

Neues Schaffen

LB  BW

Kapitalmarktkompass Juli

Wer soll das bezahlen?

01.07.2025

Makro | Zinsen | Credits | Aktien



Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Anschluss an die Veröffentlichung des Kapitalmarktkompass‘ präsentieren wir Ihnen um 14 Uhr die wesentlichen Inhalte in Form einer Webkonferenz.

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 01.07.2025 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: **2744 042 9679#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565007#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=m346129b3753deff995564a83f29a9992>

Event-Kennnummer: **2744 042 9679**

Event-Passwort: **KMK-07** (565007 über Telefone)

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

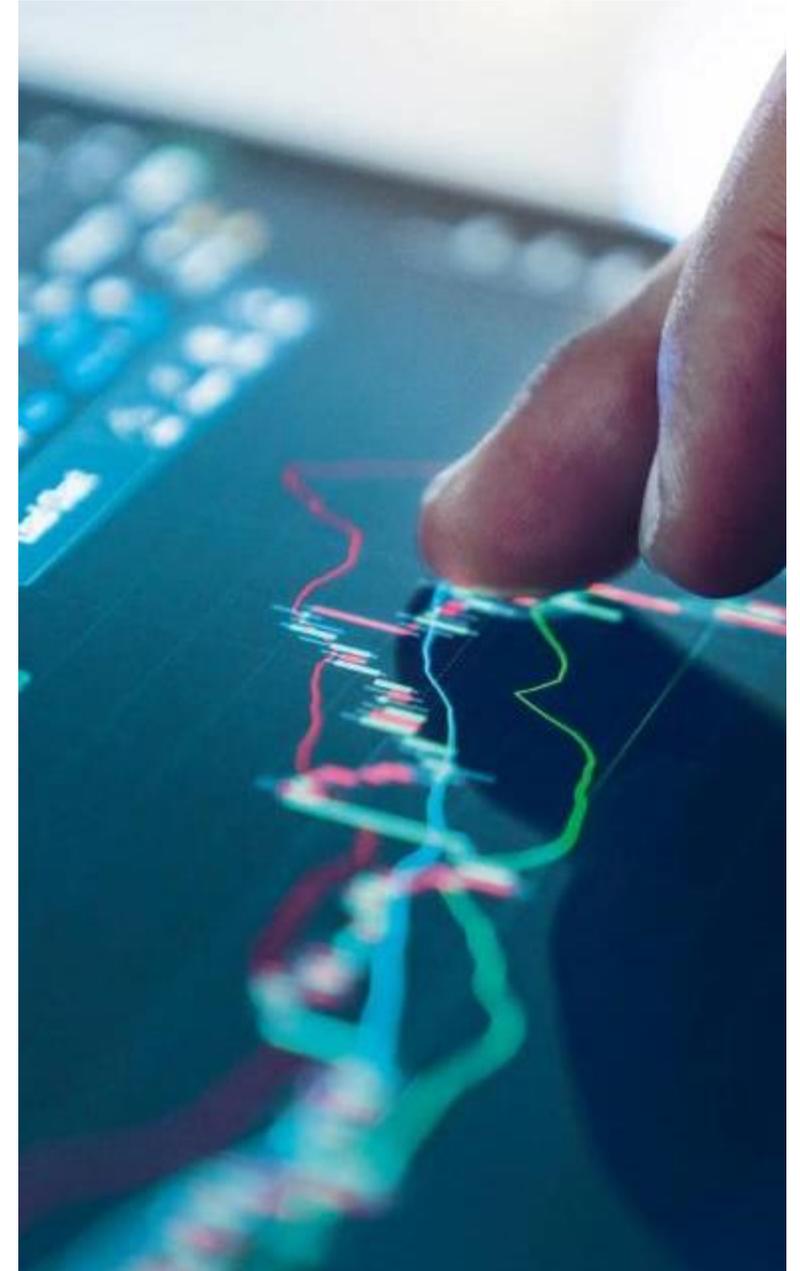
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 01.07.2025 14h
- Dienstag, 15.07.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 05.08.2025 14h
- Dienstag, 02.09.2025 14h
- Dienstag, 16.09.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 07.10.2025 14h
- Dienstag, 21.10.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.11.2025 14h
- Dienstag, 18.11.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.12.2025 14h

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Wer soll das bezahlen?	08
03	Makro: Unkaputtbar	14
04	Zinsen: Gemischter Ausblick auf das 2. Halbjahr	27
05	Credits: Starkes 1. Halbjahr für Corporate Bonds	39
06	Aktien: Hohe Bewertung, auch in Europa	45
07	Prognosen und Asset Allokation: Ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis für Aktien	55
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	65



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

» *Wer soll das bezahlen, ...?*«

Mitten im Hochsommer ein Karnevalsschlager? Sie liegen falsch, wenn Sie denken, ein Sonnenstich habe meine Wahrnehmung getrübt. Grund sind vielmehr die Nachrichten aus Berlin (und vom NATO-Gipfel in Den Haag). Es werden Schulden geplant, als gebe es kein Morgen mehr. [Höhere Ausgaben für Verteidigung](#) ja, aber bitte nicht auf Pump. Auf die [Sinnhaftigkeit von schuldenfinanzierten Investitionen](#) in die Infrastruktur hatte ich ebenfalls hingewiesen. Zu beiden Aussagen stehe ich weiterhin.

Die mittelfristige Finanzplanung der Bundesregierung deutet darauf hin, dass die Kosten allesamt auf zukünftige Generationen abgewälzt werden sollen. In Anbetracht der wegen des demografischen Wandels absehbaren Kosten für die Sozialversicherungssysteme wäre ein behutsamerer Umgang mit dem Schuldenspielraum angezeigt.

Performance H1-2025: DAX stark, USD schwach

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

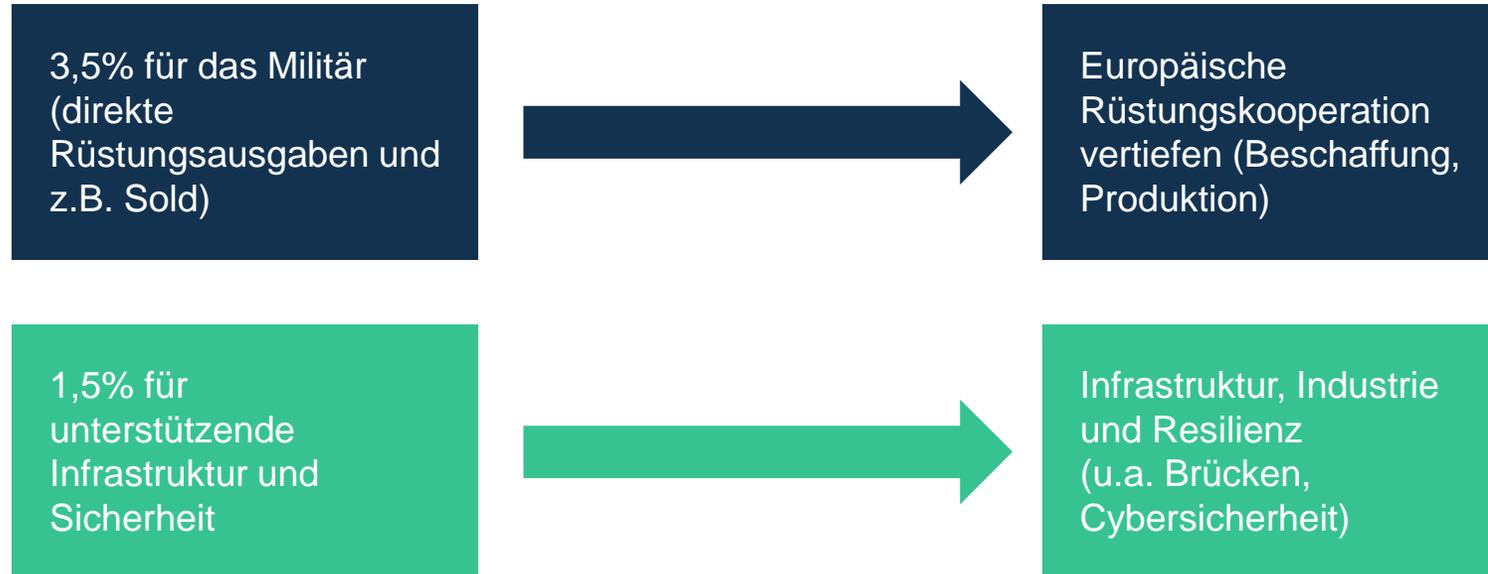
02

Sonderthema

Wer soll das bezahlen?

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

Das 5%-Ziel der NATO

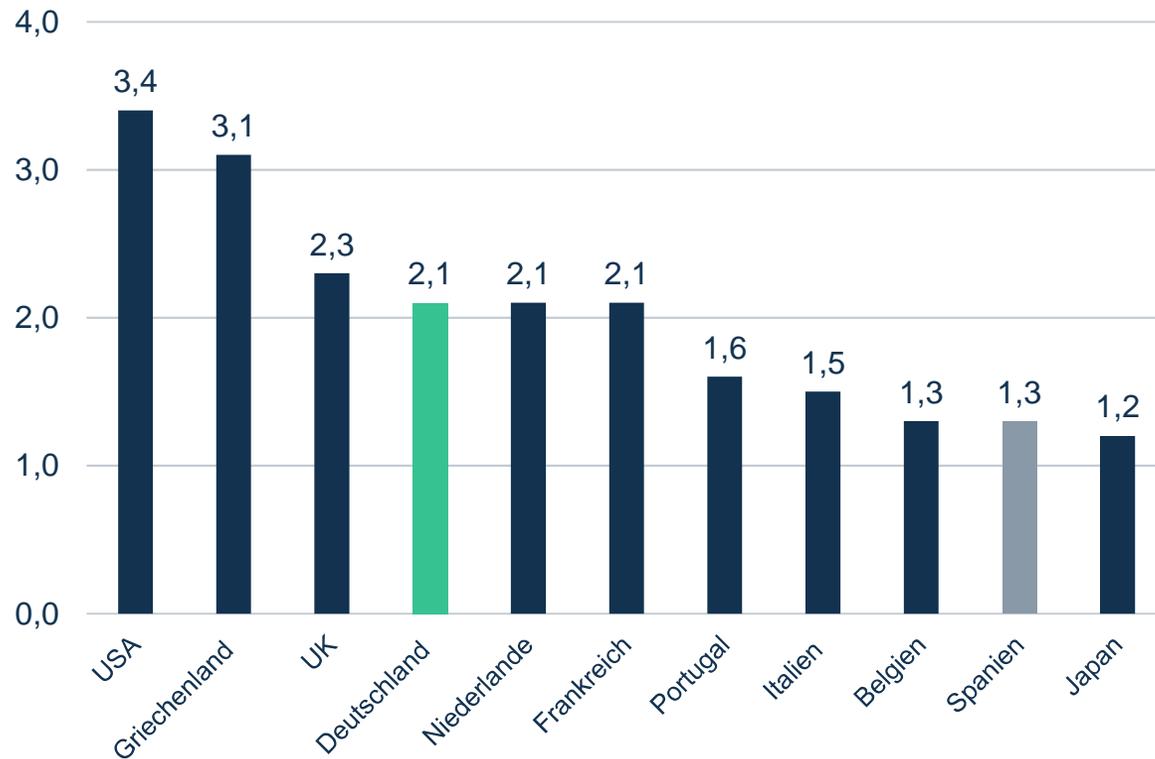


Hinweis: Österreich, Zypern, Irland und Malta EU-Staaten, aber keine NATO-Staaten

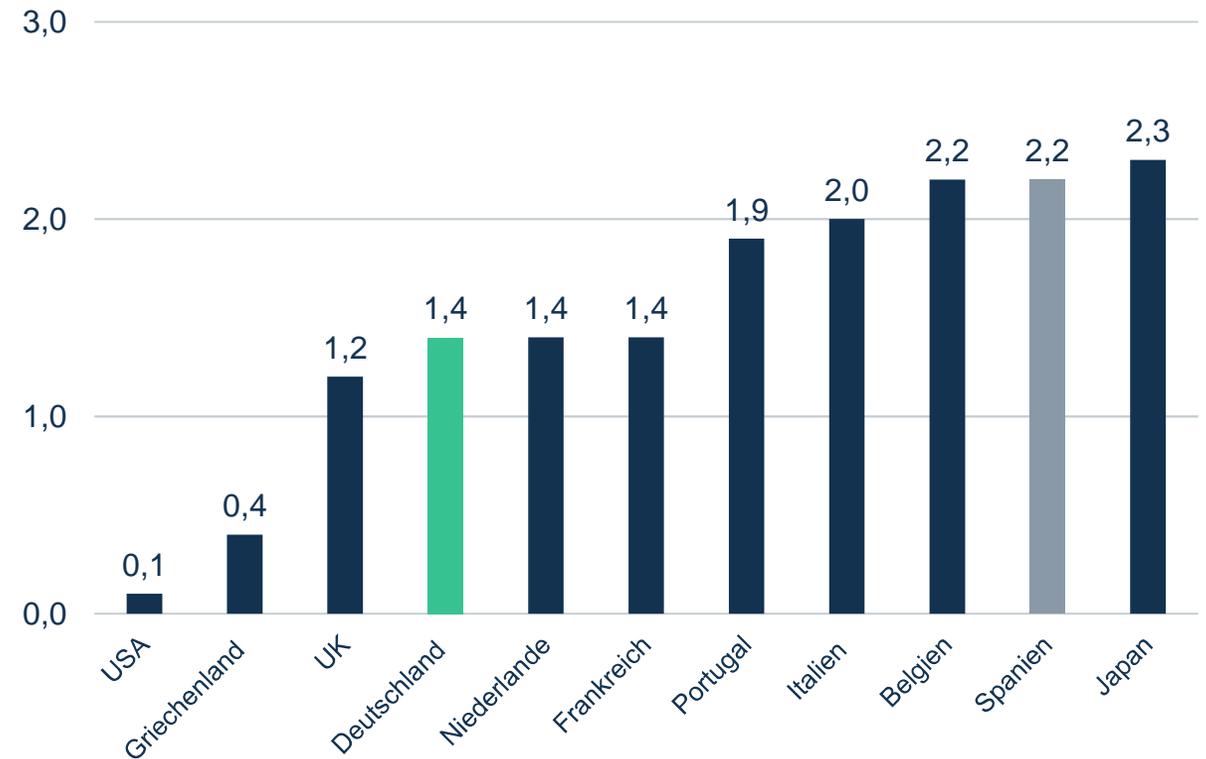
- Um längerfristig auf die Herausforderungen unserer Verteidigungsindustrie zu reagieren, legte die Kommission im März 2024 die europäische Industriestrategie für den Verteidigungsbereich (EDIS) und das Programm für Europäische Verteidigungsinvestitionen (EDIP) vor.
- Im Rahmen des im März 2025 vorgelegten [ReArm Europe Plan/Readiness 2030](#) schlug die Kommission die Aktivierung der **nationalen Ausweichklausel** vor, die es den Mitgliedstaaten ermöglicht, die maximalen Wachstumsraten der Nettoausgaben vorübergehend zu überschreiten, um die Verteidigungsausgaben anzukurbeln.

NATO-Ziel: More bucks for your bang?

Verteidigungsausgaben 2024 in % des BIP*



Steigerung in %-Punkten des BIP, um 3,5% zu erreichen

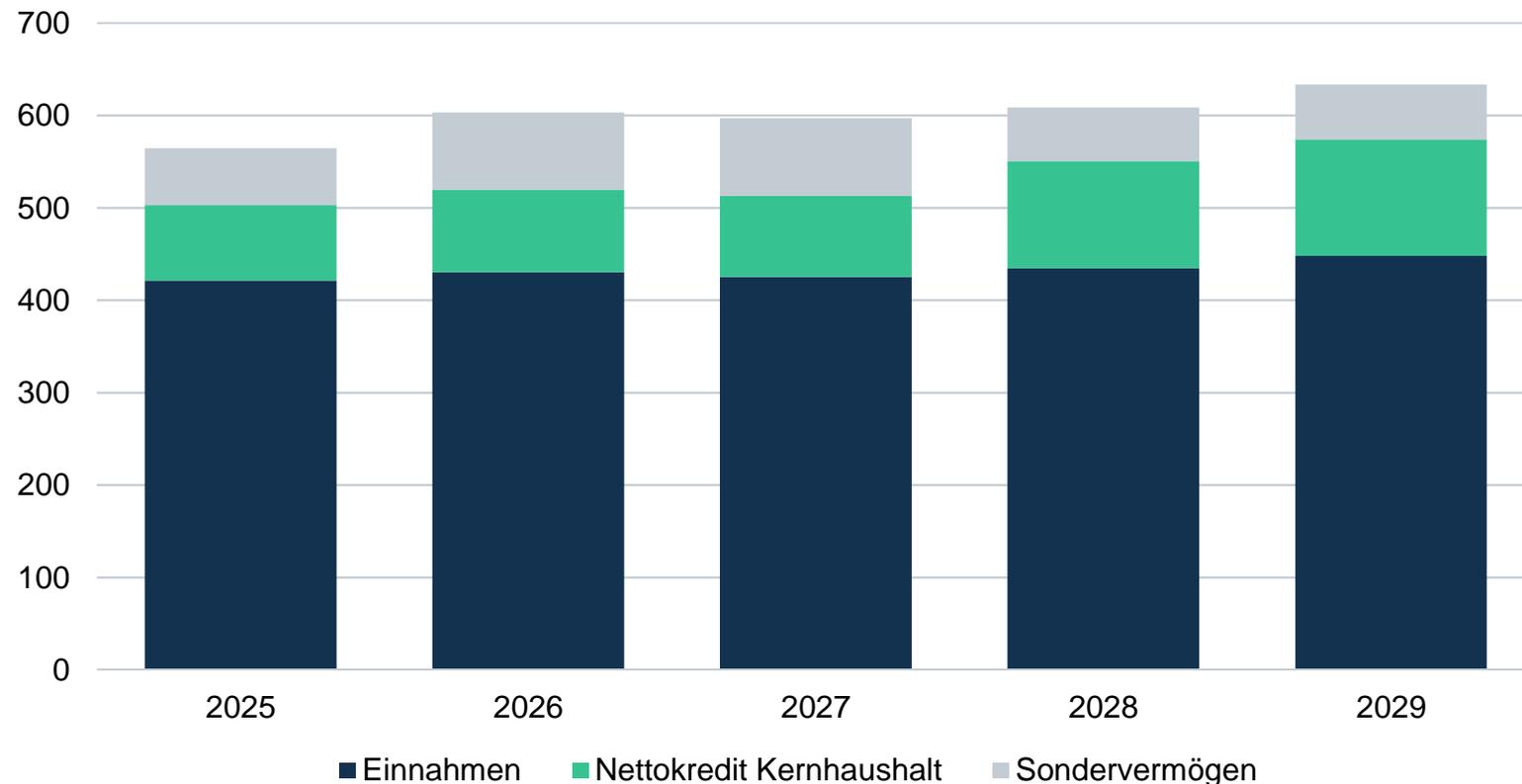


Quelle: NATO, Statista, LBBW Research *Angaben für alle Länder für 2024; für USA und Japan für 2023

Deutschland: Bundeshaushalt bis 2029

Entwurf gemäß Haushaltsgesetz

Mrd. Euro, Jahresangaben

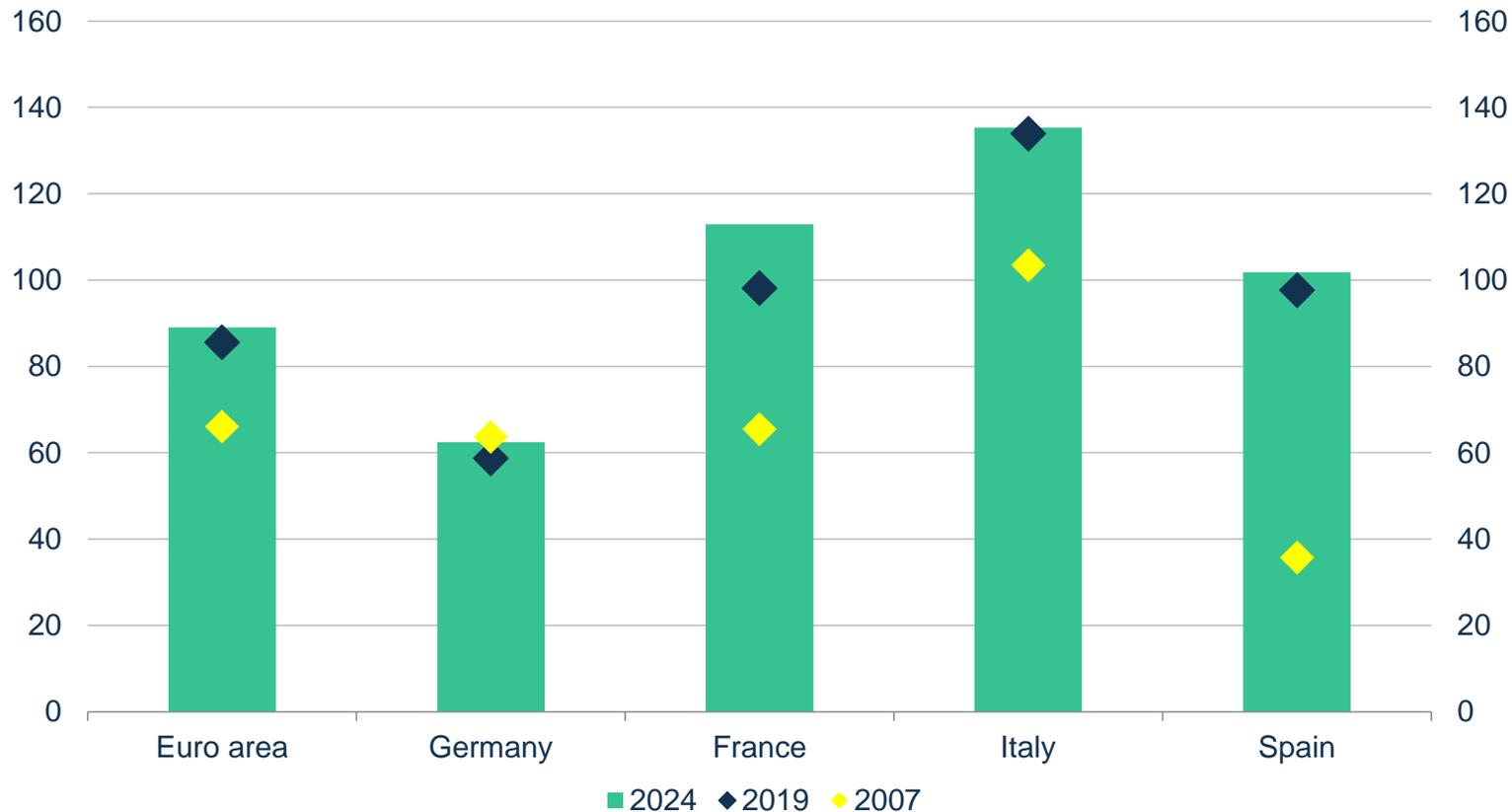


- Das aktuelle Haushaltsgesetz sieht einen deutlichen **Aufwuchs der Schulden von 2025 bis 2029** vor, um rund **850 Mrd. Euro**.
- Darin enthalten sind die Defizite der laufenden Kernhaushalte von 2025 bis 2029 sowie das kreditfinanzierten Sondervermögen für „Infrastruktur und Klima“.

Reißt sich der letzte Anker los?

Schuldenstand

in % des BIP

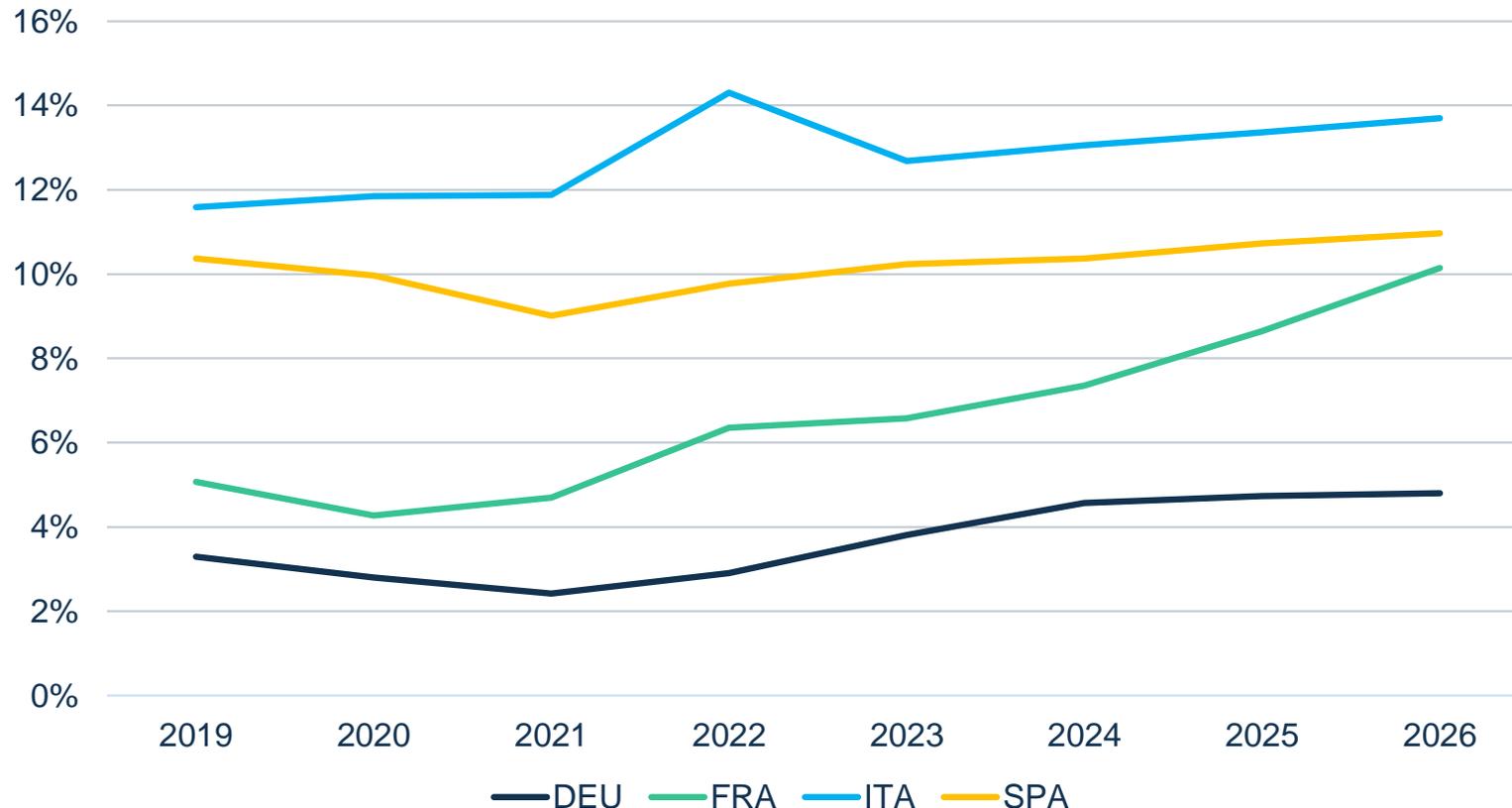


- Die Pläne der Bundesregierung führen zu einem starken Anstieg der Staatsverschuldung. Gemessen am aktuellen BIP (4.300 Mrd. Euro) entsprechen 850 Mrd. Euro rund 20 %.
- Zwar dürfte das BIP bis 2029 – dem Ende des Planungszeitraums – ebenfalls steigen. Aber bei einem angenommenen BIP-Wachstum von 3% p.a. nominal würde das BIP bis 2029 auf rund 5.000 Mrd. Euro steigen. Daran gemessen entsprechen 850 Mrd. Euro in etwa 17%.
- Vor dem Hintergrund der zu bewältigenden Lasten und den bereits erreichten Schuldenständen in anderen EU-Staaten macht derzeit wieder das Wort von „Gemeinschaftsschulden“ der EU die Runde.

Zinslasten steigen weiter

Zins-Steuer-Quote

Zinsen in % der Steuereinnahmen, Jahreswerte



- Zu den aktuellen und künftigen Defiziten kommen die Zinsen für die bestehenden Schulden. Insbesondere werden aktuell und in der nahen Zukunft Anleihen mit sehr niedrige Kupons (z.T. 0%) fällig, die von neuen Anleihen zu aktuellen Marktkonditionen abgelöst werden.
- **Gemessen an den Steuereinnahmen nehmen die Zinslasten zu.** Frankreich schließt zu Italien und Spanien auf.
- Die Prognosen der EU-Kommission für Deutschland basieren noch auf der Haushaltsplanung der alten Ampelkoalition und noch nicht auf dem aktuellen Bundeshaushalt.

03

Makro: Unkaputtbar



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

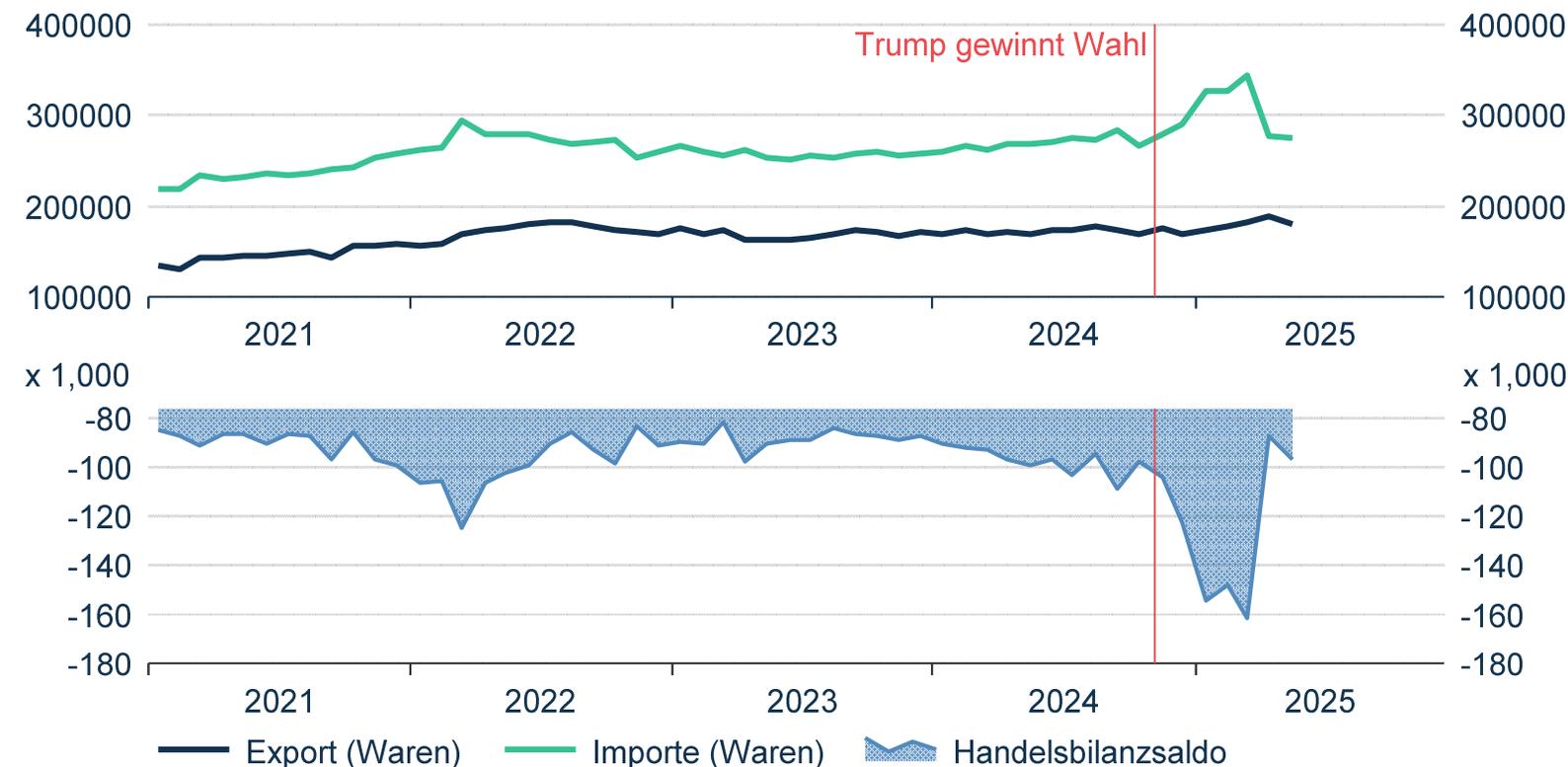
Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

USA: Rein in die Kartoffeln, raus aus den Kartoffeln; Q2 mit großem Beitrag des Außenhandels

US-Außenhandel (Waren)

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

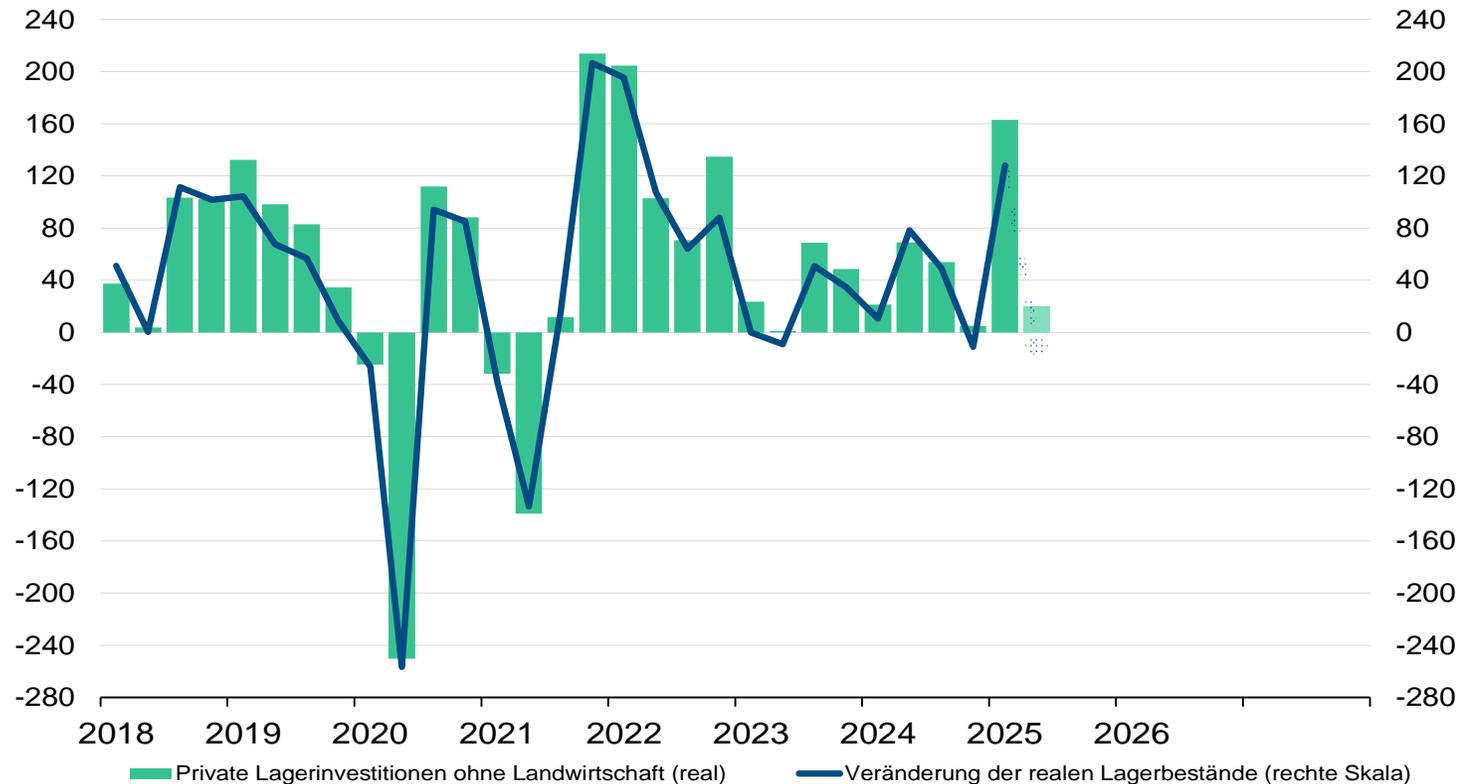


- Das US-Defizit im Außenhandel (Waren) belief sich im Durchschnitt der Monate April und Mai auf 97 Mrd. US-Dollar.
- Die vergleicht sich mit einem durchschnittlichen Defizit von 155 Mrd. US-Dollar pro Monat im ersten Quartal.
- Angesichts dessen sieht man erwarten, dass die Entwicklung des Außenhandels einige Prozentpunkte zum BIP-Wachstum im zweiten Quartal beigetragen haben wird.
- Im GDPNow-Modell der Federal Reserve Bank of Atlanta ist ein Wachstumsbeitrag des Außenhandels von 3,5 %-Punkten eingestellt.

USA: Lagerinvestitionen dürften im zweiten Quartal deutlich niedriger ausfallen

Lagerinvestitionen und Veränderung der Lagerbestände

Saisonbereinigte Quartalswerte, auf das Jahr hochgerechnet, in Mrd. US-Dollar, in festen Preisen

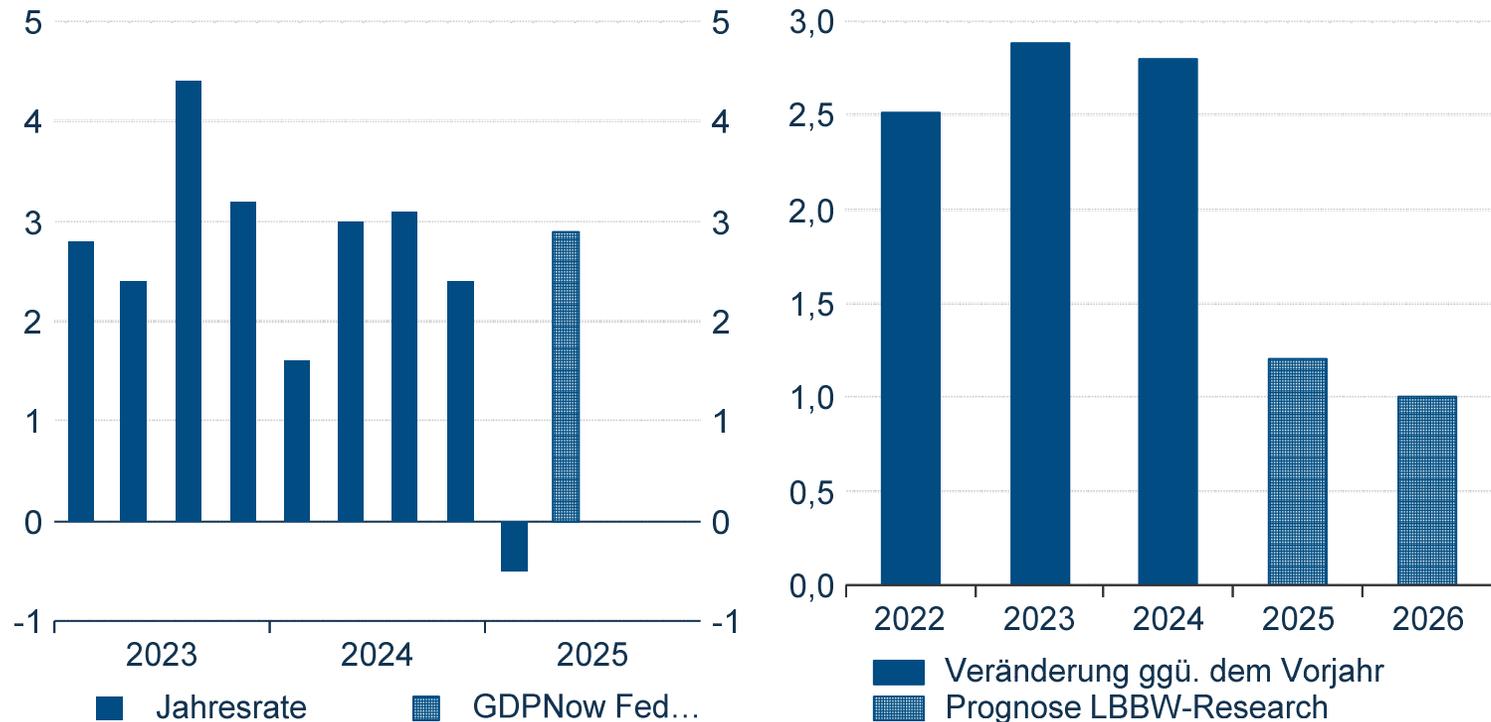


- Die bislang veröffentlichten Monatsdaten für die Lagerbestände zeigen keinen breit angelegten Abbau der Bestände an.
- Nach unserer derzeitigen Einschätzung werden sich die Lagerinvestitionen im zweiten Quartal auf 25 Mrd. US-Dollar belaufen, nach 163 Mrd. US-Dollar im ersten Quartal.
- Demzufolge dürfte von den Lagerinvestitionen zwar eine merkliche Belastung des BIP-Wachstums ausgehen. Diese Wachstumsbelastung dürfte aber von der Verbesserung des Außenhandels mehr als wettgemacht werden.

USA: Resilienz der Wirtschaft überrascht

US-Bruttoinlandsprodukt

Quartals- bzw. Jahreswerte, in %

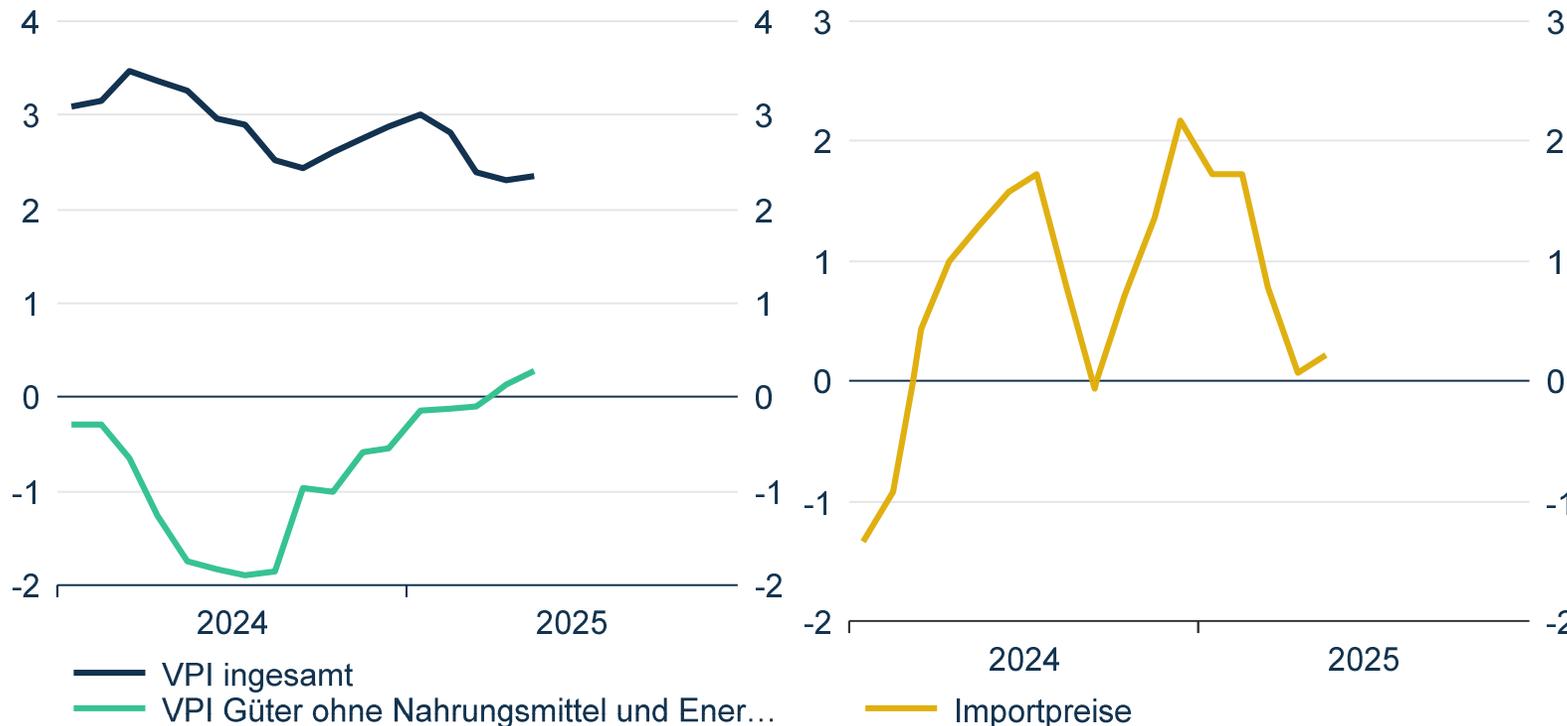


- Trotz einer chaotischen Politik der US-Regierung zeichnet sich kein Abbruch der US-Wirtschaftsleistung ab.
- Im Gegenteil: Das GDPNow-Modell der Federal Reserve Bank of Atlanta (siehe linkes Schaubild) sagt für das zweite Quartal 2025 ein Wachstum (Jahresrate) von 2,9 % voraus.
- Die Resilienz der US-Wirtschaft überrascht.
- Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2025 leicht angehoben, und zwar von 1,0 % auf 1,2 %.

USA: Sag mir, wo die Zölle sind! Wo sind sie geblieben?

Verbraucherpreise und Importpreise

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in %

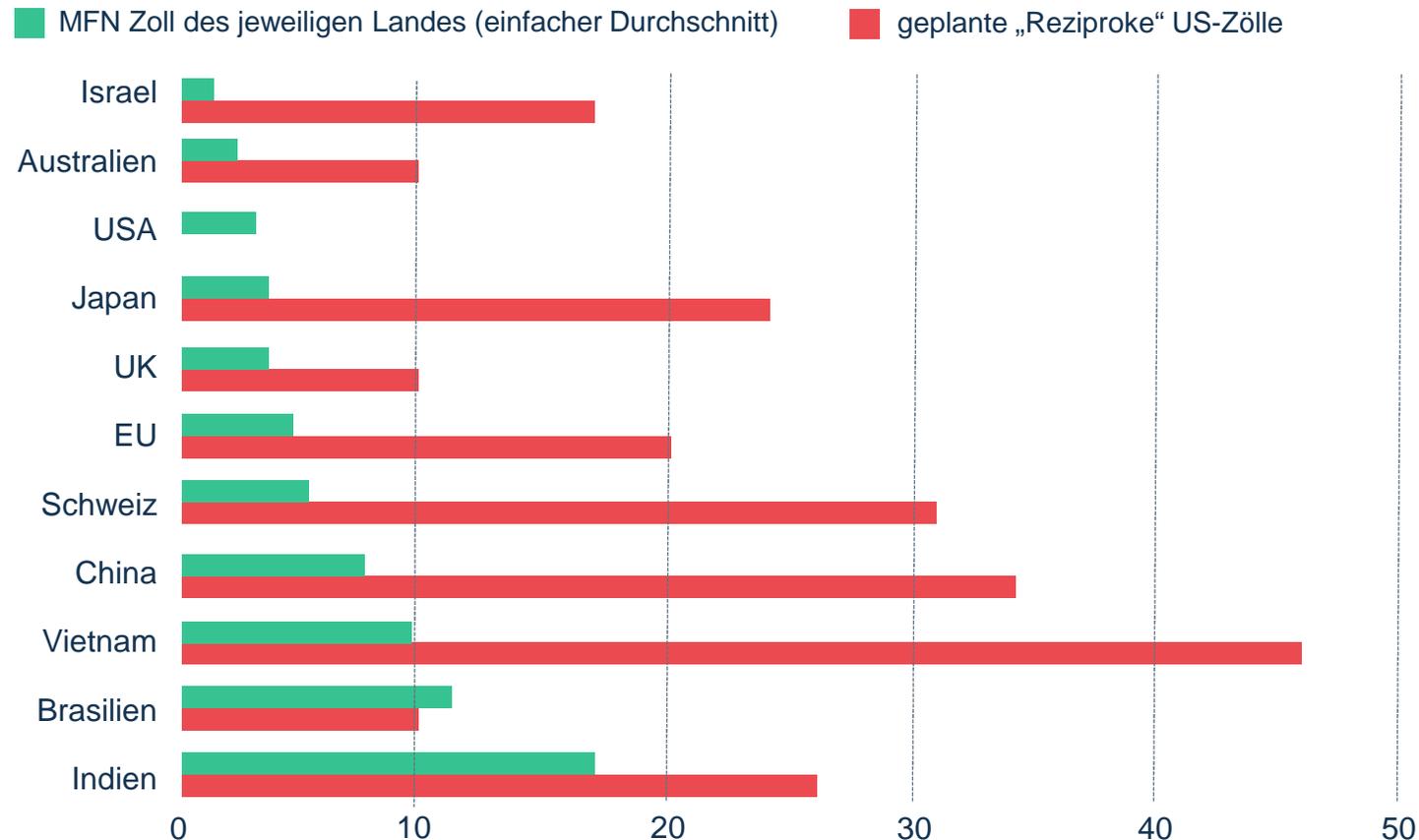


- Die von Donald Trump verhängte Erhöhung der US-Einfuhrzölle hat sich (noch) nicht in der Entwicklung der Verbraucherpreise niedergeschlagen.
- Im Gegenteil: Die Inflation fiel drei Monate in Folge niedriger aus als erwartet. Im Mai belief sich die Veränderungsrate der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahresmonat auf lediglich 2,4 %.
- Der US-Importpreisindex wird ohne Zölle berechnet. Hätten also die ausländischen Exporteure die Last der Zollerhöhungen zu tragen gehabt, wäre der Importpreisindex kräftig gefallen. Dem war aber nicht so (siehe rechtes Schaubild).
- Es ist ein Mysterium.

Trumps Zollorgie – chaotisch und unfair

Most-Favored-Nation-Zölle (MFN) nach WTO-Regeln vs. per Juli geplante „reziproke“ US-Zölle

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025



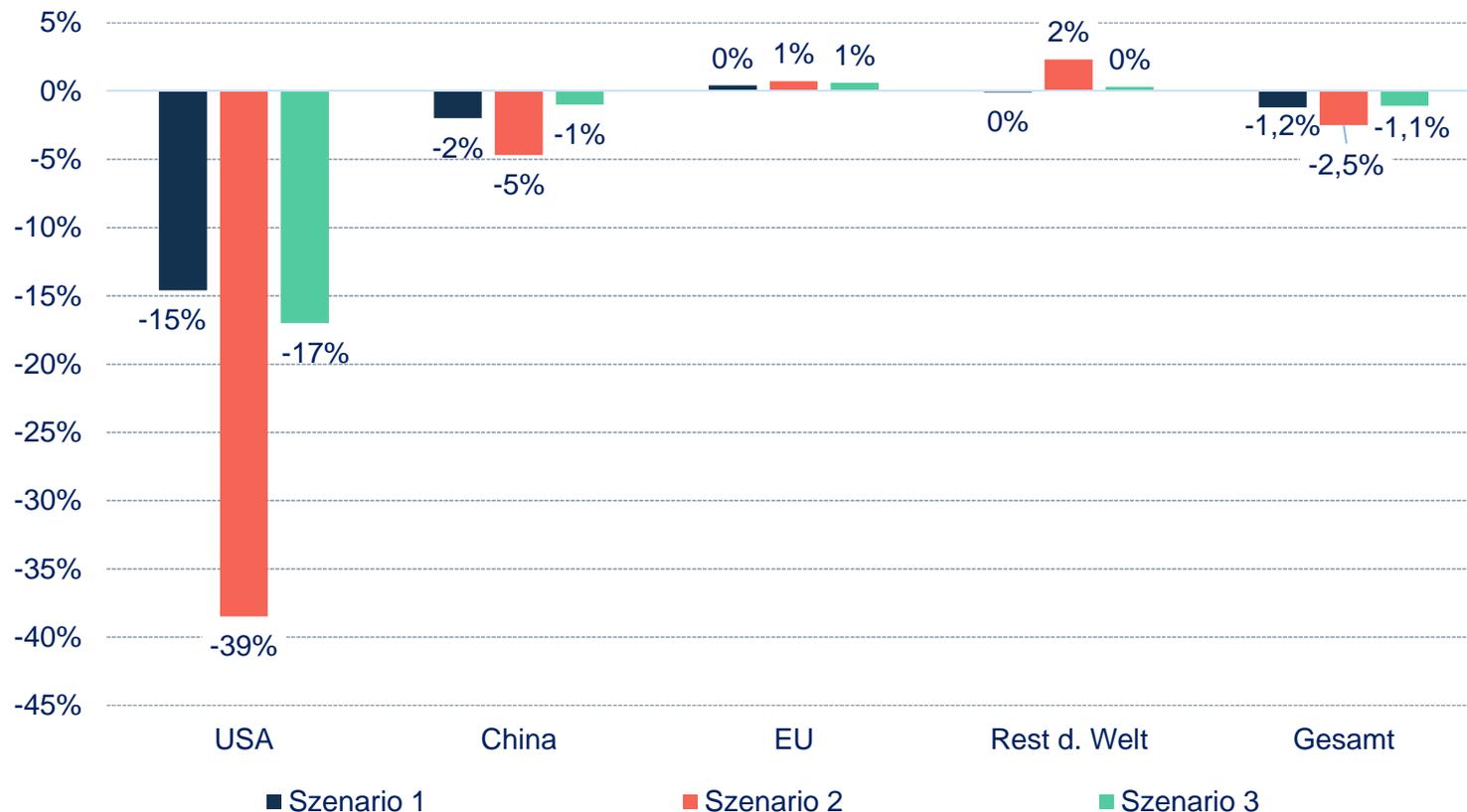
Quelle: ifo Schnelldienst 6/2025, LBBW Research

- Trumps per 9. Juli avisierte „reziproke Zölle“ liegen deutlich über den nach WTO-Regeln erhobenen Zöllen der betroffenen Staaten, also den Zöllen, die auch auf Importe aus den USA erhoben werden.
- Die USA würden also deutlich höhere Zölle erheben, als alle anderen Staaten bisher. Von Reziprozität kann keine Rede sein.
- Der durchschnittliche Zollsatz, den z.B. die EU unter WTO-Regeln erhebt, liegt mit 3,9% nur marginal über dem, den die USA (3,4%) unter WTO-Regeln erhoben hatten. Eine Diskriminierung von US-Unternehmen lässt sich hieraus nicht ableiten.
- Die geplante Zollsetzung der USA „bestraft“ vor allem Staaten, die einen recht hohen Handelsüberschuss mit den USA aufweisen (Vietnam, China, Schweiz, Japan, EU, ...) und hat nichts mit Reziprozität zu tun.

Starke Belastung der deutschen Exporte in die USA durch neue Zölle

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

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025



Szenario 1:

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

Szenario 2:

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

Szenario 3:

- Ausschließlich produktspezifische Zölle (Basis: Urteil eines US-Bundesgerichts Ende Mai, das zumindest kurzzeitig alle neuen länderspezifischen Zölle ausgesetzt hatte - keine länderspezifischen Zölle, nur produktspezifische Zölle)
- Im angenommen schlimmsten Fall (50% US-Zoll auf EU-Importe) würden die deutschen Exporte in die USA um 39% einbrechen.
- Dies entspräche einem Rückgang der deutschen Gesamtexporte um etwa 2,5%. Gemildert wird der Rückgang durch einen Anstieg der Exporte in die EU, die unseren wichtigsten Markt darstellt.

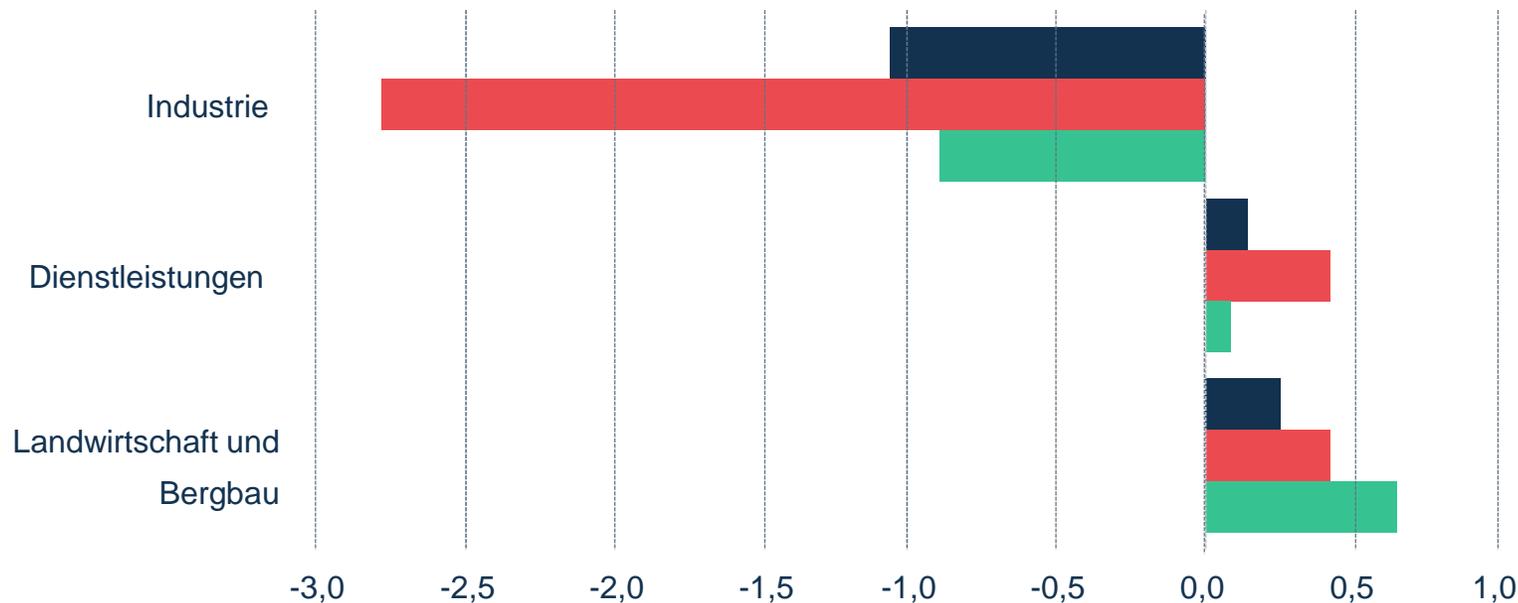
Deutsche Industrie von US-Zöllen stark betroffen

Schätzung: Änderung der deutschen Wertschöpfung (BIP), bedingt durch neue US-Zölle

in %, Quelle: ifo-Schnelldienst Juni 2025

Veränderung der deutschen Wertschöpfung in %

■ Szenario 1 ■ Szenario 2 ■ Szenario 3

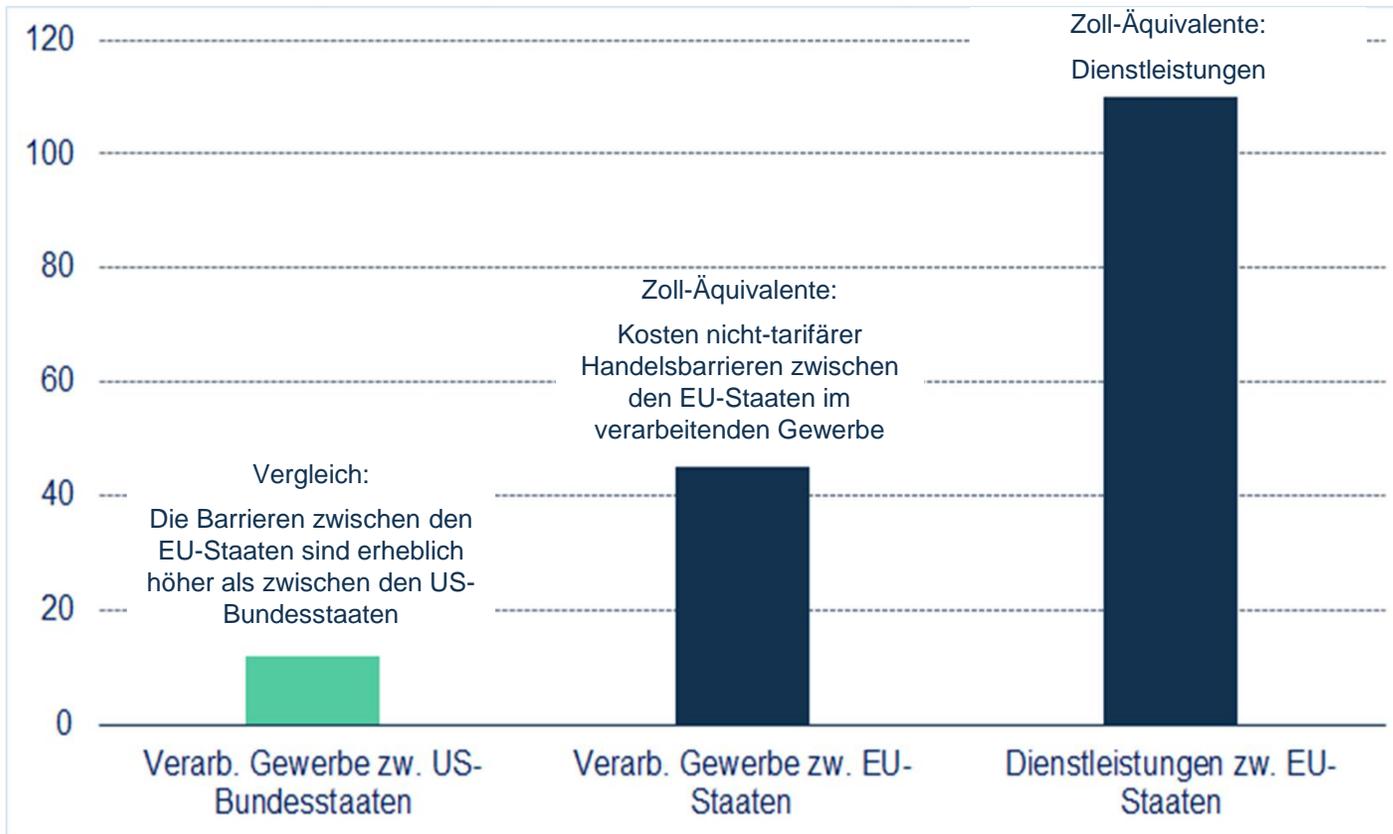


- Vor allem die deutsche Industrie wäre durch ihre Exportorientierung stark negativ von den neuen US-Zöllen betroffen.
- Der Rückgang der Wertschöpfung läge hier im schlimmsten Fall (Szenario 2) bei 2,8 %.
- In der Automobilindustrie (-6%) und im Pharmasektor (-9%) wären die Auswirkungen aufgrund der relativ starken US-Orientierung und hoher produktspezifischer Zölle dabei am stärksten.
- Dienstleistungsanbieter und Landwirte könnten dagegen leicht von prognostizierten globalen Handelsumlenkungen infolge der Verteuerung US-amerikanischer Konkurrenzprodukte profitieren.

Exkurs: Handlungsoption „Ausbau des EU-Binnenmarktes“

Handelshemmnisse im EU-Binnenmarkt: Zoll-Äquivalente

in %, Quelle: IWF 10/2024 / CEPR 06/2025



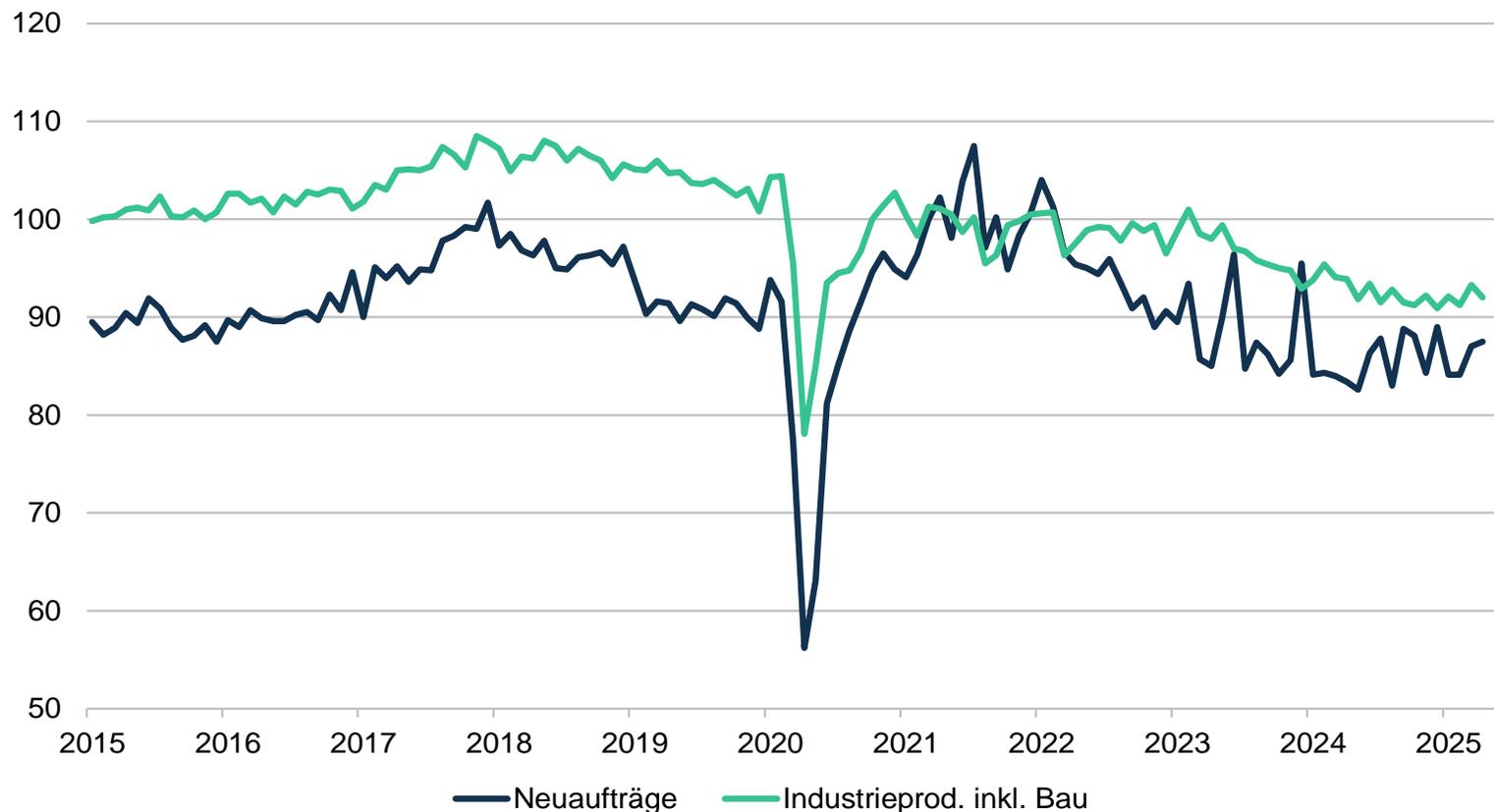
- Die EU ist mit zunehmenden externen Handelsschranken konfrontiert, lässt die interne Fragmentierung aber ohne Not fortbestehen.
- Nach Angaben des IWF (10/2024) belaufen sich die nicht-tarifären Hemmnisse innerhalb des EU-Binnenmarktes auf das Äquivalent eines Zolls zwischen den EU-Mitgliedsstaaten von 45 % auf Waren und 110 % auf Dienstleistungen – enorme interne Barrieren, die das BIP-Wachstum einschränken und deren Beseitigung die Außenhandelsabhängigkeit der EU reduzieren könnte.
- Zu diesen Barrieren zählen z.B. die gegenseitige Anerkennung von Berufsabschlüssen, Kennzeichnungspflichten und Verpackungsvorschriften im Güterhandel und vieles mehr.
- Die Kosten dieser EU-internen Hemmnisse sind laut IWF so hoch wie die der bisherigen drastischsten Zollankündigungen Trumps wären.
- Europas Verteidigung könnte darin bestehen, seine eigene Marktintegration zu vollenden und so mehr Wachstumspotenzial in Europa zu generieren.

Quelle: CEPR - The Economic Consequences of the Second Trump Administration 6/2025, IWF – Regional Economic Outlook Europe 10/2024

Deutsche Industrie: Ende einer Talfahrt

Neuaufträge und Industrieproduktion

Indexstände, Monatswerte

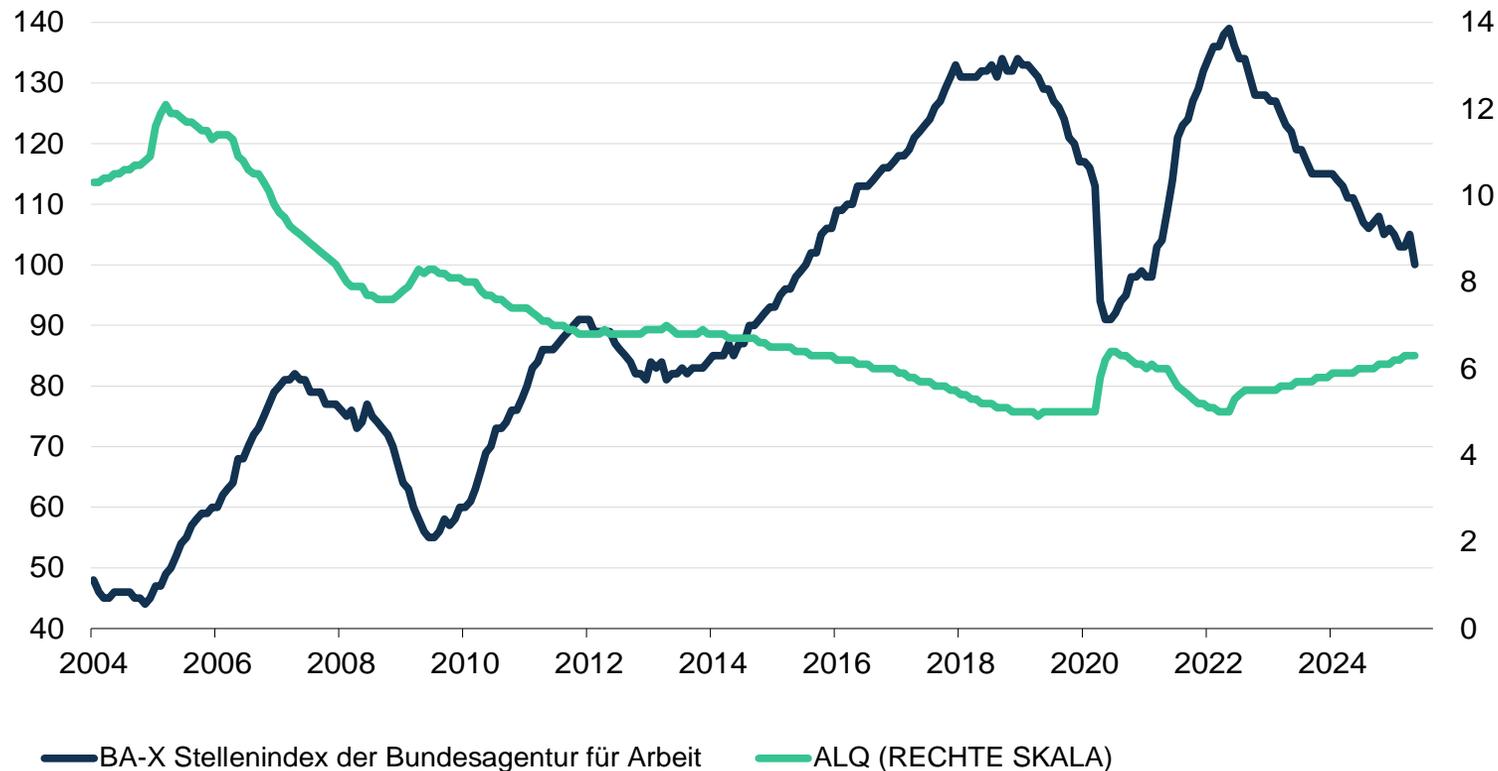


- Das ifo-Geschäftsklima ist seit Jahresbeginn sechs Mal in Folge gestiegen. Zwar waren die Schritte jeweils nur klein, aber immerhin!
- Die Indizes für die Produktion und die Neuaufträge haben sich leicht verbessert. Das Ende der Talfahrt ist gestoppt.

Arbeitsmarkt Deutschland: Weiter nachlassend

BA-X und Arbeitslosenquote

Monatswerte, saisonbereinigt

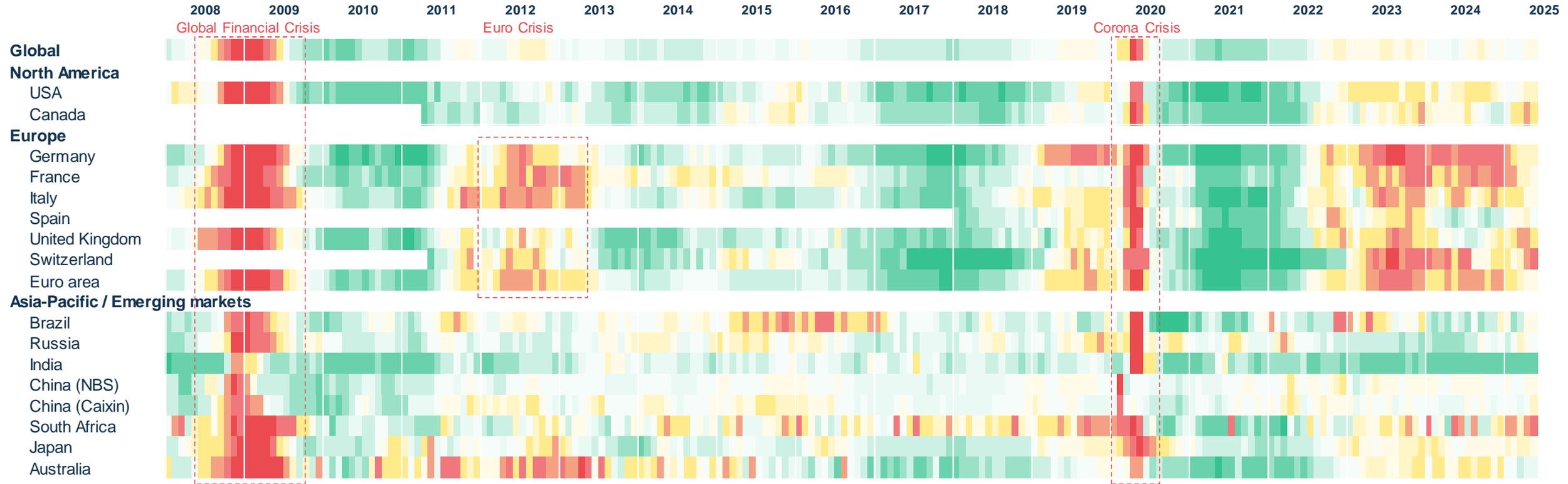


- Die ALQ steigt weiter an. Zwar sind die Werte von vor 20 Jahren in weiter Ferne und werden auch nicht mehr erreicht. Aber die Marke von 3 Millionen Arbeitslosen dürfte demnächst wieder überschritten werden.
- Die Anzahl der offenen Stellen, die vom BA-X erfasst wird, ist weiter rückläufig.

USA und China formalisieren Rahmenübereinkunft

- Beide Seiten haben einen **Handelsrahmen** bestätigt, der nach **Gesprächen in Genf und London** ausgehandelt wurde.
- Bereits zuvor bekannt war, dass die **US-Zusatzzölle auf chinesische Waren bei 30 %** (20 % „Fentanyl-Zölle“ + 10 % reziproke Zölle) liegen werden, die **Zusatzzölle seitens Chinas auf US-Waren bei 10%**.
- Am vergangenen Wochenende wurde nun **auch in anderen Bereichen** eine Konkretisierung erreicht.
- **China liefert den USA wieder wichtige Seltene Erden sowie hieraus hergestellte Magneten**, die für die US-Industrie (u.a. Automobil, Halbleiter, Smartphones) essenziell sind. Genehmigungsanträge sollen schneller geprüft werden.
- China behält sich weiterhin **strengere Kontrollen beim Export für militärisch relevante Produkte** vor.
- Die USA heben verschiedene restriktive Maßnahmen gegen China auf, darunter explizit genannt wurden die **Visa-Beschränkungen für chinesische Studenten**.
- Die nun erreichte Verständigung dürfte die **wirtschaftlichen Spannungen weiter deeskalieren**.
- **Zentrale Elemente** bleiben aber **weiterhin unklar**. So wurde seitens der USA u.a. die Aufhebung bestimmter Exportrestriktionen bei Technologie zugesichert. Auf welche konkreten Produkte/Unternehmen sich dies bezieht, wurde aber bisher von keiner der beiden Seiten kommuniziert.
- Ebenso bleibt ungeklärt, ob die zuvor gesetzte US-Deadline gegenüber China (12. August) damit obsolet ist.
- **Diese Unklarheiten könnten das Verhältnis im weiteren Verlauf erneut belasten**, eine ähnliche Eskalation wie Anfang April halten wir jedoch für unwahrscheinlich.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

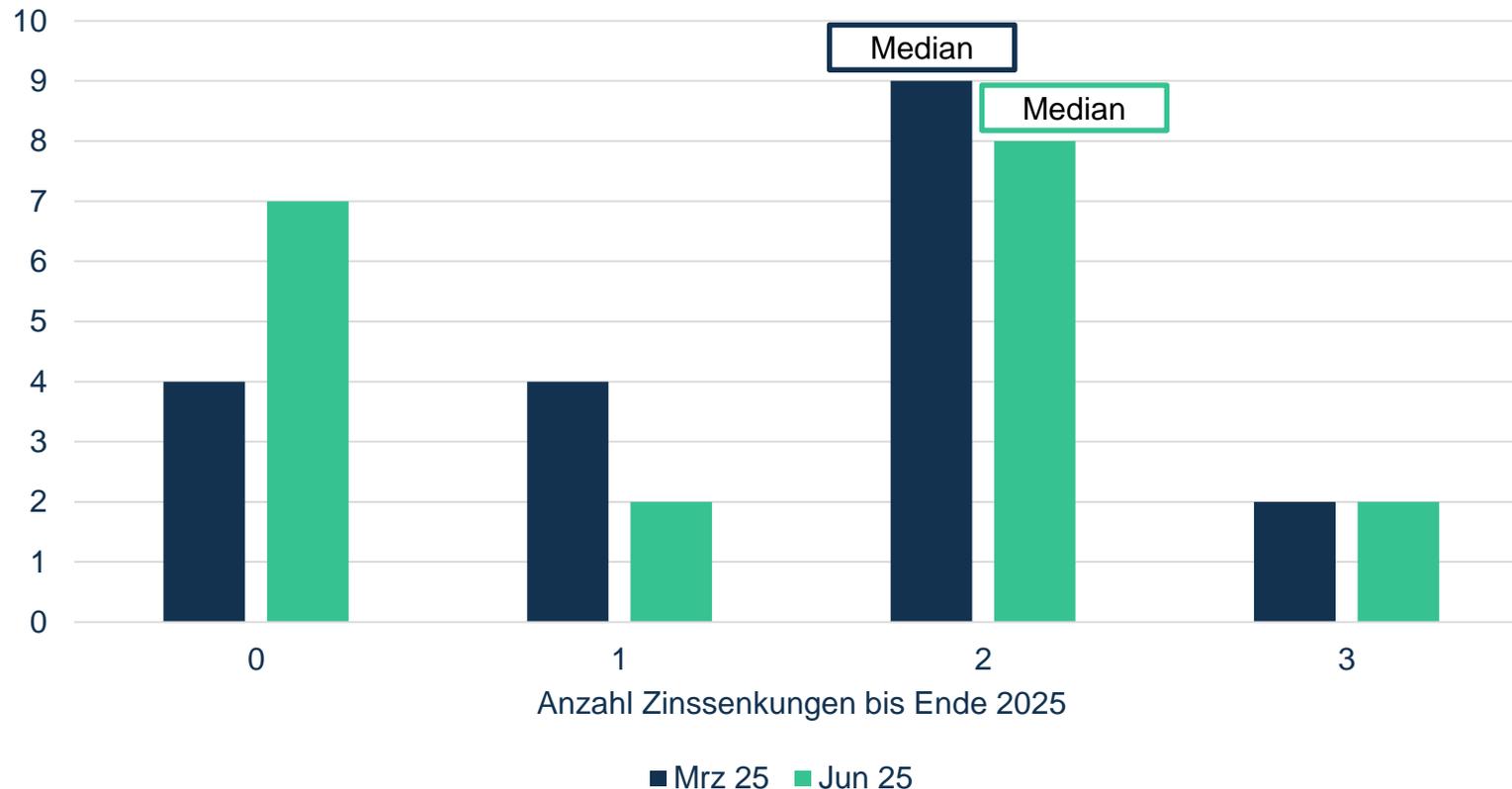
04

Zinsen: Gemischter Ausblick auf das 2. Halbjahr

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

Fed: Notenbanker zunehmend gespalten über Zinsausblick

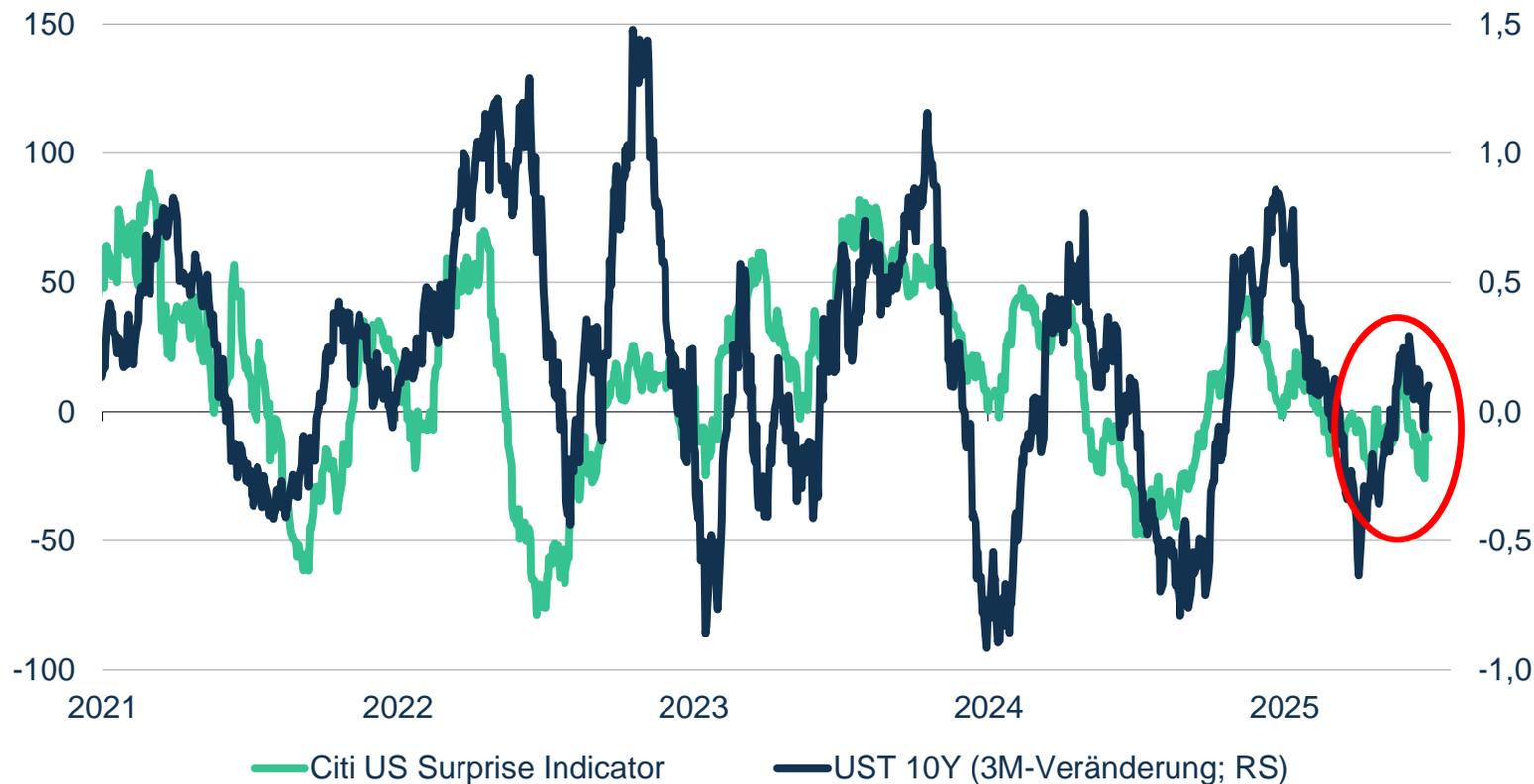
Verteilung des „Dot Plots“ nach Anzahl erwarteter Leitzinssenkungsschritte bis Ende 2025



- Sowohl aus dem „Dot Plot“ als auch aus den jüngsten Äußerungen der US-Notenbanker lässt sich u.E. ablesen, dass die Meinungen über den geldpolitischen Kurs bis Ende 2025 auseinanderdriften.
- Gegenüber der Projektion vom März hat sich die Verteilung des „Dot Plot“ hin zu weniger Zinssenkungen verschoben – bei unverändertem Median.
- **Zugleich waren indes „dovische“ Stimmen nach außen zuletzt stärker vernehmbar:**
- Direktoriumsmitglied Michelle Bowman betont Offenheit für Zinssenkung im Juli, falls Zollwirkung auf Inflation begrenzt bleibe.
- Direktoriumsmitglied Christopher Waller bekräftigt Einschätzung, dass Zolleffekte „kurzlebig“ sein dürften.

US-Rentenmarkt: Konjunktürenttäuschungen spielen den Bullen in die Karten

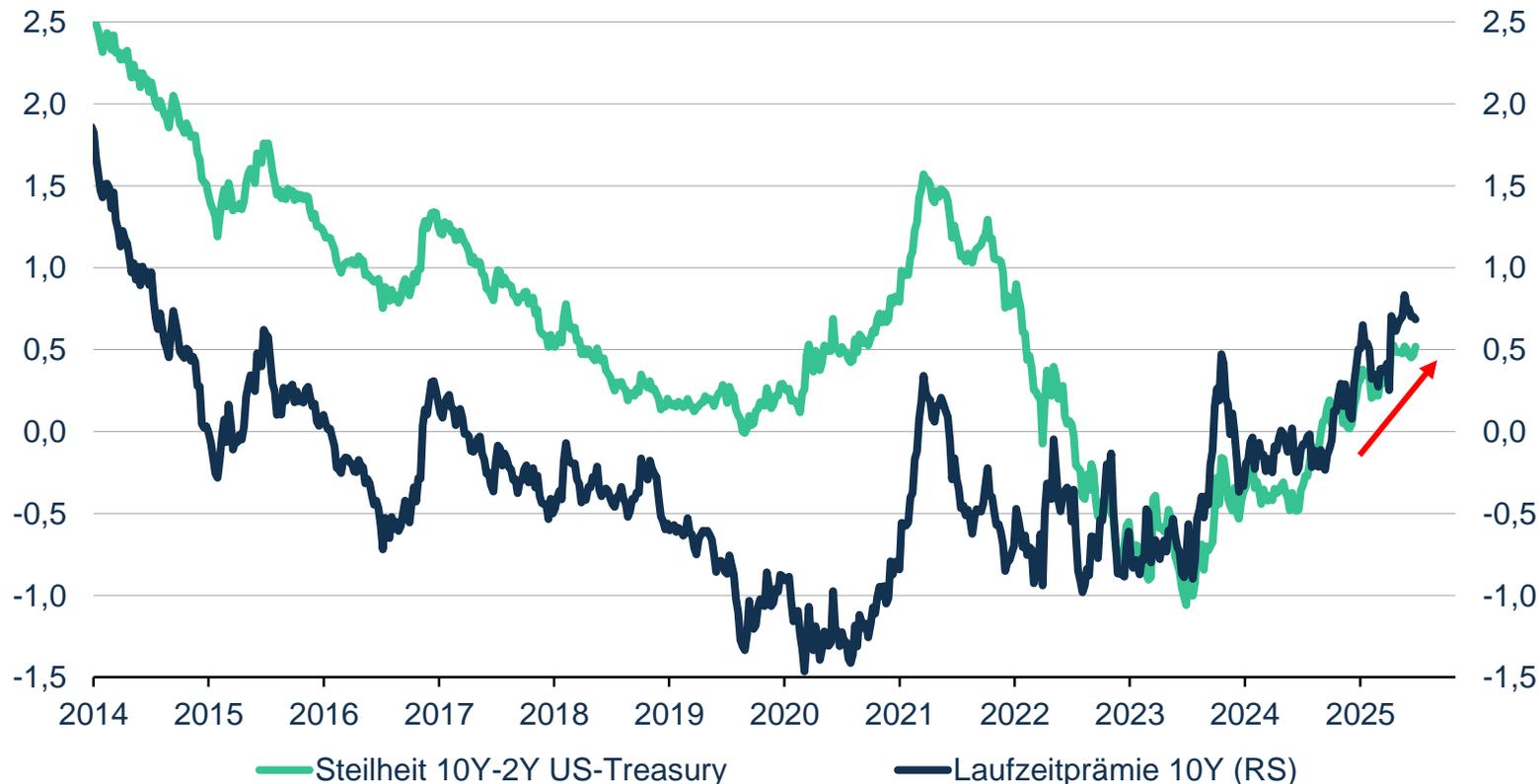
Economic Surprise Index für die USA und 3M-Veränderung der Rendite 10-jähriger US-Treasuries



- US-Rentenmarkt zuletzt mit Rückenwind durch wachsende Zinssenkungshoffnungen.
- Marktkonsens setzt auf zwei bis drei Fed-Schritte bis Ende 2025.
- Sensibilität für „dovische“ Signale aus den Reihen der Fed dürfte zuletzt aus zwei Gründen gewachsen sein.
 - 1) US-Inflation war vier Mal in Folge softer als erwartet, Zweifel an der inflations-treibenden Wirkung der Zölle wachsen.
 - 2) Konjunkturüberraschungen neigten zur negativen Seite.
- => Festigt sich die Tendenz zu Enttäuschungen weiter und schließt auch den US-Arbeitsmarkt ein, dann könnte der Abwärtsdruck auf die US-Treasuryrenditen noch zunehmen.

US-Rentenmarkt: Verschuldungssorgen nähren Versteilerungstrend

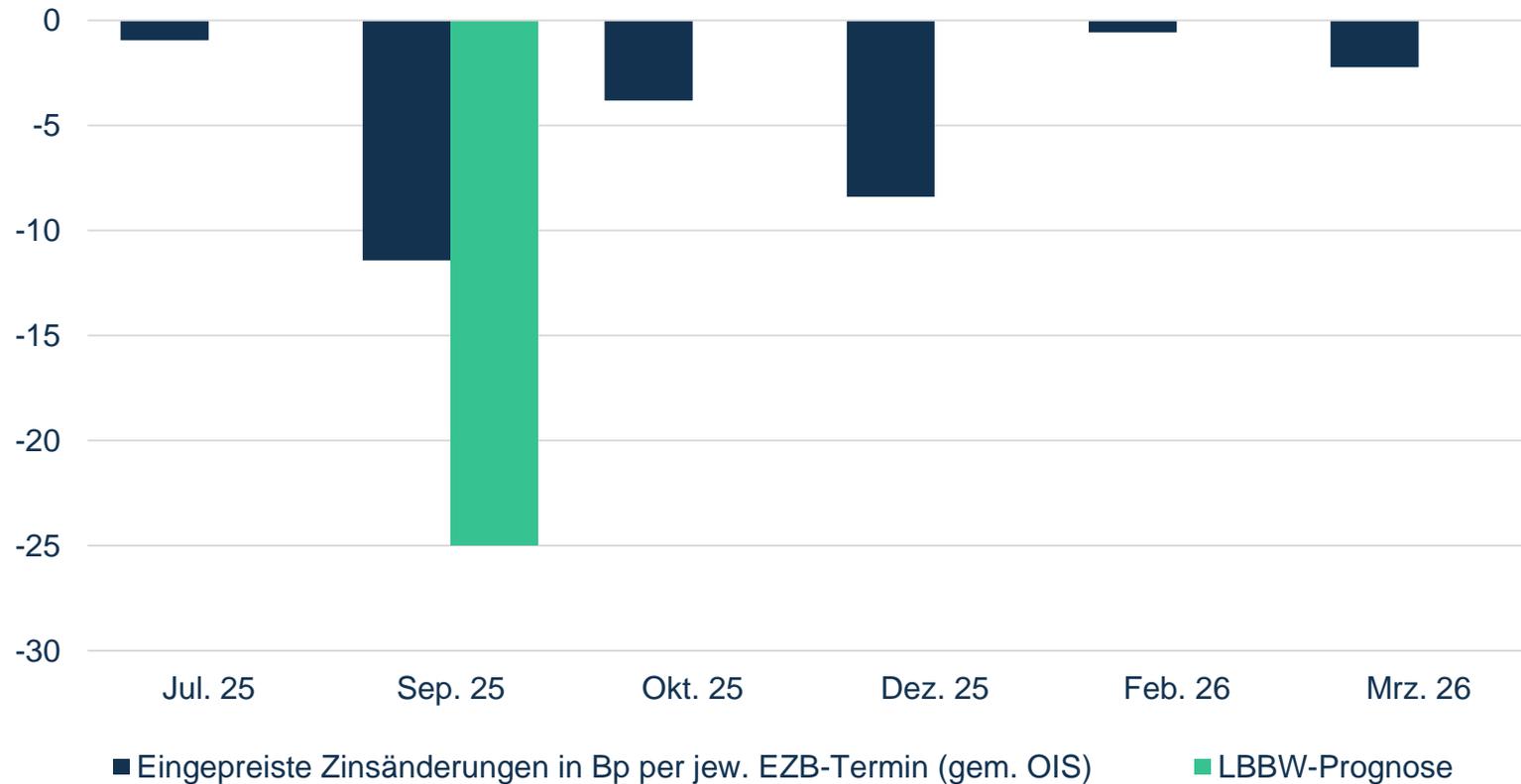
Steilheit 10Y-2Y auf der US-Treasurykurve und Laufzeitprämie für 10-jährige Staatsanleihen



- Andererseits stehen Donald Trumps Steuersenkungspläne im US-Kongress wohl kurz vor der Verabschiedung.
- Vertrauenserosion in Safe-Haven-Status der US-Treasuries könnte neuerlich befeuert werden => Spricht für fortgesetzten Anstieg der Laufzeitprämien.
- Trumps anhaltende Versuche, die Unabhängigkeit der Fed zu untergraben, könnten die „Bond Vigilantes“ erneut auf den Plan rufen.
- => Argumente für fortgesetzte USD-Kurvenversteilerung.

EZB: Zeichen deuten auf Zinspause im Juli

Marktimplizite Leitzinsveränderung je EZB-Termin (in Bp) und LBBW-Prognose



- EZB hat ihre achte Zinssenkung seit Juni 2024 geliefert und die Hürden für eine baldige weitere Lockerung erhöht.
- Lagarde: Zinssenkungen sind nahe an ihr Ende gekommen.
- Mehrheit im EZB-Rat: Geldpolitische Ausrichtung jetzt neutral. In HJ2 2025 allenfalls noch „Finetuning“ angezeigt.
- => Eine Zinspause im Juli ist wahrscheinlich. Im September entscheidet der EZB-Rat im Lichte der handelspolitischen Entwicklungen, ob ein (mutmaßlich) finaler Zinsschritt erforderlich ist.
- Wir gehen weiterhin davon aus, dass es noch eine Zinssenkung geben wird. Stärkste Argumente: Mit Trump verbundene Unsicherheit und deflationärer Impuls durch einen festen Euro.

EUR-Rentenmarkt: Konjunkturaufhellung spricht für ansteigende Renditen

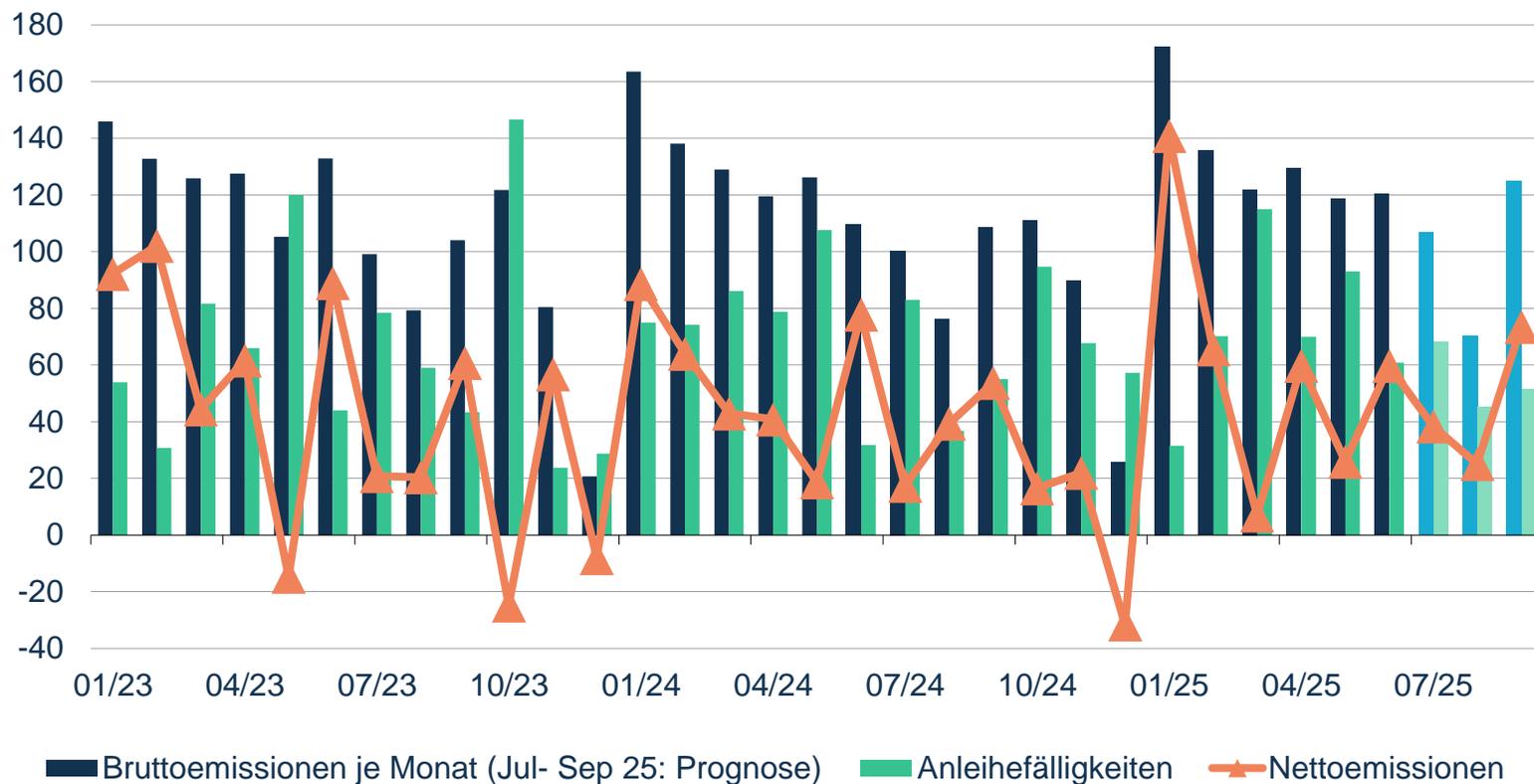
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ifo-Erwartungskomponente



- Rentenmarkttrend seit mehreren Wochen annähernd seitwärts.
- Donald Trumps Zollpolitik hält die EUR-Langfristzinsen tendenziell unten.
- Frühindikatoren trotzen jedoch zunehmend der Unsicherheit wegen der Handelspolitik.
- Setzt sich die aufkeimende Konjunkturzuversicht durch (ifo-Erwartungen auf Zweijahreshoch!), dann sollten die Renditen mit nach oben ziehen.

EUR-Staatsanleihen: Angebotstrend saisonbedingt abwärts – Deutschland schert aus!

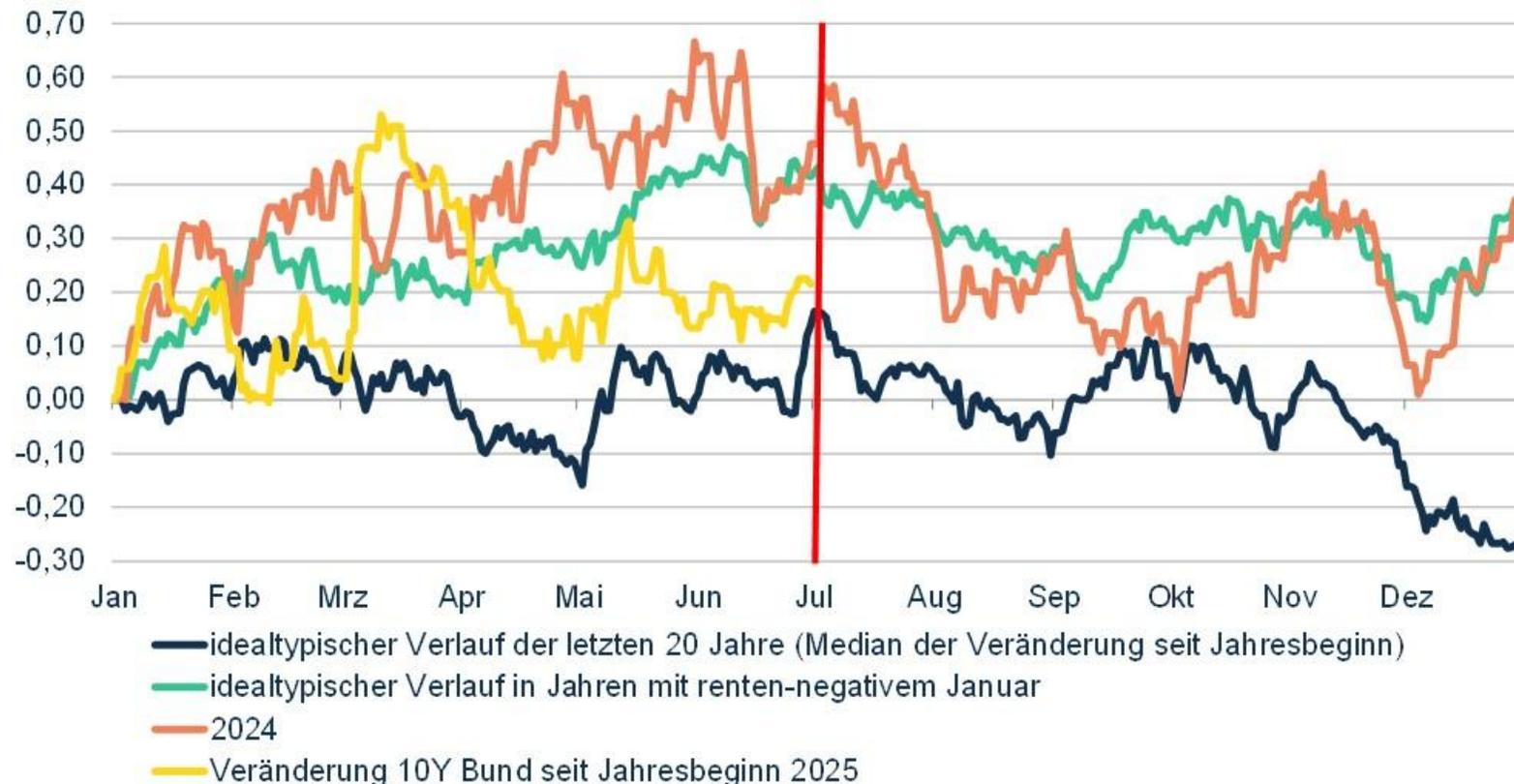
Brutto- und Nettoemissionen an EUR-Staatsanleihen je Monat
(in Mrd. EUR, Jul.- Sep. 2025: LBBW-Prognose)



- Bundesfinanzagentur plant für Q3 2025 mit Bruttoemissionen von 81,5 Mrd. EUR (zzgl. grüne Anleihen; +15 % Q/Q!) am Kapitalmarkt. Der Wert liegt um 15 Mrd. EUR über der Jahresplanung vom Dezember 2024.
- => Auswirkungen der geplanten staatlichen Ausgabensteigerungen schlagen sich nun sukzessive am Primärmarkt nieder!
- Für den Euroraum insgesamt rechnen wir für Q3 2025 mit Bruttoemissionen von 302 Mrd. EUR: ein Rückgang um rund 19 % ggü. Q2 2025.
- Das Nettoangebot dürfte im Quartalsvergleich indes nur geringfügig sinken! Für Juli und August ergibt sich angesichts moderater Nettoemissionen ein rentenfreundliches Angebotsumfeld.

EUR-Rentenmarkt: Saisonmuster legt Konsolidierung über den Sommer nahe

Kumulierte Veränderung der 10Y Bundrendite seit Jahresstart und (bedingtes) Saisonmuster



- 10Y Bundrendite hält sich in moderatem Umfang oberhalb des Jahresstartwertes.
- Saisonales Hoch in der idealtypischen Betrachtung um die Jahresmitte.
- => Konsolidierung über den Sommer wahrscheinlich. 10Y Bundrendite dürfte sich u.E. zunächst in einer Spanne zwischen dem April-Tief bei 2,40 % und dem technischen Widerstand bei 2,70 % bewegen.

EUR-Rentenmarkt: Versteilerungstrend setzt sich mittelfristig fort – leichte Prognoseanpassung

Rendite 2Y Bund und 10Y Bund mit bisherigen und neuen Prognosen



- Trend zu steigenden Staatsanleiheemissionen spricht für fortgesetzten mittelfristigen Aufwärtstrend der Laufzeitprämien für langlaufende Anleihen.
- **Gegengewicht:** Zweifel an Safe-Haven-Status der US-Treasuries könnte Anlageströme teilweise in Richtung des Euroraums umlenken. Dies dämpft den Anstieg der Laufzeitprämien.
- => In der Summe gehen wir weiterhin von einer fortgesetzten Versteilerung der Zinskurve aus. **Aber der Anstiegswinkel dürfte etwas flacher ausfallen als bisher prognostiziert.**

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

USD-Zinsen und Prognose

in %

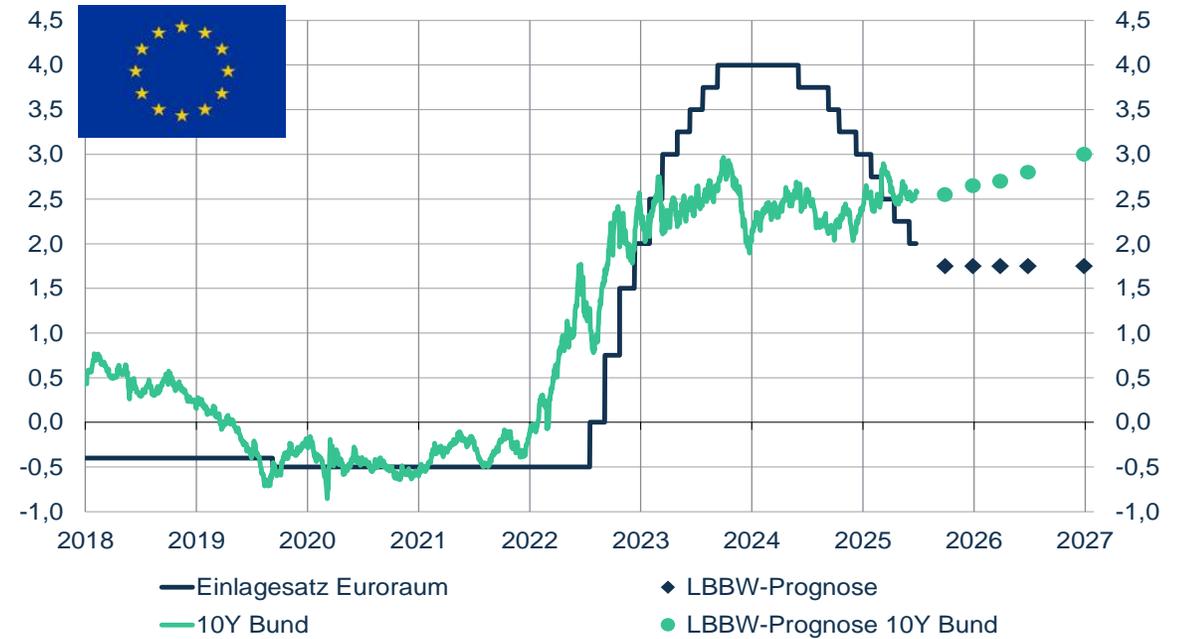


- **Zögerliche Fed: Keine Leitzinssenkung im Jahr 2025.**
Lockerungskurs wird nicht vor Frühjahr 2026 fortgesetzt.
- **Am US-Treasurymarkt wachsen die Sorgen um den Status als sicherer Anlagehafen.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

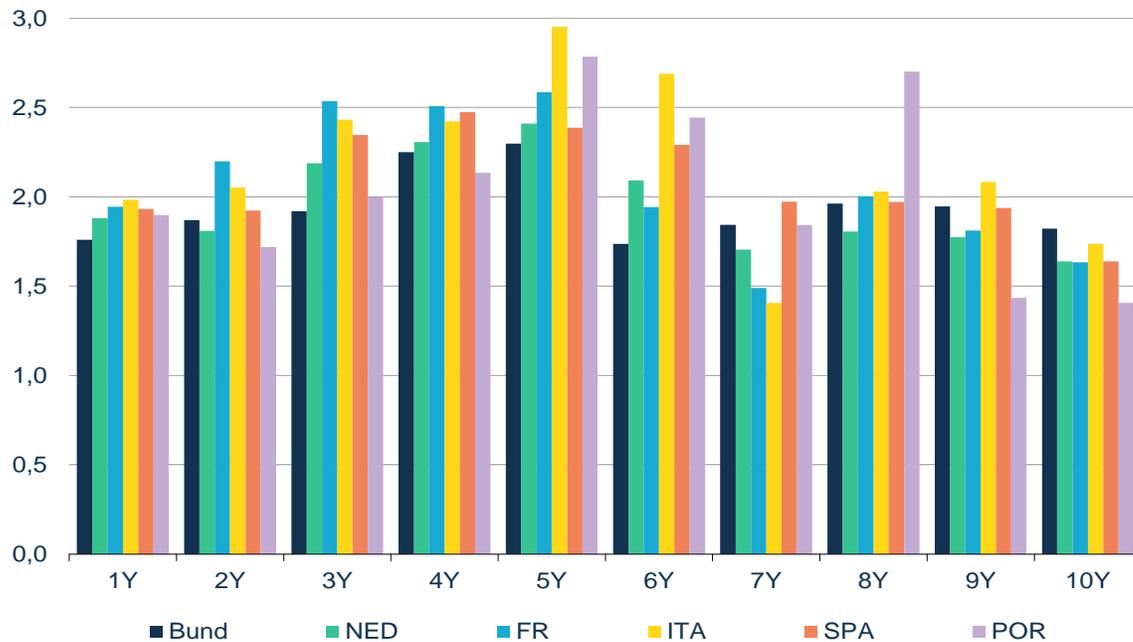


- **EZB setzt Lockerungskurs bis Sommer 2025 fort:**
Eine weitere Zinssenkung, Einlagesatz erreicht Boden bei 1,75 %.
- **Langfristzinsen: Spannungsfeld geldpolitischer Lockerung und steigenden Laufzeitprämien.** Versteilerung setzt sich fort.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries: Langläufer bleiben riskant

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

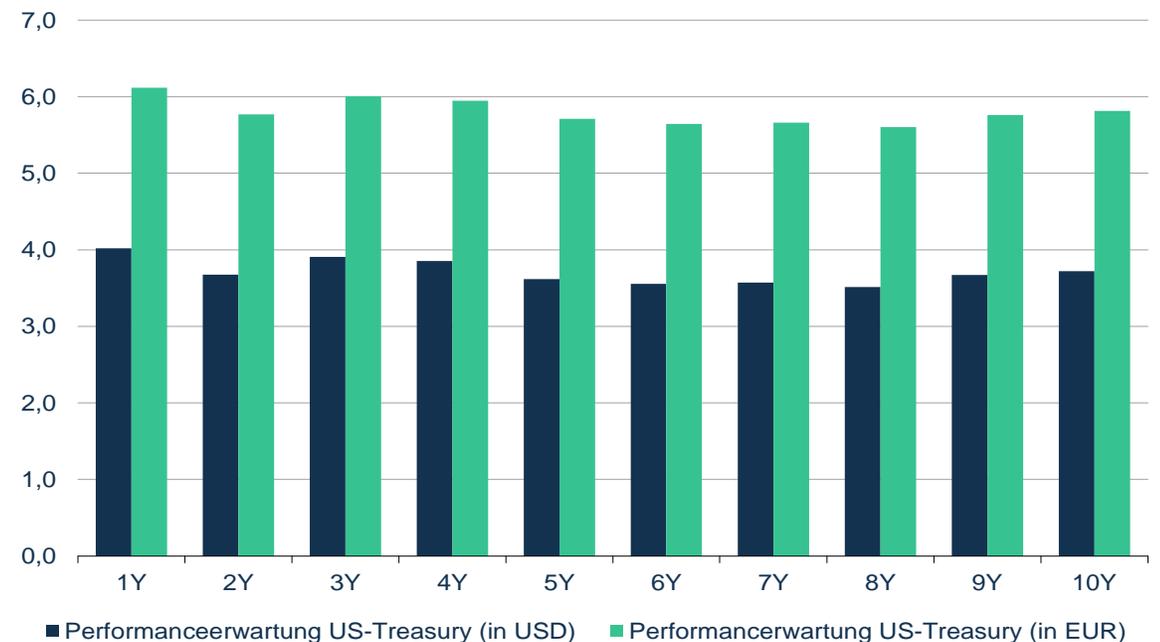


- Trump-Sorgen überdecken „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet.**
- Peripheriespreads: Einengungstrend intakt, mittelfristig indes Gefahr einer erneuten verstärkten Renditedifferenzierung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)



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

Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Sep-25	Forecast 31-Dec-25	30-Jun-26	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.15	1.90	1.90	1.90	
ECB Deposit Rate	2.00	1.75	1.75	1.75	
Overnight Rate (€STR)	1.93	1.70	1.70	1.70	
3M Euribor	1.94	1.75	1.80	1.80	
Swap 2Y	2.00	1.95	1.90	2.00	
Swap 5Y	2.26	2.20	2.20	2.30	
Swap 10Y	2.59	2.55	2.60	2.70	
Bund 2Y	1.86	1.80	1.80	1.90	
Bund 5Y	2.12	2.10	2.15	2.30	
Bund 10Y	2.60	2.55	2.65	2.80	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.50	4.50	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	4.39	4.35	4.35	4.10	
3M Money Market	4.85	4.25	4.25	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.50	3.70	3.60	3.30	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.43	3.70	3.70	3.50	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.69	3.95	3.95	3.75	
Treasury 2Y	3.77	4.00	3.90	3.60	
Treasury 5Y	3.78	4.20	4.20	4.00	
Treasury 10Y	4.22	4.60	4.60	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.75	0.85
Japan	10Y Government Bond	1.43	1.55	1.55	1.60
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.22	3.95	3.70	3.20
UK	10Y Government Bond	4.48	4.70	4.50	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.42	0.45	0.50	0.60

Quellen: LSEG, LBBW Research

05

Credits: Starkes 1. HJ für Corporate Bonds

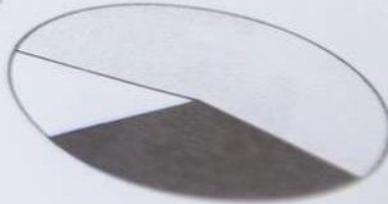


Income for this Year Ended June 30, 2001

Reported Basis	FY 2001 Adjustments to Current Value	Current Value Comprehensive Basis
\$ 8,143	\$ (51)	58,143
1,540	(51)	1,489
328		326
10,011		9,958

Portfolio Diversification as of 6/30/01

Asset Allocation



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

IG-Renditen für Corporates sehr stabil

Renditen im Vergleich

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

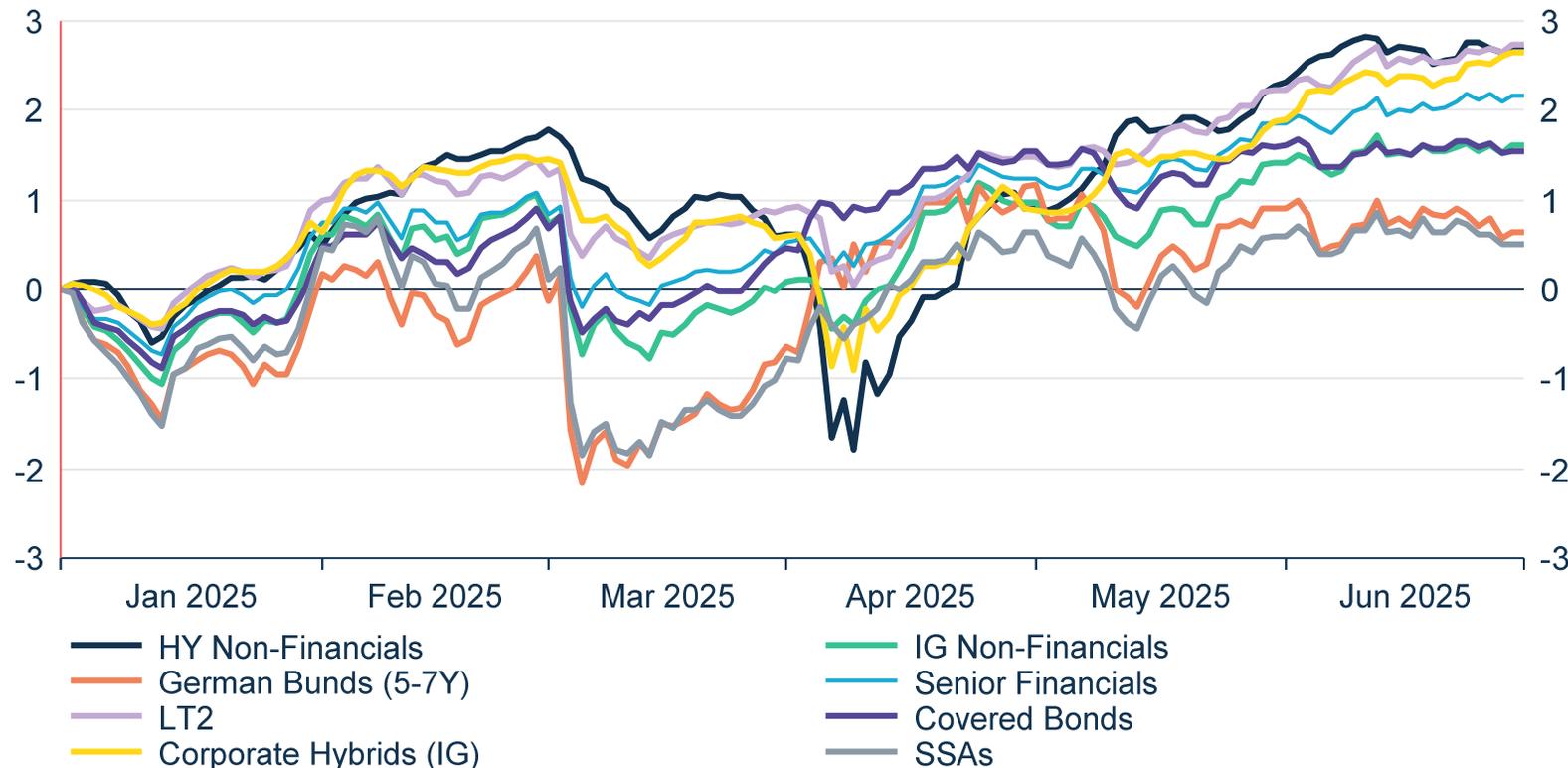


- Die Index-Rendite für Corporate Bonds mit Investmentgrade-Ratings blieb seit Jahresanfang 2025 erstaunlich stabil (Bandbreite ca. 3,0 % bis 3,5 %).
- Zum einen wurde ein Anstieg der Risikospreads durch einen Rückgang der Bund-Renditen kompensiert. Zum anderen sorgte ein breiter Laufzeiten-Mix für eine Glättung der Entwicklung.
- Eine durch die US-Zollpolitik zwischenzeitlich stark gestiegene Unsicherheit zeigt sich nur in einem vorübergehenden Sprung der HY-Renditen.
- Im Vergleich zu anderen Assetklassen sehen wir für IG Corporates weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil.

Robuste Performance im ersten Halbjahr

Total Return von Credits und Bundesanleihen

Performance seit Jahresanfang 2025 (in %)

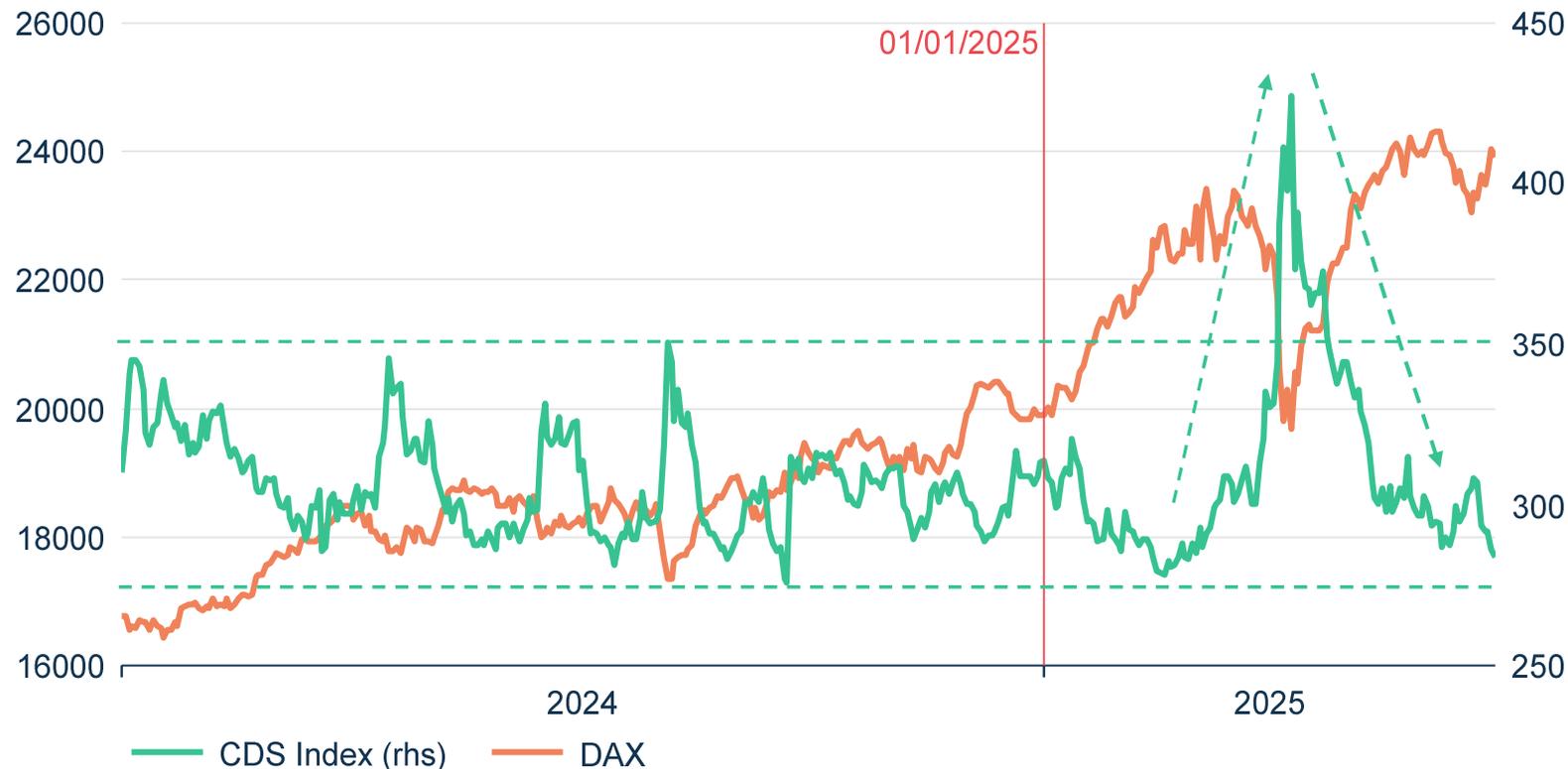


- Die Anleihen-Indizes entwickelten sich im ersten Halbjahr 2025 sehr solide und erzielten eine positive Performance.
- Im Vergleich zu den Aktienmärkten gab es zwischenzeitlich nur geringe Rücksetzer.
- Sehr robust zeigten sich vor allem Unternehmensanleihen im Investmentgrade: Der Einbruch an den Aktienmärkten Anfang April durch den US-Zollschock war hier kaum zu erkennen, ebenso wie die Rückschläge im Juni durch die Eskalation im Israel-Iran-Konflikt.

Risikoprämien von US-Zollschock erholt

CDS-Index versus DAX

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

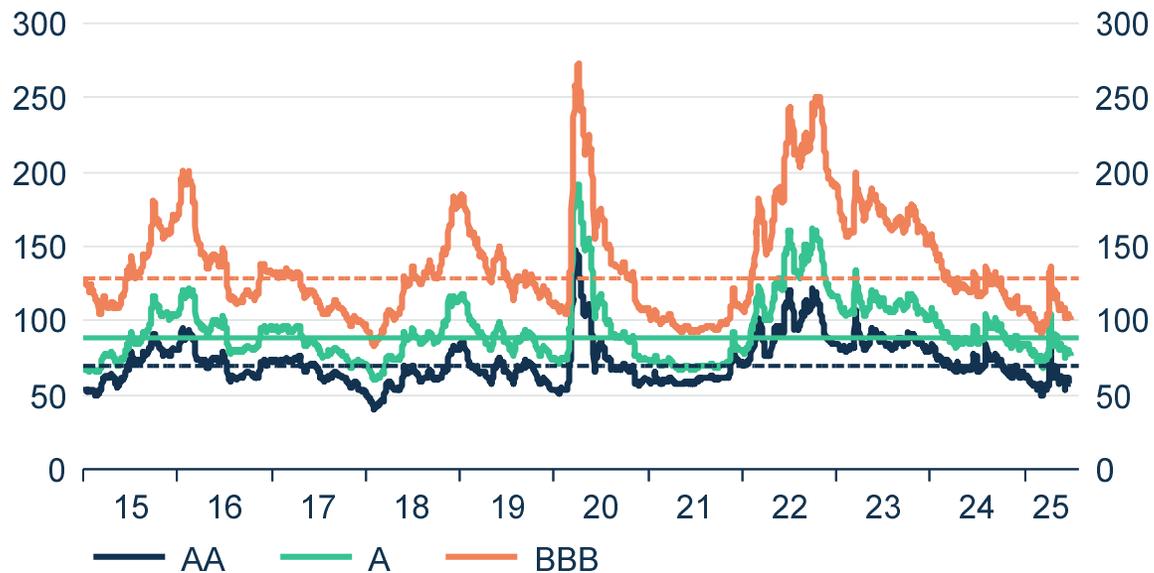


- Die hohe Unsicherheit im ersten Halbjahr 2025 zeigt sich bei CDS-Prämien für Unternehmen (Kreditausfallversicherungen): Gegenüber dem erstaunlich ruhigen Vorjahr hat sich die Spannweite verdoppelt.
- Ebenso wie die Aktienmärkte erholten sich auch die Risikoprämien sehr schnell wieder vom US-Zollschock von Anfang April.
- Im Zuge des Israel-Iran-Konflikts im Juni gab es nur relativ geringe Ausschläge.
- Im Vergleich zum Jahresanfang sind die CDS-Prämien sogar gesunken und notieren nahe an ihrem Jahrestief.

Bund-Spreads versus ASW-Spreads

Bund-Spreads Investmentgrade-Corporates

EUR Non-Financials-Index, Bund-Spreads (OAS) in Bp.

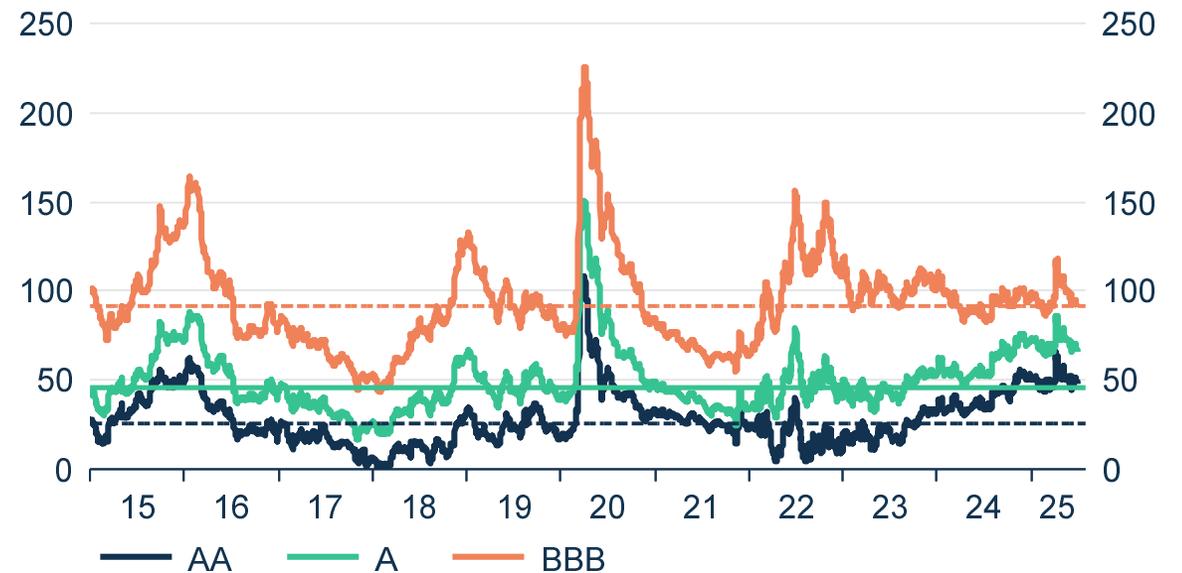


- Bei den Risiko-Spreads für Unternehmensanleihen gibt es je nach Betrachtungsweise ein differenziertes Bild.
- Die Aufschläge ggü. Bundesanleihen (Bund-Spreads) sind in den vergangenen Jahren unter ihren langjährigen Median gesunken.

Quelle: LSEG, LBBW Research

ASW-Spreads IG Corporates

EUR Non-Financials-Index, ASW in Bp.

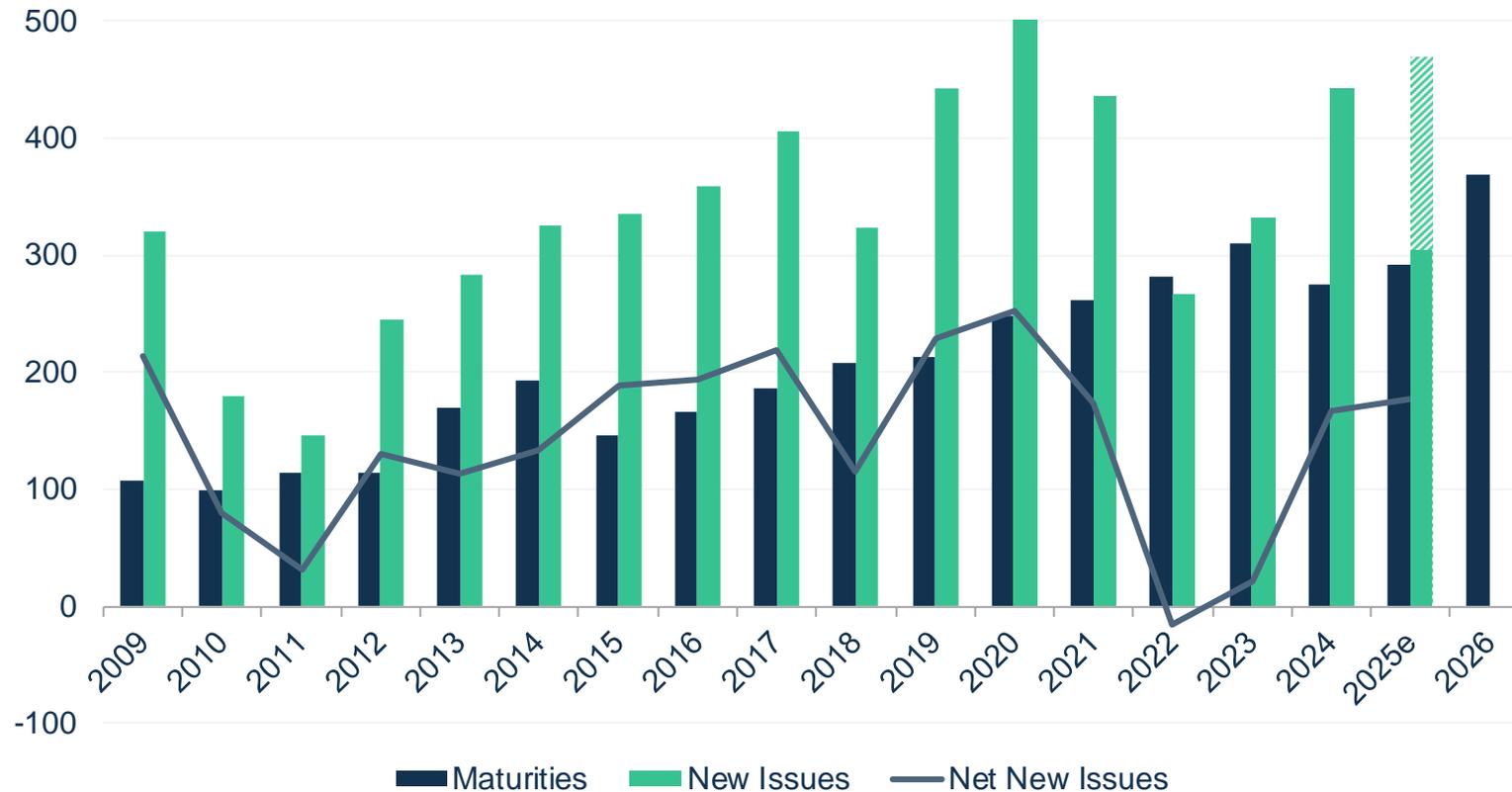


- Bei den Risiko-Aufschlägen gegenüber Swap-Sätzen (d.h. ASW-Spreads) gab es dagegen einen Anstieg, was an der unterschiedlichen Entwicklung der Bund- und Swap-Renditen lag.
- Aktuell liegen die ASW-Spreads in der Rating-Kategorie BBB am Median (seit 2015) bzw. bei AA und A sogar deutlich darüber.

Starkes Halbjahr für Neuemissionen

EUR Corporate Bonds: Fälligkeiten und Neuemissionen

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



- Im ersten Halbjahr 2025 nutzten die Unternehmen ein gutes Marktumfeld und eine starke Nachfrage der Investoren nach Corporate Bonds:
- Mit Neuemissionen im Volumen von 305 Mrd. Euro (+15 % yoy) platzierten sie das historische zweithöchste Volumen eines Halbjahrs (nur in H1/2020 war es höher).
- Wir erhöhen unsere Prognose eines leichten Anstiegs ggü. dem Vorjahr von bisher 450 Mrd. Euro auf 470 Mrd. Euro.
- Gründe für das stärkere Wachstum sind v.a. US-Konzerne, die in H1/2025 sehr aktiv waren. Außerdem stehen 2026 rekordhohe Fälligkeiten an (über 370 Mrd. Euro).
- Der Großteil des Neuemissionsvolumens stammt wie üblich von Unternehmen mit Investmentgrade-Ratings (Anteil ca. 80 %).

06

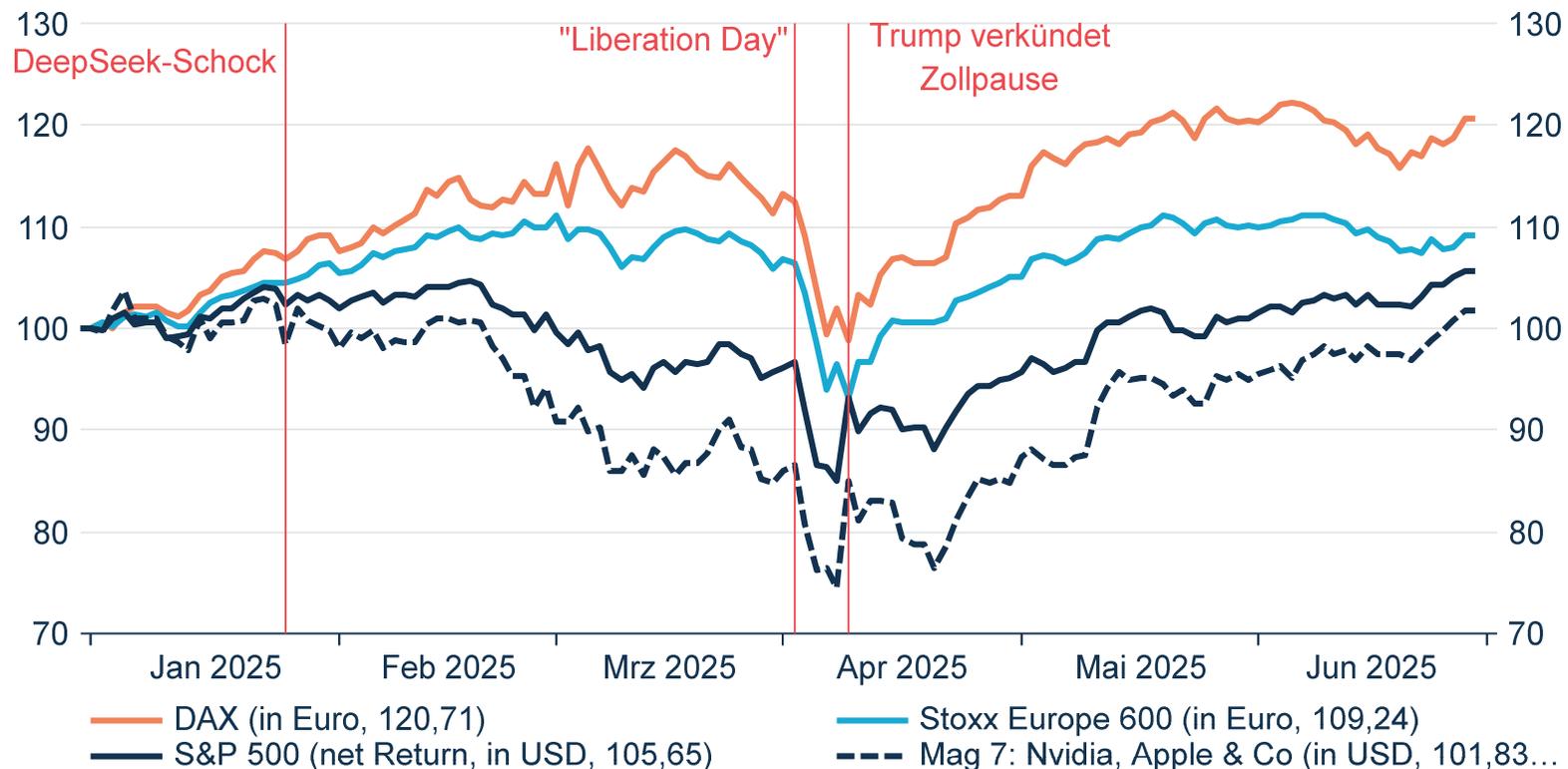
**Aktien:
Hohe Bewertung,
auch in Europa**

Frank Klumpp, CFA
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Tal- und Bergfahrt an den Aktienmärkten – mit Vorteilen für europäische Indizes

Performance internationale Aktienmärkte YTD

indexiert, 31.12.2024=100, in Landeswährung

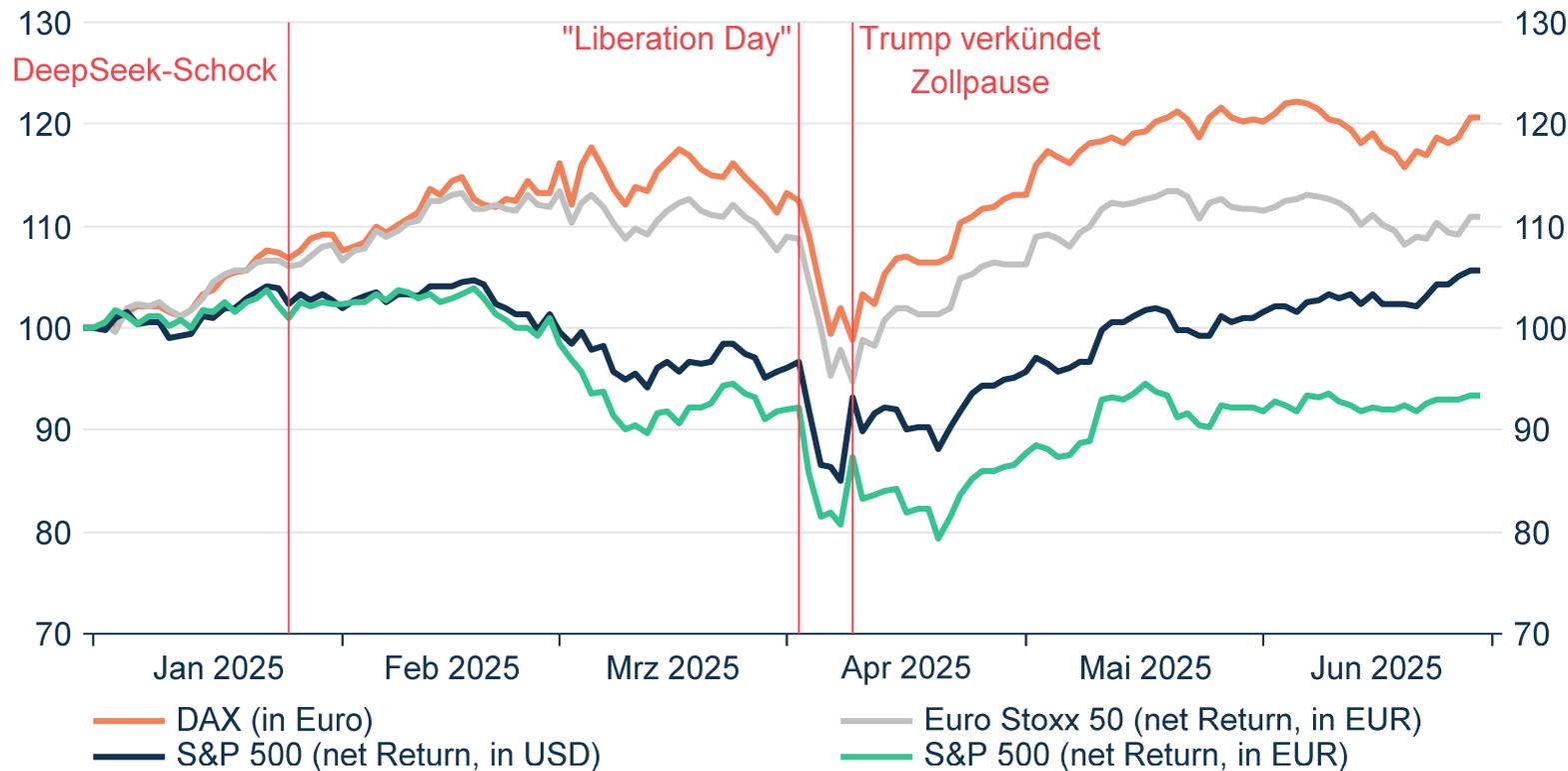


- Europäische Aktien liefen im bisherigen Jahresverlauf besser als ihre US-Pendants.
- Die Verunsicherung rund um Donald Trump führte zu einem Vertrauensverlust gegenüber US-Assets und somit auch gegenüber US-Aktien.
- Hinzu kam eine relative Schwäche der Highflyer aus dem KI-Bereich (Mag 7), welche die Performance des US-Marktes zusätzlich dämpften.
- Zuletzt schloss sich die Schere auf US-Dollar-Basis wieder: US-Aktien holten auf, und die Mag 7 sind im Jahresverlauf wieder in der Pluszone.

Schwacher US-Dollar dämpft die Performance zusätzlich

Performance internationale Aktienmärkte YTD

indexiert, 31.12.2024=100, in Landeswährung und in Euro

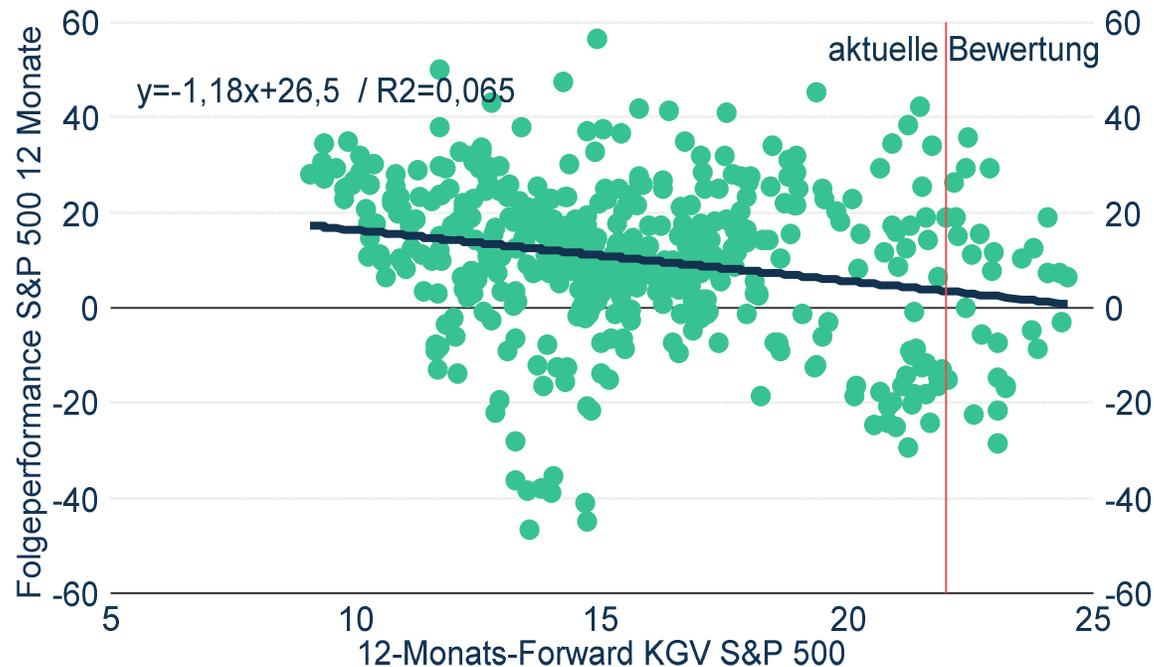


- Der DAX hatte in der YTD-Performance in Landeswährung zwischenzeitlich einen Vorsprung von rund 20% vor dem S&P 500.
- Inzwischen haben US-Aktien wieder etwas Terrain zurückgewonnen, der Vorsprung beträgt noch knapp 14%.
- In Euro gerechnet, ist der Rückstand von US-Assets jedoch deutlich markanter. Wegen der Dollar-Abwertung beträgt die Performancedifferenz derzeit 26%.

Hohe US-Bewertung ist eine Bürde für die kommenden fünf Jahre

KGV S&P 500 und Folgeperformance 12M

12-Monats-Forward KGV bzw. 12M-Performance in %

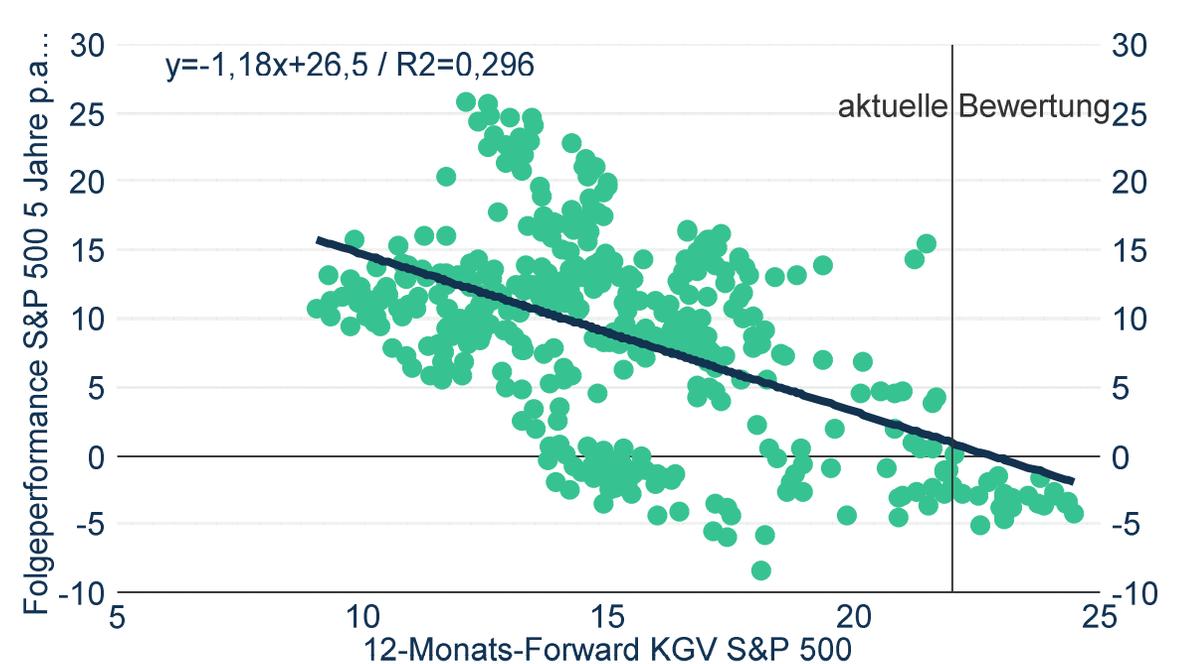


- Mit Blick auf die Performance der kommenden 12 Monate ist die derzeit hohe Bewertung der US-Märkte kein nützlicher Indikator.
- Es besteht quasi kein Zusammenhang.

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

KGV S&P 500 und Folgeperformance 5Y

12-Monats-Forward KGV bzw. 5Y-Performance in %

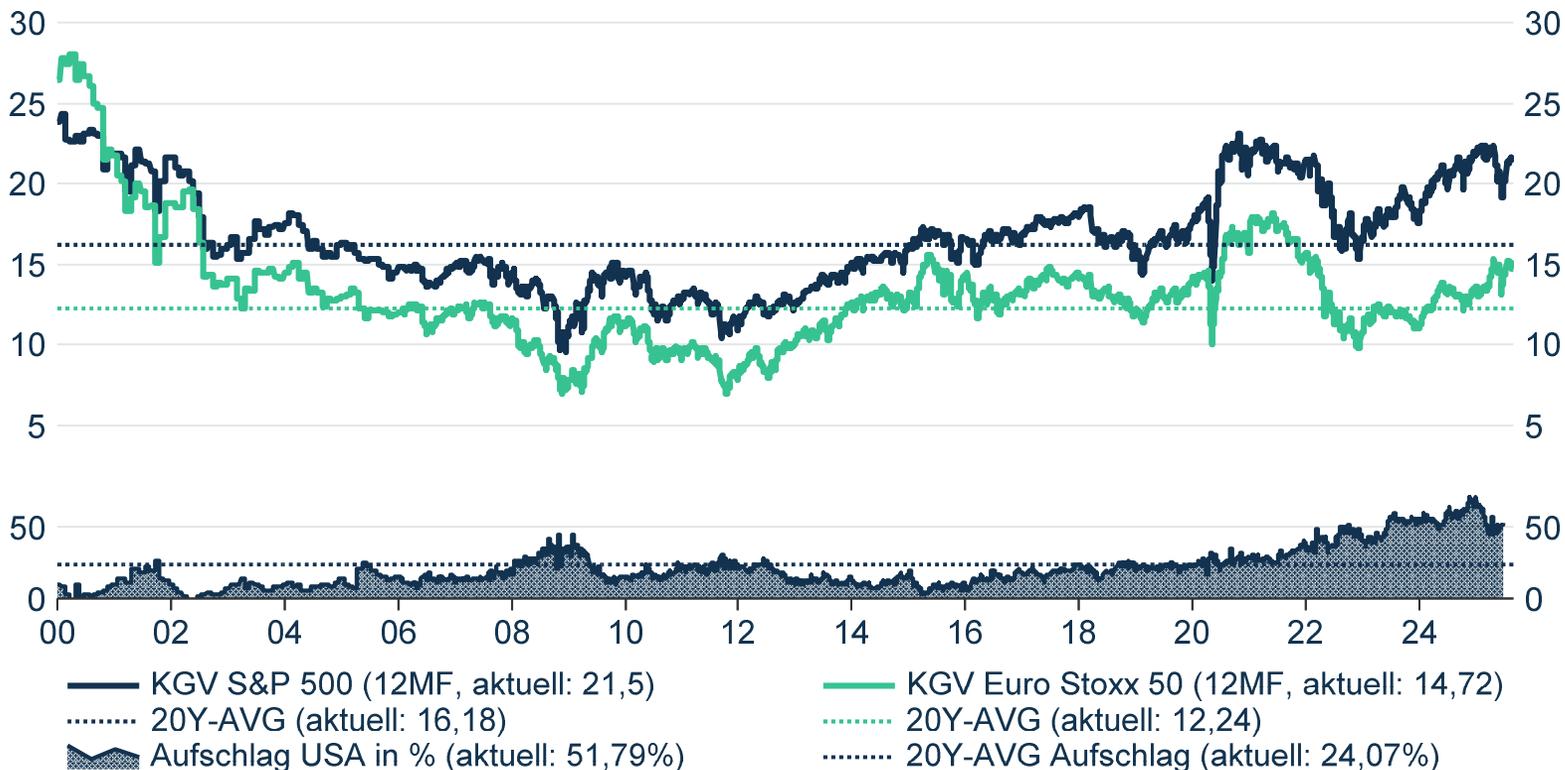


- Für einen längerfristigen Anlagehorizont signalisiert die hohe US-Bewertung jedoch ein ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis:
- Je höher die Bewertung in der Vergangenheit war, umso schwächer entwickelten sich die Aktien in den kommenden fünf Jahren.
Knapp 29,6 % der 5-Jahres-Performance lassen sich so erklären.

Inzwischen sind auch europäische Titel hoch bewertet – US-Aktien bleiben deutlich teurer

Bewertung USA und Europa

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

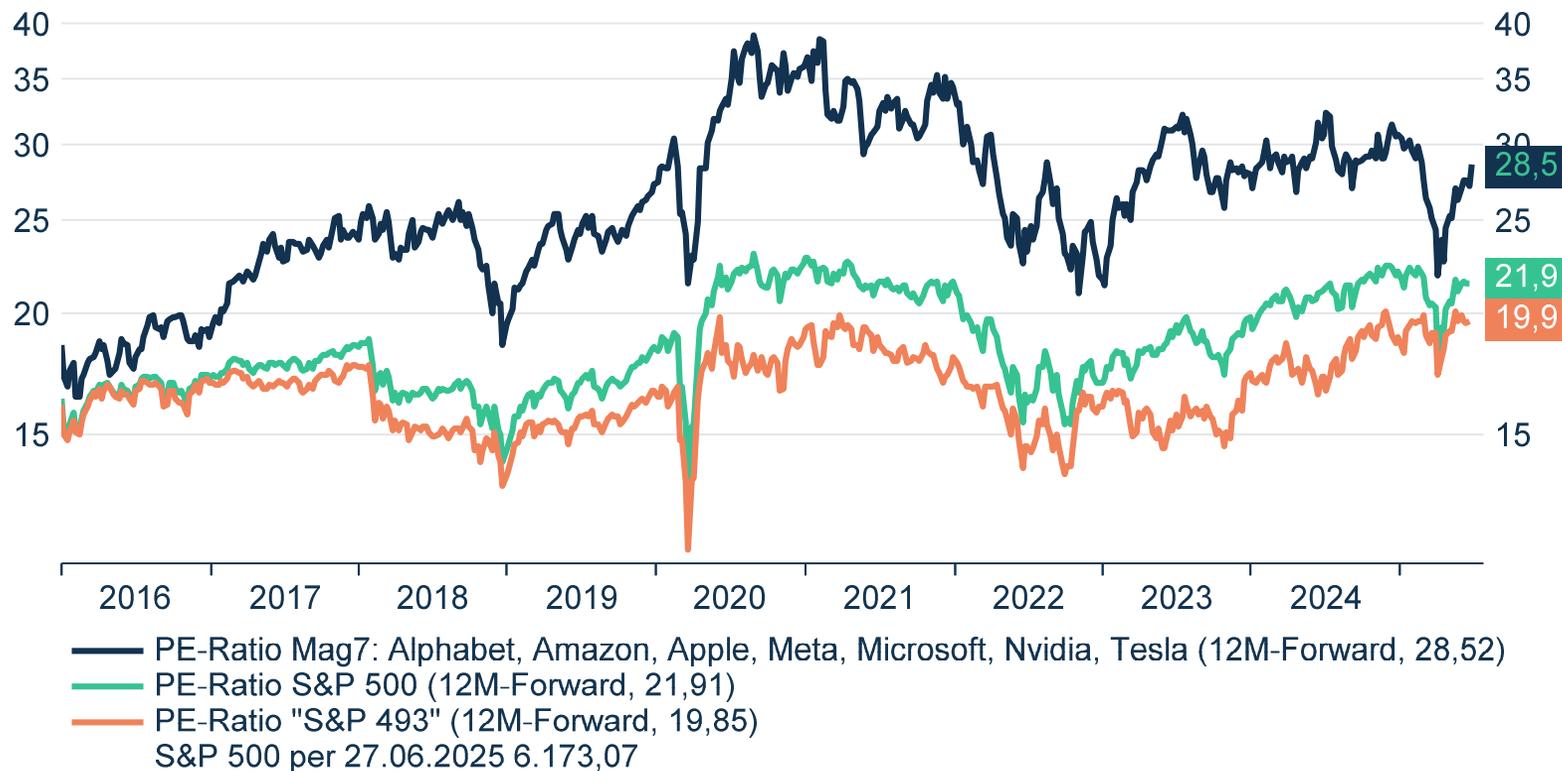


- Die markante Erholung der Aktienmärkte nach dem zwischenzeitlichen Ausverkauf brachte auch wieder erhöhte KGVs.
- Sowohl die US-Märkte als auch Europas Börsen weisen historisch erhöhte Bewertungsniveaus auf. Dies birgt Enttäuschungspotenzial.
- Die US-KGVs notieren weiterhin deutlich höher; das 12-Monats-Forward-KGV liegt bei fast 22.
- Dies reflektiert u.E. nicht die derzeitigen Risiken, die sich aus dem Vertrauensverlust gegenüber den USA ergeben.
- Wir raten bei Aktien weiter zu einer Untergewichtung. Innerhalb eines globalen Portfolios belassen wir US-Titel daher auf „untergewichten“.

Bewertung lässt weiterhin wenig Spielraum für Enttäuschungen in den USA

Bewertung S&P 500, „Mag 7“ und „S&P 493“

12-Monats-Forward KGV

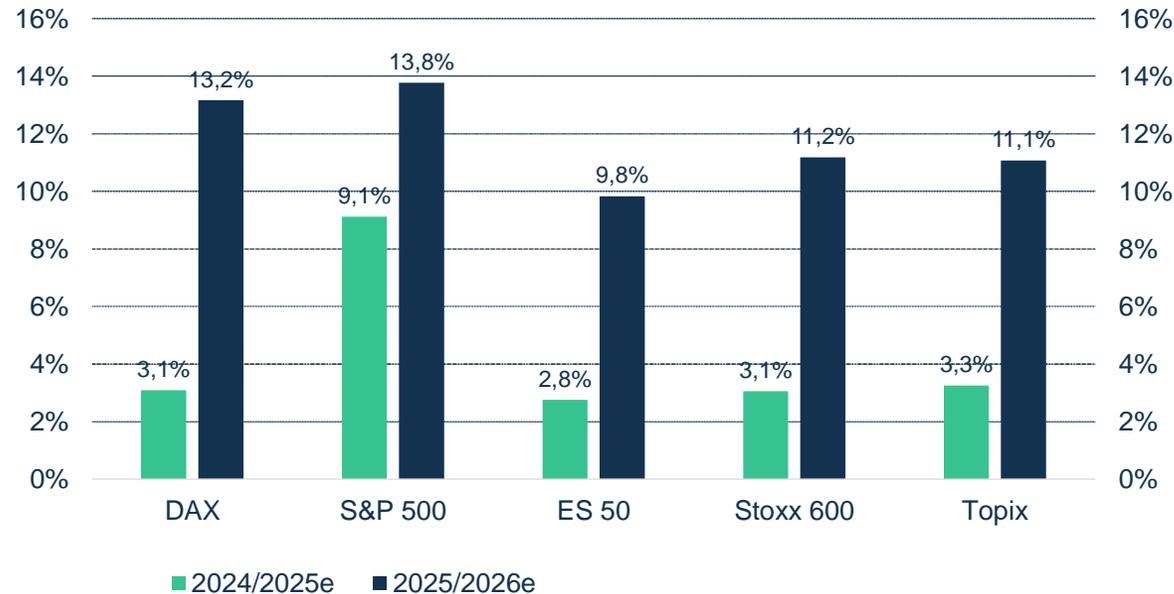


- Die Bewertungsniveaus der „Mag 7“ bleiben hoch, während auch beim Rest des Marktes eine Multiple-Expansion zu beobachten war.
- Inzwischen sind die „Mag 7“ mit einem 12-Monats-Forward-KGV von knapp 28,5 bewertet, der Rest des Marktes mit 20. Angesichts des Gewinnwachstums erscheint ersteres nicht überzogen, letzteres hingegen teuer.
- Hohe Bewertungen lassen nur wenig Rückschlüsse im Hinblick auf die kurzfristige künftige Performance zu.
- Dennoch bleibt sie ein Risikofaktor, und im Falle von schlechten Nachrichten bietet sie weniger Schutz (Risikopuffer) vor Kurs-einbußen.

Hohe Wachstumserwartungen, vor allem in den USA

Gewinnwachstum international

nach Regionen

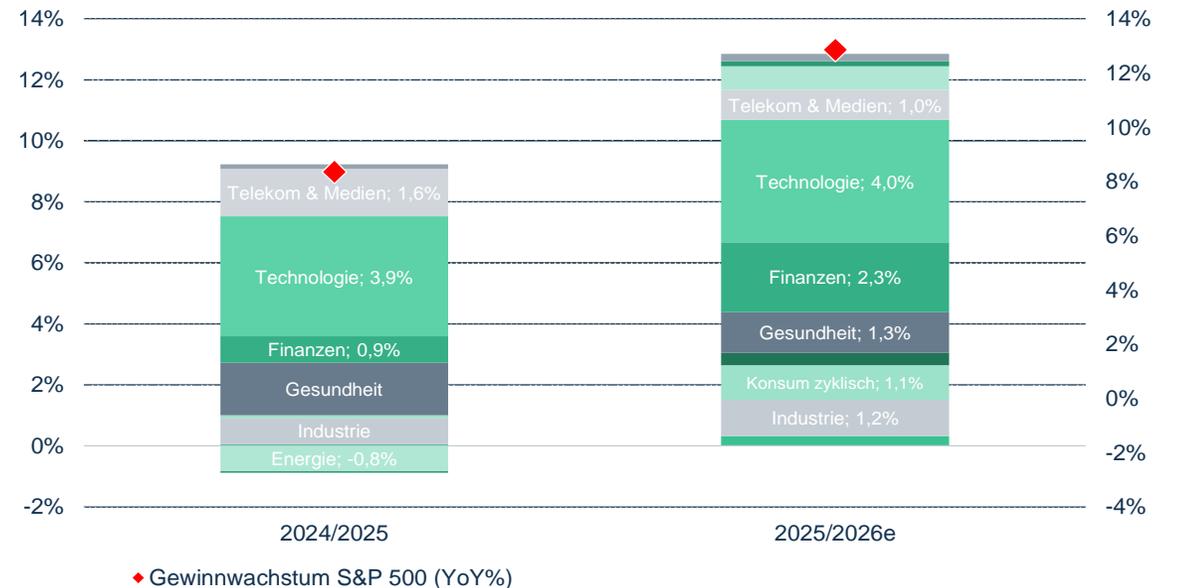


- Die hohe Bewertung an den Aktienmärkten reflektiert auch die Hoffnung auf steigende Gewinne. Derzeit sind die Erwartungen sowohl in Europa als auch in den USA recht optimistisch, vor allem was das kommende Jahr 2026 anbelangt.

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

Gewinnwachstum S&P 500

Aufteilung nach Sektoren

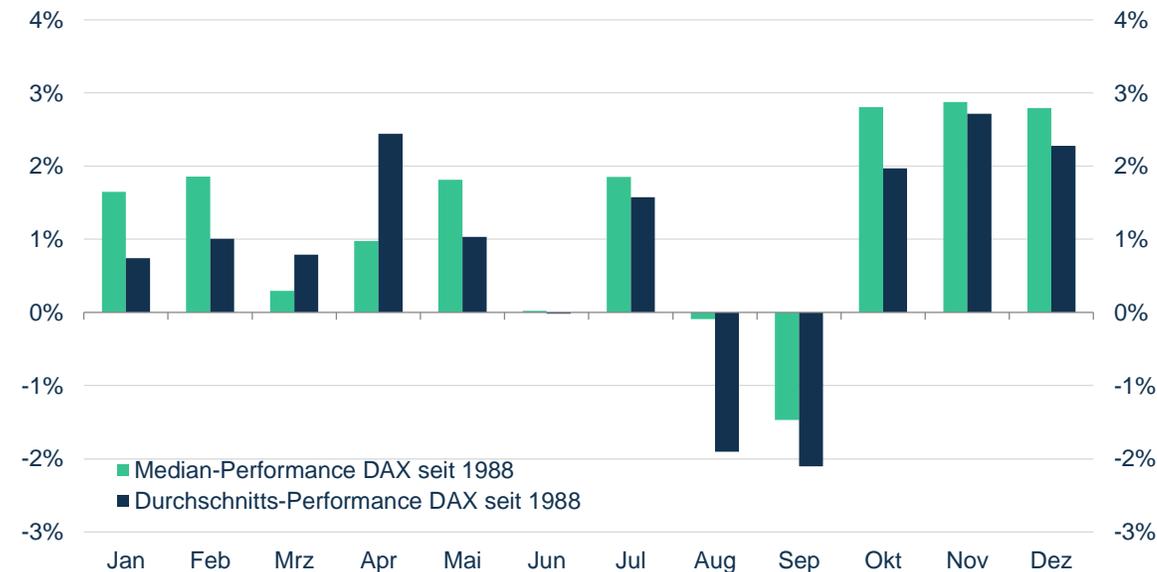


- Das Gewinnplus in den USA wird zu einem großen Teil von den Wachstumstiteln getragen. Der Anteil der Tech-Branche am Gewinnwachstum des S&P 500 beträgt knapp vier Prozentpunkte, was 43% (2025) bzw. 29% (2026) des gesamten erwarteten Gewinnzuwachs ausmacht.

Der Sommer dürfte hohe Schwankungen bringen – Saisonalität weist auf schwache Börsenphase hin

Saisonalität DAX

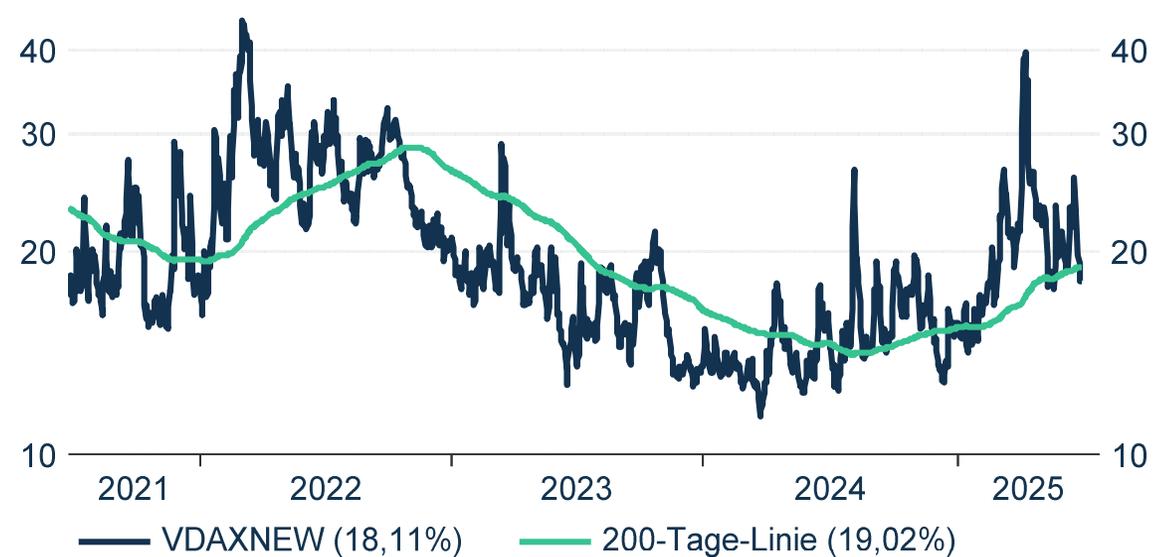
Performance DAX nach Monaten in %



- Saisonal schwierige Phase steht bevor. Der Juli verläuft meist noch vergleichsweise gut; Ungemach droht im August und im September.

VDAXNEW

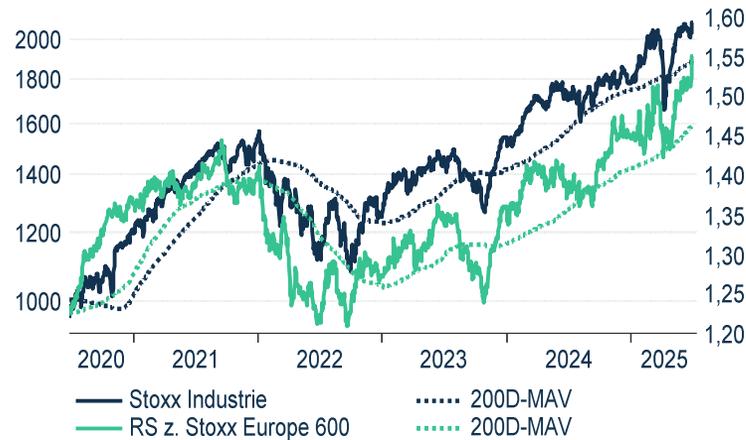
in %



- Die Volatilität hat zugenommen. Dies lässt sich u.a. an der impliziten Volatilität der DAX-Optionen ablesen, die im bisherigen Jahresverlauf 2025 kräftig zugelegt hat.

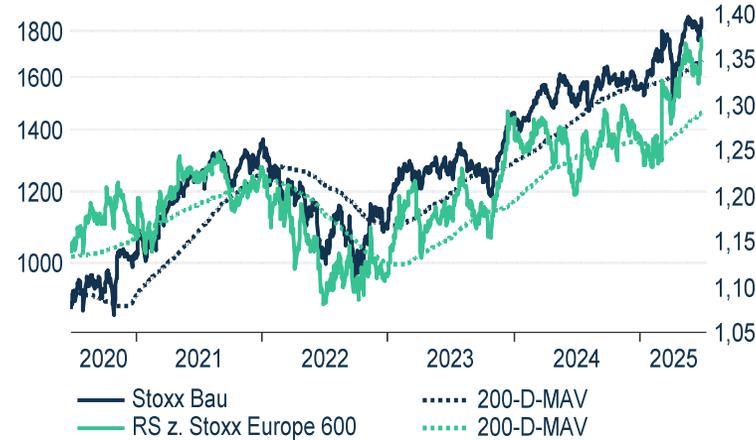
Aktuelle Favoritenbranchen (1/2): Industrie, Bau, Banken, ...

Industrie



- Der Industriesektor profitiert vor allem von strukturellen Trends:
 - Wiederbewaffnung
 - Industrieautomatisierung
 - Energiewende

Bau



- Die Bauindustrie sollte vom Infrastrukturprogramm profitieren.
- Aber auch das Thema „Wiederherstellung der Verteidigungsfähigkeit“ bietet Chancen, da hierfür einiges an Einrichtungen geschaffen werden muss.

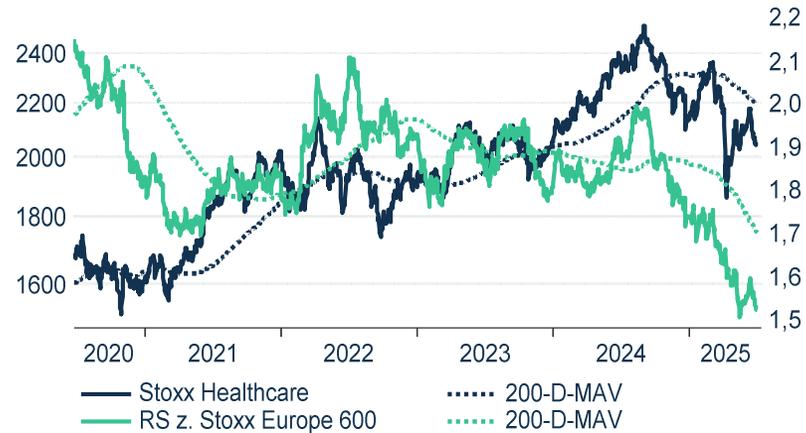
Banken



- Europas Bankensektor ist in einem herausfordernden Umfeld fundamental solide aufgestellt.
- Fallende Zinsen sind für die Branche zwar nachteilig; der Zenit bzgl. der Profitabilität ist überschritten. Diese bleibt aber auf relativ hohem Niveau. Positiv zu werten ist die Kurvenversteilerung.

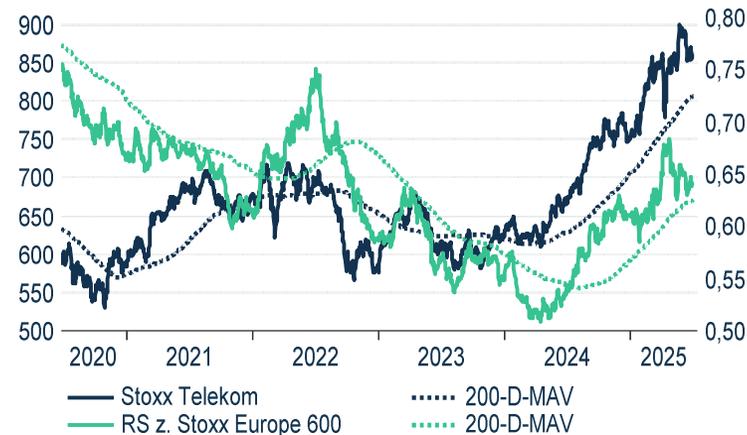
Aktuelle Favoritenbranchen (2/2): ...Gesundheit, Telekom, Versorger

Gesundheit



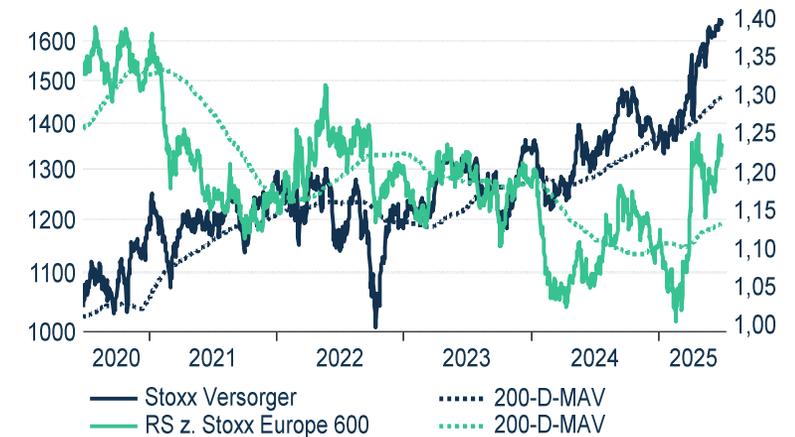
- Der Gesundheitssektor ist eine antizyklische und defensive Wette. Die Bewertung ist relativ gesehen historisch günstig.

Telekom



- Die Telekombranche besitzt eine nicht zu unterschätzende Bedeutung für das Thema „Sicherheit“.
- Hier bieten sich auch zusätzliche Ertragschancen durch wachsende Geschäftsfelder wie Cybersicherheit.

Versorger



- Versorger besitzen durchaus strategische Bedeutung.
- Infrastrukturprogramme schaden dem Sektor sicherlich nicht.

07

Prognosen und Asset Allokation: Ungünstiges Chance-Risiko- Verhältnis für Aktien

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 +0,4% Q/Q deutlich besser als erwartet.
- Handelskonflikt mit USA impliziert Abwärtsrisiken. Staatsausgaben werden ab 2026 für Nachfrageschub sorgen.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Lohndruck und hält die Rohstoffpreise in Schach.



Aktienmärkte



- KI-Hausse erscheint beendet; von den USA ausgehender Handelsstreit belastet die Weltwirtschaft.
- Zinssenkungen und Investitionspakete stützen Europas Börsen.
- Nach starkem erstem Halbjahr an den Aktienmärkten nun Konsolidierung erwartet.



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

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



Devisen



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



Rohstoffe

- Bloomberg Commodity Index erreicht im Februar Zweijahreshoch. US-Zollpolitik sorgt im April für deutliche Korrektur.
- Gold erreicht Allzeithoch im April. Annäherung im Zollstreit USA/China führt zuletzt zu niedrigeren Notierungen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-Juli. Konflikt Israel/Iran sorgt für hohe Volatilität beim Ölpreis.

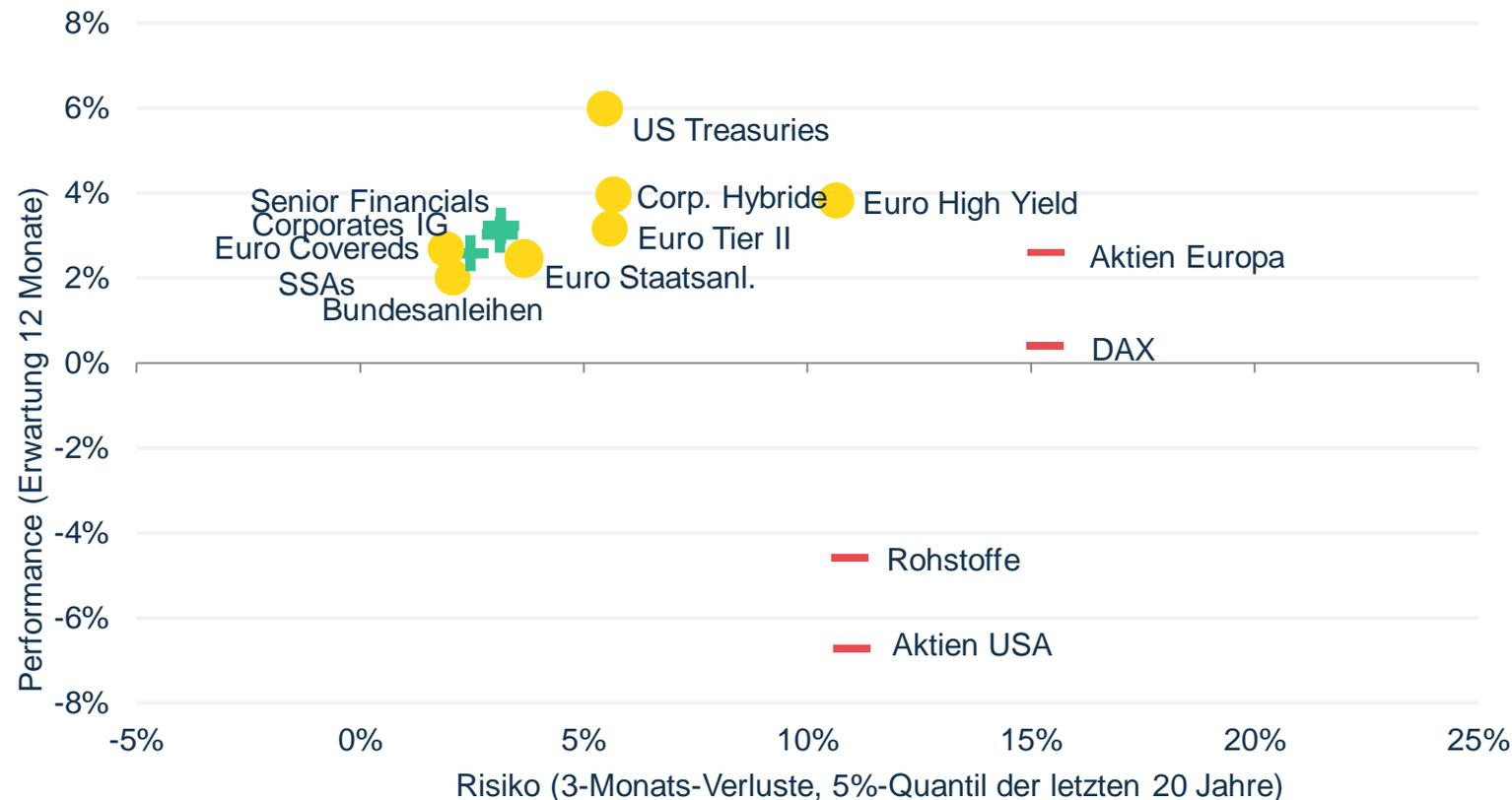
Renditen

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

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



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

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

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

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

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass-Update vom 17.06.2025)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,00	1,75	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,60	2,55 -	2,65 -	2,80 -
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,22	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	106	135	135	130

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
DAX	23 910	22 000	23 000	24 000
Euro Stoxx 50	5 303	4 900	5 100	5 300
S&P 500	6 205	5 200	5 400	5 600
Nikkei 225	40 487	34 000	35 000	37 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,17	1,12	1,10	1,15
Franken je Euro	0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,86	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 284	3 200	3 000	3 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	68	65	60	60

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

60 % Hauptszenario

- 1) Weltkonjunktur wird durch massive Zollanhebungen der USA stark belastet; Rezessionsgefahr für die USA; Stagnation in DE 2025; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP in DE ab 2026 wieder steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung; Trumps Politikmix wirkt für die USA inflationär, für Europa eher deflationär.
- 2) Fed setzt Zinssenkungen deshalb weiter aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen. EZB senkt Leitzinsen unter den neutralen Bereich; Bundrenditen tendieren leicht aufwärts.
- 3) Volatilität am Aktienmarkt hält an, deutliches Rückschlagpotenzial; 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 („Dealmaking“).
- 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).

20 % Negativszenario I *„Handelskrieg/ Geopolitik“*

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

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

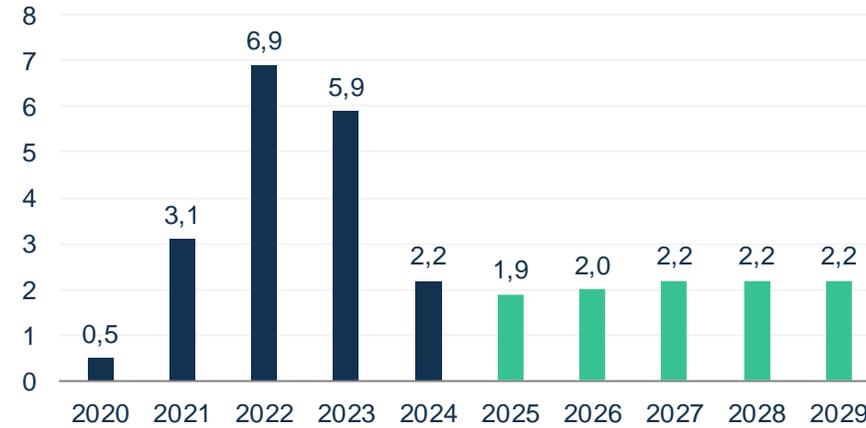
- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur führen zu deutlichem Inflationsdruck.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe (TPI) ein,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

Hauptszenario (60 %)

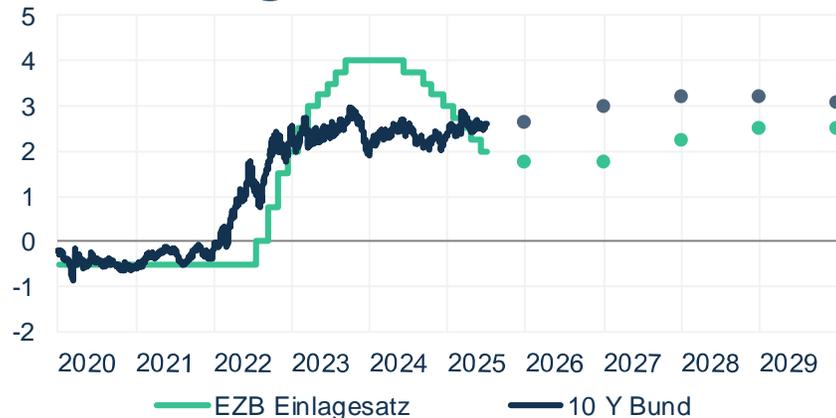
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



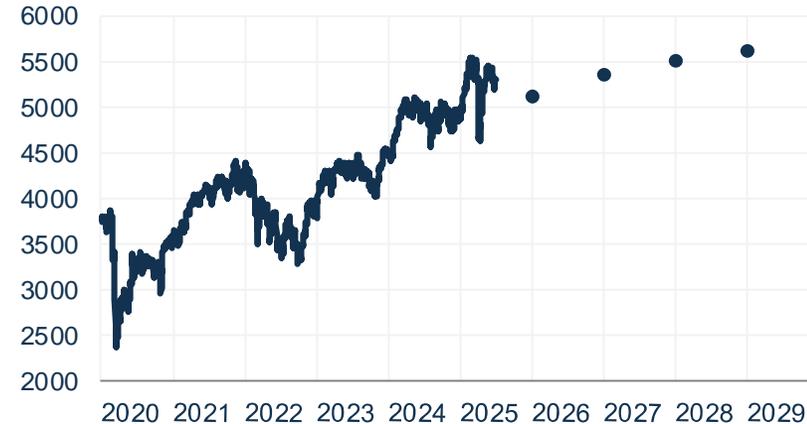
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

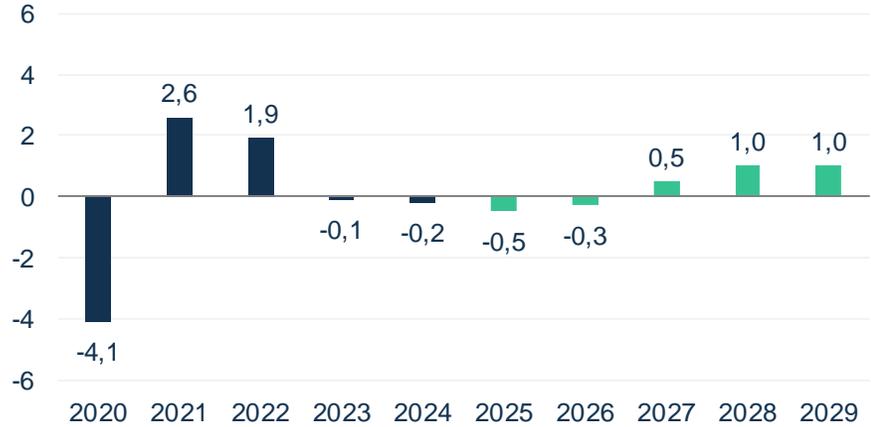


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

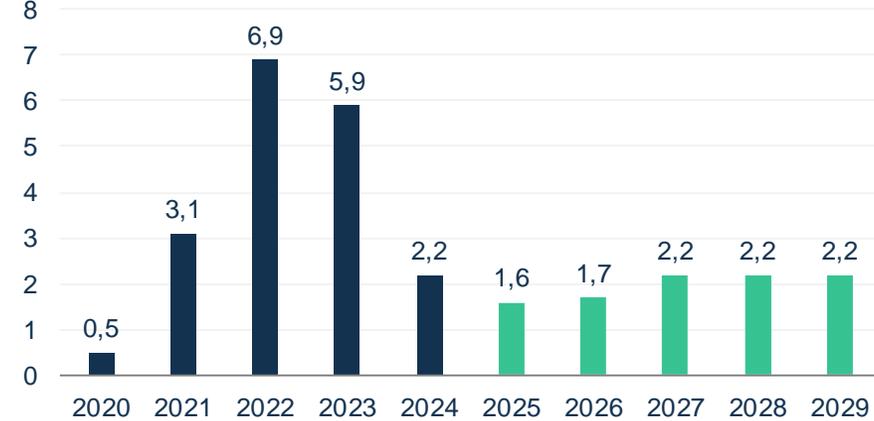
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik/Handelskrieg“ (20 %)

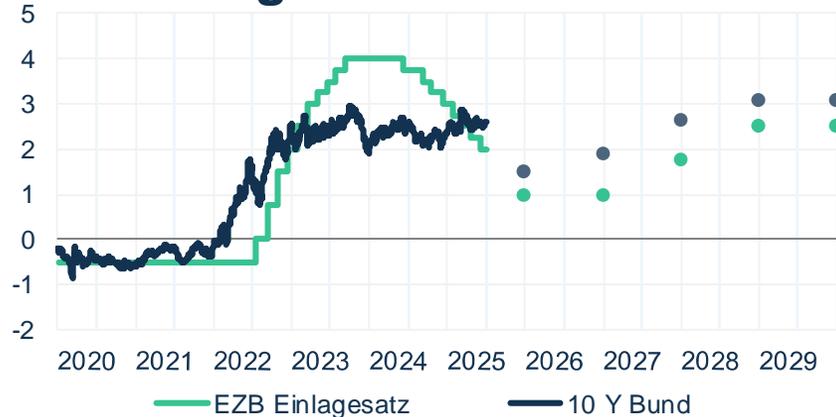
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



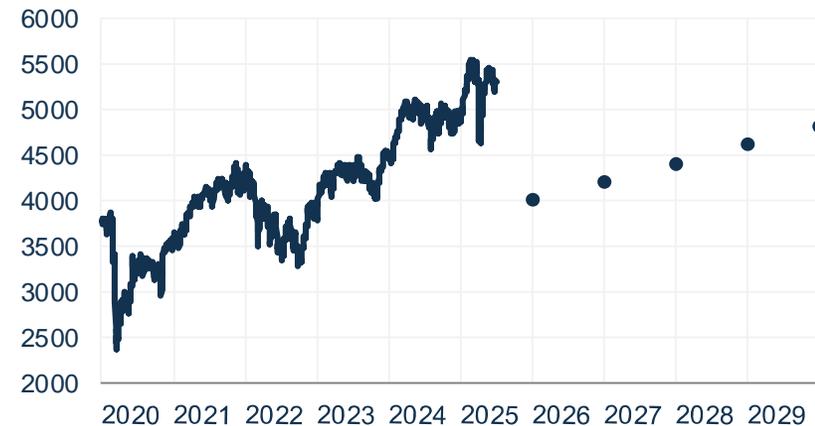
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

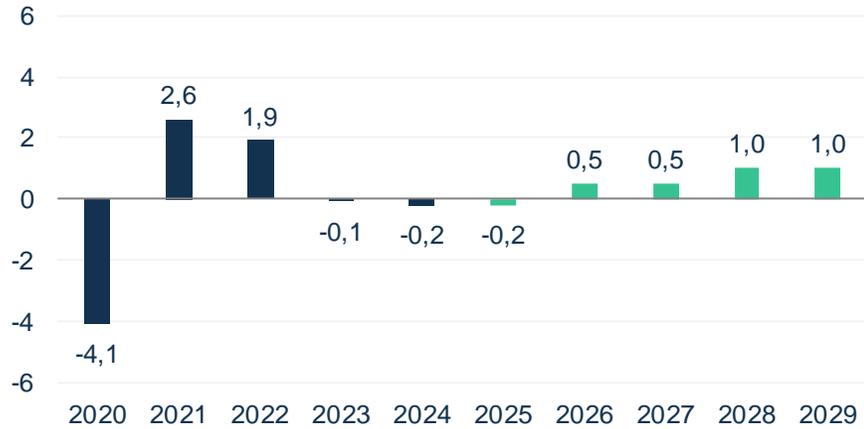


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

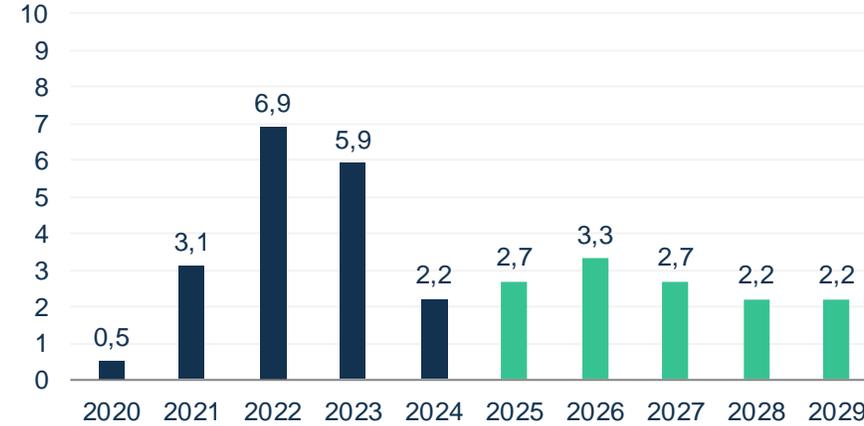
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

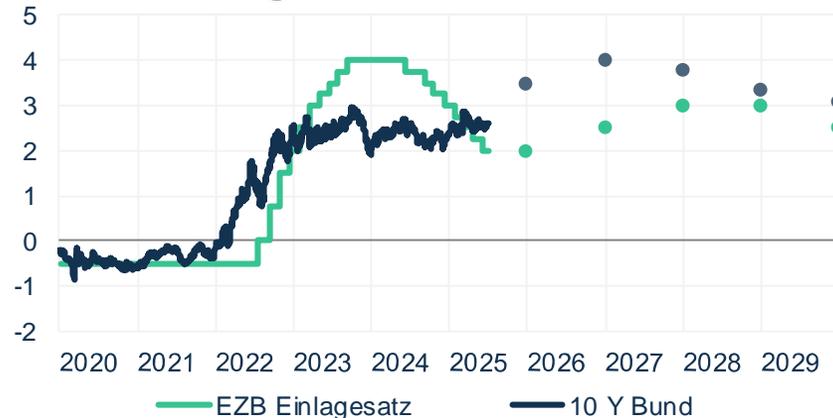
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



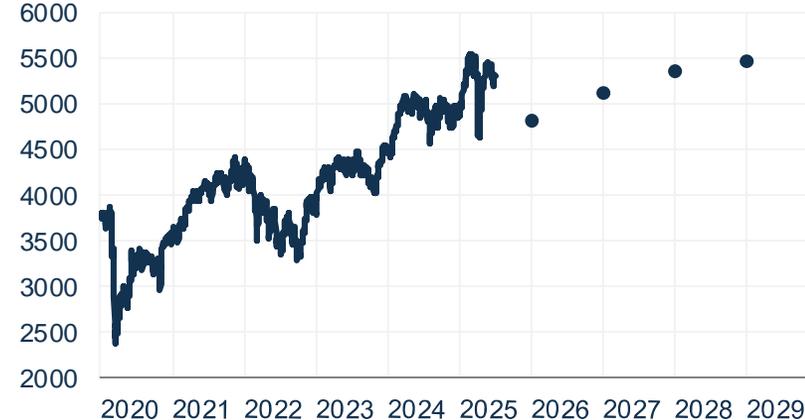
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

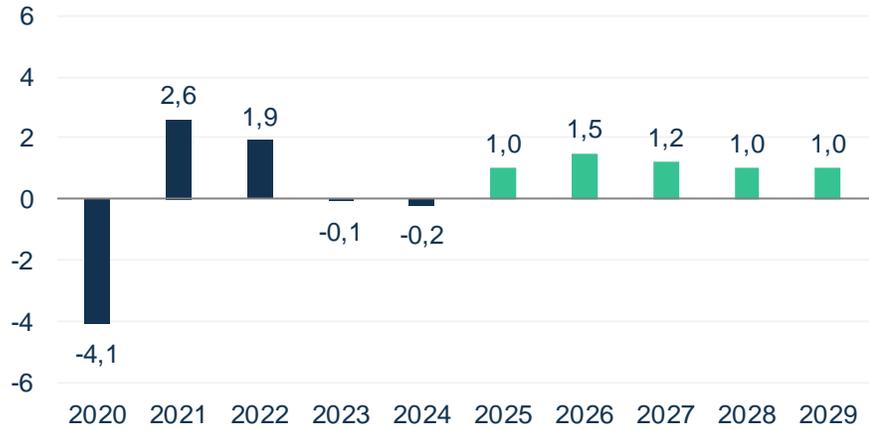


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

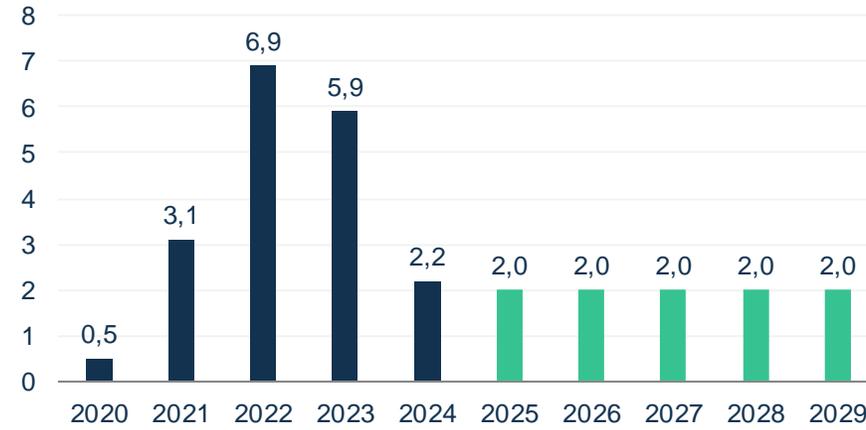
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

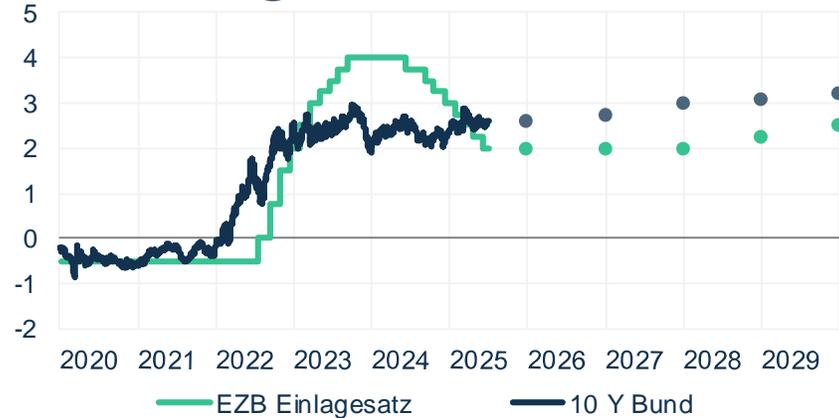
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



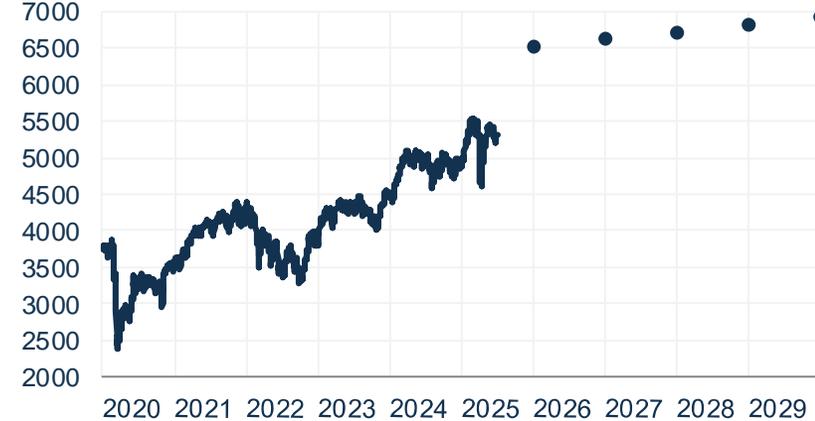
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

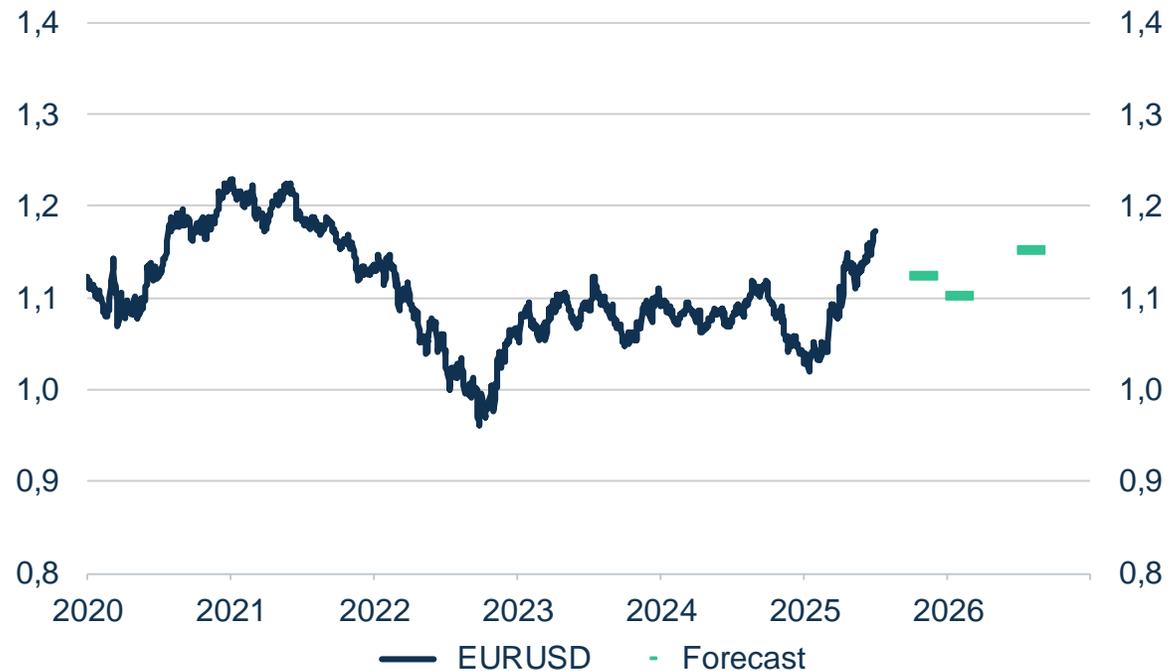
08

Anhang



EURUSD: Vertrauen in den US-Dollar schwindet

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
EURUSD	1.17	1.08	1.04	1.08	1.12	1.10	1.15

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

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

Contra EUR

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

EURGBP: Einladung von König Charles III. stimmt Trump beim Zollstreit zur Milde

FX EUR/GBP



EURGBP	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
	0.86	0.85	0.83	0.84	0.82	0.81	0.80

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

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

Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Die von Donald Trump angekündigten und später verschobenen „Strafzölle“ liegen für Großbritannien niedriger als für die EU.
- Der hohe Anteil der Dienstleistungen an der britischen Wertschöpfung dürfte sich zudem beim Zollstreit als Vorteil erweisen.

EURCHF: SNB senkt Leitzins auf 0 %

FX EUR/CHF



EURCHF	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
	0.93	0.95	0.94	0.94	0.96	0.98	0.98

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro CHF

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

Contra CHF

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

EURJPY: Sorgen um Zölle belasten den Yen

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
EURJPY	169.17	163.86	163.06	163.26	162.00	163.00	165.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

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

Contra EUR

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

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURBRL	6,43	6,40	6,80	<ul style="list-style-type: none"> Brasiliens Wirtschaft wuchs im ersten Quartal stärker als erwartet. Dies stützte den Real. Entscheidend für das Anlegervertrauen bleibt die Eindämmung der Staatsausgaben. Die Notenbank erhöhte im Juni den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 15 %. Grund dafür sind anhaltend hohen Inflationserwartungen. Allerdings dürfte der Zinsgipfel erreicht sein.
EURHUF	399	420	421	<ul style="list-style-type: none"> In Ungarn schrumpfte die Wirtschaft im ersten Quartal um 0,2 %. Der Druck auf die Notenbank steigt, den Leitzinssatz zu senken. Dies würde den Forint belasten. Im Vorfeld der Parlamentswahlen im April 2026 drohen höhere Staatsausgaben. Dies würde den Haushalt zusätzlich belasten und das Defizitziel von 3,7 % in diesem Jahr gefährden.
EURMXN	22,08	23,50	22,50	<ul style="list-style-type: none"> Im Juni senkte Mexikos Zentralbank den Leitzins erneut um 50 Basispunkte auf 8,0%. Der Senkungskurs in Richtung 7,5 % bleibt bestehen. Dies schmälert den Renditevorteil des Peso. In den nächsten Monaten dürfte die US-Zollpause wieder stärker in den Fokus der Anleger rücken. Auch eine Neuverhandlung des Freihandelsabkommens mit den USA ist geplant.
EURPLN	4,24	4,40	4,42	<ul style="list-style-type: none"> Anfang Juni gewann in Polen der Oppositionskandidat die Präsidentschaftswahl. Dies könnte der proeuropäischen Regierung die Arbeit erschweren, denn er verfügt über ein Vetorecht. Die Notenbank senkte den Leitzins im Juni erneut um 50 Basispunkte auf 5,25 %. Zum Jahresende rechnen wir mit einem langsameren Zinssenkungskurs in Richtung 4,5 %.
EURRON	5,08	5,15	5,19	<ul style="list-style-type: none"> In Rumänien endete Ende Juni die monatelange politische Krise mit der Bildung einer neuen Regierung. Ihre wichtigste Aufgabe bleibt, das Haushaltsdefizit in diesem Jahr auf 7 % zu begrenzen – ein ehrgeiziges Ziel. Die Inflation stieg im Mai erneut auf 5,45%. Das verringert den Spielraum für Zinssenkungen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURSEK	11,12	11,00	10,60	<ul style="list-style-type: none"> Schwedens Notenbank senkte den Leitzinssatz im Juni erneut auf 2,0 %. Die rückläufige Inflationserwartung auf 2,0 % könnte sogar noch eine weitere Senkung ermöglichen. In den vergangenen Monaten zogen viele schwedische Anleger Gelder insbesondere aus den USA ab und investierten verstärkt im Inland. Dieser Trend dürfte anhalten.
EURTRY	46,80	46,80	47,60	<ul style="list-style-type: none"> In der Türkei sank die Inflation deutlich auf 35,4 %. Da hier jedoch einmalige Basiseffekte ausschlaggebend waren, bleibt das Inflationsziel von 24 % jedoch weiter schwer erreichbar. Die US-Zollpolitik verunsichert die Märkte. Die Ereignisse im Nahen Osten erhöhen den Druck und schüren die Risikoscheu der Anleger. Das belastet die Lira.
EURZAR	20,85	20,20	19,60	<ul style="list-style-type: none"> Südafrikas Notenbank senkt den Leitzinssatz weiterhin nur moderat. Mit aktuell 7,25 % bleibt das Leitzinsniveau weiterhin attraktiv – der Rand profitiert hiervon. Das Wirtschaftswachstum lag im ersten Quartal bei mageren 0,1 %. Auch im Gesamtjahr dürfte die Marke von 1 % kaum übertroffen werden. Das erschwert die Staatsschuldensanierung.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 25	Progn. Q2 26	Einschätzung
EURAUD	1,79	1,70	1,66	<ul style="list-style-type: none"> In Australien sank die Inflationsrate im Mai auf 2,1 %. Der rückläufige Trend gibt der Notenbank den Spielraum, den Leitzinssatz von derzeit 3,85 % im Jahresverlauf weiter zu senken. Ein Ende der US-Zollpause gegenüber dem wichtigsten Handelspartner China rückt näher. Von einer Einigung zwischen den USA und China würde der australische Dollar profitieren.
EURCAD	1,60	1,58	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Wirtschaft zeigte im April erste Spuren der US-Zollpolitik. Die Exporte in die USA brachen um 15,7 % ein. Da die Zollverhandlungen zu stocken scheinen, bleibt der Druck auf den kanadischen Dollar hoch. Der Anstieg der Arbeitslosenquote auf 7 % wird die Notenbank zu Zinssenkungen zwingen.
EURCZK	24,72	24,40	24,20	<ul style="list-style-type: none"> Nach der letzten Zinssenkung im Mai auf 3,5 % dürfte Tschechiens Notenbank ihren Senkungskurs verlangsamen. Denn die Inflationsrate stieg im Mai deutlich auf 2,4 %. Die Wirtschaft wuchs im ersten Quartal um 2,4 %. Der private Konsum blieb zwar schwach, dürfte aber dank steigender Löhne im Jahresverlauf anziehen.
EURNOK	11,80	11,20	10,90	<ul style="list-style-type: none"> Norwegens Notenbank leitete die Zinswende bereits im Juni ein – überraschend früh. Sie senkte den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 4,25 %. Die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten setzen die Krone erneut unter Abwertungsdruck. Mit dem Ende der US-Zollpause dürfte dieser weiter anhalten.

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.79	-1.51	-3.22	-10.40	-6.63	1.84	1.60
BRL	6.41	1.57	-3.43	-7.08	-0.15	6.70	5.84
GBP	0.86	-1.72	-2.31	-1.02	-3.48	0.87	0.82
CNY	8.41	-2.88	-6.87	-7.42	-10.14	8.41	7.48
JPY	169.56	-3.39	-4.73	1.68	-4.02	174.98	155.71
CAD	1.60	-2.55	-2.94	-8.44	-7.02	1.60	1.46
NZD	1.93	-1.67	-1.37	-9.04	-4.42	1.99	1.75
NOK	11.88	-2.36	-4.21	-3.94	-1.00	12.20	11.30
PLN	4.24	0.21	-1.25	1.57	0.83	4.36	4.14
RUB	91.80	-2.76	-0.27	0.70	23.80	119.62	89.26
SEK	11.19	-2.53	-3.01	1.45	2.27	11.73	10.75
CHF	0.93	-0.18	2.29	3.07	0.44	0.98	0.92
ZAR	20.86	-1.73	-4.76	-6.19	-6.33	21.97	18.57
CZK	24.72	0.98	1.10	1.32	1.85	25.47	24.72
TRY	46.71	-4.63	-12.22	-24.78	-21.61	46.74	35.00
HUF	399.70	1.08	0.84	-1.19	2.92	415.85	389.38
USD	1.17	-3.29	-7.98	-8.70	-11.79	1.17	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	144.45	-0.10	3.53	11.36	8.80	161.67	140.44
CNY	7.16	0.50	1.30	1.44	1.89	7.35	7.01

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	8.73	8.93	5.69	6.09	7.84	8.34	4.45	4.80	5.07	5.77	4.56	5.36	2.31	3.46	6.30	8.55	3.82	4.12
2 months	8.20	8.40	5.65	6.05	7.92	8.37	4.51	4.86	5.32	6.17	4.66	5.46	2.43	3.58	6.20	8.30	3.98	4.28
3 months	8.20	8.35	5.79	6.14	8.37	8.72	4.66	5.01	5.67	6.57	4.91	5.61	2.50	3.65	6.35	7.90	4.18	4.48
6 months	7.93	8.13	5.80	6.10	8.77	9.17	4.94	5.29	6.32	7.22	5.20	5.80	2.90	3.80	6.18	7.78	4.60	4.90
9 months	7.88	8.03	5.91	6.21	9.06	9.46	5.14	5.44	6.85	7.50	5.36	5.91	3.00	3.85	6.26	7.71	4.91	5.21
1 year	7.84	7.99	5.96	6.26	9.33	9.73	5.27	5.62	7.13	7.98	5.46	5.96	3.09	3.99	6.24	7.74	5.11	5.41
2 years	7.95	8.15	6.26	6.56	9.39	9.89	5.64	5.84	7.19	8.19	5.13	6.28	2.88	4.43	6.61	7.81	5.37	5.82
3 years	7.99	8.64	6.05	7.20	9.10	10.10	5.95	6.40							6.95	7.95	5.50	6.10
5 years	8.33	8.93	6.53	7.78	9.25	10.45	6.51	7.21									6.06	6.66

Data as of: 07/01/2025 7:14 AM

Brent: Konflikt Israel vs Iran sorgt für Volatilität

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Spot	Historical Data			Forecast		
	67.65	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
		79.93	74.74	76.45	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

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

Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt 2025 bei rund 1 mbpd.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Nicht-OPEC-Staaten dürften Förderung 2025 um 1,3 mbpd steigern.
- OPEC+ plant von April-Juli Outputerhöhung um fast 1,4 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Der sichere Hafen scheint ausgereizt

Goldpreis & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Sep-25	Dec-25	Jun-26
Gold (USD/Ounce)	3 284	2 389	2 625	2 568	3 200	3 000	3 000

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- ETCs seit Jahresbeginn auf der Käuferseite.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q1/25 um 3 % zu.

Contra

- Gold-Angebot aus Minen und Recycling dürfte auch 2025 weiter steigen.
- Schmucknachfrage fällt in Q1/25 um mehr als 20 %.
- Käufe der Notenbanken bleiben in Q1/25 um gut 65 t oder 21 % hinter Q1/24 zurück.
- Hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von rund 35 Mrd. USD.
- US-Inflation dürfte (u.a. wegen Zollpolitik) auf hohem Niveau bleiben – Zinssenkungsspielraum der Fed damit sehr begrenzt.
- Konflikt Israel/Iran beschert Gold keinen neuen Höchststand.

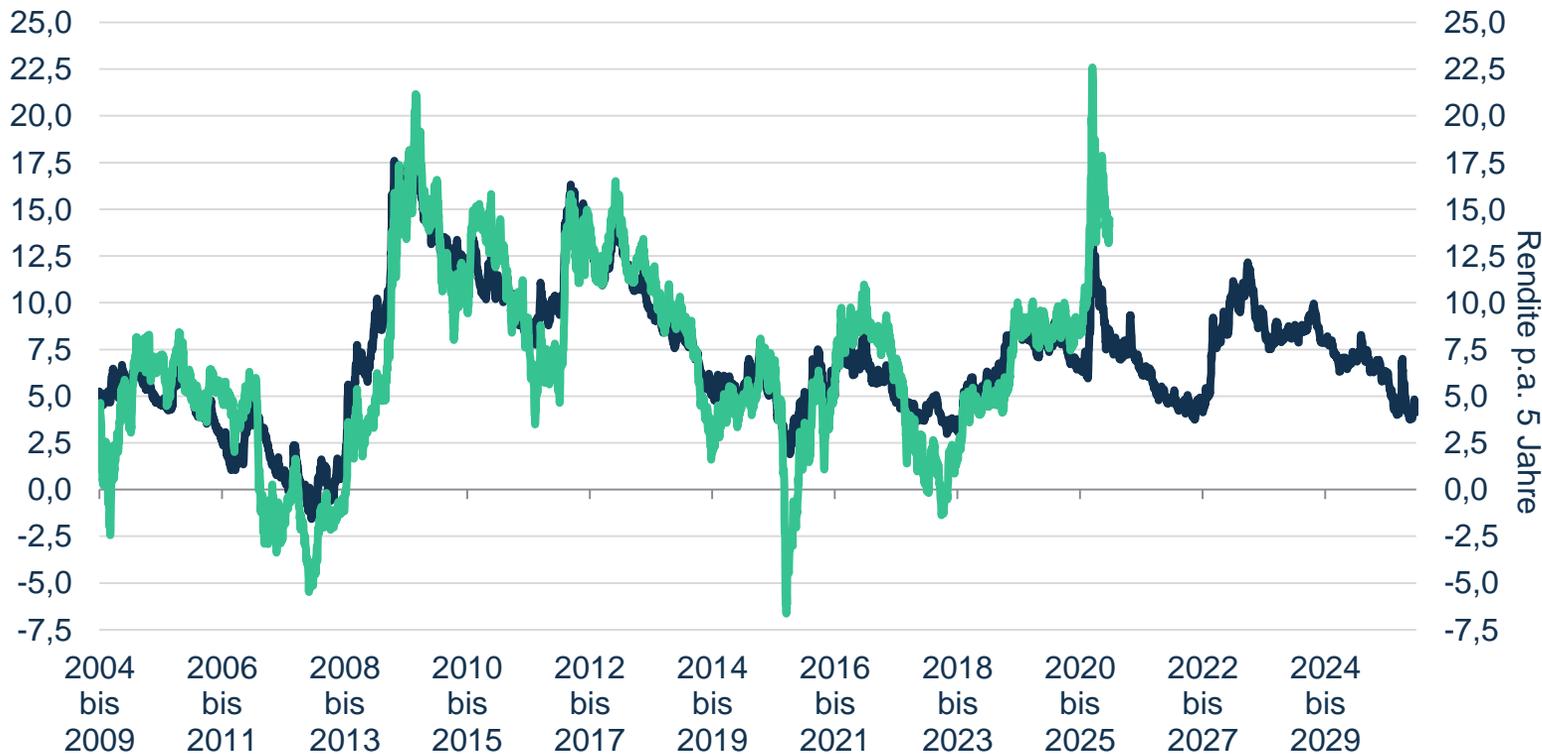
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	67.65	5.84	-9.53	-21.73	-9.49	87.90	61.18
Crude Oil WTI	USD/bbl	66.30	7.88	-7.75	-19.96	-8.48	85.19	58.50
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 284	-0.03	5.09	41.19	25.11	3 426	2 328
Silver	USD/oz	35.98	8.75	5.64	22.49	24.46	37.16	26.93
Platinum	USD/oz	1 350	26.05	35.95	33.40	47.70	1 392	910
Palladium	USD/oz	1 134	17.63	15.01	16.67	24.75	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 598	6.28	2.55	2.89	1.80	2 728	2 225
LME Copper	USD/MT	9 869	3.91	1.64	2.81	12.56	10 112	8 613
LME Lead	USD/MT	2 045	4.44	1.64	-8.05	4.76	2 237	1 842
LME Zinc	USD/MT	2 752	5.02	-3.54	-6.33	-7.62	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	33 716	10.89	-7.99	2.98	15.93	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 215	-0.14	-4.42	-12.01	-0.74	18 153	14 084

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

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



— vom Modell ex-ante avisierte DAX-Performance p.a.

— tatsächliche DAX-Performance p.a.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Zwei Einflussfaktoren

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

Modellavis

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

4,1 % 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 Portfolios aus Sicht des Euro-Investors gemessen. Gleiches gilt für die Renditeannahmen, die unter der Annahme konstanter Wechselkursrelationen erfolgen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 30.06.2025. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
30.06.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,81	1,83	1,93	2,05	2,16	2,27	2,37	2,47	2,57	2,66	2,97	3,05	3,06	3,15
France	1,89	2,02	2,21	2,40	2,57	2,74	2,91	3,06	3,20	3,33	3,74	3,92	4,07	4,24
Italy	1,95	2,05	2,24	2,46	2,68	2,89	3,07	3,24	3,39	3,52	4,02	4,25	4,39	4,55
Spain	1,90	1,97	2,15	2,33	2,51	2,67	2,83	2,98	3,12	3,25	3,75	3,95	4,07	4,15
Netherlands	1,89	1,93	2,03	2,16	2,29	2,42	2,54	2,65	2,74	2,82	3,10	3,22	3,25	3,24
Austria	1,84	1,95	2,11	2,27	2,42	2,57	2,71	2,84	2,96	3,06	3,41	3,53	3,61	3,69
Belgium	1,95	2,01	2,14	2,31	2,48	2,65	2,80	2,94	3,07	3,19	3,64	3,95	4,13	4,20
Ireland	1,89	1,92	2,04	2,19	2,35	2,50	2,64	2,76	2,88	2,97	3,31	3,48	-	-
Portugal	1,92	1,92	2,01	2,15	2,33	2,50	2,67	2,83	2,98	3,12	3,61	3,86	3,99	4,06
Finland	1,89	1,97	2,11	2,26	2,40	2,52	2,65	2,78	2,91	3,03	3,40	3,54	3,60	3,67
EUR Swap in %	2,00	2,00	2,08	2,17	2,25	2,33	2,41	2,47	2,53	2,59	2,76	2,79	2,76	2,73

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											
30.06.2025	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	1,67	2,14	2,42	2,62	2,77	2,89	3,00	3,09	3,17	3,24	
AA-	1,77	2,22	2,48	2,67	2,82	2,93	3,03	3,12	3,20	3,27	
A+	1,81	2,28	2,55	2,75	2,90	3,02	3,13	3,22	3,30	3,37	
A	1,87	2,34	2,61	2,81	2,96	3,08	3,19	3,28	3,36	3,43	
A-	1,92	2,39	2,66	2,85	3,00	3,12	3,23	3,32	3,39	3,47	
BBB+	1,92	2,42	2,71	2,92	3,08	3,21	3,32	3,42	3,50	3,58	
BBB	2,04	2,55	2,84	3,05	3,21	3,35	3,46	3,56	3,64	3,72	
BBB-	2,36	2,82	3,09	3,28	3,43	3,55	3,65	3,74	3,82	3,89	
BB+	2,96	3,41	3,65	3,82	3,96	4,07	4,16	4,24	4,31	4,37	
BB	3,02	3,61	3,99	4,26	4,46	4,63	4,78	4,90	5,01	5,11	
BB-	3,93	4,29	4,50	4,65	4,77	4,86	4,94	5,01	5,07	5,13	
B+	4,25	4,64	4,87	5,03	5,16	5,26	5,35	5,42	5,49	5,55	
B	4,83	5,24	5,48	5,65	5,78	5,89	5,98	6,06	6,13	6,19	
B-	5,44	6,00	6,33	6,57	6,75	6,90	7,02	7,13	7,23	7,31	
EUR Swap in %	2,00	2,00	2,08	2,17	2,25	2,33	2,41	2,47	2,53	2,59	

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

30.06.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,98	2,31	2,50	2,63	2,74	2,82	2,90	2,96	3,02	3,06
AA-	2,09	2,40	2,58	2,70	2,80	2,88	2,95	3,01	3,06	3,11
A+	2,00	2,41	2,65	2,82	2,96	3,07	3,16	3,24	3,31	3,37
A	2,08	2,43	2,63	2,77	2,88	2,97	3,05	3,11	3,17	3,22
A-	2,19	2,55	2,75	2,90	3,01	3,11	3,19	3,25	3,31	3,37
BBB+	2,31	2,65	2,85	2,99	3,09	3,18	3,26	3,32	3,38	3,43
BBB	2,14	2,64	2,94	3,15	3,31	3,44	3,55	3,65	3,74	3,81
BBB-	2,57	2,85	3,01	3,12	3,21	3,28	3,34	3,39	3,44	3,48
EUR Swap in %	2,00	2,00	2,08	2,17	2,25	2,33	2,41	2,47	2,53	2,59

Rendite über 4,0 %

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

30.06.2025 Country	Maturity (Call-Date)										
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,10	2,19	2,30	2,45	2,62	2,72	2,86		2,95		
AT	2,13	2,28	2,40	2,55	2,64	2,80	2,84	3,01	2,96	3,16	
BE	2,14	2,21	2,40	2,55	2,62	2,76	2,88		3,08		
CA	2,22	2,20	2,41	2,48	2,66	2,73	2,82	2,88	3,11		3,14
DK	2,32	2,26	2,53	2,53	2,51	2,91					
FI	2,14	2,21	2,38	2,52	2,66		2,88		2,93	3,07	3,36
FR	2,09	2,21	2,37	2,52	2,66	2,82	2,93	3,05	3,12	3,25	3,30
DE	2,12	2,18	2,31	2,45	2,57	2,67	2,76	2,87	2,96	3,04	3,17
GR											
IE											
IT	2,16	2,32	2,51	2,63	2,69	2,88	3,03	3,12	3,23		3,41
LU					2,58						
NL	2,11	2,21	2,33	2,50	2,64	2,75	2,92	2,87	2,96	3,27	
NZ		2,12	2,66		2,56	2,76					
NO	2,18	2,25	2,40	2,58	2,58	2,70	2,86		3,09		
PL											
PT	2,08	2,29	2,39		2,68	2,72				3,19	
SG			2,41	2,53	2,67	2,78			2,98	3,04	
ES	2,09	2,20	2,37	2,51	2,58	2,73	2,86	3,00	3,04		3,29
SE	2,10	2,26	2,36	2,65	2,54	2,72	2,85				
CH		2,26		2,54	2,66	2,80					
UK	2,19	2,22	2,31	2,49	2,71	2,74	2,88	2,86		3,26	3,10
JP		-	2,35	2,55	2,69	2,84					3,29
KR	2,08	2,21	2,34	2,58	2,64				3,02		
SK	2,36	2,40	2,50	2,63	2,62	2,89					
EUR Swap in %	2,00	2,00	2,08	2,17	2,25	2,33	2,41	2,47	2,53	2,59	2,63

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

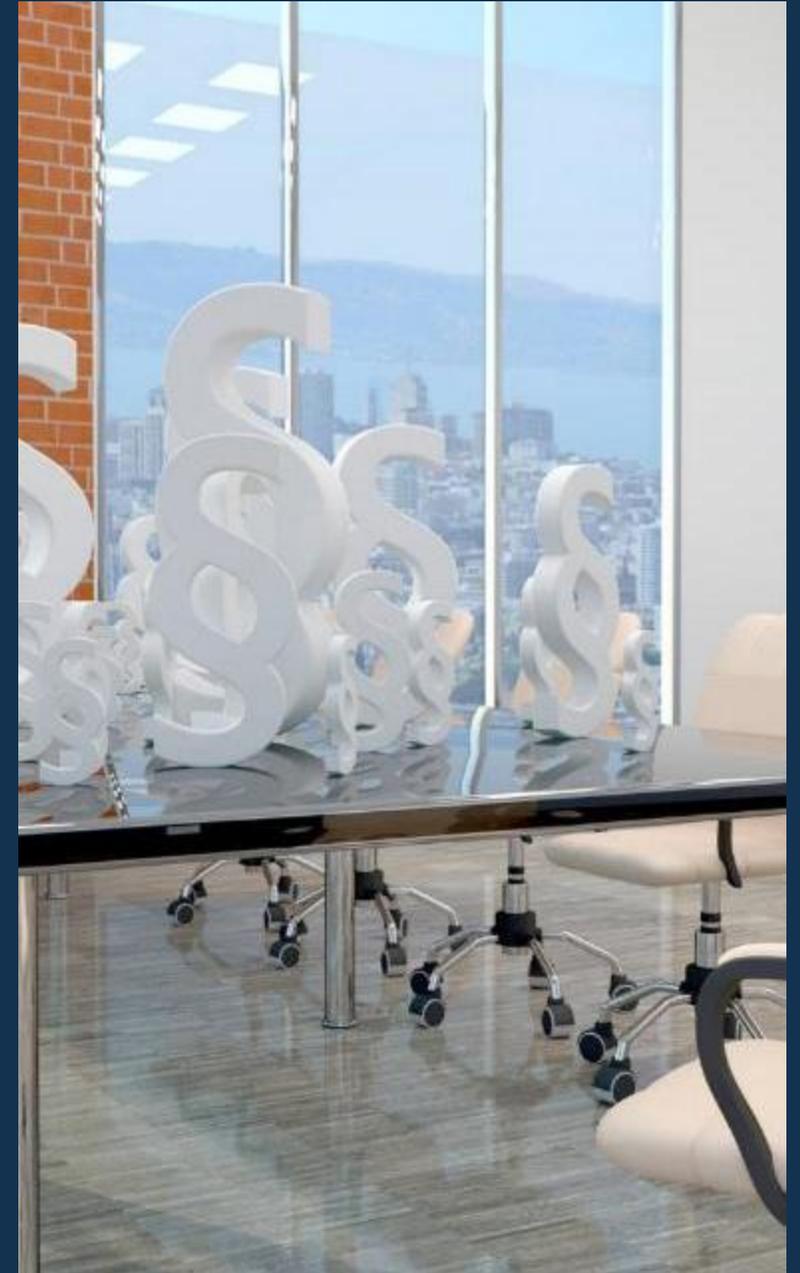
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

Der Inhalt und die hierin enthaltenen Informationen wurden von der Securities and Futures Commission und/oder einer anderen Aufsichtsbehörde in Hongkong weder geprüft noch bestätigt.

Diese Veröffentlichung enthält oder begründet keinerlei Aufforderung, Werbung oder sonstiges Dokument mit der Aufforderung (a) zum Abschluss oder Angebot des Abschlusses (i) einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme von Wertpapieren oder (ii) einer Vereinbarung über eine regulierte Kapitalanlage oder einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme eines anderen strukturierten Produkts oder (b) zum Erwerb eines Anteils oder zur Beteiligung oder zum Angebot des Erwerbs eines Anteils oder einer Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage. Darüber hinaus enthält diese Veröffentlichung keinen Wertpapierprospekt („prospectus“) gemäß Definition in § 2(1) der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) (Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance).

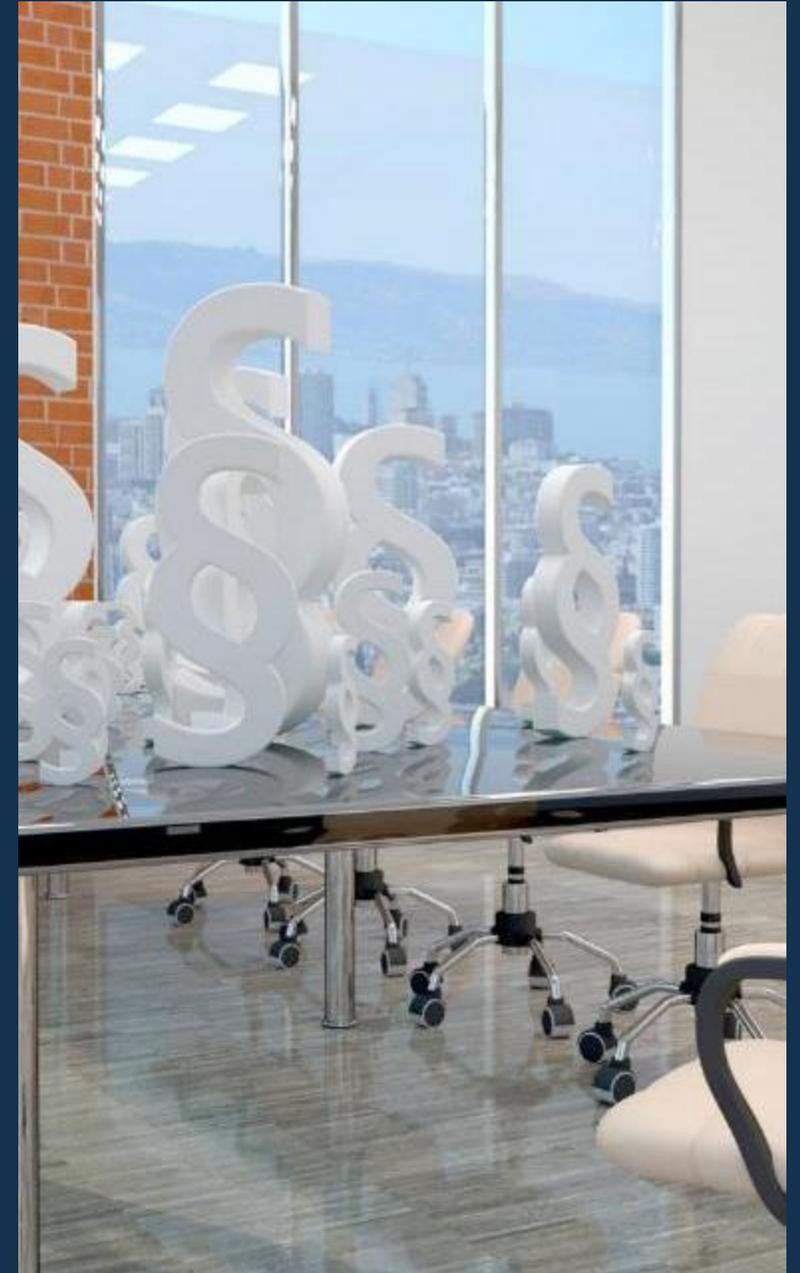
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Dieser Bericht kann taiwanesischen Empfängern von außerhalb Taiwans zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch nicht innerhalb Taiwans verteilt/weitergegeben werden und stellt keine Empfehlung von Wertpapieren innerhalb Taiwans dar und darf nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

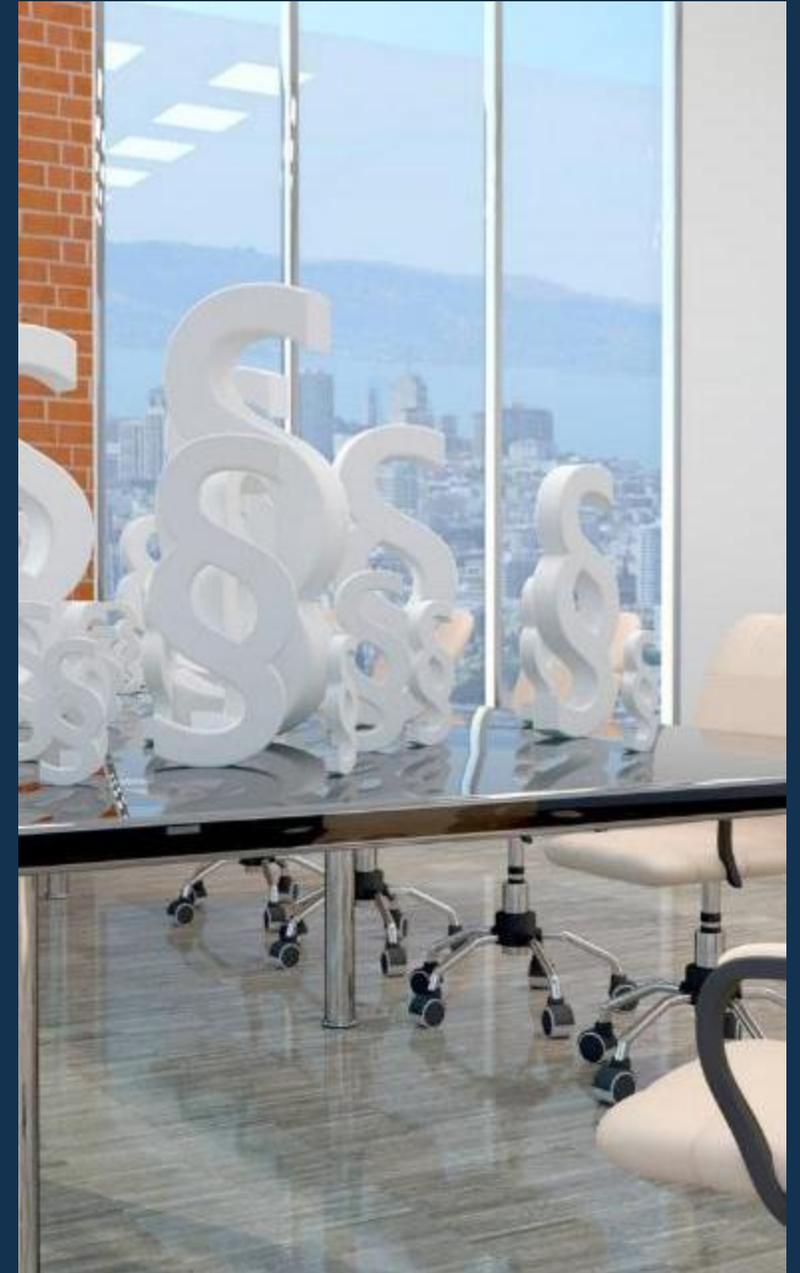
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse abwägen, bevor Sie eine Handelsverpflichtung eingehen, einschließlich einer Beratung hinsichtlich der Eignung der Anlage durch einen unabhängigen Finanzberater. Es wird keine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Demnach handelt jede Person, die sich auf diese Informationen stützt, gänzlich auf eigenes Risiko. Dieser Bericht stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit einem Finanzinstrument dar. Alle geäußerten Ansichten und Meinungen können sich ändern, ohne dass Sie darüber informiert werden.

Dieser Bericht wurde Ihnen auf der Grundlage übermittelt, dass Sie ein institutioneller Anleger („institutional investor“) (gemäß Definition in § 4A(1) des Wertpapier- und Futures-Gesetzes (Kap. 289) von Singapur (Securities and Futures Act)) sind. Folglich muss dieser Bericht nicht die §§ 25 bis 29 und 36 des Finanzberatergesetzes (Kap. 110) von Singapur (Financial Advisers Act) erfüllen und Sie unterstehen nicht dem Schutz der entsprechenden Bestimmungen in Verbindung mit der Offenlegung von Produktionsinformationen, falschen oder irreführenden Angaben, dem Vorliegen einer angemessenen Grundlage für Empfehlungen und Anforderungen der Offenlegung von Beteiligungen für Empfehlungen bezüglich ausgewählter Produkte.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für qualifizierte inländische institutionelle Anleger (QDII) bestimmt. Wenn Sie kein QDII sind, sollten diese Informationen unberücksichtigt bleiben und gelöscht werden.

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



Disclaimer

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

