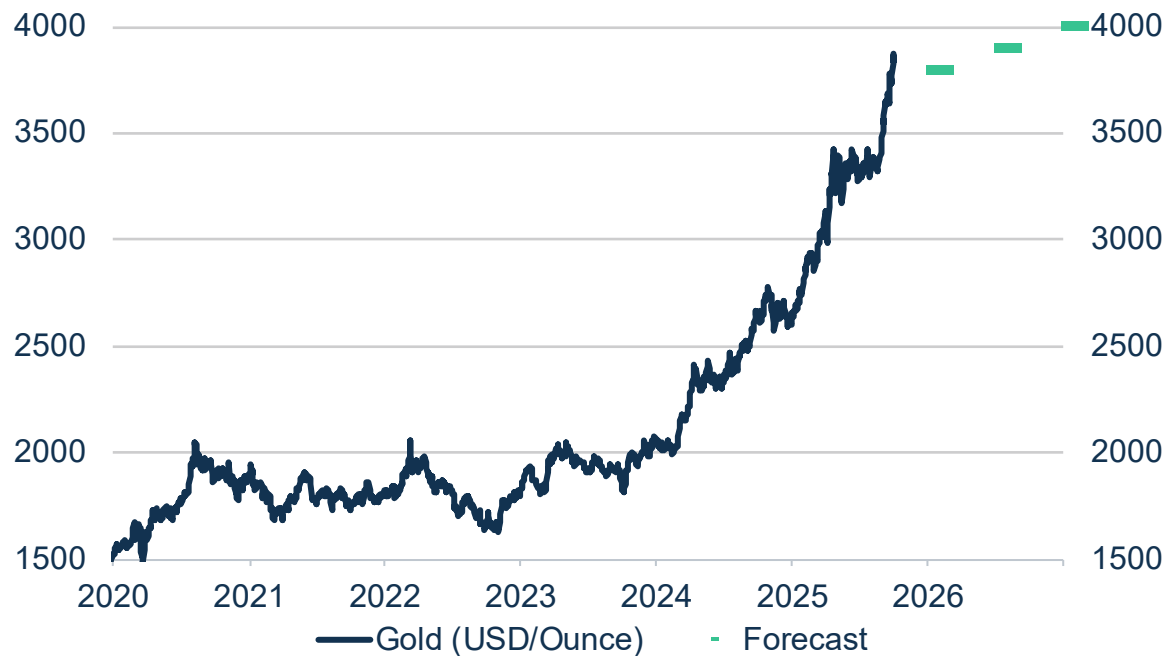
	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
Brent (USD/Barrel)	64.15	79.93	74.74	71.04	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Gold: Umschwenken der Fed stützt Hausse

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H1 25	Dec-25	Jun-26	Dec-26
Gold (USD/Ounce)	3 880	2 389	2 625	3 071	3 800	3 900	4 000

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

Pro

- Fed schwenkt auf Zinssenkungspfad um. Opportunitätskosten der Goldhaltung werden damit deutlich niedriger.
- ETCs bleiben weiter auf der Käuferseite (2025: +415 t).
- Erratische US-Handelspolitik dürfte wirtschaftspolitische Unsicherheit weiter auf hohem Niveau halten. Gold bleibt damit als sicherer Hafen gefragt.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q2/25 um 12 % zu.

Contra

- Abstand zur 200-Tage-Linie und Relative-Stärke-Indikator signalisieren Überkauftheit.
- Schmucknachfrage fällt in Q2/25 um mehr als 14 %.
- Käufe der Notenbanken bleiben auch in Q2/25 um 45 t oder gut 21 % hinter Q2/24 zurück.

Marktdatenübersicht Rohstoffe

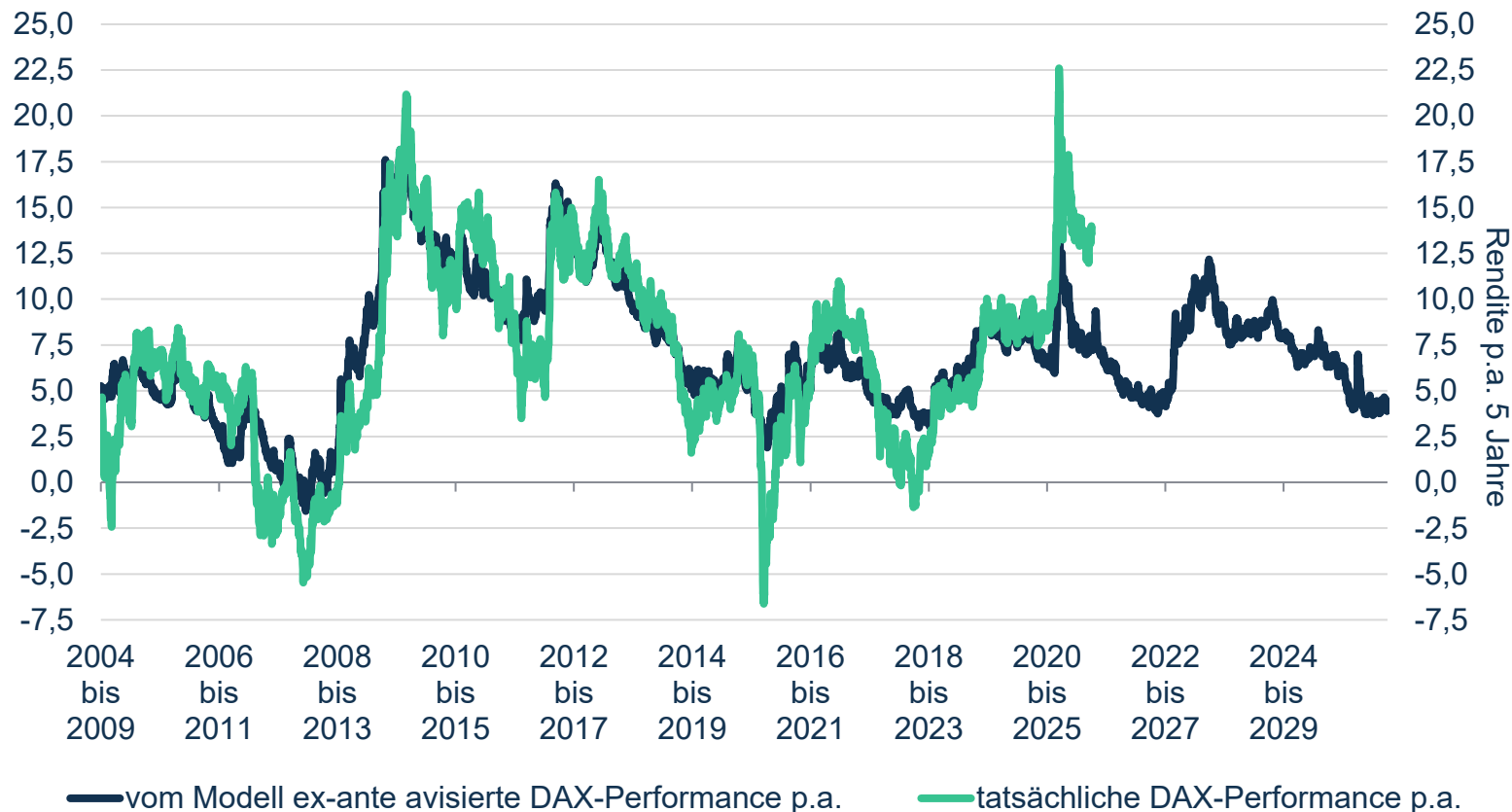
Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	64.54	-1.51	-5.82	-17.49	-13.65	81.54	61.18
Crude Oil WTI	USD/bbl	62.49	0.43	-8.28	-16.60	-13.74	80.73	58.50
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 955	10.32	18.66	48.30	50.64	3 955	2 572
Silver	USD/oz	48.57	19.19	31.67	51.48	68.02	48.57	28.80
Platinum	USD/oz	1 620	16.38	17.05	63.31	77.24	1 620	913
Palladium	USD/oz	1 286	13.81	13.81	27.58	41.47	1 297	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 725	4.79	5.21	2.71	6.80	2 728	2 316
LME Copper	USD/MT	10 655	7.65	8.01	7.15	21.52	10 716	8 613
LME Lead	USD/MT	2 005	0.98	-2.62	-6.75	2.69	2 149	1 842
LME Zinc	USD/MT	3 007	5.10	10.39	-5.02	0.96	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	36 798	7.24	9.19	8.85	26.53	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 482	1.62	1.26	-13.95	1.00	18 052	14 084

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 03.10.2025)

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

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: LSEG, LBBW Research



Zwei Einflussfaktoren

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



Modellavis

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

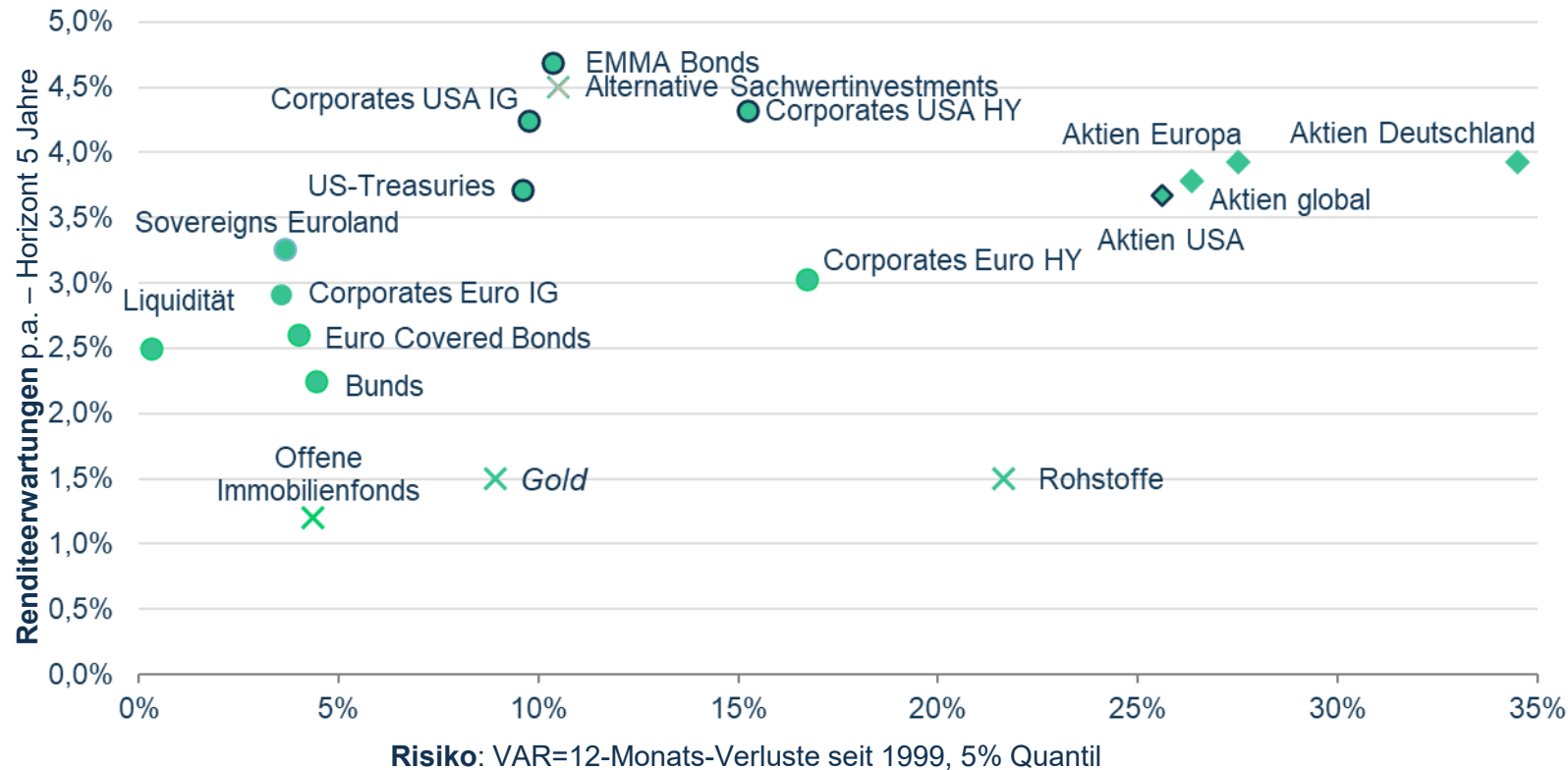
3,9 % p.a. (inkl. Dividenden)
Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: LSEG, LBBW Research – Stand: 06.10.2025. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen eine Duration zwischen drei und sieben Jahren auf. Lesehinweis Risiko/VAR: Verlust, den der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse, mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % seit 1999 nicht überschritten hat.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
01.10.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,96	1,99	2,08	2,19	2,29	2,39	2,48	2,58	2,67	2,76	3,12	3,25	3,29	3,36
France	2,05	2,18	2,37	2,57	2,76	2,95	3,13	3,29	3,44	3,58	4,02	4,23	4,42	4,62
Italy	2,03	2,20	2,39	2,59	2,79	2,99	3,17	3,34	3,48	3,62	4,13	4,38	4,59	4,80
Spain	2,05	2,12	2,26	2,43	2,59	2,75	2,90	3,05	3,19	3,32	3,81	4,02	4,16	4,27
Netherlands	2,02	2,08	2,17	2,28	2,40	2,52	2,63	2,73	2,82	2,91	3,23	3,41	3,48	3,48
Austria	1,99	2,10	2,24	2,38	2,52	2,66	2,79	2,91	3,02	3,12	3,47	3,64	3,74	3,82
Belgium	2,04	2,13	2,27	2,44	2,61	2,77	2,93	3,07	3,20	3,32	3,81	4,16	4,37	4,47
Ireland	2,01	2,05	2,17	2,31	2,46	2,59	2,72	2,84	2,94	3,04	3,40	3,62	-	-
Portugal	2,02	2,04	2,13	2,27	2,44	2,61	2,78	2,93	3,08	3,22	3,71	3,98	4,12	4,20
Finland	2,03	2,09	2,22	2,38	2,53	2,67	2,81	2,93	3,04	3,14	3,49	3,66	3,77	3,89
EUR Swap in %	2,12	2,16	2,24	2,31	2,38	2,45	2,51	2,57	2,63	2,68	2,86	2,92	2,92	2,90

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
01.10.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,76	2,21	2,47	2,65	2,80	2,91	3,01	3,10	3,17	3,24
AA-	1,82	2,25	2,50	2,68	2,82	2,94	3,03	3,12	3,19	3,26
A+	1,89	2,35	2,62	2,81	2,95	3,07	3,18	3,26	3,34	3,41
A	1,94	2,39	2,65	2,84	2,98	3,10	3,20	3,28	3,36	3,43
A-	1,99	2,43	2,69	2,87	3,01	3,12	3,22	3,30	3,38	3,44
BBB+	2,05	2,48	2,70	2,87	3,04	3,18	3,30	3,40	3,49	3,57
BBB	2,10	2,58	2,86	3,06	3,21	3,34	3,45	3,54	3,62	3,69
BBB-	2,34	2,77	3,02	3,20	3,34	3,45	3,55	3,63	3,70	3,77
BB+	2,74	3,19	3,45	3,63	3,78	3,89	3,99	4,08	4,15	4,22
BB	3,19	3,51	3,70	3,83	3,94	4,02	4,09	4,16	4,21	4,26
BB-	3,45	3,95	4,24	4,44	4,60	4,73	4,84	4,94	5,02	5,10
B+	3,48	4,02	4,34	4,56	4,74	4,88	5,00	5,11	5,20	5,28
B	4,60	4,85	4,99	5,09	5,17	5,23	5,29	5,34	5,38	5,41
B-	4,90	5,31	5,77	6,09	6,34	6,55	6,72	6,87	7,01	7,12
EUR Swap in %	2,12	2,16	2,24	2,31	2,38	2,45	2,51	2,57	2,63	2,68
Rendite über 4,0 %										

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
01.10.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,13	2,40	2,56	2,67	2,76	2,83	2,89	2,95	2,99	3,03
AA-	2,12	2,43	2,61	2,73	2,83	2,91	2,98	3,04	3,09	3,13
A+	1,99	2,42	2,67	2,85	2,99	3,10	3,20	3,28	3,36	3,42
A	2,12	2,47	2,67	2,81	2,92	3,01	3,09	3,16	3,22	3,27
A-	2,23	2,55	2,73	2,87	2,97	3,05	3,12	3,18	3,24	3,29
BBB+	2,24	2,61	2,82	2,97	3,09	3,19	3,27	3,34	3,40	3,46
BBB	2,19	2,65	2,92	3,11	3,25	3,38	3,48	3,57	3,64	3,71
BBB-	2,38	2,69	2,87	3,00	3,10	3,18	3,25	3,31	3,36	3,41
EUR Swap in %	2,12	2,16	2,24	2,31	2,38	2,45	2,51	2,57	2,63	2,68

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
01.10.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,13	2,25	2,44	2,53	2,69	2,72	2,92		2,96		
AT	2,16	2,31	2,44	2,60	2,67	2,78	2,86	3,03	2,95	3,20	
BE	2,20	2,27	2,45	2,61	2,63	2,76	2,93		3,11		
CA	2,33	2,26	2,45	2,52	2,67	2,77	2,82	2,86			3,13
DK	2,34	2,33	2,61	2,49	2,56	2,94					
FI	2,18	2,30	2,44	2,56	2,66		2,88		2,95	3,05	3,39
FR	2,17	2,27	2,43	2,58	2,71	2,87	2,97	3,08	3,16	3,30	3,35
DE	2,12	2,23	2,35	2,49	2,59	2,68	2,77	2,87	2,93	3,01	3,19
GR											
IE											
IT	2,22	2,34	2,51	2,65	2,71	2,90	3,04	3,12	3,25		3,37
LU					2,64						
NL	2,12	2,26	2,40	2,55	2,72	2,79	2,88	2,87	3,05	3,31	
NZ		2,21			2,61	2,79					
NO	2,16	2,29	2,45	2,63	2,63	2,75	2,89		3,10		
PL											
PT	2,10	2,33	2,39		2,68	2,73				3,17	
SG			2,49	2,60	2,72	2,80			2,98		
ES	2,14	2,27	2,40	2,53	2,59	2,77	2,84	2,96	3,04		3,29
SE	2,16	2,31	2,42	2,68	2,61	2,75	2,85				
CH		2,34		2,57	2,69	2,86					
UK	2,15	2,27	2,39	2,54	2,70	2,81	2,90	2,84		3,32	3,09
JP			2,39	2,63	2,74	2,85					3,26
KR	2,15	2,30	2,39	2,62	2,67				2,99		
SK	2,35	2,42	2,56	2,68	2,65	2,92					
EUR Sw ap in %	2,12	2,16	2,24	2,31	2,38	2,45	2,51	2,57	2,63	2,68	2,73

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

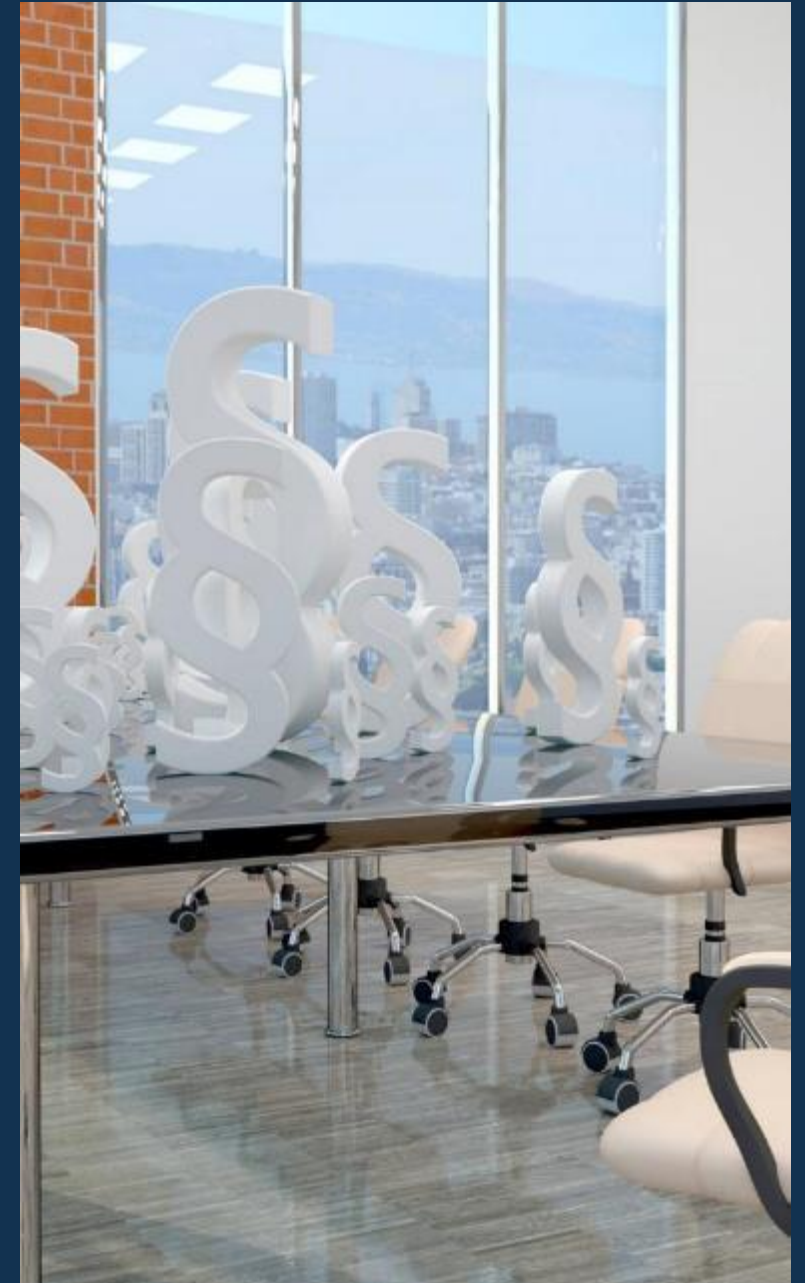
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Singapur:

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

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

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

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

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

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

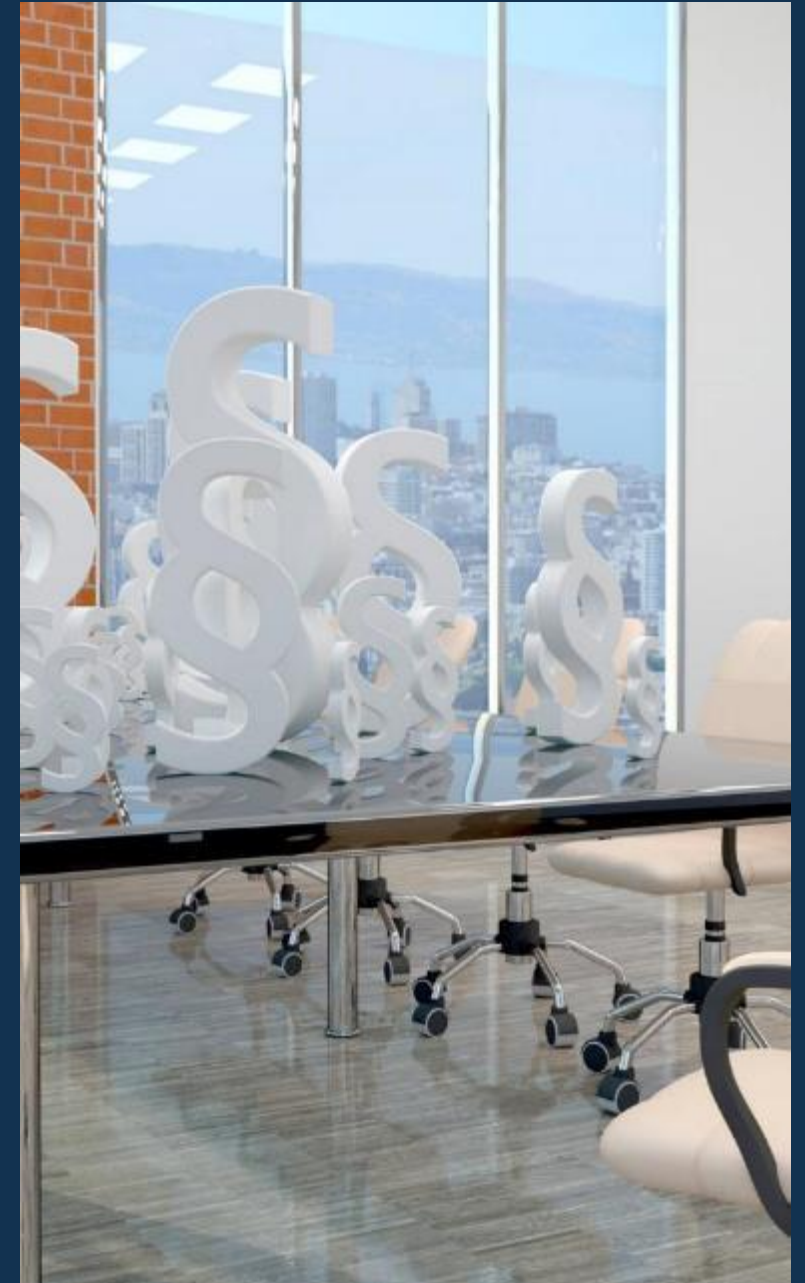
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

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

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

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Republic China (Taiwan):

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



Disclaimer

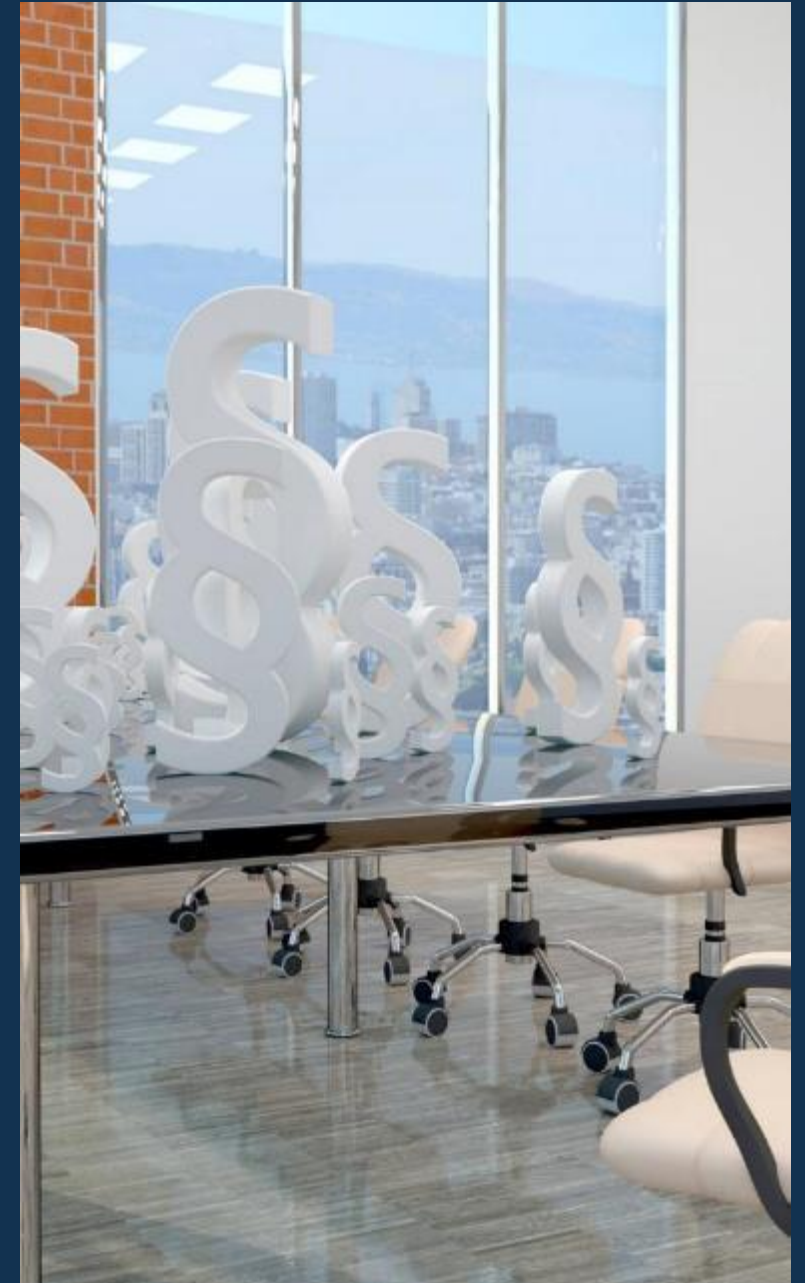
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

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

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

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



Disclaimer

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

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

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

Erstellt am: 08.10.2025 10:22

