

Neues Schaffen

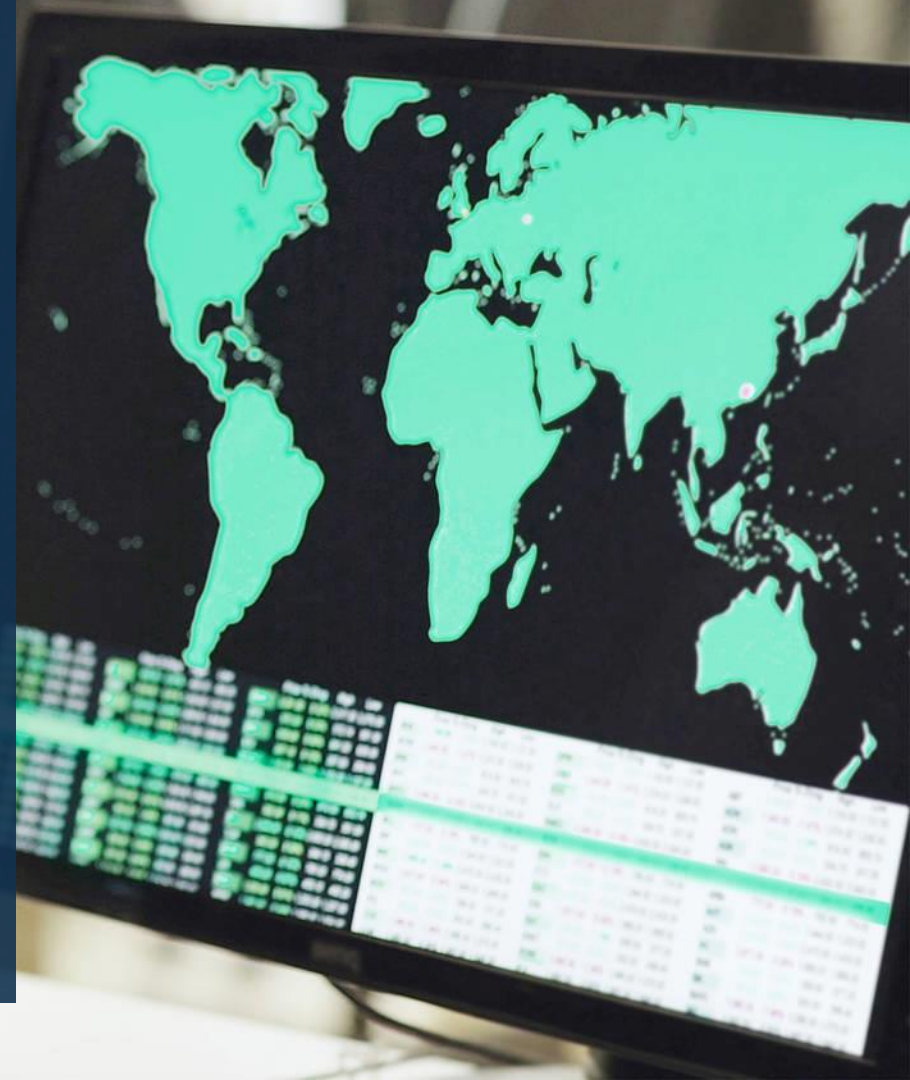
LB≡BW

Kapitalmarktkompass Januar

Ist Venezuela nur der Anfang?

13.01.2026

Makro | Zinsen | Credits | Aktien



Video zum Kapitalmarktkompass

Youtube-Kanal der LBBW

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

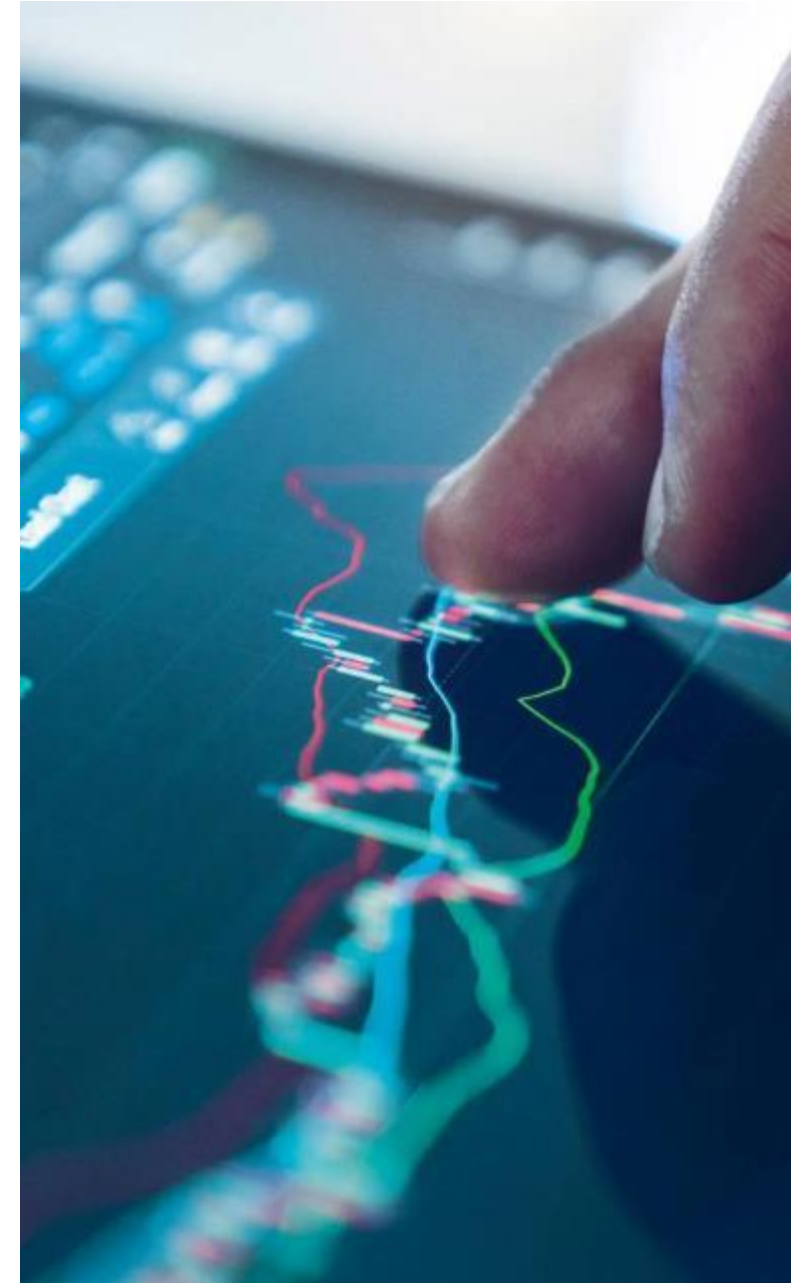
Link zum Video:

<https://youtu.be/UcHQnuKCl3s>



Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Ist Venezuela lediglich ein Anfang?	11
03	Makro: Produktivität schlägt Zölle	23
04	Zinsen: Notenbanken halten (vorerst) still	36
05	Credits: Rekordjahr 2025 für neue Anleihen	51
06	Aktien: The trend is your friend – Risiken sind aber nicht zu übersehen	59
07	Prognosen und Asset Allokation: Märkte anfällig für Korrektur	65
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	75



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

» Vielfach ist die Industrie schon weiter als die Politik.«

Das neue Jahr beginnt an den Aktienmärkten freundlich. Der Anstieg vollzieht sich moderat und entlang einer „Mauer von Sorgen“, wie ein altes Börsenbild lautet. Die Nachrichtenlage ist gemischt. Geopolitik dominiert: Venezuela und Grönland. Auch die Ukraine und China gilt es im Blick zu behalten. Und Deutschland? Alle hoffen auf 2026. Jetzt muss geliefert werden! Die Startposition ist gut: Die Zinsen sind moderat, die Inflation ist stabil, und – wichtig – die Erwartungen sind niedrig. Wer erwartet noch etwas von Deutschland? Ich gebe zu, dass auch mein Optimismus oft mäßig war. Aber ist es nicht schon früher so gewesen, dass dann dieses Land seine Stärke unter Beweis gestellt hat? Konzentration auf das Wesentliche; Unternehmen, die ihre Märkte kennen; Fachkräfte, die ihre Arbeit erledigen. Unspektakulär, aber solide und genau darum erfolgreich.

Die wichtigsten Termine 2026

1. Quartal				2. Quartal				3. Quartal				4. Quartal			
Januar	Februar	März	April	Mai	Juni	Juli	August	September	Oktober	November	Dezember				
KW4	World Economic Forum														
	28.1.	Erster FOMC-Zinsentscheid 2026**													
	5.2.	Erster EZB-Zinsentscheid 2026*													
	13.-15.2.	Münchner Sicherheitskonferenz													
		8.3.	Landtagswahlen in Baden-Württemberg												
		22.3.	Landtagswahlen in Rheinland-Pfalz												
		Mitte März	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs***												
			Apr.	Parlamentswahlen in Ungarn											
				15.5.	Fed: Amtszeit von Notenbankchef Powell endet										
					11.6.-19.7.	FIFA Fußball-WM in USA, Kanada und Mexiko									
					15.-17.6.	G7-Gipfel in Frankreich									
					17.6.	Erster FOMC-Zinsentscheid unter neuer Führung									
						7./8.7.	NATO-Gipfel in der Türkei								
								6.9.	Landtagswahlen in Sachsen-Anhalt						
								13.9.	Parlamentswahlen in Schweden						
								20.9.	Landtagswahlen in Mecklenburg-Vorpommern und Berlin						
									4.10.	Präsidentenwahlen in Brasilien					
										3.11.	US-Zwischenwahlen				
											G20-Gipfel in Florida	14./15.12.			

* Weitere Termine: 19.3., 30.4., 11.6., 23.7., 10.9., 29.10., 17.12.

** Weitere Termine: 18.3., 29.4., 17.6., 29.7., 16.9., 28.10., 9.12.

***Weitere Gipfel-Termine im Juni, Oktober und Dezember

Quellen: Wikipedia, Notenbanken, LBBW Research

Die wichtigsten Termine im Januar

KW1				KW2			KW3						KW4						KW5													
Do 1	Fr 2	Sa 3	So 4	Mo 5	Di 6	Mi 7	Do 8	Fr 9	Sa 10	So 11	Mo 12	Di 13	Mi 14	Do 15	Fr 16	Sa 17	So 18	Mo 19	Di 20	Mi 21	Do 22	Fr 23	Sa 24	So 25	Mo 26	Di 27	Mi 28	Do 29	Fr 30	Sa 31		
						7.1.	EWU-Inflation Dezember																									
								9.1.	US-Arbeitsmarktbericht Dezember																							
												13.1.	Beginn US-Unternehmensberichtssaison Q4 2025																			
												13.1.	US-Inflation Dezember																			
														15.1.	BIP Deutschland 2025																	
																		19.1.	Ecofin-Treffen													
																		KW4	World Economic Forum in Davos													
							USA: Oberster Gerichtshof verhandelt über Klage von Fed-Gouverneurin Cook gegen Entlassung										21.1.															
																									26.1.	ifo-Geschäftsklima Januar						
																											28.1.	Fed-Zinsentscheid				
																										BIP USA Q4 2025		29.1.				
																										BIP EWU Q4 2025		29.1.				

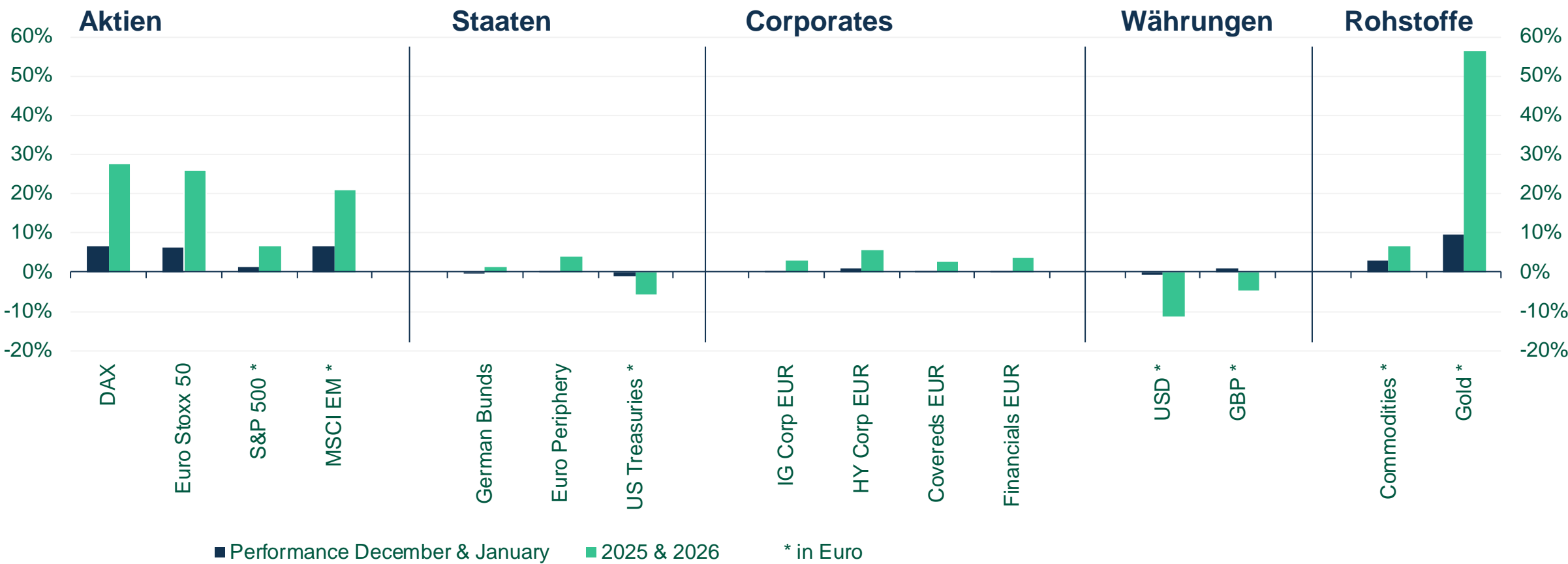
- Die Fed legt auf ihrer ersten Sitzung des Jahres wahrscheinlich eine Pause ein. Besonders im Fokus stehen die Arbeitsmarktdaten.
- Der Oberste Gerichtshof der USA verhandelt über die Klage der Fed-Gouverneurin Lisa Cook gegen ihre (ausgesetzte) Entlassung.
- Bei der Unternehmensberichtssaison für Q4 2025 dürften erneut die US-Technologiekonzerne im Fokus stehen.
- Die US-Wirtschaft dürfte im vierten Quartal dank Rückenwinds vom Außenhandel erneut solide gewachsen sein.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Performance 2025 & 2026: Gold glänzt weiterhin

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research



Außenpolitik: Die USA versuchen Ihren Machtbereich auszuweiten – *Wie reagiert China?*

Trump greift nach Grönland:
Kauf oder militärischer Druck?

Europa wirkt
schwach und
uneinig

Kanada soll nach gewissen
Vorstellungen Trumps
Bundesstaat der USA werden

Anhebung der Ausgaben für
Verteidigung von knapp 1 Bio. USD
auf 1,5 Bio. USD ab 2027

Trump erwägt militärische Schläge
gegen mexikanische Drogenkartelle
auf mexikanischem Boden

Entführung Maduros,
Druck auf Kuba und Kolumbien

Beschlagnahme
eines russischen
Öltankers
im Nordatlantik

Luftschläge
in Nigeria

Unterstützung
eines Regimewechsels
in Iran

Wie reagiert China auf
die weltpolitischen
Veränderungen?

Venezuela, Kuba und Iran
sind Partnerländer Chinas

„Donroe-Doktrin“

Trump strebt Vormachtstellung der USA
auf dem gesamten amerikanischen
Doppelkontinent an



Innenpolitik: Trump gibt weiter Vollgas

Der Staat bin ich!

 Handelsblatt

Trump und die Fed: Der nächste große Härtetest für die Wall Street



WELT

<https://www.welt.de> › Wirtschaft

Trump ordnet massive Käufe von Hypothekenanleihen an

vor 3 Tagen — Nun hat Trump den Ankauf von Hypothekenanleihen angeordnet, um damit Immobilienkredite günstiger zu machen. Er weise „seine Vertreter“ an, ...

 Handelsblatt

+++ USA +++: Trump fordert einjährige Obergrenze für Kreditkartenzinsen auf zehn Prozent



tagesschau.de

<https://www.tagesschau.de> › Ausland › Amerika

Trump will Militärausgaben drastisch erhöhen

Die Zeiten seien "unruhig und gefährlich". Deshalb will US-Präsident Trump für 2027 die **Verteidigungsausgaben** massiv erhöhen - auf 1,5 Billionen Dollar.



Tagesspiegel

<https://www.tagesspiegel.de> › Internationales

Beamter der Einwanderungsbehörde erschießt Frau

vor 21 Stunden — Nach dem Schuss eines ICE-Beamten auf die 37-jährige Good steht die US-Einwanderungsbehörde erneut im Fokus. Landesweit gab es mehr als 1000 ...

02

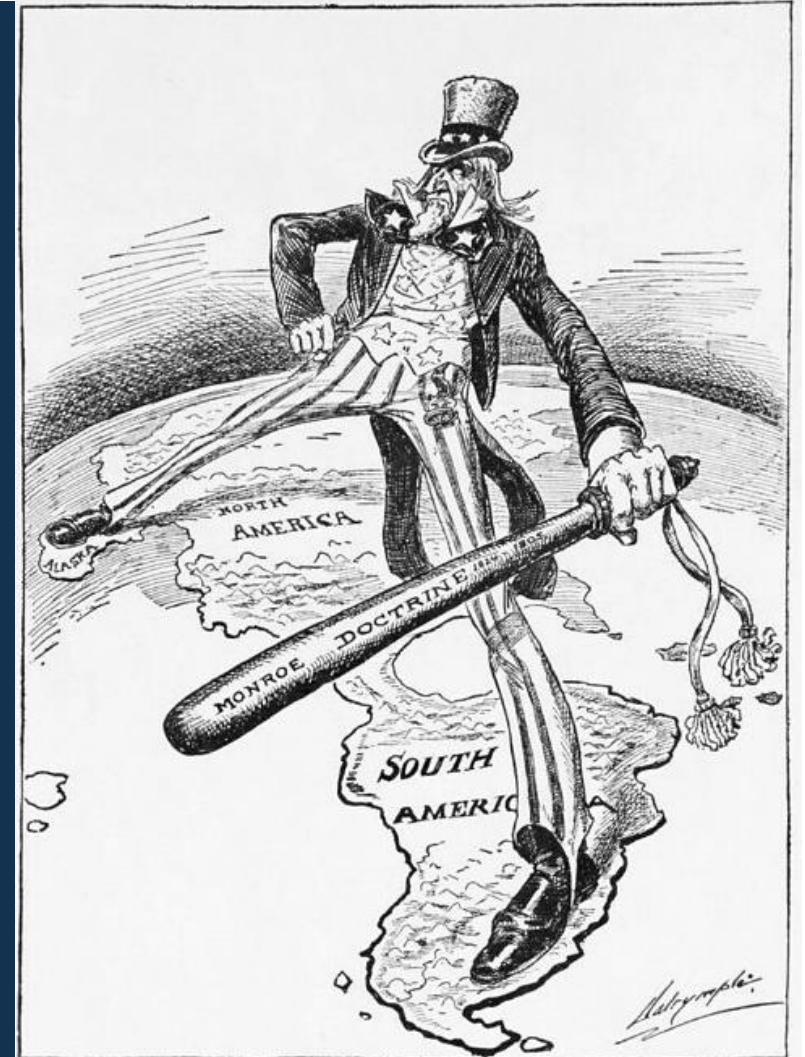
Sonderthema: Ist Venezuela lediglich ein Anfang?

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

Die Wiederbelebung der Monroe-Doktrin

Südamerika als „exklusive Einflusszone“ der USA

- Die 1823 formulierte Monroe-Doktrin wendete sich gegen die europäischen Kolonialmächte. Diese sollten die Freiheit der (süd-) amerikanischen Staaten respektieren. Die USA würden eingreifen, wenn erneut versucht werden sollte, südamerikanische Länder unter den Einfluss Europas zu bringen.
- Später erhielt die Doktrin Ergänzungen. Aus dem Freiheitsgedanken wurde ein „exklusives Recht“ der USA auf Interventionen in ihrer „Einflusszone“ Südamerika. Die USA waren Kolonialmacht geworden.
- Trump reaktiviert nun die Monroe-Doktrin im Rahmen der Nationalen Sicherheitsstrategie (NSS) und erweitert sie zur „Donroe-Doktrin“. Die USA sehen Südamerika als ihre exklusive Einflusszone an, in der sie den Einfluss „fremder Mächte“ zurückdrängen wollen. Die USA sollen hier die unangefochtene Dominanz wirtschaftlich, politisch und militärisch anstreben, auch wenn dies in vielen Fällen als schwierig anerkannt wird. Strategische Teile (z.B. d. Panamakanal) sollen unter US-Kontrolle stehen. Der Text lässt annehmen, dass hierzu auch der Einsatz militärischer Mittel angezeigt ist.
- Ansonsten sind wohl alle Mittel (Zusammenarbeit, wirtschaftliche Unterstützung, Zölle, Sanktionen, finanzieller Druck, Geheimdienstaktionen, Einfluss auf die Innenpolitik, ...) erlaubt und gefordert, die den US-Einfluss auf die Länder Südamerikas erhöhen und die US-Dominanz hier „wiederherstellen“.
- Damit wenden sich die USA klar gegen China, das seinen Einfluss in der Region deutlich ausgebaut hat. China ist inzwischen wichtigster Handelspartner der meisten südamerikanischen Staaten und hat im Rahmen seiner „Belt-and-Road-Initiative“ (BRI) viel in die Infrastruktur zahlreicher Länder investiert.
- Die Intervention in Venezuela passt in die „Donroe-Doktrin“. Das Vorgehen impliziert einen privilegierten Zugriff der USA auf die Ölreserven des Landes. Darüber hinaus ist die Gefahr eines Aufbaus chinesischer (oder russischer) Militärbasen im Land, also in der Nähe des Panamakanals und des Golfs von Mexiko, unvereinbar mit den Sicherheitsforderungen der neuen NSS.
- Dies schürt nun Ängste über mögliche weitere solcher Aktionen in vielen anderen Ländern der Region.

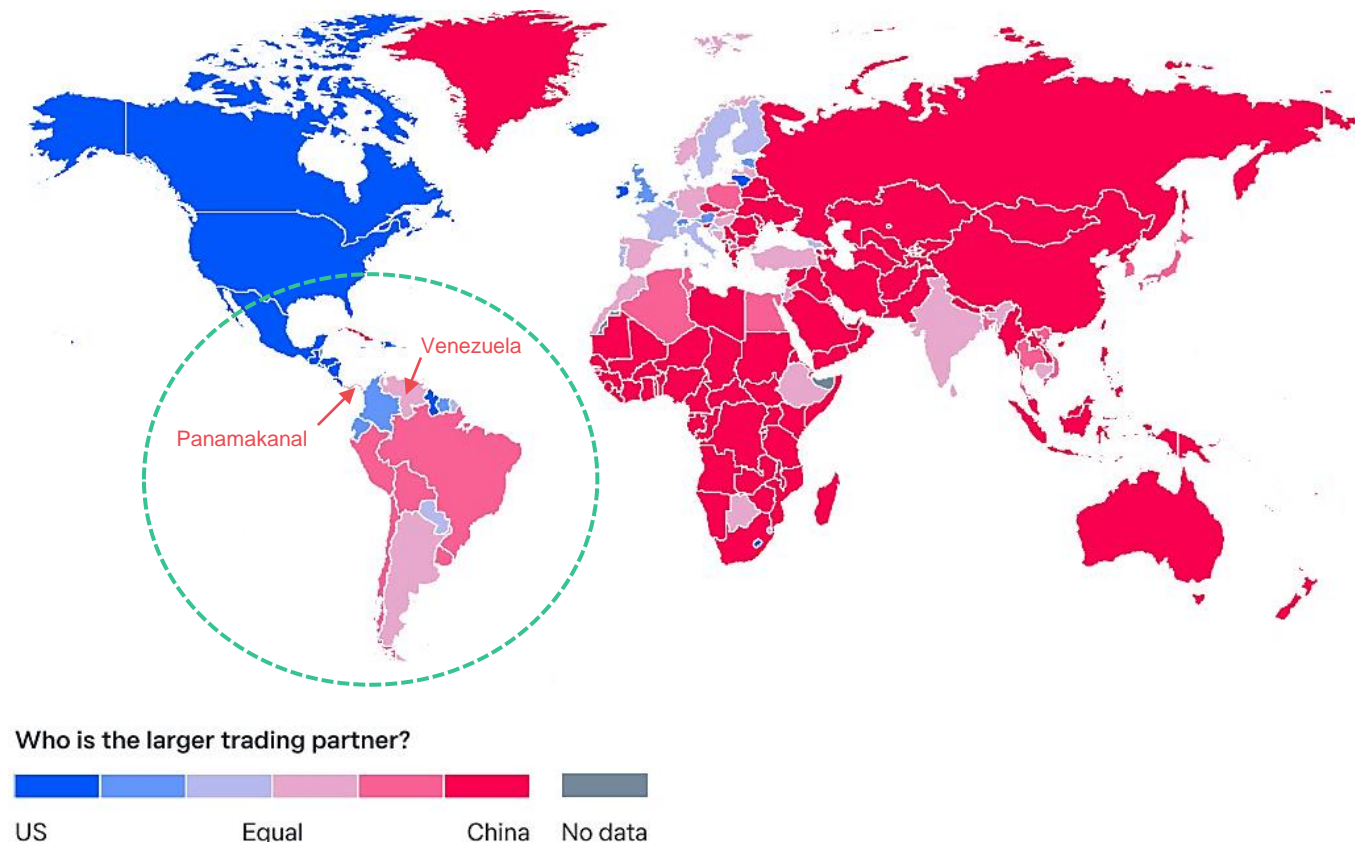


Quellen: Wikipedia, LBBW Research

Die Rückgewinnung der „US-Dominanz“ in ganz Lateinamerika dürfte schwierig werden

USA oder China: Wer ist bedeutendster Handelspartner?

Daten von 2023



- Vor 20 Jahren waren die USA für nahezu alle lateinamerikanischen Staaten wichtigster Handelspartner.
- Die Region war für die USA und für US-Unternehmen dann aber nur noch von relativ geringem Interesse.
- Das Engagement in der Indo-Pazifik-Region ging eindeutig vor.
- China hat dies genutzt. Chinesische Unternehmen investierten viel in der rohstoffreichen Region.
- So ist das „Reich der Mitte“ strategischer Rivale im „Hinterhof“ der USA geworden und an diesen vorbeigezogen.
- Auch die EU versucht, hier Fuß zu fassen, so über das Mercosur-EU-Abkommen.

China dürfte kaum zu verdrängen sein

Mitgliedsstaaten Belt-and-Road-Initiative:

- Im Rahmen der Belt-and-Road-Initiative (BRI) hat China viel in die latein-amerikanische Infrastruktur investiert. China lässt sich nicht einfach aus der Region verdrängen. Für viele – auch demokratische – Staaten der Region ist das „Reich der Mitte“ zudem wichtigster Handelspartner.
- Dies gilt auch für „Verbündete“ der USA wie Argentinien unter Javier Milei. Die wirtschaftlichen Beziehungen zu China haben sich herausgebildet, weil die Rahmenbedingungen dies begünstigten.
- US-Unternehmen waren nicht im gleichen Maße wie chinesische bereit, in die Infrastruktur Lateinamerikas und die dortige Rohstoffgewinnung zu investieren und den Markt zu erschließen.
- Die „Donroe-Doktrin“ lässt sich ohne starken Druck kaum umsetzen: Druck auf die einzelnen Staaten, auf die „fremden Mächte“ und deren Unternehmen und auch Druck auf US-Unternehmen. Es sei denn, die USA wären bereit, eigenen Unternehmen – ähnlich wie China – hohe Fördermittel zukommen zu lassen, um Engagements attraktiv zu machen. Dies käme den US-Steuerzahler teuer zu stehen.
- Die USA können militärisch nicht in Staaten wie Brasilien, Argentinien, Chile usw. intervenieren. Dies widerspräche zudem dem „Heraushalten“ der USA, das Trump seinen in ihrer Mehrheit isolationistischen Wählern versprochen hat.

Quellen: Mural Internacional 2023: The Belt and Road Initiative and China-Latin America Relations, LBBW Research



Die US-Intervention in Venezuela

Was ist bislang passiert?

- Die USA versenkten über Monate aus Venezuela kommende Boote. Nach US-Angaben handelte es sich dabei um Drogenschmuggler. Bewiesen ist dies nicht.
- Zudem brachten die USA einige Öltanker mit venezolanischem Öl auf.
- In einer Militäraktion haben US-Streitkräfte nun Venezuela angegriffen. Dabei wurden Zivilisten, Militärangehörige und Sicherheitsleute getötet.
- Staatspräsident Maduro und dessen Ehefrau wurden festgesetzt und in die USA gebracht. Dort soll ihnen der Prozess wegen Drogen- und Waffenhandels gemacht werden.
- Die USA reklamieren für sich, von nun an für eine unbestimmte Zeit Venezuela „führen“ zu wollen. Wie dies funktionieren soll, ist unklar.
- Es zeichnet sich ab, dass sich die „Führung“ vor allem auf die Ölindustrie bezieht. Unter Einbeziehung von US-Konzernen soll das Öl des Landes für die USA „nutzbar“ gemacht werden.

Wie plausibel ist u.E. die Begründung der Intervention?

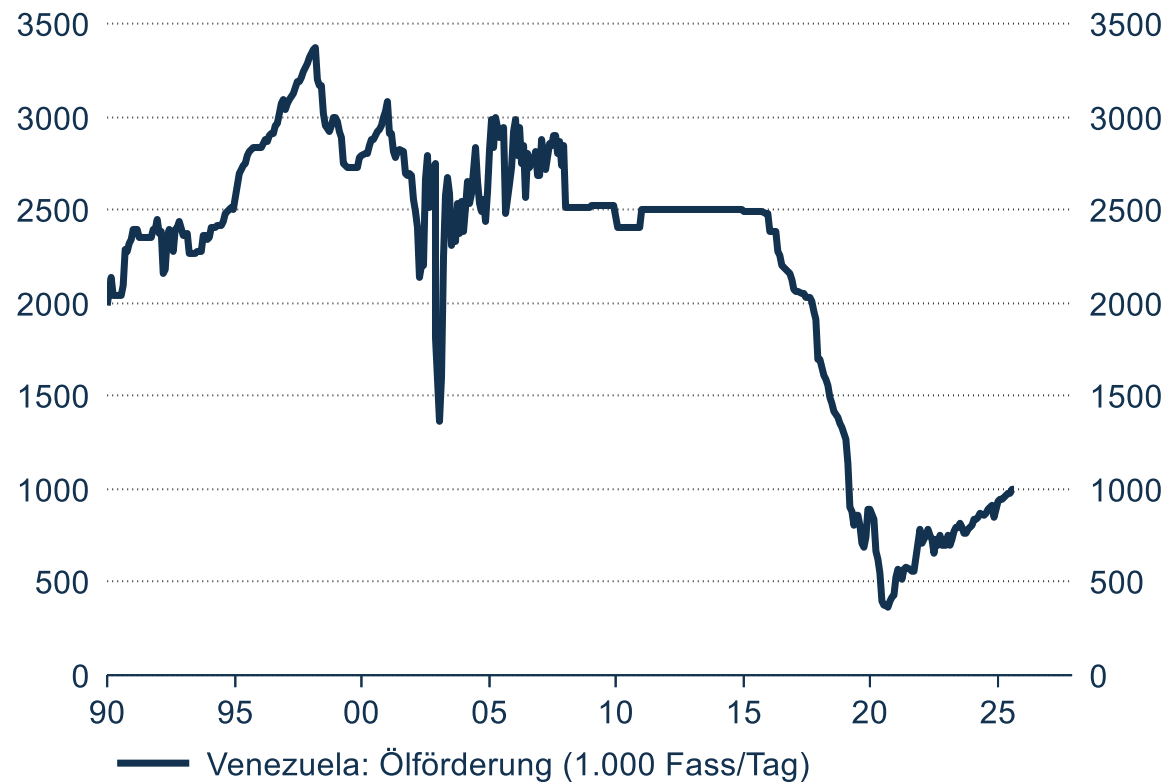
- Venezuela ist wichtiges Transitland für den Drogenschmuggel vor allem nach Europa, z.T. aber auch in die USA. Die „Übernahme“ Venezuelas wird das US-Drogenproblem nicht lösen. Die vor allem aus dem Drogenproduktionsland Kolumbien stammenden Drogenschmuggler werden neue Wege finden, um ihre Absatzmärkte zu beliefern.
- Dies ist auch der US-Regierung klar. Die Vorbereitung der jüngsten Militäraktion durch Angriffe auf Drogenschmuggler diene wohl als Kulisse, um den Coup als Polizeiaktion darstellen zu können. Eine offene Militäraktion hätte der Zustimmung des Kongresses bedurft. Um die parlamentarische Kontrolle zu umgehen, wurde das Ganze als „Polizeiaktion“ mit Militärunterstützung gegen Drogenschmuggler und deren „Drahtzieher“ Maduro vorbereitet und getarnt.
- Ob Maduro in einem fairen Prozess eine persönliche Schuld am Drogenschmuggel nachgewiesen werden kann, bleibt abzuwarten. Angeblich ist die Beweislage hierfür äußerst dünn.
- Dessen ungeachtet ist davon auszugehen, dass in der Tat führende Regierungsmitglieder und Militärs Venezuelas in den Drogenhandel verstrickt sind. Zumindest durch „bewusstes Wegsehen“ hat Maduro dies wohl unterstützt. Aufgrund chronisch leerer Kassen war die Duldung von deren Geschäften aus seiner Sicht wohl notwendig – er musste Gefolgsleuten etwas bieten und sicherte sich deren Loyalität, indem er sie am Drogenhandel verdienen ließ.
- In Militär und Regierung haben vor diesem Hintergrund viele einflussreiche Leute eine hohe Motivation, einen Regimewechsel in Venezuela zu verhindern. Ein solcher würde nicht nur ihr „Geschäftsmodell“ zerstören, sondern könnte auch dazu führen, dass sie von einer neuen, nicht korrupten Regierung auf die Anklagebank in Venezuela oder in den USA gesetzt werden.

Was will Trump?

(1) Venezolanisches Öl

Ölförderung Venezuelas

in 1.000 Fass pro Tag



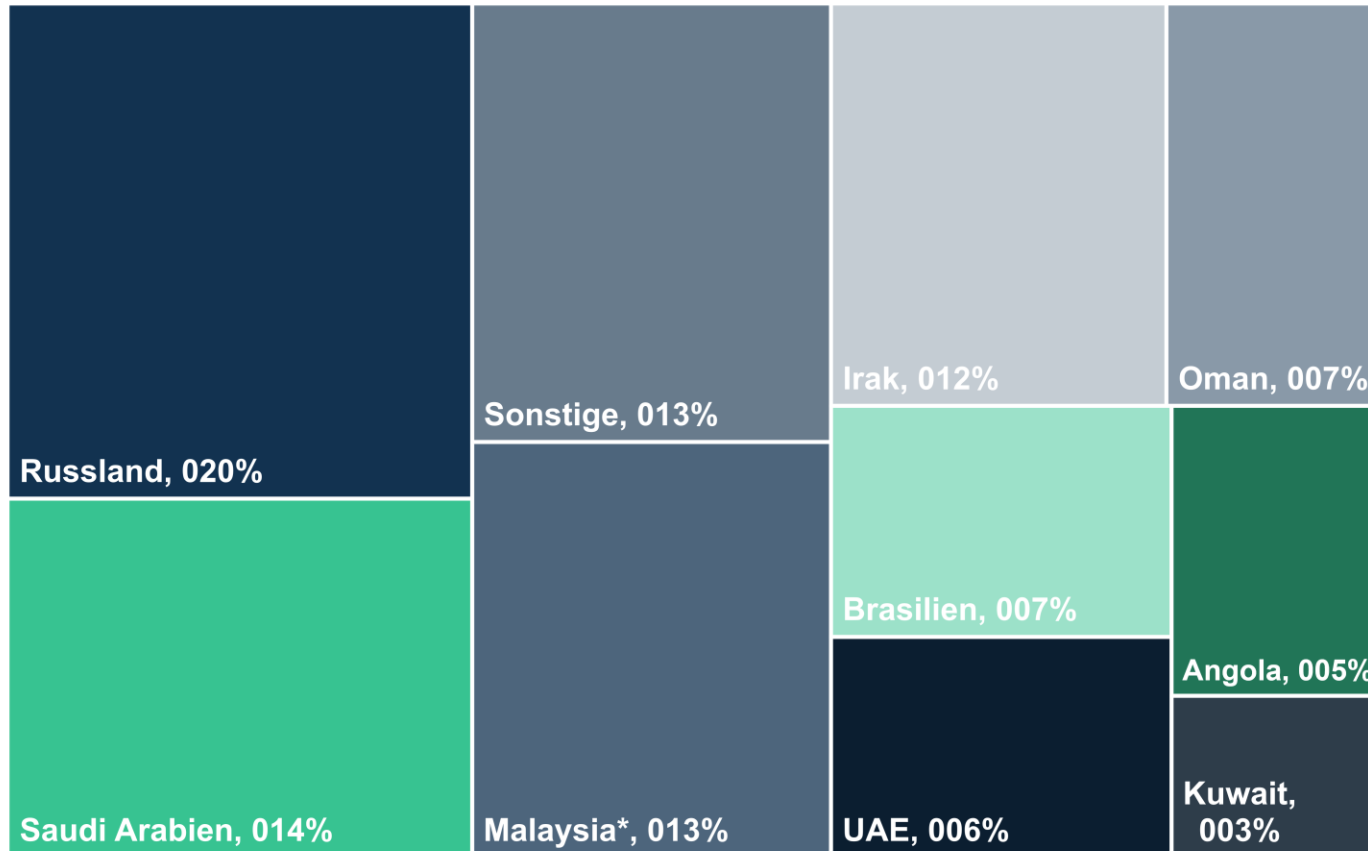
Quellen: LSEG, LBBW Research

- Unter Hugo Chávez (Amtszeit 1999-2013) wurde Venezuelas Öl-industrie verstaatlicht. Leidtragende waren v. a. US-Ölkonzerne.
- Chávez und Nachfolger Maduro verteilten die Öleinnahmen unter ihren Anhängern und investierten kaum in den Erhalt der Produktionsanlagen. Sie ließen diese quasi verrotten..
- Im Zeitablauf führte dies zu einem starken Produktionsrückgang. In Verbindung mit einer allgemeinen Verstaatlichungspolitik verarmte das Land zusehends. Venezuela verfügt über enorme Ölreserven, spielt auf dem Weltmarkt aber nur eine untergeordnete Rolle.
- Aus diesem Grund ist die weltwirtschaftliche Bedeutung Venezuelas sehr gering. Die US-Militäraktion provozierte deswegen kaum Reaktionen an den Rohstoff- und Finanzmärkten.
- Mit Investitionen ließe sich die Ölförderung erheblich steigern – die Förderung lag schon einmal bei 3,5 Mio. Barrel pro Tag.
- Trump pocht nun auf „Entschädigung“ enteigneter US-Konzerne, indem er die Kontrolle über die Förderung des venezolanischen Öls für die US-Wirtschaft reklamiert. Dass die erhofften Profite weit über dem damals entstandenen „Schaden“ liegen dürften, versteht sich.

Trump beendet langjährige (Öl-) Allianz zwischen Peking und Caracas

China: Ölimporte nach Ländern

%-Anteile, 2024



Quelle: General Administration of Customs China, Financial Times, LBBW Research;

*Der hohe Anteil Malaysias ist nicht aus Eigenproduktion zu erklären. Das Land dürfte stattdessen als Umschlagplatz für Öl aus dem Iran und Venezuela dienen.

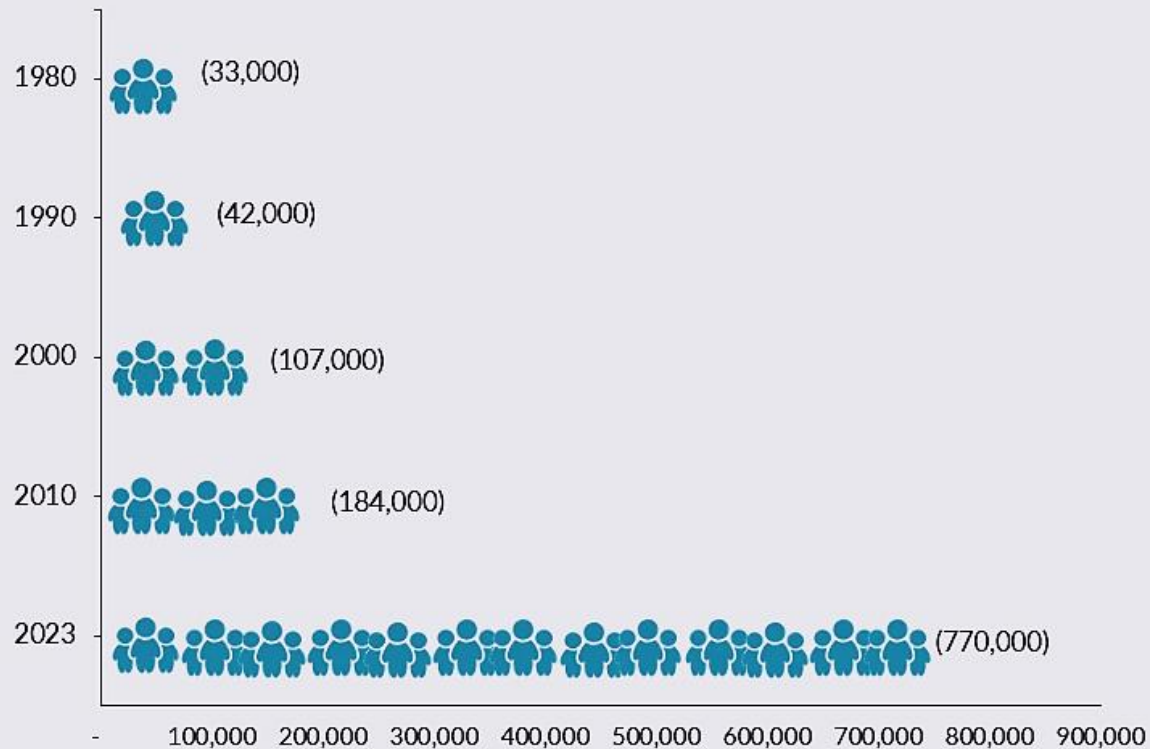
- Mit der US-Intervention in Venezuela verliert China einen wichtigen strategischen Verbündeten in der Region sowie den Zugang zu den dortigen Ölreserven.
- Während Venezuela (ähnlich wie der Iran) aufgrund von US-Sanktionen nicht als offizieller Öllieferant in der chinesischen Zollstatistik aufscheint, gibt es zahlreiche Indizien, dass Malaysia als Umschlagplatz für sanktioniertes Öl fungiert.
- Schätzungen zufolge stammen rund 5 % von Chinas Ölimporten aus dem südamerikanischen Land.
- Trump kündigte zwar an, den Ölexport nach China weiter aufrecht halten zu wollen. Wie lange bzw. in welchem Umfang dies gilt, ist aber fraglich.
- Der Wegfall venezolanischen Öls dürfte kurzfristig kaum Auswirkungen auf Chinas Wirtschaft haben. Zum einen besitzt China massive Ölreserven, die es zur Überbrückung aktivieren kann. Zum anderen dienen höhere Importe aus Russland und der Golfregion als Alternative.
- Im Blick zu behalten ist die Lage im Iran. Sollte das dortige Regime stürzen und der Ölexport von dort ins Stocken geraten, würde dies schätzungsweise zehn bis 15 % der chinesischen Importe beeinträchtigen.

Was will Trump?

(2) Stopp der Immigration aus Venezuela

In den USA lebende Venezolaner

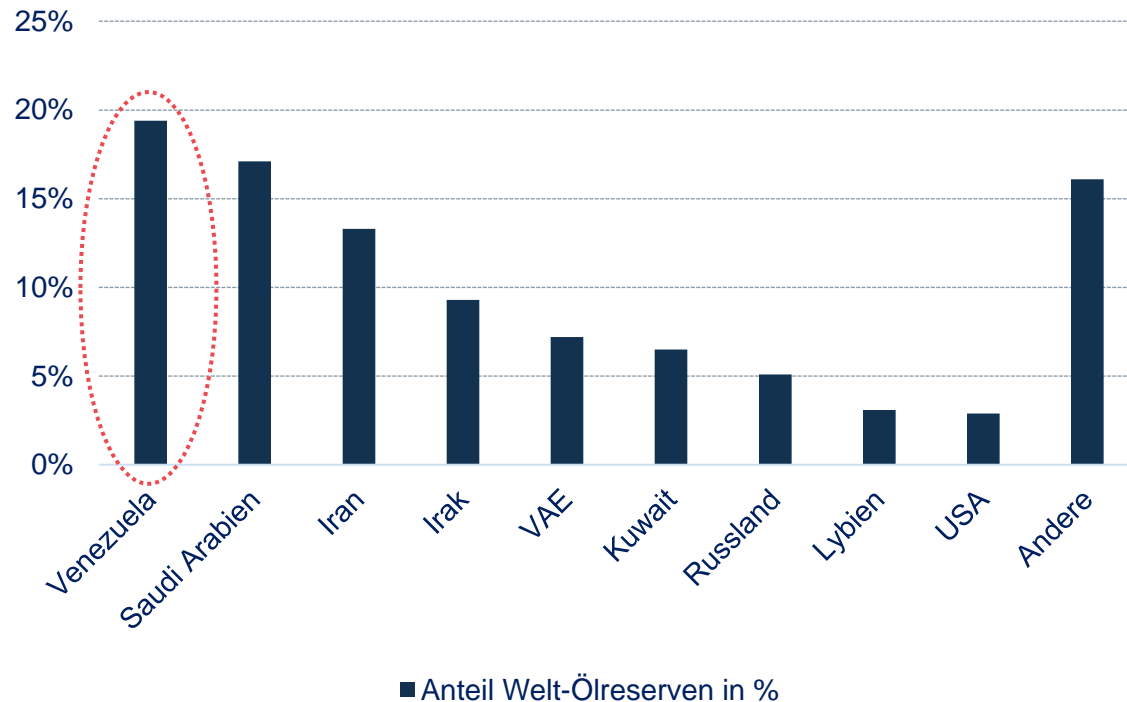
Anzahl



- Die wirtschaftliche Not und die Unterdrückung durch Chávez und Maduro haben geschätzt insgesamt etwa acht Millionen Venezolaner aus dem Land getrieben.
- Seit 2010 zählen die Venezolaner zur am schnellsten wachsenden Immigrantengruppe in den USA.
- Trump möchte diesen Trend stoppen und nach Möglichkeit in den USA befindliche Venezolaner in ihr Heimatland zurückschicken.
- Dazu braucht er die Kooperation der venezolanischen Regierung.

Wie geht es weiter in Venezuela, ...

Anteil Venezuelas an den Ölreserven der Welt in % (2024)



Quellen: OPEC, Statista, LBBW Research

Wiedereinführung der Demokratie?

- Wollte Trump die Demokratie in Venezuela wiedereinführen, müsste er Mitglieder der Opposition an die Regierung bringen. Oppositionsführerin und Friedensnobelpreisträgerin Machado hat er als „ungeeignet“ abgelehnt. Stattdessen liebäugelt er mit der bisherigen Vizepräsidentin Delcy Rodríguez als neuer Staatspräsidentin. Es soll hier schon seit längerer Zeit Kontakte geben – genug Anlass zu Spekulationen.
- Dies zeigt: Trump will vor allem Venezuela beherrschen, d.h. strategisch unter US-Kontrolle bringen und wirtschaftlich ausbeuten. Dazu kann er keine frei gewählte Regierung brauchen, die moralisch nicht diskreditiert und nur dem Wohl des venezolanischen Volkes verpflichtet wäre. Eine solche könnte sich den USA gegenüber zwar durchaus als dankbar erweisen, würde den Reichtum des Landes aber zum Wiederaufbau benötigen und entsprechend einsetzen müssen. Dies widerspräche den Plänen Trumps. Um faire Neuwahlen abhalten zu können, müssten die USA zudem Bodentruppen stationieren - kaum im Interesse Trumps.
- Um möglichst großen „Nutzen“ für die USA zu ziehen, ist eine Regierung opportunistisch, die sich um ihren Machterhalt ständig sorgt und gegen die Mehrheit des eigenen Volkes verteidigen muss. Sie wäre aufgrund ihrer prekären Lage von den USA völlig abhängig – genau das, was Trump für einen möglichst uneingeschränkten Zugriff auf die Ölreserven braucht. Unter einer US-Herrschaft à la Trump hat die Demokratie in Venezuela schlechte Karten.

... Lateinamerika ...

Was sollen die Drohungen gegen weitere große lateinamerikanische Staaten?

- Trump dürfte seinen „Erfolg“ nutzen, um jenseits der US-Zölle Druck auf andere Staaten der Region und darüber hinaus auszuüben. Er hat gezeigt, wozu er fähig und bereit ist. Hiermit wird er pokern.
- Regierungen wie z.B. der **Kolumbiens** drohte er mit Szenarien á la Venezuela. Die dortige Regierung wird er aber kaum stürzen können wie Maduro. Der Präsident Kolumbiens ist frei gewählt und kann auf den Rückhalt einer Mehrheit seiner Bevölkerung zählen. Würde Trump auch ihn entführen, wäre dies kaum zu begründen und würde den USA zudem keine Macht über das Land verschaffen. Dazu müsste er mit Bodentruppen eingreifen. Alles andere würde nur Anarchie produzieren, in der der Drogenhandel fröhliche Urstände feiern könnte. Trump baut darauf, dass eingeschüchterte Regierungen ihm zu Willen sind oder dass bei Wahlen ihm genehme Kandidaten bessere Chancen haben.
- Der Drogenhandel folgt letztlich anderen Gesetzen. Er resultiert aus der prekären Lage vieler in den Anbauländern und aus der Schwäche der dortigen Staaten per se. Daran können Trumps Kommandounternehmen nichts ändern, sondern die Lage nur verschlimmern.
- Die Drohung, auch die **mexikanische Regierung** abzusetzen, ist reiner Bluff. Die Präsidentin ist frei gewählt und im Land beliebt. Eine „Polizeiaktion“ gegen sie dürfte kaum zu begründen sein. Für eine Militäroperation dürfte die Zustimmung des US-Kongresses nicht zu bekommen sein.

Müssen sich Staaten in der Region Lateinamerika nun fürchten?

- Die Beziehungen zwischen den USA und vielen ihren Nachbarstaaten im weiteren Sinne dürften durch die neue „Donroe-Doktrin“ künftig von tiefstem Misstrauen geprägt sein. Wenn Vertrauen der Anfang von allem ist, dann stehen der Region unruhige Zeiten ins Haus. Je abhängiger ein Staat von den USA ist, je „wichtiger“ er strategisch aus US-Sicht erscheint und je schwächer er militärisch einzuordnen ist, umso gefährdeter erscheint er nun im Hinblick auf US-Interventionen.
- Kleine Staaten der Karibik und Mittelamerikas dürften alles tun, um nicht in den Fokus der US-Regierung zu geraten. Von besonderer Bedeutung ist hier **Panama**. Die dortige Regierung ist Trump aber schon weit entgegengekommen, so dass kaum eine echte Notwendigkeit für eine Militäroperation besteht. Dass Trump im Zweifelsfall vor einer solchen mit Blick auf die „Sicherung“ des Kanals nicht zurückschrecken würde, ist klar. Panama wird alles tun, dies nicht notwendig erscheinen zu lassen.
- Interessant dürfte die Entwicklung in **Kuba** werden. Ohne billiges Öl aus Venezuela könnte der von den USA sanktionierte Inselstaat wirtschaftlich kollabieren. Ob Trump Pläne für diesen Fall hat, bleibt abzuwarten.
- Die **weltwirtschaftlich relevanteren großen demokratischen Staaten im Süden (Brasilien, Chile ...)** dürften sich weniger beeindruckt zeigen. Die Abhängigkeit von den USA ist moderat und man pflegt wirtschaftliche Beziehungen zu China und Europa. Diesen Kurs wird man beibehalten, gerade auch um nicht von den USA abhängig zu werden.

... und „global“ ?

Müssen weitere Staaten mit US-Interventionen rechnen?

- Außer in Kuba und Panama könnte auch die Entwicklung in einigen Ländern jenseits der „westlichen Hemisphäre“ Trump zu einer Intervention verleiten. Trump erhöht die US-Militärausgaben enorm und hat wohl nicht umsonst unlängst das US-Verteidigungs- in „Kriegsministerium“ umbenannt.
- Im **Iran** ist der Unmut über die Wirtschaftskrise inzwischen so groß, dass nur wenig fehlen dürfte, um das dortige Regime ins Wanken zu bringen. In Zusammenarbeit mit Israel wäre ein Sturz der Mullahs denkbar. Allerdings gibt es keinen Plan, was aus dem Land dann werden soll. Eine organisierte Opposition, die übernehmen könnte, fehlt. Die Erfahrungen mit dem Irak seit dem Sturz Saddams sollten die USA vorsichtig machen. Bei alledem: Die Aussicht auf die Kontrolle über das iranische Öl, mit der man vielleicht sogar China als wichtigstem Abnehmer unter Druck setzen könnte, lässt solche Bedenken u.U. verblassen. Das Risiko einer Eskalation hier ist nach dem „Erfolg“ Trumps in Venezuela deutlich gestiegen.
- Der **Blick auf China** bestimmt ohnehin Trumps Denken. Eine militärische Konfrontation ist derzeit zwar sehr unwahrscheinlich. Trump versucht aber, China strategisch zurückzudrängen. Der Kampf um globale Ressourcen und Abhängigkeiten läuft. Venezuela muss hier als ein Puzzleteil im Machtspiel der beiden Großen gesehen werden.

Taiwans Unabhängigkeit bleibt im Interesse der USA

- Die Nationale Sicherheitsstrategie (NSS) der USA räumt der Indo-Pazifik-Region breiten Raum ein und betont stark deren Bedeutung für die Sicherheit und die Prosperität der USA.
- Demzufolge ist es für die USA essentiell, sich hier zu verankern und ein Bündnissystem herauszubilden, um sich gegen China zu positionieren.
- Die Bedeutung Taiwans als Lieferant für Halbleiter wird explizit erwähnt.
- Die NSS spricht ausdrücklich davon, militärische Kapazitäten rund um Taiwan vorzuhalten bzw. aufzubauen, um Aggressionen hier entgegenzutreten zu können.
- Allerdings sollen die Verbündeten vor Ort (Taiwan, Südkorea, Japan, ...) mehr zur Verteidigung beitragen. Dies entspricht den Forderungen an Europa.
- Dem Text der NSS zur Region Indo-Pazifik ist zu entnehmen, dass die USA hier vitalere Interessen für sich sehen als in Europa. China kann also keineswegs von einer „Abwendung“ der USA von Taiwan ausgehen.
- Passagen der NSS legen nahe, dass die USA eher ein Militärbündnis in der Region anstreben, das einmal ähnlich der NATO funktionieren soll.
- Die NATO selbst scheint aus Sicht der neuen NSS eher ein Auslaufmodell zu sein. Die Europäer sollten sich darauf einstellen, eher früher als später ohne den Schutz der USA auskommen zu müssen.

Grönland: Das Ende der NATO?

Grönland: Echte Sprengkraft für das Bündnis – und das Völkerrecht!

- Die aus europäischer Sicht gefährlichste „Versuchung“ Trumps ist eine Übernahme Grönlands. Die riesige Insel würde das US-Territorium enorm erweitern, bietet einen großen Rohstoffreichtum (Seltene Erden, Öl, Gas, ...) und wird in Zeiten schmelzender Eisanlagen im Nordpolarmeer auch strategisch immer wichtiger, z. B. mit Blick auf den Seeweg nach Asien. Praktisch wäre die Übernahme ein Kinderspiel. US-Truppen sind vor Ort, Gegenwehr wäre nicht zu befürchten.
- Die politischen Folgen wären bei alledem disruptiv – nicht nur für Europa. Der Angriff des mit Abstand bedeutendsten NATO-Staats auf einen anderen würde die Grundfesten des Bündnisses erschüttern. Wahrscheinlich würde die NATO danach, mit kaum noch ernst zu nehmenden diplomatischen „Verrenkungen“, zwar einige Jahre formal weiter existieren. Es wäre aber nur noch ein Dahinvegetieren. Glaubwürdigkeit und Abschreckungsfähigkeit wären weitgehend verloren.
- Um Russland abzuschrecken, müsste Europa sich in Windeseile zusammenschließen, viel schneller als geplant in die Aufrüstung investieren und eine Lösung für die erodierte nukleare Abschreckung gegen Putin finden. Ob die Ukraine dies überleben würde, wäre offen.
- Letztlich würde zwar nur ein Prozess enorm beschleunigt, der sich ohnehin abzeichnet. Das Völkerrecht wäre aber endgültig zur Farce verkommen. Alles ist möglich. Wir setzen darauf, dass es in den USA noch Kräfte gibt, die eine Annexion Grönlands verhindern werden.

Nationale Sicherheitsstrategie: Aufteilung der Welt in Einflusszonen d. Großmächte

- Trump scheint von seinem „Erfolg“ in Venezuela berauscht. Dass er damit Putins Überfall auf die Ukraine nachträglich „legitimiert“ und dies auch für einen Griff Chinas nach Taiwan gelten würde, spielt für ihn keine Rolle. Er folgt den Leitlinien der Nationalen Sicherheitsstrategie (NSS) der USA bzw., mit Blick auf Lateinamerika, der „Donroe-Doktrin“. Folglich muss mit weiteren Aktionen des US-Militärs weltweit gerechnet werden. Die finanziellen Mittel dazu sollen fließen – der US-Rüstungsetat steigt enorm, wenn die Demokraten dies nicht verhindern und die Ausweitung der Staatsverschuldung im Kongress stoppen.
- Mit der NSS hat Trump die regelgebundene Weltordnung auch formal beerdigt. Die Welt besteht demzufolge nun aus Einflusszonen der Großmächte, innerhalb deren Grenzen diesen praktisch alles erlaubt ist. Die USA „gebieten“ über die Einflusszone Amerika (inkl. Kanada, ggf. inkl. Grönland). Ressourcenreiche Staaten im Nahen und Mittleren Osten zählen explizit dazu. Russland billigt man wohl implizit Teile seiner Nachbarschaft in Osteuropa und Zentralasien zu. China werden implizit Teile der Region Ost- und Zentralasien zugesprochen.
- Diese Einteilung löst keine Konflikte, in Europa ohnehin nicht. China ist z.B. in Lateinamerika sehr präsent. Und Ostasien ist ein wirtschaftliches / technologisches Powerhouse und der größte Markt der Zukunft. Die USA können sich nicht leisten, dies China zu überlassen. Einseitig festgelegte Einflusszonen dürften auch dort kaum funktionieren.

03

Makro: Produktivität schlägt Zölle

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

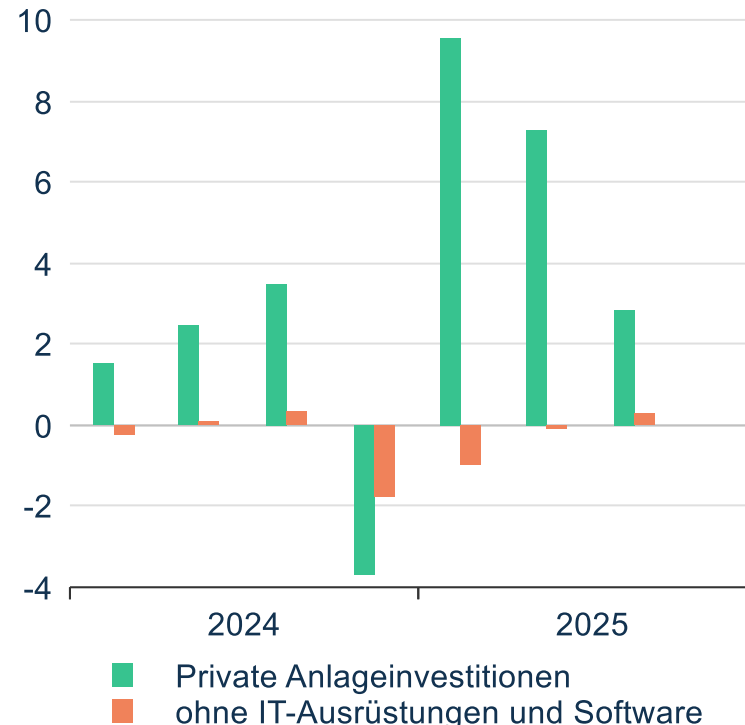
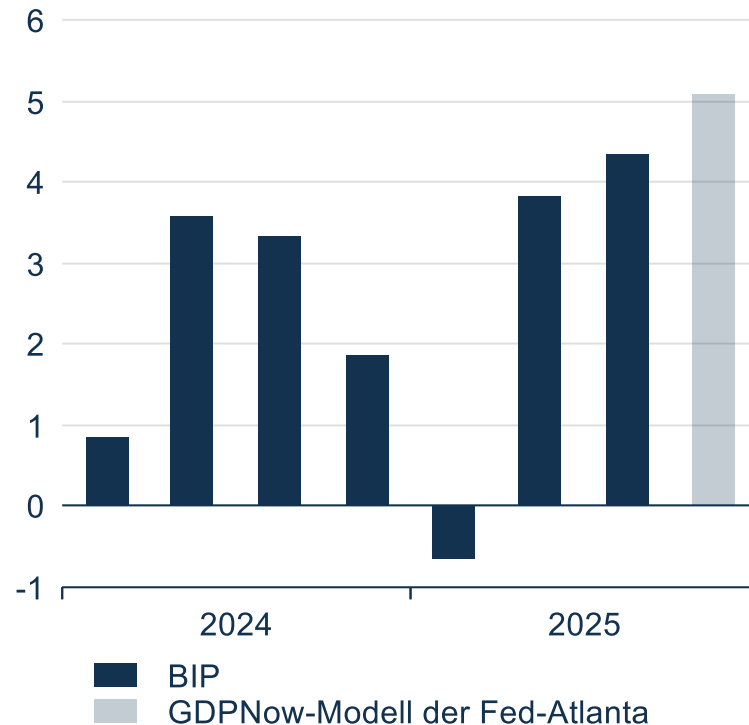
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

Nochmals kräftiges US-Wachstum in 2025 Q3

US-Bruttoinlandsprodukt und US-Anlageinvestitionen

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate, in %

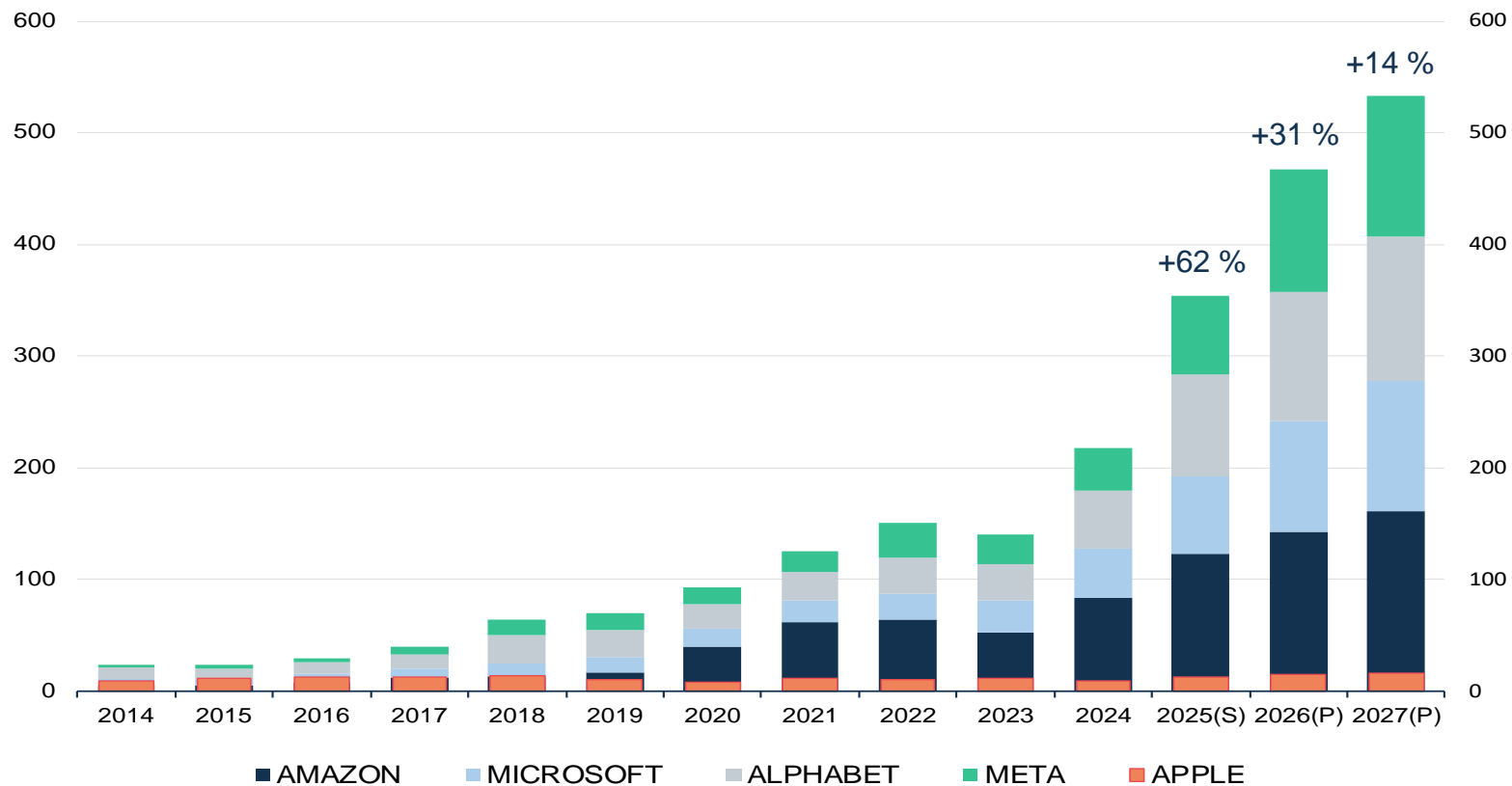


- Die US-Wirtschaft im 3. Quartal 2025 mit einer Jahresrate von 4,3 % zugelegt.
- Das GDPNow-Modell der Fed-Atlanta zeigt für das Schlußquartal 2025 keinen Einbruch der US-Wirtschaftsleistung. Im Gegenteil: Die Modellprognose für den BIP-Zuwachs lautet aktuell auf 5,1 %. Damit dürfte die US-Wirtschaft mit mehr Schwung in das Jahr 2026 gestartet sein als bislang von uns unterstellt.
- Indes hat die Investitionstätigkeit im dritten Quartal an Dynamik eingebüßt. Die privaten Anlageinvestitionen zogen mit einer Jahresrate von 2,8 % an. Rechnet man die Investitionen in IT-Ausrüstungen und Software heraus, verbleibt ein Wert von 0,3 %.
- **Kurzum: Die US-Wirtschaft sendet aktuell gemischte Signale.**

Gewaltige Summen, abnehmende Dynamik

Investitionen der IT-Unternehmen

Jahreswerte, in Mrd. US-Dollar

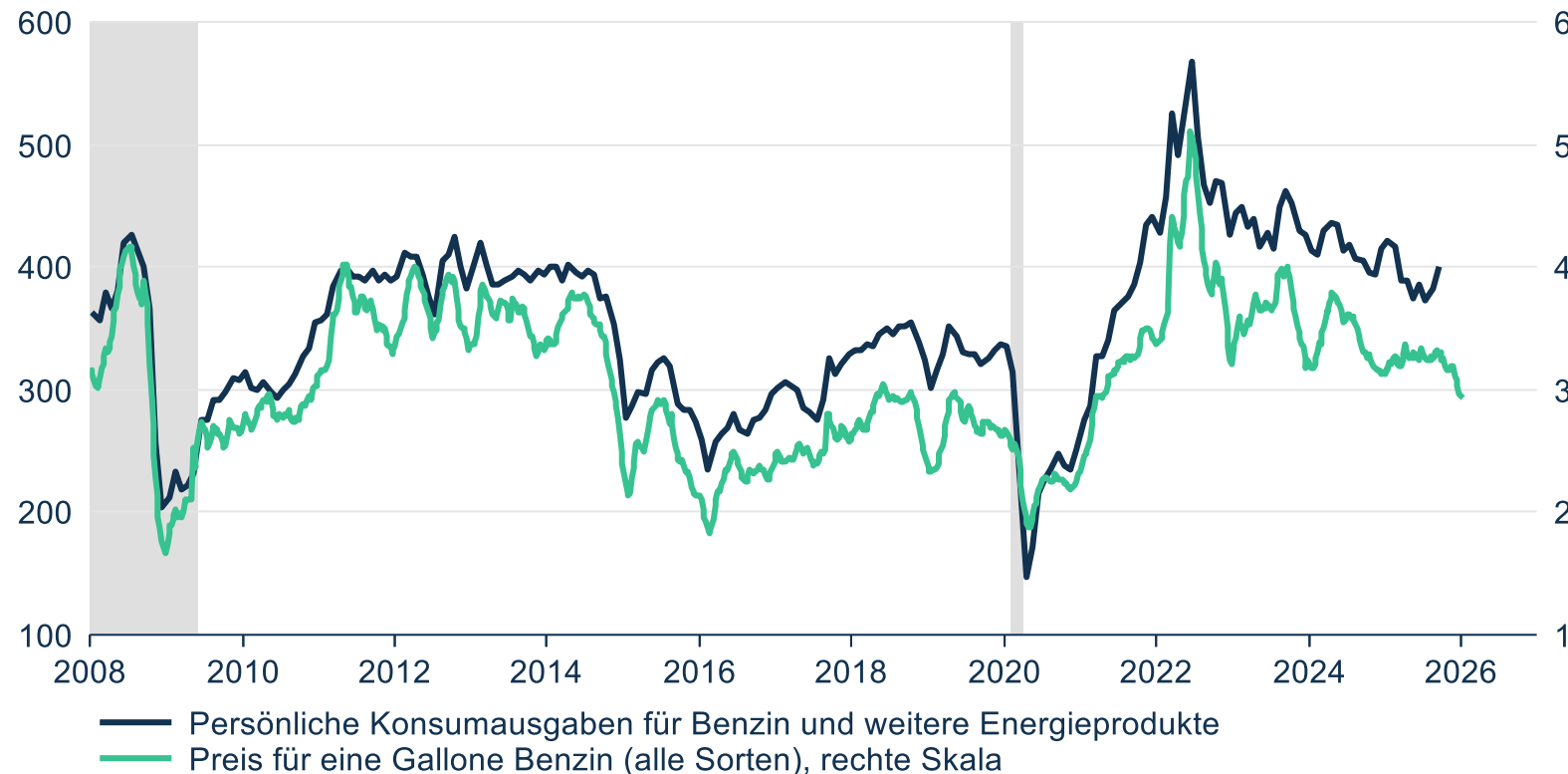


Quelle: Bloomberg, LSEG; LBBW Research

Niedrige Benzinpreise dürften US-Konsum stützen

Persönliche Ausgaben für Benzin und Benzinpreise

Monatswerte, in Mrd. US-Dollar bzw. Wochenwerte, in US-Dollar

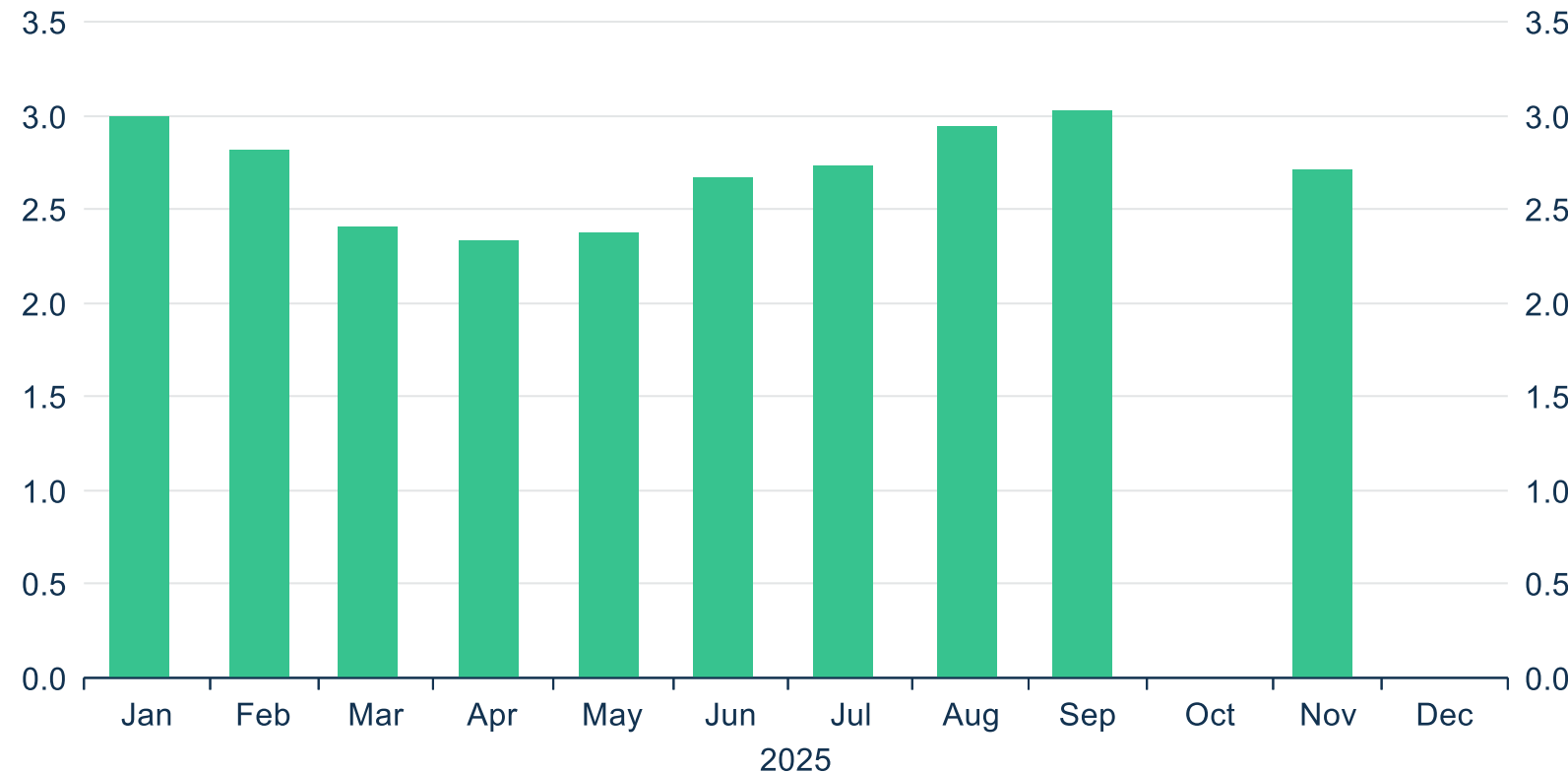


- Ein Pro-Argument für die US-Konjunktur ist hinzukommen.
- Die US-Verbraucher haben im Jahr 2025 – grob geschätzt – 392 Mrd. US-Dollar für Benzin ausgegeben.
- Sollten die Benzinpreise im Jahr 2026 auf dem aktuellen Niveau verharren, könnte die Benzinrechnung für die US-Verbraucher um rund 90 Mrd. US-Dollar oder 0,4 % des Verfügbaren Einkommens niedriger ausfallen.
- Diese Entlastung dürften vor allem die Bezieher niedriger Einkommen spüren. Da Geringverdiener eine höhere Konsumneigung haben, sollte der stimulierende Effekt auf die US-Konjunktur größer ausfallen.

US-Inflation sinkt überraschend im November

US-Konsumentenpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in %

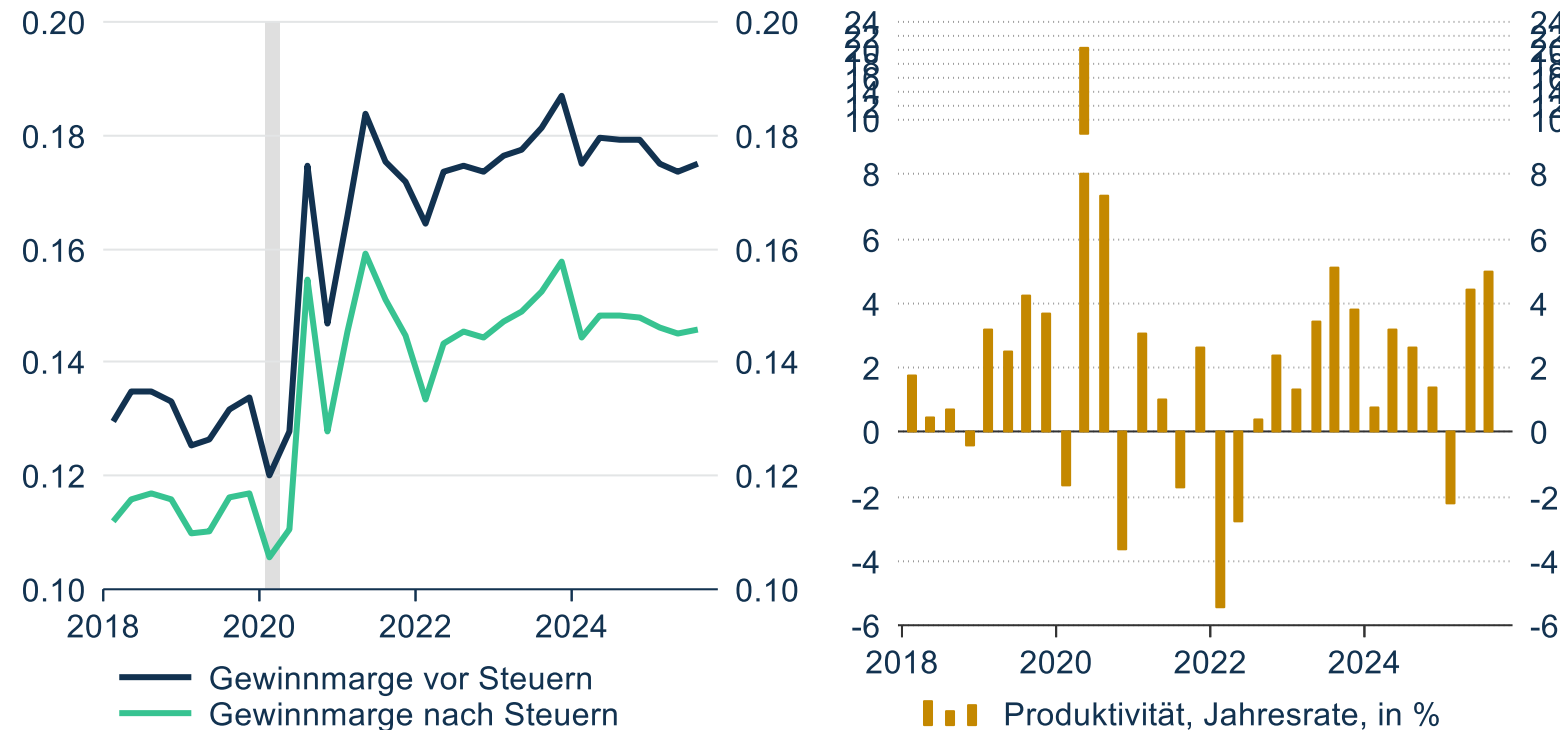


- Die Einfuhrzölle haben zwar die Einstandskosten in die Höhe getrieben, aber die Auswirkungen auf die Verbraucherpreise blieben bislang sehr verhalten.
- Die Inflationsrate sank jüngst, und zwar von 3,0 % im September auf 2,7 % im November. Für Oktober wurden aufgrund des Regierungsstillstandes keine Verbraucherpreise erhoben.
- Die November-Inflationsrate dürfte durch die erst Mitte November begonnene Erhebung der Preise zwar nach unten verzerrt sein (Black Friday). Dies ändert aber nichts am Befund, daß die Inflation auf Ebene der Endverbraucher angesichts der Erhöhung der Einfuhrzölle von gut 2 % im Jahr 2024 auf knapp 17 % Mitte November 2025 überraschend niedrig geblieben ist.

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

US-Gewinnmarge und US-Produktivität

Saisonbereinigte Quartalswerte

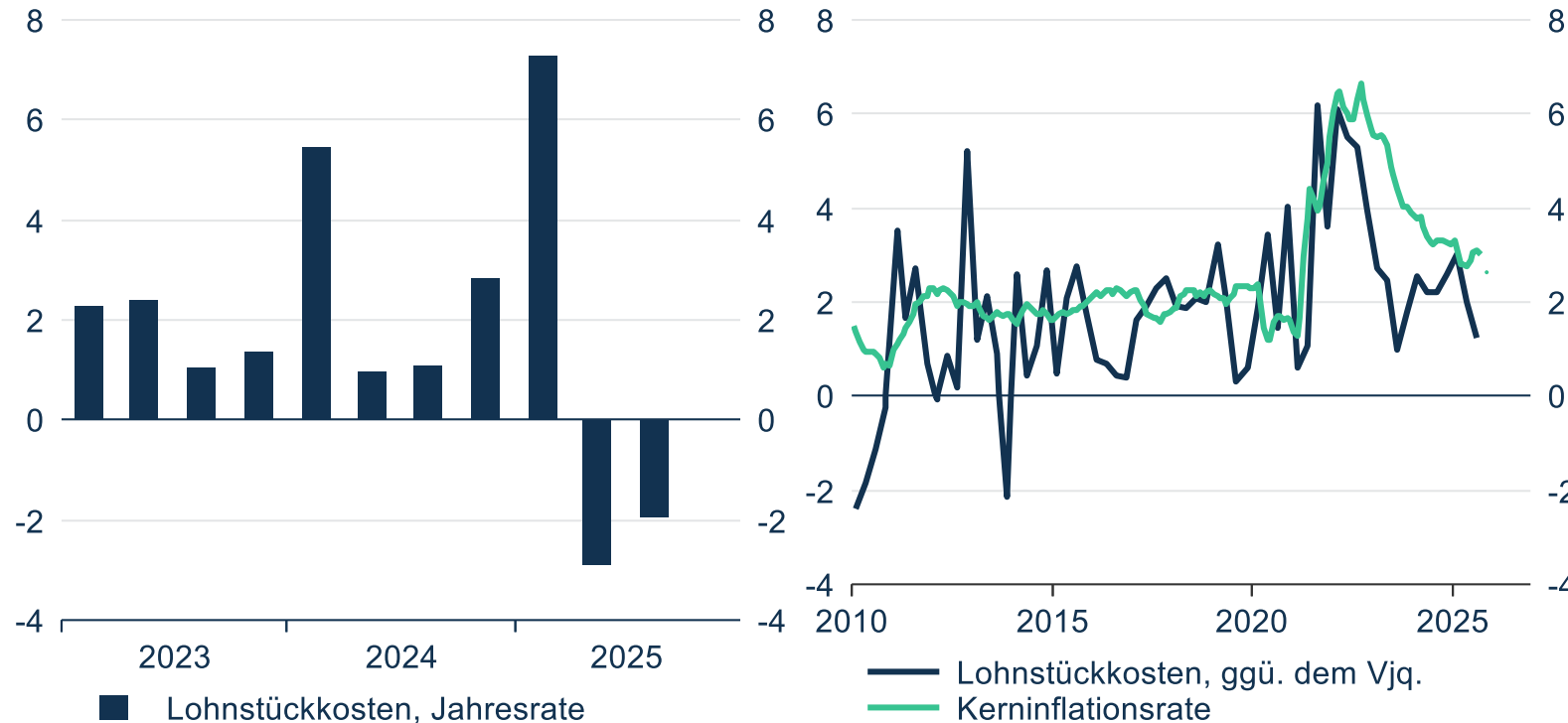


- Bislang mussten weder die ausländischen Exporteure noch die US-Verbraucher die Last der gestiegenen Einfuhrzölle tragen.
- Daher drängt sich die Schlussfolgerung auf, dass die US-Unternehmen eine Einengung ihrer Gewinnmargen hinnehmen mussten. Dem ist aber nicht so (siehe linke Graphik).
- Die US-Unternehmen haben im zweiten und im dritten Quartal 2025 die Arbeitsproduktivität deutlich gesteigert. Dadurch sind die Lohnstückkosten jeweils gesunken. Dies kompensiert die höheren Einstandskosten.

Lohnstückkosten dämpfen US-Preisauftrieb

US-Lohnstückkosten und US-Konsumentenpreisindex

Quartals- bzw. Monatswerte, in %

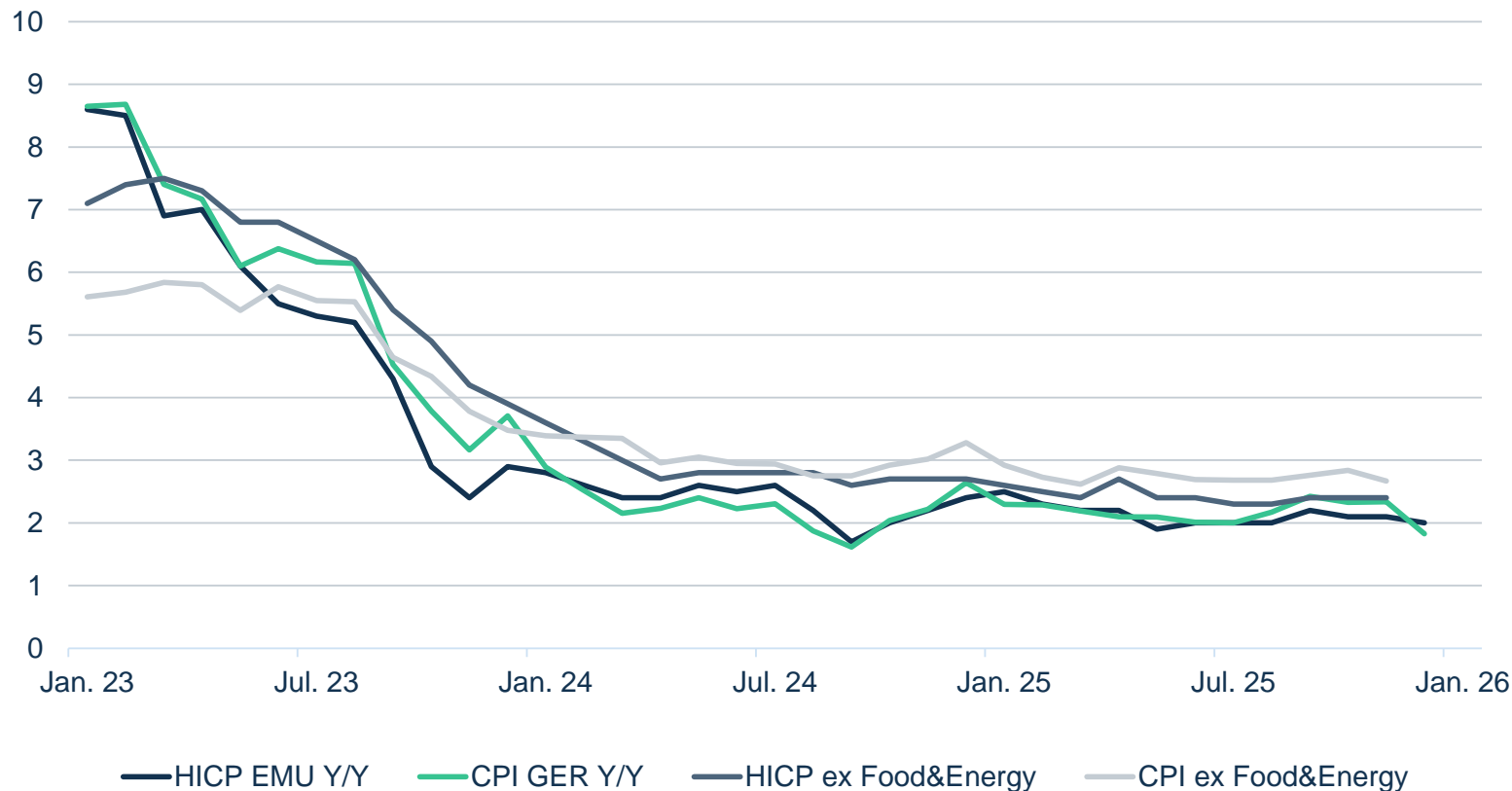


- Die Lohnstückkosten sind im Vergleich zum Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnet zweimal in Folge gesunken (siehe linke Graphik).
- Die Lohnstückkosten sind im dritten Quartal 2025 um lediglich 1,2 % gegenüber dem gleichen Zeitraum im Vorjahr angestiegen (siehe rechte Graphik).
- Die Lohnstückkosten machen Schätzungen zufolge 60 % bis 70 % der Betriebskosten eines Unternehmens aus.
- Daher wurde die zollbedingte Erhöhung der Einstandskosten bislang kompensiert.

D / EWU: Inflation sinkt im Dezember

CPI und HICP Y/Y

Monatswerte

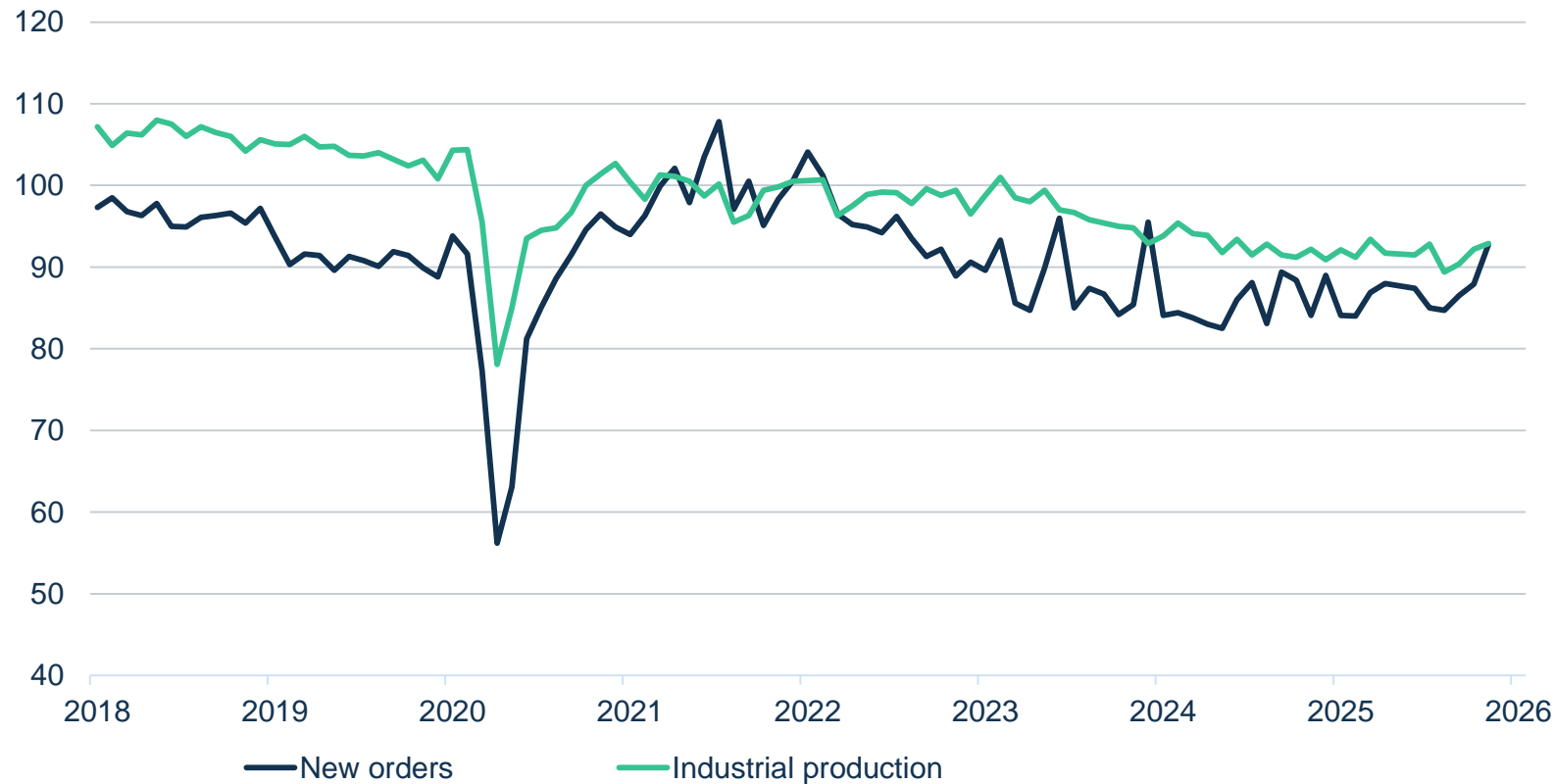


- Der Dezember brachte sowohl in Deutschland als auch im Euroraum einen Rückgang der Inflation unter bzw. auf 2%.
- Ursache war ein neuerlicher Rückgang der Energiepreise (zum Vorjahresmonat). Außerdem half ein Basiseffekt.

Deutschland: Industrie schöpft Hoffnung

Neuaufträge und Produktion

Monatsdaten

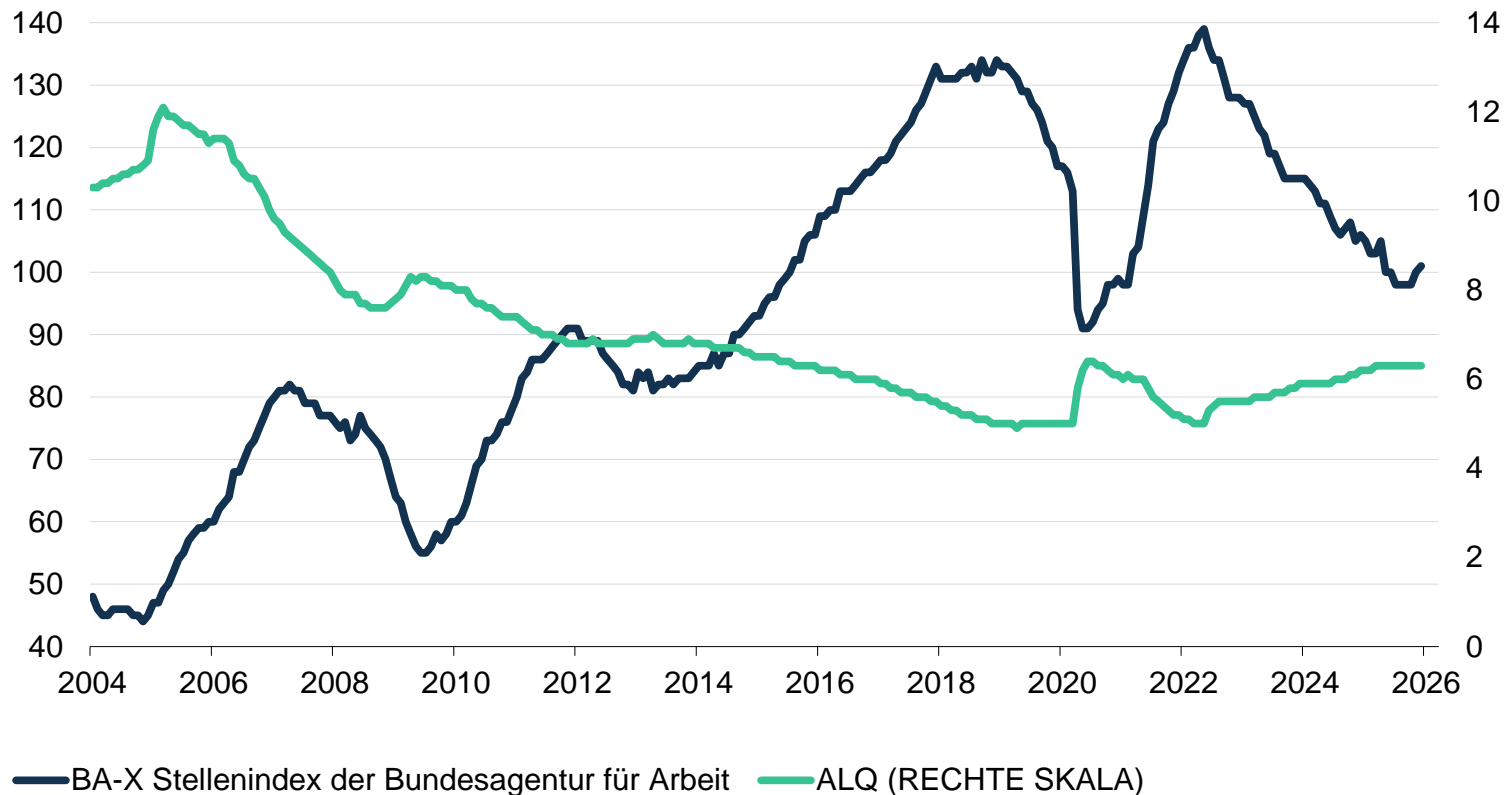


- Die November-Daten für die deutsche Industrie waren deutlich besser als erwartet. Wie schon im Oktober (und im September) zogen Produktion und Eingang der Neuaufträge an.
- Für das Schlussquartal 2025 ergibt sich in der Produktion nach den aktuellen Daten ein Zuwachs zum Vorquartal.

Deutschland: Arbeitsmarkt leidet unter Konjunktur

Stellenindex und Arbeitslosenquote

Monatsdaten

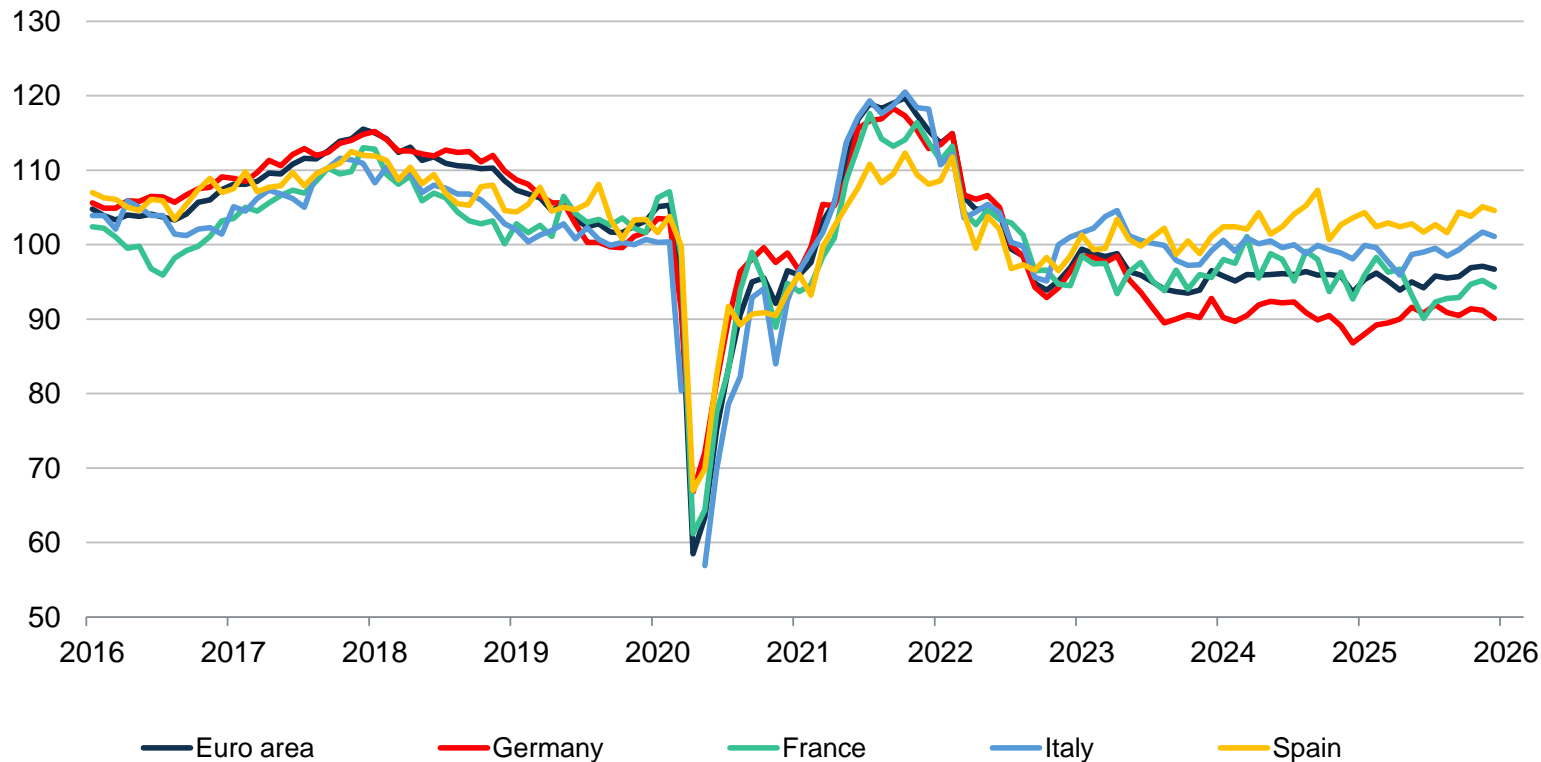


- Der deutsche Arbeitsmarkt bekommt inzwischen die Folgen einer anhaltend schwachen Konjunktur zu spüren.
- Die Arbeitslosenquote hat sich oberhalb von 6% etabliert. Der Stellenindex ist gefallen, obgleich es am aktuellen Rand etwas aufwärts ging.
- Nach Angaben von Destatis lag die Anzahl der Erwerbstätigen Ende 2025 mit 46,0 Mio. um 5.000 unter dem Wert des Vorjahres. Zuvor war die Anzahl seit 2006 (mit der Ausnahme der Pandemie-Jahre) stetig gewachsen.

Euroraum: Economic Sentiment bleibt gedämpft

EWU und große Staaten Economic Sentiment

Monatsdaten

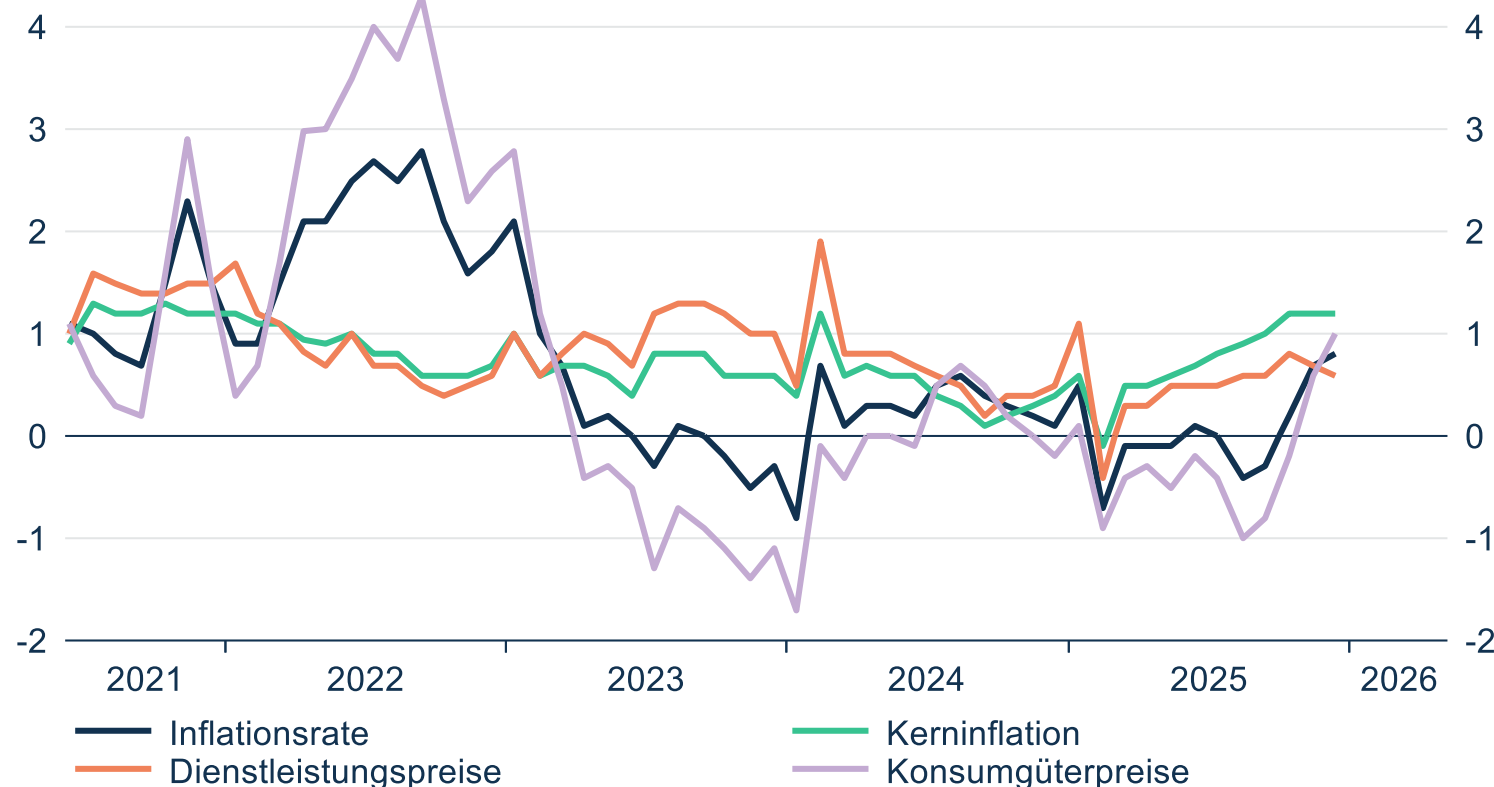


- Die Frühindikatoren zeigen noch keinen Aufwärtstrend. Vor allem für Deutschland ist weiterhin eine gedämpfte Konjunktur angezeigt.
- In den übrigen großen Staaten der EWU sieht es aus wie gewohnt: Spanien wächst dynamisch, Italien überrascht etwas auf der Oberseite, und Frankreichs Konjunktur ist weiter unterdurchschnittlich.

China vermeidet Deflation, Preisdynamik aber auch 2026 schwach erwartet

China: Inflationsrate und Komponenten

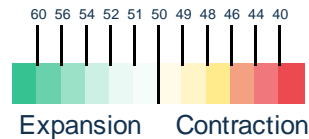
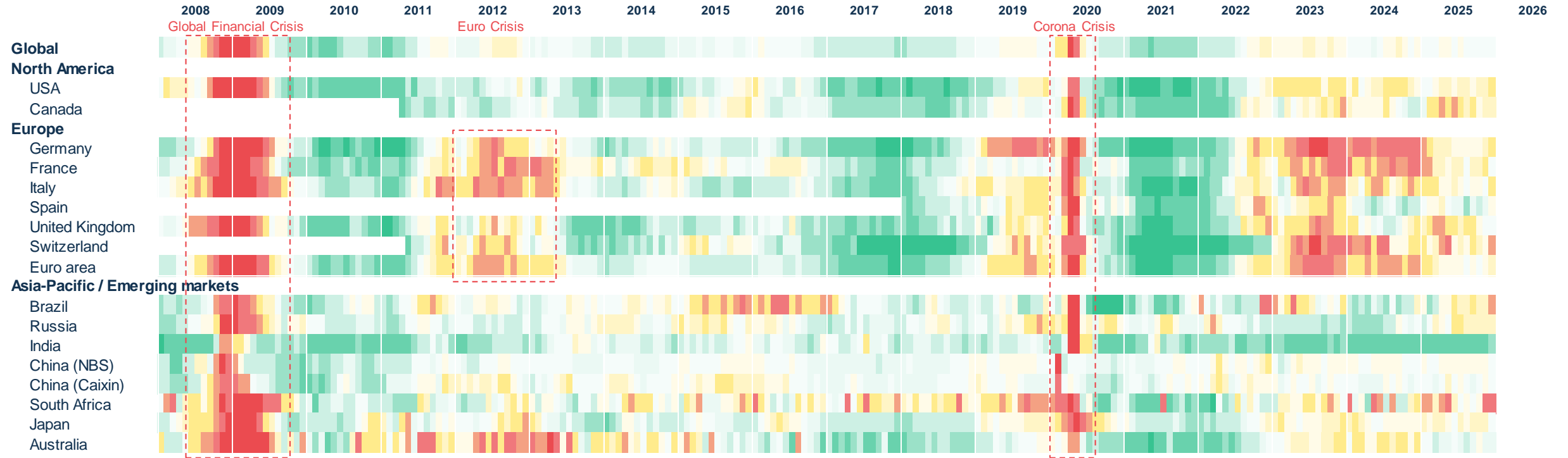
in % y-y



Quelle: LSEG, LBBW Research

- Die Verbraucherpreise in China stiegen im Dezember im Vorjahresvergleich um 0,8 %. Das ist der höchste Wert seit Februar 2023 und eine leichte Beschleunigung gegenüber den 0,7 % im November.
- Wesentlicher Treiber war ein Anstieg der Lebensmittelpreise (+1,1 % vs. +0,2 im Vormonat). Zudem stützten saisonale Effekte rund um die anstehenden Neujahrsfeierlichkeiten die Konsumgüterpreise.
- Die Preisdynamik bei Dienstleistungen schwächte sich hingegen mit einem Anstieg von 0,6 % erneut ab. Der Kerninflation verharrte den dritten Monat in Folge bei 1,2 %.
- Für das Gesamtjahr 2025 lag die Inflation bei punktgenau 0,0 %, womit eine Deflation über das Jahr hinweg hauchdünn vermieden wurde.
- Auch in diesem Jahr dürfte der Preisdruck mit von uns erwarteten 0,8 % schwach bleiben. Weiterhin fallende Immobilienpreise wirken wie ein Bremsklotz für das Konsumklima. Auch könnten geopolitische Konflikte (u.a. mit Japan) die Stimmung weiter belasten.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

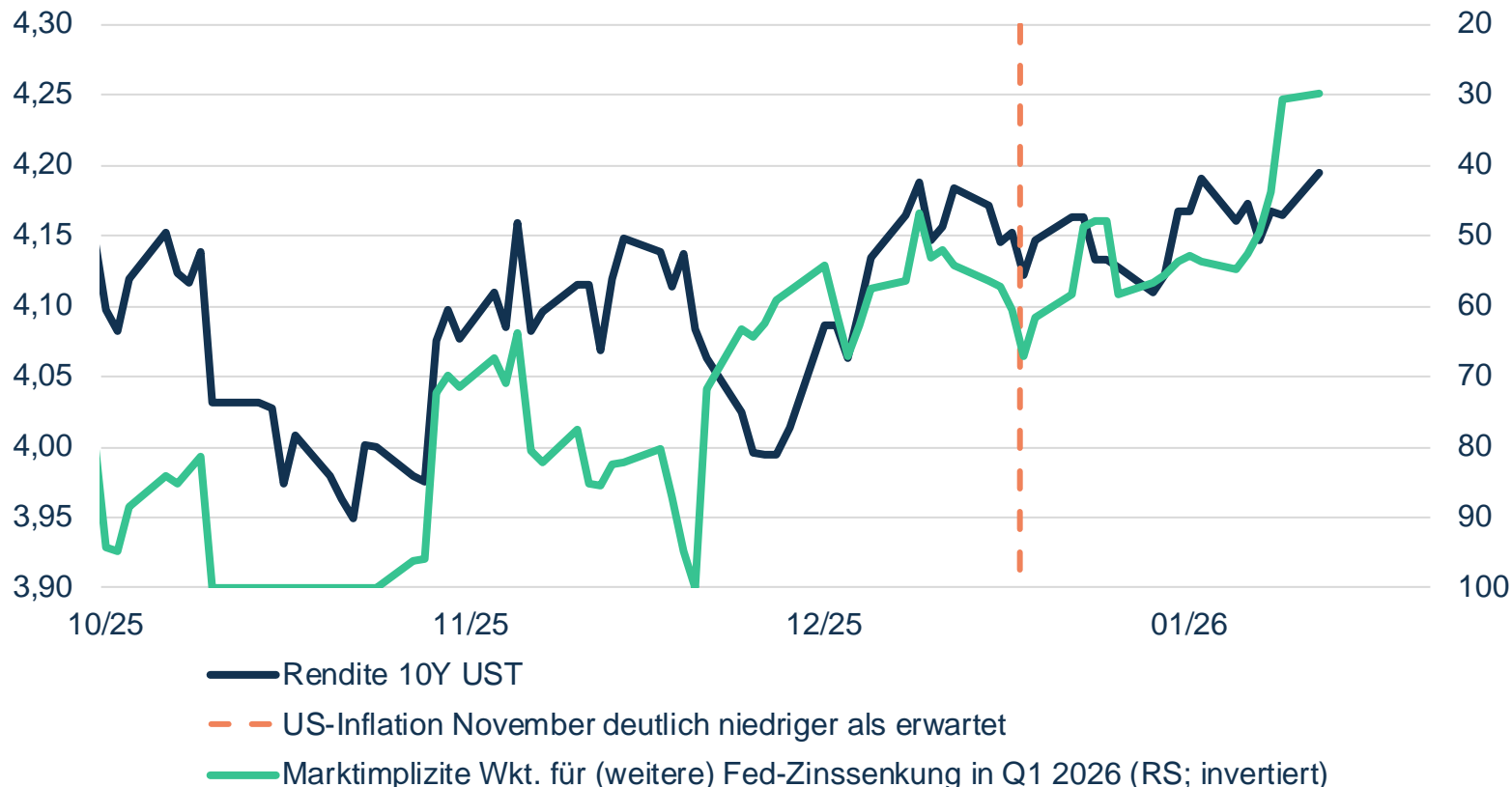
04

Zinsen: Notenbanken halten (vorerst) still

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

Fed: Zinspause im Januar sehr wahrscheinlich – wie lange hält die Notenbank still?

Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für (weitere) Fed-Zinssenkung in Q1 2026 (in %) und 10-jährige UST-Rendite



- Fed hat am 10. Dezember die dritte Zinssenkung in Folge geliefert.
- Laut Fed-Chef Powell sei man nun in einer „guten Position“, um abzuwarten, wie sich die Inflations- und Arbeitsmarktdaten entwickeln.
- Der US-Arbeitsmarkt scheint sich nach schwachem Oktober zuletzt wieder etwas gefangen zu haben. Die Fed hat zudem ihre BIP-Wachstumsprojektion angehoben.
- Die Inflationsdaten für November spielen den Tauben in die Karten. Bleibt die Teuerung Anfang 2026 verhalten, wäre eine überschaubare Zinspause wahrscheinlich.
- => Zinspause im Januar scheint gesetzt, Markt sieht Wahrscheinlichkeit für Senkung im März bei 30 %. Wir erwarten derzeit, dass die Zinspause bis zum Frühjahr währt.

USD-Rentenmarkt: Moderate Inflationserwartungen begünstigen die Rentenbullen

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und langfristige Inflationserwartungen (aus 10-jährigen TIPS)

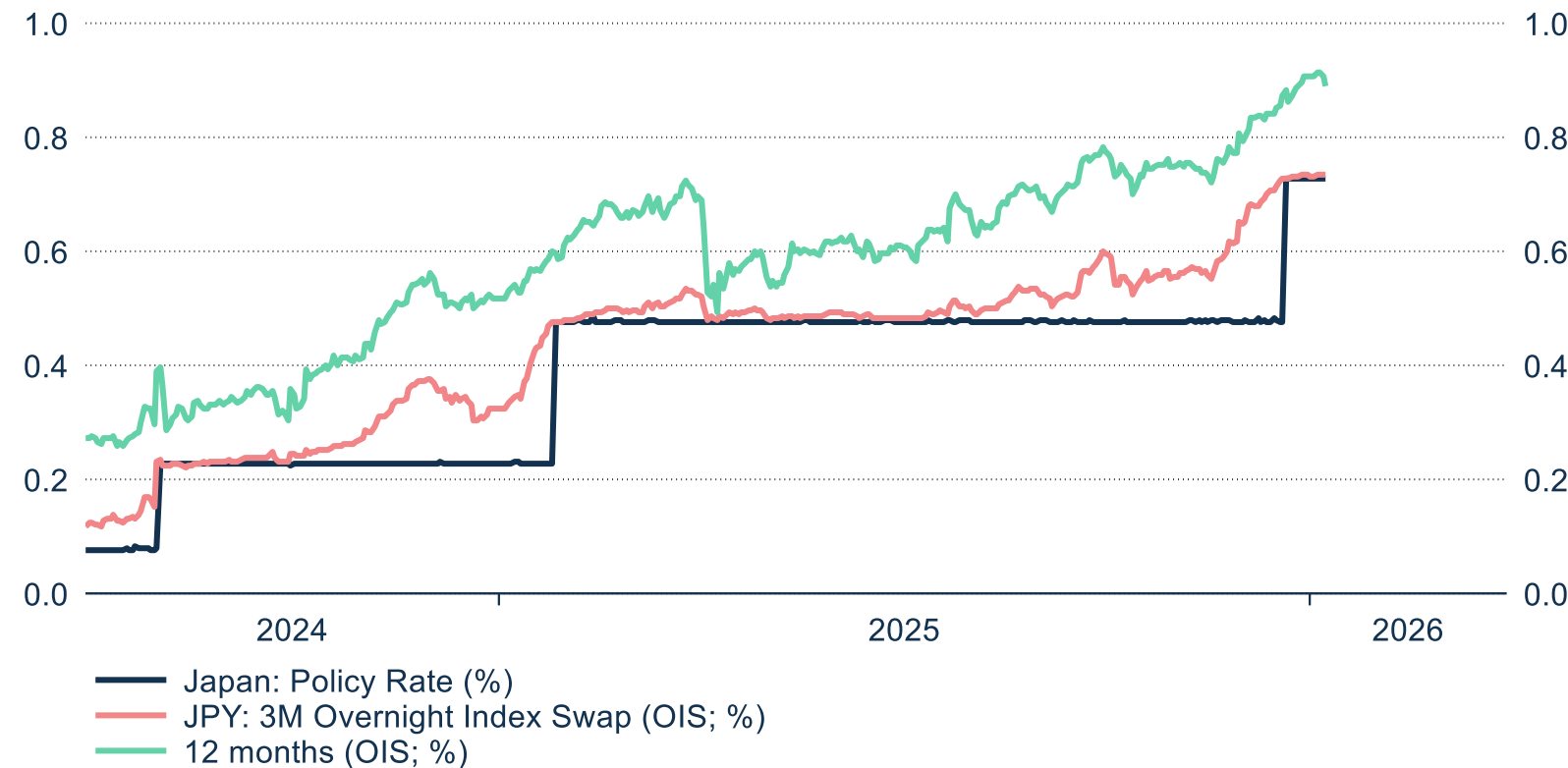


- Zehnjährige US-Benchmarkrendite mit vorläufiger Bodenbildung knapp oberhalb von 4 %.
- Renditeabwärtstrend, ausgehend vom Jahreshoch 2025, noch intakt.
- Überraschend gemäßigter US-CPI für November verankert Inflationserwartungen vorerst auf sehr moderatem Niveau.
- => Rentenbullen aus technischer Sicht zum Jahresstart noch im Vorteil. Korrekturanfälligkeit der KI-Rally am Aktienmarkt birgt zudem Potenzial für neuerlichen Rentenkursaufschwung.
- **Aber: Falls sich die niedrigen Inflationswerte als „Ausreißer“ entpuppen, gerät der rentenpositive Trend in Gefahr!**
- Trumps wiederholte Attacken auf die Fed erhöhen die Inflationsrisikoprämie.

Japan: Weitere Zinserhöhung wahrscheinlich

Japan: Leitzins und Overnight Index Swaps

in %

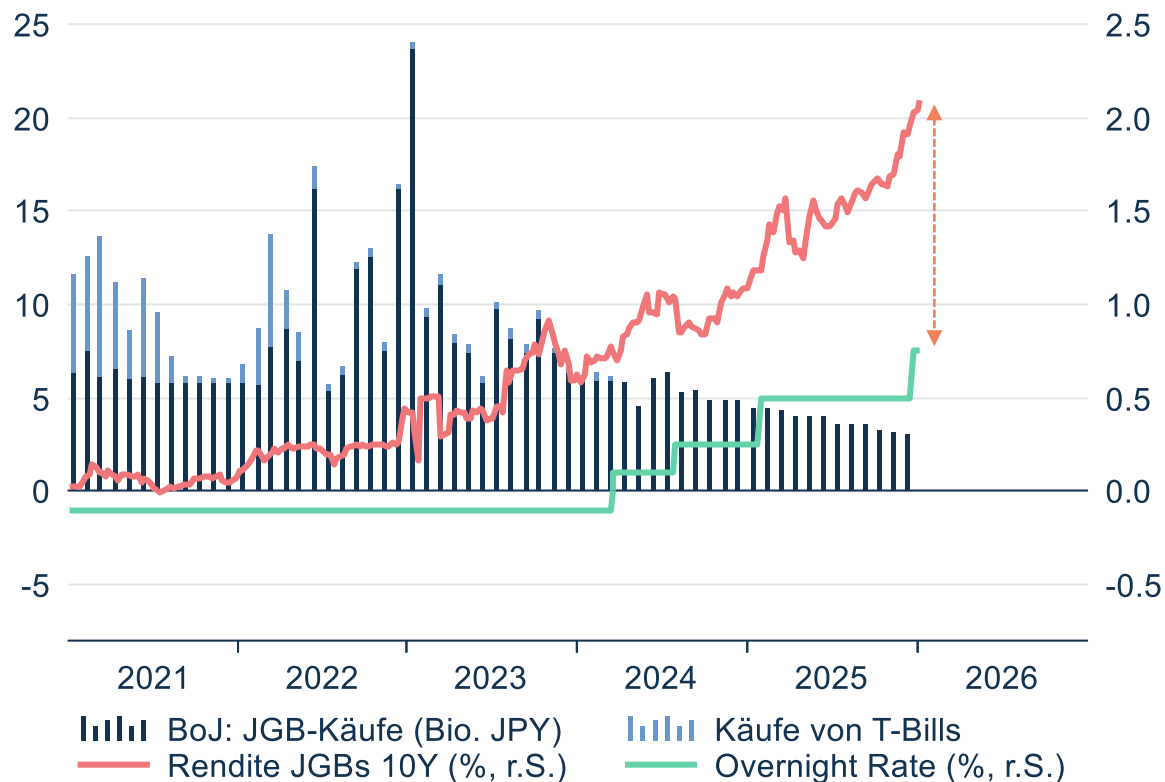


- Nach der Zinsanhebung um 25 BP im Dezember gehen die Märkte davon aus, dass die BoJ zunächst einige Monate stillhalten und im späteren Jahresverlauf 2026 noch einmal eine Zinserhöhung vornehmen wird.
- Dies vor allem deswegen, weil die Inflationsrate mit aktuell rund 3 % noch immer deutlich über dem Zielwert von 2 % („ex fresh food“) rangiert.
- Auch spricht ein schwacher Yen, der maßgeblich zum Preisanstieg in Japan beiträgt, u.E. für eine weitere Zinserhöhung.

Japan: Prognoserevision bei Zinsen und Renditen

Japan: JGB-Käufe der BoJ, JGB-Rendite und Leitzins

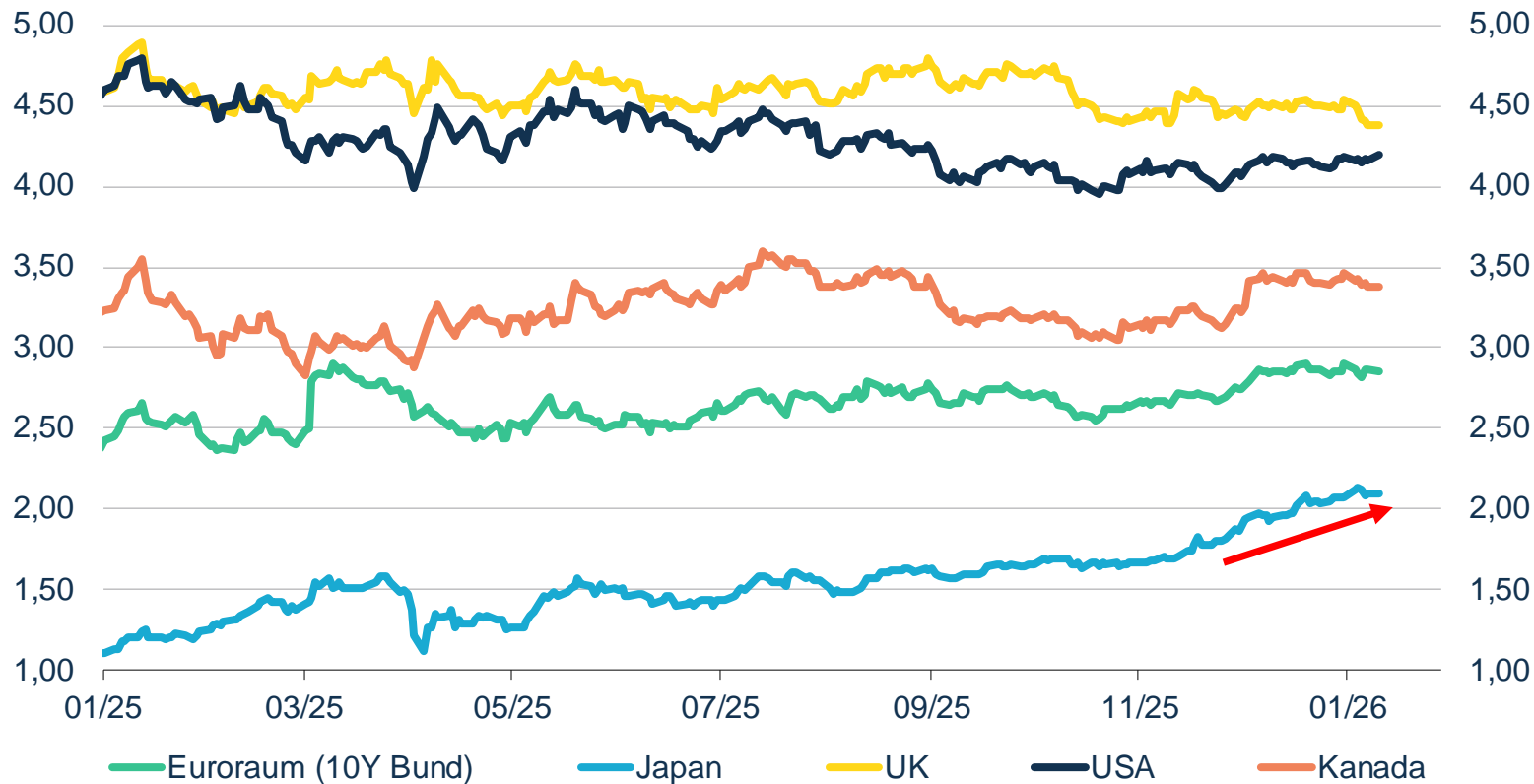
in Bio. Yen / in %



- Die BoJ reduziert kontinuierlich ihre JGB-Käufe und lässt damit gezielt „Luft nach oben“ bei den JGB-Renditen.
- In Verbindung mit steigenden Leitzinsen zog das Renditeniveau im Zuge dessen zuletzt deutlich an. 10jährige JGB rentieren derzeit mit etwa 2,10 %.
- In Verbindung mit dem von uns erwarteten generellen globalen Renditeanstieg (USA, Euroraum, ...) im laufenden Jahr dürfte die u.E. gut begründete Erwartung weiter leicht steigender Leitzinsen in Japan auch das dortige Renditeniveau noch etwas nach oben treiben.
- Allerdings ist die Zinskurve inzwischen schon sehr steil geworden. Gefallene Ölpreise und eine zur Schwäche neigende japanische Konjunktur dürften den Preisanstieg tendenziell dämpfen.
- Der Renditeanstieg 2026 dürfte folglich eher moderat ausfallen.
- Wir revidieren vor diesem Hintergrund unsere Leitzinsprognose per Ende 2026 auf 1,00 % und unsere Prognose für die Renditen 10jähriger JGBs auf 2,30 % nach oben.

Globaler Rentenmarkt: Japanischer Bärenmarkt birgt Renditeaufwärtsdruck

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter Regionen



- **Höchstes Renditeniveau in Japan seit 1999 mit potenziell globalen Implikationen für den Rentenmarkt:**
- Japanische Investoren könnten Anlagegelder verstärkt auf den heimischen Markt umschichten, wegen wachsender relativer Attraktivität von JGBs.
- Japan ist größter Auslandsgläubiger des US-Staates mit Treasury-Beständen von rund 1,2 Bio. USD.
- Umschichtungen könnten die Laufzeitprämie für 10-jährige US-Treasuries (sowie für langlaufende EUR-Staatstitel) weiter nach oben treiben, während US-Kurzläufer durch neue Fed-Käufe (am Geldmarkt) gestützt werden.

USD-Kurvensteilheit markiert Dreijahreshoch – „Kampf um die Fed“ birgt weiteres Potenzial

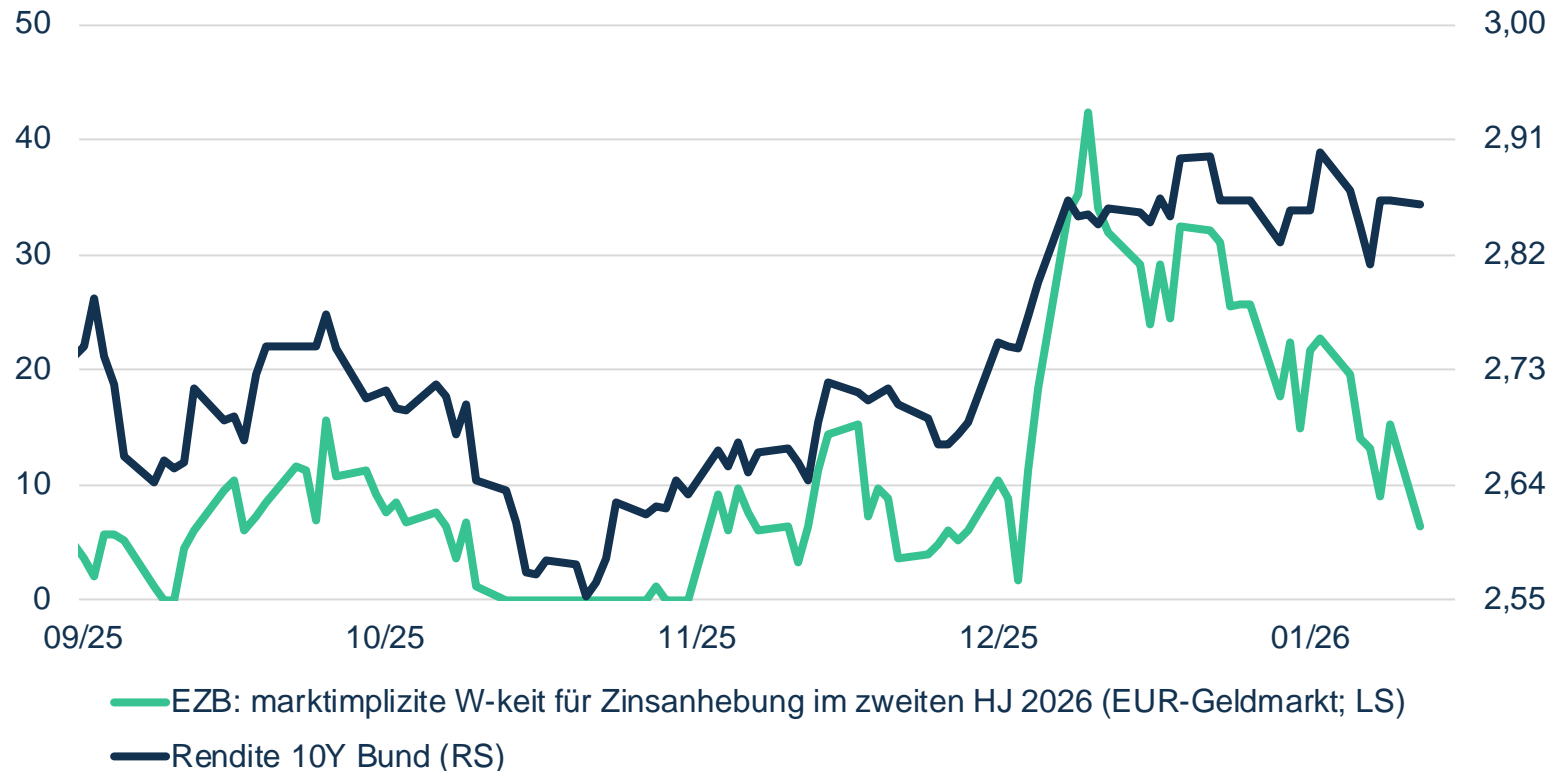
Renditedifferenzen 10Y-2Y auf der US-Treasurykurve und der Bund-Kurve



- Versteilungstrend hat zum Jahresausklang 2025 frisches Momentum erhalten: Spread 10Y-2Y auf der Treasurykurve mit rund 70 Bp auf dem höchsten Niveau seit Januar 2022.
- Weitere Argumente für Kurvenversteilerung:
 - 1) Neu in Kraft getretenes US-Steuergesetz heizt Sorgen über ausufernde Staatsverschuldung weiter an.
 - 2) „Fadenscheinige“ Anklagedrohung der US-Regierung gegen den scheidenden Fed-Chef Powell (wegen Baukosten) rückt die Gefahren für die Unabhängigkeit der Fed erneut in den Fokus. Wechsel an der Fed-Spitze von Powell zu einem „Trump-Loyalisten“ könnte die Sorge vor politischer Beeinflussung weiter nähren!

EZB: Spekulation auf Zinserhöhung 2026 voreilig

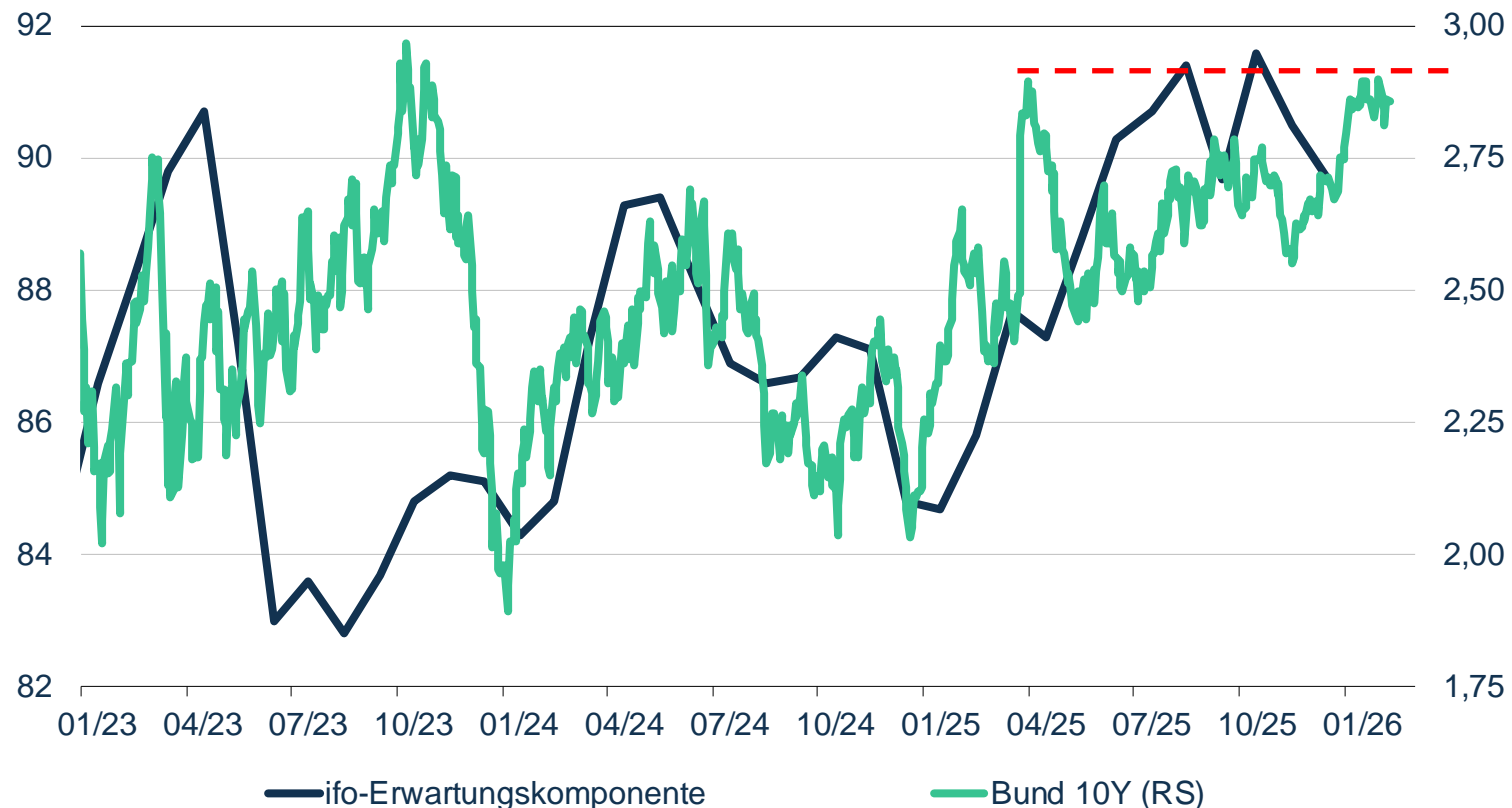
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für EZB-Zinsanhebung im zweiten HJ 2026 und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- EZB-Präsidentin Lagarde bekräftigt, die Geldpolitik sei „gut positioniert“.
- Kurzfristige Inflationsprojektion etwas angehoben, Wert für 2028 liegt exakt auf 2 %-Zielwert.
- **Konsens im EZB-Rat offenbar: Zinssenkungsphase vorbei, sofern neuerliche Schocks ausbleiben.**
- => Wahrscheinlichkeit steigt, dass der nächste EZB-Zinsschritt nach oben geht.
- Wir halten eine Debatte über eine Zinsanhebung im laufenden Jahr für verfrüht. Voraussetzungen hierfür wären ein stabilerer Konjunkturaufschwung und sich abzeichnende Aufwärtsrisiken bei der Inflation.
- **Wir bleiben bei unserer Prognose unveränderter Leitzinsen bis Ende 2026.**

EUR-Rentenmarkt: Schleppende Konjunktur begrenzt Renditeaufwärtspotenzial

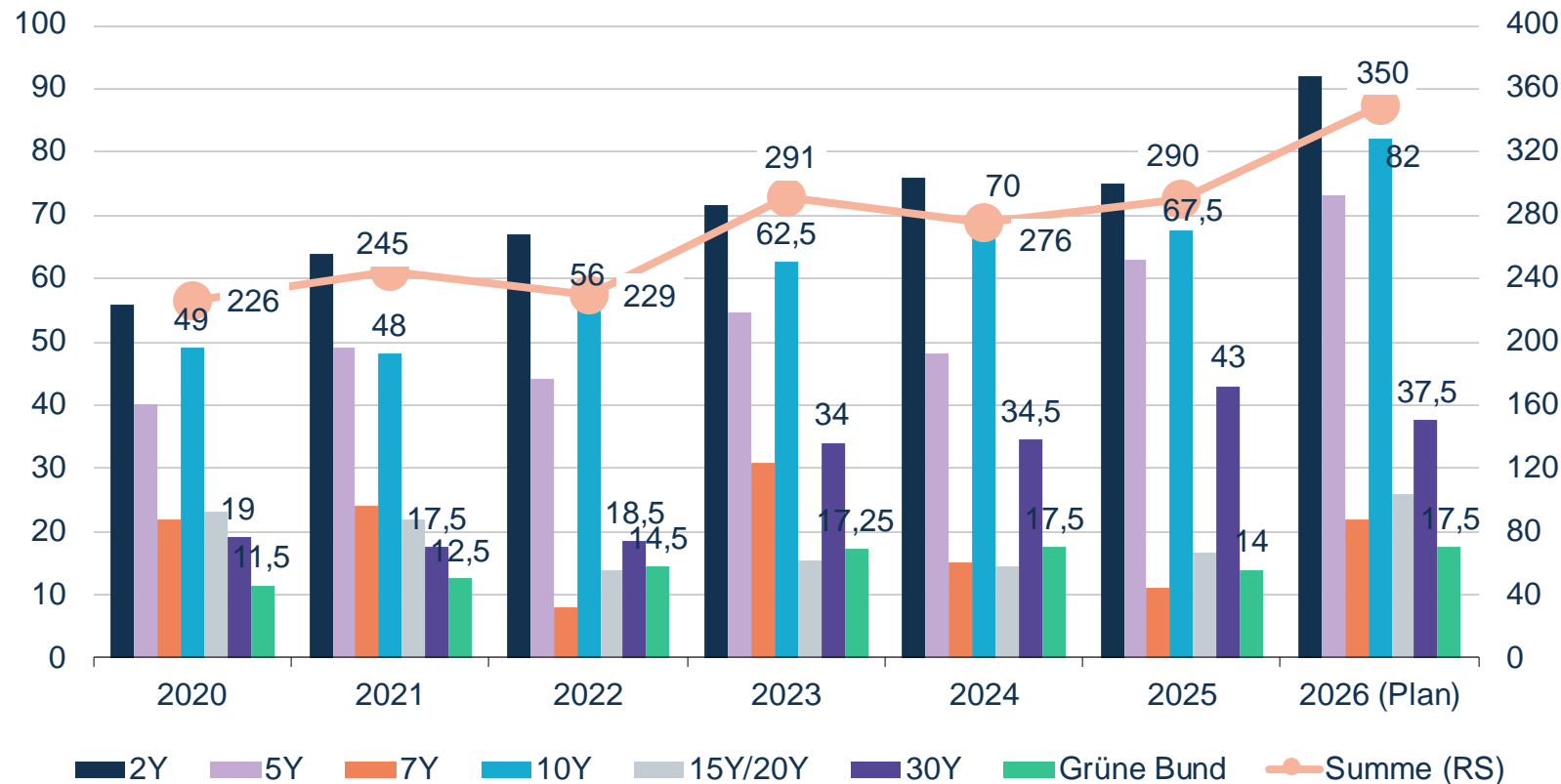
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ifo-Erwartungskomponente



- 10Y Bundrendite erreicht zum Jahresstart in etwa den Höchstwert aus der „Schulden-Baisse“ vom März 2025. **Geopolitische Risiken offenbar weitgehend ignoriert!**
- Merklicher Renditeaufwärtsschub steht im Kontrast zu jüngsten konjunkturellen Stimmungsdämpfern.
- PMIs in Deutschland und im Euroraum im Dezember in Summe etwas schwächer.
- ifo-Erwartungskomponente im Dezember den zweiten Monat in Folge gefallen. Hoffnung auf schnellen Konjunkturaufschwung in Deutschland mithin begrenzt.
- **Ohne „Rückenwind“ für die Rentenbären von der Konjunktur erscheint die 3 %-Marke als sehr massive Hürde. Dies spricht vorerst gegen ein nachhaltiges Überwinden dieses Widerstands!**

EUR-Rentenmarkt: Deutsche Rekordemissionen nähren Verschuldungssorgen

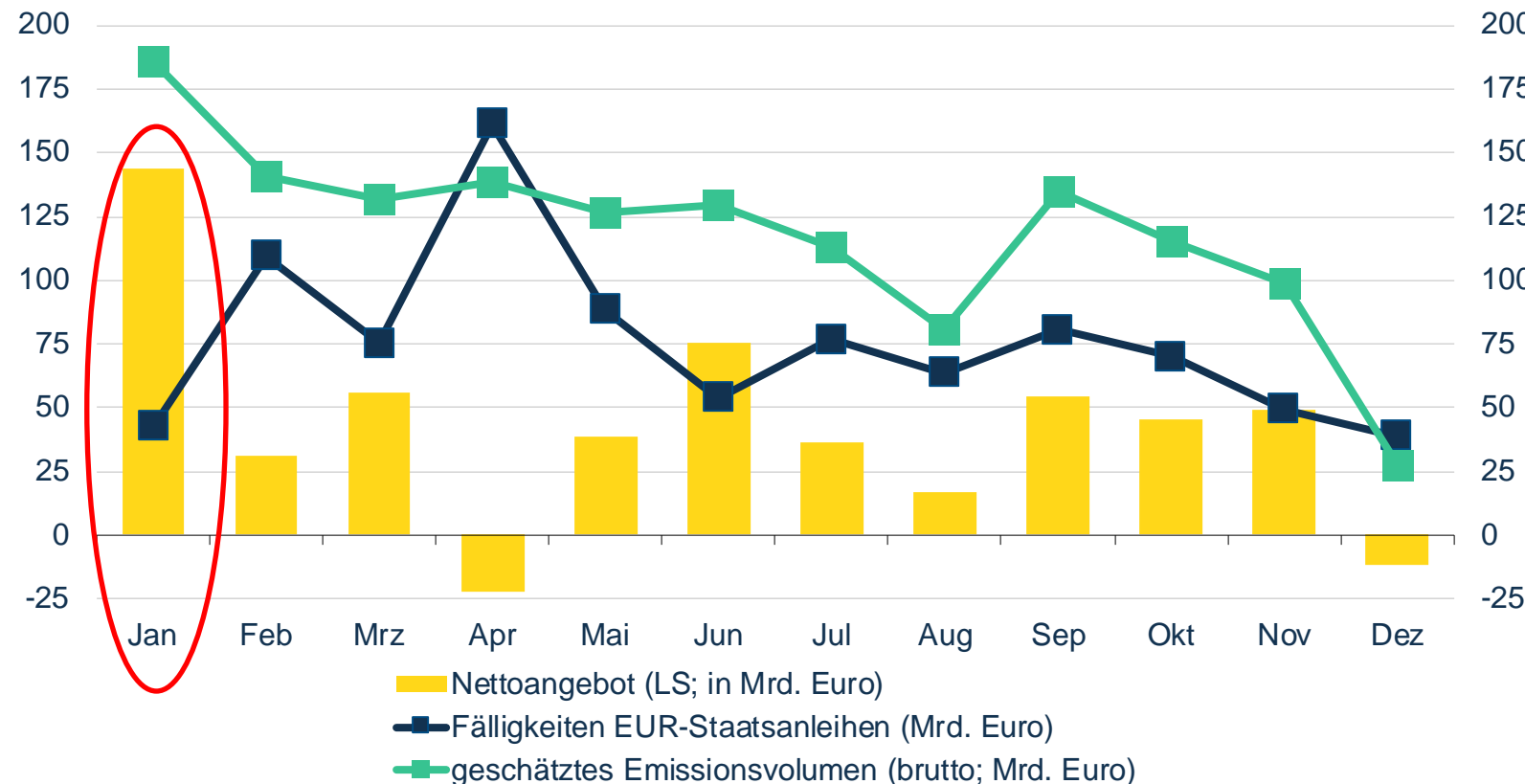
Bruttoemissionen deutscher Bundesanleihen pro Jahr (in Mrd. Euro; 2026: LBBW-Prognose)



- Von der Angebotsseite stehen deutsche Bundesanleihen im laufenden Jahr weiterhin unter Abgabedruck.
- Laut Jahresplanung der Bundesfinanzagentur steigen die Bruttoemissionen am Kapitalmarkt (Laufzeit > 1 Jahr) im Jahr 2026 auf 350 bis 355 Mrd. EUR, ein Plus von gut 20 % gegenüber 2025.
- Die Nettoemissionen des Bundes springen um rund 30 % (Y/Y) auf gut 130 Mrd. EUR nach oben.
- Im Laufzeitbereich bis 10 Jahre steigt das Bund-Angebot um fast ein Viertel, das Emissionsvolumen der Ultra-Langläufer wird voraussichtlich nur um 7 % angehoben.
- Novum im Jahr 2026: Der Bund begibt erstmals Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit von 20 Jahren.

EUR-Rentenmarkt: Hoher Nettoangebotsdruck zum Jahresstart 2026 belastet Kurse

Brutto- und Nettoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt je Monat im Jahr 2026 (in Mrd. Euro; LBBW-Prognose)

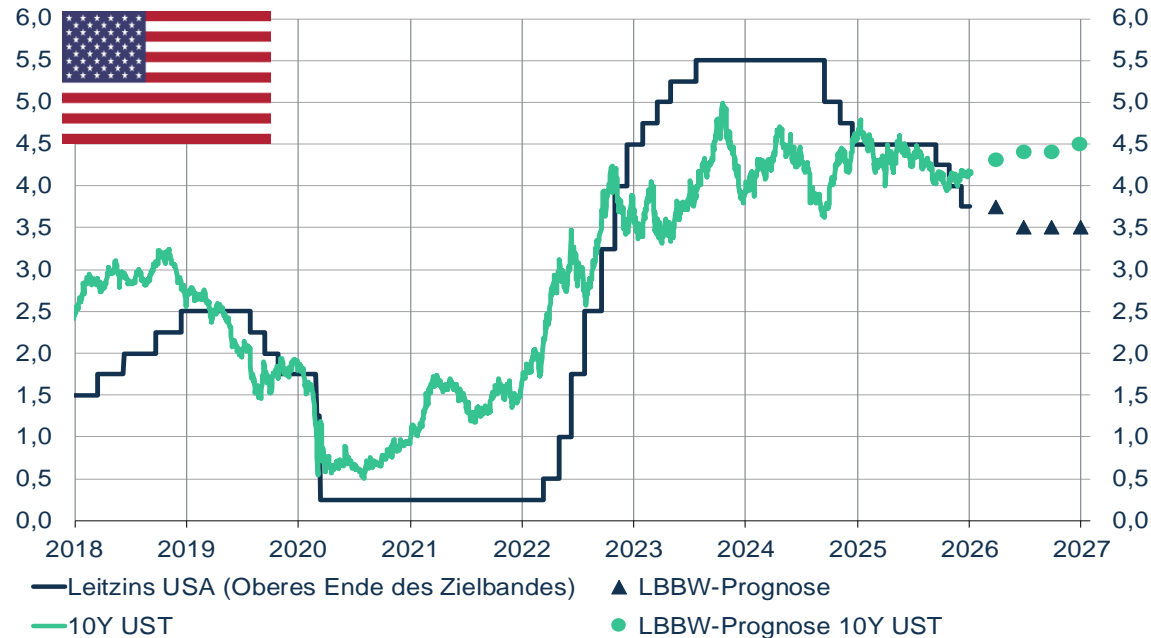


- Zum Jahresauftakt ist der Angebotsdruck am EUR-Staatsanleihemarkt überdurchschnittlich hoch.
- Seit der ersten Januarwoche sorgen vor allem syndizierte großvolumige Neuemissionen mit (ultra-)langen Laufzeiten für eine hohe Primärmarktaktivität.
- Das Bruttoemissionsvolumen dürfte im Januar nach unserer Prognose rund 180 Mrd. EUR erreichen, davon bis zu 40 Mrd. EUR aus Deutschland.
- Die Fälligkeiten sind dagegen niedrig.
- => Das Nettoangebot an EUR-Staatsanleihen markiert im Januar nach unserer Prognose einen Spitzenwert von rund 140 Mrd. EUR. Dies entspricht fast 30 % der von uns erwarteten gesamten Nettoemissionen des Jahres 2026!

Fazit: Moderate weitere Lockerung der Fed-Politik; 10Y Bundrendite pendelt sich bei 3 % ein

USD-Zinsen und Prognose

in %

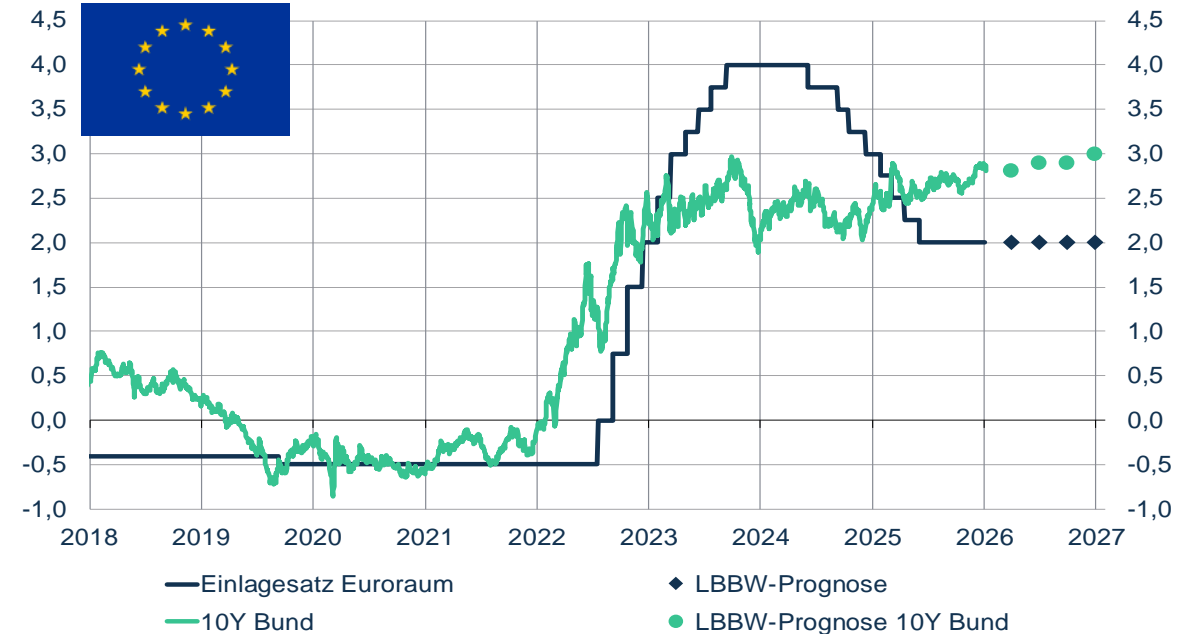


- **Dilemma für die Fed:** Zinspause bis Frühsommer 2026, ein weiterer Zinssenkungsschritt im Jahr 2026.
- Am US-Treasurymarkt werden die Gefahren für den Status als sicherer Anlagehafen und die Schuldenrisiken derzeit unterschätzt.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

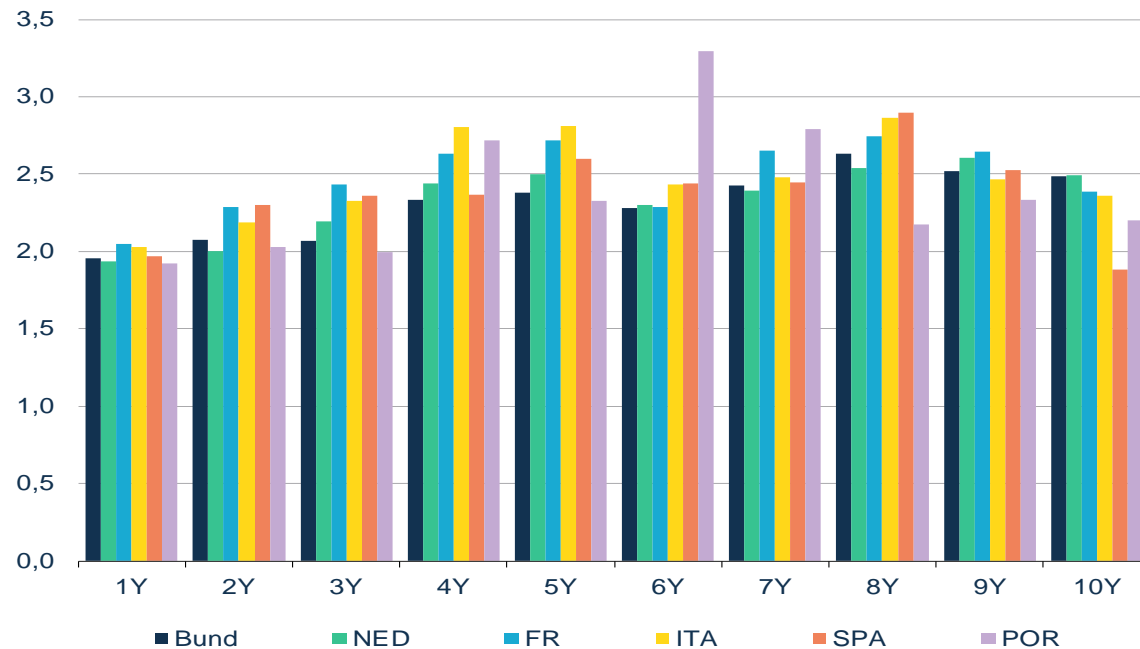


- **EZB führt geldpolitisch bis auf Weiteres geradeaus.** Einlagesatz hat Boden bei 2,00 % erreicht.
- Langfristzinsen: Steigende Laufzeitprämien bergen Potenzial für weitere Versteilerung der Kurve.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries

EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

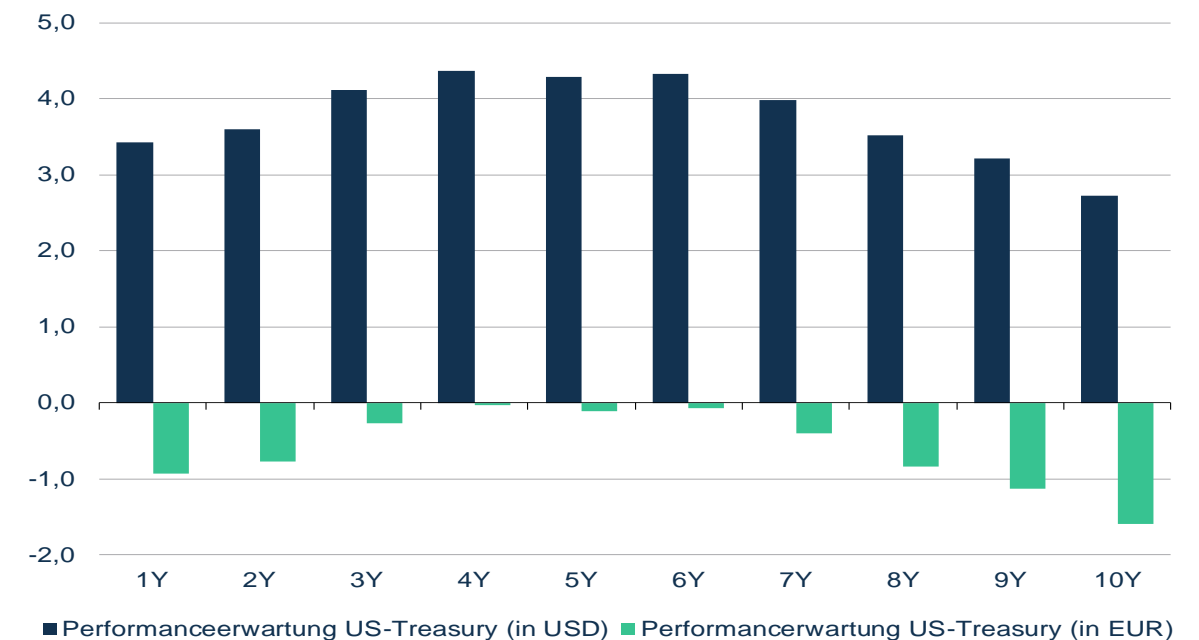


- Stabiler Leitzinsausblick verankert kurze bis mittlere Laufzeiten. **Langläufer von Verschuldungsrisiken belastet.**
- Peripheriespreads: Rating-Upgrades stützen Einengungstrend, **Mittelfrist-Gefahr einer Wiederausweitung bleibt indes bestehen.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)

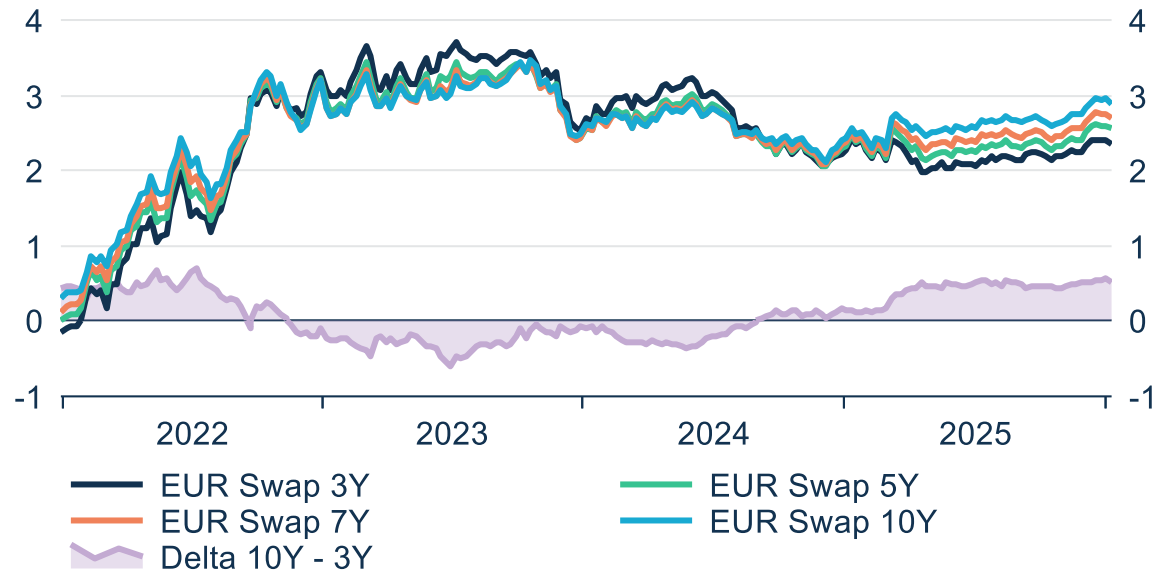


- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Auf mittlere Sicht überwiegt das Risiko einer fortgesetzten merklichen Abwertung.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries bleibt trotz Fed-Lockerung beträchtlich.

Swap-Renditen: Struktur hat sich normalisiert

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten drei bis zehn Jahre, seit 2022



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

EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten fünf und zehn Jahre, seit 2008



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

Zinsprognosen im Detail

		Spot	31-Mar-26	Forecast 30-Jun-26	31-Dec-26
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate		2.15	2.15	2.15	2.15
ECB Deposit Rate		2.00	2.00	2.00	2.00
Overnight Rate (€STR)		1.93	1.95	1.95	1.95
3MEuribor		2.02	2.00	2.05	2.05
Swap 2Y		2.26	2.15	2.20	2.30
Swap 5Y		2.55	2.45	2.45	2.55
Swap 10Y		2.88	2.80	2.85	2.90
Bund 2Y		2.11	2.00	2.05	2.20
Bund 5Y		2.49	2.35	2.40	2.55
Bund 10Y		2.90	2.80	2.90	3.00
USA					
Fed Funds Target Rate		3.75	3.75	3.50	3.50
Overnight Rate (SOFR)		3.64	3.65	3.40	3.40
3M Money Market		4.85	3.60	3.40	3.35
Swap 2Y (SOFR-OIS)		3.38	3.25	3.10	3.00
Swap 5Y (SOFR-OIS)		3.50	3.35	3.30	3.35
Swap 10Y (SOFR-OIS)		3.81	3.80	3.80	3.90
Treasury 2Y		3.48	3.50	3.35	3.25
Treasury 5Y		3.75	3.70	3.70	3.75
Treasury 10Y		4.20	4.30	4.40	4.50
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.73	0.75	0.80	0.80
Japan	10Y Government Bond	2.04	1.65	1.70	1.70
UK	Overnight Rate (SONIA)	3.73	3.70	3.45	3.20
UK	10Y Government Bond	4.61	4.60	4.60	4.70
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.30	0.30	0.35	0.40

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

05

Credits: Rekordjahr 2025 für neue Anleihen

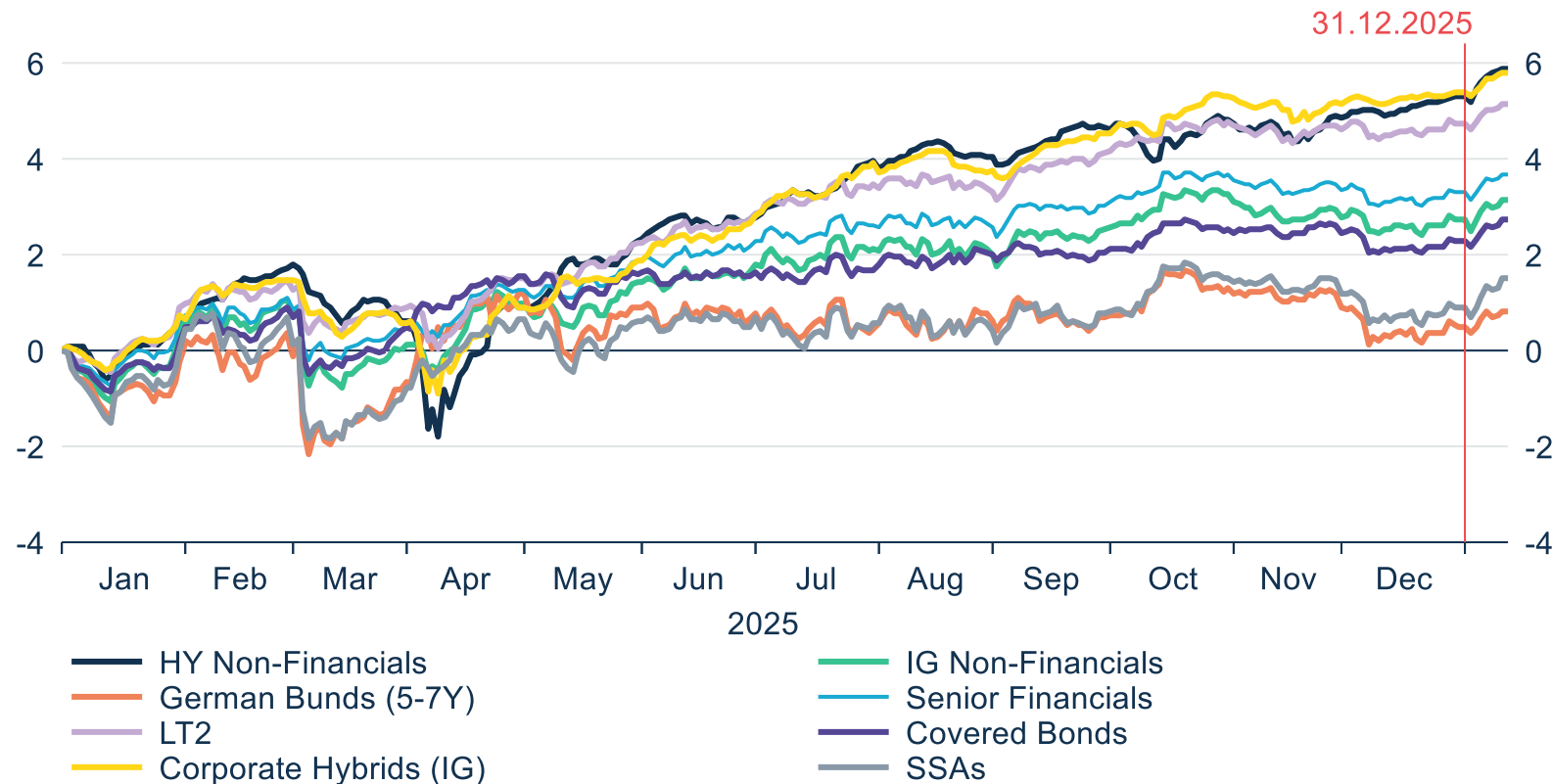
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

Stabile Performance bei Corporate Bonds

Total Return von Credits und Bundesanleihen

In % seit Jahresanfang 2025

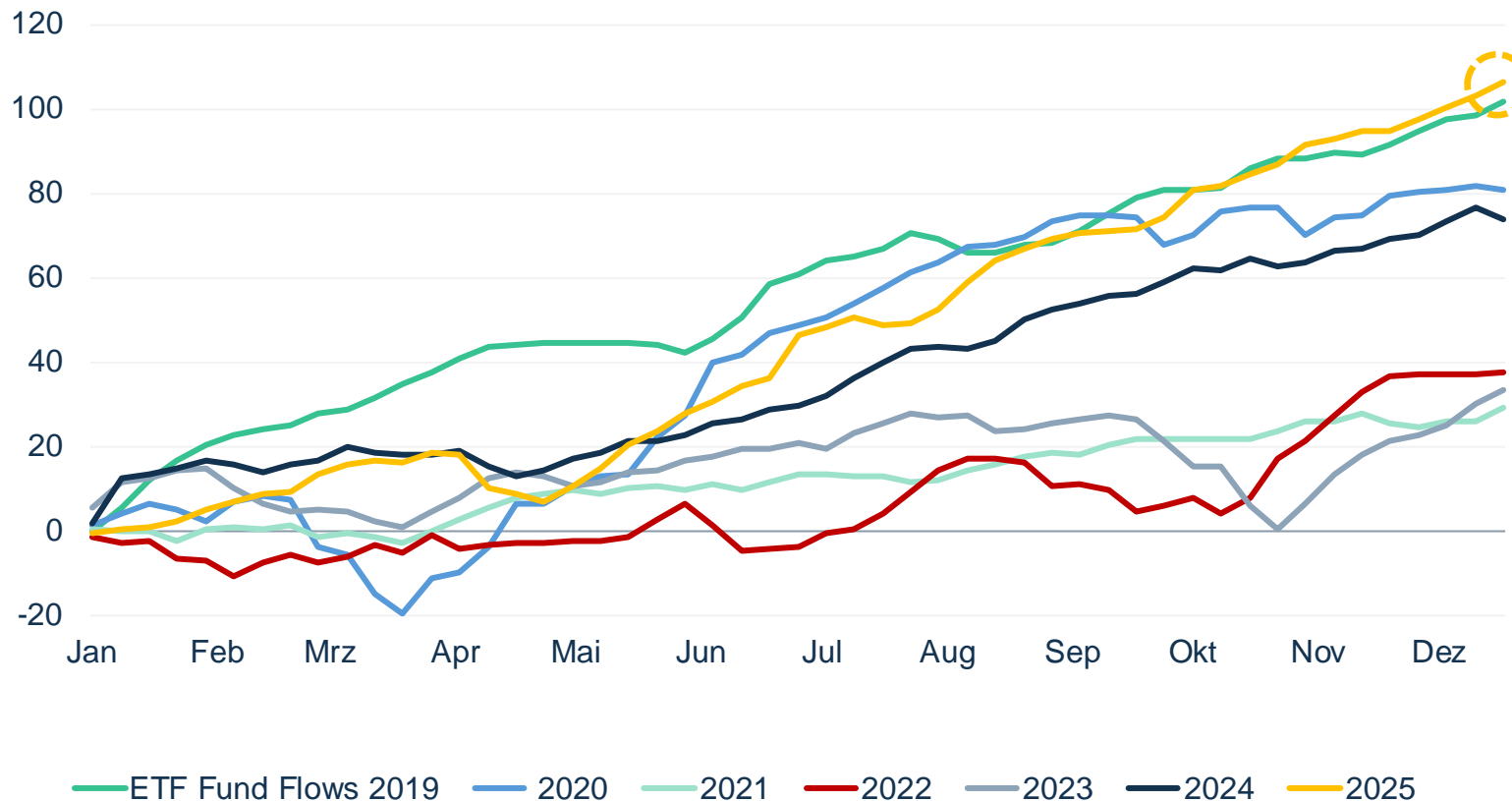


- EUR-Unternehmensanleihen im Investmentgrade (IG Non-Financials) brachten im Jahr 2025 einen Total Return von 2,7 % und überzeugten mit einer geringen Schwankungsbreite. Selbst in der schwierigen Marktphase Anfang April gab es im IG-Index keine spürbaren Performance-Einbußen.
- Die riskanteren Assetklassen profitierten 2025 neben höheren Ausgangsrenditen auch von stärkeren Spreadeinengungen. Dadurch erzielten sie höhere Total Returns (z.B. Unternehmen im High-Yield-Segment und nachrangige IG-Hybride je ca. +5,3 %).

Nachfrage der Investoren auf Rekordniveau

Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

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



- Im ersten Halbjahr 2025 verursachte die US-Zollpolitik eine vorübergehende Zurückhaltung der Investoren.
- Danach gab es eine sehr hohe Nachfrage nach Corporate Bonds. Investoren erhöhten ihr Volumen in der Assetklasse so stark, dass 2025 zum neuen Rekordjahr wurde.

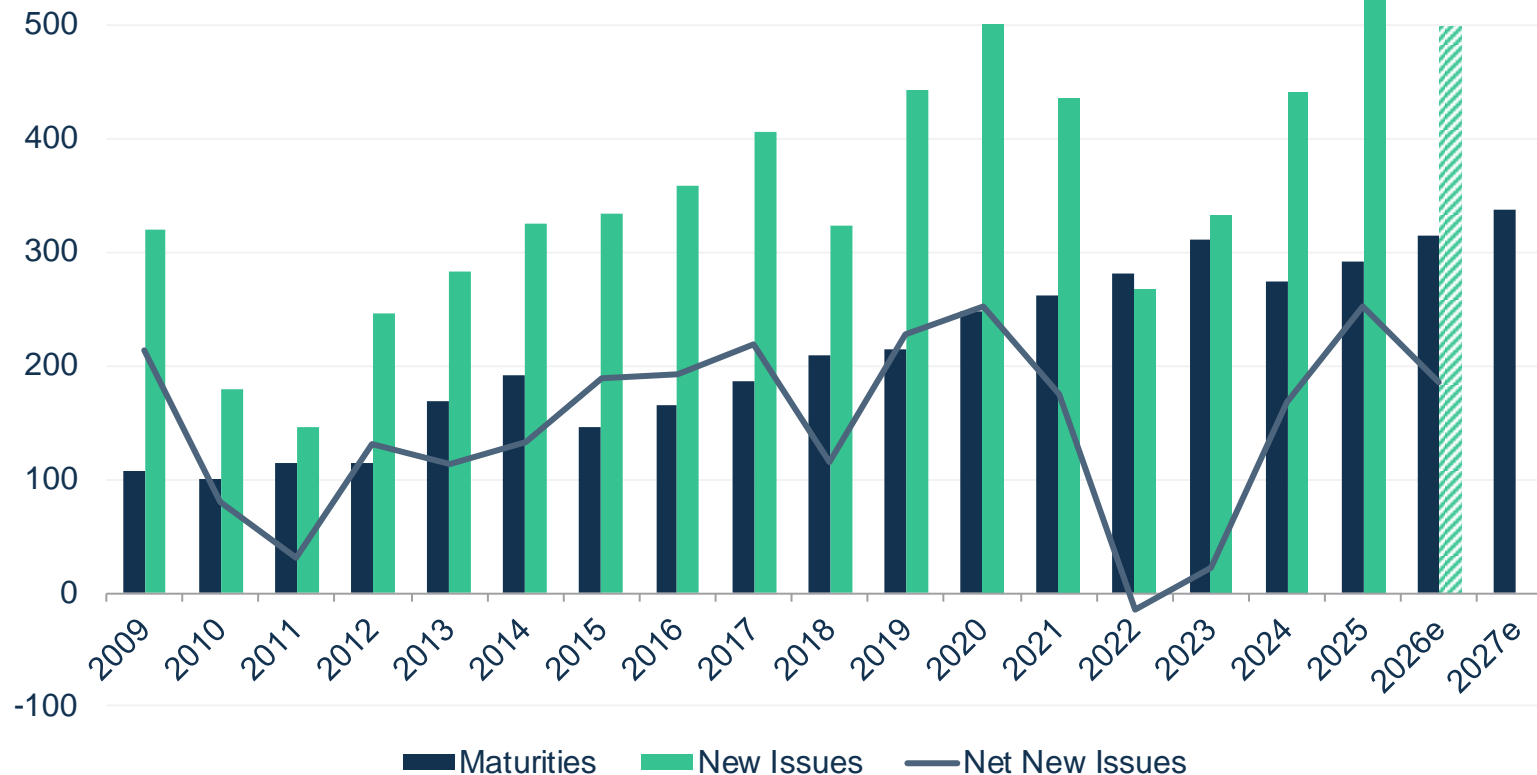
Ausblick 2026:

- Wir erwarten auch weiterhin eine gute Nachfrage nach Unternehmensanleihen.
- Hierfür spricht ein unseres Erachtens vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil im Vergleich zu anderen Assetklassen.

Neuemissionsvolumen über 500 Mrd. EUR

EUR Corporate Bonds: Fälligkeiten und Neuemissionen

Volumen in Mrd. Euro (inkl. LBBW-Prognose für 2026)

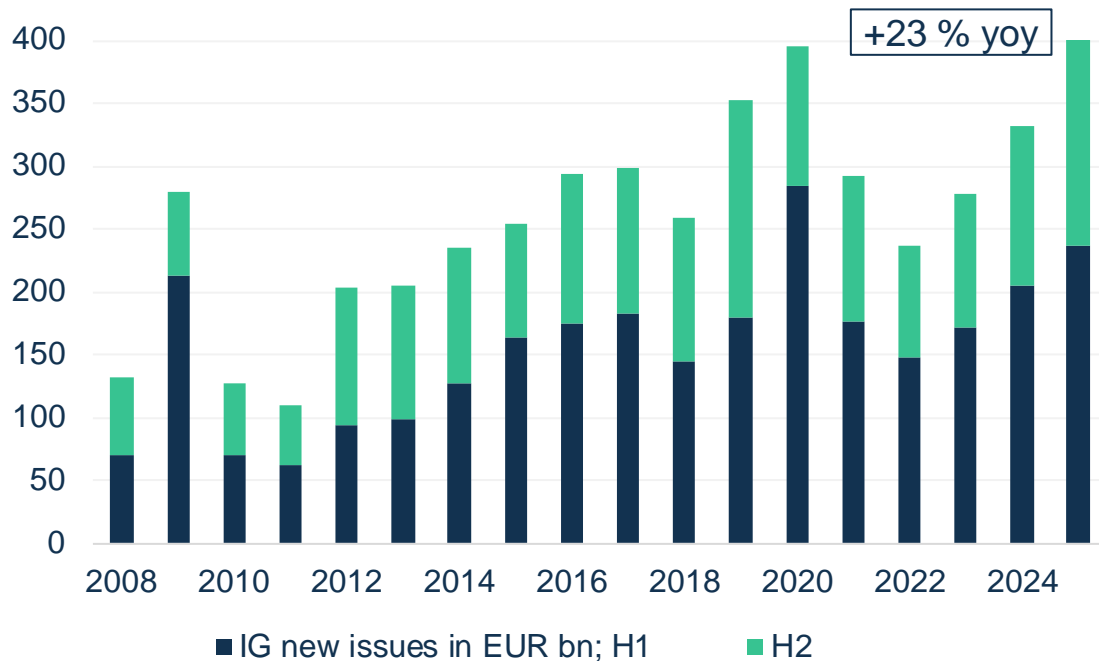


- Die Unternehmen platzierten 2025 ein Rekordvolumen von 544 Mrd. EUR an neuen EUR-Anleihen (+23 % yoy).
- US-Konzerne trugen maßgeblich zum starken Wachstum bei: Mit 113 Mrd. EUR (+80 % yoy) begaben sie ein so hohes Volumen wie nie zuvor. Bei Konzernen aus Deutschland sank das Volumen dagegen auf 62 Mrd. EUR (-7 %).
- Ein weiterer Faktor waren rekordhohe anstehende Fälligkeiten für das Folgejahr 2026 (ursprünglich rund 370 Mrd. EUR), die oft vorzeitig refinanziert wurden.
- Für 2026 rechnen wir nochmals mit einem hohen EUR-Neuemissionsvolumen in der Größenordnung von 500 Mrd. EUR. US-Konzerne könnten nochmals stark zugreifen, u.a. für KI-Investitionen.

Rekordjahr für IG und fast auch für HY

Investmentgrade-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)

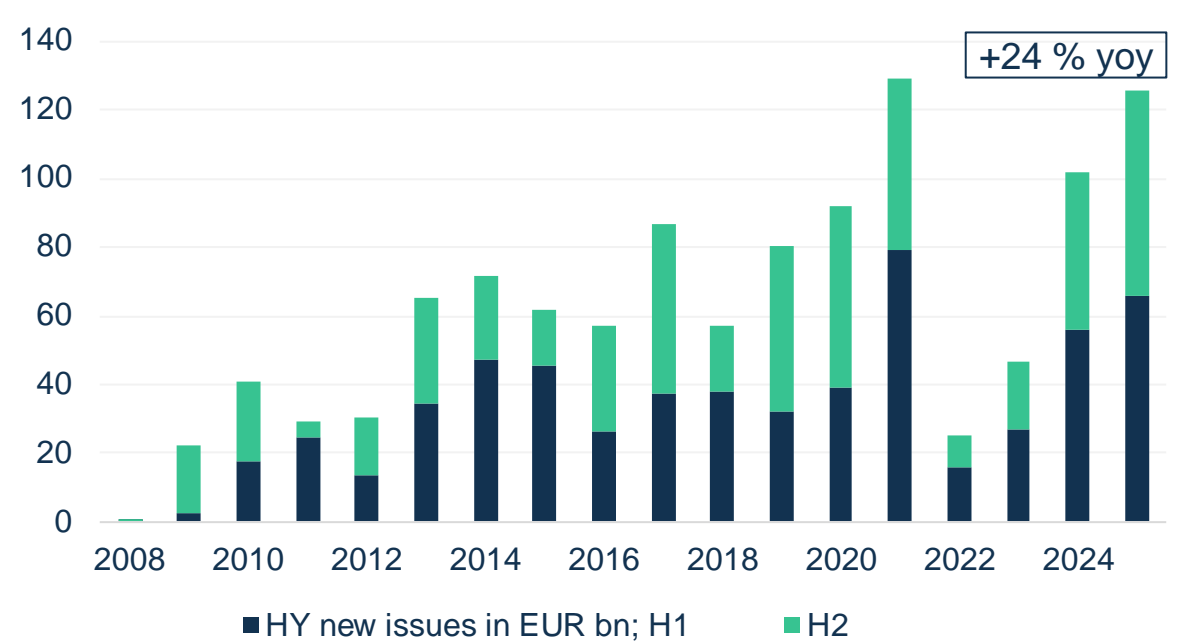


- Das Volumen neuer Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Ratings übertraf erstmals die Marke von 400 Mrd. EUR!
- Damit stammen 75 % des Volumens aus der IG-Kategorie (hier ohne Split-Ratings, die dem HY-Segment zugeordnet sind).

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

High-Yield-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)

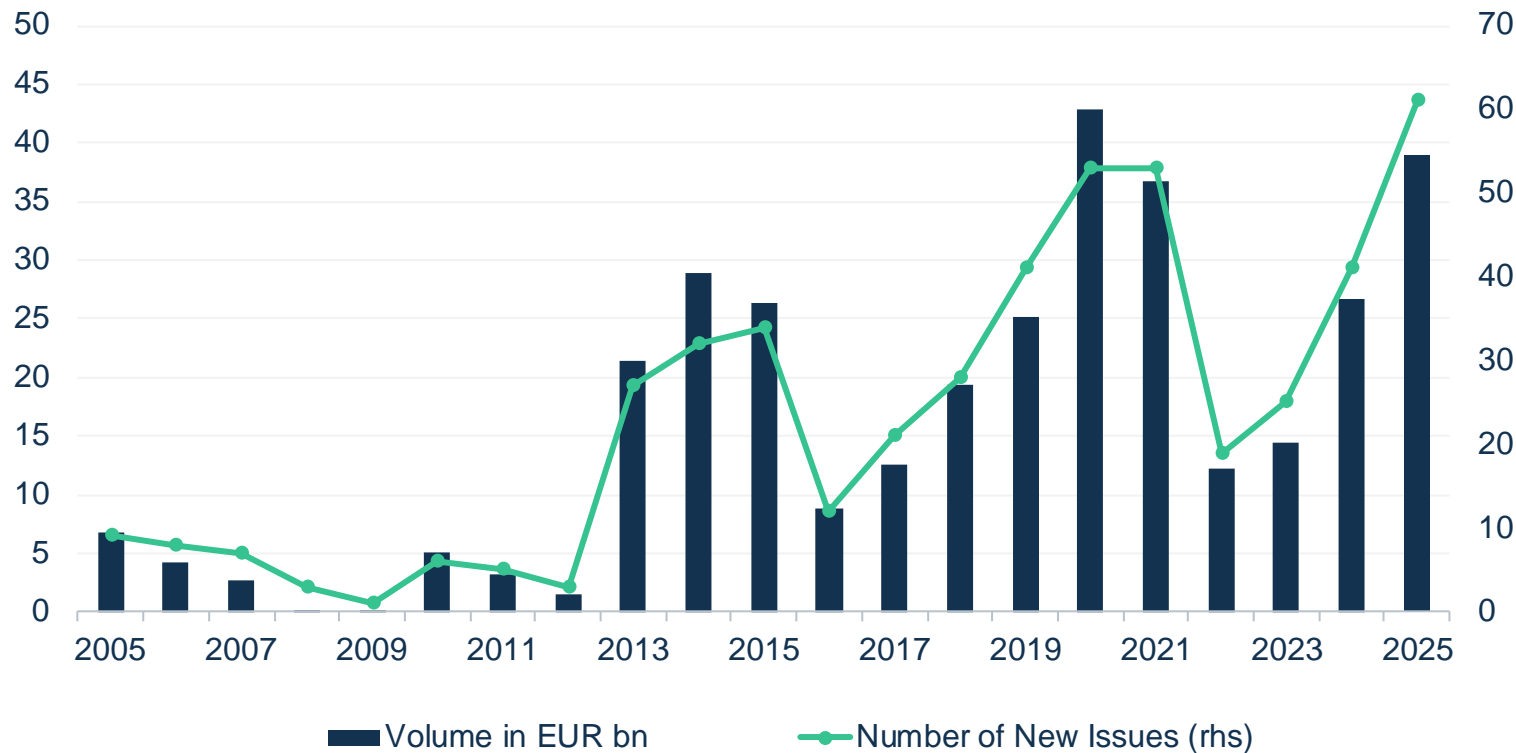


- Auch das HY-Segment (Neuemissionen mit High-Yield-Ratings: Anteil 2025 ca. 23 %) entwickelte sich sehr gut: Mit 126 Mrd. EUR (+24 %) erreichte es fast das Rekordvolumen von 2021.
- Die Unternehmen nutzten das gesunkene Zinsniveau und eine gute Nachfrage der Investoren.

Rekordanzahl an neuen Hybridanleihen

EUR-Neuemissionen Corporates Hybridanleihen

Jährliches Volumen in Mrd. Euro sowie Anzahl neuer Anleihen



- Der Trend bei Hybridanleihen setzte sich beeindruckend fort: Das Volumen sprang 2025 auf 39 Mrd. EUR (+46 % yoy) – nahe am Rekordjahr 2020 (43 Mrd. EUR).
- Der Anteil der nachrangigen Hybridbonds am gesamten Neuemissionsvolumen stieg 2025 auf 7 %.
- Die Anzahl der begebenen Hybridanleihen übertraf mit 61 sogar den bisherigen Rekord von 2020 und 2021 (je 53 Neuemissionen).
- Das Rekordvolumen der Jahre 2020 / 21 resultierte aus einem damals extremen Niedrigzinsumfeld, in dem auch Hybridbonds mit sehr niedrigen Coupons begeben werden konnten.
- Vorteilhaft für Unternehmen ist v.a. die teilweise Anrechnung der nachrangigen Hybridbonds als Eigenkapital.

Risikoprämien auf niedrigem Niveau

Entwicklung der Risikoprämien 2025

5Y CDS (Credit Default Swaps), Index-Prämie für Corporates in Bp.

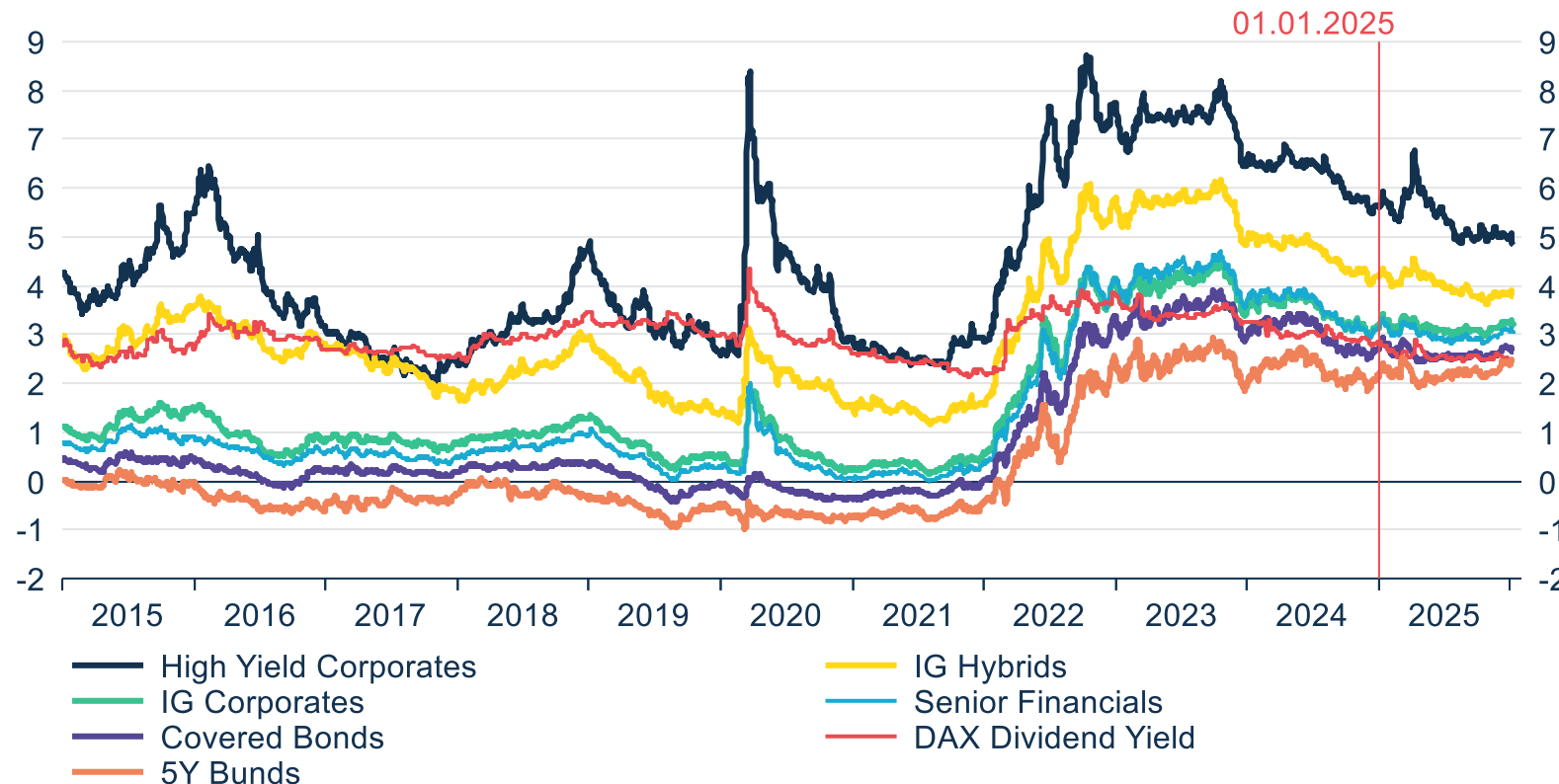


- Auf den US-Zollschock von Anfang April folgte eine erstaunlich schnelle Erholung: Die Risikoprämien für Unternehmen gingen nach sprunghaftem Anstieg wieder zurück und erreichten neue Jahrestiefstände.
- Die Unternehmen nutzten das positive Sentiment und beschafften sich ab Ende April viel Liquidität durch die Ausgabe neuer Anleihen (Neuemissionen).
- Auf dem aktuell niedrigen Niveau rechnen wir wieder mit einem leichten Anstieg der Risikoprämien.

IG-Renditen für Corporates sehr stabil

Renditen im Vergleich

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



- Die Index-Rendite für Corporate Bonds mit Investmentgrade-Ratings blieb seit Jahresanfang 2025 erstaunlich stabil (Bandbreite ca. 3,0 % bis 3,5 %).
- Nur im HY-Segment gab es Anfang April 2025 aufgrund der US-Zollpolitik einen vorübergehenden Sprung bei den Renditen.
- Für 2026 rechnen wir zwar mit einem leichten Anstieg der Renditen. Dennoch sehen wir bei Unternehmensanleihen mit IG-Ratings weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil für eine solide Performance – auch im Vergleich zu anderen Assetklassen.

06

**Aktien:
The trend is
your friend –
Risiken sind
aber nicht
zu übersehen**

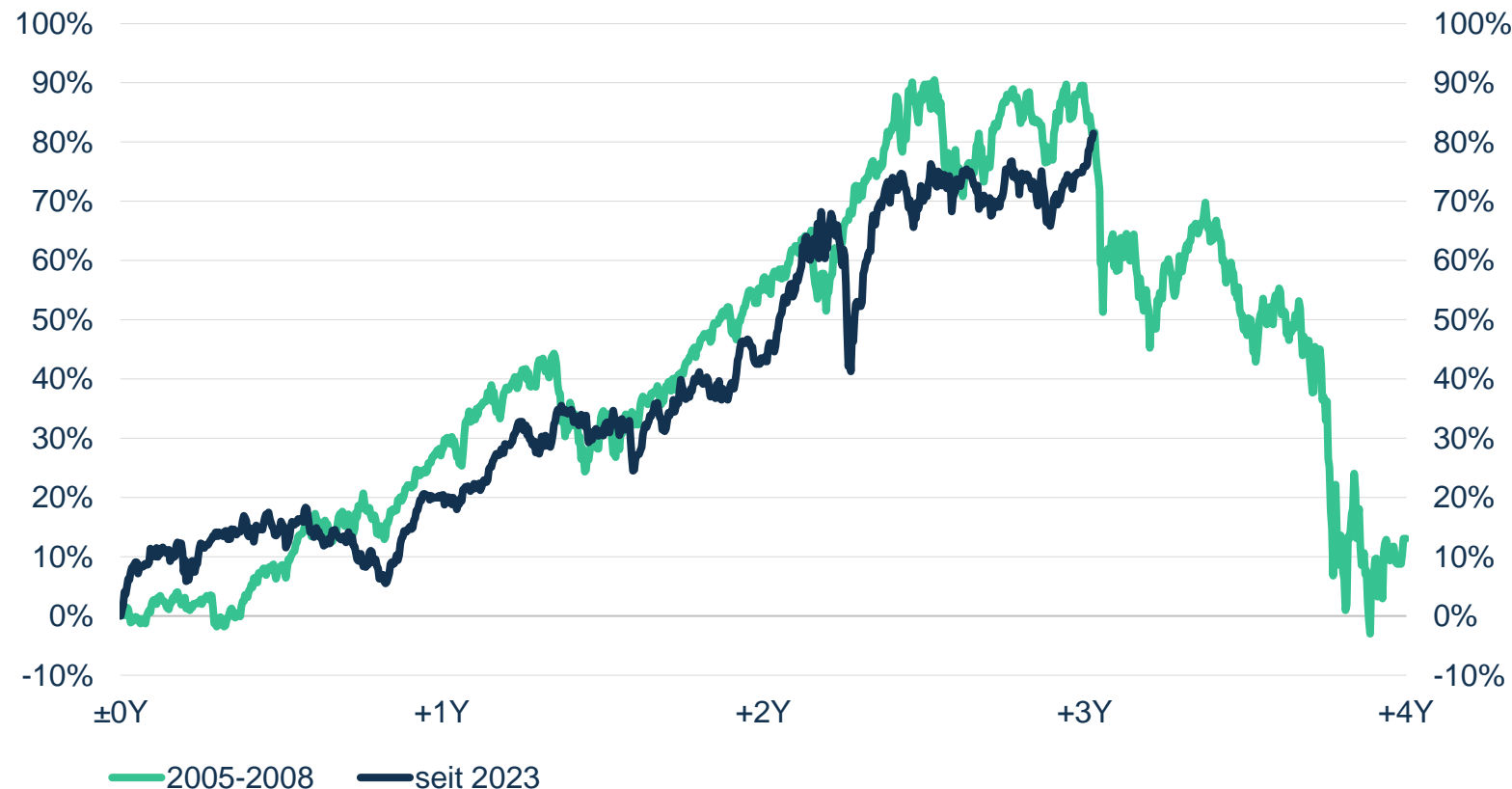


Uwe Streich
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Lange Phasen ohne echte Rückschläge lassen Anleger sorglos werden

DAX seit 2023 versus 2005 bis 2008

indexiert in Prozent (Ultimo 2004 bzw. 2023 = 0 %)

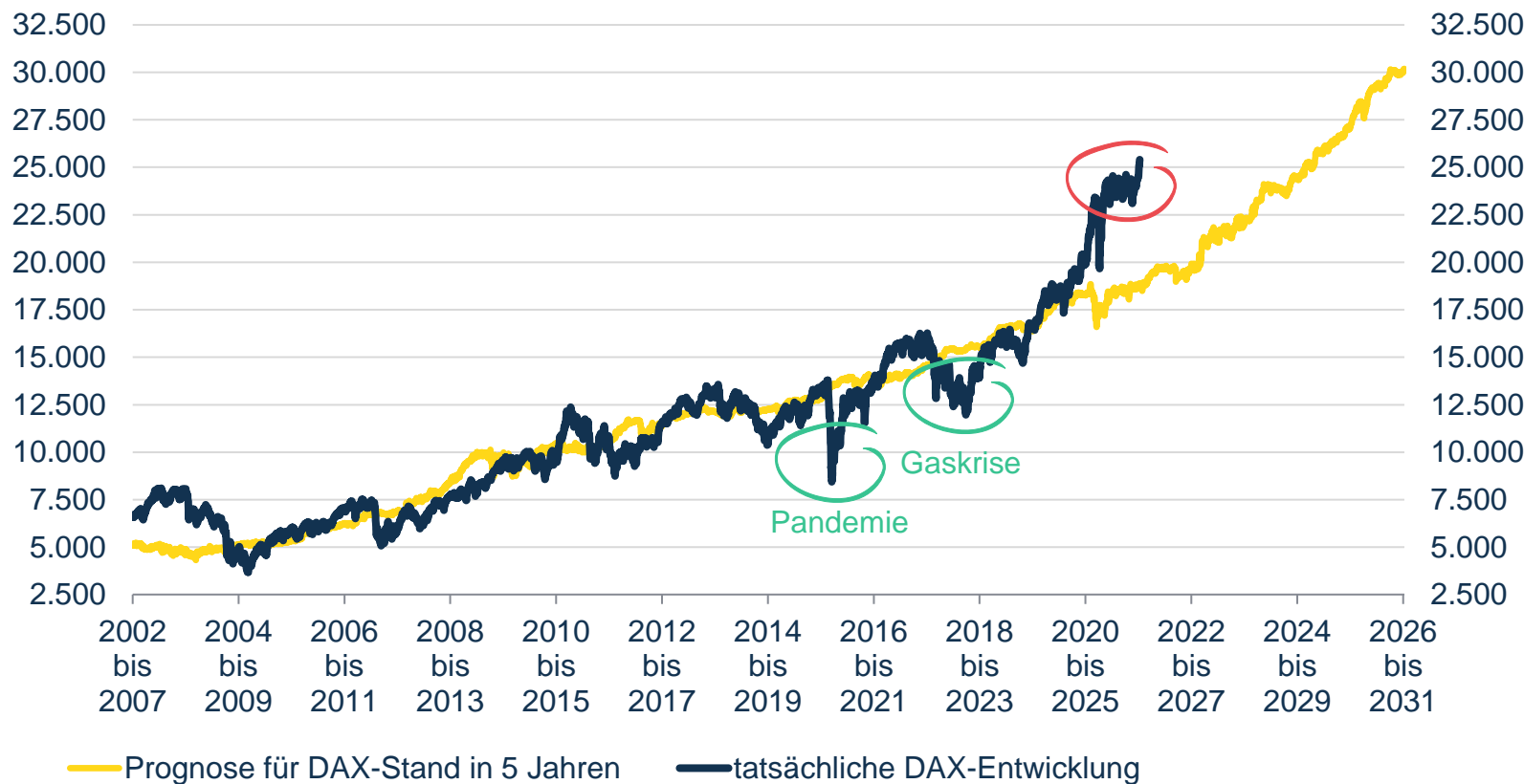


- 2023, 2024 und 2025 legte der DAX jeweils um die 20 % zu und tauchte dabei im jeweiligen Jahresverlauf kaum bis gar nicht ins Minus ab. Der Start ins Jahr 2026 verlief nach demselben Muster.
- Die Konstellation erinnert stark an die Jahre 2005 bis 2007, welche der Finanzkrise vorausgingen.
- Wenn die Anleger über einen langen Zeitraum nur eine Richtung kennen – nämlich aufwärts –, werden sie sorglos und unterschätzen immanente Risiken.
- 2008 starteten die Anleger im Unterschied zu 2026 nicht unbekümmert in das vierte Jahr. Stattdessen schlug das Pendel damals bereits mit dem ersten Handelstag ins Negative um.

Dem Avis unseres Fünf-Jahres-Modells ist der DAX weit vorausgelaufen

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

in Indexpunkten



Abweichung ggü. Modellavis



Der DAX notiert derzeit **um 35 % höher, als** dieser vor fünf Jahren von unserem Fünf-Jahres-Modell für heute **vorhergesagt** wurde



5
Jahre

Modellavis

Für Anfang 2031 prognostiziert das Fünf-Jahres-Modell derzeit einen Stand von gut

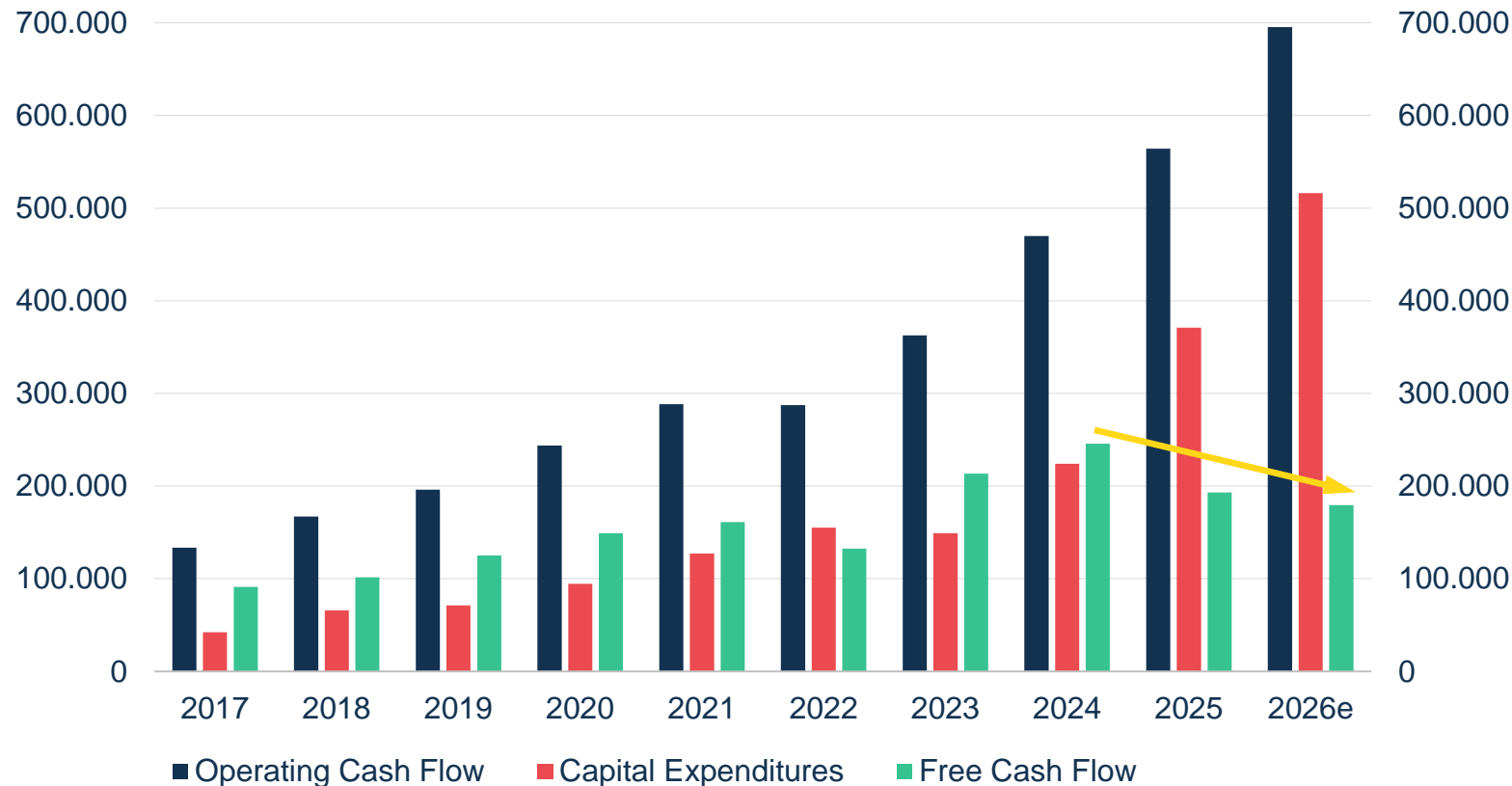
30.000 Indexpunkten

dies entspricht nur **3,5 % p.a.**
(inklusive Dividenden)

KI-Wettrüsten erreicht kritischen Punkt – Anleger erkennen Risiken bei KI-Giganten

OFC, CAPEX & FCF: Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle

aggregierte Zahlen in Mio. USD



- Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta und Oracle liefern sich ein KI-Wettrüsten. 2017 lagen ihre aggregierten Investitionen noch bei 31 % ihres Operativen Cash Flow. 2025 waren es bereits 66 %. Für 2026 werden 74 % erwartet. Hierdurch sank zuletzt ihr aggregierter Free Cash Flow.
- Sorgen machen auch verlängerte Abschreibungszyklen, die Gewinne schönrechnen, sowie zirkuläre Verflechtungen, welche die finanziellen Risiken verschleiern. Zudem könnten die Monopolrenditen der KI-Ausrüster demnächst deutlich schrumpfen.
- Weil der Löwenanteil der Kursentwicklung des S&P 500 seit Launch von ChatGPT auf den KI-Hype zurückzuführen ist, hätten die Märkte wohl ein großes Problem, wenn die Anleger hier den Daumen senkten.

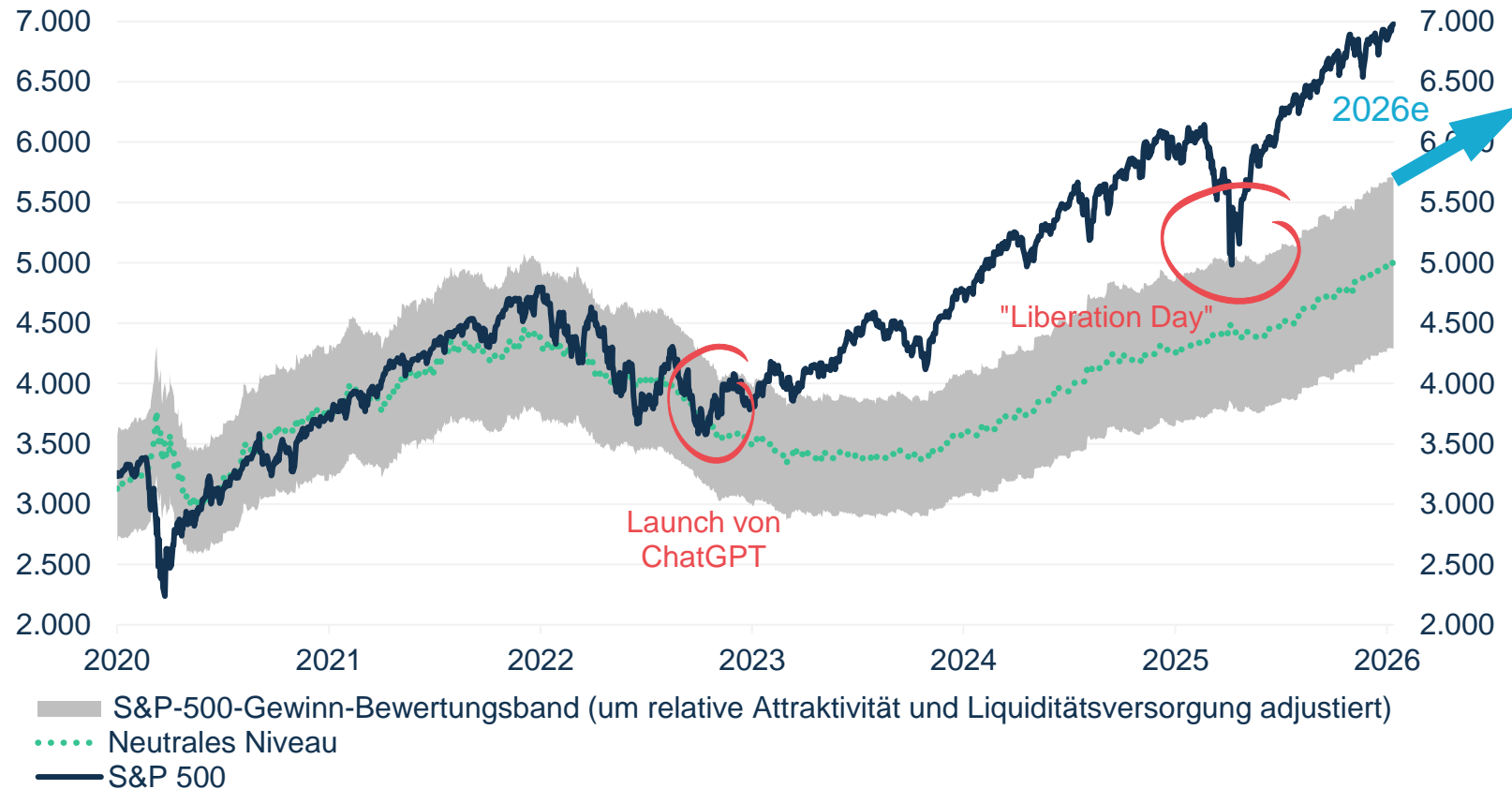
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

US-Markt schon seit Beginn des KI-Hypes gemäß Fundamentaldaten überbewertet

S&P 500: Tatsächliches vs. „fares“ Niveau des S&P 500

in Indexpunkten – gemäß unserem Drei-Faktor-Modell

* „Big 8“ sortiert nach Kapitalisierung: Nvidia, Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Broadcom, Tesla und Meta



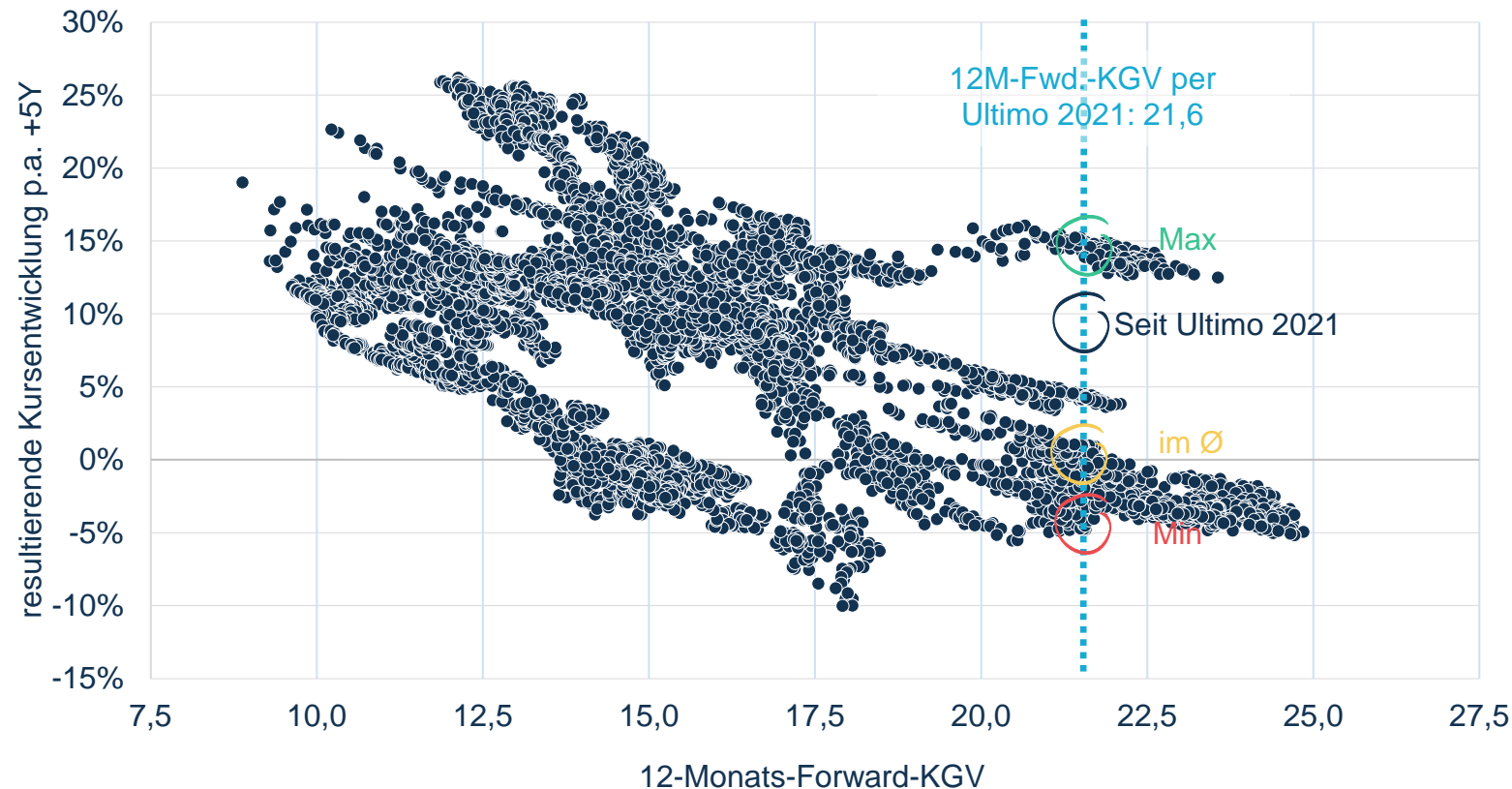
- US-Aktien sind teuer. Dies gilt nicht nur für die marktbeherrschenden „Big 8“*, welche aktuell ein gewichtetes 12M-Fwd.-KGV von 31,5 besitzen, sondern auch für den „S&P 492“, welcher mit 18,9 bewertet ist.
- Gemäß unserem Drei-Faktor-Modell, welches neben dem absoluten KGV auch die relative Attraktivität des S&P 500 ggü. 10-jhrg. US-Treasuries sowie die Liquiditätsausstattung in den USA berücksichtigt, sind US-Aktien seit Beginn des KI-Hypes nahezu durchgängig überbewertet.
- Lediglich im Zuge des „Liberation Day“ kehrte der S&P 500 für wenige Tage in sein „fares“ Bewertungsband zurück. Dessen oberes Ende liegt derzeit bei 5.850 Punkten. Bis Ende 2026 dürfte es sich gemäß Prognose auf 6.350 Zähler erhöhen.

Quelle: LBBW Research

Hohes KGV mindert Perspektiven

KGV-abhängige Kursentwicklung des S&P 500 (1988-2021)

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



- Ein hohes KGV verringert die Perspektiven des S&P 500. Bereits per Ende 2021 lag es bei 21,6 und damit ähnlich hoch wie nun.
- Besaß der S&P 500 von 1988 bis einschließlich 2021 ein derart hohes, oder sogar noch höheres KGV, gab er in den fünf Folgejahren im Worst Case um 5,2 % p.a. nach. Im Best Case schaffte er zwar trotzdem ein Kursplus von 14,9 % p.a. Ein markanter Anstieg hatte dabei jedoch eine weit geringere Wahrscheinlichkeit als ein signifikanter Rückgang, wie sich an der Punktwolke unschwer erkennen lässt. Im Mittel betrug das Plus dann nur 0,2 % p.a.
- Weil der Index seit Ultimo 2021 um rund 10 % p.a. gestiegen ist, ist die Wahrscheinlichkeit dafür, das 2026 ein schwächeres Jahr ist, höher als für ein besonders gutes.

07

Prognosen und Asset Allokation: Märkte anfällig für Korrektur

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur

- Deutschland: Strukturkrise wurde 2025 offen sichtbar. Hoffnung auf Wachstum ab 2026. Reformstau gefährdet diese Story.
- Handelskonflikt mit USA impliziert Risiken. Staatsausgaben sollen ab 2026 für Nachfrageplus sorgen.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung vermindert Lohndruck und hält die Rohstoffpreise in Schach.



Aktienmärkte

- US-Handelspolitik bremst die Weltwirtschaft, an den Märkten dominiert jedoch Optimismus, vor allem dank KI.
- Investitionspakete und Konjunkturerwartungen stützen Europas Börsen.
- KI-Hausse droht heißzulaufen, für 2026 sehen wir Rückschlagsgefahren.



Rohstoffe

- Rohstoffe 2025 mit unterschiedlicher Entwicklung: Hausse bei Edelmetallen, Anstieg bei Basismetallen, Ölpreise fallen.
- Goldhausse setzt sich fort. Nach kräftiger Hausse ist zunächst aber eine Verschnaufpause wahrscheinlich.
- OPEC+ erhöht Förderquoten April-Dez. 25. Hoher Angebotsüberschuss am Ölmarkt dürfte Preise weiter drücken.



Zinsumfeld

Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Notenbanker setzen geldpolitischen Lockerkurs vorsichtig fort, eine weitere Zinssenkung im Jahr 2026 erwartet.
- EZB: Zinssenkungsphase beendet; Einlagesatz bis mindestens Ende 2026 unverändert bei 2,00 % erwartet.

Renditen

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



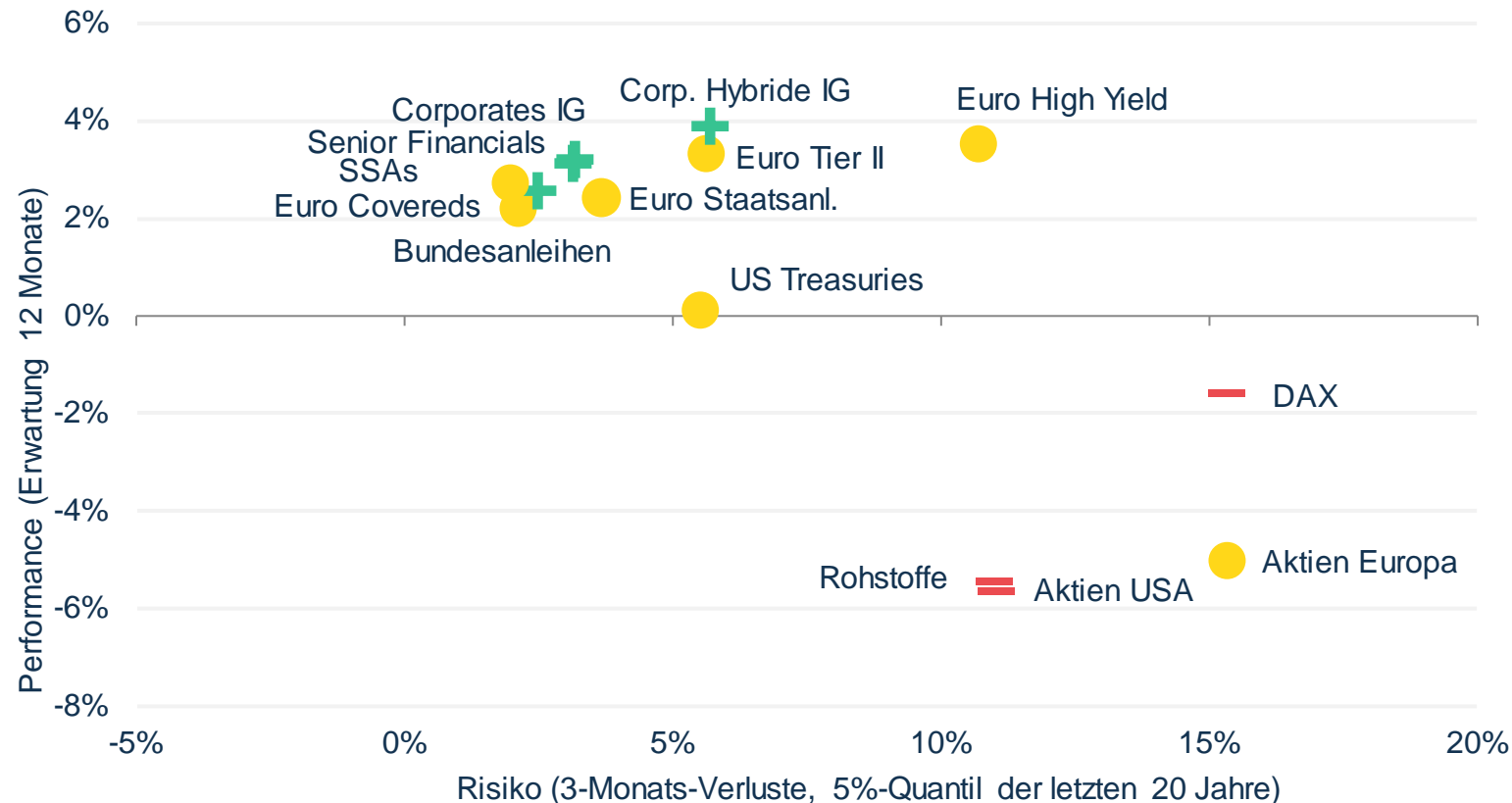
Devisen

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

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Das Chance-Risiko-Verhältnis erscheint für Aktien auf dem aktuell hohen Niveau ungünstig.
- Mit Anleihen könnte auch bei einem leichten Anstieg der längerfristigen Renditen noch eine positive Performance erzielt werden.
- Assets in USD leiden unter der von uns prognostizierten USD-Abschwächung (d.h. US Aktien & Treasuries sowie Rohstoffe beinhalten einen negativen Währungseffekt von rund 4 %).

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

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

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

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass Dezember)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
EZB Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00
Bund 10 Jahre	2,80	2,80	2,90	3,00
Fed Funds	3,75	3,75	3,50	3,50
Treasury 10 Jahre	4,19	4,30	4,40	4,50
BBB Bundspread (in Bp.)	89	105	110	120

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
DAX	25 405	24 500	25 000	25 000
Euro Stoxx 50	6 016	5 700	5 700	5 700
S&P 500	6 977	6 800	6 800	6 800
Nikkei 225	51 940	50 000	50 000	50 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.03.26	30.06.26	31.12.26
US-Dollar je Euro	1,17	1,18	1,20	1,22
Franken je Euro	0,93	0,95	0,96	0,97
Pfund je Euro	0,87	0,85	0,85	0,85
Gold (USD/Feinunze)	4 629	4 400	4 400	4 600
Öl (Brent - USD/Barrel)	64	65	60	60

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

65 % Hauptszenario

- 1) US-Konjunktur schwächt sich ab. Wachstum in China verlangsamt sich weiter. EU/DE: Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben lassen BIP wieder etwas steigen; allgemeiner Anstieg der Staatsverschuldung in den Industriestaaten; Trumps Politikmix wirkt für die USA inflationär, für Europa eher deflationär.
- 2) Fed bleibt auf moderaten Zinssenkungskurs; EZB hält Leitzins im neutralen Bereich stabil. Hohe Neuverschuldung der Staaten lässt Renditen am langen Ende steigen.
- 3) Volatilität am Aktienmarkt nimmt zu, Anleger zwischen KI-Hoffnungen und Angst vor KI-Blase hin- und hergerissen; Credit Spreads steigen bei temporären Rückschlägen am Aktienmarkt.
- 4) Geopolitik: Anhaltende Spannungen zwischen den USA und China. Schnelles Ende des Krieges in der Ukraine nicht in Sicht.

10 % Positivszenario

- 1) USA schwenken auf moderatere handelspolitische Linie um. US-Wirtschaft wächst wieder stärker, KI-Boom geht weiter.
- 2) Produktivitätsfortschritte durch KI. Inflationsraten stabil, Konjunktur beschleunigt sich.
- 3) Waffenstillstand im Ukraine-Krieg; USA und China nähern sich in wichtigen handelspolitischen Fragen an.
- 4) „Risk-on“: Aktienmärkte steigen durch fortgesetzte KI-Rally weiter. Credit Spreads fallen, Immobilienpreise erholen sich.

15 % Negativszenario I „Geopolitik“ / „KI-Bubble“

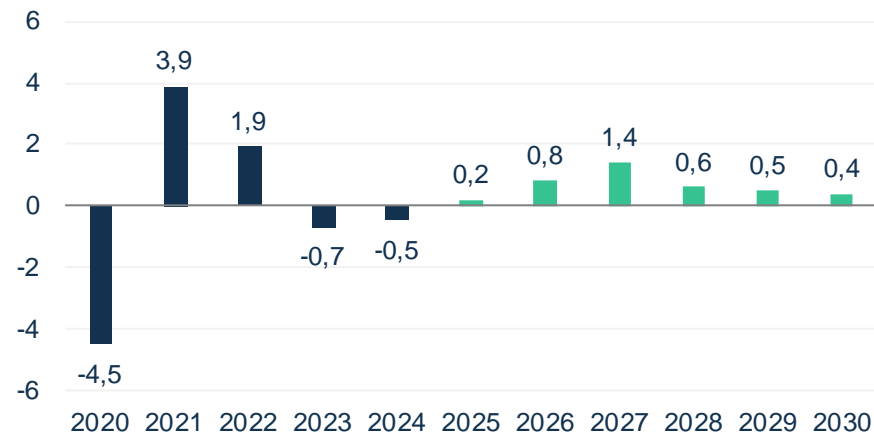
- 1) Geopolitik: China-Taiwan-Spannungen unter Einschluss weiterer Staaten nehmen zu; Zunehmende hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen; Ukraine zunehmend existenzgefährdet. Abrücken Trumps von NATO-Beistandspflicht der USA.
- 2) Platzen KI-Bubble: Starke Korrektur am Aktienmarkt. Massive Abschreibungen auf KI-Investitionen.
- 3) Fed/EZB senken Leitzinsen stark. Bundrenditen fallen wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken. „Risk-off“: Aktienmärkte korrigieren stark, Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II „Inflation“ / „Staatsschuldenkrise“

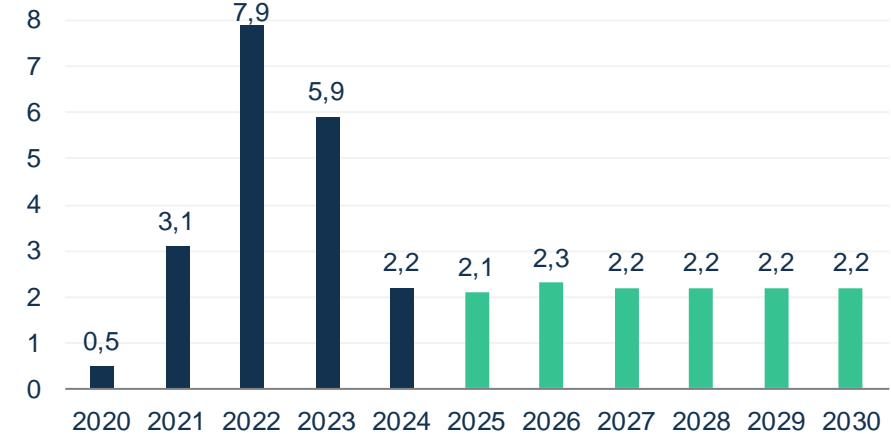
- 1) Inflation steigt wegen hoher Staatsausgaben bzw. zunehmendem Protektionismus. EZB reagiert mit Zinsanhebung. Einige Staaten melden überraschend hohe Defizite. Renditen steigen. Finanzierbarkeit wird für einige Länder angezweifelt.
- 2) Die Fed wird dovisher. Inflationsbekämpfung rückt in den Hintergrund. Renditen am langen Ende steigen wegen Zweifel an Glaubwürdigkeit der Fed. USD verliert deutlich.
- 3) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen. Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (65 %)

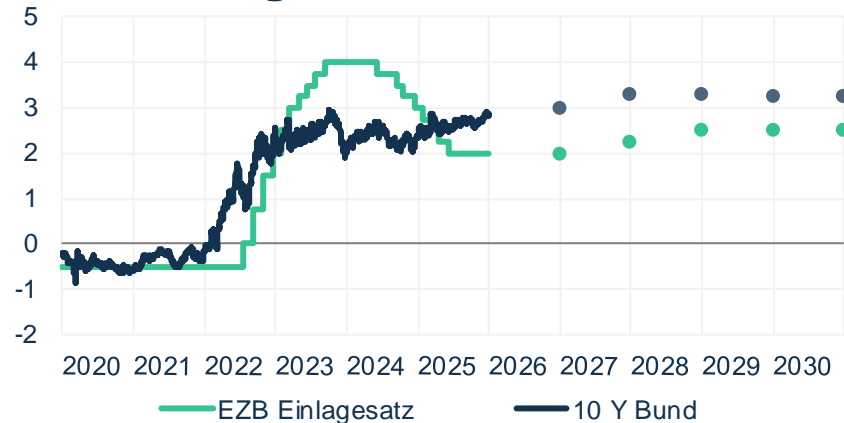
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

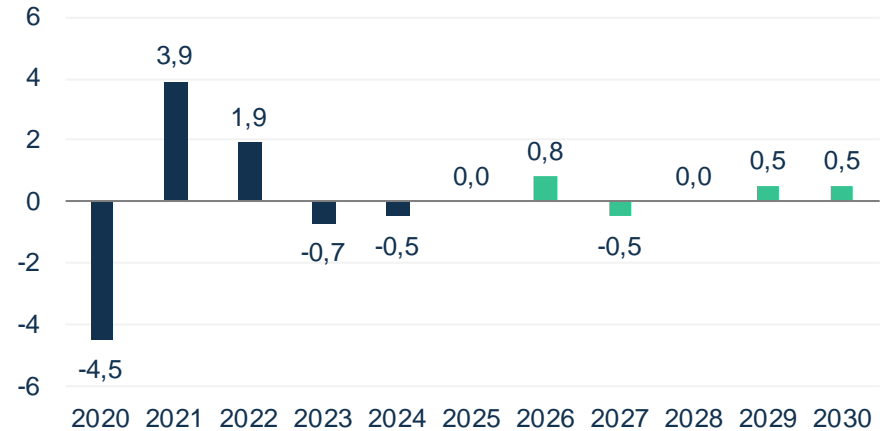


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

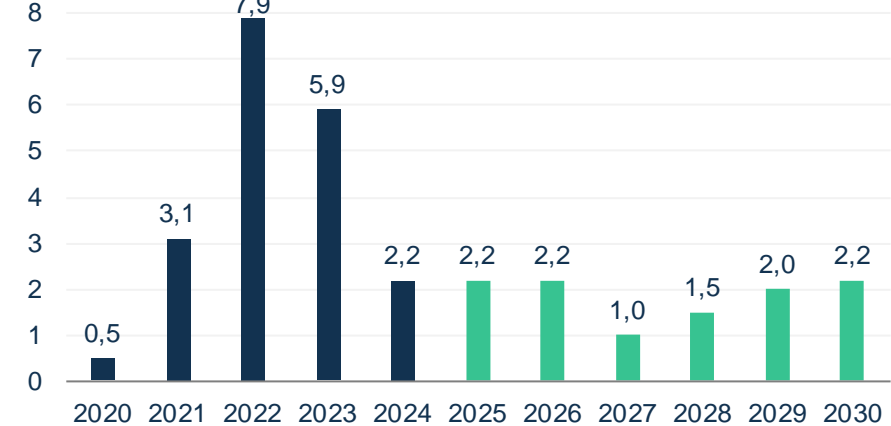
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik“ / „KI-Bubble“ (15 %)

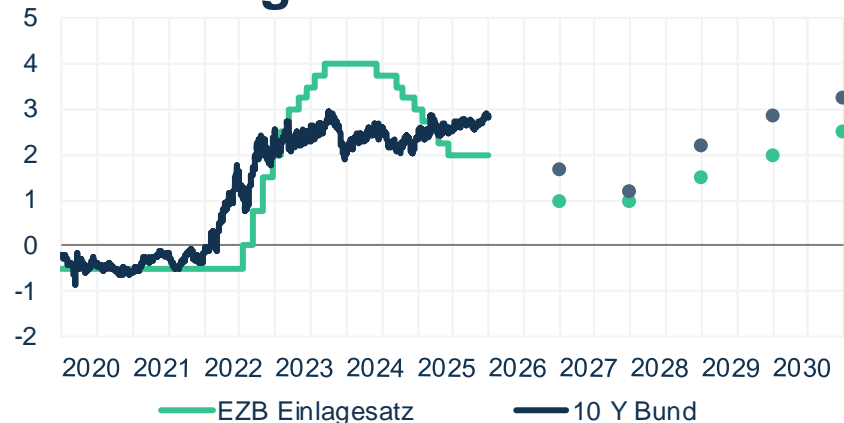
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



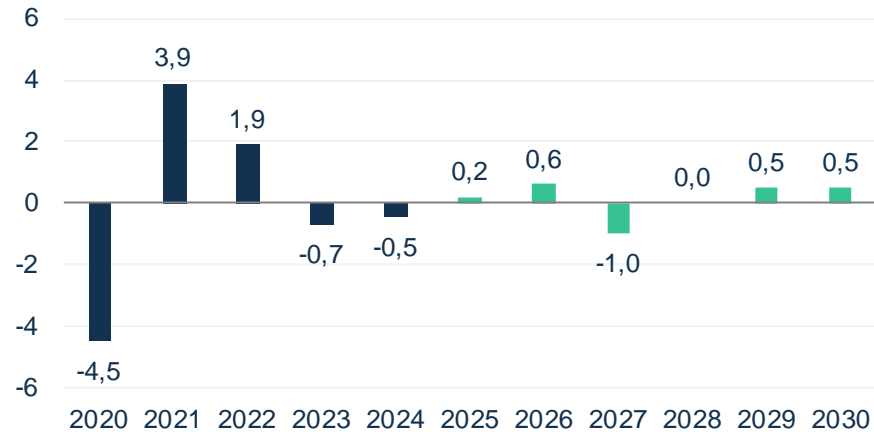
Euro Stoxx 50*



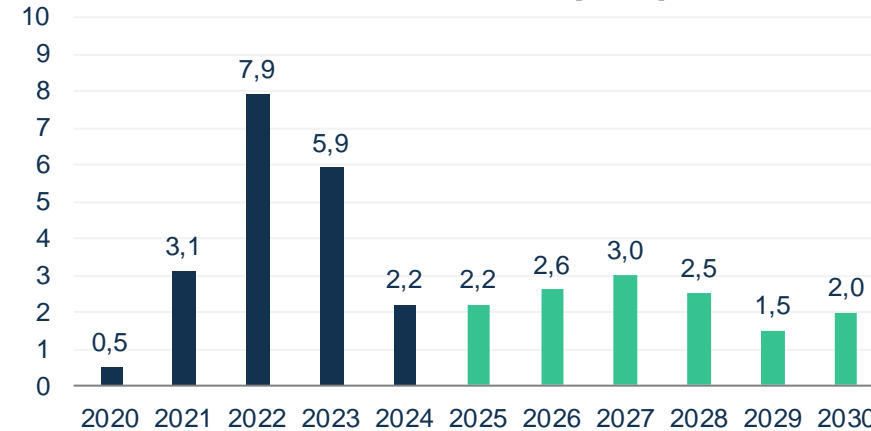
Negativszenario 2)

„Inflation“/„Staatschuldenkrise“ (10 %)

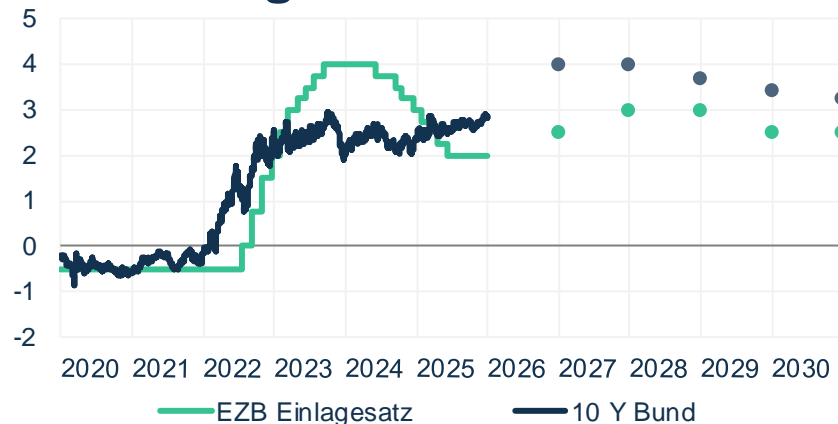
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

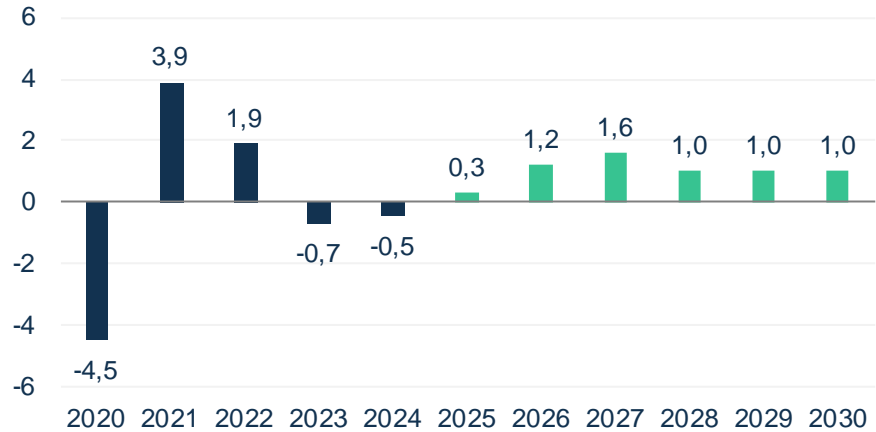


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

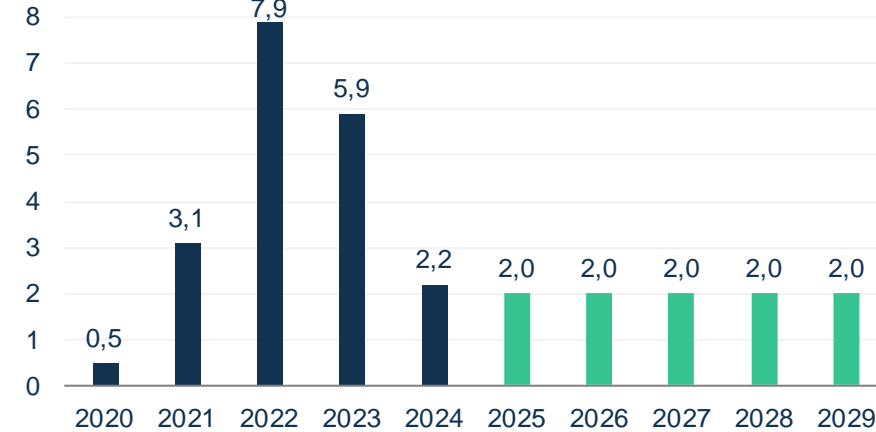
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (10 %)

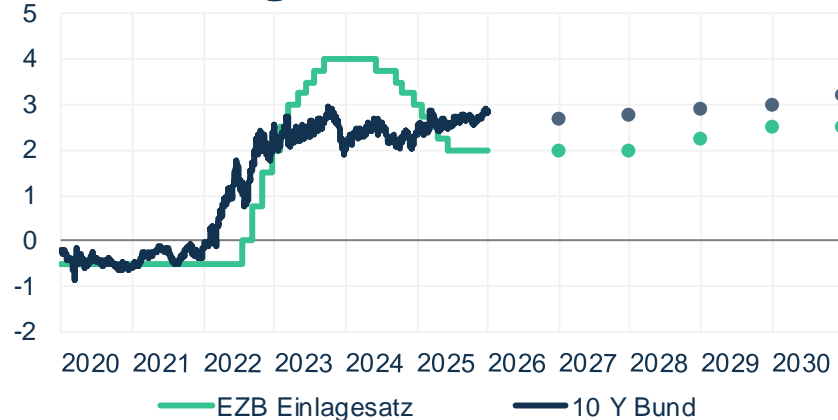
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

08

Anhang



EURUSD: Fed dürfte Zinssenkungskurs 2026 fortsetzen. Dies sollte den US-Dollar schwächen.

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURUSD	1.16	1.13	1.17	1.17	1.18	1.20	1.22

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro EUR

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

Contra EUR

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

EURGBP: Pfund Sterling ist gemäß Kaufkraftparität gegenüber dem Euro unterbewertet

FX EUR/GBP



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURGBP	0.87	0.86	0.87	0.87	0.85	0.85	0.85

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro EUR

- Die britische Staatsverschuldung wird nach Prognosen des OBR trotz der jüngsten Steuerhöhungen bis Ende des Jahrzehnts auf 96 % des BIP ansteigen.
- Die BOE dürfte im Jahr 2026 weitere Leitzinssenkungen beschließen.

Contra EUR

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

EURCHF: SNB hält Leitzins konstant bei 0 %

FX EUR/CHF



Pro CHF

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

Contra CHF

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

EURJPY: Yen bleibt trotz Zinserhöhung unter Druck

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURJPY	183.52	169.08	184.09	175.82	174.00	173.00	173.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro EUR

- Die EZB-Zinsen liegen deutlich über denen der BoJ. Eine weitere Zinssenkung der EZB erwarten wir nicht mehr.
- Japans Konjunktur bleibt schwach. Das Zollabkommen mit den USA dürfte die japanische Wirtschaft zusätzlich belasten.
- Japans neue Premierministerin Takaichi steht für noch expansivere Staatsausgaben und hat sich gegen weitere Zinserhöhungen ausgesprochen. Die BoJ dürfte daher im Hinblick auf weitere Zinserhöhungen eher vorsichtig agieren.

Contra EUR

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

EURCNY: Exportstärke und Trumps geopolitische Abenteuer stützen Yuan

FX EUR/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
EURCNY	8.13	8.13	8.20	8.31	8.38	8.22	8.17
USDCNY	6.98	7.19	6.99	7.13	7.10	6.85	6.70

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro EUR

- Frühindikatoren aus dem Euroraum (u.a. aus Deutschland) deuten auf eine Stabilisierung der Konjunktur hin. Ein höheres Wachstum in diesem Jahr sollte den Euro stützen.
- Die fundamentale Schwäche des chinesischen Immobilienmarkts hält an; Liquiditätssorgen im Sektor sorgen für Unruhe.
- Der jüngste Anstieg der Langfristzinsen im Euroraum erhöht die Attraktivität der Gemeinschaftswährung.

Contra EUR

- Die Erholung in der chinesischen Industrie im Dezember sowie die anhaltende Exportstärke verleihen dem Yuan Rückenwind.
- Massive geopolitische Spannungen zwischen der Trump-Regierung und Europa führen zu Verunsicherung und belasten den Euro.
- Die chinesische Zentralbank (PBOC) setzt den Yuan-Referenzkurs derzeit regelmäßig fester.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURBRL	6,27	6,45	6,30	<ul style="list-style-type: none"> Die restriktive Notenbankpolitik bleibt ein Stabilitätsanker für den Real. Die Zentralbank ließ den Leitzinssatz im Dezember unverändert bei 15 % und stärkt damit die Attraktivität der Währung. Bis zur Präsidentschaftswahl im Herbst rechnen wir mit einer expansiven Fiskalpolitik. Sie dürfte die brasilianische Staatsverschuldung, die im November bei 79 % lag, weiter erhöhen.
EURHUF	386	385	390	<ul style="list-style-type: none"> Ungarns Notenbank hielt den Leitzinssatz im Dezember bei 6,5 %. Trotz zunehmenden politischen Drucks erwarten wir im ersten Halbjahr keine Zinssenkung. Die Ratingagentur Fitch senkte den Ausblick für Ungarns Kreditwürdigkeit im Dezember auf ‚negativ‘. Ausschlaggebend war das erneut hohe Haushaltsdefizit von 5,6 %.
EURMXN	20,94	22,50	22,30	<ul style="list-style-type: none"> Im Dezember senkte Mexikos Notenbank den Leitzins knapp um 25 Basispunkte auf 7,00 %. Der Zinsvorteil des Peso schrumpft weiter. Für 2025 wird das Wirtschaftswachstum Mexikos kaum mehr als 0,4 % betragen. Auch im laufenden Jahr dürfte das angespannte Verhältnis zu den USA die Konjunktur belasten.
EURPLN	4,21	4,30	4,36	<ul style="list-style-type: none"> Polens Wirtschaft wuchs 2025 um mehr als 3 %. EU-Investitionen, das anhaltend hohe Lohnwachstum und die Erholung des Industriesektors stärken auch 2026 die Konjunktur. Die polnische Inflationsrate sank zum Jahresende auf 2,4 % und liegt damit im Zielkorridor der Notenbank. Daher erwarten wir weitere Senkungen des Leitzinssatzes von aktuell 4,00 %.
EURRON	5,09	5,19	5,25	<ul style="list-style-type: none"> Die Mehrwertsteuererhöhung hält die Inflationsrate bei rund 10 %. Im Jahresverlauf dürfte sie nur langsam sinken. Daher erwarten wir keine Zinssenkung vom aktuellen Niveau von 6,5 %. Hohe EU-Mittel dürften 2026 Rumäniens Wirtschaftswachstum stärken. Vorausgesetzt werden ein fortgesetzter Reformkurs und die Begrenzung des Haushaltsdefizits auf 8,4 %.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURSEK	10,72	10,65	10,55	<ul style="list-style-type: none">Nach vorläufigen Zahlen hielt Schwedens Wirtschaft ihr hohes Wachstumstempo im vierten Quartal 2025 bei. Sie legte um 2,6 % zu und dürfte auch 2026 über 2 % wachsen.Der Lockerungskurs der Notenbank stärkt weiter den Konsum. Auch die expansive Fiskalpolitik der schwedischen Regierung liefert positive Impulse für die Konjunktur.
EURTRY	50,44	51,80	53,50	<ul style="list-style-type: none">Die Inflationsrate der Türkei sank bis Jahresende auf 30,89%. Bis Ende 2026 soll die Preissteigerungsrate nach Plänen der Notenbank auf 24 % zurückgehen.Im Dezember erhöhte die türkische Notenbank mit einem Zinsschritt um 150 Basispunkte für den Markt überraschend das Lockerungstempo. Daher bleibt die Lira unter Abwertungsdruck.
EURZAR	19,18	19,60	19,50	<ul style="list-style-type: none">Südafrikas Inflationsrate sank im November auf 3,5 %. Dennoch rechnen wir im aktuellen Jahresverlauf nur mit moderaten Senkungen des Leitzinsniveaus von derzeit 6,50 %.Der Rand profitiert vom festen Goldpreis – gestützt durch Zentralbankkäufe und geopolitische Spannungen. Auch die bessere Bonitätseinschätzung durch S&P im November stärkt ihn.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 12.01.2026, 09:50 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURAUD	1,74	1,69	1,67	<ul style="list-style-type: none"> Im November sank Australiens Inflationsrate auf 3,2 %. Sie liegt damit weiter über der Zielzone der Notenbank von 2-3 %. Diese verwies erneut auf Inflationsrisiken, weshalb wir mit einer weiter restriktiven Geldpolitik rechnen. Der Zinsvorteil gegenüber dem Euro stützt die Währung. Der Konsum privater Haushalte dürfte das Konjunkturwachstum auch 2026 stützen.
EURCAD	1,62	1,68	1,66	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Arbeitslosenquote lag im Dezember mit 6,8 % über den Markterwartungen. Wir rechnen daher im Jahresverlauf mit weiteren Leitzinssenkungen durch die Notenbank. Die Stimmung der kanadischen Wirtschaft hat sich im Dezember leicht verbessert, bleibt jedoch überwiegend im Bereich wirtschaftlicher Kontraktion.
EURCZK	24,28	24,00	23,80	<ul style="list-style-type: none"> Tschechiens Wirtschaft dürfte 2025 um rund 2,6 % gewachsen sein. Auch 2026 erwarten wir ein höheres Wachstum als in der Eurozone. Davon sollte der Zloty profitieren. Dank guter Wachstumsaussichten sind keine Zinssenkungen erforderlich. Daher rechnen wir mit einem stabilem Leitzinsniveau von 3,5 %.
EURNOK	11,75	11,40	11,35	<ul style="list-style-type: none"> Europas schwache Konjunktur belastet die konjunktursensible norwegische Währung. Ihre geringe Liquidität macht sie in einem risikoaversen Umfeld unattraktiv. Norwegens Notenbank plant bis 2028 nur moderate Leitzinssenkungen. In den nächsten drei Jahren soll das Zinsniveau von aktuell 4,00 % auf 3,25 % sinken.

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.74	0.45	1.26	-4.54	1.08	1.84	1.64
BRL	6.23	1.36	-0.34	0.30	3.25	6.70	5.94
GBP	0.87	0.81	0.13	-3.50	0.65	0.88	0.82
CNY	8.13	1.14	1.52	-7.09	0.97	8.44	7.48
JPY	183.78	-0.73	-3.56	-11.47	0.17	184.66	156.15
CAD	1.62	-0.45	0.29	-8.27	-0.43	1.64	1.47
NZD	2.03	-1.00	-0.85	-9.31	0.57	2.06	1.82
NOK	11.75	0.40	-0.94	-0.06	0.80	12.20	11.30
PLN	4.21	0.43	1.04	1.23	0.26	4.30	4.14
RUB	92.05	-2.53	2.23	15.13	0.92	106.24	88.99
SEK	10.72	1.56	2.85	7.17	0.99	11.52	10.72
CHF	0.93	0.62	-0.10	0.73	-0.23	0.96	0.92
ZAR	19.17	3.47	3.65	1.58	1.53	21.97	19.00
CZK	24.28	0.01	0.28	3.27	-0.44	25.27	24.11
TRY	50.22	-1.37	-3.78	-27.53	0.47	50.57	36.19
HUF	385.73	-0.49	1.46	7.24	-0.46	413.19	380.75
USD	1.16	-0.10	-0.51	-11.52	0.89	1.19	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	157.88	-0.63	-3.07	0.06	-0.72	157.95	140.73
CNY	6.98	1.24	2.17	5.09	0.23	7.35	6.98

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	5.25	5.45	3.48	3.88	6.88	7.38	3.65	4.10	5.88	6.83	3.63	4.03	2.58	3.18	3.41	5.66	2.36	2.66
2 months	5.25	5.45	3.44	4.04	7.10	7.60	3.74	4.19	6.10	7.00	3.70	4.15	2.66	3.26	3.52	5.62	2.57	2.87
3 months	5.39	5.59	3.85	4.20	7.37	7.77	3.95	4.35	6.22	7.12	3.94	4.39	2.68	3.28	3.90	5.50	2.76	3.06
6 months	5.67	5.82	4.13	4.68	7.72	8.17	4.42	4.77	7.60	8.50	4.33	4.73	2.78	3.38	4.21	5.71	3.19	3.39
9 months	5.93	6.08	4.59	4.89	8.01	8.46	4.70	5.00	7.54	8.29	4.61	5.11	2.78	3.68	4.49	5.89	3.38	3.68
1 year	6.13	6.28	4.78	5.08	8.15	8.60	4.84	5.19	7.40	8.30	4.73	5.28	2.95	3.55	4.62	6.12	3.58	3.83
2 years	6.59	6.84	5.08	5.73	8.31	8.81	5.28	5.48	7.41	8.46	4.62	5.67	2.63	4.23	5.54	6.09	3.88	4.38
3 years	6.63	7.08	5.26	5.91	8.17	9.07	5.37	5.87							5.65	6.40	4.17	4.87
5 years	6.97	7.57	5.82	6.52	8.29	9.39	5.99	6.54									4.53	5.28

Data as of: 01/12/2026 7:59 AM

Brent: Hoher Angebotsüberschuss auch 2026

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
Brent (USD/Barrel)	62.04	68.32	60.85	65.68	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro

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

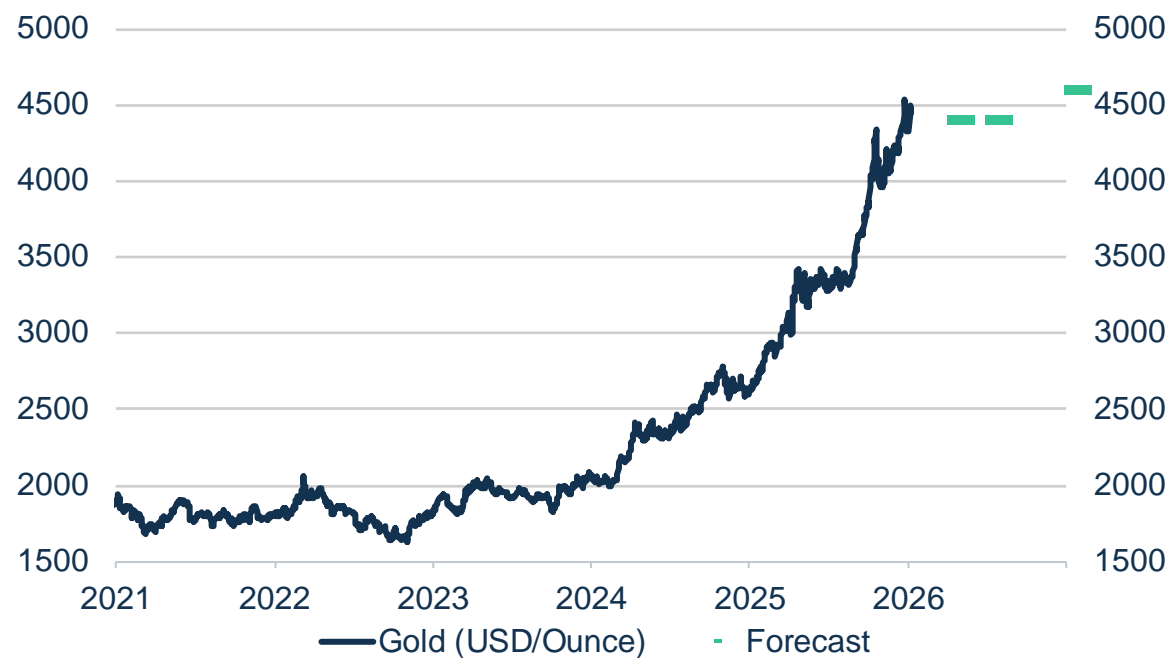
Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt in Q4/25 bei rund 3 mbpd. Auch 2026 dürfte der hohe Überschuss bestehen bleiben.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage. Verbrauch dürfte 2026 nur noch um 0,5 mbpd zulegen.
- Nicht-OPEC-Länder dürften Output 2026 um 1,2 mbpd erhöhen.
- OPEC+ erhöht Förderquoten von Apr.-Dez. 25 um ca. 2,9 mbpd.
- Mögliche Beendigung des Ukraine-Kriegs könnte zu Comeback von russischem Öl führen.

Gold: Neue Rekorde zum Jahresbeginn 2026

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Mar-26	Jun-26	Dec-26
Gold (USD/Ounce)	4 503	3 444	4 325	3 806	4 400	4 400	4 600

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

Pro

- Fed schwenkt auf Zinssenkungspfad um. Opportunitätskosten der Goldhaltung werden damit deutlich niedriger.
- ETCs bleiben weiter auf der Käuferseite (2025: +484 t).
- Erratische US-Handelspolitik dürfte wirtschaftspolitische Unsicherheit weiter auf hohem Niveau halten. Gold bleibt damit als sicherer Hafen gefragt.
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt in Q3/25 ggü. Q3/24 um 17 % zu. Notenbanken erhöhen ihre Gold-Käufe um 10 %.
- US-Dollar dürfte bis Ende 2026 weiter abwerten.

Contra

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

Marktdatenübersicht Rohstoffe

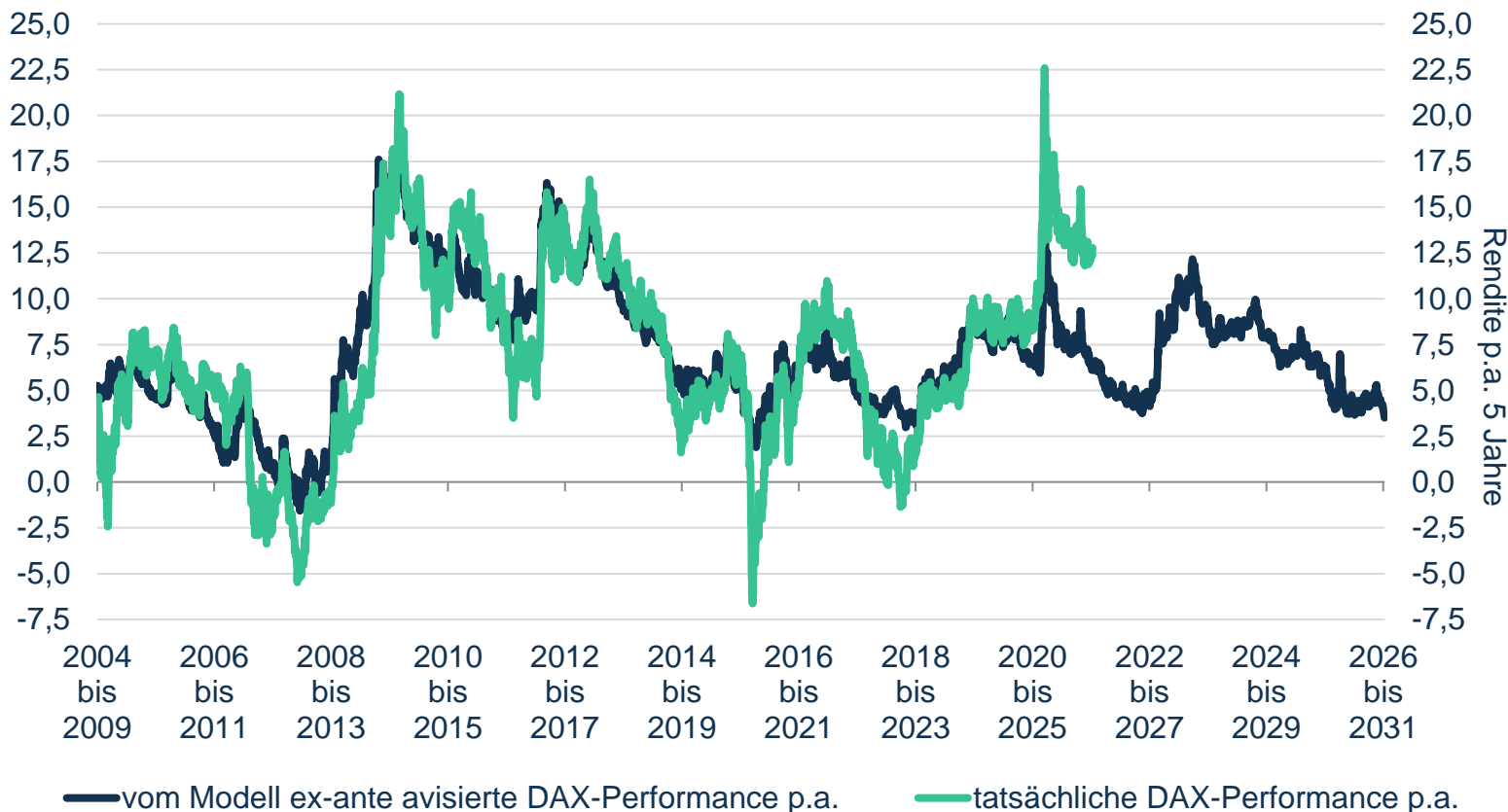
Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	63.36	2.23	-2.99	-17.87	4.12	81.54	58.98
Crude Oil WTI	USD/bbl	58.96	0.96	-5.45	-20.31	2.97	80.73	55.44
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	4 503	6.75	11.85	68.66	4.13	4 539	2 666
Silver	USD/oz	78.14	33.28	57.21	158.02	8.54	78.99	29.74
Platinum	USD/oz	2 282	38.30	35.35	139.20	12.58	2 362	920
Palladium	USD/oz	1 833	24.36	21.96	99.02	16.98	1 837	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	3 136	9.78	12.06	23.51	4.69	3 136	2 316
LME Copper	USD/MT	12 998	13.15	19.60	43.17	4.63	13 238	8 613
LME Lead	USD/MT	2 050	3.59	0.96	6.33	1.91	2 096	1 842
LME Zinc	USD/MT	3 154	2.06	4.75	10.73	1.15	3 251	2 558
LME Tin	USD/MT	45 560	14.31	22.94	52.62	12.34	45 560	29 576
LME Nickel	USD/MT	17 703	20.15	14.27	14.35	6.35	18 524	14 084

Quellen: LSEG, LBBW Research (Datenabfrage Spotkurse: 09.01.2026)

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

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: LSEG, LBBW Research



Zwei Einflussfaktoren

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



Modellavis

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

3,5 % p.a. (inkl. Dividenden)

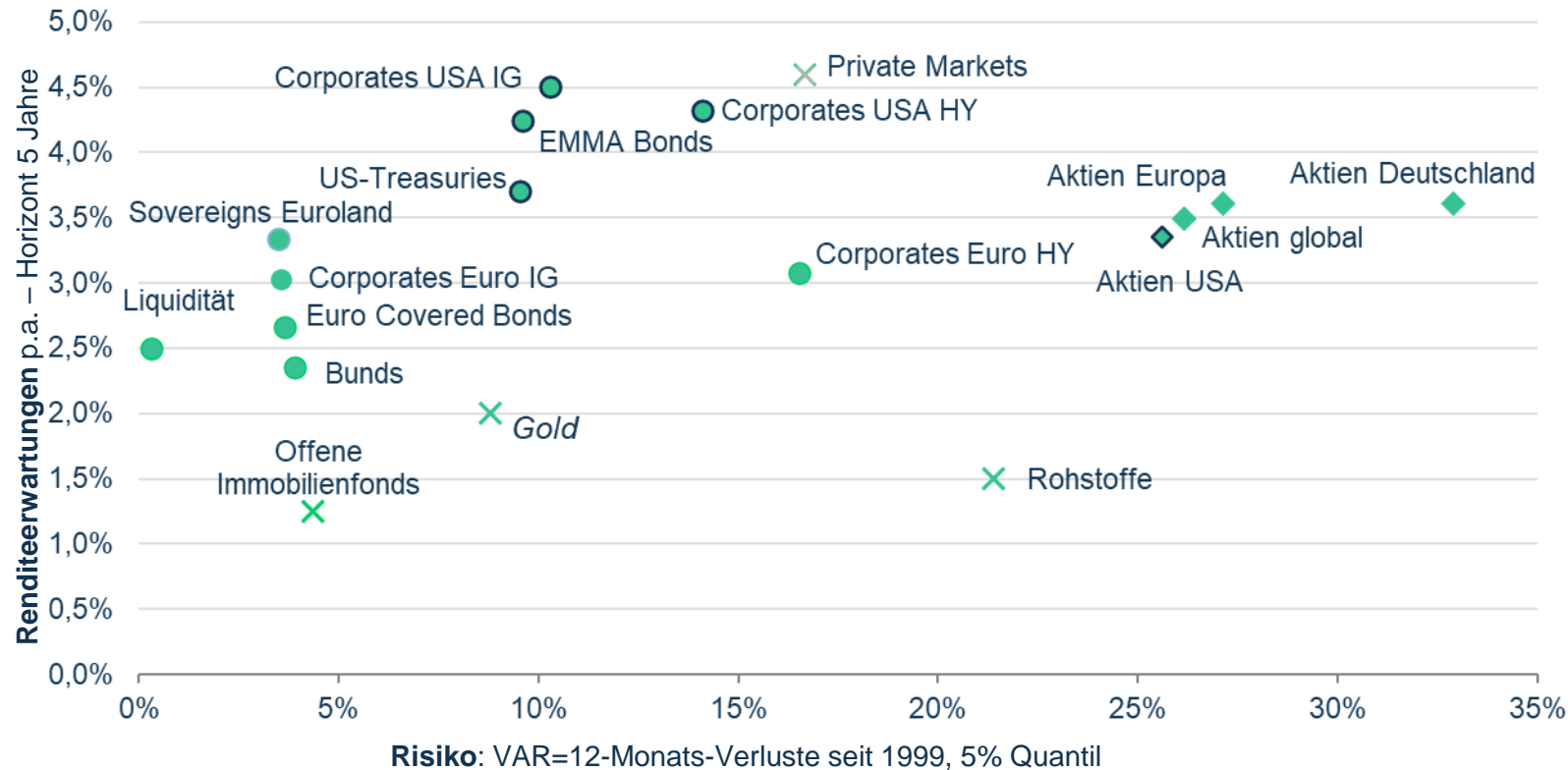
Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: LSEG, LBBW Research – Stand: 12.01.2026. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen eine Duration zwischen drei und sieben Jahren auf. Lesehinweis Risiko/VAR: Verlust, den der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse, mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % seit 1999 nicht überschritten hat.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
09.01.2026	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	1,99	2,08	2,20	2,32	2,42	2,53	2,63	2,73	2,82	2,91	3,29	3,46	3,52	3,58
France	2,11	2,25	2,44	2,62	2,81	2,99	3,17	3,33	3,49	3,62	4,10	4,37	4,58	4,77
Italy	2,09	2,24	2,43	2,62	2,81	2,99	3,15	3,31	3,45	3,58	4,06	4,32	4,53	4,71
Spain	2,06	2,14	2,31	2,48	2,64	2,80	2,95	3,10	3,24	3,36	3,83	4,05	4,18	4,23
Netherlands	2,05	2,15	2,26	2,39	2,51	2,63	2,73	2,83	2,93	3,01	3,37	3,57	3,66	3,65
Austria	2,00	2,13	2,30	2,46	2,61	2,75	2,88	3,00	3,10	3,20	3,57	3,78	3,91	3,98
Belgium	2,10	2,21	2,36	2,53	2,69	2,85	3,01	3,15	3,29	3,43	3,96	4,32	4,51	4,58
Ireland	2,02	2,10	2,24	2,39	2,53	2,67	2,80	2,91	3,02	3,12	3,48	3,70	-	-
Portugal	2,02	2,06	2,18	2,34	2,51	2,67	2,84	2,99	3,13	3,26	3,73	3,98	4,14	4,24
Finland	1,99	2,13	2,30	2,46	2,62	2,76	2,89	3,01	3,13	3,23	3,61	3,81	3,93	4,05
EUR Swap in %	2,16	2,23	2,34	2,44	2,53	2,61	2,69	2,76	2,82	2,88	3,10	3,20	3,21	3,20

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										
09.01.2026	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,44	2,06	2,42	2,68	2,88	3,04	3,18	3,30	3,39	3,47
AA-	1,74	2,26	2,57	2,79	2,95	3,09	3,21	3,31	3,40	3,48
A+	1,94	2,43	2,71	2,91	3,07	3,20	3,31	3,40	3,48	3,55
A	1,97	2,48	2,77	2,98	3,14	3,27	3,38	3,48	3,56	3,64
A-	1,97	2,49	2,79	3,00	3,16	3,30	3,41	3,51	3,60	3,68
BBB+	2,02	2,54	2,84	3,05	3,22	3,35	3,47	3,57	3,66	3,73
BBB	2,15	2,67	2,97	3,19	3,36	3,49	3,61	3,71	3,80	3,88
BBB-	2,44	2,92	3,20	3,40	3,55	3,68	3,79	3,88	3,96	4,03
BB+	2,71	3,24	3,54	3,76	3,93	4,07	4,19	4,29	4,38	4,46
BB	2,96	3,55	3,90	4,15	4,34	4,50	4,63	4,74	4,84	4,94
BB-	3,36	3,87	4,17	4,38	4,55	4,68	4,80	4,90	4,98	5,06
B+	4,14	4,88	5,31	5,62	5,86	6,05	6,22	6,36	6,48	6,60
B	4,36	4,92	5,26	5,49	5,67	5,82	5,95	6,05	6,15	6,24
B-	4,59	5,88	6,64	7,18	7,60	7,94	8,22	8,47	8,69	8,89
EUR Swap in %	2,16	2,23	2,34	2,44	2,53	2,61	2,69	2,76	2,82	2,88

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										
09.01.2026	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,22	2,51	2,69	2,81	2,91	2,99	3,05	3,11	3,16	3,21
AA-	2,20	2,55	2,75	2,90	3,01	3,10	3,18	3,25	3,31	3,36
A+	2,16	2,59	2,84	3,02	3,16	3,27	3,37	3,45	3,52	3,59
A	2,19	2,57	2,80	2,96	3,09	3,19	3,27	3,35	3,41	3,47
A-	2,25	2,65	2,88	3,04	3,17	3,28	3,36	3,44	3,51	3,57
BBB+	2,36	2,75	2,97	3,13	3,25	3,36	3,44	3,52	3,58	3,64
BBB	2,48	2,82	3,01	3,15	3,26	3,35	3,42	3,48	3,54	3,59
BBB-	2,66	2,95	3,11	3,23	3,32	3,40	3,46	3,52	3,56	3,61
EUR Swap in %	2,16	2,23	2,34	2,44	2,53	2,61	2,69	2,76	2,82	2,88

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
09.01.2026	Maturity (Call-Date)										
Country	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
AU	2,26	2,55	2,56	2,81	2,87	3,02		3,06			
AT	2,30	2,43	2,58	2,72	2,84	2,91	3,09	3,11	3,30		
BE	2,27	2,47	2,61	2,67	2,84	2,98					
CA	2,26	2,43	2,64	2,72	2,83	2,89	2,95				
DK	2,35	2,61	2,64	2,64	3,00	2,91	3,03				
FI	2,28	2,45	2,59	2,71	2,87	2,97		3,04	3,11		
FR	2,29	2,46	2,62	2,78	2,94	3,06	3,17	3,26	3,41	3,44	3,58
DE	2,25	2,38	2,54	2,65	2,78	2,87	2,96	3,03	3,13	3,29	3,39
GR											
IE											
IT	2,28	2,48	2,65	2,76	2,93	3,09	3,15	3,34			
LU											
NL	2,25	2,40	2,58	2,73	2,84	2,94	2,94	3,07	3,40		
NZ			2,47		2,82						
NO	2,29	2,45	2,58	2,70	2,76	2,99		3,15			
PL											
PT		2,39		2,70	2,80						
SG		2,28	2,65	2,78							
ES	2,29	2,42	2,57	2,68	2,91	2,97	3,09	3,17			
SE	2,31	2,42	2,61	2,67	2,78						
CH				2,80	2,97						
UK	2,21	2,46	2,56	2,78	2,96	2,86	2,93		3,41		
JP		2,41	2,68	2,77							
KR	2,26	2,46	2,64	2,65							
SK	2,40	2,59	2,69	2,76	3,00	3,12					
EUR Sw ap in %	2,16	2,23	2,34	2,44	2,53	2,61	2,69	2,76	2,82	2,88	2,94

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

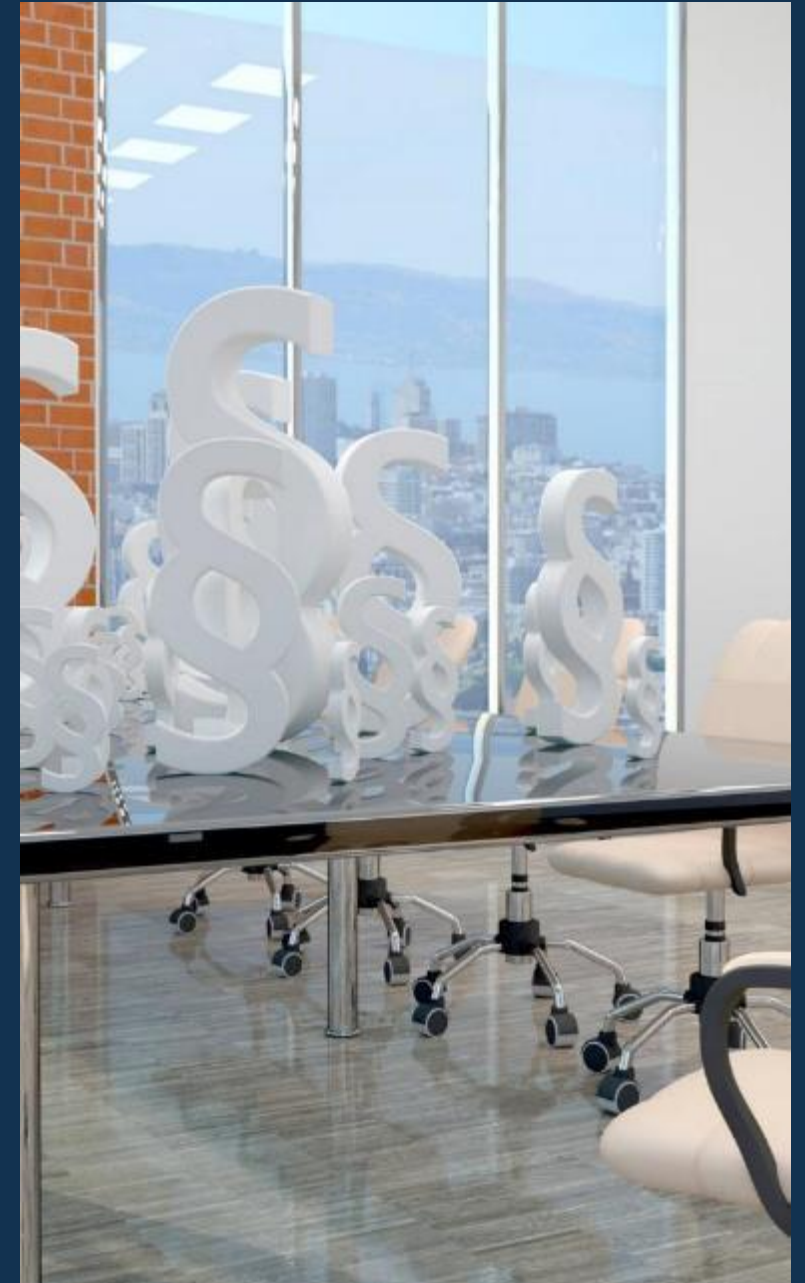
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Singapur:

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

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

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

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

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

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

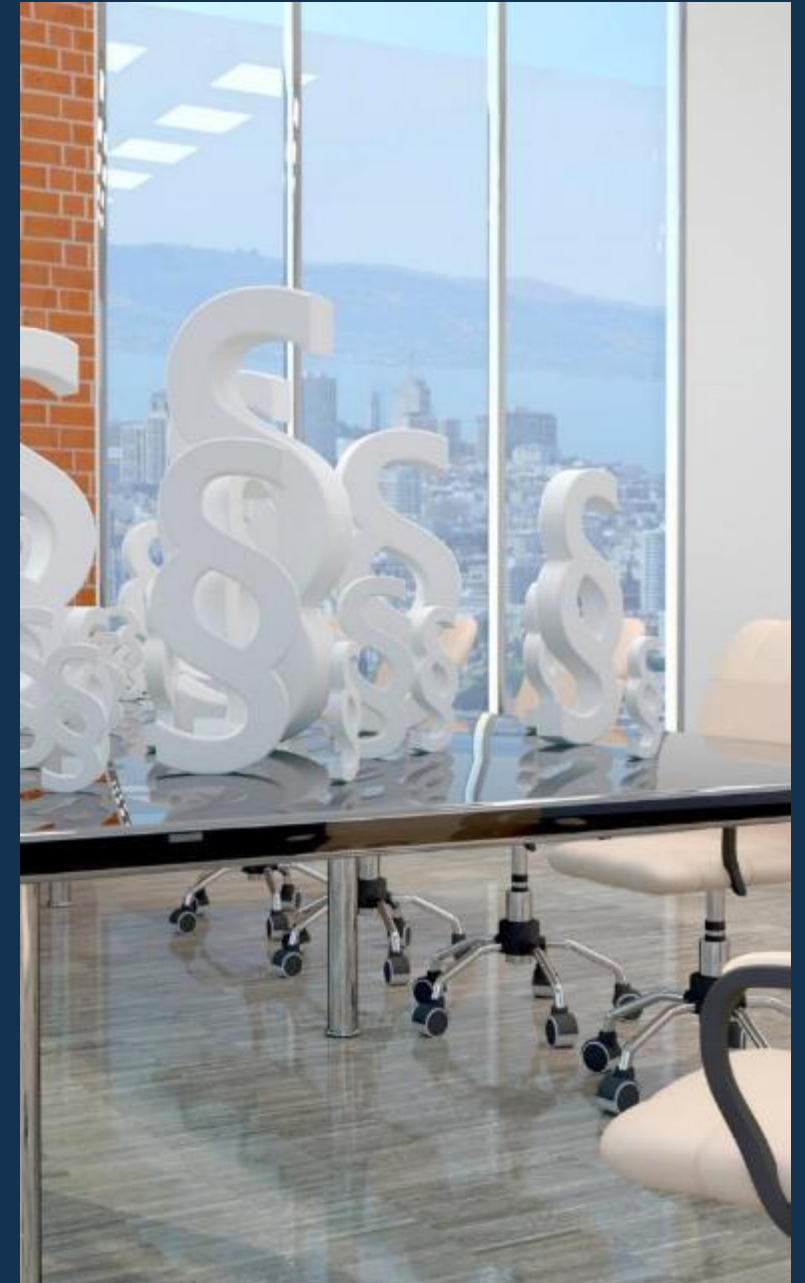
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

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

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

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Republic China (Taiwan):

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



Disclaimer

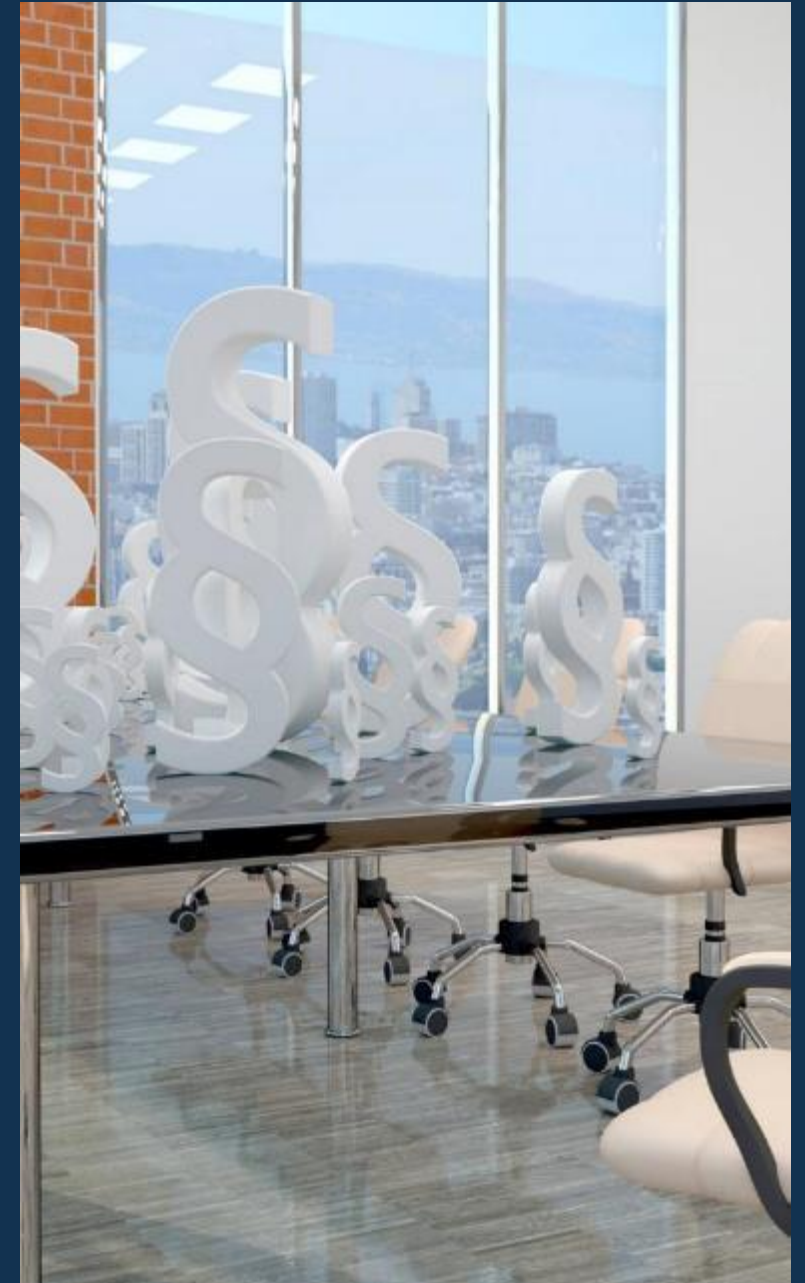
Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

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

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

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



Disclaimer

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

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

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

