

Neues Schaffen

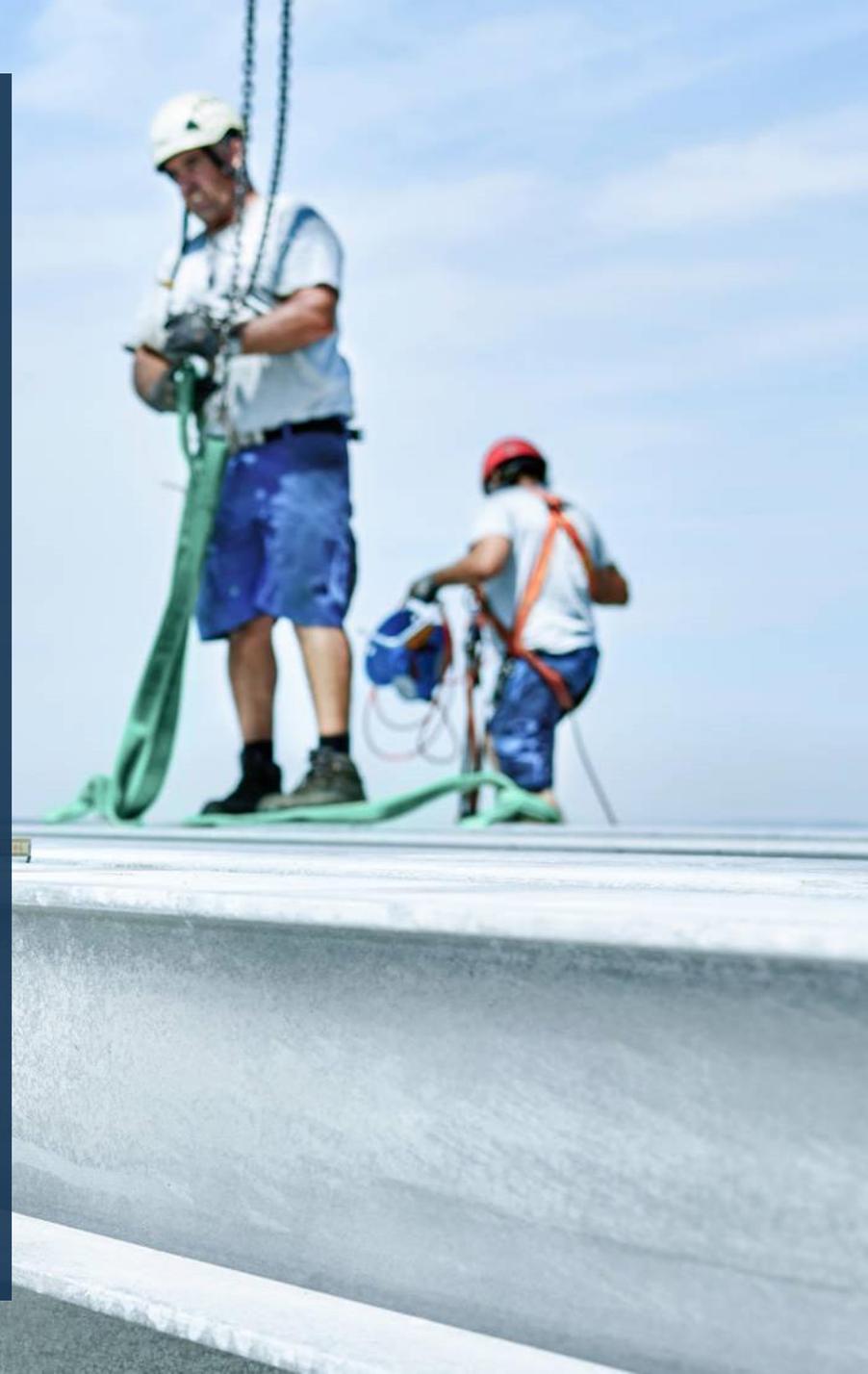
LB  BW

# Kapitalmarktkompass Mai

Schlaglichter aus dem Koalitionsvertrag

06.05.2025

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 06.05.2025 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **2742 224 2850#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565005#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=m993bfe3305719cf494210097c64119c3>

Event-Kennnummer: **2742 224 2850**

Event-Passwort: **KMK-05** (565005 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“.

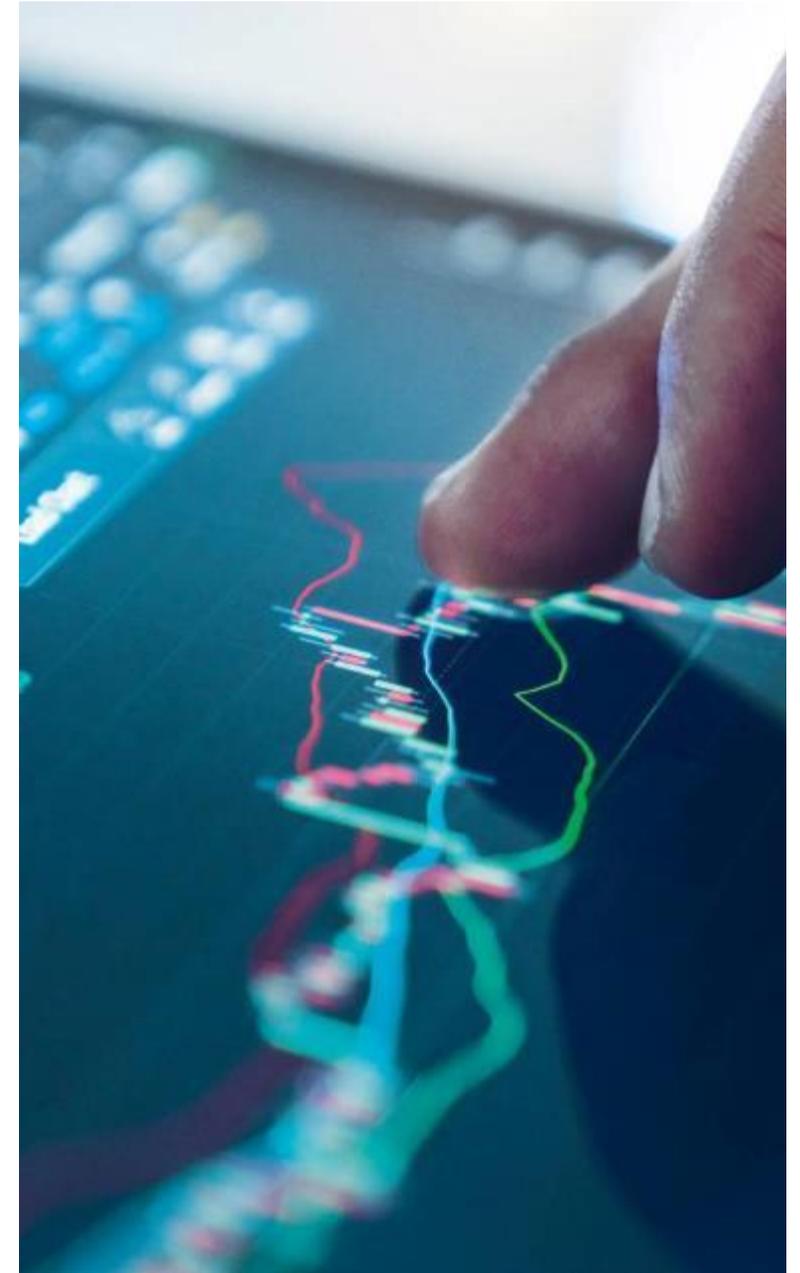
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 06.05.2025 14h
- Dienstag, 20.05.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 03.06.2025 14h
- Dienstag, 17.06.2025 14h – KMK-Update
- 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

<b>01</b>	<b>Vorwort und Einleitung</b>	<b>04</b>
<b>02</b>	<b>Sonderthema: Koalitionsvertrag</b>	<b>11</b>
<b>03</b>	<b>Makro: Vertrauen in den US-Dollar schwindet</b>	<b>16</b>
<b>04</b>	<b>Zinsen: Unsicherheit dominiert</b>	<b>29</b>
<b>05</b>	<b>Credits: Unternehmen begeben wieder Bonds</b>	<b>40</b>
<b>06</b>	<b>Aktien: Leitbörse USA verliert an Gewicht</b>	<b>46</b>
<b>07</b>	<b>Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positiv-Szenario ein</b>	<b>55</b>
<b>08</b>	<b>Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten</b>	<b>65</b>



# 01

## Vorwort und Einleitung

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



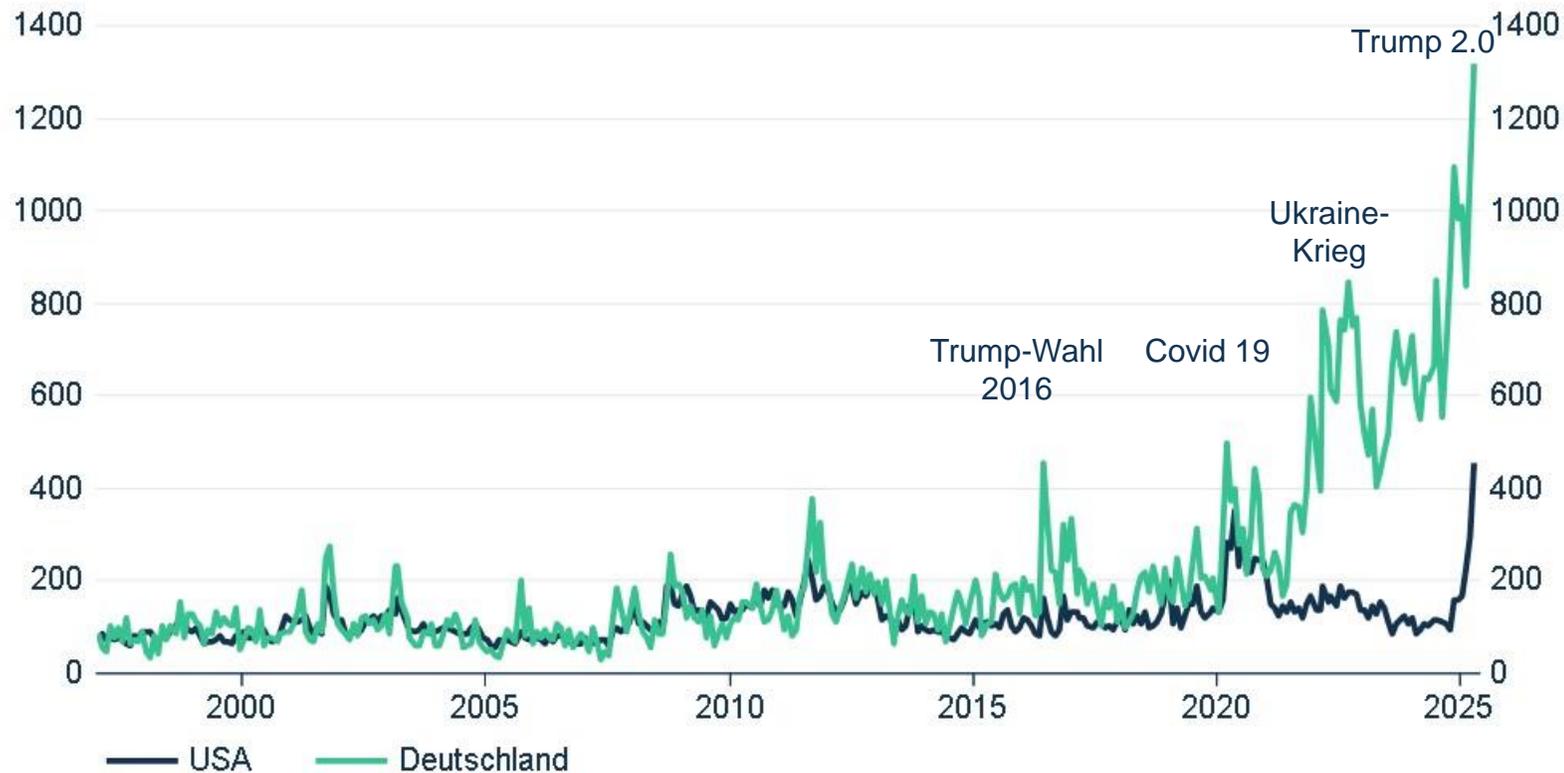
**Dr. Moritz Kraemer**  
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

## »Warren Buffet ist definitiv eine Legende«

Normalerweise thematisieren wir hier aktuelle Themen aus Wirtschaft und – zunehmend – Politik. Aber für dieses Mal wollen wir einen Mann würdigen, der schon zu Lebzeiten eine Legende ist. Warren Buffet gibt Ende des Jahres die Leitung seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway ab. Er wird dann 95 Jahre alt sein und auf sechs Jahrzehnte an der Spitze des Unternehmens zurückblicken können. Sein Erfolg war einzigartig. Wer damals 100 US-Dollar in sein Unternehmen investierte, könnte heute Millionär sein. Was mich als Volkswirt an ihm besonders fasziniert: Buffet war als Investor immer ein Mann des inneren Werts und der langen Frist.

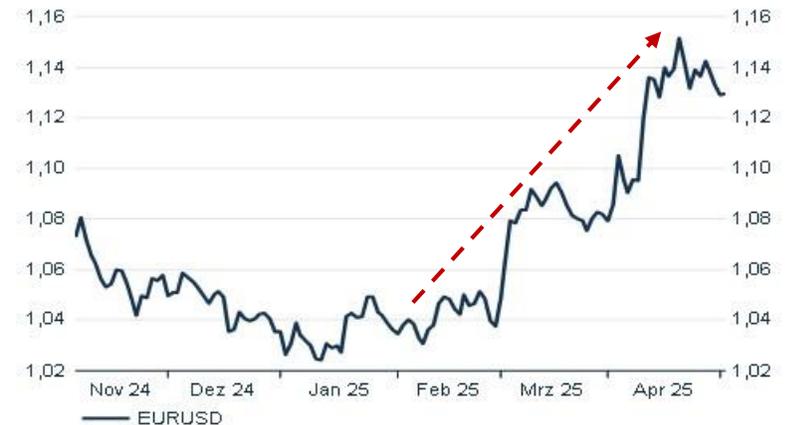
# 100 Tage Trump – Unsicherheit steigt massiv

## Economic Policy Uncertainty für die USA und Deutschland in Indexpunkten

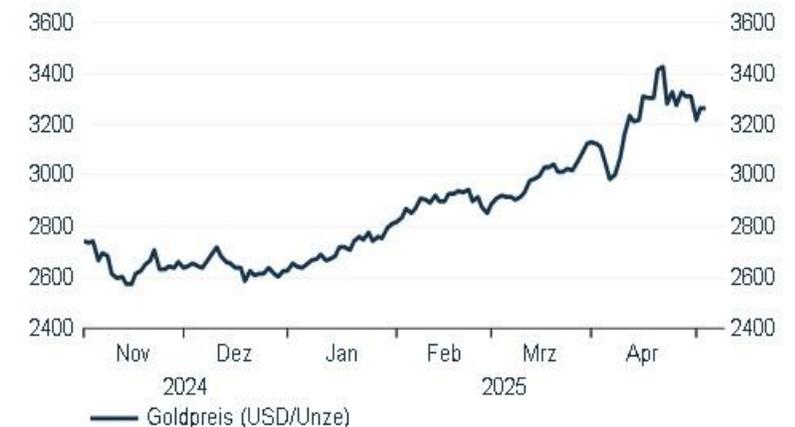


Quelle: LSEG, LBBW Research

## US-Dollar fällt ggü. dem Euro



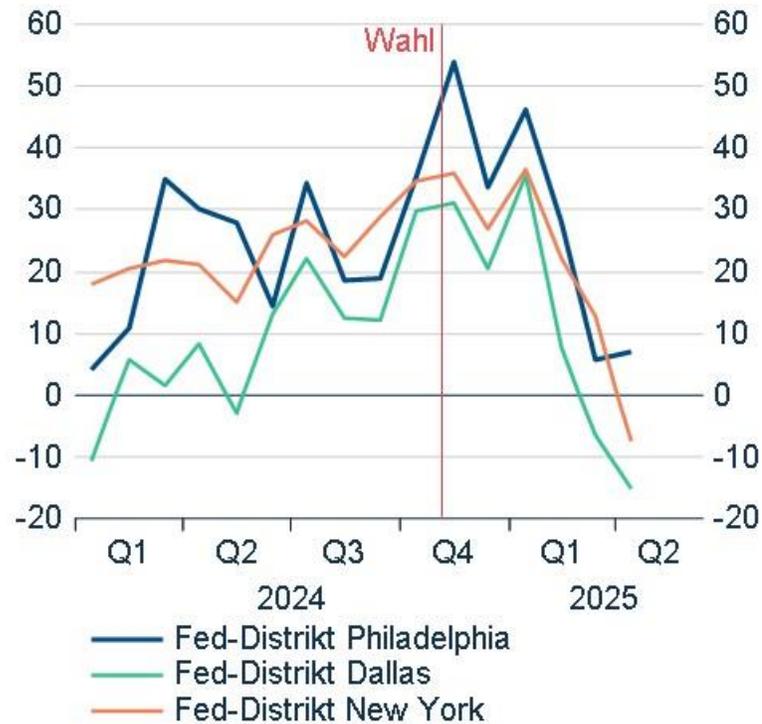
## Goldpreis auf Rekordniveau



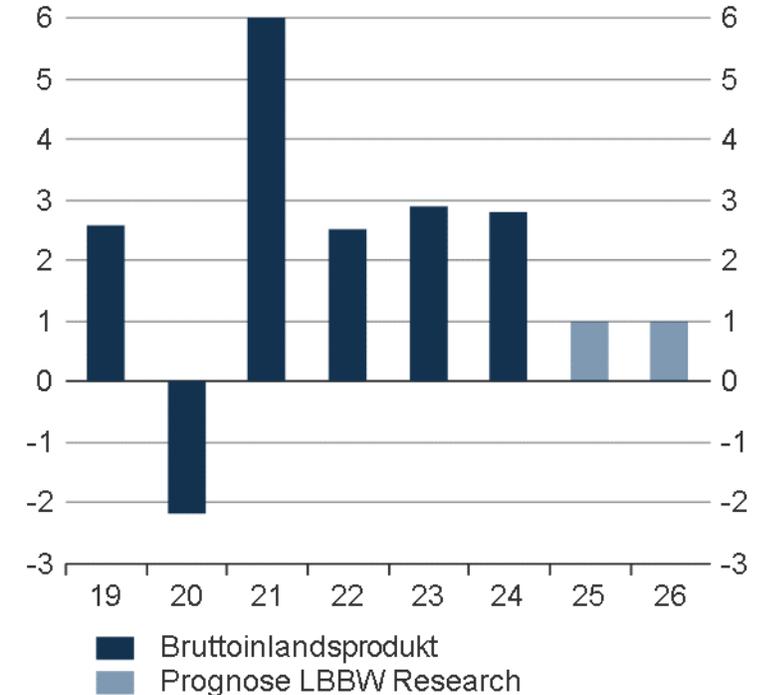
# 100 Tage Trump – Unsicherheit drückt auf die Stimmung

## Erwartungen von Unternehmen und Verbrauchern

Saisonbereinigte Monatswerte



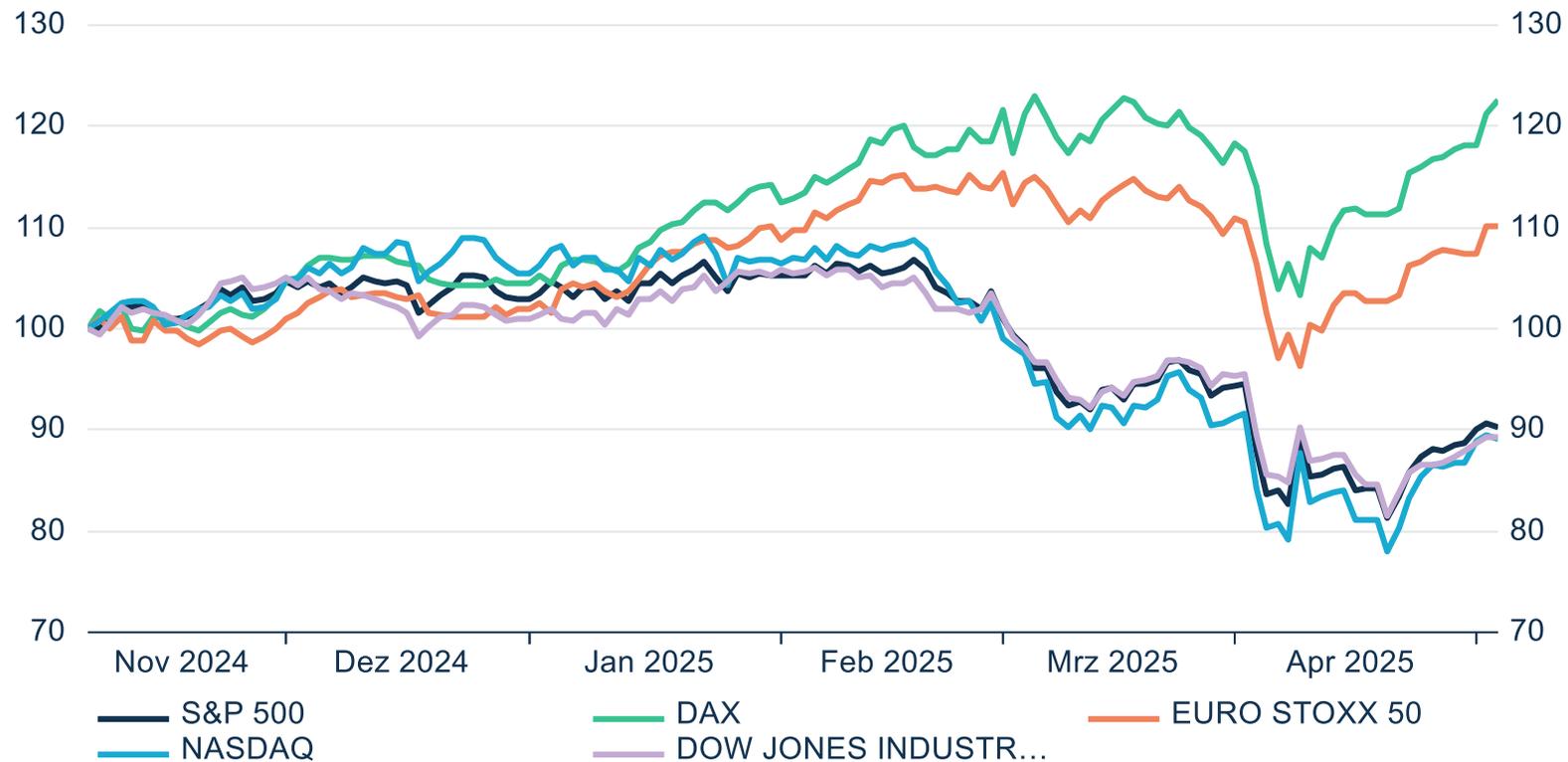
## US-BIP: LBBW Prognose für 2025 und 2026 nur bei 1%



# 100 Tage Trump – Wertung der Aktienmärkte

## US-Aktien vs. europäische Aktien

(in EUR)



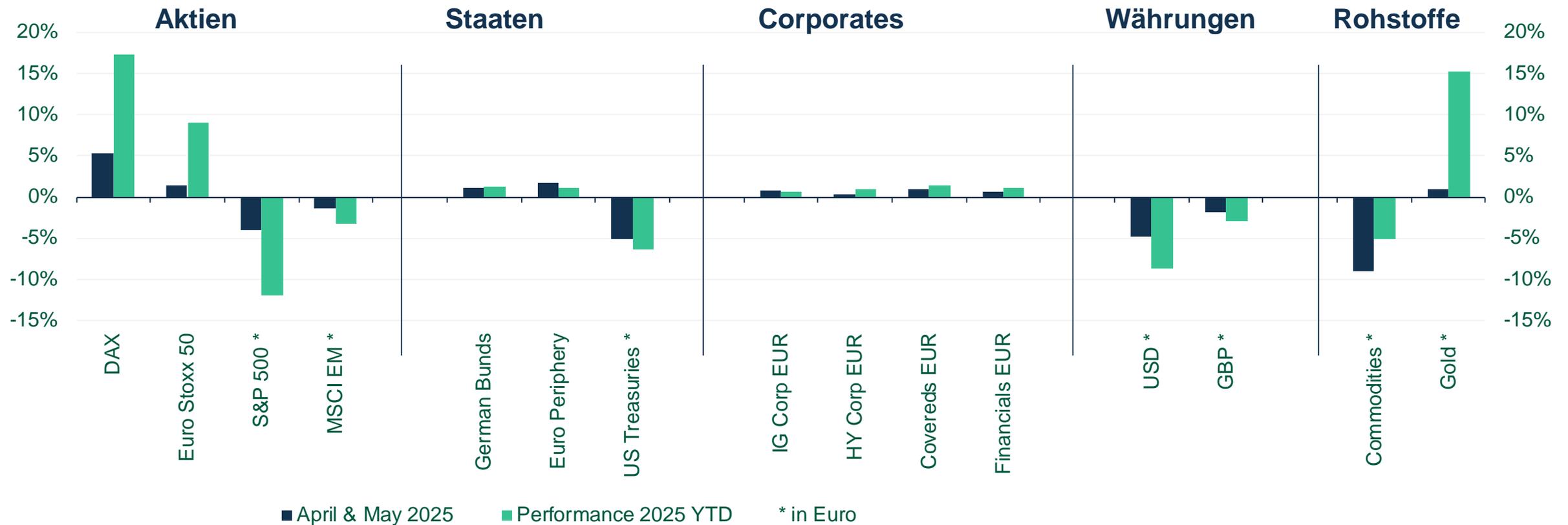
- Ausverkauf nach Zollhammer vorerst gestoppt.
- Erhöhte Zölle gelten aber im Wesentlichen weiter.
- Märkte hoffen auf baldige Zoll-Deals.
- DAX wieder nahe Allzeithoch.
- US-Indizes trotz jüngster Stabilisierung mit klarer Underperformance ggü. europäischen Aktien.
- Die schwächere Kursentwicklung der US-Aktien wird durch den Fall des US-Dollars noch verstärkt.



# Performance: DAX mit Outperformance

## Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

# 02

## Sonderthema: Koalitions- vertrag

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

# Der Koalitionsvertrag – quantitativ betrachtet

**Der Koalitionsvertrag (KV) 2025 hat 144 Seiten**

**Die Vorgänger:**

- **2021 (144)**
- **2017 (179)**
- **2013 (134)**
- **2009 (134)**

**Damit ist der KV absolut im Normalbereich.**

**Häufigkeit einiger Begriffe  
(Anzahl in Klammern)**

- werden (802), wollen (299), prüfen (88)
- entlasten (14), belasten (0)
- Deutschland (122), EU/Europa (172)
- Bürokratie (20), Effizienz/effizient (8)
- Steuern (9), Abgaben (3)
- Schulden (1), Sondervermögen (13)

# Schlaglichter aus dem Koalitionsvertrag

## Eher positiv bis deutlich positiv

- Sondervermögen „Infrastruktur & Klima“
- Bürokratieabbau durch Wegfall des nationalen „Lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes“ und Reduktion der Dokumentationspflichten
- „Investitionsbooster“ mit Abschreibungen von 30 v.H. für die Jahre 2025 bis 2027 Anreize für längere Lebensarbeitszeit („Aktivrente“ bis 2000 Euro) und steuerfreie Überstundenzuschläge
- Senkung der Bürokratiekosten um 25% p.a. bzw. 16 Mrd. Euro.
- „One-stop-shop“-Plattform soll Unternehmensgründungen innerhalb von 24 Stunden ermöglichen
- Entlastung der Energiekosten für Verbraucher und die (energieintensive) Industrie

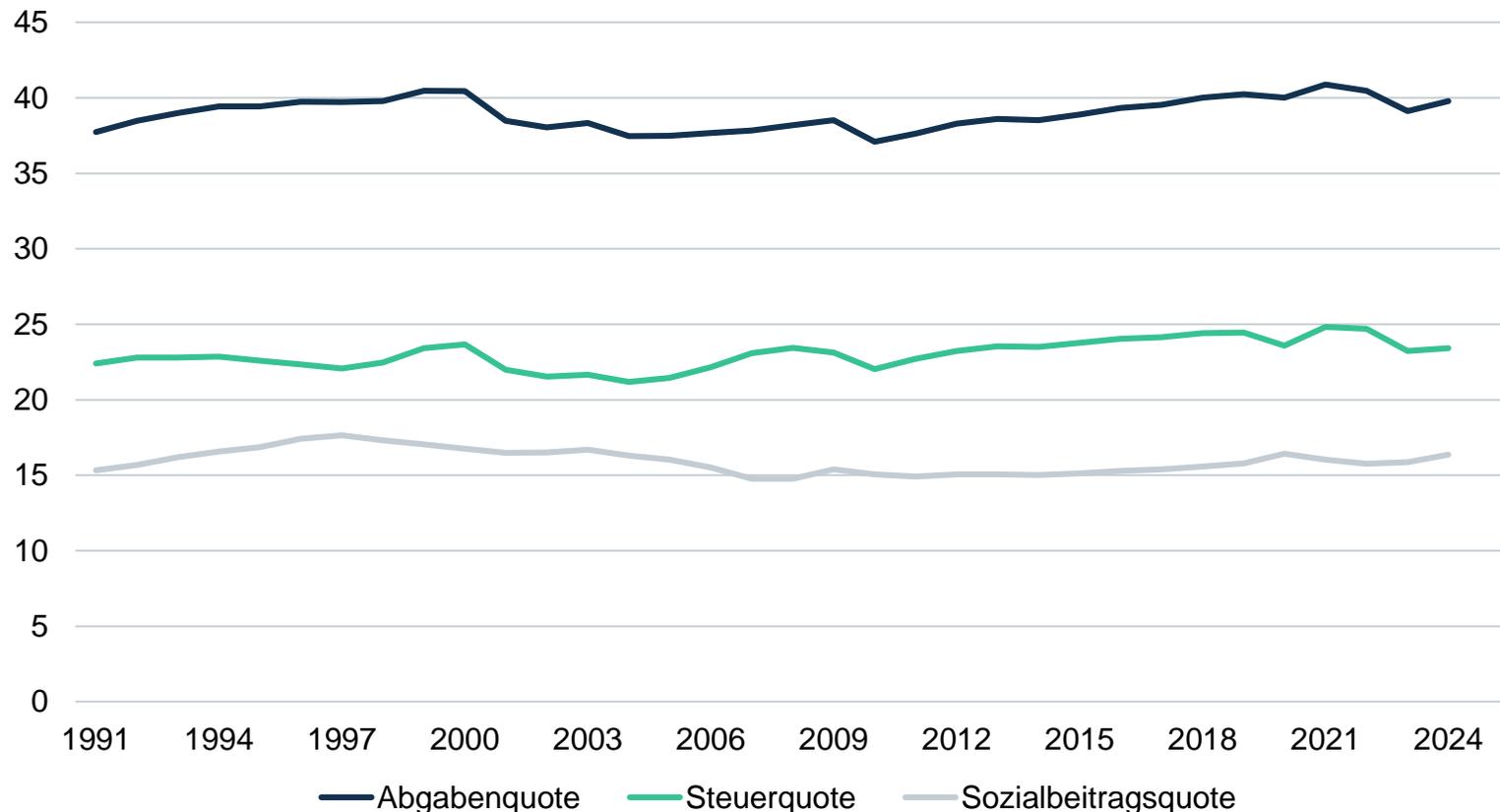
## Eher negativ bis deutlich negativ

- Senkung der Körperschaftssteuer spät (nach Auslaufen der Sonderabschreibungen) und keineswegs garantiert
- **Rentenniveau bei 48% bis 2031 gesetzlich absichern, Mehrausgaben durch Steuermittel finanzieren**

# Abgabenquote kratzt schon jetzt an 40%-Marke

## Abgaben-, Steuer und Sozialbeitragsquote

in % des BIP



- Die Beschlüsse im Koalitionsvertrag drohen, die Abgabenquote weiter steigen zu lassen.
- Insbesondere der Passus zur Rente: „Wir werden die Alterssicherung für alle Generationen auf verlässliche Füße stellen. Deshalb werden wir das Rentenniveau bei 48 Prozent gesetzlich bis zum Jahr 2031 absichern. Die Mehrausgaben, die sich daraus ergeben, gleichen wir mit Steuermitteln aus.“

# Blickpunkt

## Wachstum und Schwarz-Rot: Was der Koalitionsvertrag verspricht

Nach den Parteigremien der Unionsparteien CDU und CSU hat auch die SPD per Mitgliederentscheid den schwarz-roten Koalitionsvertrag gebilligt. Das Regierungsprogramm für die laufende Legislaturperiode steht. Das haben wir zum Anlass genommen, die Wachstumswirkung des Koalitionsvertrages zu analysieren. Grundlage dafür ist die Studie [„Woran Deutschlands Wirtschaft krankt“](#), die Ende Oktober 2024 erschienen ist.

Die hier vorliegende Studie beurteilt unter den gleichen Kriterien den Koalitionsvertrag. Sie analysiert auch, ob das Regierungsprogramm in Hinblick auf das Wachstumsversprechen mehr ist als die Summe der Programmteile der Koalitionäre. Das Potenzial dazu wäre vorhanden, wenn die Parteien ihre jeweils besten Ideen eingebracht hätten. Es gibt durchaus Politikfelder, in denen das gelungen ist. Aber wir haben auch Bereiche gefunden, die zu wünschen übrig lassen.

[Link zum Blickpunkt](#)



LBBW Research | Strategy

## Wachstum und Schwarz-Rot: Was der Koalitionsvertrag verspricht

In aller Kürze:

- Das Research-Team der LBBW hat den Koalitionsvertrag von Union und SPD auf seine vermutliche Wachstumswirkungen untersucht.
- Der ganz große Wurf im Sinne der Wirtschaft ist nicht erkennbar, aber gute Ansätze existieren.
- Keine Überraschungen: Der Koalitionsvertrag ist in seiner Wachstumswirkung vergleichbar, aber insgesamt etwas vielversprechender als die gewichteten Mittel der Wahlprogramme der beiden Koalitionäre.

Dr. Moritz Kraemer  
Chefvollwirts und Leiter Research  
+49 711 127-73462  
moritz.kraemer@lbbw.de

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

### Einleitung

Es ist vollbracht. Nach den Parteigremien der Unionsparteien CDU und CSU hat auch die SPD per Mitgliederentscheid den schwarz-roten Koalitionsvertrag gebilligt. Der Wahl von Friedrich Merz als Bundeskanzler am 6. Mai steht nun formal nichts mehr entgegen. Das Regierungsprogramm für die laufende Legislaturperiode steht.

Das haben wir zum Anlass genommen, die Wachstumswirkung des Koalitionsvertrages zu analysieren. Grundlage dafür ist die Studie [„Woran Deutschlands Wirtschaft krankt“](#), die Ende Oktober 2024 erschienen ist. In ihr hat das LBBW Research die für die fehlende wirtschaftliche Dynamik maßgeblichen Faktoren identifiziert und eingeordnet.

Auf der Basis dieser Studie haben wir vor der Bundestagswahl die Wahlprogramme der wichtigsten Parteien analytisch bewertet ([„Wachstum und Wahlprogramme: eine wirtschaftspolitische Analyse“](#)). Die hier vorliegende Studie nun beurteilt unter den gleichen Kriterien den Koalitionsvertrag von Union und SPD. Sie analysiert auch, ob das Regierungsprogramm in Hinblick auf das Wachstumsversprechen mehr ist als die Summe der Programmteile der Koalitionäre. Das Potenzial dazu wäre vorhanden, wenn die Parteien ihre jeweils besten Ideen eingebracht hätten. Es gibt durchaus Politikfelder, in denen das gelungen ist. Aber wir haben auch Bereiche gefunden, die zu wünschen übrig lassen.

ERSTELLT AM: #RELEASE\_DATE# ERSTMALIGE WEITERGABE AM: #FORRELEASE\_DATE#  
BITTE BEACHTEN SIE DEN DISCLAIMER UND WICHTIGE OFFENLEGUNGSSTATISTIKEN IM ANHANG.

LB BW

Koalitionsvertrag  
unter die Lupe  
genommen



LBBW Research | Strategy

## Wachstum und Schwarz-Rot: Was der Koalitionsvertrag verspricht

In aller Kürze:

- Das Research-Team der LBBW hat den Koalitionsvertrag von Union und SPD auf seine vermutliche Wachstumswirkungen untersucht.
- Der ganz große Wurf im Sinne der Wirtschaft ist nicht erkennbar, aber gute Ansätze existieren.
- Keine Überraschungen: Der Koalitionsvertrag ist in seiner Wachstumswirkung vergleichbar, aber insgesamt etwas vielversprechender als die gewichteten Mittel der Wahlprogramme der beiden Koalitionäre.

Dr. Moritz Kraemer  
Chefvollwirts und Leiter Research  
+49 711 127-73462  
moritz.kraemer@lbbw.de

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

### Einleitung

Es ist vollbracht. Nach den Parteigremien der Unionsparteien CDU und CSU hat auch die SPD per Mitgliederentscheid den schwarz-roten Koalitionsvertrag gebilligt. Der Wahl von Friedrich Merz als Bundeskanzler am 6. Mai steht nun formal nichts mehr entgegen. Das Regierungsprogramm für die laufende Legislaturperiode steht.

Das haben wir zum Anlass genommen, die Wachstumswirkung des Koalitionsvertrages zu analysieren. Grundlage dafür ist die Studie [„Woran Deutschlands Wirtschaft krankt“](#), die Ende Oktober 2024 erschienen ist. In ihr hat das LBBW Research die für die fehlende wirtschaftliche Dynamik maßgeblichen Faktoren identifiziert und eingeordnet.

Auf der Basis dieser Studie haben wir vor der Bundestagswahl die Wahlprogramme der wichtigsten Parteien analytisch bewertet ([„Wachstum und Wahlprogramme: eine wirtschaftspolitische Analyse“](#)). Die hier vorliegende Studie nun beurteilt unter den gleichen Kriterien den Koalitionsvertrag von Union und SPD. Sie analysiert auch, ob das Regierungsprogramm in Hinblick auf das Wachstumsversprechen mehr ist als die Summe der Programmteile der Koalitionäre. Das Potenzial dazu wäre vorhanden, wenn die Parteien ihre jeweils besten Ideen eingebracht hätten. Es gibt durchaus Politikfelder, in denen das gelungen ist. Aber wir haben auch Bereiche gefunden, die zu wünschen übrig lassen.

ERSTELLT AM: #RELEASE\_DATE# ERSTMALIGE WEITERGABE AM: #FORRELEASE\_DATE#  
BITTE BEACHTEN SIE DEN DISCLAIMER UND WICHTIGE OFFENLEGUNGSSTATISTIKEN IM ANHANG.

LB BW

Koalitionsvertrag  
unter die Lupe  
genommen

# 03

## Makro: Vertrauen in den US-Dollar schwindet



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

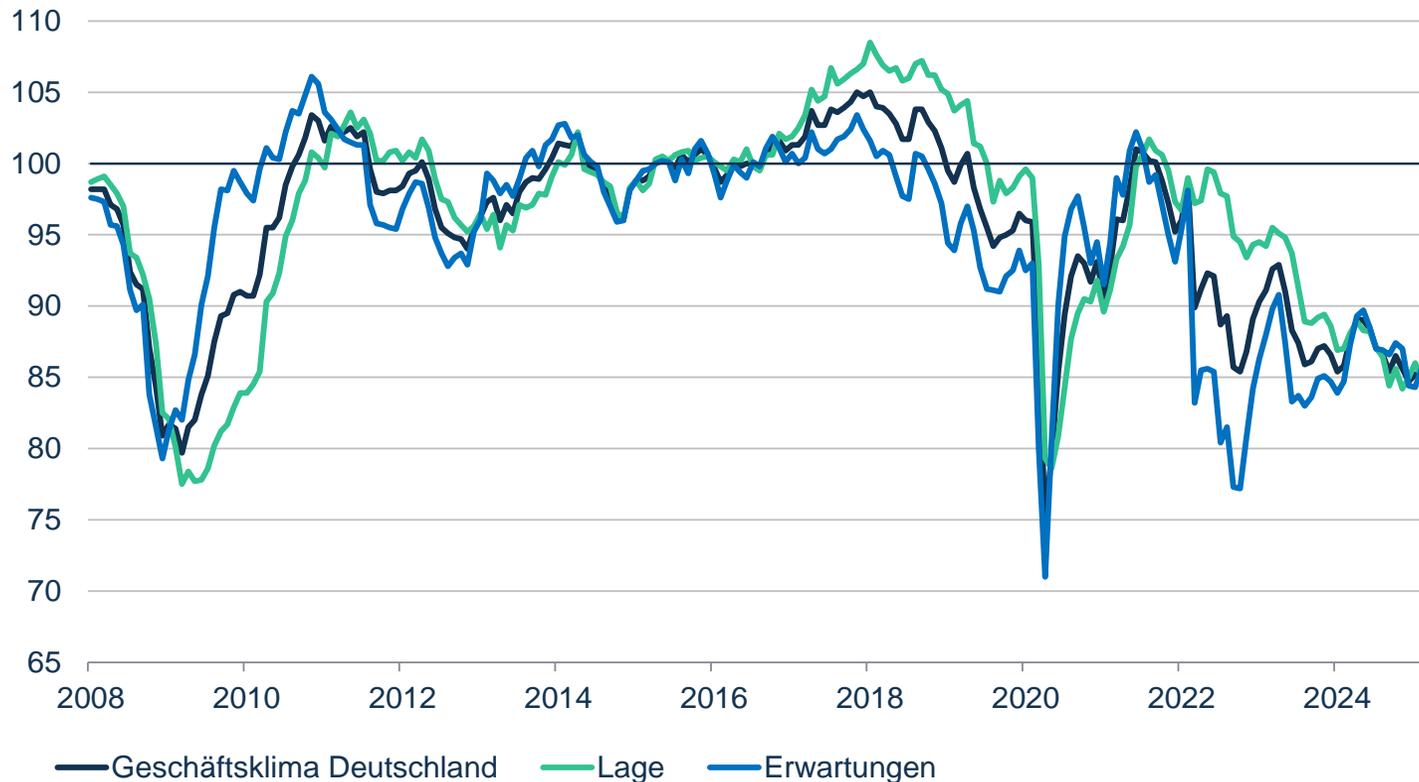
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
dirk.chlench@LBBW.de

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

# ifo-Geschäftsklima im April gestiegen

## ifo-Geschäftsklima, Lage und Erwartungen

Monatswerte

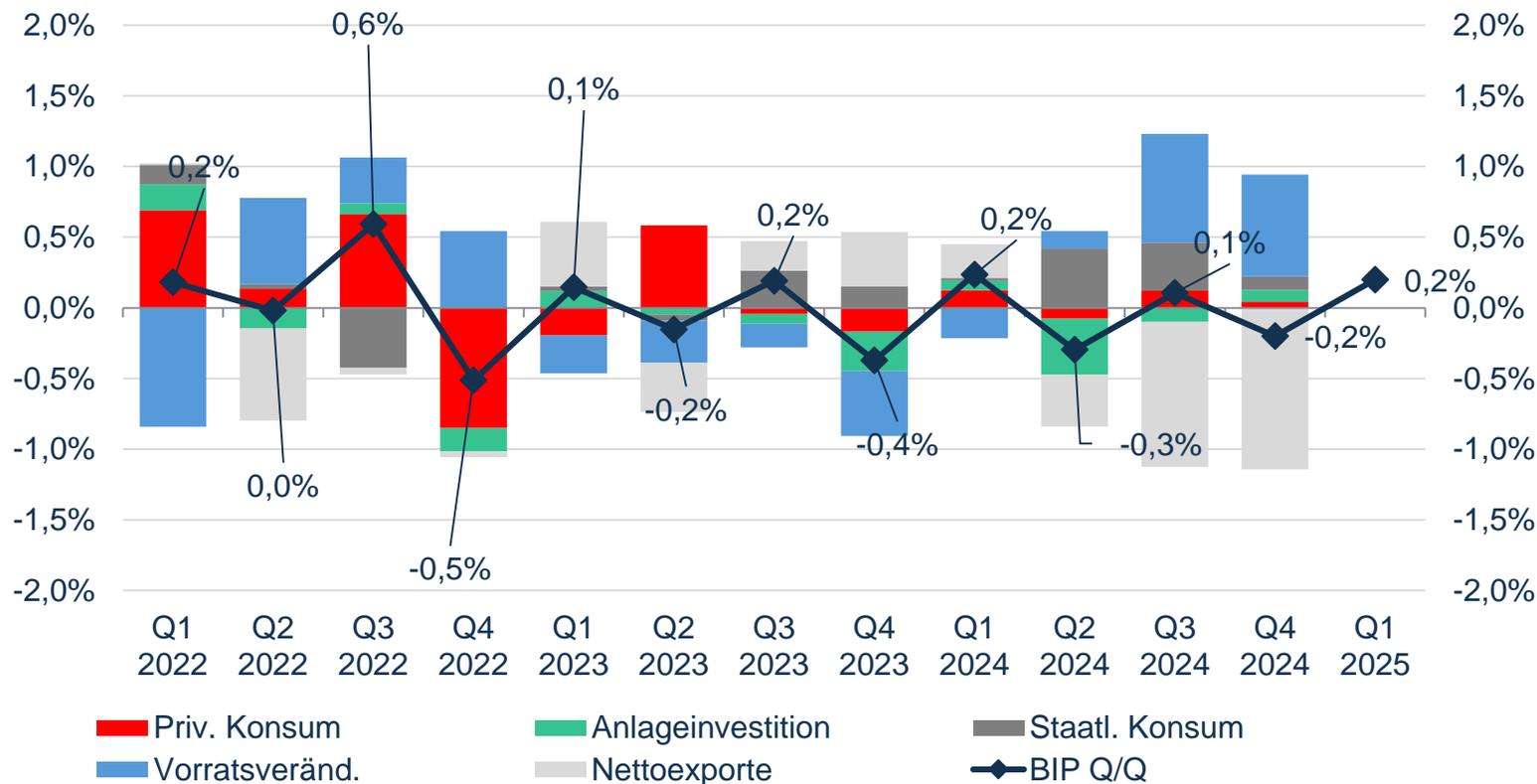


- Etwas überraschend ging es für das ifo-Geschäftsklima im April aufwärts. Der Indikator zog von 86,7 auf 86,9 an und schüttelte damit die vom US-Präsidenten Donald Trump Anfang April angekündigten Strafzölle sozusagen aus seinen Kleidern.
- Die Unternehmen wurden zwar etwas skeptischer für Zukunft, vermeldeten aber eine etwas Geschäftstätigkeit.

# Deutschland: BIP mit gutem Jahresauftakt

## BIP Q/Q und Beiträge der Sektoren in Prozentpunkten

Quartalswerte

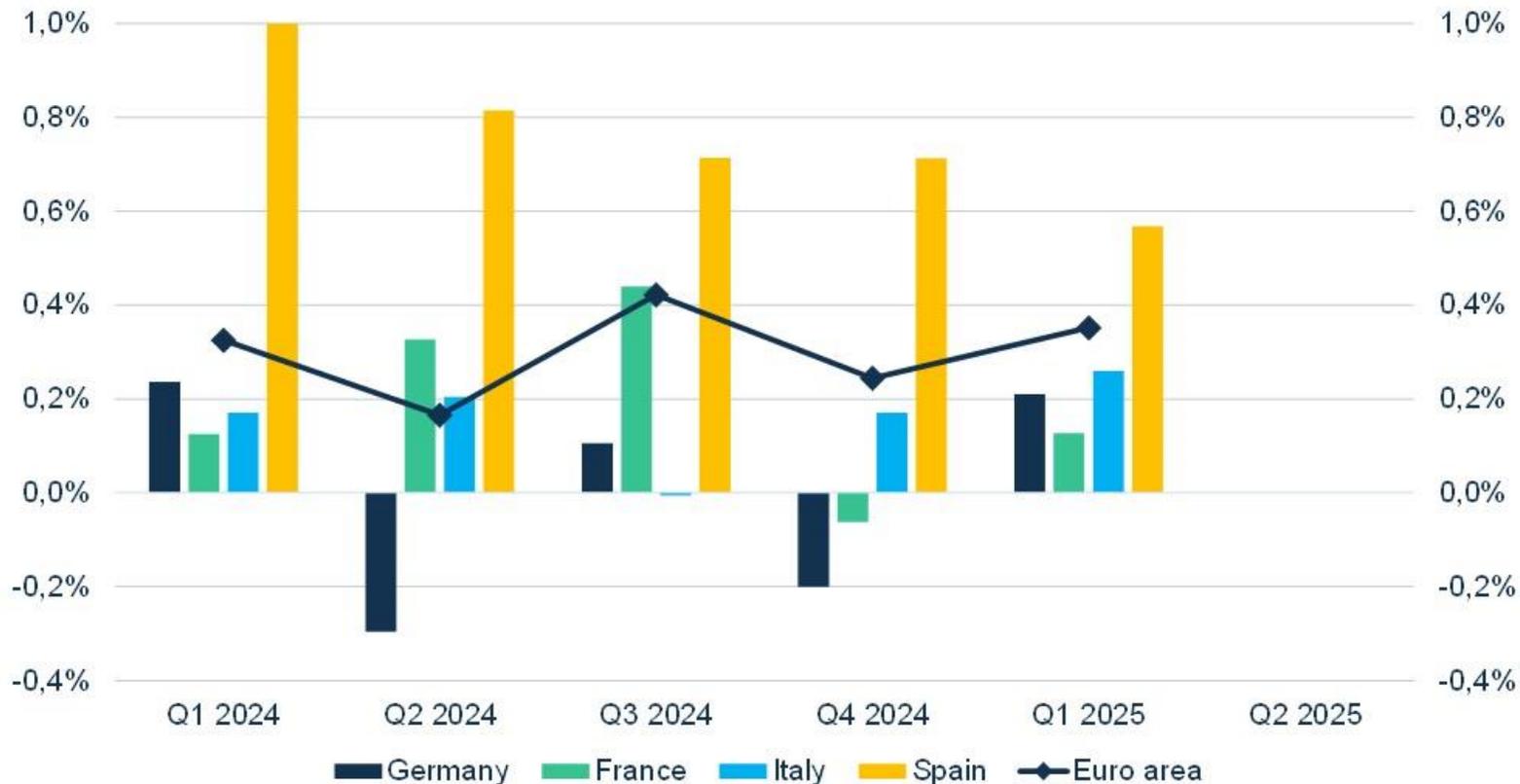


- Um 0,2% legte das deutsche BIP im ersten Quartal zu. Damit wahrte die Konjunktur ihren „Wellblech-Nimbus“.
- Vor allem der private Konsum und die zuletzt arg gerupften Investitionen trugen zum Wachstum bei.

# EWU: Frankreich jetzt Wachstumsschlusslicht

## EWU: BIP der EWU und der großen Staaten

Veränderung zum Vorquartal in %

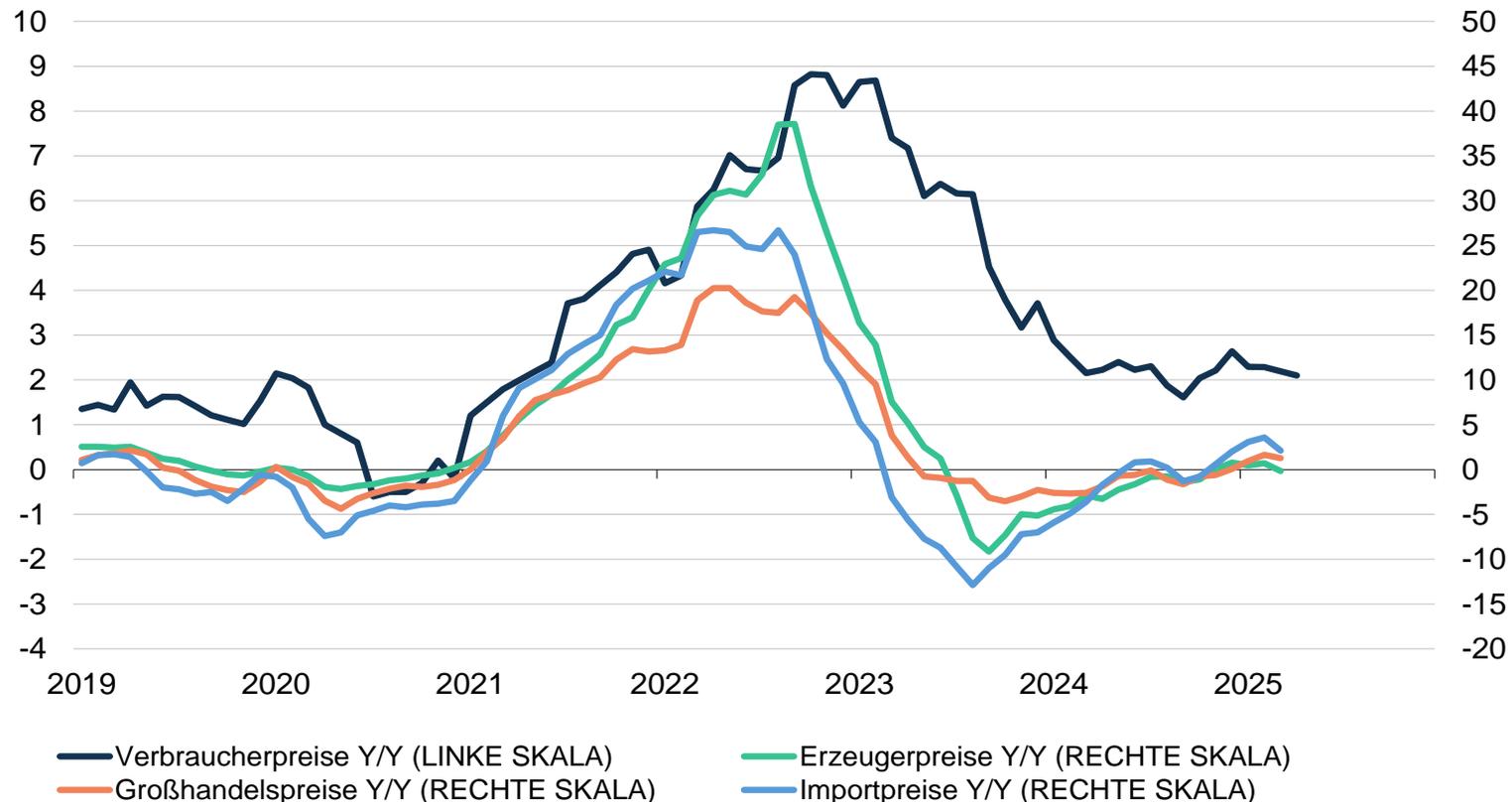


- Im Euroraum hat Deutschland die rote Laterne an Frankreich abgegeben. Insgesamt sind die Wachstumsraten der großen Staaten des Euroraums wieder dichter zusammengerückt. Spanien verliert an Dynamik, während Deutschland etwas aufholen kann.

# Deutschland: Inflation weiter auf dem Rückzug

## Preise auf verschiedenen Stufen

Y/Y

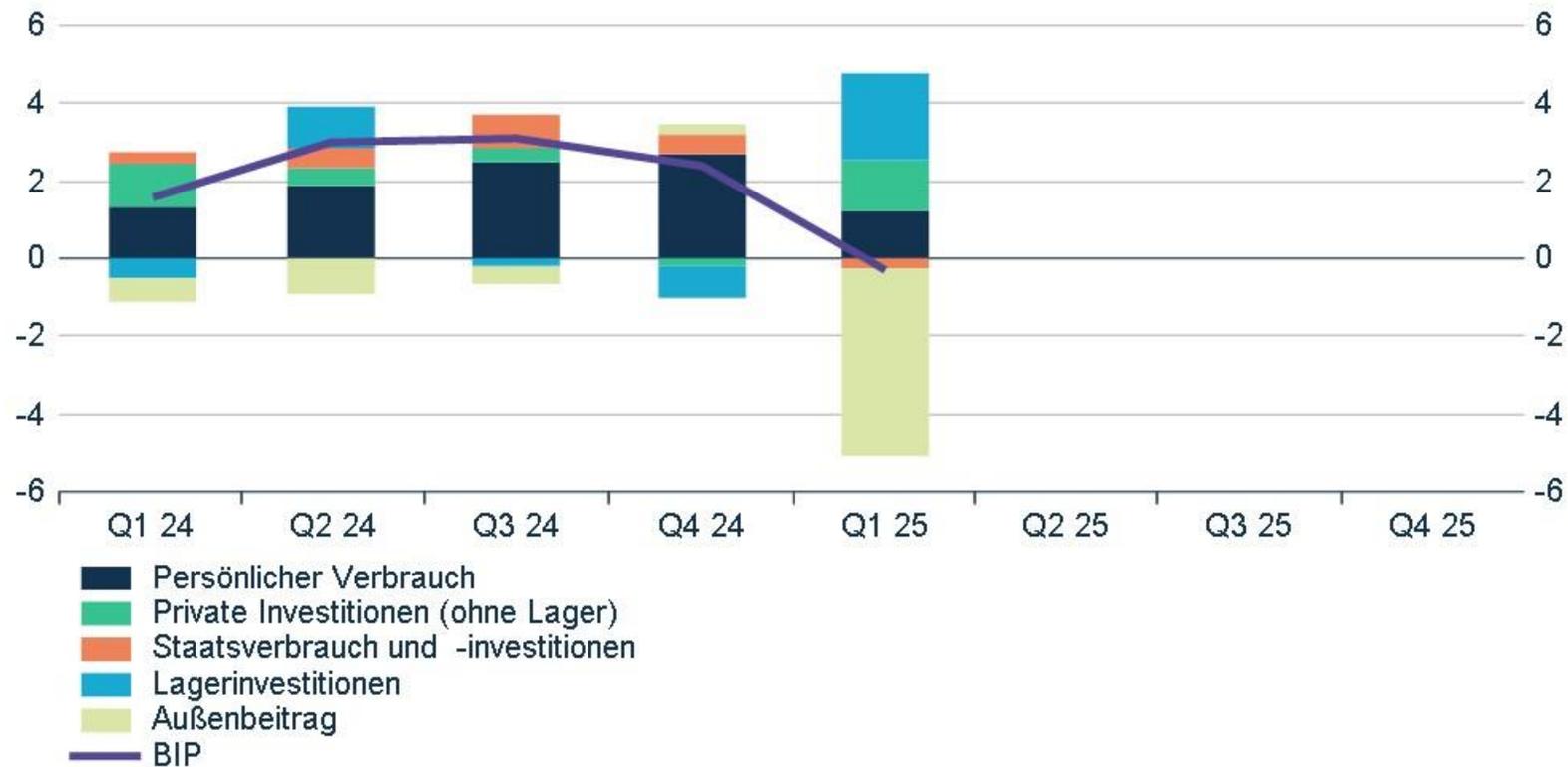


- Im April ist die Inflationsrate für die Verbraucherpreise von 2,2% auf 2,1% gefallen. Vor allem Energiepreise haben entlastet.
- Die Preise für Dienstleistungen zogen wegen des Ostereffekts an. Das dürfte sich im Mai wieder korrigieren.

# Fehlstart für Donald Trump – US-Wirtschaft schrumpft im 1. Quartal 2025

## US-Bruttoinlandsprodukt samt Verwendungskomponenten

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresraten, in %, bzw. Beiträge in %-Punkten

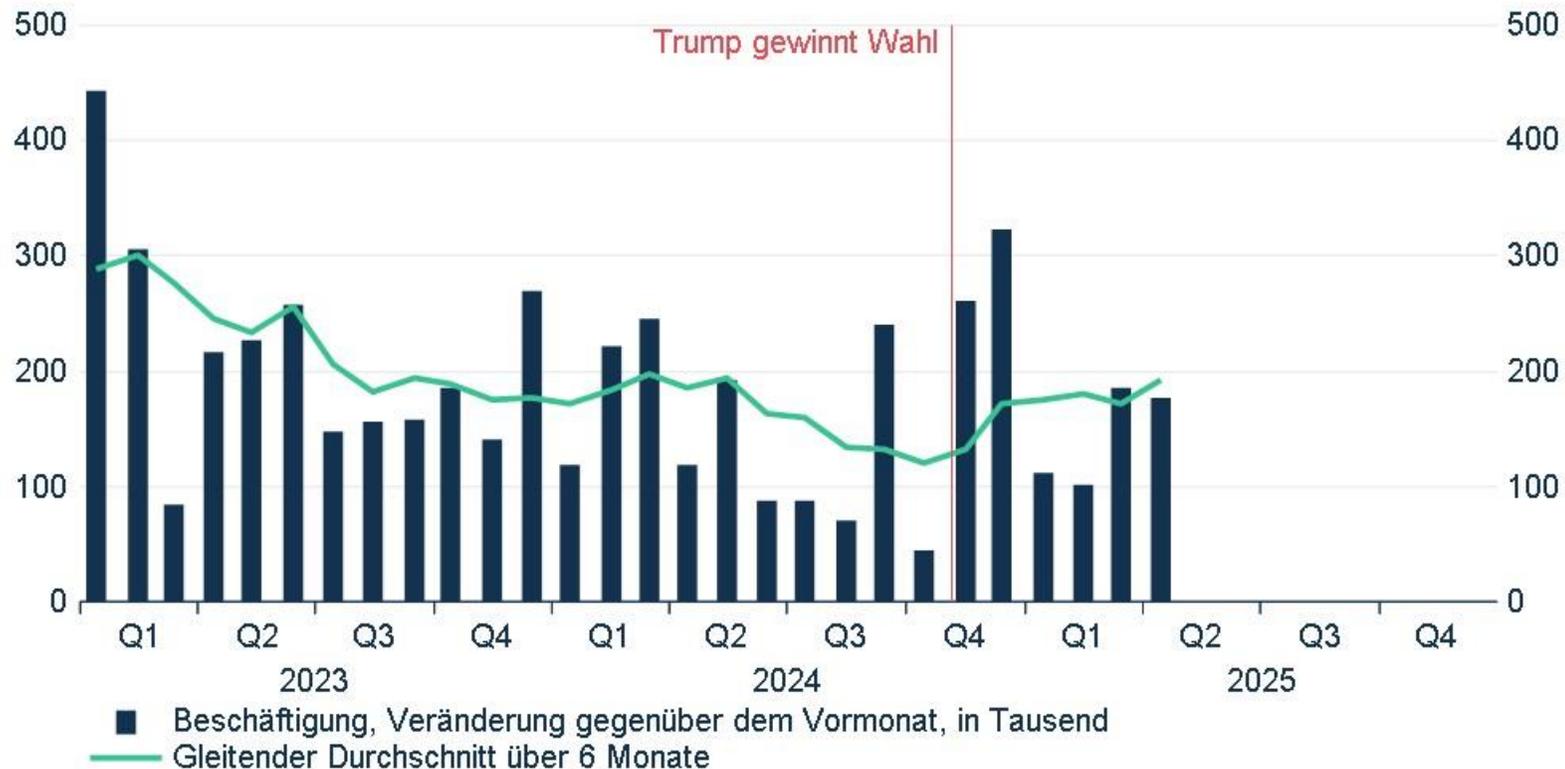


- Der Rückgang des US-BIP ist auf das Anschwellen der Einfuhren zurückzuführen. Die Wirtschaftsakteure zogen angesichts der angekündigten Zollerhöhungen ihre Bestellungen nach vorne. Die Belastungen aus den Einfuhren wurden durch den Anstieg der Lagerbestände nur teilweise kompensiert.
- Die private Inlandsnachfrage ohne Lager stieg mit einer Rate von 3,0 % an. Nach dieser Lesart hätte die konjunkturelle Dynamik nicht abgenommen. Dieser Schluss führt jedoch in die Irre, denn auch bei dem persönlichen Verbrauch dürfte es angesichts der Zollerhöhungen Vorzieheffekte gegeben haben. Nach unserer Einschätzung läßt sich soviel sagen: Es ist um die US-Wirtschaft schlecht bestellt, wie schlecht, werden die nächsten Daten zeigen.

# Aber US-Arbeitsmarkt zeigt sich erstaunlich robust

## US-Beschäftigung

Saisonbereinigte Monatswerte



- Die US-Wirtschaft schuf im April 177 Tsd. neue Stellen und damit mehr als allgemein erwartet. Dem steht jedoch gegenüber, dass die gemeldeten Beschäftigungszuwächse für Februar und März um insgesamt 58 Tsd. nach unten revidiert wurden. Gleichwohl bleibt erstaunlich, wie robust sich der US-Arbeitsmarkt angesichts der Zollkapriolen und Börsenturbulenzen noch zeigt.
- Nach der Erhebung des Personaldienstleistungsunternehmens ADP stieg indes die Zahl der Beschäftigten in der US-Privatwirtschaft im April um lediglich 62 Tsd. an.

# Zusammenhang zwischen Euro in US-Dollar und Transatlantik-Spread hat sich aufgelöst

## Euro in US-Dollar und Transatlantik-Spread

Tageswerte



- Der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar schoss nach dem Bekanntwerden der Pläne des Finanzpakets in die Höhe. Die Aufwertung ging jedoch nicht über das hinaus, was nach der Entwicklung der Renditedifferenz als angemessen erschien.
- Der Zusammenhang zwischen Währung und Renditedifferenz brach jedoch am 2. April 2025 zusammen. Donald Trump verkündete an diesen Tag „Strafzölle“ gegenüber nahezu allen US-Handelspartnern. Die Devisenmärkte hielten sich an das Lehrbuch. Der US-Dollar verlor auf breiter Front, obgleich die US-Renditen anzogen. Die Abwärtsentwicklung des US-Dollar wurde später durch das Untergraben der Unabhängigkeit der Fed beschleunigt.

# Kein Überschuss mehr in der Bilanz der Primäreinkommen

## US-Nettoauslandsposition und Saldo der Primäreinkommen

Jahreswerte

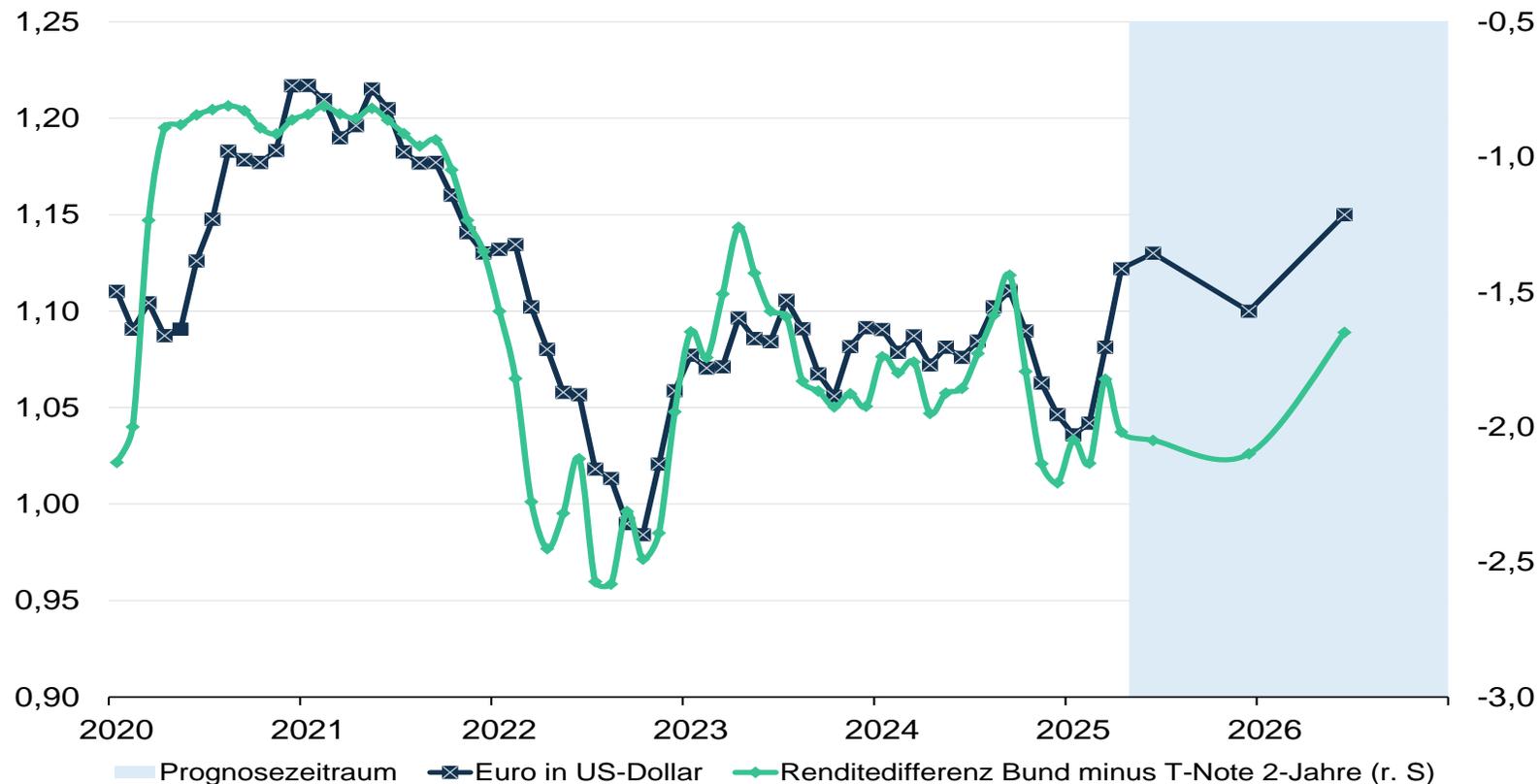


- Die Vereinigten Staaten sind der größte Netto-Schuldner der Welt. Gleichwohl hatten die Vereinigten Staaten in der Vergangenheit einen Überschuss in der Bilanz der Primäreinkommen erwirtschaftet.
- Das heißt, dass die Vereinigten Staaten auf ihre Auslandsanlagen höhere Erträge erzielen als auf ihre Auslandsverschuldung zu entrichten war.
- Aufgrund der Kombination aus Anstieg der US-Staatsverschuldung und restriktiver US-Geldpolitik nahm der Überschuss in den zurückliegenden Jahren ab und drehte 2024 schließlich ins Minus.
- Diese Entwicklung ist zwar nicht Ausdruck eines schleichenden Vertrauensverlustes in den US-Dollar, könnte diesen jedoch befördern.

# Wir erachten die Störfeuer aus dem Weißen Haus als Strukturbruch

## Euro in US-Dollar und Renditedifferenz

Jahreswerte



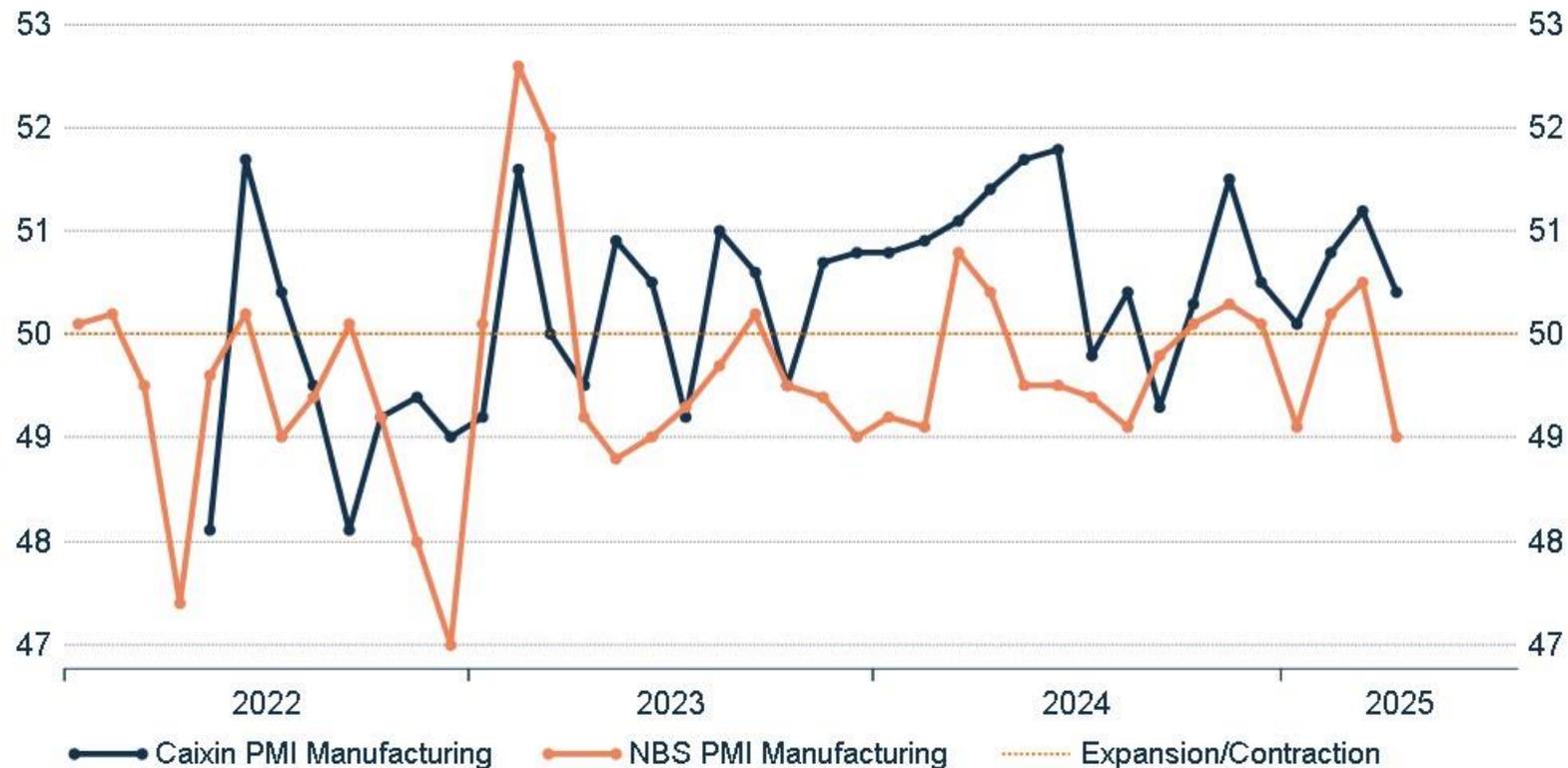
- Wir sehen die Störfeuer aus dem Weißen Haus wie einen Strukturbruch an. Diese Störfeuer haben das Vertrauen in den Greenback untergraben und damit – abseits der Entwicklung der Renditedifferenz – den Außenwert des US-Dollar sprunghaft verringert.
- Wir nehmen nun jedoch an, dass die Handelskonflikte nicht noch weiter eskalieren und die Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed abnehmen. Aus dieser Annahme schließen wir wiederum, dass die Entwicklung der Renditedifferenz wieder zum Treiber der Wechselkurse wird, wenn auch nicht mit der gleichen Schlagkraft wie noch vor dem erneuten Einzug von Trump ins Weiße Haus.
- Wir prognostizieren einen Eurokurs von 1,15 US-Dollar per Mitte 2026.

Quelle: LSEG, LBBW Research

# China: Zölle mit ersten Auswirkungen auf Industrie

## Einkaufsmanagerindizes der Industrie (Staatlich & Caixin)

50 = Expansionsschwelle



Quelle: LSEG, LBBW Research

- Der Rückgang der Industrie im April kommt wie erwartet. Die Zolleskalation der ersten Aprilhälfte schlägt sich unmittelbar auf den Sektor nieder.
- Der staatlich erhobene PMI für die Industrie fiel deutlich von zuvor 50,5 Punkten auf nun 49,0.
- Der stärker auf Exportunternehmen fokussierte Caixin PMI gab unterdessen auf 50,4 nach (zuvor 51,2), blieb aber weiter im expansiven Bereich.
- Die Exportaufträge fielen teilweise auf Niveaus, die zuletzt während der Covid-19-Pandemie verzeichnet wurden.
- Dennoch hielt sich die Produktion in Summe noch besser als erwartet. Dies könnte auf zuletzt beschlossene Hilfen für die Exportindustrie zurückzuführen sein.
- Sollte es keine rasche Entspannung im Zollkonflikt geben, wird sich die Situation in den kommenden Monaten weiter eintrüben.
- Es ist aber nicht unwahrscheinlich, dass die USA in naher Zukunft die Zölle gegenüber China senken werden. Laut Berichten hat Peking jüngst selbst die Gegenzölle teilweise ausgesetzt.

# Emerging Markets & Global Economy Quarterly

## ! Ausgabe Q2 2025 soeben erschienen!

- Der große Blick auf die **Wachstumsmärkte der Welt**, speziell auf die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, in Lateinamerika und darüber hinaus.
- **China:** Im Gegensatz zu Trump 1.0 dürfte der Yuan diesmal stabil bleiben.
- **Südkorea:** Die politische Krise scheint überwunden, Lage aber vorerst volatil.
- **Brasilien:** BIP-Wachstum schwächer als erwartet, Staatsverschuldung beunruhigt.
- **Osteuropa** bietet Chancen & Wachstumsperspektiven.
- **Türkei:** Lira neigt wieder zur Schwäche.
- **IWF:** US-Zollpolitik belastet Weltwirtschaft.
- **! Aktienmärkte: Börsenentwicklung in den Schwellenländern & Betrachtung Brasilien!**

Hier geht's zur neuesten Ausgabe: [Emerging Markets & Global Economy Quarterly Q2/25](#)

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



Ausgabe Q2/2025 | LBBW Research | Macro/Strategy

## Emerging Markets: Anpassung an neue Realitäten

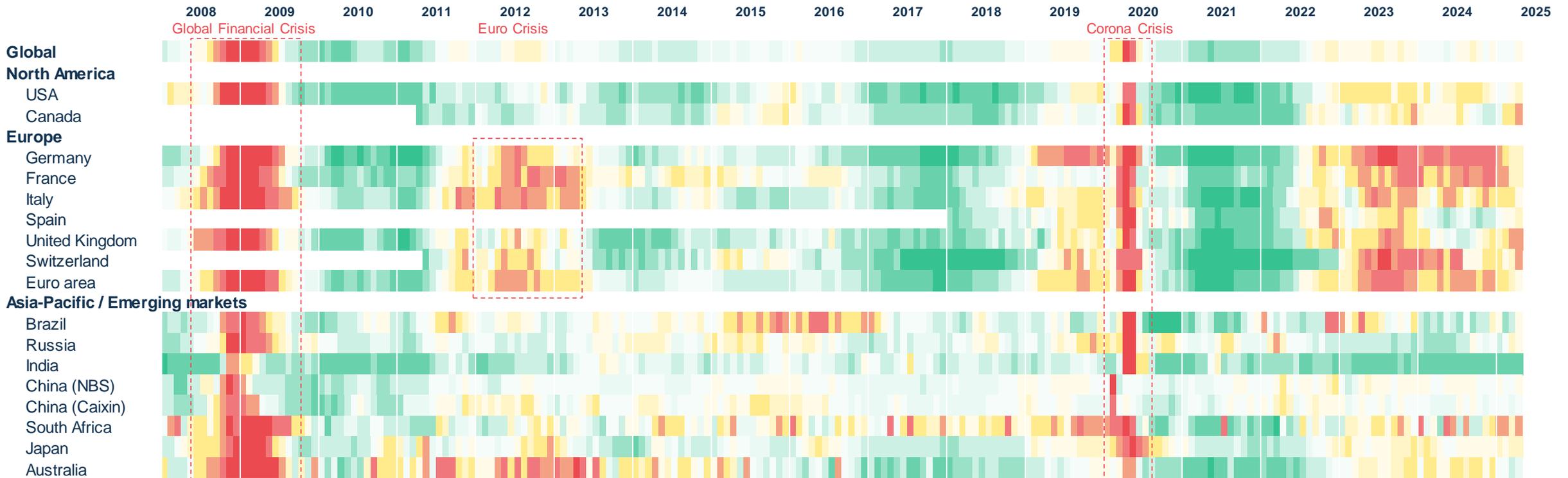
<b>01</b>	In aller Kürze	S. 2
<b>02</b>	Asien/Pazifik	S. 3
	- China: Trotz Zollkrieg dürfte Yuan stabil bleiben	
	- Südkorea: Die politische Krise scheint überwunden	
<b>03</b>	Lateinamerika	S. 13
	- Brasilien: BIP-Wachstum schwächer erwartet, Staatsverschuldung beunruhigt	
<b>04</b>	Global Economy	S. 19
	- Osteuropa bietet Wachstumsperspektiven	
	- Türkei: Lira neigt wieder zur Schwäche	
	- IWF: US-Zollpolitik belastet Weltwirtschaft	
<b>05</b>	Aktienmärkte	S. 31
<b>06</b>	Kalender	S. 36
<b>07</b>	Anhang	S. 37
<b>08</b>	Disclaimer	S. 39

<b>Matthias Krüger</b> Senior Research Director +49 711 572-7330 Matthias.Krueger@lbbw.de
<b>Sandro Panagl</b> Senior Research Director +49 711 572-7337 Sandro.Panagl@lbbw.de
<b>Dr. Thomas Meißner</b> Senior Research Director +49 711 572-7337 Thomas.Meissner@lbbw.de
<b>Dr. Katja Müller</b> Senior Research Director +49 711 572-4732 Katja.Mueller@lbbw.de
<b>Dr. Bernd Farnow</b> Senior Research Director +49 711 572-4822 Bernd.Farnow@lbbw.de

ERSTELLT AM 02.05.2025 10:55 | INFORMATIONEN WECHSELN SICH WIRTSCHAFTS- DATEN  
BITTE BEACHTEN SIE DEN DISCLAIMER UND WICHTIGE OFFENLEGUNGSSTREIFEN IM ANHANG

LBEBW

# Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

# 04

## Zinsen: Unsicherheit dominiert

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

# Fed: Sorge um Unabhängigkeit überlagert Geldpolitik

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

FOMC: 12 Mitglieder stimmen gleichberechtigt über Geldpolitik ab

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

Präsident der Federal Reserve Bank of New York

plus

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

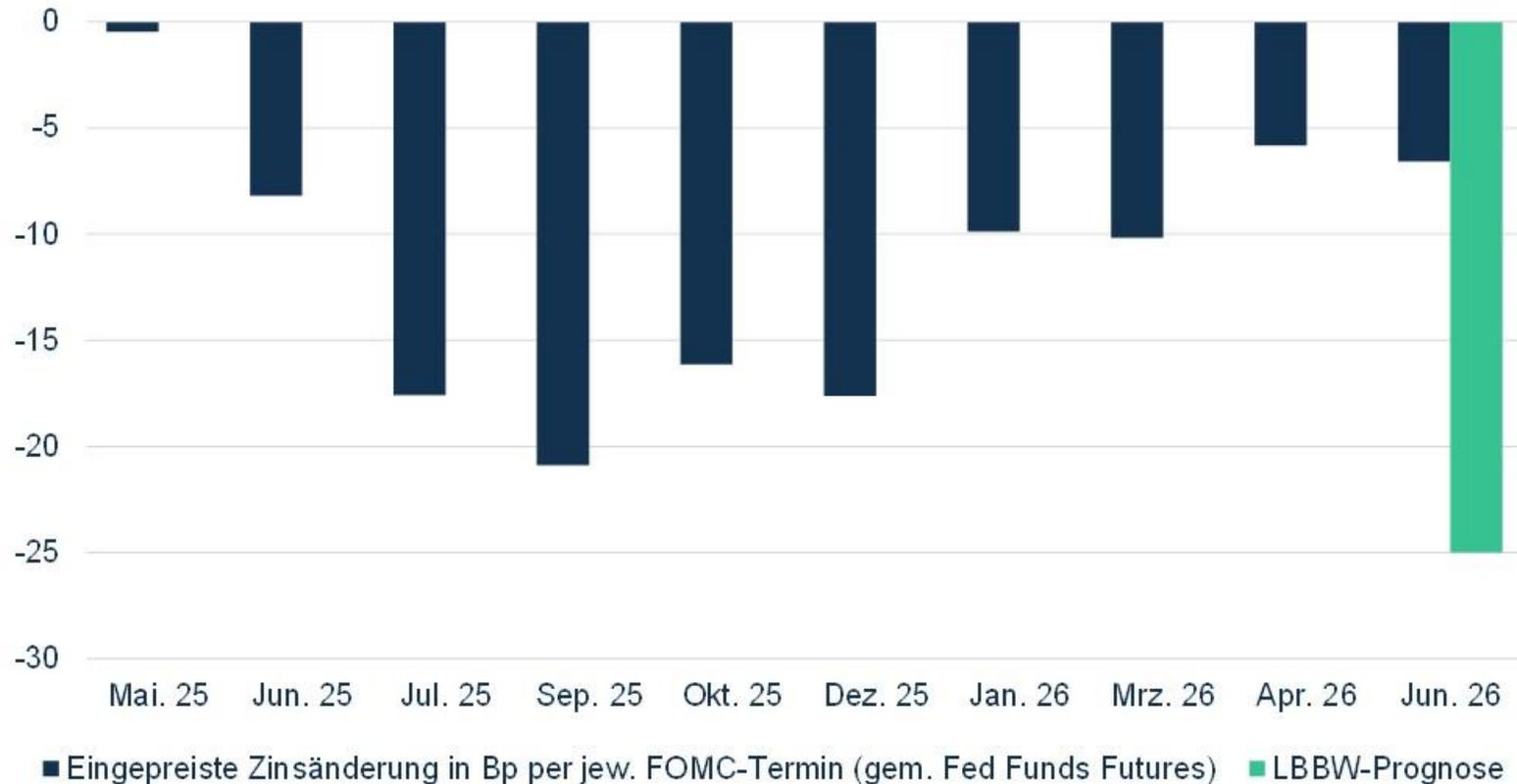
- US-Präsident Trump fordert Fed-Chef Powell zu Zinssenkungen auf und kokettiert wie schon 2018 mit dessen Entlassung.
- Trump relativiert seine Attacke zwar später, die Debatte über die Unabhängigkeit der Notenbank ist jedoch erneut entfacht.
- Ein bald erwartetes Urteil des US Supreme Courts zur Befugnis des Präsidenten, die Chefs unabhängiger Behörden zu feuern („Humphrey’s Executor“), könnte auch für die Fed Implikationen bereithalten.
- Grundsätzlich gilt: Der Fed-Chef bestimmt die Geldpolitik nicht alleine, sondern in einem Kollegium aus zwölf Personen mit jeweils einer gleichgewichteten Stimme.
- Innerhalb seiner Amtszeit kann Trump regulär nur zwei Posten im siebenköpfigen Fed-Direktorium neu besetzen.

	im Direktorium seit	Amtszeit endet	Anmerkung
Jerome Powell	Mai 2012	Jan 2028	Amtszeit als Vorsitzender bis: Mai 2026
Christopher Waller	Dez 2020	Jan 2030	
Michelle Bowman	Nov 2018	Jan 2034	
Lisa Cook	Mai 2022	Jan 2038	
Philipp Jefferson	Mai 2022	Jan 2036	
Michael Barr	Jul 2022	Jan 2032	
Adriana Kugler	Sep 2023	Jan 2026	

Quellen: Federal Reserve, LBBW Research

# Fed: Markt setzt auf Serie von Zinssenkungen ab Sommer 2025

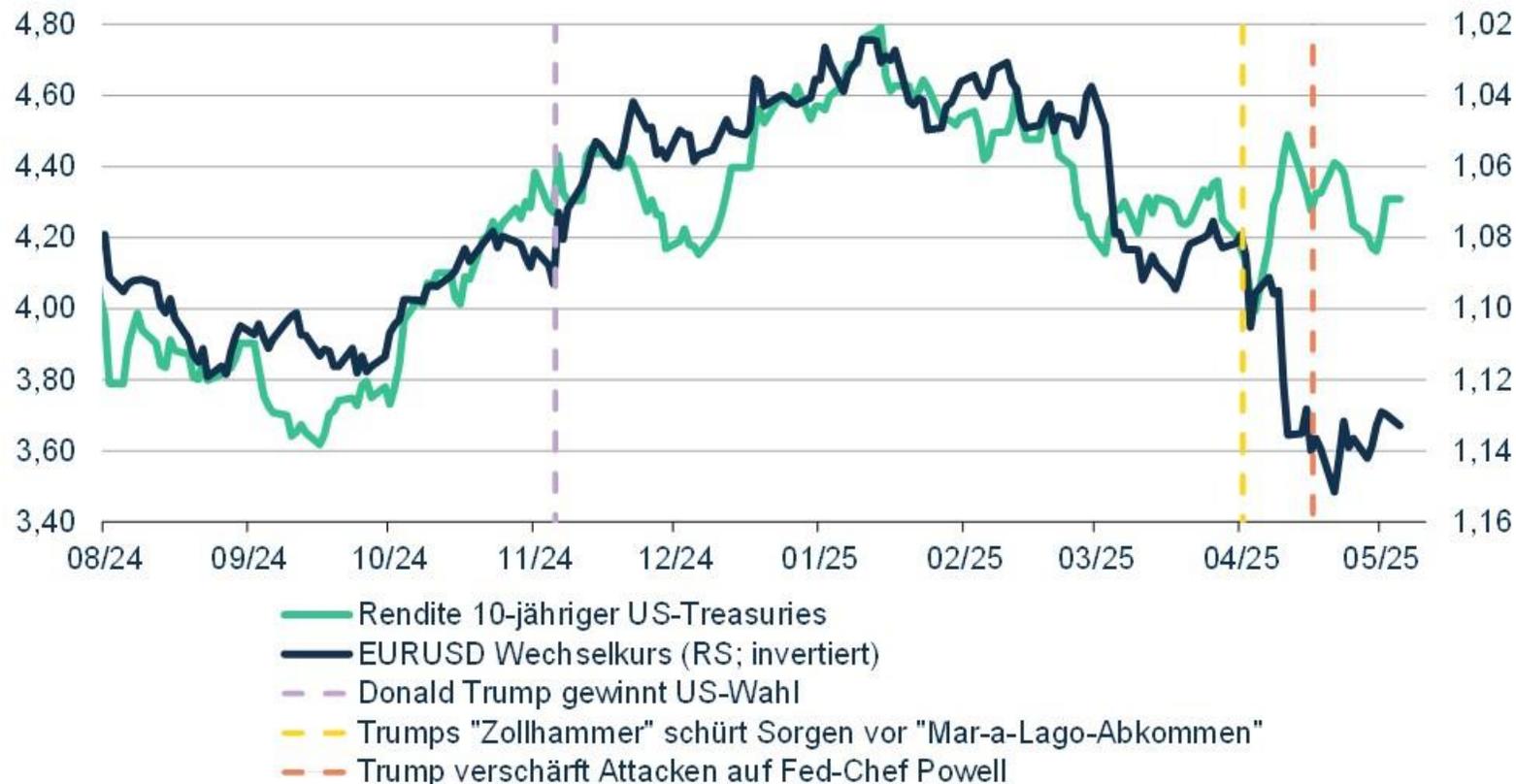
## Marktimplizite Zinsänderung je Fed-Termin und LBBW-Prognose (in Bp)



- Powell: Schwächere Konjunktur und Anstieg der Inflation sorgen für Zielkonflikt.
- Fed-Chef neigt zur Übergewichtung der Inflation: Preisstabilität sei Voraussetzung, um Vollbeschäftigung nachhaltig zu sichern!
- => Abwartende Haltung, bis sich „Nebel der Unsicherheit“ gelichtet hat!
- Markt spekuliert weiterhin darauf, dass Konjunktursorgen die Oberhand gewinnen: Mindestens drei Zinssenkungsschritte bis Jahresende, beginnend im Juli, eingepreist.
- Wir halten an unserer Prognose fest, dass die aktuelle Zinspause mindestens bis Ende 2025 fortbesteht.
- Einfallstor für frühzeitige Lockerung der Geldpolitik: Abrupte Trendwende am Arbeitsmarkt. Im April gab es hierfür aber noch keine Anhaltspunkte!

# Trump fordert den US-Rentenmarkt heraus – muss er klein begeben?

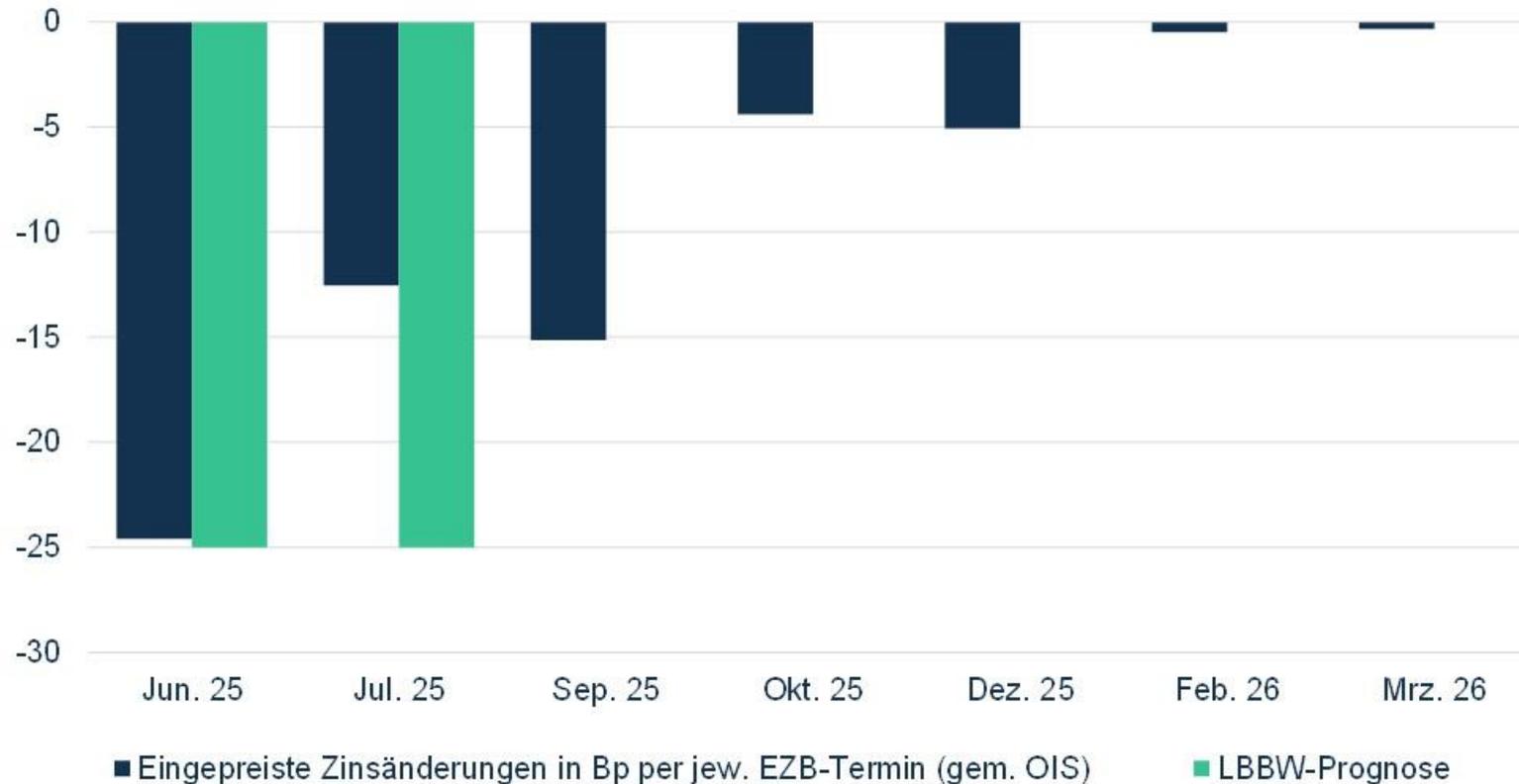
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und EURUSD-Wechselkurs



- Das „Gespenst von Mar-a-Lago“ und die verschärften Attacken Trumps auf Fed-Chef Powell provozieren die „Bond Vigilantes“ zu einer Abwehrreaktion.
- Die dahinterliegende Logik: Bevor im Worst Case Kapitalverkehrskontrollen verhängt werden (um „Mar-a-Lago“-Abkommen durchzusetzen), kommt es zu einer Kapitalflucht aus dem US-Dollar!
- => Der US-Rentenmarkt ist der mächtigste Gegner von Donald Trump und sein potenzieller „Zuchtmeister“!
- Es droht ein globales Finanzchaos (mit starkem Rückenwind für Bunds und Gold), falls Trump seine Attacken auf den Kern der globalen Finanzarchitektur (Safe Haven USA, Unabhängigkeit der Fed) nicht zügelt!

# EZB: Markt setzt auf zwei bis drei weitere Zinssenkungen bis Ende 2025

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



- Siebte Zinssenkung am 17. April kam ohne Gegenstimmen. Falken teilen offenbar Dominanz der Konjunkturrisiken nach Trumps „Zollhammer“.
- Geldpolitik zwar nun nicht mehr als „restriktiv“ eingestuft.
- EZB-Chefin Lagarde verweist indes darauf, eine solche Einstufung sei im aktuellen Umfeld „ohne Bedeutung“.
- => Die Notenbanker tasten sich „im Nebel der Unsicherheit“ Schritt für Schritt voran, um zu bestimmen, was die Wirtschaft benötigt!
- **Wir bestätigen unsere Prognose zweier weiterer 25-Bp-Schritte im Juni und Juli. Danach bleibt die Geldpolitik auf absehbare Zeit unverändert.**

# EUR-Rentenmarkt: Überbordende Zinssenkungsspekulation birgt Rückschlaggefahr

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und am Markt erwartete kumulierte EZB-Zinsänderung für 2025 (in Bp)



- Der EUR-Zinsmarkt geht von zwei bis drei weiteren Zinssenkungen der EZB bis Ende 2025 aus (mithin kumuliert fünf bis sechs Schritte à 25 Bp im laufenden Jahr).
- Die „dovische“ EZB-Rhetorik und die hohe ökonomische Unsicherheit rechtfertigen zwar aktuell eine Haltung des „im Zweifel für mehr Lockerung“.
- Wir sehen zugleich jedoch die Gefahr, dass überbordende Zinssenkungsspekulation mittelfristig Kursrückschläge nach sich zieht.
- EWU-Inflationsdaten für April lieferten leichten Dämpfer für die „Desinflationseuphorie“.
- Im Verlauf des zweiten Halbjahrs 2025 könnte u.E. die Aussicht auf die konjunkturstützende Wirkung höherer Staatsausgaben wieder stärker in den Fokus des Rentenmarktes rücken.

# EUR-Zinskurve: Desinversion in fast allen Bereichen – „ultra-lange Steilheit“ hat noch Nachholbedarf

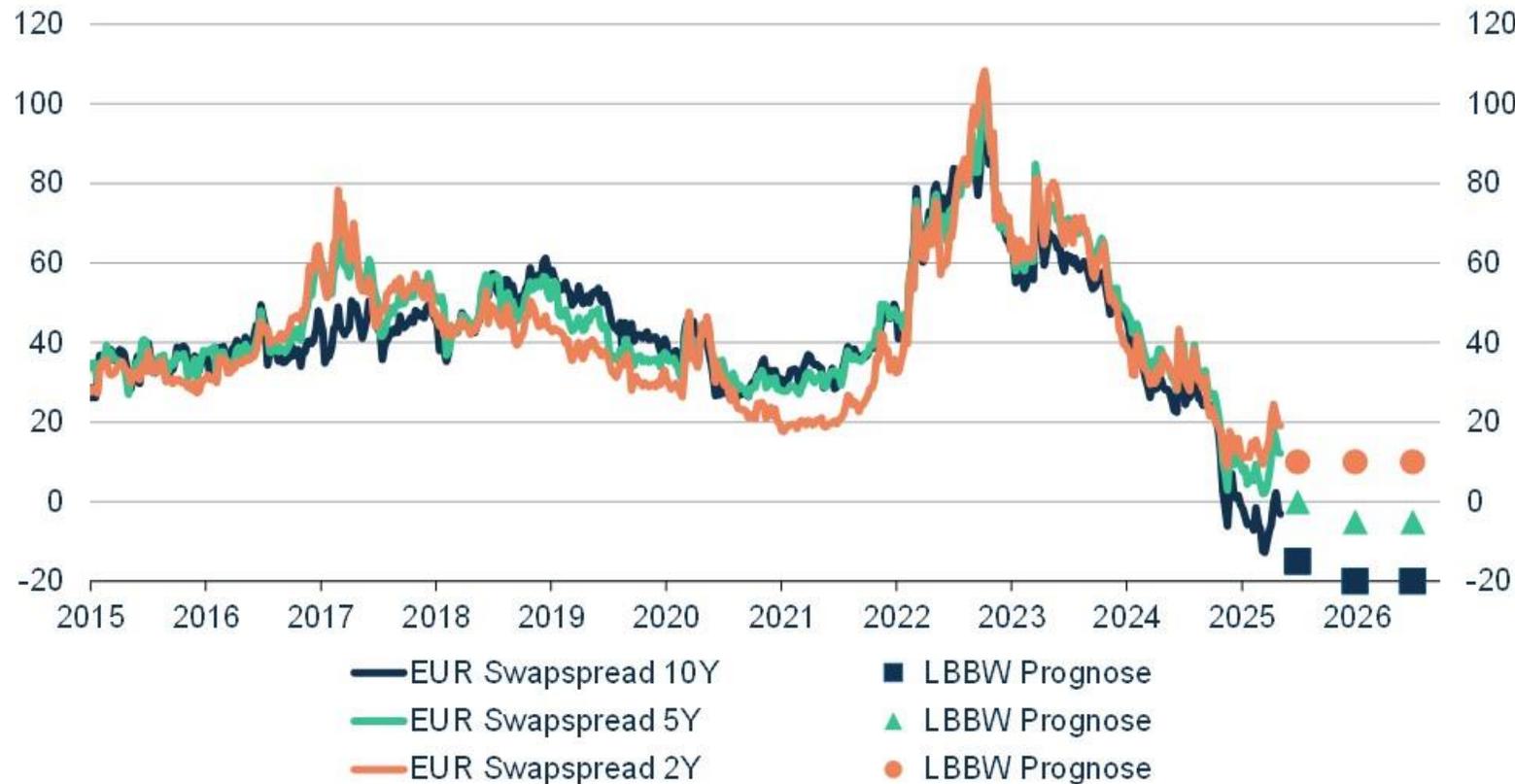
## Steilheit 10-2Y EUR-Swap und Steilheit 30Y-10Y EUR-Swap



- Versteilungstrend erfasst alle Bereiche der EUR-Zinskurve: Wir erwarten, dass steigende Laufzeitprämien diesen Trend mittelfristig weiter nähren.
- Auf der EUR-Swapkurve hat das ultra-lange Segment noch Nachholbedarf, gemessen an der durchschnittlichen historischen Kurvensteilheit.
- Strukturelles Argument für mittelfristige Versteilung: Niederländische Pensionskassen haben aufgrund geänderter Regulierungsvorschriften weniger Bedarf, langfristige Zinsrisiken auf der Passivseite ihrer Bilanz abzusichern. Dies reduziert c.p. den strukturellen Abwärtsdruck auf die ultra-langfristigen EUR-Swapsätze.

# Negativer Swapspread: Gekommen, um zu bleiben

## EUR-Swapsreads für ausgewählte Laufzeiten mit LBBW-Prognosen

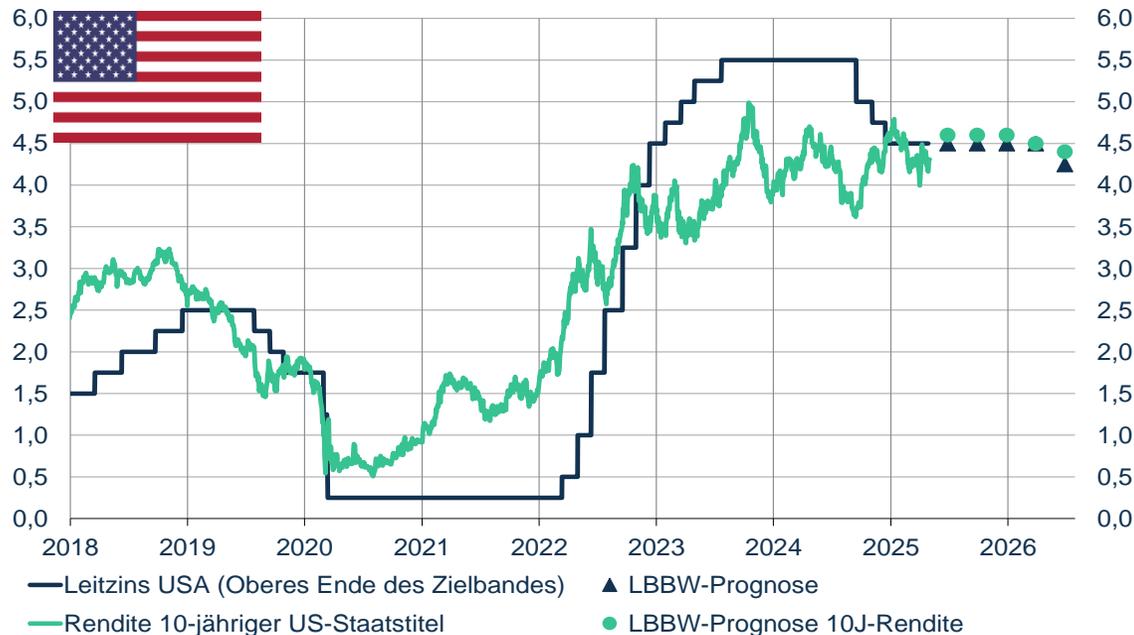


- **Aktuell enormes Spannungsfeld:**
- Massive Risiken mit Blick auf die Trump-Politik sprechen für erhöhte Nachfrage nach Sicherheit. Bundesanleihen profitieren umso mehr, je stärker der Safe-Haven-Status von US-Staatstiteln angezweifelt wird. Dies birgt Potenzial für eine Wiederausweitung der EUR-Swapsreads.
- QT der EZB und Aussicht auf stark steigende Bund-Emissionen sprechen dagegen für anhaltenden Abwärtsdruck auf die EUR-Swapsreads.
- => Hohe kurzfristige Unsicherheit liefert instabile Prognosegrundlage. Mittelfristig gehen wir derzeit von einer Etablierung negativer Swapsread-Niveaus für Laufzeiten „5Y Plus“ aus.

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

## USD-Zinsen und Prognose

in %

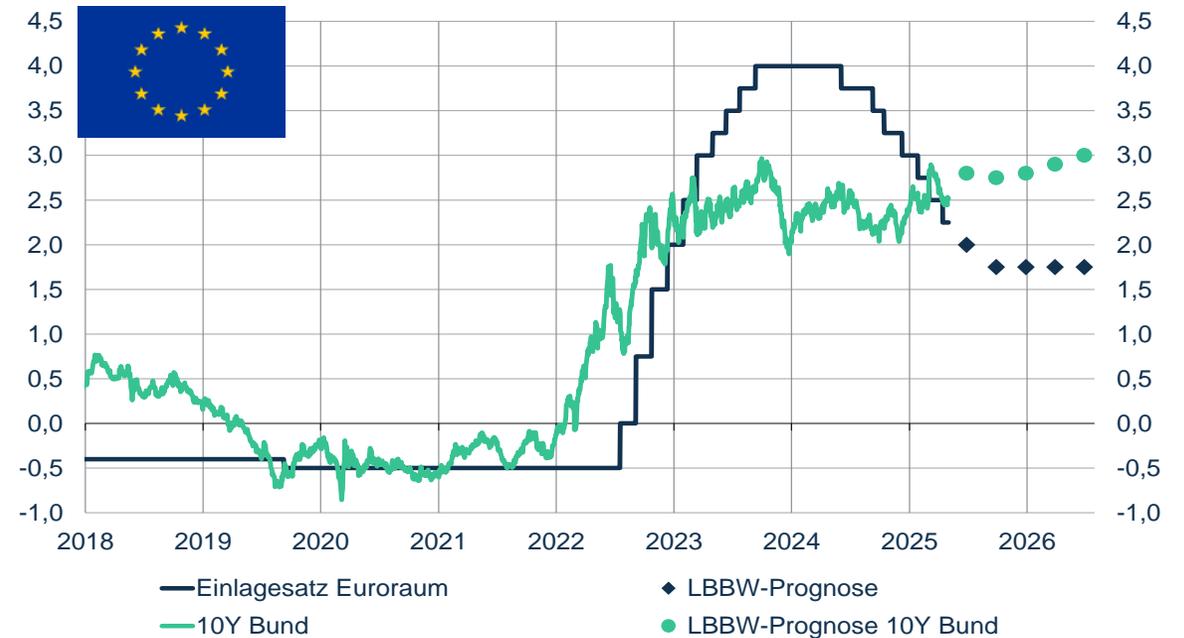


- **Zögerliche Fed: Keine Leitzinssenkung im Jahr 2025.** Lockerungskurs wird nicht vor Frühjahr 2026 fortgesetzt.
- Am US-Treasurymarkt wachsen die Sorgen um den Status als sicherer Anlagehafen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

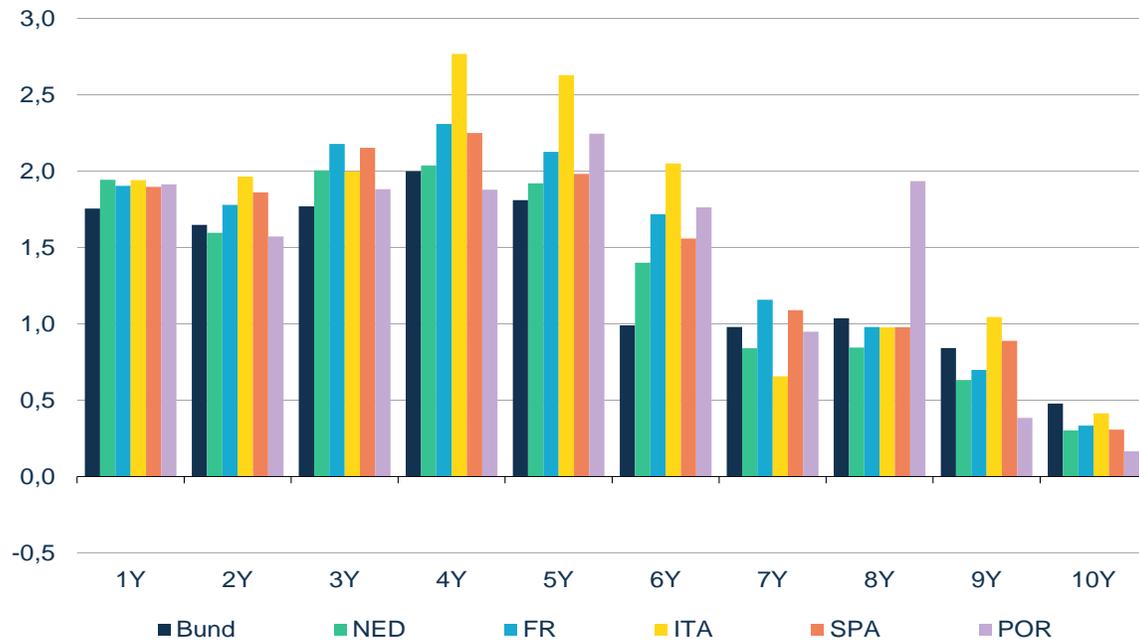


- **EZB setzt Lockerungskurs bis Sommer 2025 fort:** Zwei weitere Zinssenkungen, Einlagesatz erreicht Boden unter 2 %.
- Langfristzinsen: Spannungsfeld aus EZB-Zinssenkungen und steigenden Laufzeitprämien. Versteilerung setzt sich fort.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries: Dollar-Anleihen auf „neutral“ gesetzt

## EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

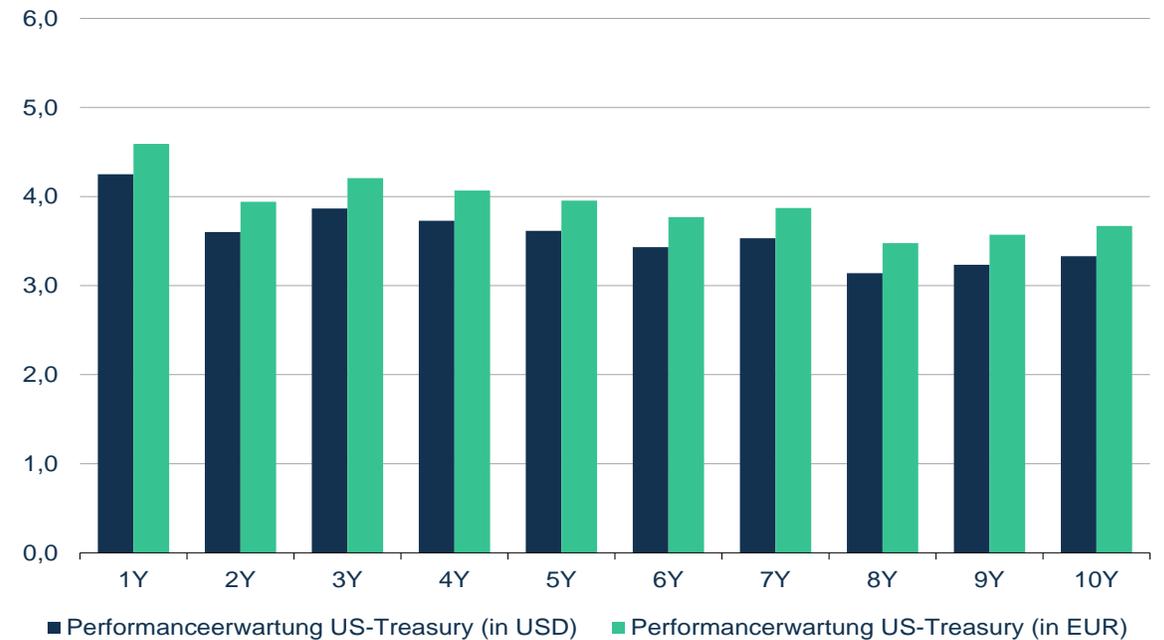


- Trump-Sorgen überdecken „Schulden-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, **Langläufer mit erhöhten Risiken behaftet.**
- Peripheriespreads relativ stabil, Wahrscheinlichkeit einer verstärkten Renditedifferenzierung aber mittelfristig weiterhin hoch.

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-Jun-25	Forecast 31-Dec-25	30-Jun-26	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	2.40	2.15	1.90	1.90	
ECB Deposit Rate	2.25	2.00	1.75	1.75	
Overnight Rate (€STR)	2.17	1.90	1.70	1.70	
3M Euribor	2.14	1.95	1.75	1.75	
Swap 2Y	1.96	2.05	1.90	2.05	
Swap 5Y	2.20	2.35	2.20	2.40	
Swap 10Y	2.50	2.65	2.60	2.80	
Bund 2Y	1.76	1.90	1.80	1.95	
Bund 5Y	2.03	2.30	2.25	2.45	
Bund 10Y	2.52	2.80	2.80	3.00	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.50	4.50	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	4.36	4.35	4.35	4.10	
3M Money Market	4.85	4.25	4.25	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.58	3.70	3.60	3.30	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.54	3.75	3.70	3.50	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.77	4.00	3.95	3.75	
Treasury 2Y	3.85	3.95	3.90	3.60	
Treasury 5Y	3.91	4.20	4.20	4.00	
Treasury 10Y	4.31	4.60	4.60	4.40	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.75	0.75	0.85
Japan	10Y Government Bond	1.24	1.55	1.55	1.60
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.46	4.20	3.70	3.20
UK	10Y Government Bond	4.50	4.60	4.50	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.20	0.20	0.20	0.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.28	0.65	0.65	0.75

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

# 05

## Credits: Unternehmen begeben wieder Bonds

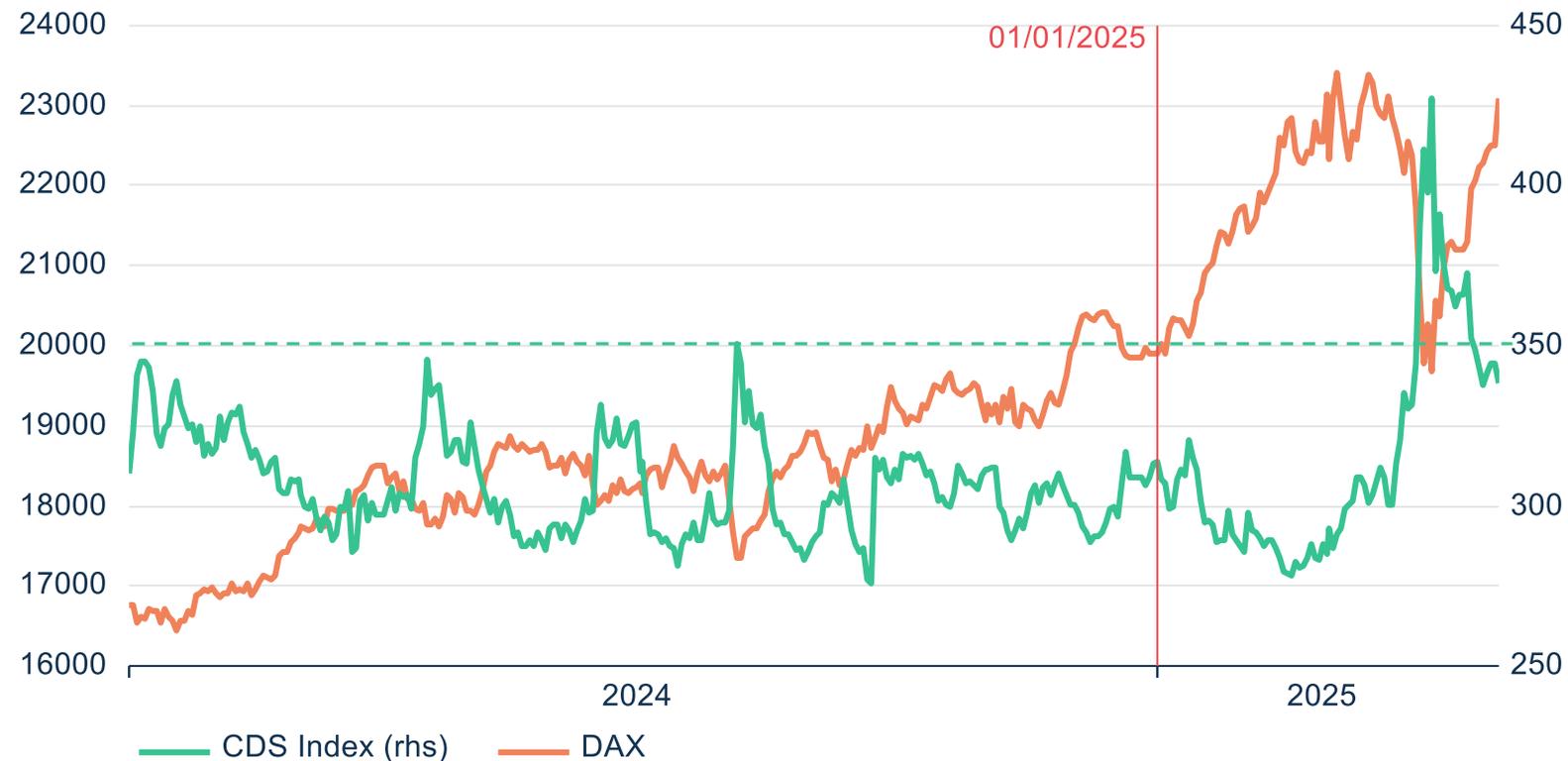


Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

# CDS-Prämien weiter auf erhöhtem Niveau

## CDS-Index versus DAX

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

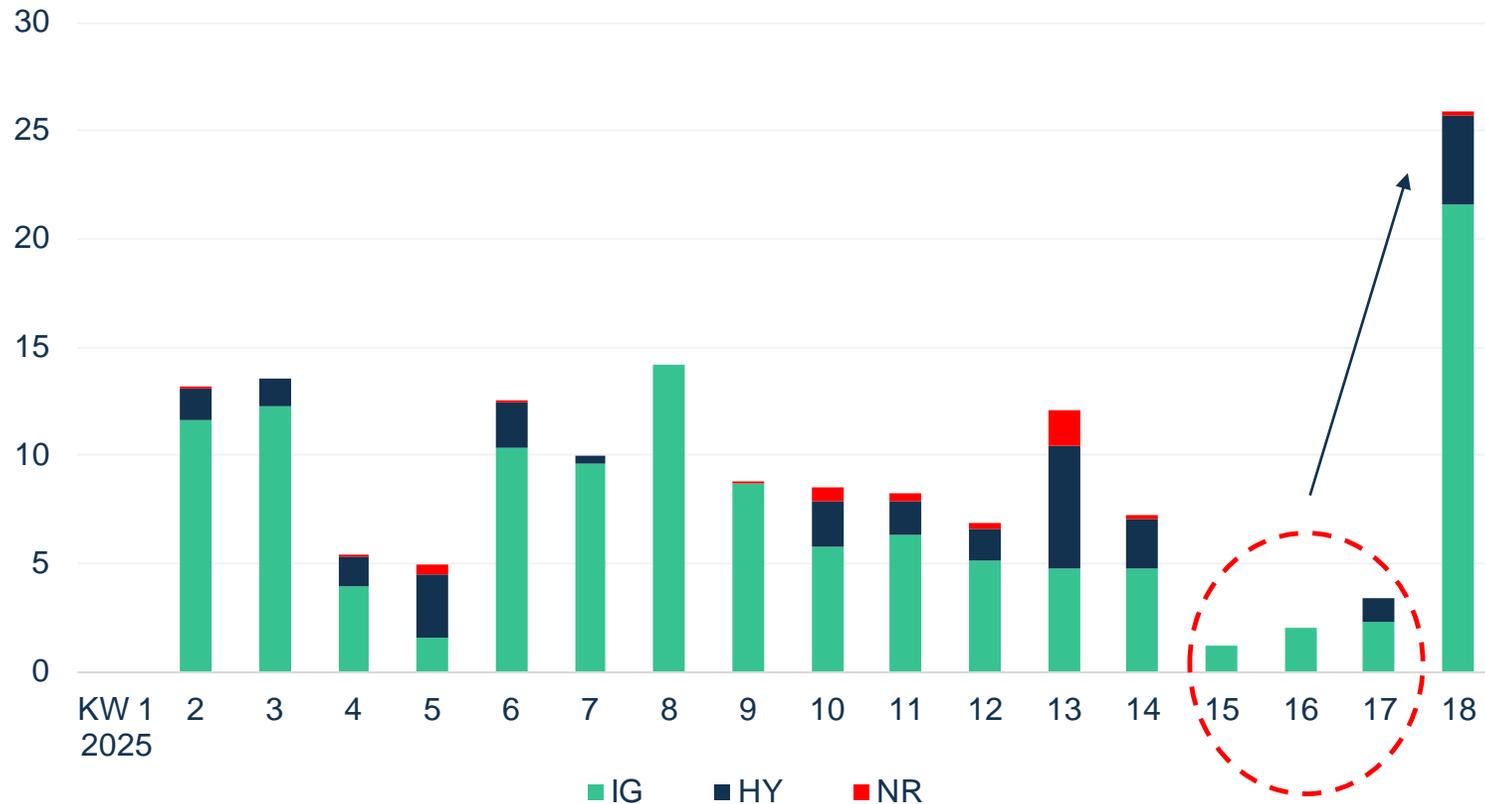


- Die drastische Anhebung der US-Zölle für China und auch für europäische Unternehmen verursachte Anfang April einen Einbruch an den Aktienmärkten.
- Im Zuge der hohen Unsicherheit sprangen die Risikoprämien für Ausfallversicherungen (CDS) für europäische Corporates deutlich über ihre Höchststände des Vorjahres.
- Auch nach der anschließenden Erholung der Märkte befinden sich die CDS-Prämien auf einem erhöhten Niveau.
- Im Vergleich zum DAX, der sich wieder seinem Rekordniveau genähert hat, preisen die Credit-Märkte somit weiterhin erhöhte Risiken ein.

# Starker Nachholeffekt bei Neuemissionen

## Emissionsvolumen je Kalenderwoche 2025 nach Rating-Typ

Neue EUR-Unternehmensanleihen in Mrd. Euro (Investmentgrade, High Yield, „Not Rated“)

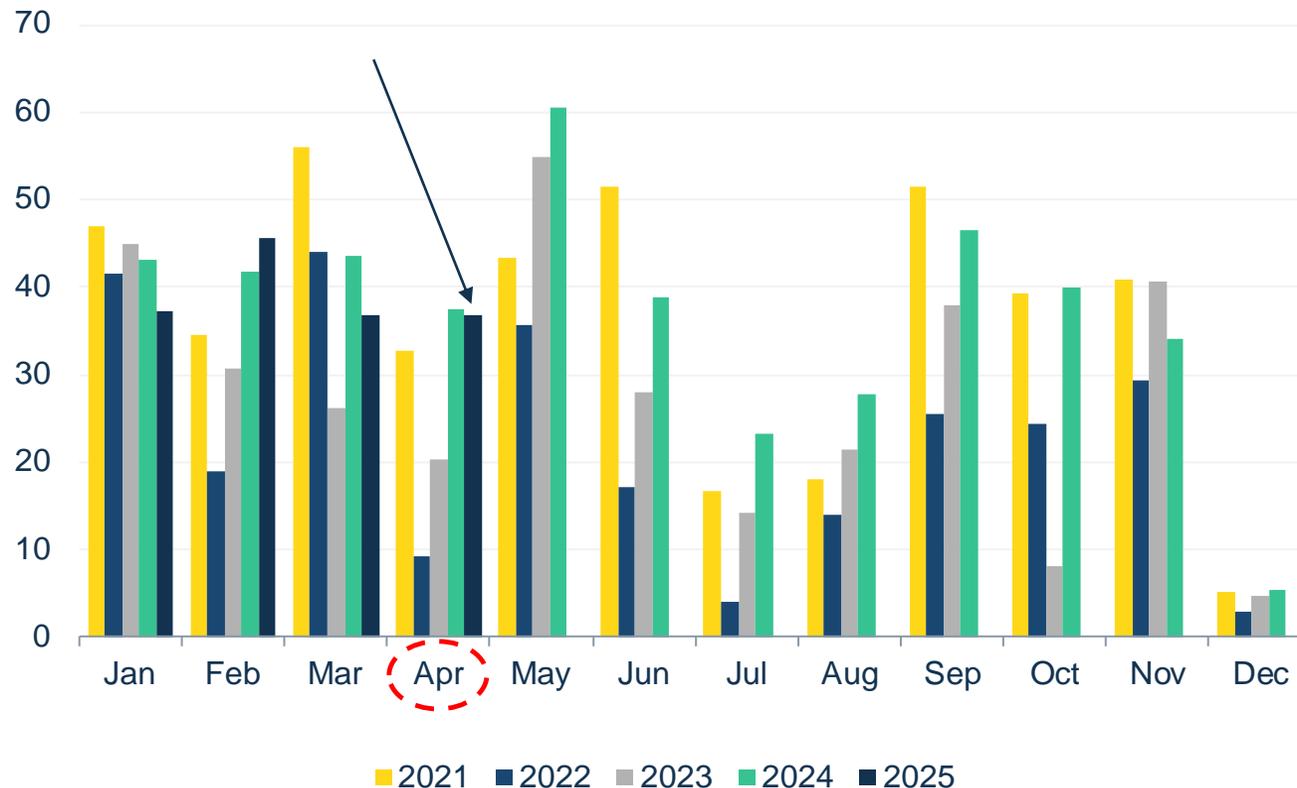


- Der Schock über die US-Zollpolitik bremste den Primärmarkt für Corporate Bonds vorübergehend aus: Vom 3. bis 27. April (in KW 15-17) gab es kaum Neuemissionen.
- Ende April setzten die Unternehmen zum Monatsendspurt an und platzierten in nur drei Tagen rund 25 Mrd. Euro!
- Das Wochenvolumen für KW 18 erreichte dadurch 26,1 Mrd. Euro, den höchsten Wert der vergangenen Jahre. Nur 2020 hatten die Unternehmen im Zuge der Corona-Krise ein noch höheres Wochenvolumen begeben.

# Bei Monatsübersicht keine Delle erkennbar

## Monatliche EUR-Neuemissionen Corporate Bonds seit 2021

Volumen in Mrd. Euro

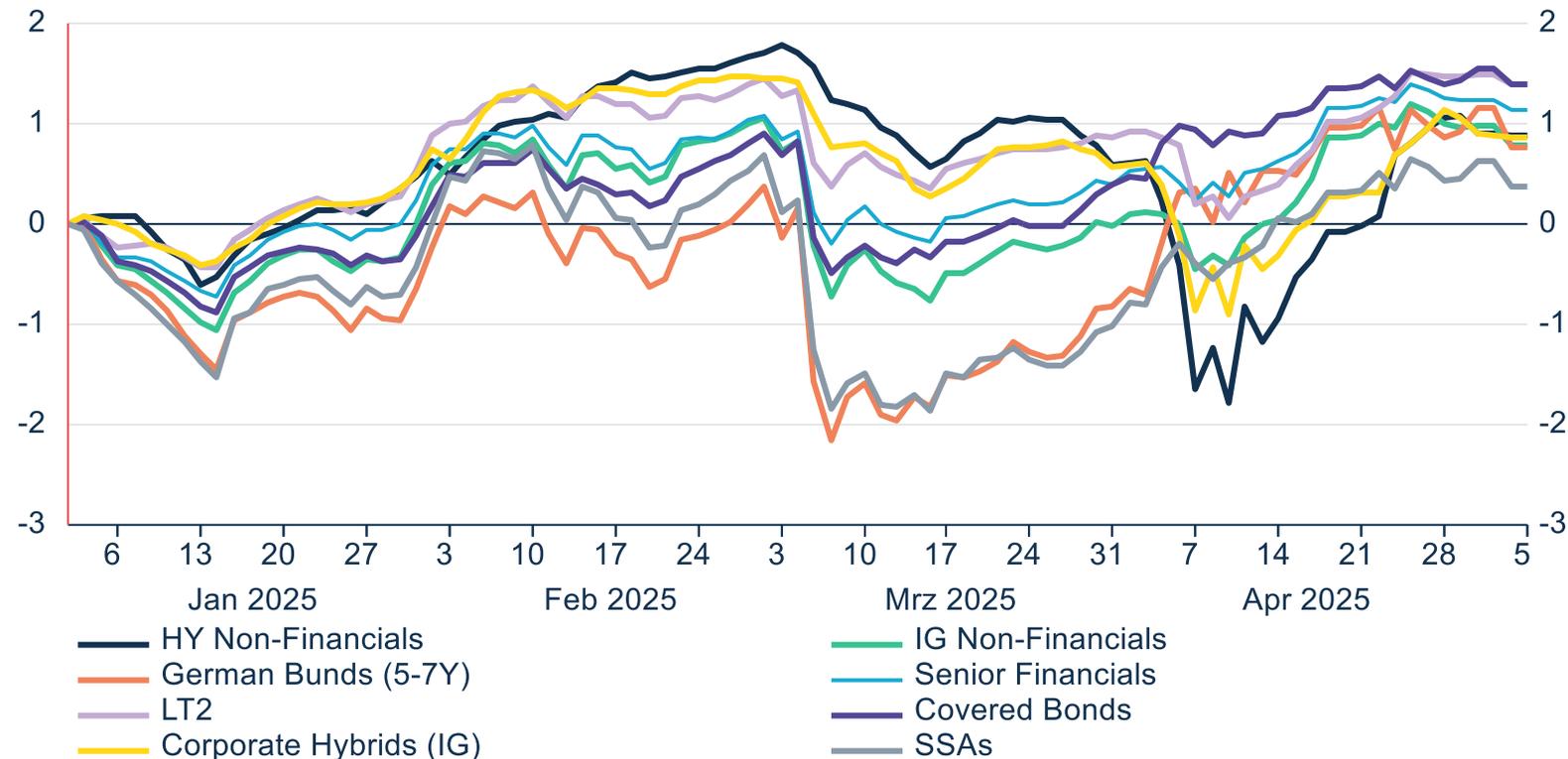


- Die vorübergehende Vollbremsung im April 2025 nach dem Zollschock ist im Monatsüberblick nicht mehr erkennbar.
- Am 28.04. begaben die Unternehmen eine Rekordanzahl von 17 neuen EUR-Anleihen über ein Volumen von rund 14 Mrd. Euro (das historisch dritthöchste Tagesvolumen). Der US-Konzern Alphabet platzierte davon fünf Anleihen über insgesamt 6,75 Mrd. Euro.
- Durch den starken Nachholeffekt in den letzten drei April-Tagen erreichte das Monatsvolumen im April 2025 mit 36,9 Mrd. Euro sogar noch das Niveau des Vormonats März und auch fast des Vorjahresmonats April (-1 % yoy).
- Fast 40 % des April-Volumens stammte von US-Unternehmen.

# Anleihe-Performance sehr robust

## Total Return von Credits und Bundesanleihen

Performance seit Jahresanfang 2025 (in %)



- Im Vergleich zum Einbruch an den Aktienmärkten (Anfang April) zeigte sich die Performance der Anleihe-Indizes sehr stabil.
- Risikoreichere Assetklassen wie HY Corporates und Hybridanleihen rutschten zwischenzeitlich zwar leicht ins Minus, haben die Verluste aber wieder aufgeholt.
- Dadurch notieren alle hier dargestellten Anleihe-Indizes gegenüber dem Jahresanfang im Plus.

# IG-Renditen für Corporates sehr stabil

## Renditen im Vergleich

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



- Die durch die Zollpolitik stark gestiegene Unsicherheit zeigt sich hier nur bei den gestiegenen Renditen im HY-Segment.
- Die Renditen für IG-Corporates sind seit Jahresanfang 2025 dagegen erstaunlich stabil geblieben. Der Anstieg der Risikospreads wurde durch den Rückgang der Bund-Renditen kompensiert.
- Im Vergleich zu anderen Assetklassen sehen wir für IG Corporates weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil.
- Da sich das absolute Performance-Potenzial für IG Corporates aber etwas verringert hat – aufgrund höherer Risiken für steigende Bund-Spreads – haben wir unsere Outperformance-Einstufung leicht reduziert (von + auf 0/+).

# 06

## Aktien: Leitbörse USA verliert an Gewicht

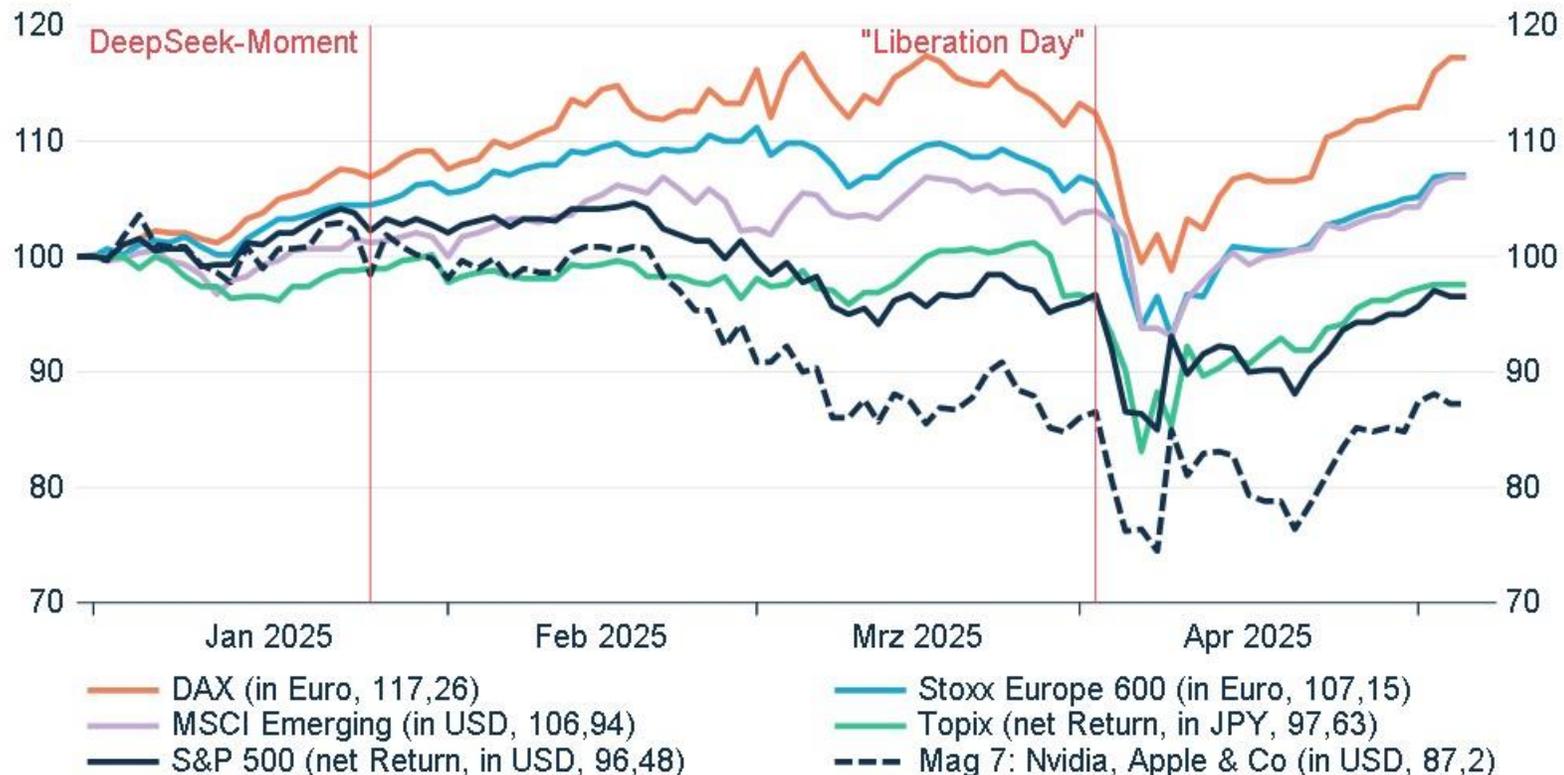


Frank Klumpp, CFA  
Senior Equity Strategist  
Tel: +49(711)127-75894  
frank.klumpp@LBBW.de

# Europäische Aktienmärkte 2025 Outperformer - USA in der Erholung mit relativer Schwäche

## Performance internationale Aktienmärkte YTD

indexiert, 31.12.2024=100, in Landeswährung

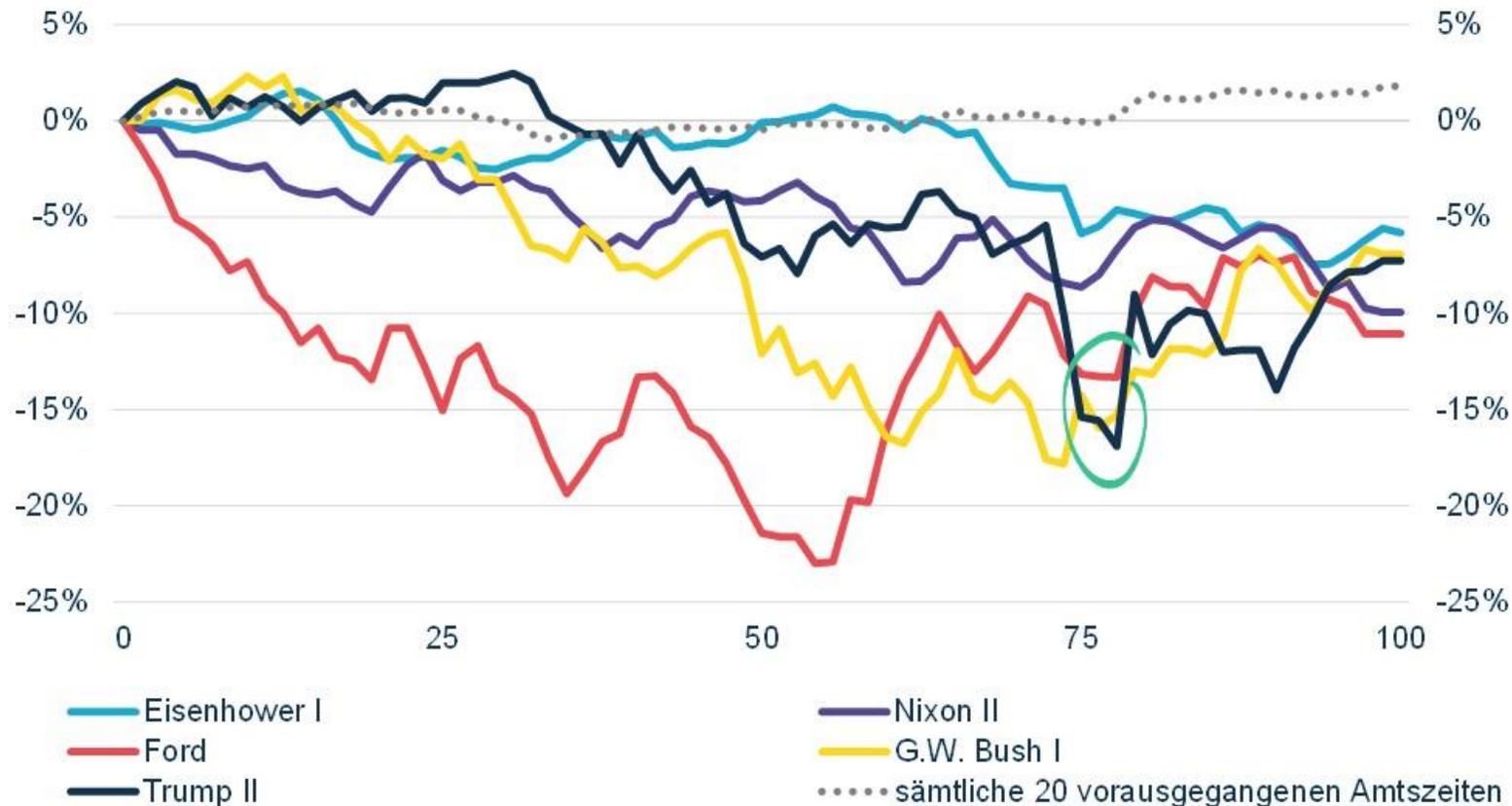


- Der DAX notiert im bisherigen Jahresverlauf zweistellig im Plus, der S&P 500 dagegen im Minus.
- Die Schere zwischen USA und Europa öffnete sich bereits zu Jahresbeginn, als die KI-Titel nach dem „Deep-Seek-Schock“ Schwäche zeigten. Zudem wurde die Politik von Donald Trump zunehmend hinterfragt.
- Die Abkehr von US-Titeln dürfte noch eine Weile anhalten.
- Darauf weist auch ihre relative Schwäche während der laufenden Erholung nach dem „Liberation Day“-Ausverkauf hin. Der DAX legte seit seinem Jahrestief über 18 % zu, während sich der S&P 500 lediglich um 13,5 % erholte.

# Börsianer senkten bei Trump die Daumen

## S&P 500 in den ersten 100 Tagen einer US-Präsidentschaft

in Prozent (seit Eisenhowers erster Inauguration 1952)

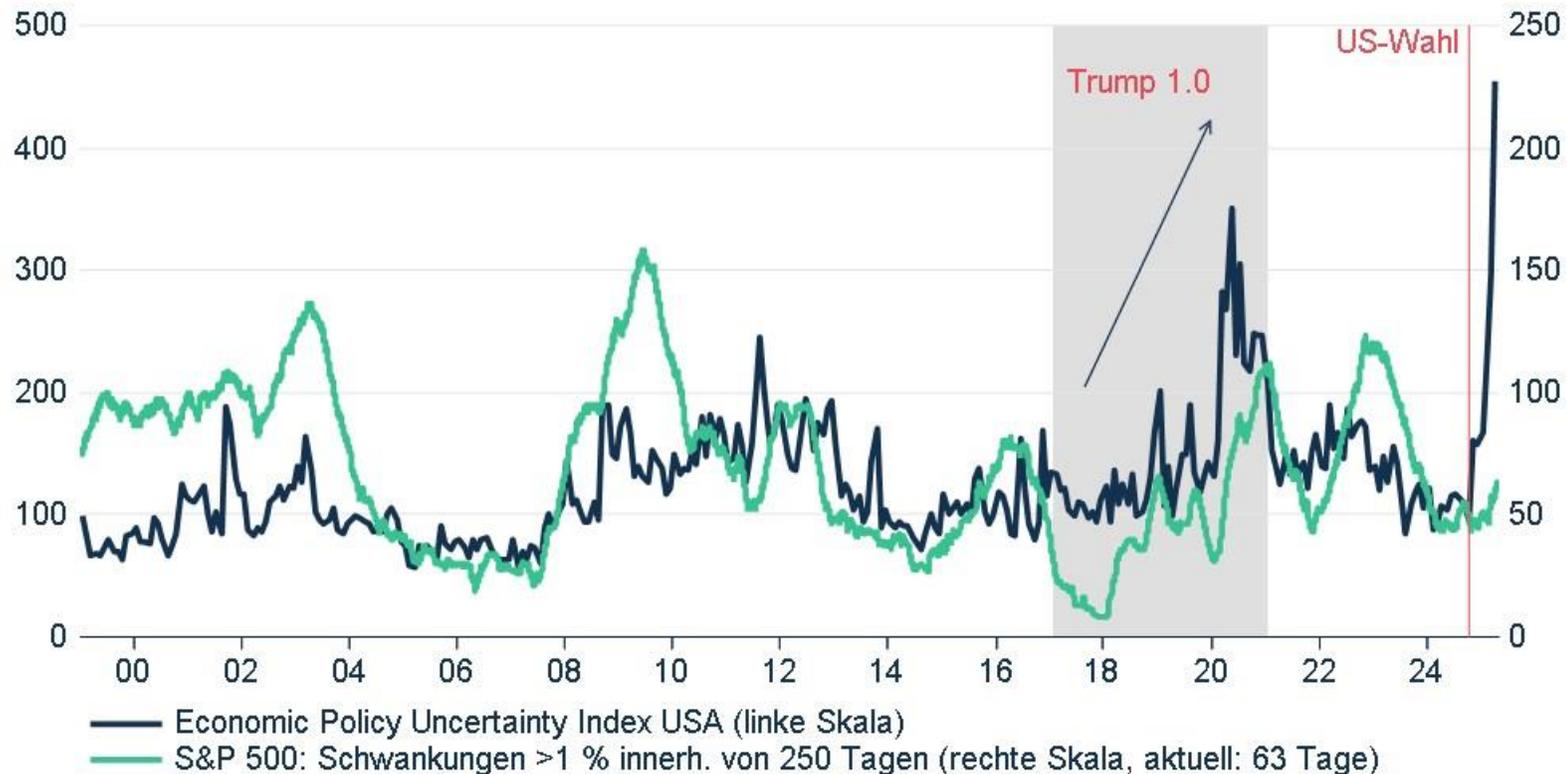


- Seit Eisenhowers erster Präsidentschaft gehen die fünf schwächsten ersten 100 Tage im S&P 500 allesamt auf das Konto republikanischer Präsidenten.
- Angesichts Trumps Zollpolitik senkten die Börsianer nun erneut den Daumen.
- Zwischen den 75. und dem 80. Tag nach Trumps Inauguration war dessen Börsenbilanz sogar schlechter als diejenige aller seiner Vorgänger seit den 1950er-Jahren.
- Durch die Aussetzung der reziproken Zölle sowie seiner Aussagen, dass er Fed-Chef Jerome Powell nicht vorzeitig aus dem Amt jagen wolle, erholten sich die Kurse im letzten Fünftel von Trumps ersten 100 Tagen zwar deutlich. Übrig blieb trotzdem das drittschlechteste Ergebnis nach Gerald Fords Präsidentschaftsstart sowie Richard Nixons zweiter Amtszeit.

# Trump 2.0 steht für massiven Anstieg der ökonomischen Unsicherheit

## Economic Policy Uncertainty USA

und Schwankungen an den Aktienmärkten

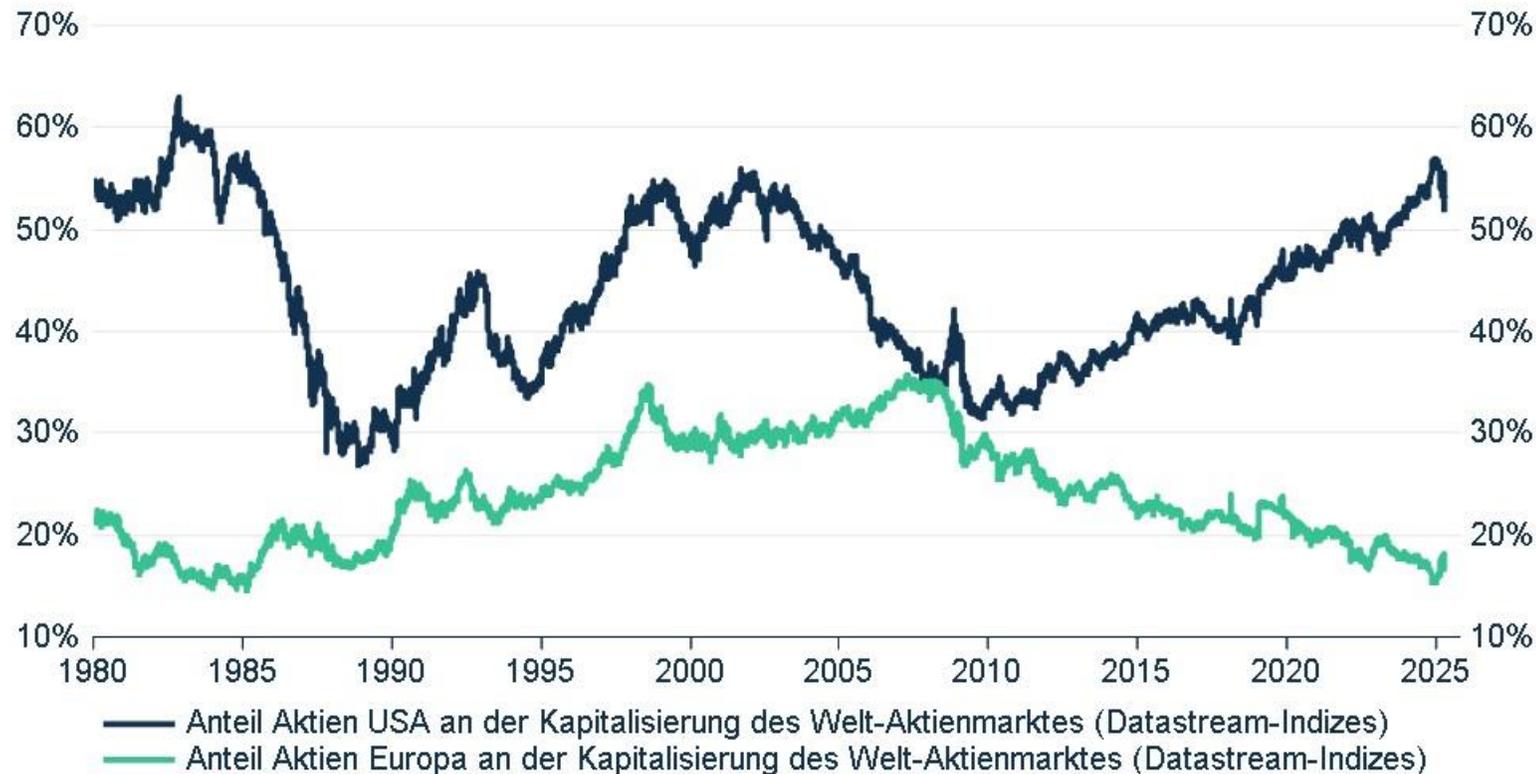


- Die Unsicherheit nimmt zu, und damit auch die Schwankungen an den Aktienmärkten.
- Während Trump 1.0 dauerte es fast seine gesamte Amtszeit, bis die globale Unsicherheit so hoch war wie derzeit. Den finalen Aufwärtsschub gab es erst mit der Corona-Pandemie.
- Dieses Mal schaffte es Trump, die globale Unsicherheit schon zu Beginn seiner Amtszeit maximal zu erhöhen.
- Vermutlich werden die erhöhten Schwankungen an den Aktienmärkten noch eine Weile erhalten bleiben, wie dies etwa nach dem Platzen der Dot-Com-Bubble oder der Finanzkrise der Fall war.

# Ende des „American Exceptionalism“ geht mit dem Schwinden der Soft Power der USA einher

## Anteil US-Aktien an der Welt-Kapitalisierung

in Prozent, gemessen an der gesamten Marktkapitalisierung



- US-amerikanische Titel machten zum Jahreswechsel 2024/2025 in einem globalen Portfolio knapp 58 % aus, gemessen an der gesamten Marktkapitalisierung auf Basis von Datastream-Indizes.
- Gemessen an der Free-Float-Marktkapitalisierung, wie sie etwa von MSCI verwendet wird, betrug der Anteil sogar knapp zwei Drittel!
- Dies war das Ergebnis eines langen Aufwärtstrends, der inzwischen zu Ende sein dürfte.
- Trump untergräbt das Vertrauen in die USA. Er beendet die regelbasierte Weltordnung und kehrt zum Recht des Stärkeren zurück. Die „Soft Power“ schwindet, und damit auch das Narrativ des „US Exceptionalism“.

# S&P 500 schrammt am Bärenmarkt vorbei - Hohe KGV-Kontraktion am Tiefpunkt

## KGV-Kontraktion während historischer Korrekturen

seit 1988, Phasen mit Kursverlusten >10%

Beginn	Ende	Dauer in Monaten	S&P 500 %	KGV Beginn	KGV Ende	KGV-Veränderung	Bärenmarkt	Rezession lt NABE
02.01.1990	30.01.1990	0,9	-10,2 %	12,3	11,2	-9 %		
16.07.1990	11.10.1990	2,9	-19,9 %	12,6	10,1	-20 %		x
07.10.1997	27.10.1997	0,7	-10,8 %	19,4	17,1	-12 %		
17.07.1998	31.08.1998	1,5	-19,3 %	22,4	18,0	-20 %		
16.07.1999	15.10.1999	3,0	-12,1 %	24,9	21,1	-15 %		
<b>24.03.2000</b>	<b>09.10.2002</b>	<b>31,0</b>	<b>-49,1 %</b>	<b>24,7</b>	<b>13,8</b>	<b>-44 %</b>	<b>x</b>	<b>x</b>
27.11.2002	11.03.2003	3,5	-14,7 %	17,0	14,6	-14 %		
<b>09.10.2007</b>	<b>09.03.2009</b>	<b>17,2</b>	<b>-56,8 %</b>	<b>15,1</b>	<b>10,2</b>	<b>-32 %</b>	<b>x</b>	<b>x</b>
23.04.2010	02.07.2010	2,3	-16,0 %	14,3	11,4	-21 %		
29.04.2011	03.11.2011	6,3	-7,5 %	13,2	11,8	-11 %		
21.05.2015	25.08.2015	3,2	-12,4 %	17,2	14,8	-14 %		
03.11.2015	11.02.2016	3,3	-13,3 %	16,8	14,8	-12 %		
26.01.2018	08.02.2018	0,4	-10,2 %	18,8	16,4	-13 %		
20.09.2018	24.12.2018	3,2	-19,8 %	17,0	13,6	-20 %		
<b>19.02.2020</b>	<b>18.03.2020</b>	<b>0,9</b>	<b>-29,2 %</b>	<b>19,1</b>	<b>13,7</b>	<b>-29 %</b>	<b>x</b>	<b>x</b>
<b>03.01.2022</b>	<b>12.10.2022</b>	<b>9,4</b>	<b>-25,4 %</b>	<b>21,8</b>	<b>15,3</b>	<b>-30 %</b>	<b>x</b>	
31.07.2023	27.10.2023	2,9	-10,3 %	19,9	17,3	-13 %		
19.02.2025	08.04.2025	1,6	-18,9 %	22,4	17,9	-20 %		
<b>Mittelwert</b>		<b>5,2</b>	<b>-19,8 %</b>	<b>18,3</b>	<b>16,6</b>	<b>-19 %</b>		
<b>Median</b>		<b>3,0</b>	<b>-15,4 %</b>	<b>18,0</b>	<b>16,8</b>	<b>-17 %</b>		

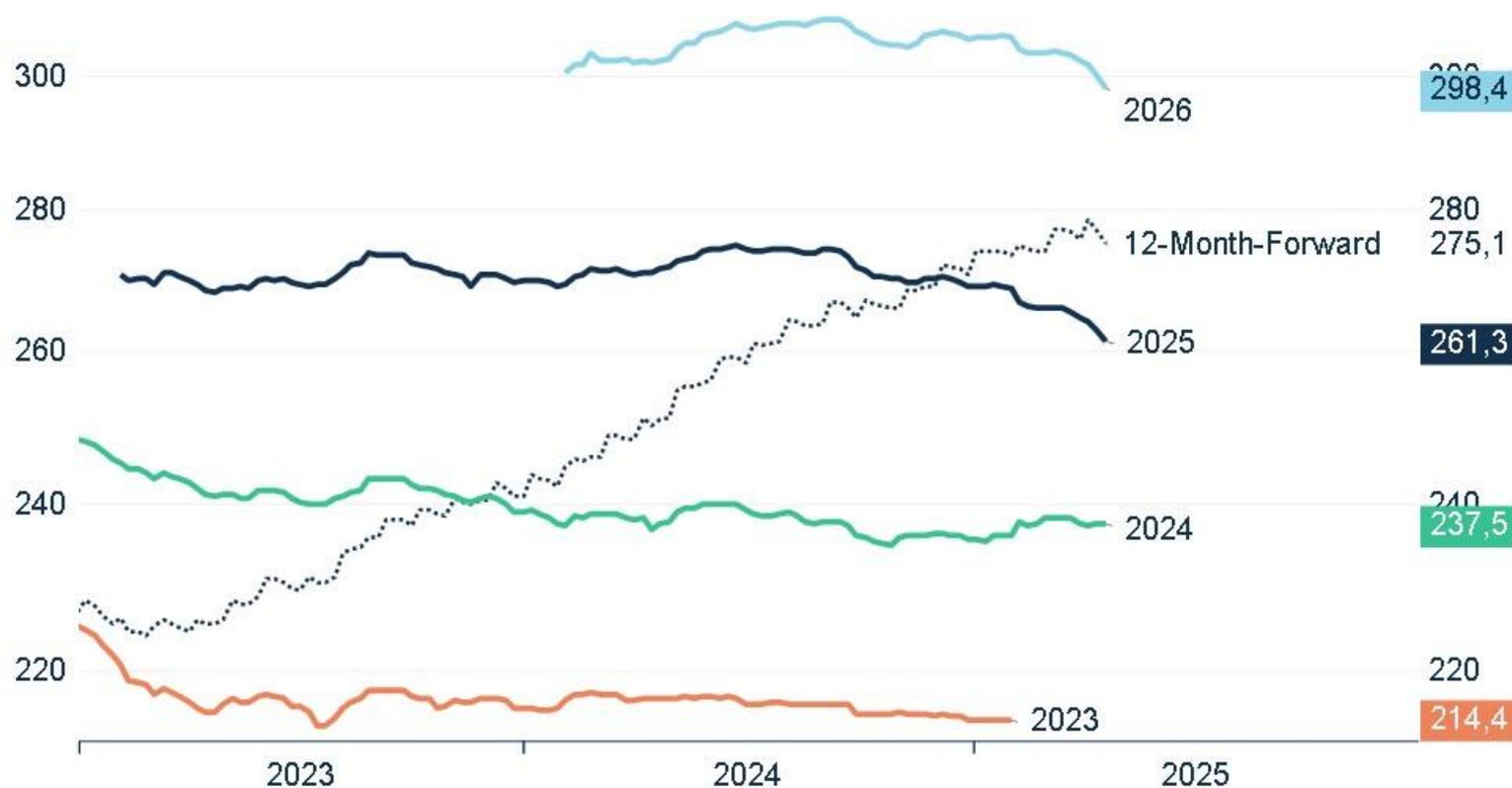
Quelle: LSEG, I/B/E/S, LBBW Research

- In der Spitze gab der S&P 500 auf Schlusskursbasis 18,9 % nach. Definitionsgemäß ist dies noch kein Bärenmarkt, der erst ab einem Minus 20 % ausgerufen wird.
- Dennoch: Angesichts der heftigen Kursverluste in so kurzer Zeit werden Erinnerungen an die großen Bärenmärkte und Crashes wach, zumal die Schwelle von -20 % intraday überschritten wurde:
- Besonders frappierend ist der Vergleich mit dem 1998er-Crash: Damals fand der Markt nach einem Minus von 19,3 % nach 1,5 Monaten seinen Boden, der jedoch schon zwei Monate später noch einmal knapp getestet wurde.
- Auch die Multiple-Kontraktion fand in nahezu demselben Ausmaß statt wie heute.

# US-Gewinne werden derzeit nach unten revidiert

## Gewinne in Indexpunkten S&P 500

inklusive 12-Monats-Forward

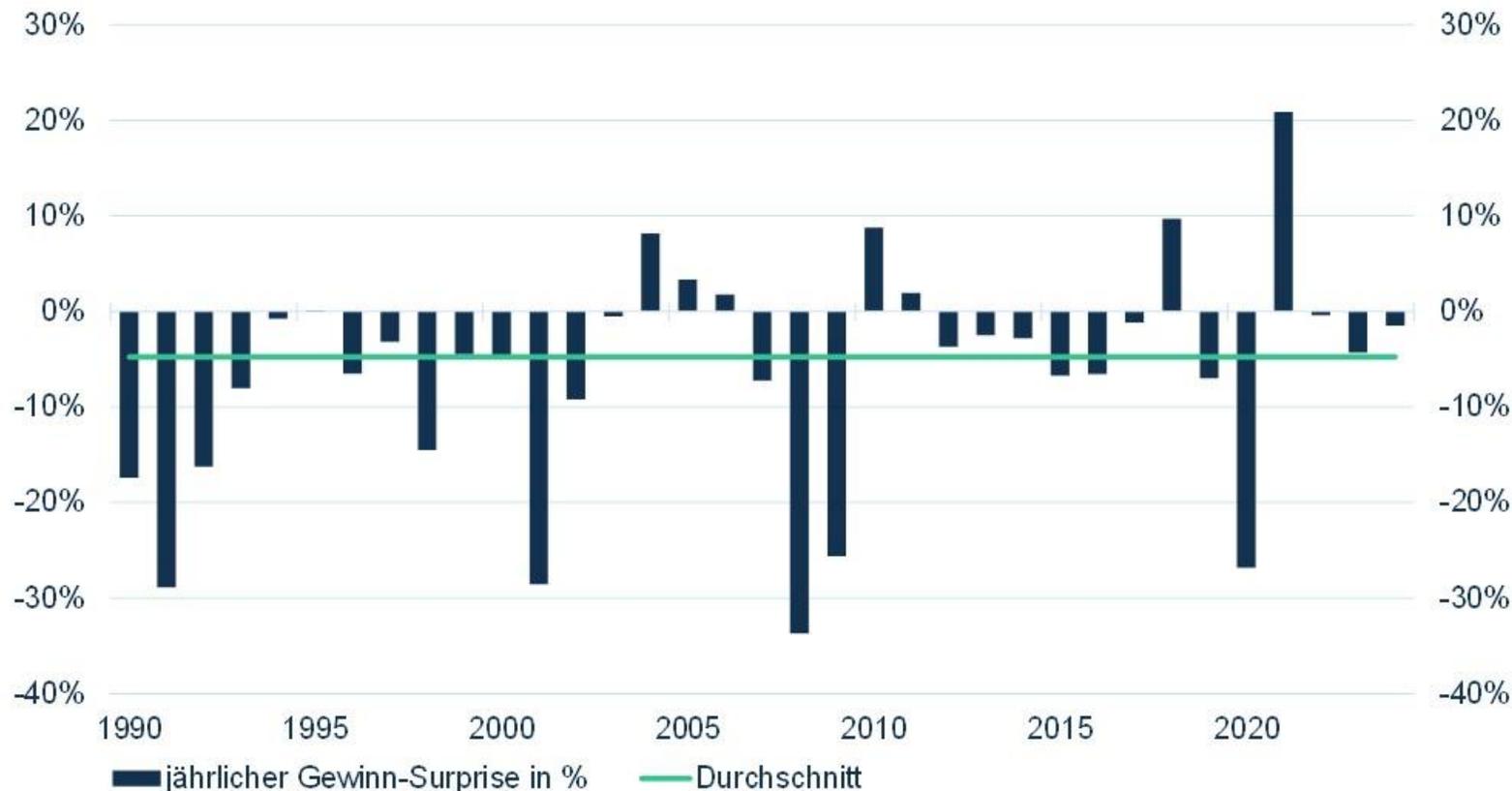


- Die 2025er-Indexgewinne sanken seit Jahresbeginn um 2,8 %, von 268,9 Punkten auf inzwischen auf 261,3 Punkte.
- Dass die 12-Monats-Forward-Gewinne im bisherigen Jahresverlauf dennoch nahezu unverändert sind, liegt allein am Substitutionseffekt: Die 2026er-Gewinne wurden zwar ebenfalls nach unten revidiert, liegen aber nach wie vor um 14,2 % höher als die 2025er-Gewinne.
- Es ist auch bei den Gewinnen noch viel Luft nach unten, falls sich die Revisions-tendenzen fortsetzen und sich die Rezessionsrisiken weiter erhöhen.

# In fünf Krisenjahren seit 1988 fielen die Gewinne um über 20 % niedriger als erwartet aus

## Gewinnrevisionen im historischen Vergleich

tatsächliche Gewinne im Vergleich zu den Erwartungen zu Beginn des jeweiligen Jahres



- Wie stark fallen die Gewinnrevisionen in Krisenzeiten üblicherweise aus? Hierzu haben wir die Gewinne des jeweils laufenden Jahres betrachtet, und den Stand zum Jahresende mit den Erwartungen zu Beginn des jeweiligen Jahres verglichen.
- Dabei fällt auf, dass moderate Gewinnrevisionen nach unten eher die Regel als die Ausnahme sind, weil Analysten auf Jahressicht i.d.R. eher zu optimistisch sind (anders als rund um die Quartalsberichterstattung!).
- Im Durchschnitt fallen die Indexgewinne um 4,7% niedriger aus, als zu Jahresbeginn erwartet worden war.

# Bewertung erhöht, nicht nur in den USA – wenig Spielraum für Enttäuschungen

## Bewertung USA und Deutschland

KGV 12-Monats-Forward



- 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 allerdings weiterhin deutlich höher; das 12-Monats-Forward-KGV liegt bei über 20.
- Dies reflektiert u.E. nicht die derzeitigen Risiken, die sich aus dem Vertrauensverlust gegenüber den USA ergeben.
- Wir würden daher weiterhin Aktien untergewichten, und innerhalb eines globalen Portfolios US-Titel auf „untergewichten“ nehmen.

# 07

## Prognosen und Asset Allokation: Märkte preisen Positiv-Szenario ein

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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsches BIP 2024 mit dem zweiten Minusjahr in Folge: -0,2 % Y/Y. Euroraum insgesamt etwas stärker als Deutschland.
- Handelskonflikt mit USA verlängert die Rezession ins Jahr 2025. Staatsausgaben könnten ab 2026 für Wachstumsschub sorgen.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Rohstoffpreise und Lohndruck.



## Aktienmärkte



- KI-Hausse erscheint beendet, von den USA ausgehender Handelskrieg lastet auf der Weltwirtschaft.
- Zinssenkungen und Investitionspakete stützen Europas Börsen.
- Nach starker Kurserholung an den Aktienmärkten hohe Rückschlagsgefahr.



## Devisen



- US-Renditevorteil sollte sich ausweiten.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.
- Euro wegen Aussicht auf expansive Fiskalpolitik in Deutschland derzeit im Aufwind.



## Rohstoffe



- Bloomberg Commodity Index erreicht im Februar höchsten Stand seit über zwei Jahren. Konjunktursorgen führen jedoch im April zu starken Preisrückgängen.
- Gold bleibt als sicherer Hafen gefragt. ETC-Käufe bringen neues Allzeithoch.
- US-Zollpolitik dürfte Weltwirtschaftswachstum und Ölnachfrage bremsen. Ölpreise reagieren mit Abschlagen.



## Zinsumfeld



### Geldmarkt / Notenbanken

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

### Renditen

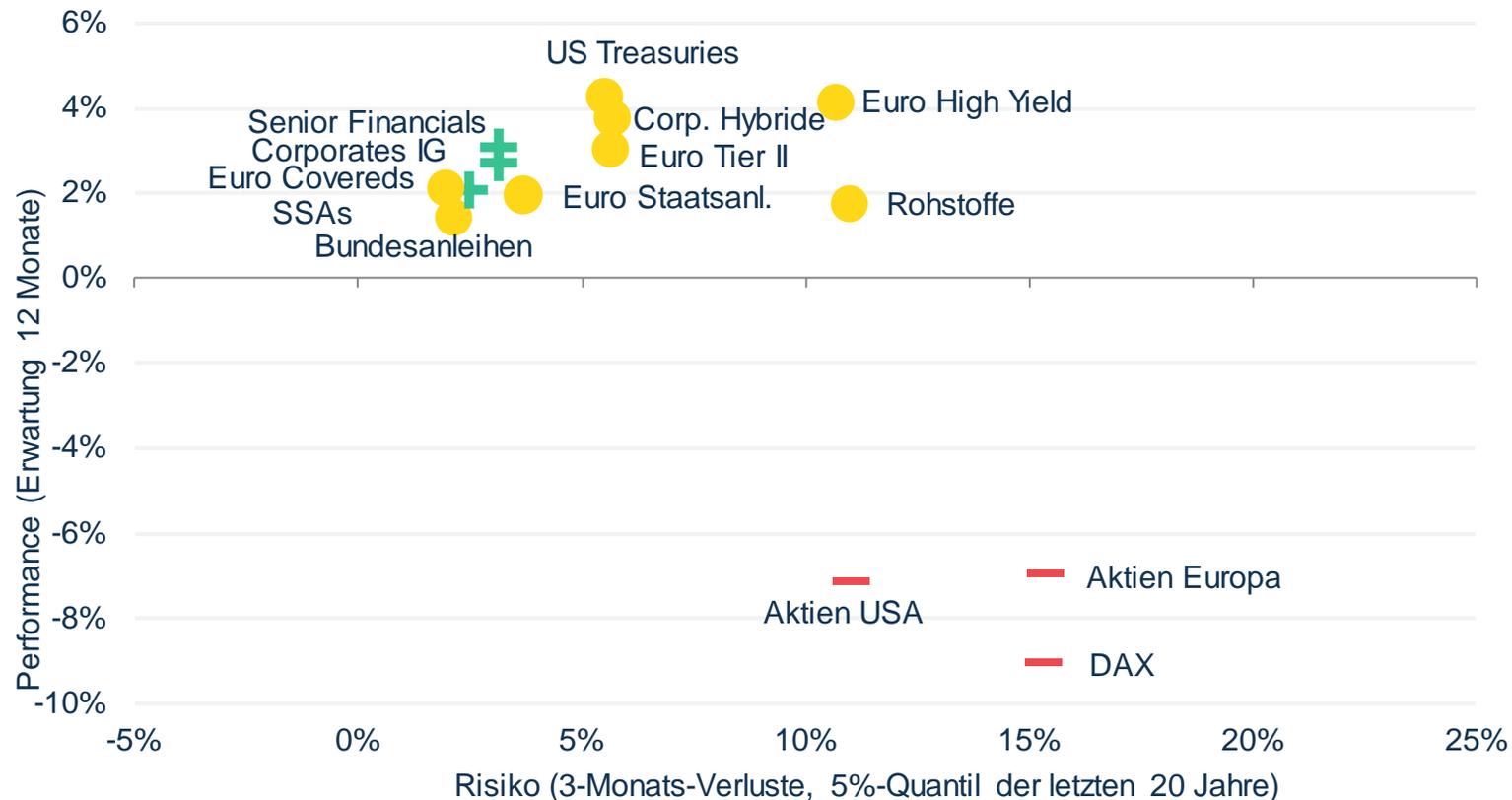
- EUR-Langfristzinsen:  
Auf- und Abwärtsrisiken kurzfristig ausgewogen; auf mittlere Frist Rückkehr in den ansteigenden Trend erwartet



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

## Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Langfristig ist zwar eine gute Rendite nur mit einer Portion Risiko zu erzielen, doch für den Moment raten wir weiterhin zu etwas weniger Exponiertheit.

# 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/-	+ Bau Gesundheit Industrie Telekom Versicherer 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	- Gold 0 Silber 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 15.04.2025)

## Konjunktur

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

## Zinsen und Spreads

in %	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
EZB Einlagesatz	2,25	2,00	1,75	1,75
Bund 10 Jahre	2,52	2,80	2,80	3,00
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,34	4,60	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	122	140	135	130

## Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
DAX	23 345	19 000	20 000	21 000
Euro Stoxx 50	5 283	4 400	4 600	4 800
S&P 500	5 650	4 800	5 000	5 200
Nikkei 225	36 831	30 000	32 000	33 000

## Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.06.25	31.12.25	30.06.26
US-Dollar je Euro	1,13	1,13 +	1,10 +	1,15 +
Franken je Euro	0,93	0,96	0,98	0,98
Pfund je Euro	0,85	0,82	0,81	0,80
Gold (USD/Feinunze)	3 312	3 200+	3 000+	3 000+
Öl (Brent - USD/Barrel)	62	65	60	60

+ Angehoben  
- Gesenkt

# LBBW Szenarien

## 60 % Hauptszenario

- 1) Weltkonjunktur wird durch massive Zollerhebungen der USA stark belastet; Rezessionsgefahr für die USA; ausgeprägte Rezession in DE; Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP in DE ab 2026 wieder steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung; Trumps Politikmix wirkt für die USA stark 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 im Spannungsfeld zwischen EZB-Zinssenkungen und Verschuldungsorgen.
- 3) Volatilität am Aktienmarkt hält an, Tiefstände noch nicht erreicht; Credit Spreads steigen mit schwachen Aktienmärkten weiter an.
- 4) Geopolitik: Zuspitzung des Konflikts der USA mit China. Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine.

## 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) Ukraine-Krieg endet; 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-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA.
- 3) „Risk-off“: Ausverkauf bei Aktien geht weiter. Credit Spreads steigen deutlich.

## 10 % Negativszenario II „Inflation / Staatschuldenkrise 2.0“

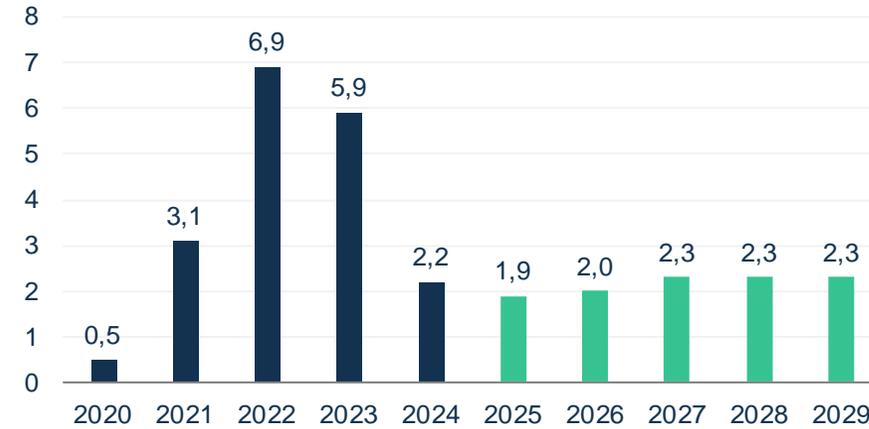
- 1) Massive Ausgabensteigerungen für Verteidigung und Infrastruktur führen zu deutlichem Inflationsdruck.
- 2) Fed und EZB reagieren auf Inflationsanstieg jeweils mit Leitzinserhöhungen, Renditen ziehen kräftig an.
- 3) Sorge vor staatlicher Überschuldung eskaliert. EZB setzt Anleihekäufe (TPI) ein,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

# Hauptszenario (60 %)

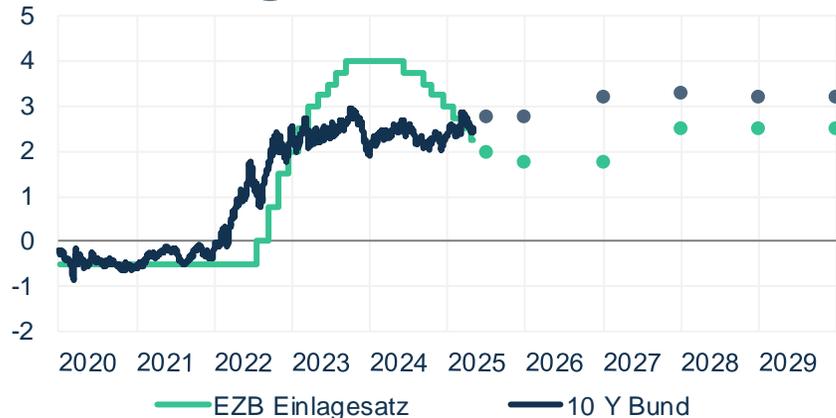
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



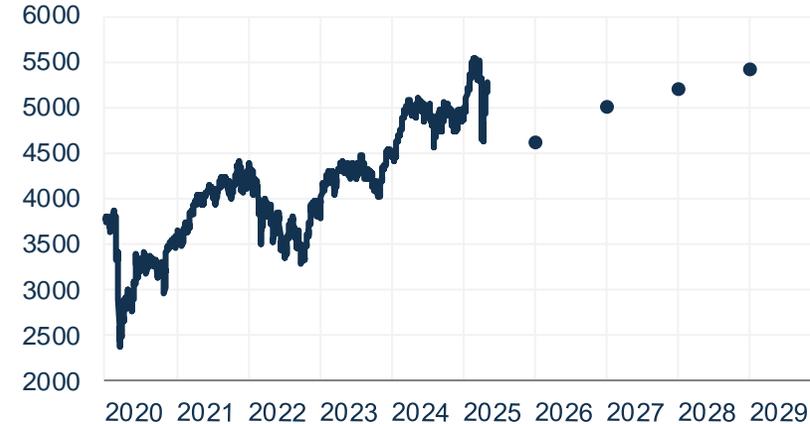
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

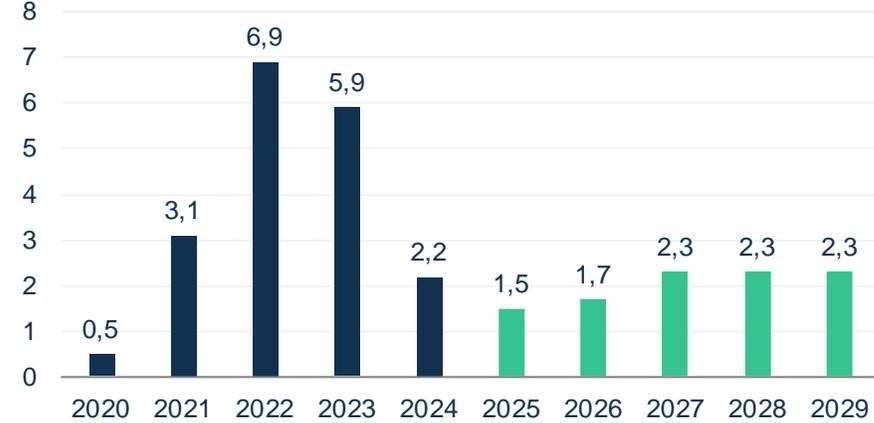
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

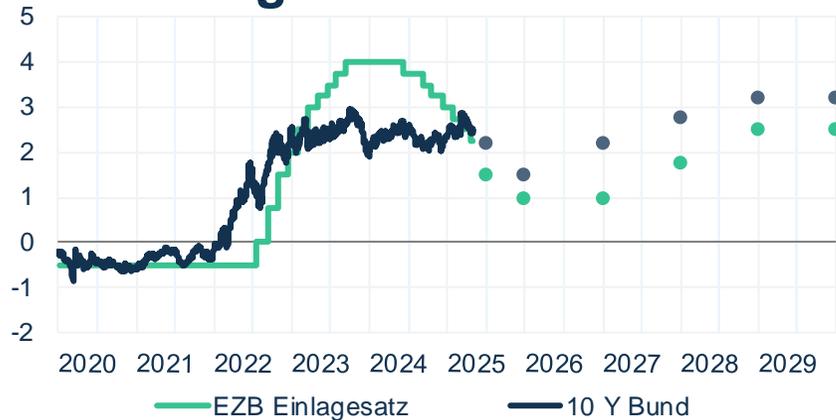
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



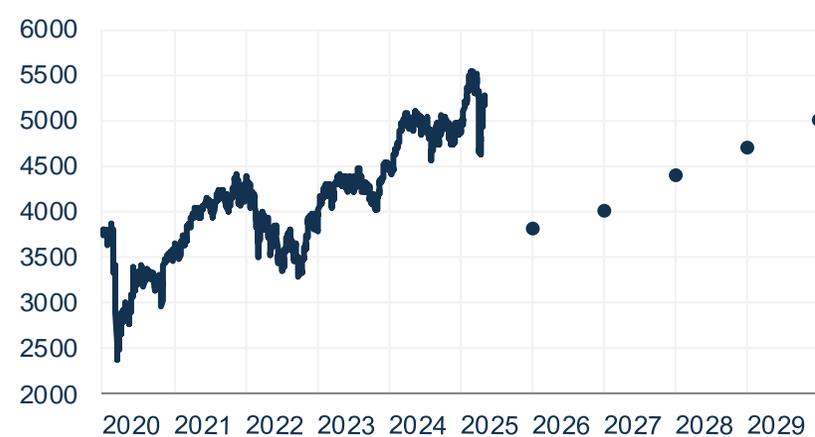
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

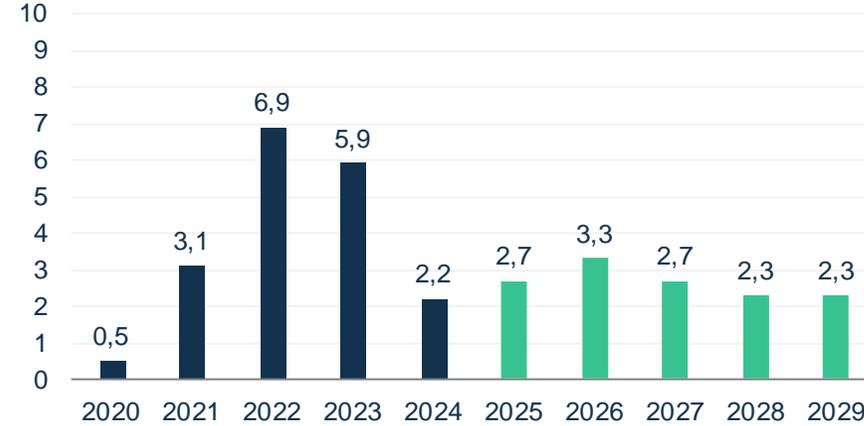
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

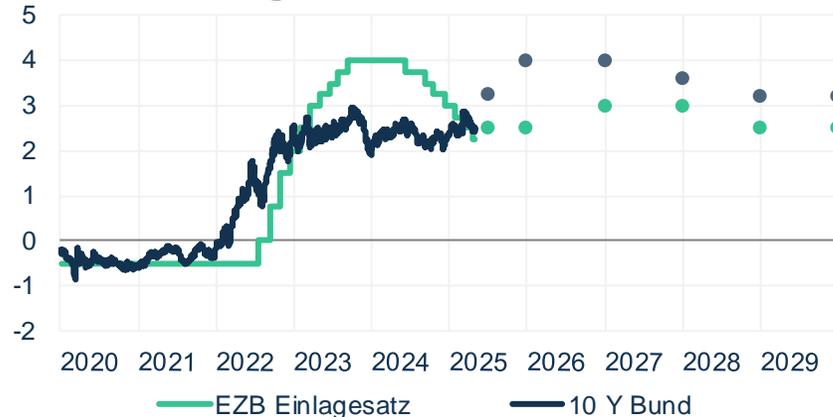
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



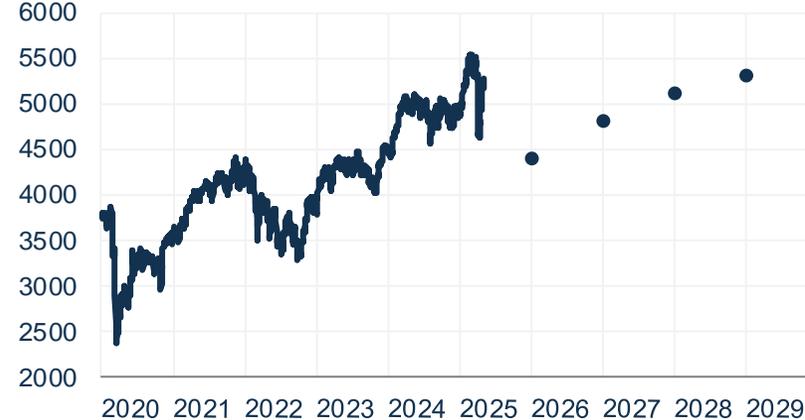
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

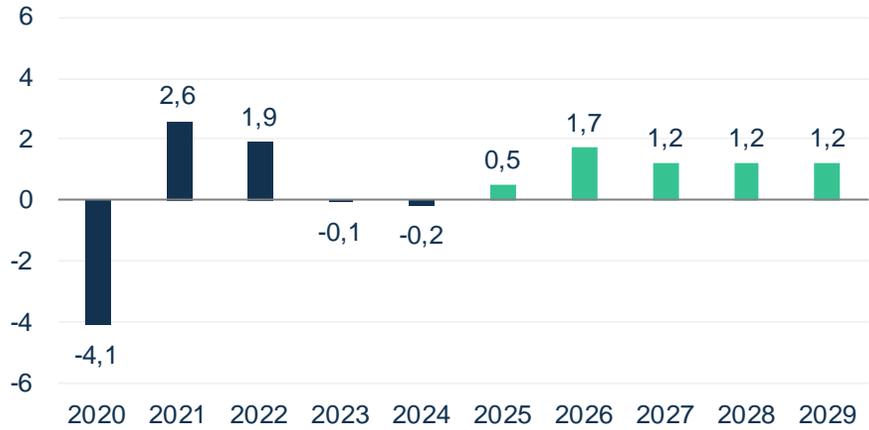


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

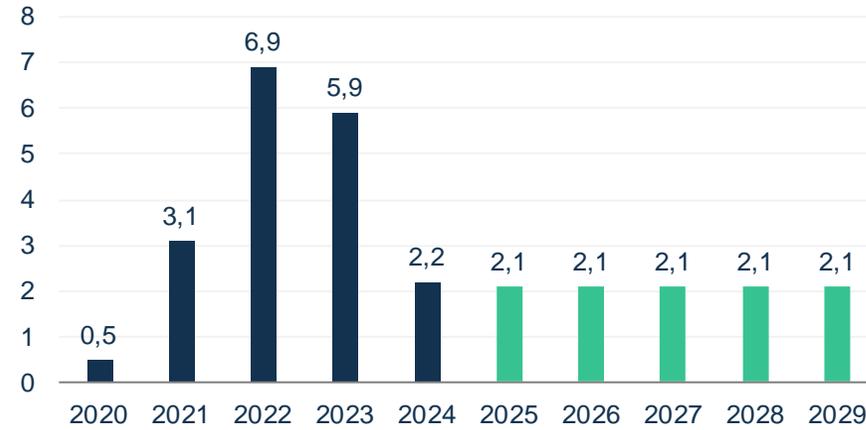
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Positivszenario (10 %)

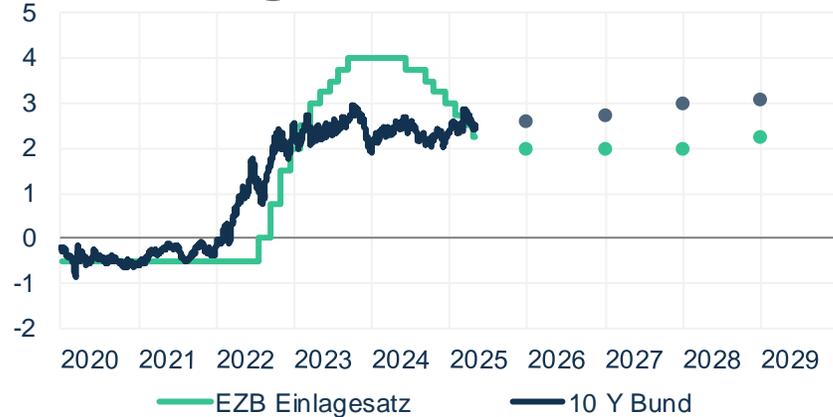
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



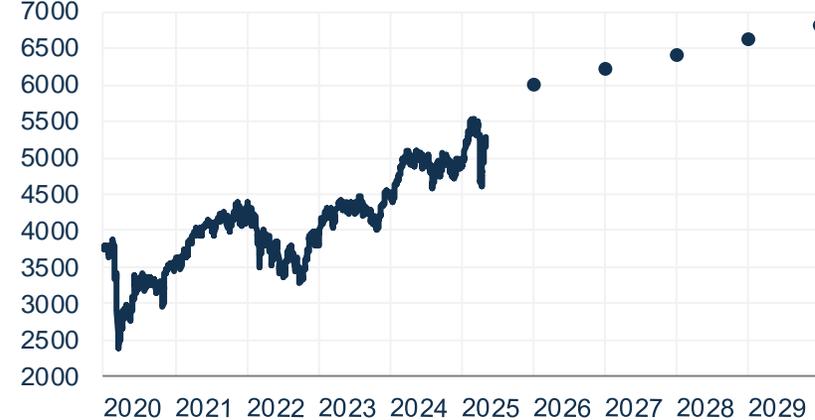
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## 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

# 09

## Anhang



# EURUSD: Vertrauen in den US-Dollar schwindet

## FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURUSD	1.14	1.08	1.04	1.08	1.13	1.10	1.15

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

## Pro EUR

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

## Contra EUR

- Trump-Politik dürfte Inflation befeuern und somit Fed zur Zurückhaltung bei Zinssenkungen bewegen.
- EZB dürfte indes aufgrund schwacher Konjunktur im Euroraum ihre Zügel weiter lockern.

# EURGBP: Donald Trump hat Großbritannien nicht auf dem Kieker

## FX EUR/GBP



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

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

### Pro EUR

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

### Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- 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 im Falle eines Handelskrieges als Vorteil erweisen.

# EURCHF: Franken als sicherer Hafen gesucht

## FX EUR/CHF



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

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

## 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 März 2025 senkte die SNB den Leitzins auf 0,25 %. Zudem sind Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken möglich.
- Wir rechnen vorerst nicht mit einer weiteren Zinssenkung. Die EZB dürfte ihre Leitzinsen zwar noch etwas reduzieren. Der Zinsnachteil des Franken gegenüber dem Euro wird aber nach wie vor bestehen bleiben.

# EURJPY: BoJ dürfte Leitzins nochmals erhöhen

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
EURJPY	163.93	163.86	163.06	163.26	161.00	163.00	165.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

## Pro EUR

- Die Zinsen der EZB liegen deutlich über denen der BoJ. Auch eine in Japan noch zu erwartende weitere Zinserhöhung dürfte den Zinsnachteil von Yen-Anlagen nur minimal reduzieren.
- Japans Wirtschaft bleibt schwach. US-Zölle dürften 2025 auch 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 dürfte mit seinen Zöllen stärker auf Deutschland und die EU als auf Japan fokussiert sein.

# USDCNY: Dollarschwäche und PBoC stützen Yuan

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
USDCNY	7.26	7.20	7.31	7.18	7.40	7.55	7.35
EURCNY	8.26	7.79	7.57	7.77	8.36	8.31	8.45

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

### Pro USD

- Die beschlossenen US-Zölle sowie mögliche sektorspezifische Zölle werden die chinesische Exportindustrie belasten.
- Unsicherheiten rund um die weitere Inflationsentwicklung in den USA lassen die Fed vorsichtiger agieren.
- Eine Ausweitung des geopolitischen Konflikts zw. den USA und China würde den Yuan unter Druck bringen.

### Contra USD

- US-Rezessionsängste und anhaltende Angriffe Trumps auf Fed-Chef Powell verunsichern Investoren und belasten USD.
- Die chinesische Zentralbank (PBoC) setzt im Moment vorrangig auf Wechselkursstabilität und hat auch die volatile Lage an den Weltfinanzmärkten im Blick.
- Angesichts der veränderten Ausgangslage im Vergleich zu 2018 würde eine Währungsabwertung nur geringe Effekte auf das Wachstum haben.

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURBRL	6,41	6,30	6,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>In Brasilien setzte die Inflationsrate im März ihren Anstieg fort und erreichte mit 5,48 % den höchsten Wert seit März 2023. Daher erwarten wir weitere Leitzinsanhebungen der Notenbank.</li> <li>Die Wachstumsaussichten bleiben schwach: In China verliert die Konjunktur an Dynamik, und die US-Zollpolitik bremst Brasiliens Stahlexporte zusätzlich.</li> </ul>
EURHUF	404	416	420	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nach vorläufigen Zahlen stagnierte die ungarische Wirtschaft im ersten Quartal – noch ohne Auswirkungen der US-Zölle. Damit ist das Wachstumsziel von 2 % gefährdet.</li> <li>Bereits im ersten Quartal erreichte das Haushaltsdefizit 61 % des für 2025 geplanten Jahresziels von 3,7 %. Wir erwarten, dass diese expansive Fiskalpolitik den Forint belasten.</li> </ul>
EURMXN	22,21	23,00	22,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mexikos Zentralbank hat die Wachstumsaussichten für 2025 auf 0,6 % gesenkt. Grund hierfür sind die US-Zölle, welche nur teilweise vorübergehend ausgesetzt sind.</li> <li>Aufgrund der Risiken für das Wirtschaftswachstum dürfte die Zentralbank gezwungen sein, den Leitzinssatz von 9 % weiter zu senken. Wir erwarten weitere Schritte in Richtung 7,5 %.</li> </ul>
EURPLN	4,27	4,37	4,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Polens Wirtschaft wird von den US-Zöllen kaum direkt betroffen sein. Der anhaltend starke private Konsum dürfte 2025 voraussichtlich zu einem Wachstum von deutlich über 3 % führen.</li> <li>Im April sank die vorläufige Inflationsrate auf 4,2 %. Dies erhöht den Druck auf die Zentralbank, den Leitzins zu senken. Wir halten bereits im Mai den ersten Zinsschritt für möglich.</li> </ul>
EURRON	4,98	5,05	5,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Anfang Mai wird Rumäniens Präsidentschaftswahl wiederholt. Sie gilt als richtungsweisend für das Verhältnis zur EU. Für das Wirtschaftswachstum sind die EU-Mittel entscheidend.</li> <li>Die Notenbank ließ den Leitzins im April unverändert und bleibt damit bei Zinssenkungen weiter vorsichtig. Bis Ende des Jahres erwarten ein Absinken von aktuell 6,5 % auf 5,75 %.</li> </ul>

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURSEK	10,92	11,30	11,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir erwarten eine weitere Zinssenkung durch Schwedens Notenbank. Diese wird den Leitzinssatz wohl noch im ersten Halbjahr auf 2,00 % senken.</li> <li>Laut vorläufigen Zahlen stagnierte Schwedens Wirtschaft im ersten Quartal des Jahres. Zudem weist der Rückgang des Verbrauchervertrauens auf ein verlangsamtes Wachstum hin.</li> </ul>
EURTRY	43,85	44,60	45,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank der Türkei unterbrach im April ihren Zinssenkungskurs und hob den Leitzinssatz um 350 Basispunkte auf 46 % an. Die Verhaftung des wichtigsten Oppositionspolitikers Ekrem İmamoğlu führte zu einem massiven Abzug internationaler Investoren.</li> <li>Interventionen zur Stützung der Lira haben die Währungsreserven stark schrumpfen lassen.</li> </ul>
EURZAR	20,75	20,70	19,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Südafrikas Reformprozess droht ins Stocken zu geraten. Teile der Regierungskoalition lehnen eine Mehrwertsteuererhöhung zur Haushaltskonsolidierung ab.</li> <li>Die von den USA angedrohten Zölle in Höhe von 31 % belasten Südafrikas Wirtschaft. Verhandlungen mit den USA werden wegen des angespannten Verhältnisses schwierig.</li> </ul>

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURAUD	1,75	1,67	1,64	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die indirekten Auswirkungen der US-Zollpolitik haben den australischen Dollar zeitweise stark belastet. Seine Entwicklung hängt weiter vom Streit zwischen den USA und China ab.</li> <li>Bei den Parlamentswahlen errang die regierende Labor-Partei voraussichtlich die absolute Mehrheit. Damit endet eine Phase häufiger Regierungswechsel in Australien.</li> </ul>
EURCAD	1,57	1,60	1,53	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Liberalen Partei Kanadas gelingt nach einer Aufholjagd der Sieg bei der Parlamentswahl. Premierminister Mark Carney ist bei den wichtigen Verhandlungen mit den USA gefordert.</li> <li>Rund 20 % der kanadischen Wirtschaft hängen vom Export in die USA ab. Daher sorgt der Handelsstreit für eine erhebliche Verunsicherung, die wohl weitere Zinssenkungen erfordert.</li> </ul>
EURCZK	24,90	24,60	24,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tschechiens Wirtschaft konnte nach vorläufigen Zahlen im ersten Quartal annualisiert um 2 % wachsen. Damit behält das Land seinen Wachstumsvorteil gegenüber der Eurozone.</li> <li>Die Inflationsrate lag im März mit 2,7 % im des Notenbank-Zielkorridors. Dies könnte Spielraum für Zinssenkungen eröffnen. Der Leitzins von 3,75 % bietet weiterhin einen Zinsvorteil.</li> </ul>
EURNOK	11,77	11,50	11,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die US-Zollpolitik führte zeitweise zu starken Ausschlägen an den Finanzmärkten. Wegen der geringen Liquidität unterlag die norwegische Krone besonders starken Schwankungen.</li> <li>Die von den USA verursachte hohe Unsicherheit im Welthandel belastet zunächst noch. Jedoch dürfte die Krone vom fiskalpolitischen Impuls in Europa profitieren.</li> </ul>

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.05.2025, 13:21 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	2-May-2025	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.76	-1.99	-5.19	-6.98	-4.86	1.84	1.60
BRL	6.41	-3.32	-5.20	-14.70	-0.13	6.70	5.44
GBP	0.85	-1.88	-1.97	0.32	-3.12	0.87	0.82
CNY	8.26	-4.39	-8.54	-6.26	-8.46	8.40	7.48
JPY	163.71	-0.71	-1.67	0.58	-0.60	174.98	155.71
CAD	1.57	-0.76	-3.81	-6.39	-4.85	1.59	1.46
NZD	1.90	-0.66	-3.41	-5.29	-2.91	1.99	1.74
NOK	11.77	-4.00	-0.16	0.45	-0.08	12.20	11.28
PLN	4.28	-2.62	-1.56	1.21	-0.11	4.37	4.14
RUB	94.08	-2.78	9.26	4.50	20.80	119.62	89.44
SEK	10.91	-1.46	5.36	6.91	4.86	11.73	10.75
CHF	0.94	2.33	0.85	4.31	0.26	0.99	0.92
ZAR	20.89	-2.62	-7.11	-4.78	-6.48	21.97	18.57
CZK	24.92	0.11	1.09	0.28	1.03	25.47	24.61
TRY	43.85	-6.11	-15.00	-21.12	-16.49	43.92	34.67
HUF	404.38	-1.29	0.80	-3.66	1.73	415.85	384.15
USD	1.14	-4.51	-8.56	-5.99	-8.92	1.15	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	144.00	3.98	7.53	6.99	9.14	161.67	140.44
CNY	7.27	-0.04	-0.28	-0.42	0.39	7.35	7.01

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

# 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	9.53	9.78	6.91	7.31	9.54	10.04	6.00	6.45	6.36	7.31	6.41	7.21	3.38	4.48	8.34	9.94	5.53	5.98
2 months	9.42	9.67	6.89	7.29	9.65	10.10	5.94	6.34	6.48	7.43	6.29	7.04	3.37	4.47	8.08	9.48	5.44	5.79
3 months	9.30	9.45	6.74	7.19	9.81	10.21	5.91	6.31	6.54	7.44	6.25	6.95	3.37	4.47	7.89	9.24	5.56	5.86
6 months	8.76	8.91	6.58	6.93	9.94	10.39	5.88	6.23	6.85	7.75	6.13	6.78	3.57	4.42	7.71	8.76	5.65	5.95
9 months	8.47	8.62	6.53	6.88	9.91	10.26	5.83	6.18	7.06	7.86	6.06	6.71	3.60	4.45	7.39	8.54	5.80	6.10
1 year	8.34	8.49	6.52	6.87	9.94	10.34	5.93	6.28	7.20	8.00	6.06	6.66	3.63	4.48	7.48	8.53	5.90	6.20
2 years	8.42	8.62	6.66	7.11	9.95	10.40	6.19	6.49	7.26	8.11	5.97	6.77	3.58	4.63	8.34	8.84	6.19	6.64
3 years	8.44	9.04	6.32	7.87	9.79	10.94	6.28	7.18							8.35	9.05	6.19	6.99
5 years	8.65	9.25	6.91	8.41	9.81	11.11	7.03	7.98									6.70	7.55

Data as of: 05/05/2025 2:46 PM

# Brent: OPEC+ plant höheren Output

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
	62.17	79.93	74.74	76.45	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

### Pro

- Weitere US-Sanktionen könnten Angebot verknappen.
- US-Sanktionen gegen russische Schattentankerflotte.
- Niedriges Ölpreisniveau macht Förderung für US-Fracker weniger profitabel. US-Output stagniert.

### Contra

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

# Gold: Konsolidierung nach Allzeithoch

## Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Jun-25	Dec-25	Jun-26
Gold (USD/Ounce)	3 263	2 389	2 625	2 568	3 200	3 000	3 000

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

### Pro

- ETCs wechseln zum Jahresbeginn 2025 wieder auf die 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 30 t oder 33 % hinter Q1/24 zurück.
- Sehr hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von rund 40 Mrd. USD.
- US-Inflation dürfte (u.a. wegen Zollpolitik) auf hohem Niveau bleiben – Zinssenkungsspielraum der Fed damit sehr begrenzt.

# Marktdatenübersicht Rohstoffe

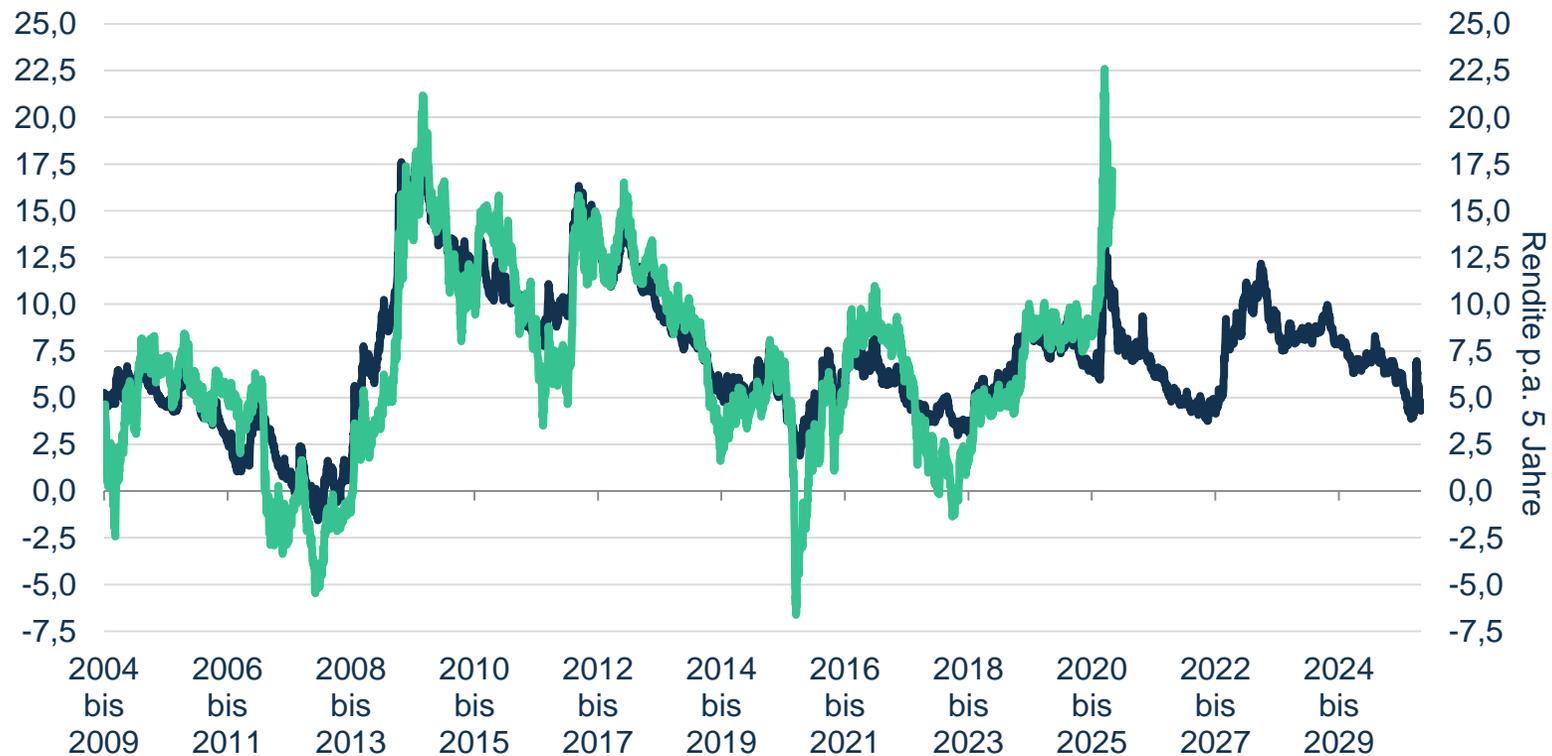
Energy (Spot)	Unit	2-May-2025	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	61.36	-18.70	-19.26	-26.71	-17.90	87.90	61.36
Crude Oil WTI	USD/bbl	59.67	-17.26	-18.84	-25.96	-17.63	85.19	59.55
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	3 263	4.40	15.74	41.75	24.30	3 426	2 294
Silver	USD/oz	32.37	-4.44	3.44	23.37	11.97	34.51	26.50
Platinum	USD/oz	971	-0.92	0.73	2.43	6.24	1 065	910
Palladium	USD/oz	954	-3.05	-5.07	2.25	4.95	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 432	-2.37	-7.30	-3.82	-4.70	2 768	2 225
LME Copper	USD/MT	9 366	-3.45	2.93	-4.10	6.81	10 889	8 613
LME Lead	USD/MT	1 935	-1.78	-0.57	-11.26	-0.90	2 344	1 842
LME Zinc	USD/MT	2 608	-6.22	-6.84	-9.65	-12.46	3 175	2 558
LME Tin	USD/MT	30 698	-19.05	2.59	-0.88	5.55	37 921	27 950
LME Nickel	USD/MT	15 480	-3.03	1.79	-16.99	0.99	21 615	14 084

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 02.05.2025)

# 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



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

— tatsächliche DAX-Performance p.a.

### 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

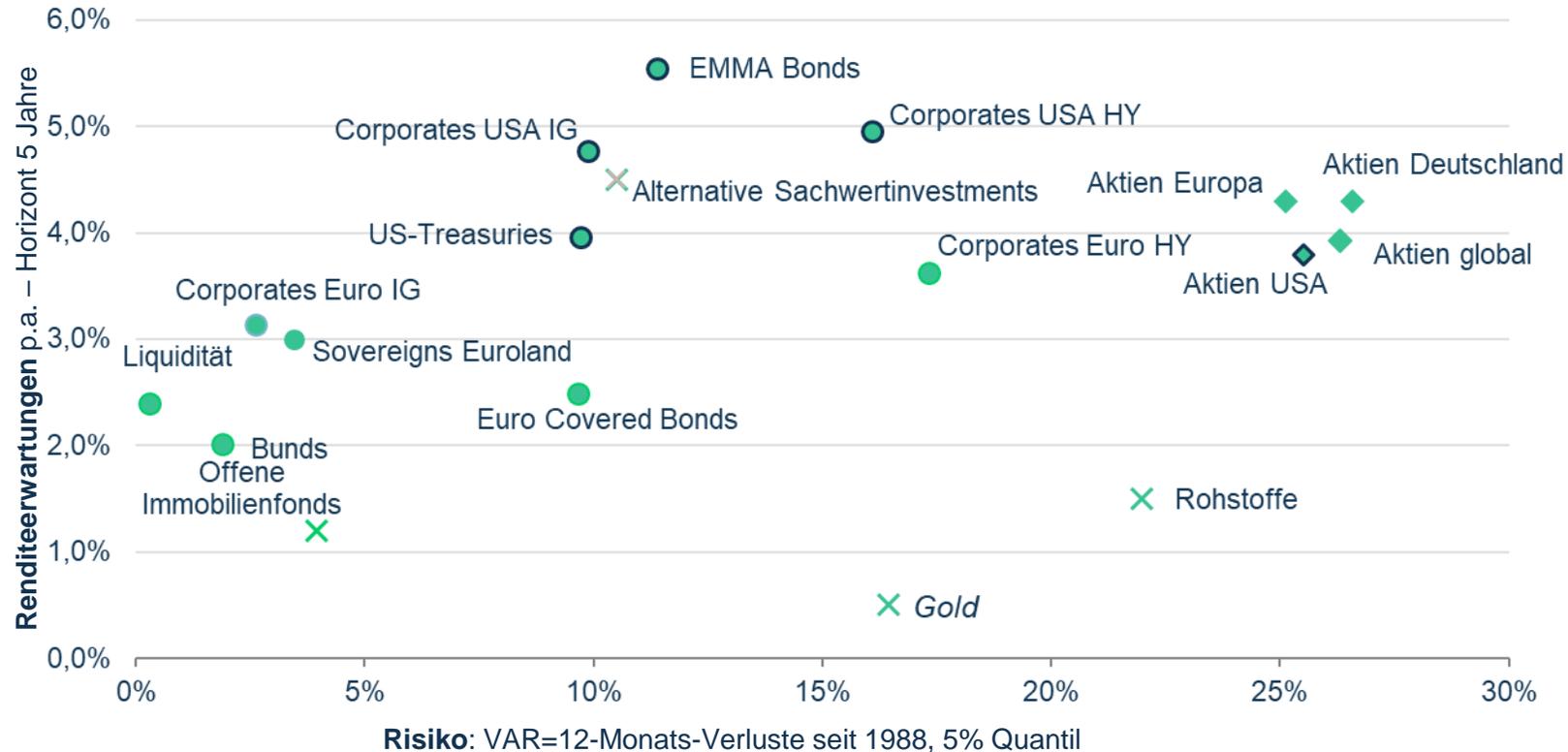
**4,3 %** p.a. (inkl. Dividenden)  
Renditeerwartung

5 Jahre

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 05.05.2025. 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

02.05.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,70	1,66	1,75	1,86	1,98	2,09	2,20	2,31	2,41	2,50	2,83	2,89	2,87	2,94
France	1,83	1,88	2,06	2,25	2,44	2,61	2,79	2,94	3,09	3,22	3,63	3,80	3,93	4,09
Italy	1,90	1,93	2,14	2,39	2,64	2,88	3,10	3,29	3,46	3,61	4,15	4,35	4,47	4,60
Spain	1,86	1,86	2,02	2,21	2,39	2,57	2,74	2,90	3,05	3,20	3,72	3,92	4,02	4,06
Netherlands	1,88	1,83	1,88	1,99	2,13	2,26	2,39	2,51	2,61	2,70	2,97	3,07	3,07	3,03
Austria	1,81	1,85	2,00	2,15	2,31	2,47	2,61	2,75	2,87	2,98	3,32	3,42	3,45	3,49
Belgium	1,91	1,88	1,97	2,13	2,31	2,48	2,64	2,79	2,92	3,04	3,51	3,80	3,96	4,00
Ireland	1,72	1,77	1,89	2,05	2,20	2,35	2,50	2,63	2,74	2,84	3,17	3,31	-	-
Portugal	1,88	1,80	1,86	2,00	2,18	2,36	2,55	2,73	2,89	3,05	3,59	3,85	3,96	3,98
Finland	1,84	1,84	1,97	2,13	2,29	2,45	2,59	2,73	2,85	2,96	3,30	3,40	3,43	3,49
EUR Swap in %	1,96	1,89	1,96	2,04	2,12	2,19	2,26	2,32	2,38	2,43	2,57	2,56	2,49	2,42

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												
02.05.2025	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	1,87	2,25	2,47	2,62	2,75	2,85	2,93	3,00	3,07	3,12		
AA-	1,87	2,27	2,51	2,68	2,81	2,92	3,01	3,08	3,15	3,21		
A+	1,92	2,35	2,59	2,77	2,90	3,01	3,11	3,19	3,26	3,33		
A	1,96	2,40	2,66	2,84	2,99	3,10	3,20	3,29	3,36	3,43		
A-	2,02	2,45	2,70	2,88	3,02	3,13	3,23	3,31	3,38	3,45		
BBB+	2,02	2,48	2,76	2,95	3,10	3,22	3,32	3,41	3,49	3,56		
BBB	2,17	2,64	2,92	3,12	3,27	3,39	3,50	3,59	3,67	3,74		
BBB-	2,48	2,92	3,17	3,35	3,49	3,61	3,70	3,79	3,86	3,93		
BB+	3,09	3,66	3,98	4,22	4,40	4,54	4,67	4,78	4,87	4,96		
BB	3,65	4,07	4,32	4,50	4,64	4,75	4,84	4,92	5,00	5,06		
BB-	4,09	4,54	4,80	4,98	5,12	5,24	5,34	5,42	5,50	5,56		
B+	4,53	4,87	5,07	5,21	5,32	5,41	5,49	5,56	5,61	5,67		
B	4,65	5,16	5,24	5,30	5,34	5,38	5,41	5,43	5,46	5,48		
B-	4,74	5,55	6,02	6,36	6,62	6,83	7,01	7,16	7,30	7,42		
EUR Swap in %	1,96	1,89	1,96	2,04	2,12	2,19	2,26	2,32	2,38	2,43		

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

02.05.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,07	2,37	2,55	2,68	2,78	2,86	2,93	2,99	3,04	3,09
AA-	2,18	2,46	2,62	2,73	2,82	2,90	2,96	3,01	3,06	3,10
A+	2,12	2,51	2,73	2,90	3,02	3,13	3,21	3,29	3,35	3,41
A	2,18	2,52	2,72	2,86	2,97	3,06	3,14	3,20	3,26	3,31
A-	2,29	2,64	2,84	2,99	3,10	3,20	3,27	3,34	3,40	3,45
BBB+	2,32	2,71	2,94	3,11	3,23	3,34	3,43	3,50	3,57	3,63
BBB	2,55	2,90	3,11	3,26	3,37	3,46	3,54	3,61	3,67	3,72
BBB-	2,94	3,15	3,27	3,36	3,43	3,48	3,53	3,57	3,61	3,64
EUR Swap in %	1,96	1,89	1,96	2,04	2,12	2,19	2,26	2,32	2,38	2,43

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

02.05.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,07	2,18	2,38	2,43	2,50	2,62	2,78				3,00
AT	2,10	2,22	2,36	2,49	2,62	2,70	2,71	2,86	3,01	3,08	3,28
BE	2,10	2,16	2,34	2,49	2,54	2,68	2,78	2,98			
CA	2,11	2,13	2,35	2,40	2,57	2,64	2,73	2,80	2,92	3,16	3,09
DK	2,24	2,17	2,47	2,35	2,53	2,82	2,81				
FI	2,10	2,22	2,31	2,49		2,70	2,72	2,77	3,03		
FR	2,07	2,18	2,35	2,49	2,61	2,76	2,87	2,97	3,03	3,16	3,19
DE	2,10	2,14	2,25	2,39	2,50	2,60	2,68	2,78	2,86	2,97	3,07
GR											
IE											
IT	2,15	2,27	2,48	2,60	2,64	2,78	2,90	3,04	3,24	3,09	3,31
LU					2,40						
NL	2,09	2,15	2,30	2,45	2,64	2,77	2,86	2,84	2,96		
NZ	2,11	2,10	2,33		2,45	2,56		2,85			
NO	2,10	2,22	2,36	2,47	2,55	2,66	2,77		2,86		
PL											
PT	2,09		2,35		2,66	2,64				3,09	
SG	2,30	2,25				2,71				3,17	
ES	2,07	2,16	2,31	2,45	2,51	2,62	2,78	2,89	2,93		3,18
SE	2,12	2,18	2,31		2,56	2,71	2,78		3,01		
CH		2,22		2,49		2,72					
UK	2,11	2,10	2,36	2,50	2,54		2,87		2,83		
JP	2,11	2,13		2,59	2,58						
KR	2,16	2,14	2,34	2,39	2,48	2,63					
SK	2,33	2,36	2,46	2,68	2,52						
EUR Sw ap in %	1,96	1,89	1,96	2,04	2,12	2,19	2,26	2,32	2,38	2,43	2,47

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.

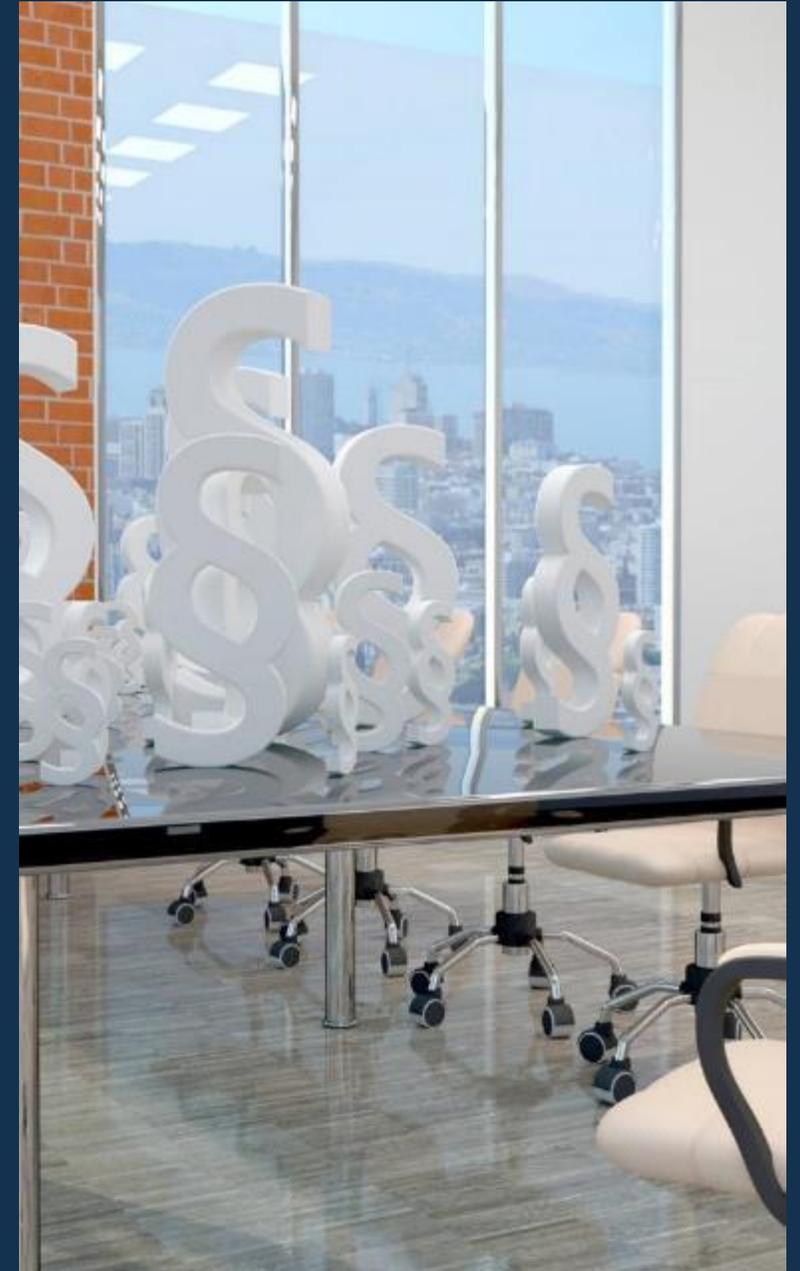
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

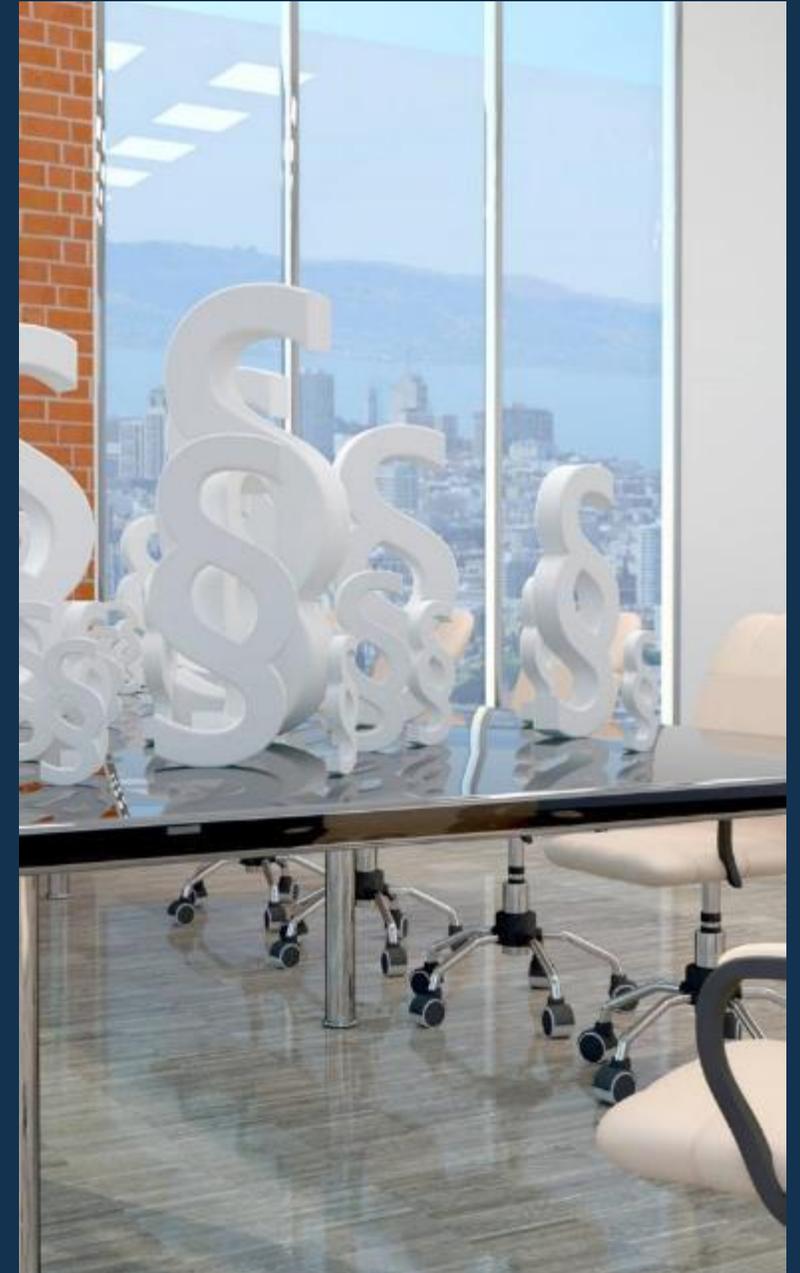
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## 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:

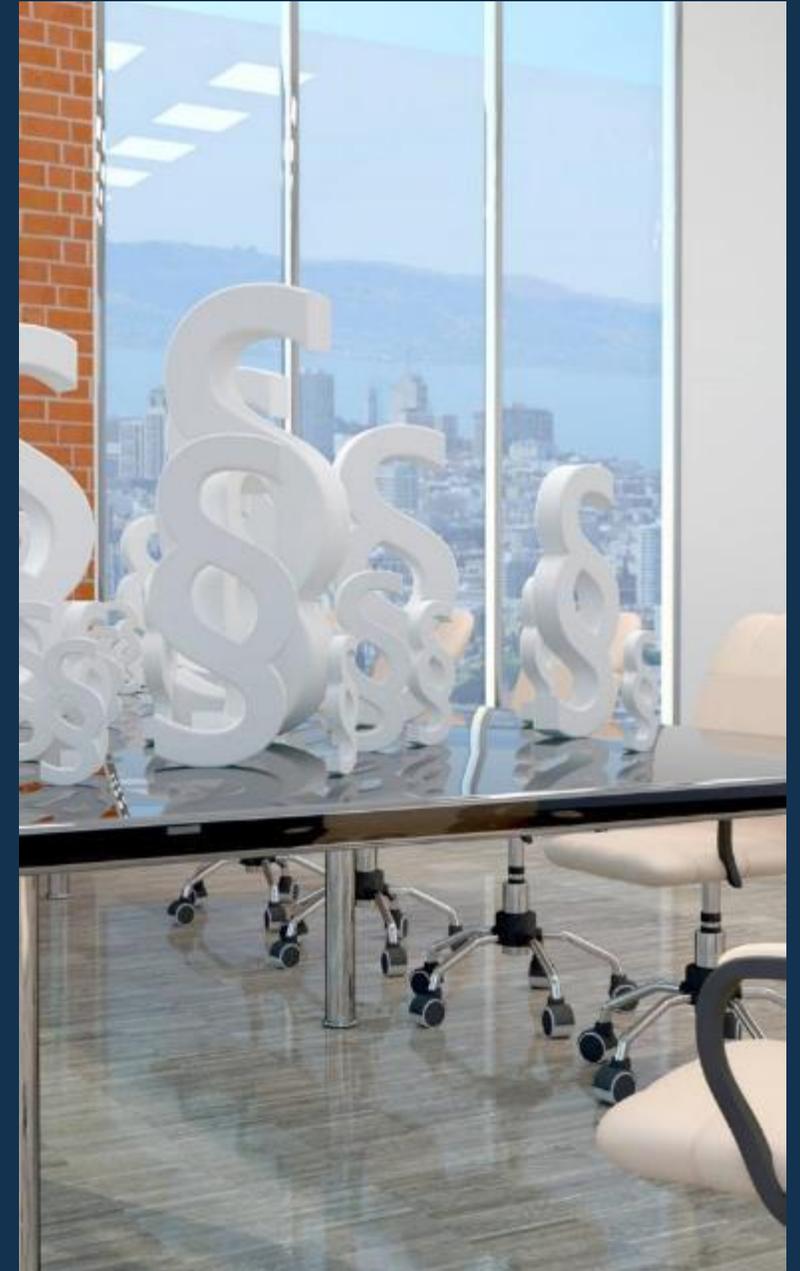
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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 Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Erstellt am: #RELEASE\_DATE#

