

Neues Schaffen

LBΞBW

# Kapitalmarktkompass März

Eskalation in Nahost –  
Folgen für die Märkte

03.03.2026

Makro | Zinsen | Credits | Aktien

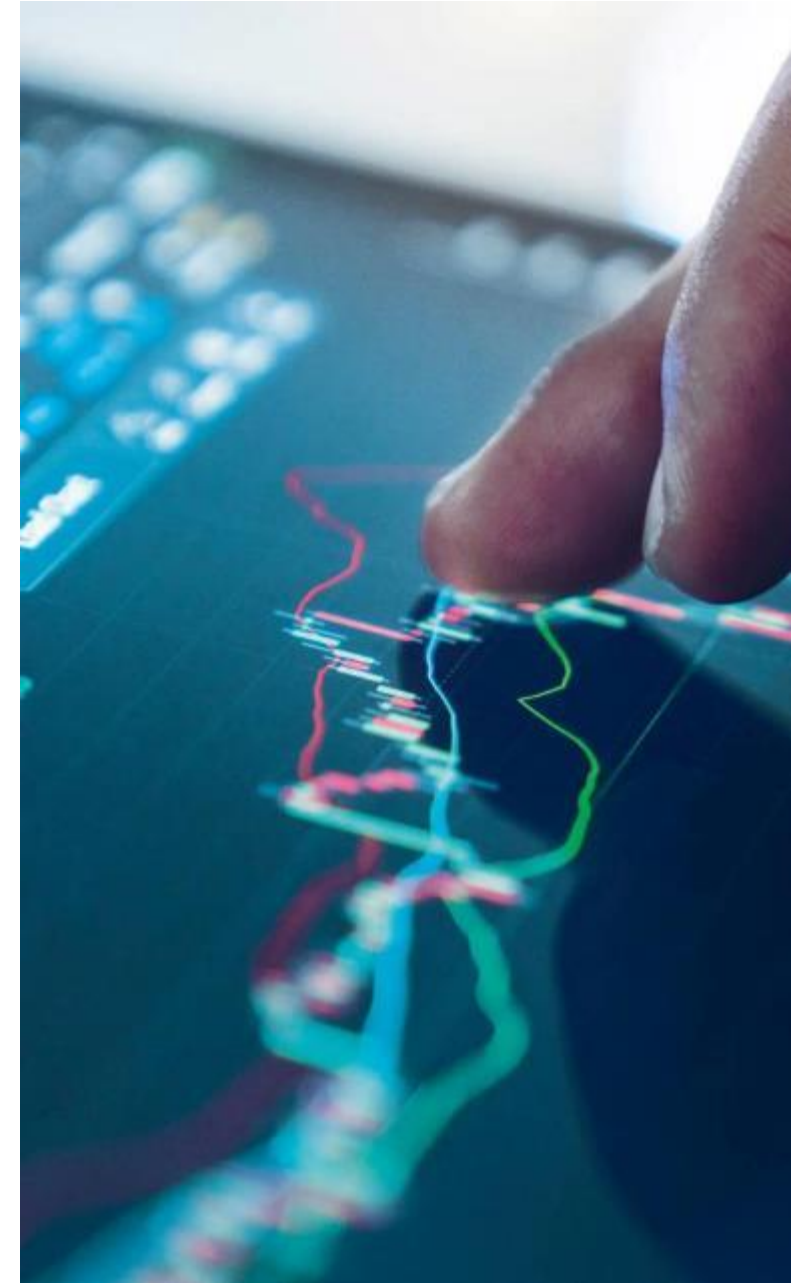
# Nächste Webkonferenz-Termine

## Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 17.03.2026 14h – KMK-Update
- Dienstag, 31.03.2026 14h
- Dienstag, 14.04.2026 14h – KMK-Update
- Dienstag, 05.05.2026 14h
- Dienstag, 19.05.2026 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.06.2026 14h
- Dienstag, 16.06.2026 14h – KMK-Update

# Inhalt

<b>01</b>	<b>Vorwort und Einleitung</b>	<b>04</b>
<b>02</b>	<b>Sonderthema: Eskalation in Nahost – Folgen für die Märkte</b>	<b>09</b>
<b>03</b>	<b>Makro: Trendwende in der deutschen Konjunktur</b>	<b>18</b>
<b>04</b>	<b>Zinsen: Am Beginn eines Bullen-Marktes?</b>	<b>36</b>
<b>05</b>	<b>Credits: Spreadanstieg nach Mehrjahrestief</b>	<b>49</b>
<b>06</b>	<b>Aktien: Neue Favoriten können KI-Abverkauf nicht kompensieren</b>	<b>55</b>
<b>07</b>	<b>Prognosen und Asset Allokation: Auf Sicht fahren, die Risiken nehmen zu</b>	<b>63</b>
<b>08</b>	<b>Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten</b>	<b>73</b>





# 01

## Vorwort und Einleitung

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



**Dr. Moritz Kraemer**

Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

## »Militärschlag verdrängt Zölle und Epstein-Affäre.«

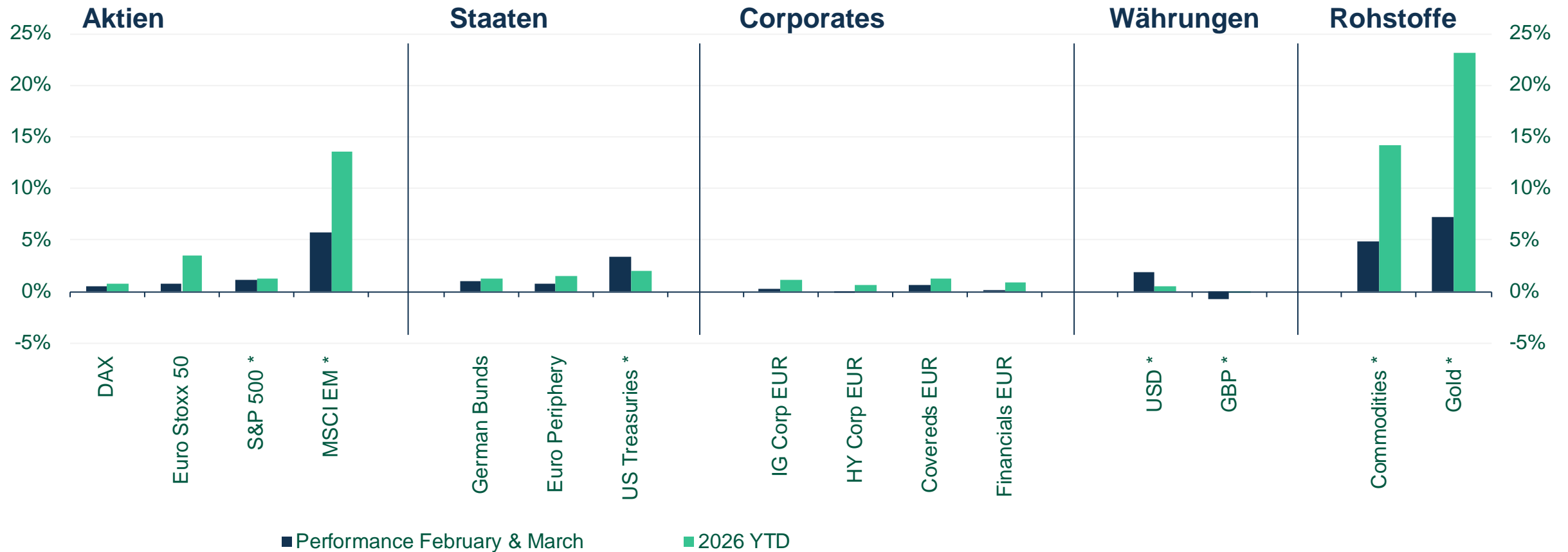
Die Vereinigten Staaten und Israel haben einen groß angelegten Krieg gegen das iranische Regime begonnen. Dem US-Präsidenten wird es gelegen kommen, dass die Epstein-Affäre und seine Schlappe vor dem Obersten Gerichtshof in Washington nicht mehr im Zentrum des medialen Interesses stehen. Die Reaktion der Kapitalmärkte auf den Militärschlag fiel zwar insgesamt verhalten aus, aber der Rohölpreis schoss um knapp 10 % in die Höhe. Es gibt widersprüchliche Meldungen über eine Schließung der Straße von Hormus. Etwa 20 % des weltweiten Rohölangebots müssen diese Meeresenge passieren. Nach unserer Einschätzung dürfte eine dauerhafte Schließung nicht gelingen. Deutschland bezieht, im Gegensatz bspw. zur VR China oder zu Japan, nur einen geringen Teil seiner Rohöleinfuhren aus dem Persischen Golf. Wir sehen aktuell keinen Anlass, unsere Prognosen zu Deutschland oder zu Europa insgesamt anzupassen.



# Schwieriger Start in den März – Gold weiter gefragt

## Ausgewählte Assets

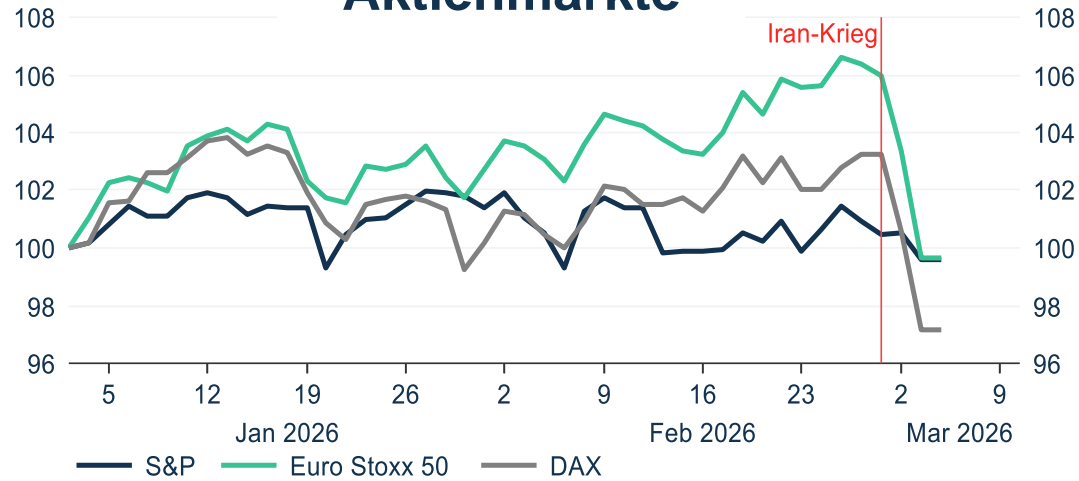
Total Return in Prozent



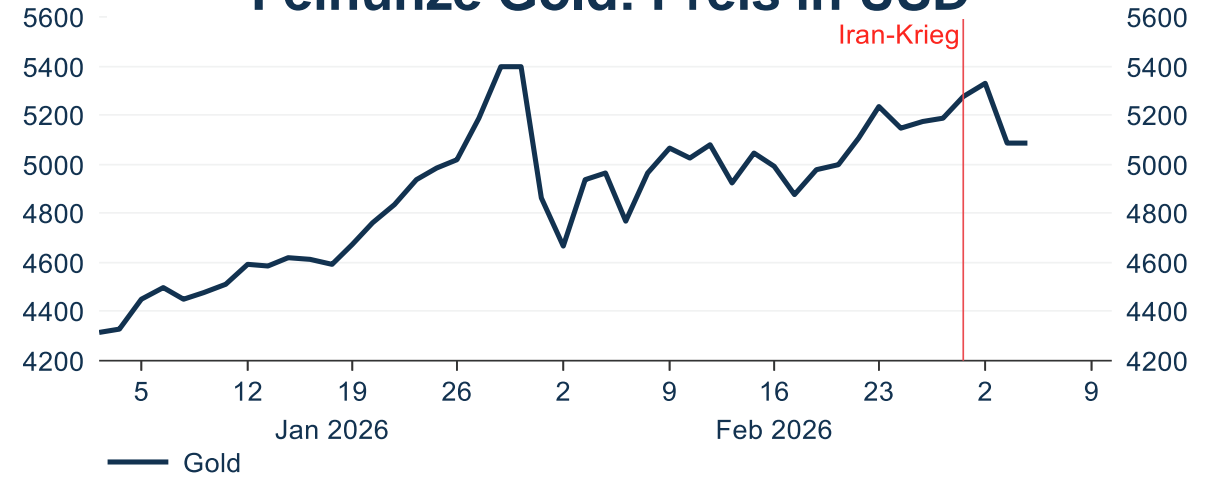
Quelle: LSEG, LBBW Research

# Iran-Krieg: Reaktion der Märkte

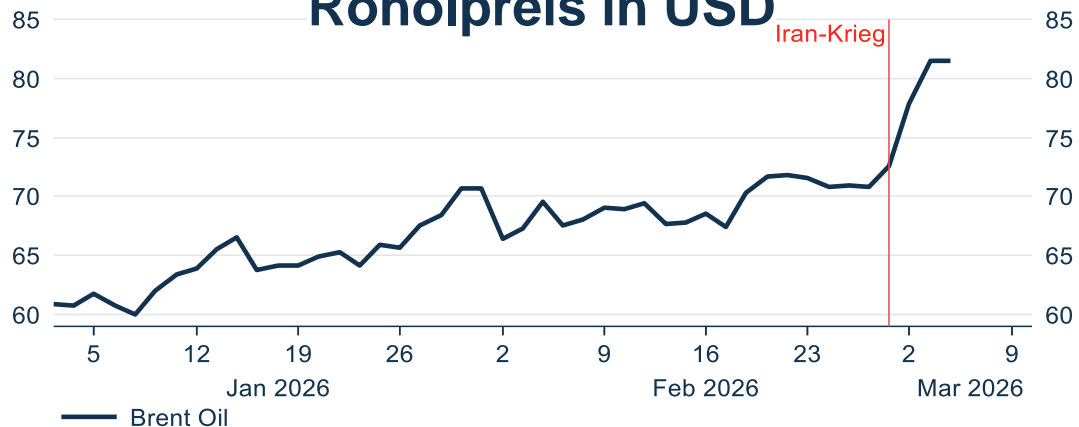
## Aktienmärkte



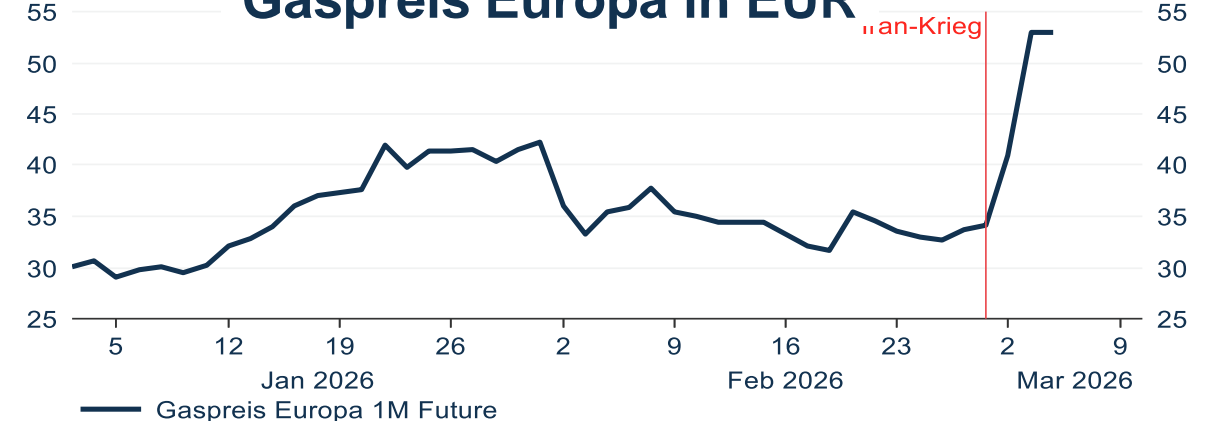
## Feinunze Gold: Preis in USD



## Rohölpreis in USD



## Gaspreis Europa in EUR





# 02

## Sonderthema: Eskalation in Nahost – Folgen für die Märkte

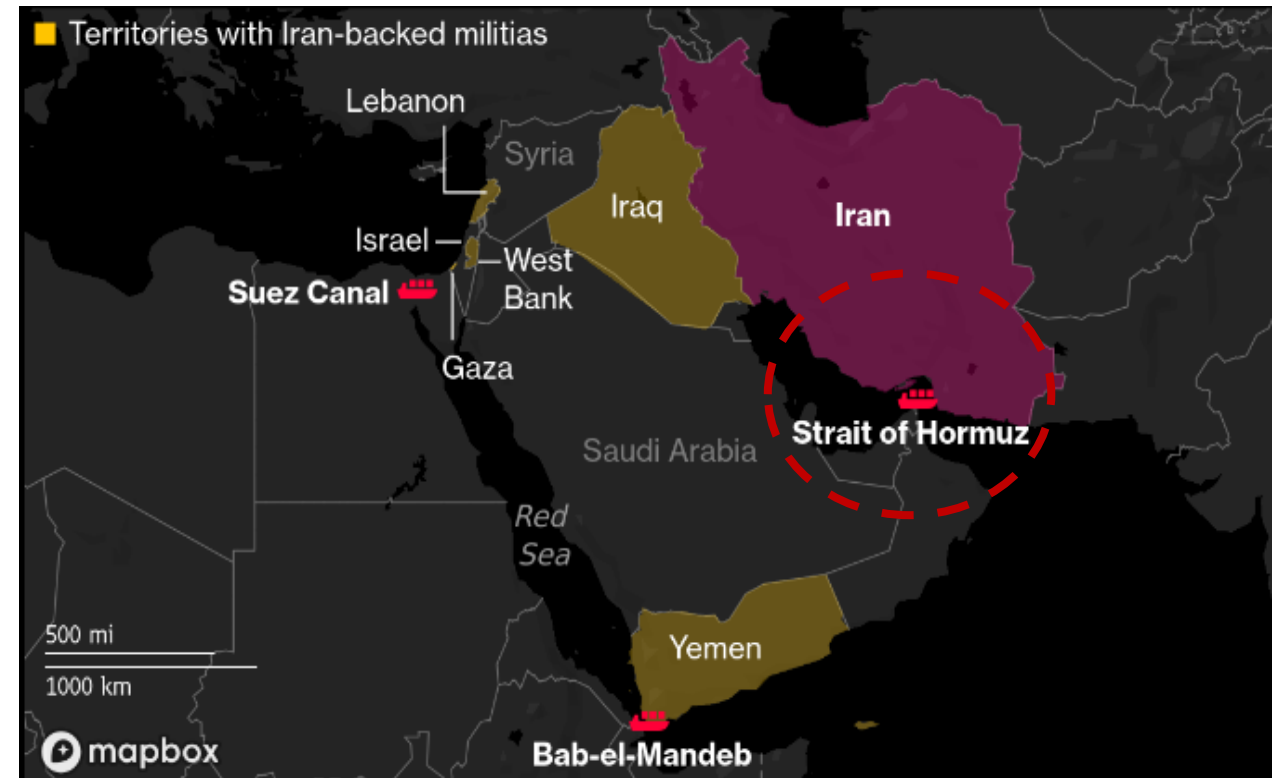
Sandro Pannagl  
Senior Economist  
Tel: + 44 7874 628823  
Sandro.Pannagl@LBBW.de

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

# Transporte durch die „Straße von Hormus“ vorerst eingestellt

## Nadelöhr des Ölhandels

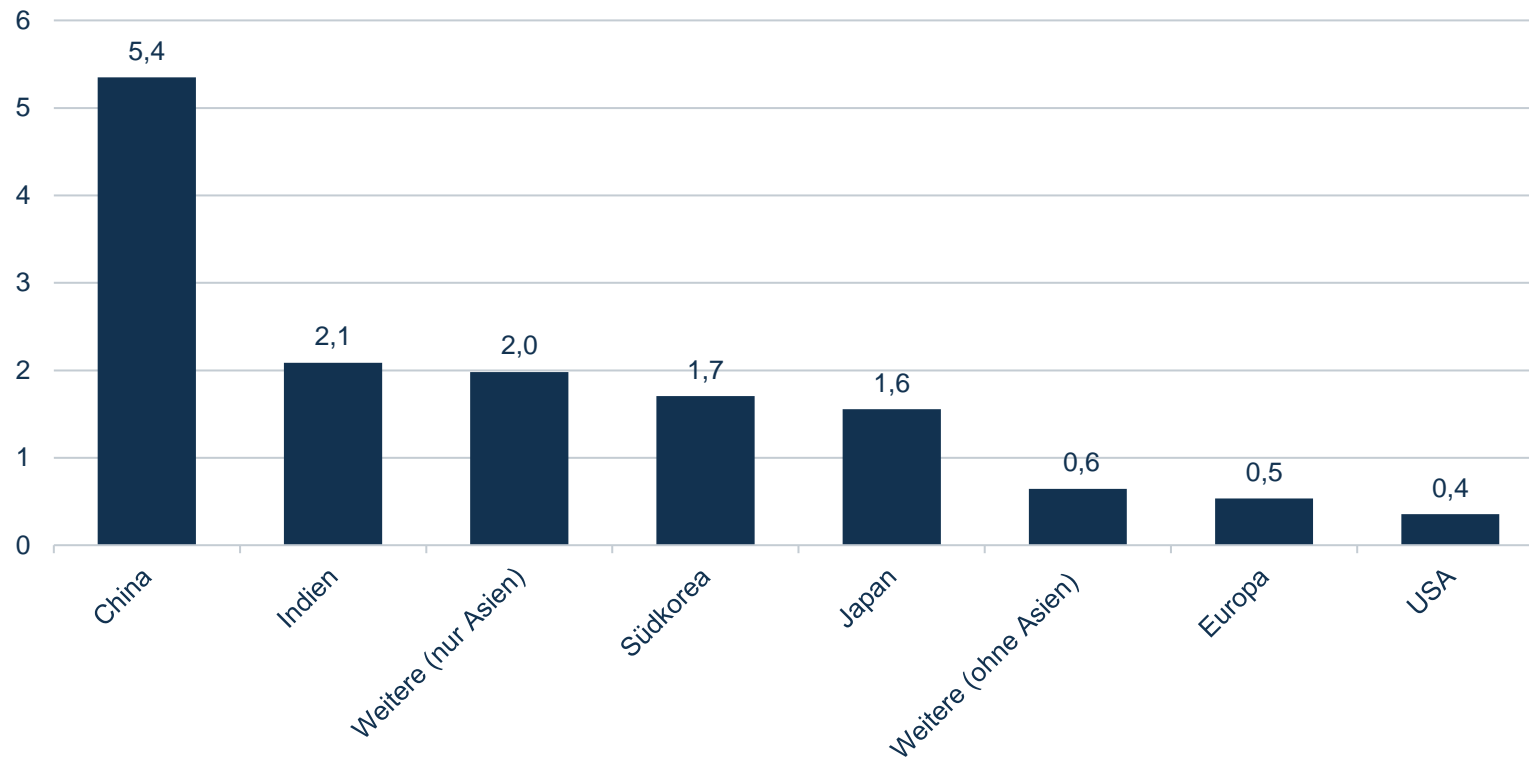
- 20 % des weltweit gehandelten Öls und 25 % des LNG werden über diese Straße transportiert.
- Der Iran hat **die Durchfahrt durch die Straße seit gestern Abend offiziell untersagt**. Lt. Reuters-Meldungen drohen Revolutionsgarden, durchfahrende Schiffe unter Beschuss zu nehmen.
- Angesichts der **Kriegshandlungen vermeiden jedoch alle großen Schifffahrtsgesellschaften seit Sonntag die Durchfahrt**. Ein starker Anstieg der Versicherungsprämien ist zu erwarten.
- **Kuwait, Katar und Bahrain** exportieren ihre **gesamte** Produktion über diese Meerenge.
- Die **VAE** und **Saudi-Arabien könnten einen Teil ihres Öls über Pipelines zu Häfen im Oman** und über das Rote Meer umleiten. Das Gesamtvolumen wäre mit rund 15 % der Gesamtexporte überschaubar.
- Ein längerfristiger Krieg würde **zu erheblichen Exporteinbußen und zu massiver wirtschaftlicher Unsicherheit** in den Golfstaaten führen.



# Asien wirtschaftlich von Ereignissen in der Golfregion besonders betroffen

## Destination der Rohöltransporte durch d. Straße von Hormus

Nach Zielregion, in Millionen Barrel pro Tag (mbpd)

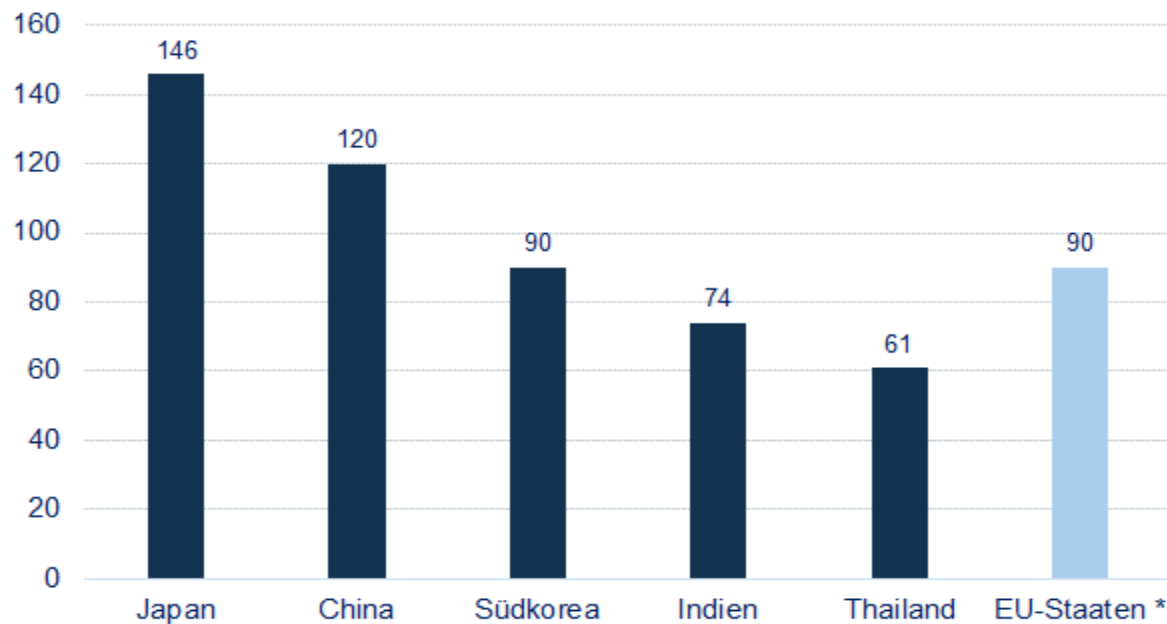


- Asiatische Länder sind in besonderem Maß von der Meeresstraße abhängig.
- Über 80 % des Rohöls und des LNG, das durch die Straße von Hormus transportiert wird, hat asiatische Länder als Zieldestination.
- China, Indien, Japan und Südkorea sind die größten Hauptabnehmer. Sie vereinen gemeinsam mehr als zwei Drittel des gesamten Exportvolumens aus.

# Ein Spiel auf Zeit – Reserven und Value Chains

## Strategische Ölreserven

Reserven: Netto-Importmenge in Tagen



\* Für Deutschland (analog für die EU-Staaten) gilt laut Bundeswirtschaftsministerium: Es sind „Erdöl und Erdölzeugnisse in Höhe der nach Deutschland in einem Zeitraum von 90 Tagen netto eingeführten Mengen zu halten. Mit diesen so genannten strategischen Ölvorräten könnte also für drei Monate ein vollständiger Ausfall aller Importe ausgeglichen werden“.

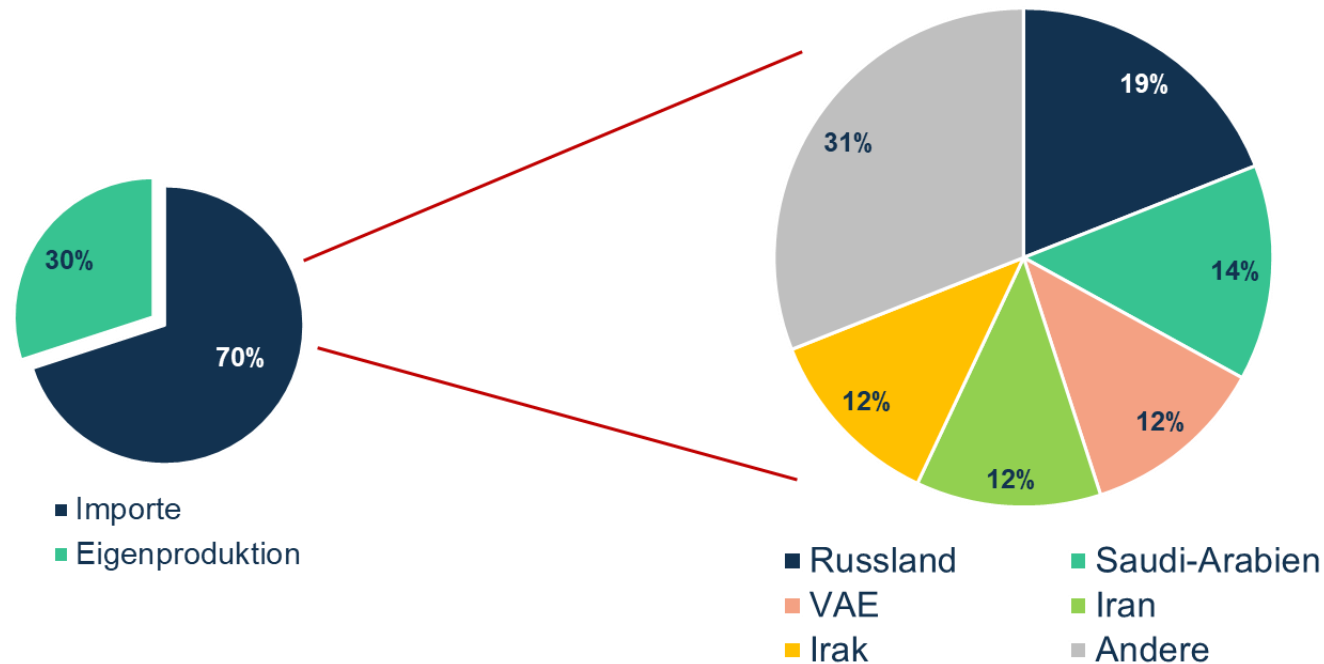
- Entscheidend für die weltwirtschaftlichen Auswirkungen einer Blockade der Straße von Hormus ist die **Dauer der Blockade**.
- Die meisten wirtschaftlich relevanten Staaten Asiens verfügen über strategische Ölreserven von mehreren Monaten und könnten daher die Krise „ausitzen“, sofern deren zu erwartende „heiße Phase“ überschaubar bleibt.
- Für die **globalen Wertschöpfungsketten** gilt dies in entsprechender Weise. Erst wenn diese wegen Ölknappheit oder wegen exorbitanter Preisanstiege bei wichtigen Zulieferern ins Wanken geraten, beginnt es für die Weltwirtschaft „kritisch“ zu werden.
- **Kurzfristig könnte nicht eine Verknappung zum Problem werden, sondern ein massiver Preisanstieg aufgrund von „Hamsterkäufen“.**
- **Entscheidend sind also zunächst die Erwartungen der Öleinkäufer über den Fortgang des Konflikts.**



# China: Wirtschaftlicher Schaden von Dauer des Konflikts abhängig

## China: Ölversorgung & Importe nach Herkunftsland

Anteile in %, Gesamtjahr 2025



- China: Im vergangenen Jahr kamen knapp **50 % der gesamten Ölimporte** aus dem Mittleren Osten.
- Kurzfristig kann Peking die wegfallenden Importe durch ein Anzapfen der strategischen Ölreserven kompensieren,
- Auch wäre ein permanenter Wegfall nur der Importe aus dem Iran (rund 1 Million Barrel pro Tag) verkraftbar. Höhere Einfuhren aus Russland sowie den Golfstaaten würden Abhilfe schaffen.
- Eine längerfristige Blockade der Straße von Hormus würde jedoch signifikante Auswirkungen auf Chinas wirtschaftliche Lage haben.

# Märkte: noch nicht in Panikmodus

## Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent

Tageswerte, in US-Dollar

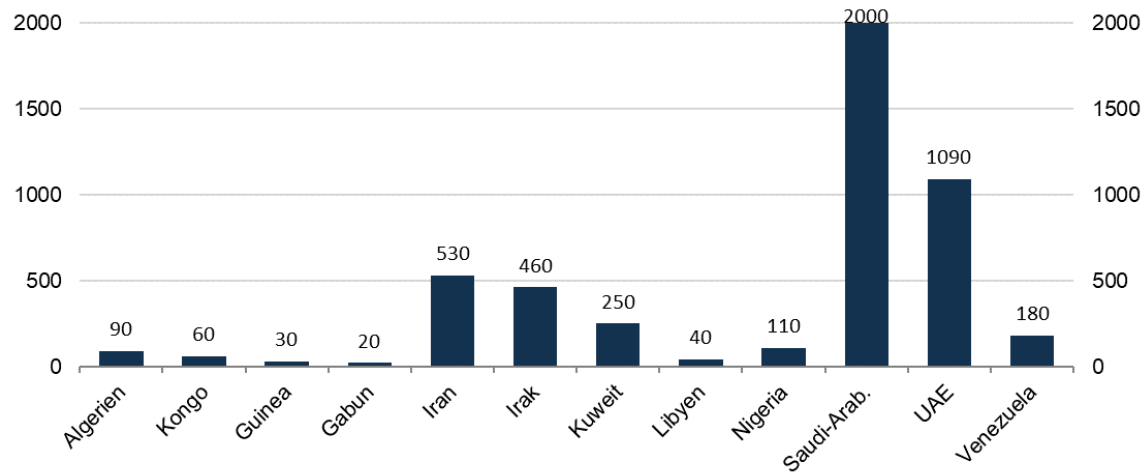


- Die Preise der Sorte Brent legten am Montag und Dienstag auf über 80 USD je Barrel zu.
- Der Anstieg ist zwar stärker als im Umfeld des 12-Tagekriegs zwischen den USA und dem Iran im Sommer vergangene Jahres, aber von Panik ist derzeit (noch) keine Spur.
- Die Marktteilnehmer gehen offenbar davon aus, dass der Konflikt in überschaubarer Zeit beendet sein wird.
- Seit Jahresanfang steht ein Plus von mehr als 30 % zu Buche.
- Etwaige Risiken auf die Inflationsentwicklung rücken wieder in den Vordergrund.
- Mit jeder neuen Nachricht dürfte die Volatilität über die kommenden Tage hoch bleiben.

# Bei begrenzter Eskalation keine globalen Schäden

## Freie Kapazitäten der OPEC-Staaten

in 1.000 bpd

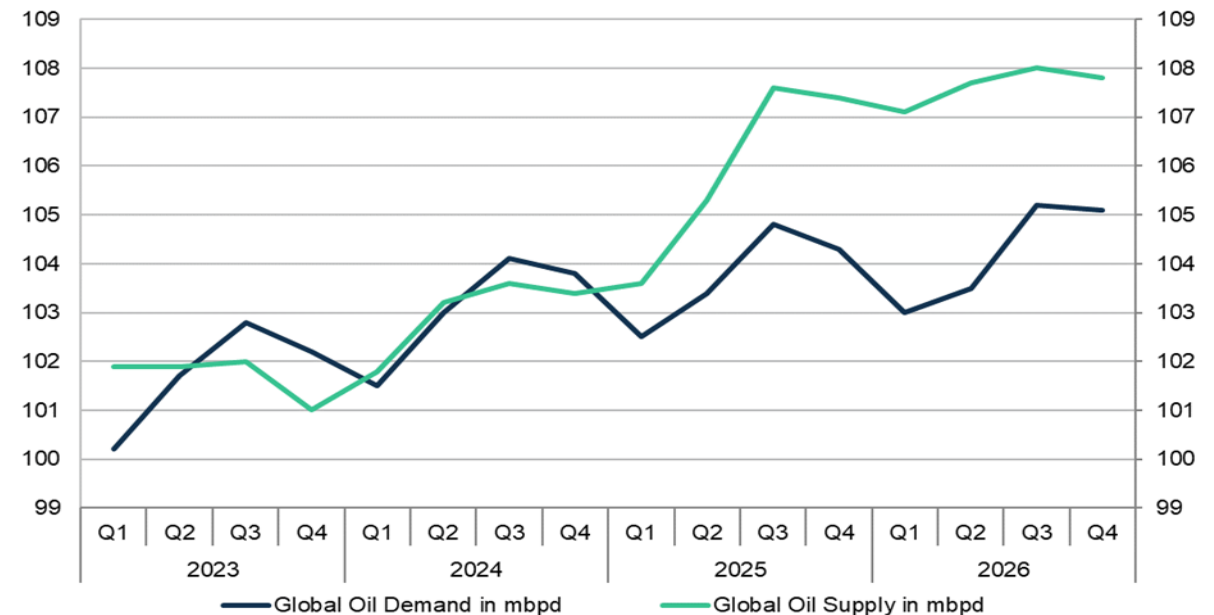


- Weltweites Angebot: rund 108 mbpd.
- Der Iran produziert momentan knapp 3,4 mbpd (davon gehen rund die Hälfte in den Export).
- Freie Kapazitäten der OPEC derzeit: 4,33 mbpd (ohne Iran) – große Förderländer (Saudi-Arabien, UAE) haben noch Potenzial zur Anhebung ihrer Förderung.

Quelle: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

## Ölnachfrage

in Mio. Tonnen p.a.



- Aktuell gibt es ein Überangebot am Ölmarkt. Sogar ein Totalausfall iranischen Öls ließe sich mehr oder weniger rasch kompensieren – zur Freude Putins.
- Das Öl muss aber auch lieferbar sein. Eine dauerhafte Blockade der Straße von Hormus wäre ein großes Problem.

# Was wird aus dem Iran?

## Szenario 1

### Regime-Change à la Trump:

- Die Opposition stürzt das Regime
- Eine neue pro-westliche Regierung bildet sich, das Land und wird zum „Verbündeten“ der USA und Israels
- Das Land öffnet sich für westliche Unternehmen – vor allem natürlich für US-amerikanische – und erhöht dauerhaft seine Ölausfuhren.

### Wahrscheinlichkeit: eher gering !

- Es gibt keine organisierte Opposition, die das Land übernehmen könnte. Auch Schah Reza Pahlavi dürfte kaum über genügend Rückhalt verfügen.

Quellen: LBBW Research

## Szenario 2

### Das Regime überlebt und / oder der Iran zersplittert:

- Ohne US-Bodentruppen übernehmen früher oder später diejenigen Gruppierungen die Macht, die über entsprechende Machtmittel verfügen:
- Entweder, die weiterhin existierenden Institutionen des alten Regimes (Revolutionsgarden, Militär, Wächterrat, ...) behaupten sich mit „neuen“ Köpfen.
- Oder: Abspaltungen sich auflösender alter Machteliten (Revolutionsgarden, Militär, Geheimdienste, ...) übernehmen ein zersplitterndes Land („Warlords“)

### Wahrscheinlichkeit: ziemlich hoch !



# Fazit: Wie ist die Weltwirtschaft betroffen?

## Entscheidende Frage: Ist die Straße von Hormus bald wieder offen ?

Die Weltwirtschaft benötigt Öl und LNG – freie Durchfahrt durch die Straße von Hormus ist essenziell – ansonsten drohen Verwerfungen durch Knappheiten und steigende Preise.

- Grundsätzlich sollte jedes Regime in Teheran Interesse am Verkauf iranischen Öls haben – dies ist wirtschaftliche Grundlage und damit Machtbasis für jede Regierung im Iran. Wichtigster Kunde Irans ist zudem China – die Volksrepublik wird niemand verprellen wollen.
- Sobald ein Waffenstillstand mit den USA und Israel verhandelt wird, dürfte das Thema „Öffnung der Straße“ ganz oben stehen. Ohne eine entsprechende Zusage hier dürfte es kein endgültiges Ende der Bombardierungen geben. Es steht zu hoffen, das es bald soweit ist – die Ölreserven der asiatischen Staaten reichen i.d.R. noch einige Monate, um Ausfälle zu kompensieren.
- **Unser Hauptszenario** geht davon aus, dass es, noch bevor die strategischen Reserven in Asien knapp werden, zu einem Ende der Kampfhandlungen und der Blockade kommt. Auch versicherungstechnisch sollten Durchfahrten dann wieder möglich sein.
- Die weltwirtschaftlichen Schäden wären dann moderat.

Ganz ausschließen lässt sich eine dauerhaftere Unpassierbarkeit der Straße von Hormus nicht.

Mögliche Ursachen könnten sein:

- Eine weitere Eskalation der Kampfhandlungen, die eine Durchfahrt unmöglich macht.
- Sich lange hinziehende Verhandlungen, während der die iranische Regierung auf das Druckmittel „Sperrung der Straße“ nicht verzichten möchte und mit Angriffen auf Schiffe droht.
- Ein schwerwiegender Tankerunfall im Zuge von Kampfhandlungen, z.B. durch Minen, Drohnen, Raketen etc., der zu einer Blockade führt (Ölverschmutzung, havariertes Tanker in der Fahrrinne, ...).
- Terroristische Akte, wie z.B. die Versenkung eines Öltankers in der recht engen Fahrrinne, mit nachfolgender Ölpest.
- Die Auswirkungen könnten in einem solchen Falle erheblich schwerwiegender sein. Der Ausfall könnte nur ansatzweise durch Umleitungen über Pipelines ans Rote Meer und durch eine Ausweitung von Förderkapazitäten kompensiert werden.

Quellen: LBBW Research

# 03

## Makro: Trendwende in der deutschen Konjunktur

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

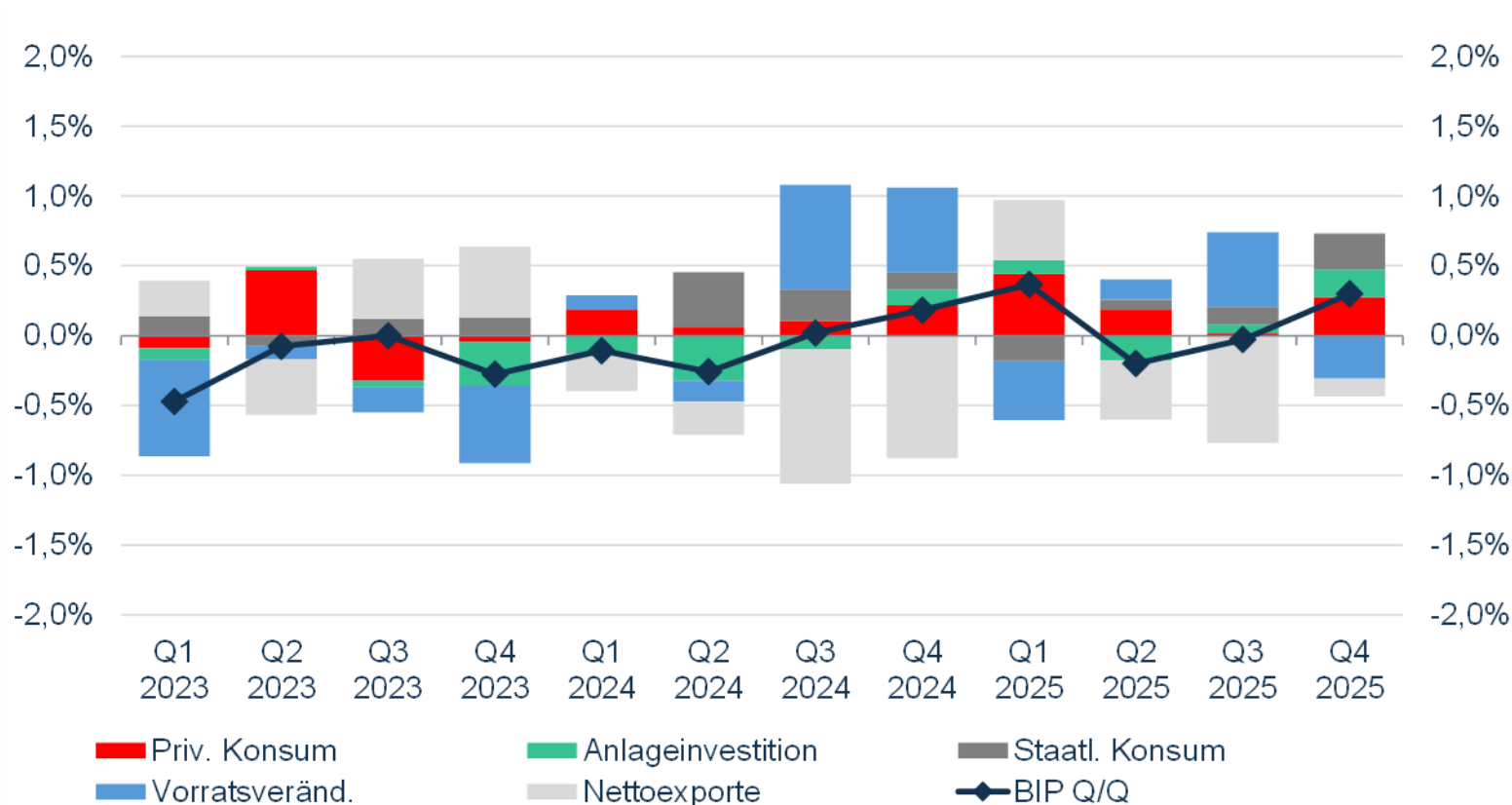
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
dirk.chlench@LBBW.de

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

# Deutschland: Konsum treibt BIP

## BIP Q/Q und Beiträge der Sektoren

in Prozentpunkten bzw. Prozentpunkten

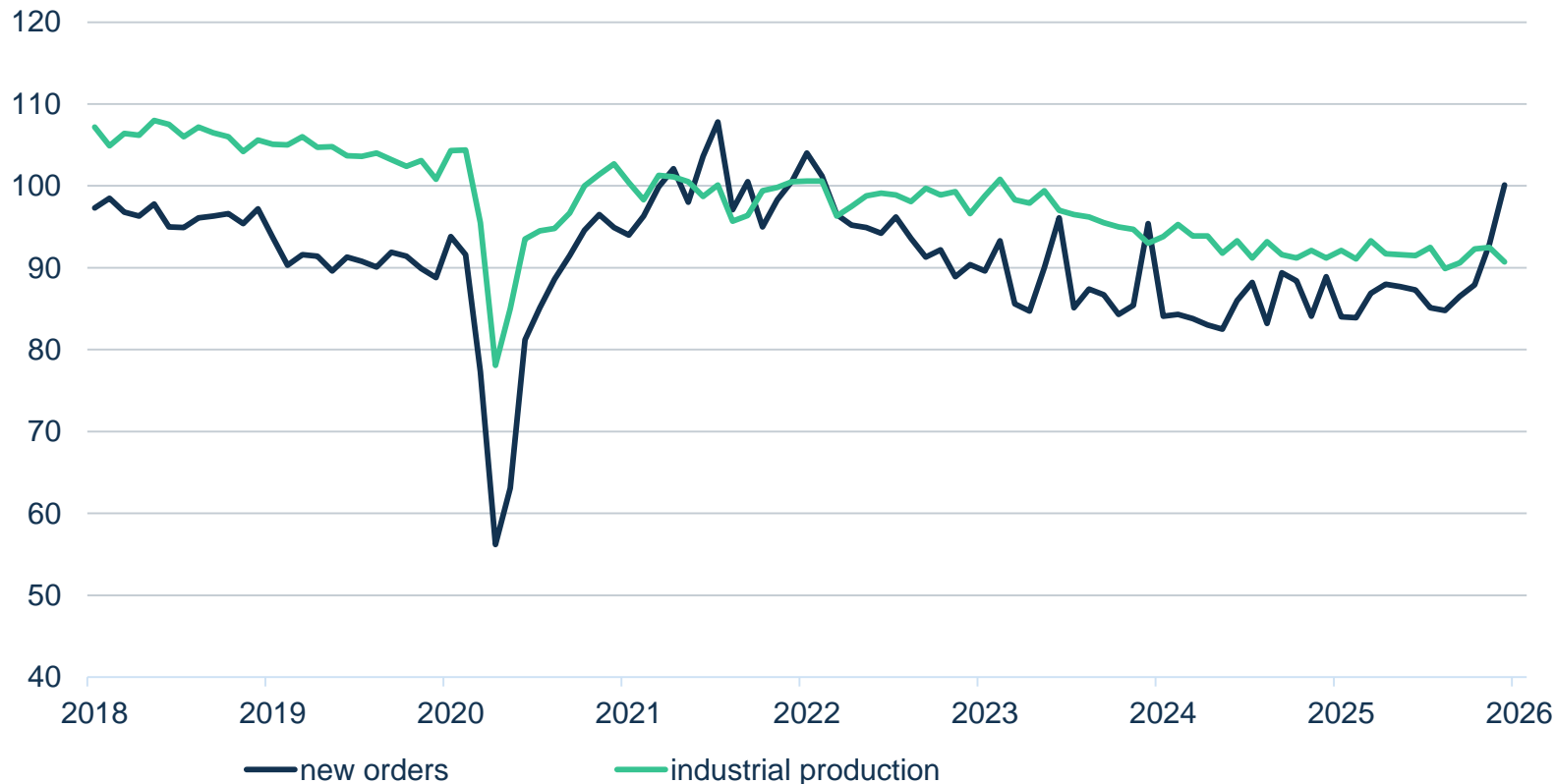


- Wenn wir vom ersten Quartal 2025 abstrahieren, war der BIP-Zuwachs in Deutschland im vierten Quartal mit +0,3% Q/Q so hoch wie seit drei Jahren nicht.
- Vor allem der Konsum, privat wie staatlich, und die Anlageinvestitionen trieben zuletzt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

# Deutschland: Trendwende in der Industrie?

## Deutschland: Auftragseingang und Produktion

Monatswerte, saisonbereinigt



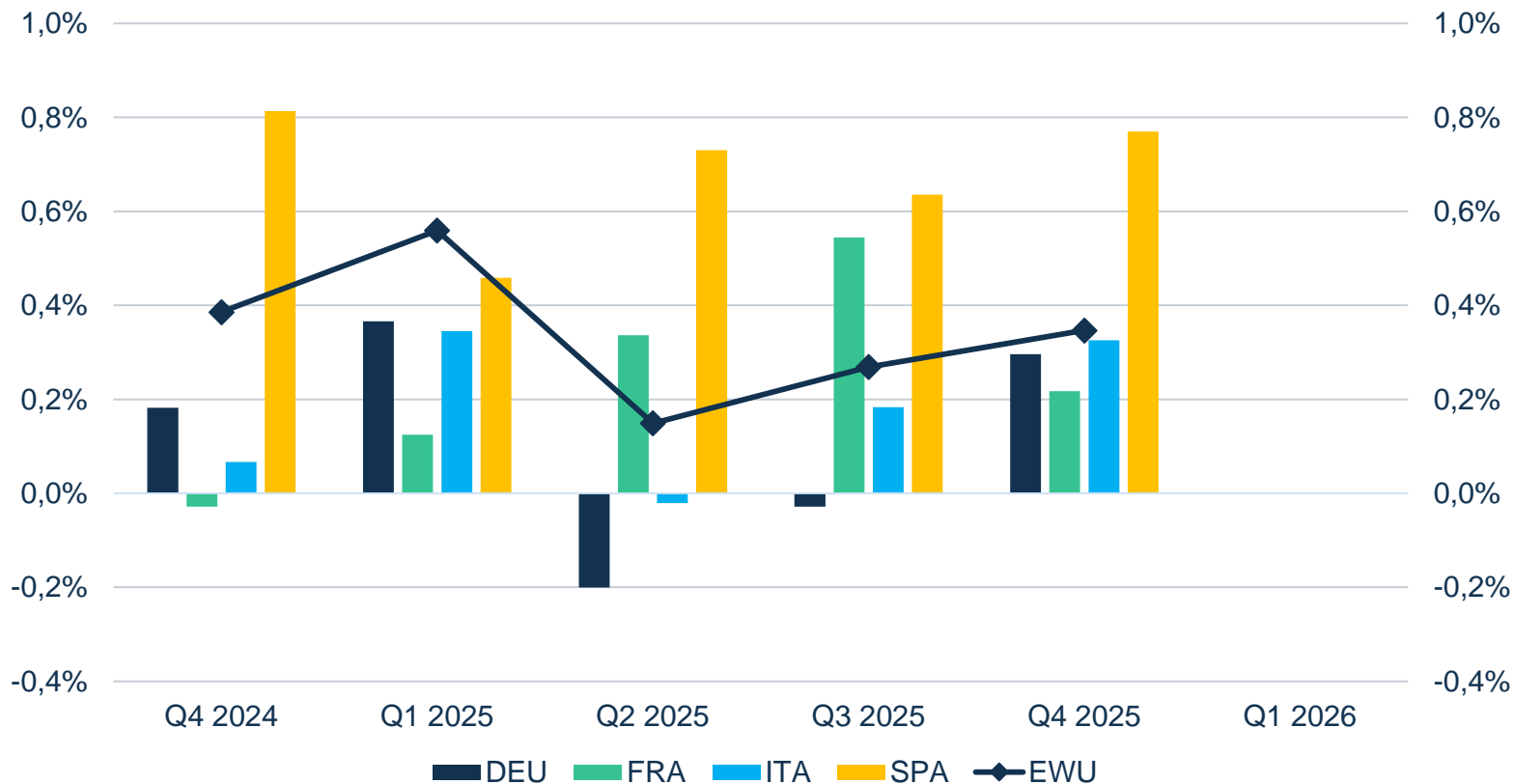
- Die deutliche Belebung im Auftragseingang hat sich bis in den Dezember hinein fortgesetzt. Anekdotische Evidenz besagt, dass ein erheblicher Teil hiervon auf Rüstungsaufträge zurückzuführen ist. Allerdings ist hierfür der statistische Nachweis kaum zu führen, zumal sich die Rüstungsindustrie auf diverse Branchen verteilt.
- Die Produktion lag im Dezember zum Vormonat um 1,9% tiefer, im vierten Quartal um 0,9% höher als im dritten Quartal.
- Insgesamt kann von einer Trendwende in der Industrie gesprochen werden.
- Allerdings verbleiben, auch in der etwas besseren Konjunktur, gravierende Strukturprobleme.



# Euroraum: Robustes Wachstum im Schlussquartal

## EWU und große Staaten: BIP-Wachstum

Quartalswerte, saisonbereinigt

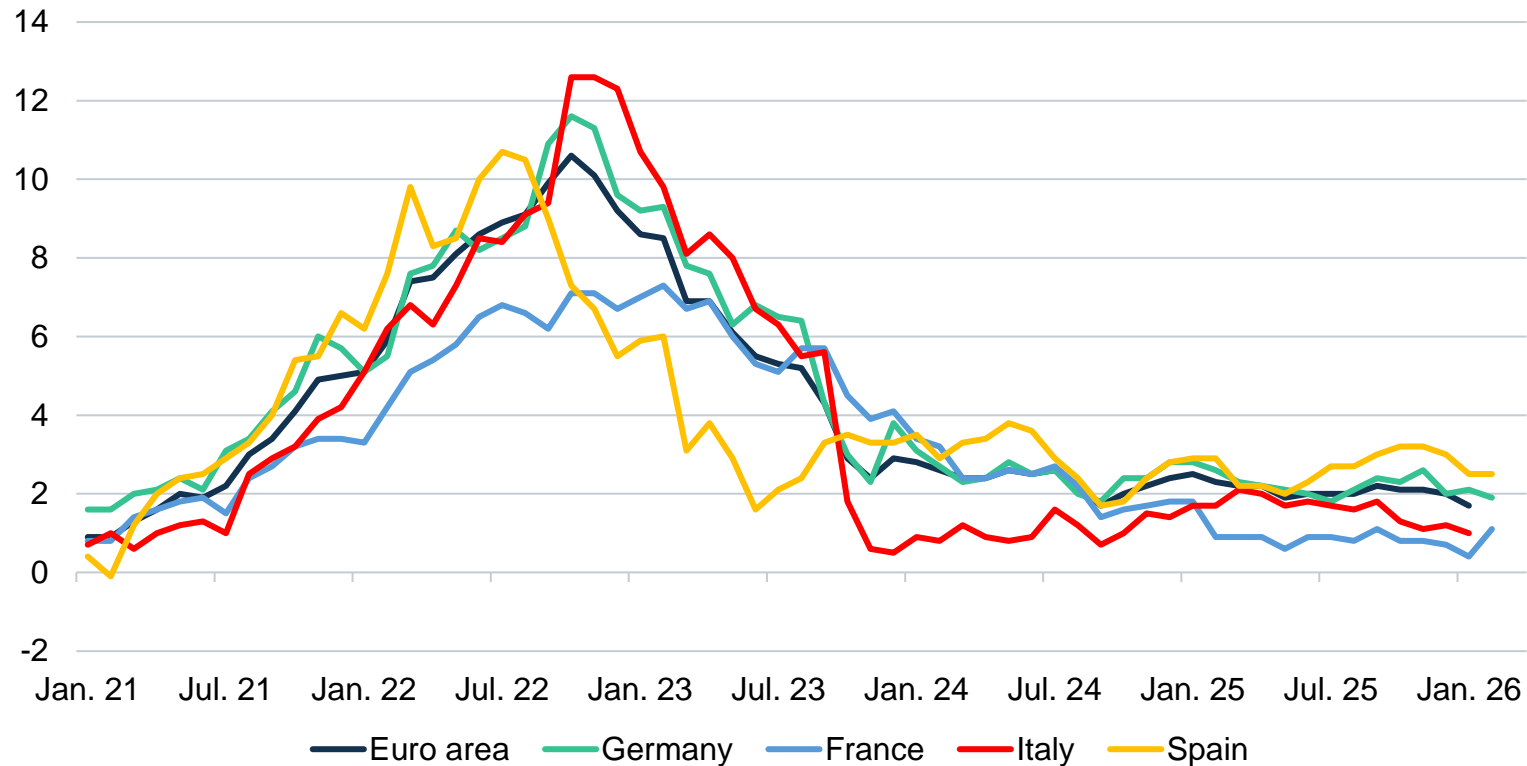


- Ähnlich wie in Deutschland war auch im Euroraum der BIP-Zuwachs im Schlussquartal 2026 hoch (0,3% Q/Q).
- Unter den großen Staaten wies erneut Spanien die höchste Rate auf.
- Auch in Frankreich und Italien wurden positive Zahlen erzielt.
- Deutschland gab die rote Laterne nach zwei Quartalen wieder ab, dieses Mal an Frankreich.

# Euroraum: Inflationsdruck leicht sinkend

## EWU und E-4: Inflationsraten (HVPI)

Monatswerte

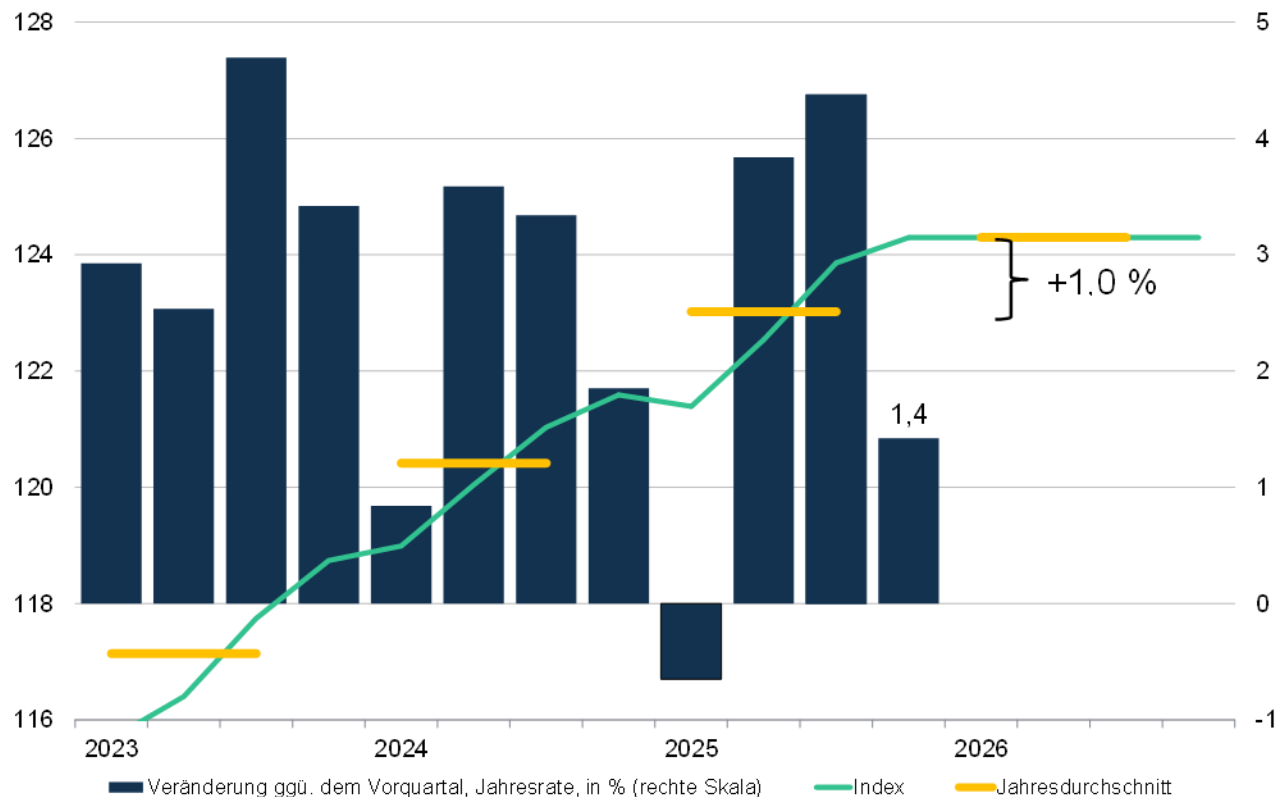


- Die Inflation lag zu Jahresbeginn etwas niedriger als zuvor gedacht (1,7% im Januar nach 2,0% im Dezember).
- Erste Zahlen aus den Ländern deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb für Februar wieder höher zu veranschlagen ist.
- Unsere Prognose für 2026 haben wir von 2,2% auf 2,0% gesenkt.
- Allerdings sind durch den Iran-Krieg die Aufwärtsrisiken aufgrund eines Anstiegs der Ölpreise sehr kurzfristig gestiegen.

# US-Wirtschaft startet mit Überhang in das Jahr 2026

## US-Bruttoinlandsprodukt

Index, auf 1. Q. 2017=100 basiert, und Jahresraten, in %

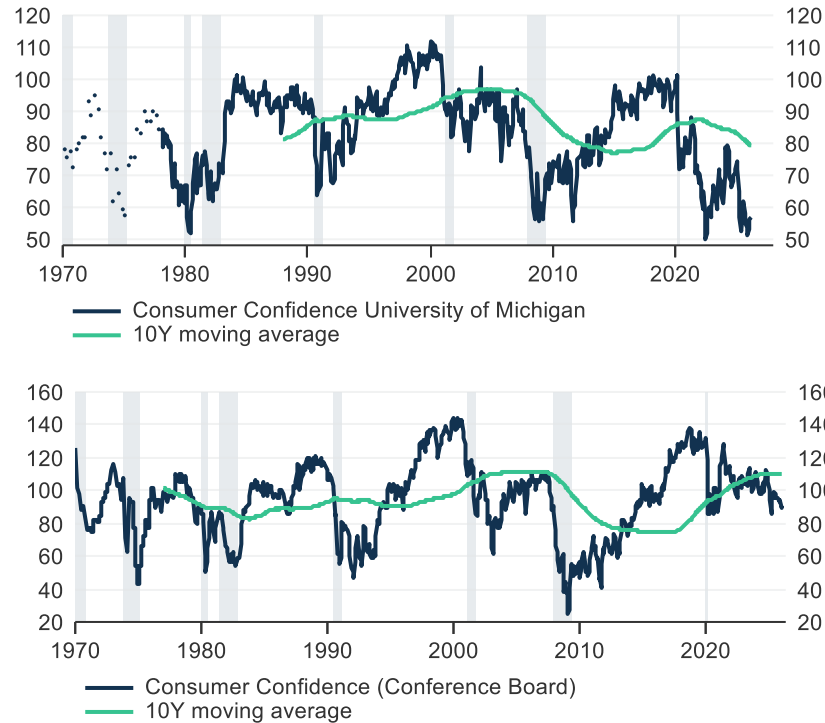
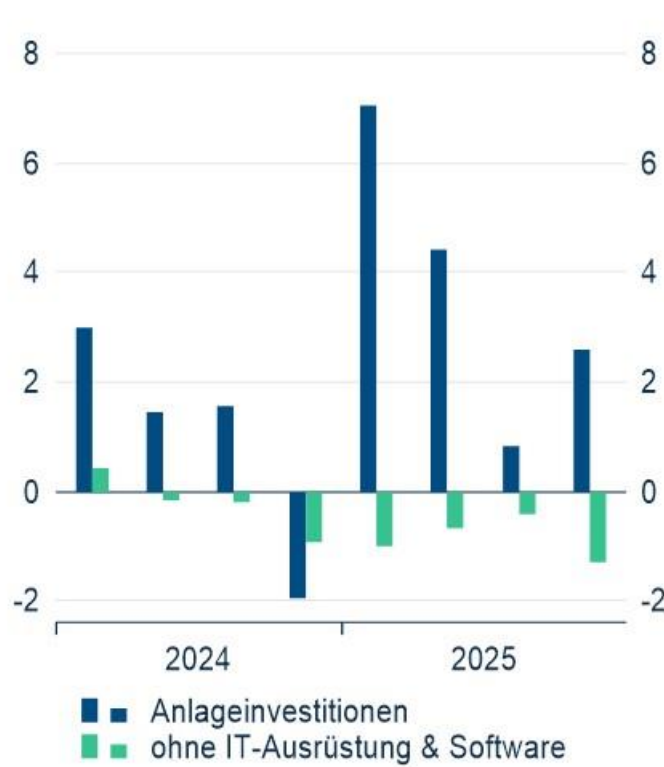


- Die US-Wirtschaftsaktivität ist im vierten Quartal 2025 deutlich niedriger ausgefallen als erwartet.
- Hauptgrund hierfür ist ein deutlicher Rückgang der Nicht-Militärausgaben des Zentralstaates. Diese fielen mit einer Jahresrate von 24 % und belasteten damit den BIP-Zuwachs mit 0,7 %-Punkten. Hier schlägt sich ein rekordlanger Regierungsstillstand nieder.
- Trotz des niedriger ausgefallenen Wachstums geht die US-Wirtschaft mit einem positiven Überhang von 1,0 % in das laufende Jahr.
- Wir halten an unserer Prognose fest, dass die US-Wirtschaft im laufenden Jahr mit einer Rate von 2,5 % zulegen sollte.

# US-Wirtschaft steht nur auf einem Bein

## Anlageinvestitionen und Konsumentenvertrauen

Jahresrate, in % bzw. in Indexpunkten

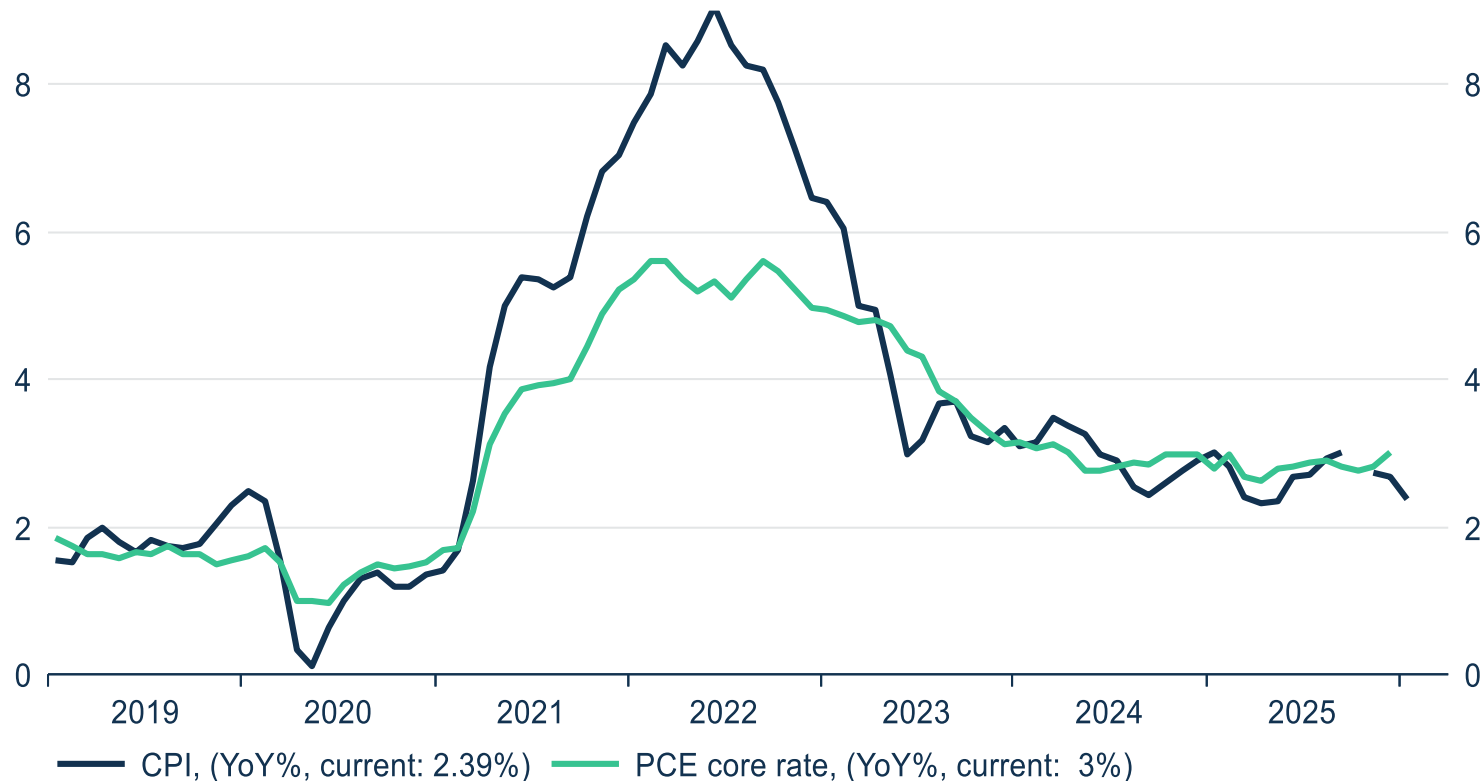


- Der KI-Boom hat in den zurückliegenden Quartalen die Investitionstätigkeit mächtig befeuert.
- Die Veränderungsrate der ohne die Investitionen in Software und IT-Ausrüstungen berechneten Anlageinvestitionen ist indes seit sieben Quartalen im Minus!
- Die **Konsumentenstimmung** insgesamt verhart derzeit unweit ihres **Allzeittiefs (University of Michigan)** bzw. im **Abwärtstrend (Conference Board)**.

# Unterschiedliche Inflationstendenzen

## US-Konsumentenpreisindex (CPI) und PCE-Kernrate

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in %



- Die Veränderungsrate des US-Konsumentenpreisindex (CPI) sank, in einer Betrachtung Jahr über Jahr, von 2,7 % im Dezember 2025 auf 2,4 % im Januar 2026. Hierfür waren Basiseffekte mitursächlich.
- Die Preise für Güter stagnierten im Monatsvergleich den zweiten Monat in Folge.
- Im Gegensatz dazu stieg die für die Fed relevante Inflationsgröße PCE-Kernrate auf 3 %.



# Der Oberste Gerichtshof kippt die von Donald Trump verhängten „reziproken“ Einfuhrzölle



Mit 6 zu 3 Stimmen entschied das Oberste Gericht, dass das „International Emergency Powers Act (IEEPA)“ von 1977 keine Befugnisse zur eigenmächtigen Errichtung großflächiger Einfuhrzölle verleiht. Dieses Befugnis liegt verfassungsrechtlich beim US-Kongress.

Die von Donald Trump nominierten Richter Neil Gorsuch und Amy Coney Barret stimmten ebenfalls gegen die US-Regierung.

**Wir werten die Entscheidung als einen Sieg für den Rechtsstaat. „Checks and Balances“ funktionieren noch.**

Quelle: Von Fred Schilling - <https://www.supremecourt.gov/about/justices.aspx>, Gemeinfrei, <https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=124352288>

# Trump hat neue Zölle in Höhe von 10 % verhängt, Anhebung auf 15 % steht im Raum



Trump verkündete unmittelbar nach der Entscheidung des US Supreme Court, pauschal Importzölle iHv. 10 % erheben zu wollen.

Rechtsgrundlage ist das „Trade Act von 1974 (Section 122)“. Es erlaubt dem Präsidenten, bei schwerwiegenden Zahlungsbilanzproblemen vorübergehend (bis zu 150 Tagen) Zölle bis maximal 15 % anzuordnen. Danach muss der US-Kongress die Zölle billigen.

**Nach unserer Einschätzung haben die USA zwar ein großes Defizit im Warenhandel, aber kein Zahlungsbilanzproblem. Auch gegen die neu verhängten Zölle dürfte es Klagen geben.**

Quelle: Busch & Partner

# Sektorzölle (Section 232) bleiben in Kraft

## U.S. Sektorzölle und rechtlicher Rahmen

Stahl und Stahlprodukte	50%	Section 232
Aluminium	50%	Section 232
Kuperprodukte	50%	Section 232
Autos & Autoteile	25%*	Section 232, 301, 604
LKWs	25%	Section 232
Halbleiter	25%**	Section 232
Busse	10%	Section 232

**\*15% für Autoimporte aus der EU**

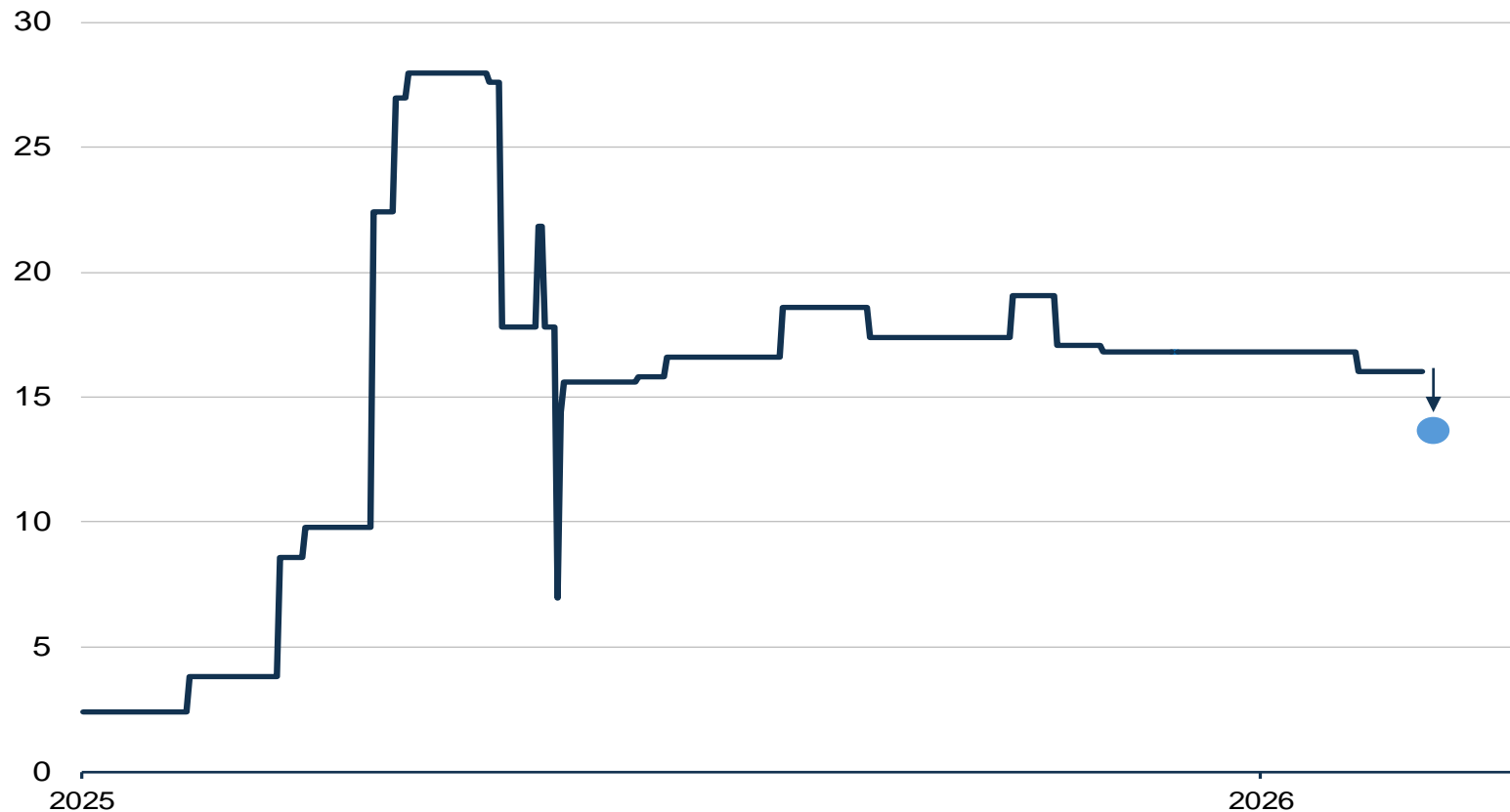
**\*\***außer für die Verwendung in Rechenzentren, etwaige Reparaturen und Ersetzungen, F&E usw.

- Die von Trump auf Basis der Section 232 erlassenen Zölle (Sektorzölle) bleiben von der Entscheidung des obersten Gerichts unberührt. Sie sind weiterhin in Kraft.
- Die neuen „globalen“, pauschalen Zölle werden auf alle Produkte angewandt, die nicht bereits von Sektorzöllen betroffen sind.
- Bsp.: Autozölle von 25% waren unter EU-Deal bei 15% gekappt.
- Ohne EU-Deal würde der Zoll für die Autohersteller perspektivisch von 15% auf 25% steigen. Zudem kämen die Standard-WTO-Zölle (sog. „Meistbegünstigungszölle“) hinzu.
- Zudem könnten die Sektorzölle in Kürze auf weitere Produkte ausgeweitet werden, bei welchen Untersuchungen laufen (u.a. Pharmazeutische Produkte, Flugzeugteile, etc.)

# US-Einfuhrzoll bleibt weiterhin historisch hoch

## Schätzungen des durchschnittlichen US-Einfuhrzollsatzes

„The Budget Lab at Yale“, Pre-Substitution, in % (Annahme: 15 % globaler Zoll)



- Nach Schätzungen des „The Budget Lab at Yale“ sollte sich der durchschnittliche effektive Zollsatz nach der angekündigten, noch nicht umgesetzten Zollerhöhung auf 15 % auf 13,7 % belaufen (vor Substitutionseffekten).
- Im Januar veranschlagte das Budget Lab den durchschnittlichen Zollsatz auf 16,8 % (ohne die zwischenzeitlich angedrohten Grönland-Zölle).
- Sollten die Zölle gem. Section 122 nach 150 Tagen wegfallen, würde der durchschnittliche Zollsatz auf 9,1 % sinken.
- **Kurzum: Die skizzierten Veränderungen erscheinen nach unserer Einschätzung als zu gering, um unsere US-Prognosen (Wachstum, Inflation, Notenbankzinsen, Währung) anzupassen.**

# Freiwillig rückt Trump das Geld nicht mehr raus

## Zolleinnahmen des US-Zentralstaates

Monatswerte, in Mio. US-Dollar



- Die US-Zolleinnahmen sind im Zeitraum April 2025 bis Januar 2026 gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres um 205 Mrd. US-Dollar emporgeschnellt. Schätzungen zufolge gehen davon 170 bis 175 Mrd. US-Dollar auf die Zölle unter der vermeintlichen Rechtsgrundlage IEEPA zurück.
- Importeure haben nun zwar rechtlich Anspruch auf Rückzahlung, es besteht jedoch keine automatische Erstattungsregel.
- Experten rechnen mit langwierigen und komplizierten Rechtsstreitigkeiten.
- **„We will end up being in court for the next five years“ (Donald Trump)**



# Was hat Donald Trump noch im Giftschränk?

Die Aufzählung ist nicht abschließend.

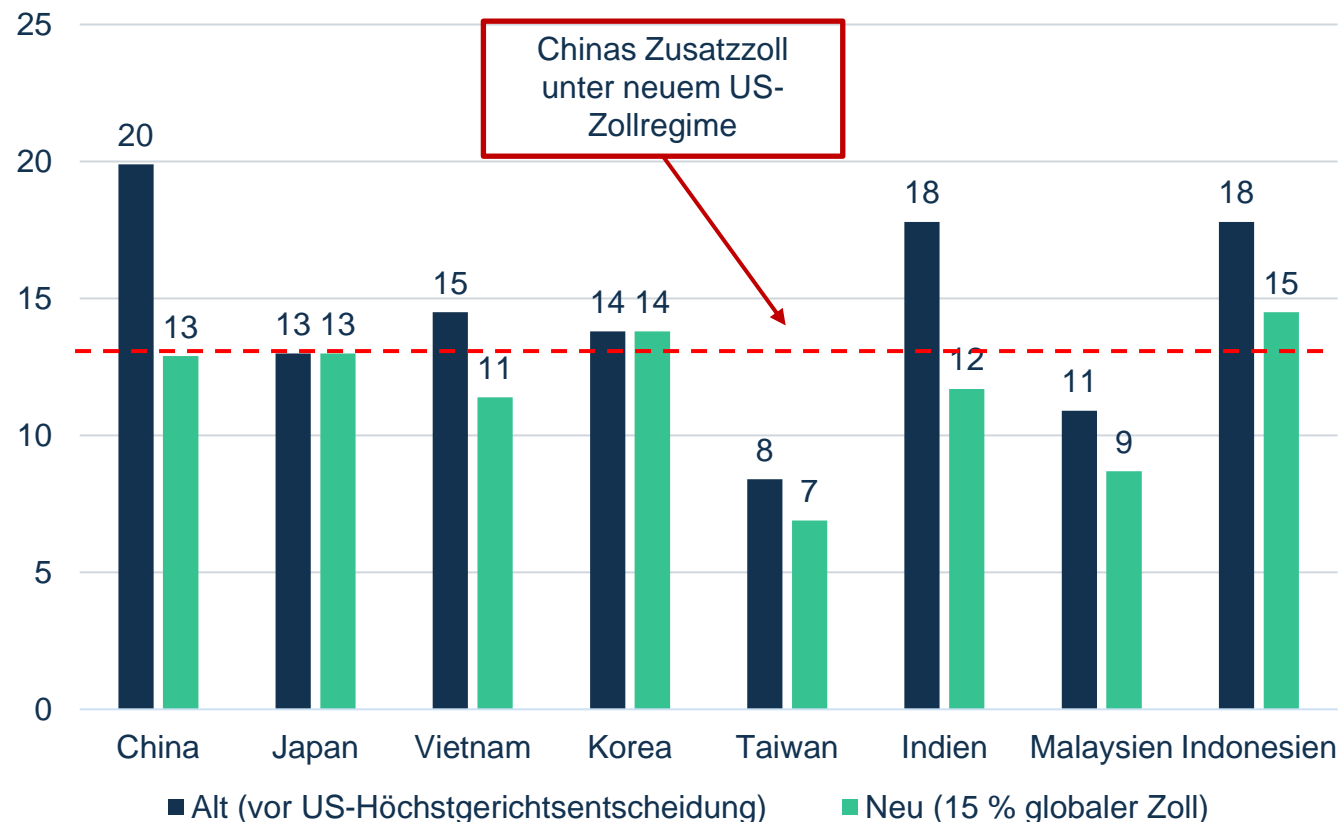
	Section 122	Section 301	Section 338
Grundlage	Trade Act of 1974	Trade Act of 1974	Tariff Act of 1930
Zweck	Schutz der Zahlungsbilanz	Reaktion auf unfaire Handelspraktiken	Vergeltung bei Diskriminierung von US-Waren
Adressaten	Importe allgemein	gezielt gegen ein bestimmtes Land	gezielt gegen ein bestimmtes Land
Voraussetzung	Zahlungsbilanzproblem	Verletzung von Abkommen	Diskriminierung von US-Waren
Verfahren	Präsidentielle Maßnahme	Formelle Untersuchung, Anhörungen	Einfache Feststellung
Zollhöhe	Max. 15 %	Keine feste Obergrenze	Bis 50 % oder Verdoppelung bestehender Zölle
Dauer	Max. 150 Tage	Keine zeitliche Grenze	Keine zeitliche Grenze

Quelle: LBBW Research, 19 U.S.C §§ 2132, 2411, 1338, 1862; 50 U.S.C. § 1701 ff.

# China unter den Profiteuren der neuen Zollsituation

## Unter Trump 2.0 verhängter US-Zoll (vor Gerichtsurteil vs. Letztstand)

Durchschnittszoll in %, auf Basis der Importstruktur 2024, Annahme: Anhebung auf 15 % Zoll



- Vor dem Urteil des US-Höchstgerichts sah sich China mit einem 10 %-Zoll auf alle Exporte ("Fentanyl-Zölle") sowie zusätzlich „reziproken Zöllen“ in Höhe von 10 % gegenüber.
- Unter der neuen Situation (derzeit 10 % Zoll, in Kürze wohl Anhebung auf 15 %) fällt der seit Trumps Amtsantritt verhängte Zusatzzoll auf chinesische Waren deutlich.
- Zudem nivelliert sich nun der preisliche Wettbewerbsnachteil chinesischer Exporteure gegenüber Konkurrenten aus Ost- und Südostasien sowie aus Europa.
- Längerfristig ist damit zu rechnen, dass Trump mit Hilfe neuer gesetzlicher Grundlagen das ursprüngliche US-Zollniveau gegenüber China wiederherstellt.
- Dafür hätte er angesichts parteiübergreifender Einigkeit beim Thema China wohl auch die nötige Zustimmung des Kongresses sicher.

# Deutschland: Vereinigte Staaten sind „nur noch“ Handelspartner Nr. 2

## Importe und Exporte im Warenhandel mit Deutschland

Top Ten der Handelspartner 2025

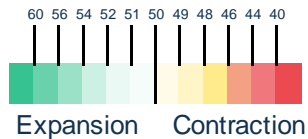
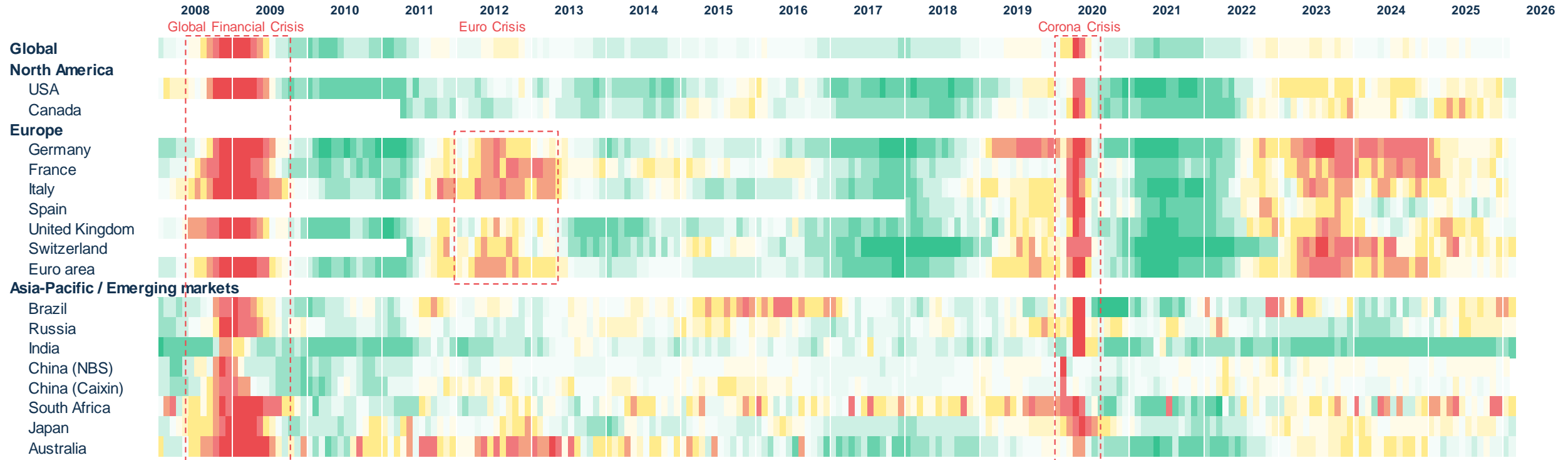
	Warenhandel in Tsd. Euro	
1	China	251.844.874
2	Vereinigte Staaten von Amerika	240.523.872
3	Niederlande	209.131.213
4	Frankreich	186.407.701
5	Polen	180.432.321
6	Italien	156.014.255
7	Österreich	134.087.070
8	Schweiz	129.359.202
9	Vereinigtes Königreich	118.441.157
10	Tschechien (ab 1993)	115.734.472

- Die Vereinigten Staaten sind nur noch (oder immer noch) der zweitgrößte Handelspartner im Warenhandel für Deutschland.
- Im Jahr 2025 wurden die Vereinigten Staaten von der VR China überholt. Allerdings verzeichnet Deutschland mit der VR China ein Defizit i.H.v. 89 Mrd. Euro, während im Handel mit den Vereinigten Staaten ein Überschuss von 52 Mrd. Euro erzielt wurde.

# Reaktion der EU

- Die Europäische Union wird voraussichtlich die Ratifizierung des geschlossenen **Handelsabkommens mit den USA aussetzen**.
- Die **EU brauche vor der Umsetzung des Handelsabkommens mehr Klarheit**, zitierte die Nachrichtenagentur Bloomberg Zeljana Zovko, die Verhandlungsführerin in Handelsfragen der EVP-Fraktion, der größten im Europäischen Parlament.
- Auch ohne die jetzige Unterbrechung hätten die Verhandlungen voraussichtlich mehrere Monate gedauert. Im Handelsausschuss des EU-Parlaments sowie mit den 27 EU-Ländern sind dazu weitere Gespräche nötig.
- **Bundeskanzler Merz** wird diese Woche in Washington erwartet. Der Termin stand bereits vor der Entscheidung des Obersten Gerichtshofes der USA fest. Die Zollpolitik dürfte voraussichtlich Gesprächsthema sein.
- Die EU-Kommission dürfte mit **Schadenfreude** nach Großbritannien schauen. Auf US-Einfuhren aus dem Vereinigten Königreich wird nun der allgemeine Zollsatz von 15 % aufgeschlagen, nach zuvor 10 % gemäß US-UK-„Deal“.

# Globale Einkaufsmanager-Indizes im verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research



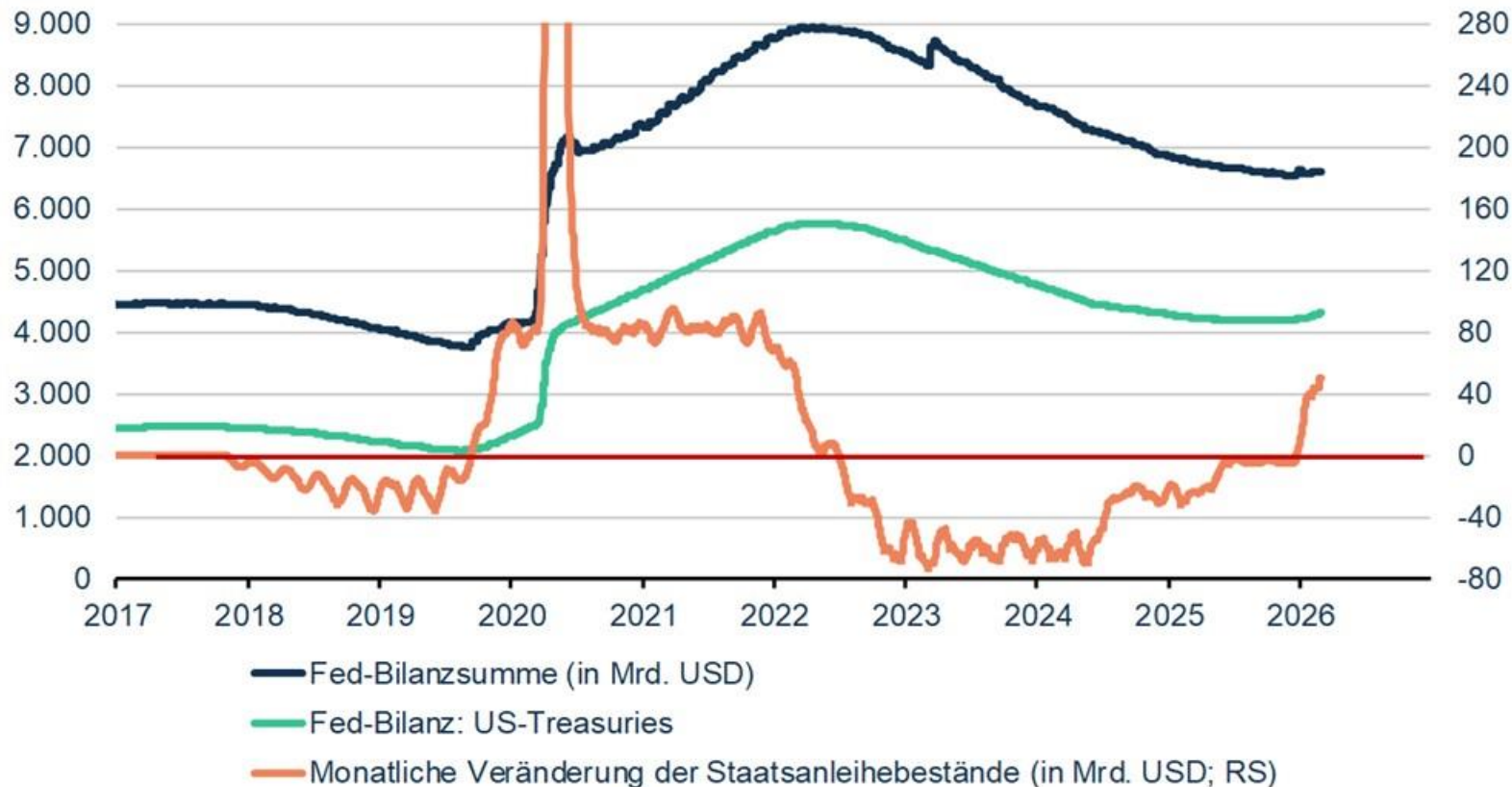
# 04

## Zinsen: Am Beginn eines Bullen- marktes?

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

# Fed: Rückkehr zur Bilanzschrumpfung unter Kevin Warsh?

## Fed-Bilanzsumme und Bestände an US-Staatstiteln sowie monatliche Veränderung (in Mrd. USD)



- Der designierte künftige Fed-Chef Kevin Warsh hat einen Ruf als Anhänger einer schlanken Fed-Bilanz.
- Dies nährt Spekulationen, dass die Notenbank zu einem Abbau ihrer Anleihebestände zurückkehren könnte, nachdem sie ihr „Quantitative Tightening“ im Herbst 2025 beendet hat.
- **Wir sehen zwei wesentliche Hürden:**
- 1) Die Fed hat ihre Bilanzschrumpfung eingestellt, um wachsende Turbulenzen am USD-Geldmarkt wegen knapperer Liquidität zu dämpfen. Vor einer Rückkehr zu „QT“ müsste die Fed den Geldmarkt gegen erneute Turbulenzen „abschirmen“.
- 2) Ein (zügiger) Abbau der Anleihebestände könnte die US-Treasuryrenditen nach oben treiben und Warsh auf Kollisionskurs mit Donald Trump bringen.

# USD-Rentenmarkt: Zinssenkungsphantasie beflügelt die Kurse!

Am Markt erwartetes Ausmaß an Fed-Zinssenkungen im Jahr 2026 (in Bp) und 10-jährige UST-Rendite



- USD-Rentenmarktteilnehmer spekulieren nach erneut soften Inflationsdaten wieder auf bis zu drei Zinssenkungsschritte der Fed im laufenden Jahr.
- Erneute Unsicherheit über US-Zollpolitik befeuert zudem „Safe-Haven“-Zuflüsse.
- Die bullische Zinskurvenverflachung halten wir fundamental nicht für gerechtfertigt.
- Von der Fed bevorzugtes PCE-Inflationsmaß zeigt keinen neuerlichen Rückgang für die Zeit seit dem Herbst 2025.
- Preisdruck dürfte bis zum Frühjahr wieder anziehen, u.a. weil sich jüngst negative Basiseffekte umkehren.
- Wir erwarten bis zum Frühjahr 2027 lediglich zwei Zinssenkungsschritte und präferieren, auf eine erneute Kurvenversteilerung zu setzen.



# USD-Rentenmarkt: Eskalation in Nahost mit ambivalenter Implikation!

## 10-jährige UST-Rendite und Goldpreis (in USD/Unze)



- Die militärische Eskalation zwischen USA und Iran gibt Nachfrage nach Sicherheit zusätzlichen Schub.
- Einerseits verleiht die Sorge vor weltwirtschaftlichen Risiken durch einen länger anhaltenden Krieg dem Anleihemarkt Rückenwind.
- Andererseits dämpft die Gefahr eines neuerlichen Inflationsschubs, als Folge stark steigender Energiepreise, den rentenpositiven Effekt.
- Wie nachhaltig die Auswirkungen auf den US-Rentenmarkt ausfallen, lässt sich derzeit kaum abschätzen.
- Mit Blick auf die Geldpolitik gehen wir derzeit davon aus, dass weder die EZB noch die Fed kurzfristigen Handlungsbedarf aufgrund der Nahost-Eskalation sehen.

# USD-Rentenmarkt: Gewinnmitnahmen beim „Takaichi-Trade“ beflügeln die Kurse weltweit

## Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen und 10-jähriger US-Treasuries



- „Buy the rumour, sell the fact“ nach dem Erdrutschsieg der japanischen Regierungspartei LDP bei der vorgezogenen Parlamentswahl.
- Ministerpräsidentin Takaichi bemüht, Sorgen vor zusätzlicher Schuldenausweitung, durch geplante Steuersenkungen, zu beschwichtigen: Kein „Liz-Truss-Moment“!
- Japanische Staatsanleihen holen Kursverluste aus den ersten Januarwochen 2026 fast vollständig auf.
- Erleichterung hat sich u.E. auf den US-Rentenmarkt übertragen und einen bullischen Stimmungsumschwung begünstigt.



# USD-Rentenmarkt: Ausländer zeigen Anzeichen von Kaufzurückhaltung bei länger laufenden Anleihen

## Nettokäufe ausländischer Anleger in langlaufenden US-Treasuries je Monat (in Mrd. USD) und gleitender 3M-Mittelwert



- Nachfrage ausländischer Anleger nach US-Staatstiteln im Gesamtjahr 2025 relativ stabil: Bestände per saldo um rund 650 Mrd. USD (Y/Y) gestiegen. Zuwachs ähnlich hoch wie im Jahr 2024.
- Aber: Im Jahresverlauf deutet sich dennoch eine Abschwächung des Anlegerappetits an:
- 1) 70 % des Anstiegs der Bestände in ausländischen Händen entfällt auf das erste Halbjahr.
- 2) Nettokäufe länger laufender US-Treasuries durch Ausländer im vierten Quartal 2025 negativ. Nachfragetrend seit Frühjahr 2025 abwärtsgerichtet.
- In Q4 2025 war sogar Privatsektor auf der Nettoverkäuferseite. In den Jahren 2023-25 haben die ausländischen „Privaten“ ca. 25 % des US-Nettofundings absorbiert!

# EZB: Softere Inflation hält Zinssenkungshoffnung am Leben – Laufzeitprämien unter Abwärtsdruck!

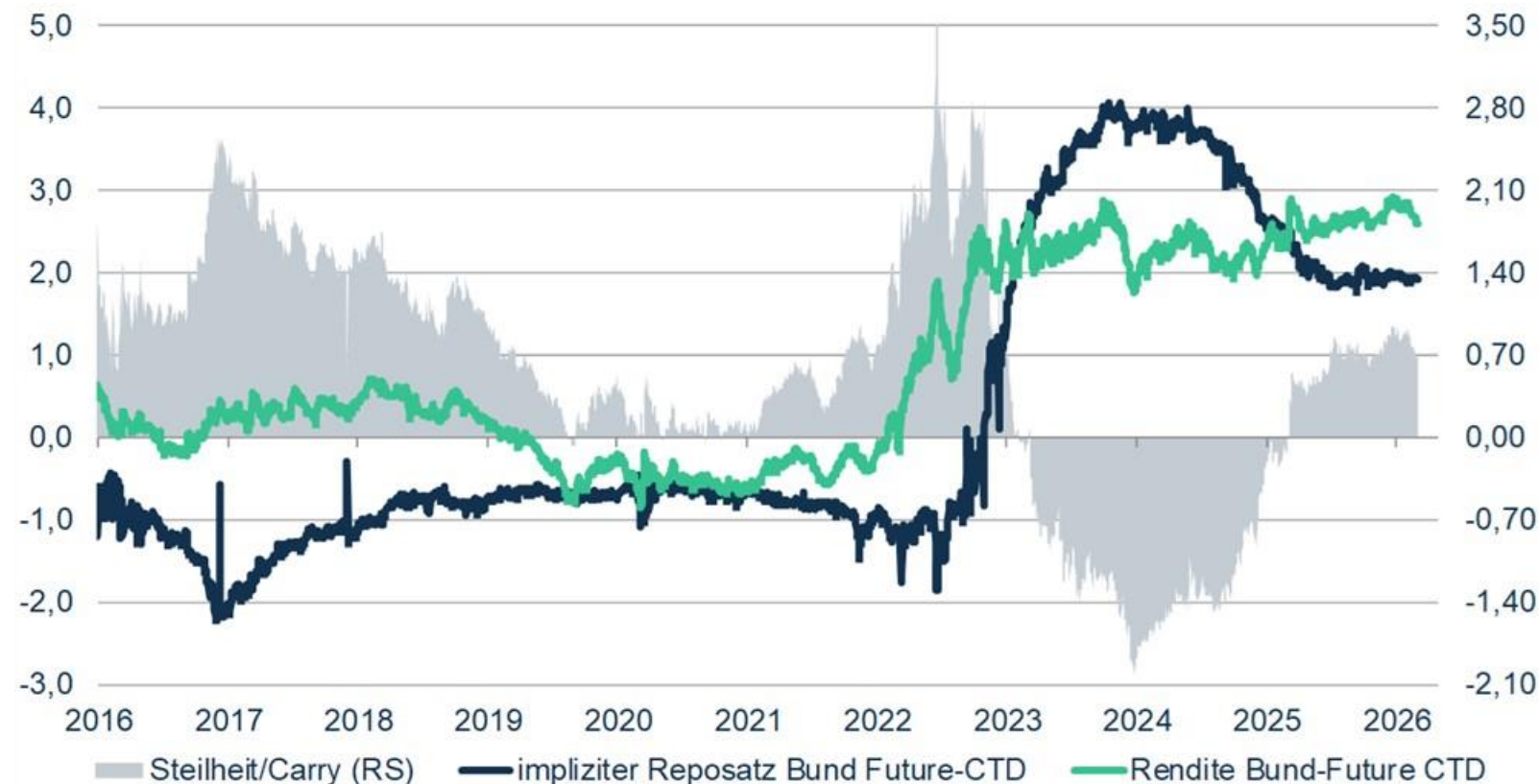
## Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für EZB-Zinssenkung bis September 2026 und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- EZB-Chefin Lagarde bekräftigt: Geldpolitik „gut positioniert“.
- **Nächster Zinsentscheid am 19. März:** Wirkt sich der jüngste Rückgang der EWU-Inflation auf 1,7 % auf die Inflationsprognose der Notenbanker aus?
- Wir erwarten, dass sich die Mehrheit im EZB-Rat der Einschätzung von Bundesbankchef Nagel anschließt, wonach kurzfristige Abweichungen vom Inflationsziel keine Reaktion der Geldpolitik erfordern.
- **Marktspekulation auf abermalige Leitzinssenkung hat nur kurzzeitig Auftrieb erhalten. Kursrückwind v.a. durch sinkende Laufzeitprämien!**
- Wir bleiben bei unserer Prognose: Keine Änderung des Einlagesatzes auf Sicht der nächsten zwölf Monate.

# EUR-Rentenmarkt: Im Umfeld niedriger Vola verlockt Carry zu höheren (Laufzeit-) Risiken, ...

## Rendite der Bund-Future-CTD und impliziter Reposatz



- Zurückliegender Trend der Zinskurvenversteilerung hat den Carry einer Long-Position im Bund-Future zum Jahresstart 2026 auf fast 1 % p.a. steigen lassen.
- EUR-Kurzfristzinsen dürften auf absehbare Zeit stabil bleiben.
- Extrem niedrige Zinsvola signalisiert gestiegene Risikotragfähigkeit. Scheinbar geringes Risiko eines abrupten Kursverfalls.
- => Long-Positionen werden tendenziell attraktiver, nicht zuletzt für spekulativ orientierte Anleger.
- Wir sehen die niedrige Vola zwar eher als Indikation dafür, dass Risiken unterschätzt werden. Der deutlich positive Carry wirkt gleichwohl einstweilen kursstützend.



# ... bearische Positionierung am Optionsmarkt spricht aber gegen anhaltende Kursrally

## Bund-Future und Verhältnis von Call- zu Put-Optionen am Optionsmarkt



- Positionierung der Akteure am Optionsmarkt spricht u.E. derzeit dafür, dass der jüngste Kursaufschwung beim Bund-Future nur eine Korrektur innerhalb eines bearischen Trends ist.
- Bearische Positionierung hat seit Mitte 2025 ein stabiles und signifikantes Übergewicht.
- Ausgangspunkt für länger anhaltende Kursaufschwünge war in der jüngeren Vergangenheit jeweils eine mindestens neutrale oder deutlich bullische Positionierung!
- Weiteren „Rückenwind“ für die Rentenbullen erwarten wir nur, falls sich übergeordnete „Risk off“-Tendenzen am Finanzmarkt verfestigen sollten, etwa im Zuge einer fortgesetzten Nahost-Eskalation.

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

## USD-Zinsen und Prognose

in %



- **Fed muss Risiken ausbalancieren:** Zinspause bis Frühsommer 2026, zwei weitere Zinssenkungsschritte bis Frühjahr 2027.
- Am US-Treasurymarkt werden die Gefahren für den Status als sicherer Anlagehafen und die Schuldenrisiken unterschätzt.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

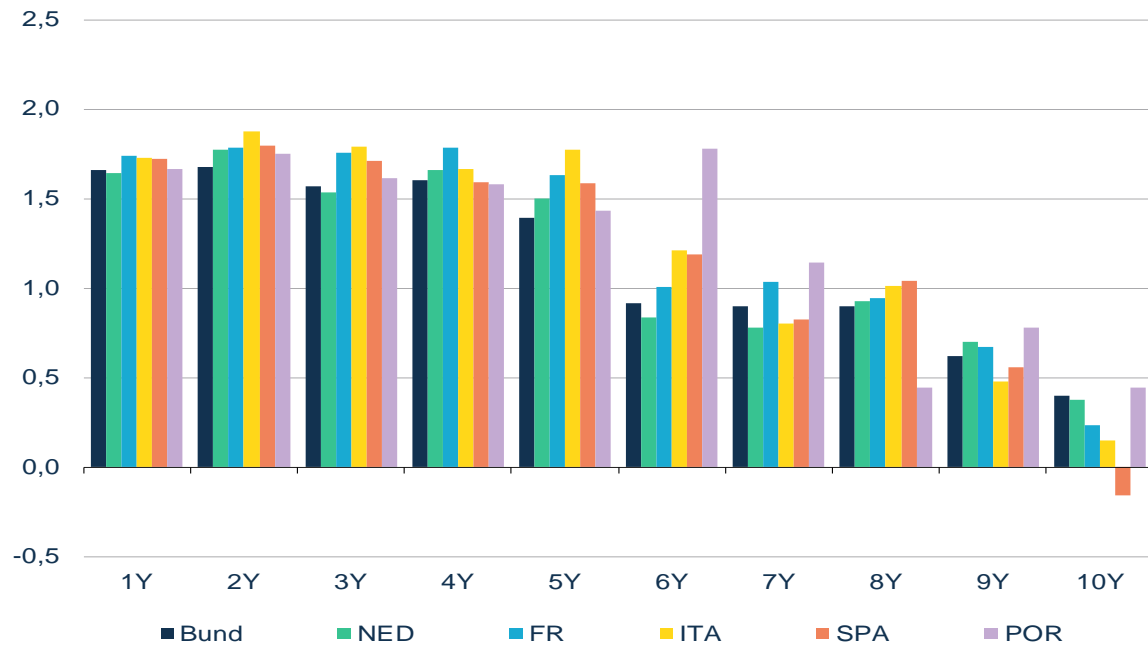


- **EZB fährt geldpolitisch bis auf Weiteres geradeaus.** Einlegesatz hat Boden bei 2,00 % erreicht, keine Anhebung vor Herbst 2027.
- Langfristzinsen: Steigende Laufzeitprämien bergen Potenzial für weitere Versteilerung der Kurve.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries

## EUR-Staatsanleihen auf 12M-Sicht

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

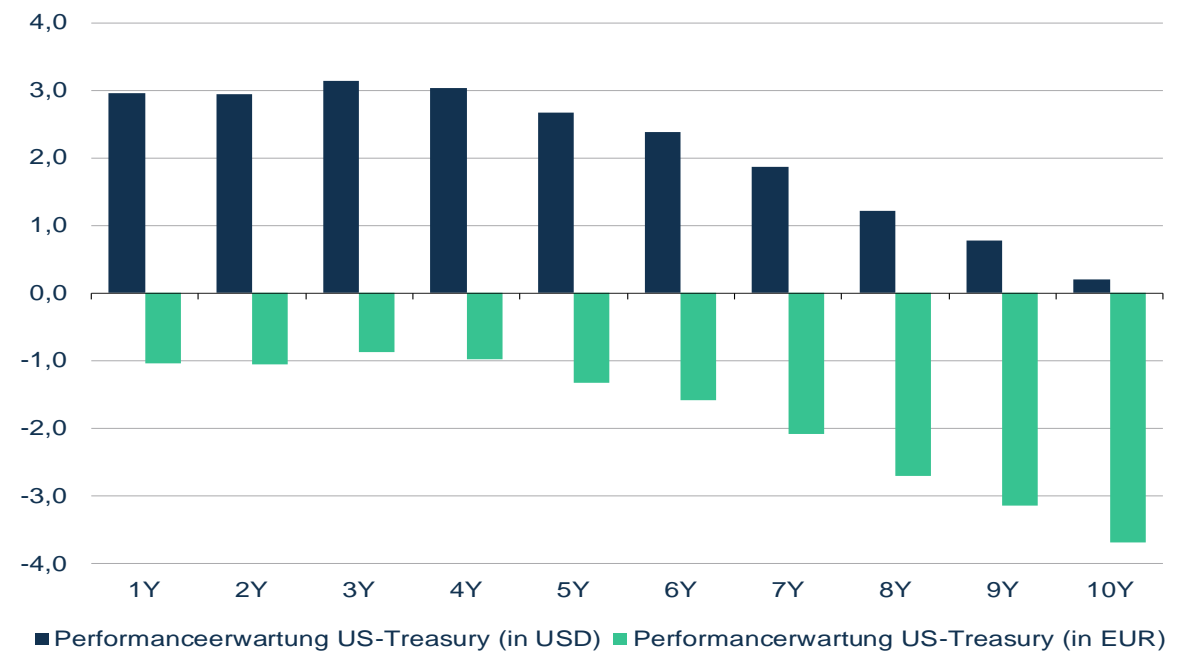


- Stabiler Leitzinsausblick verankert kurze bis mittlere Laufzeiten. **Langläufer von Verschuldungsrisiken belastet.**
- Peripheriespreads: Rating-Upgrades stützen Einengungstrend, **Mittelfrist-Gefahr einer Wiederausweitung bleibt indes bestehen.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries auf 12M-Sicht

(in %; in USD und EUR)



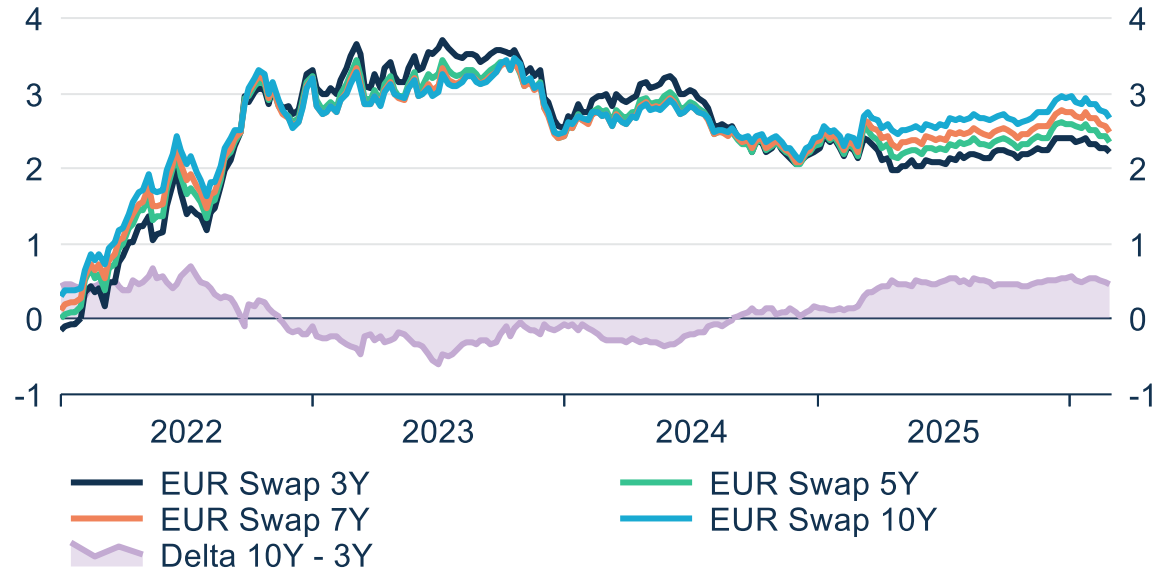
- US-Dollar: Zweifel am Reserve-Staus wachsen. **Auf mittlere Sicht überwiegt das Risiko einer fortgesetzten Abwertung.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries bleibt trotz Fed-Lockerung beträchtlich.



# Swap-Renditen

## EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten drei bis zehn Jahre, seit 2022



## EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten fünf und zehn Jahre, seit 2008



# Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Jun-26	Forecast 31-Dec-26	30-Jun-27	
<b>Euro area</b>					
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	
3M Euribor	2.03	2.05	2.05	2.10	
Swap 2Y	2.24	2.20	2.30	2.40	
Swap 5Y	2.43	2.50	2.60	2.65	
Swap 10Y	2.73	2.90	2.95	3.00	
Bund 2Y	2.04	2.05	2.20	2.30	
Bund 5Y	2.29	2.40	2.55	2.65	
Bund 10Y	2.67	2.90	3.00	3.10	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	3.75	3.50	3.50	3.25	
Overnight Rate (SOFR)	3.68	3.40	3.40	3.15	
3M Money Market	4.85	3.40	3.35	3.15	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.30	3.20	3.10	3.10	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.33	3.35	3.35	3.35	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.62	3.80	3.90	3.90	
Treasury 2Y	3.51	3.40	3.30	3.30	
Treasury 5Y	3.62	3.70	3.75	3.75	
Treasury 10Y	4.04	4.30	4.50	4.50	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.73	0.80	1.05	1.10
Japan	10Y Government Bond	2.07	2.15	2.30	2.40
UK	Overnight Rate (SONIA)	3.73	3.45	3.20	2.95
UK	10Y Government Bond	4.37	4.50	4.70	4.70
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05
Switzerland	10Y Government Bond	0.25	0.35	0.40	0.45

Quellen: LSEG, LBBW Research

# 05

## Credits: Spreadanstieg nach Mehrjahrestief



Income for the Year Ended June 30, 2001

Depreciated Basis	FY 2001 Adjustments to Current Value	Current Value Comprehensive Basis
€ 8,143	€ (51)	€ 8,143
1,440	(51)	1,489
328		328
25,996		26,959

Portfolio Diversification as of 3/31/01

Asset Allocation

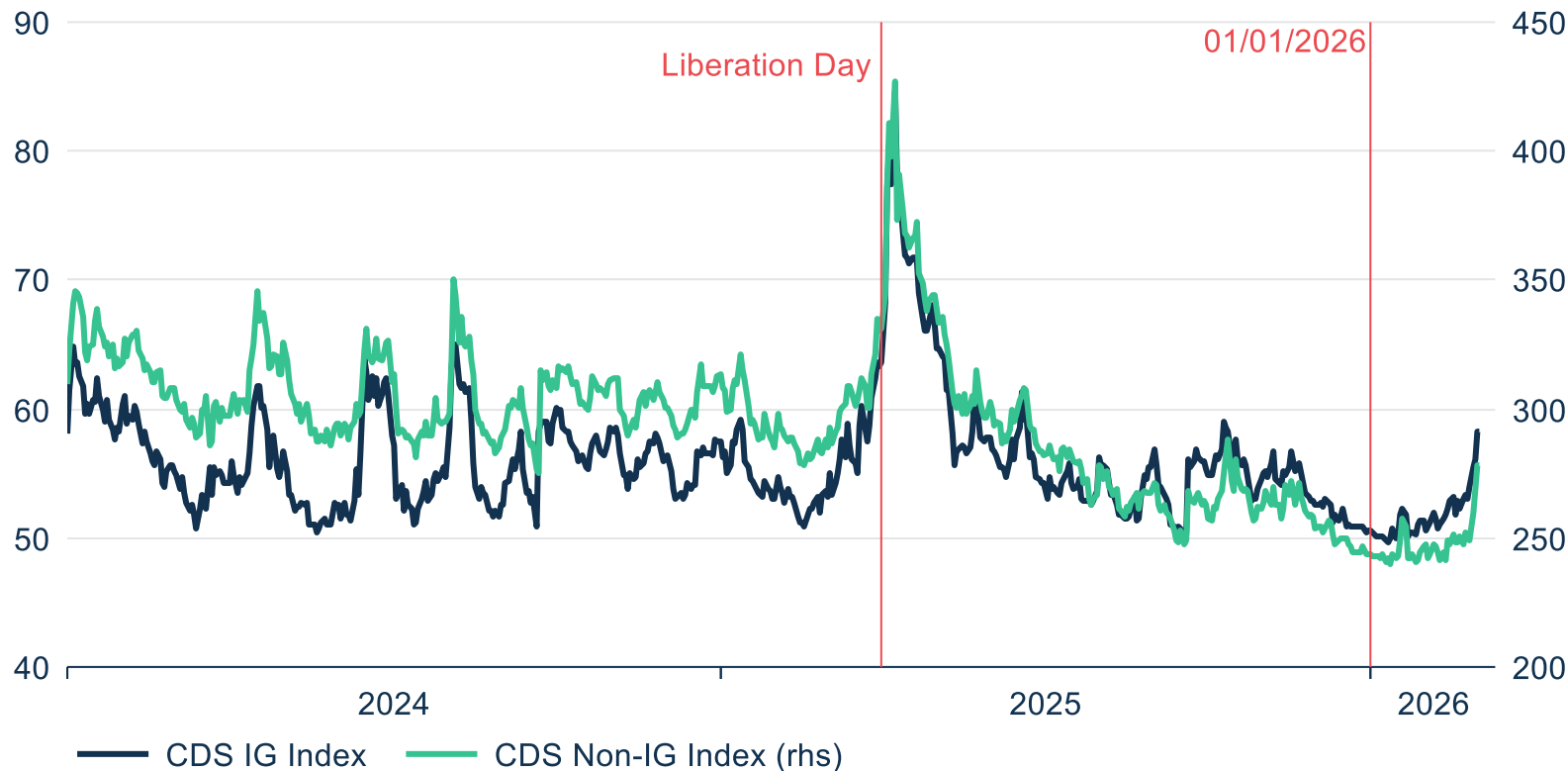


Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

# Risikoprämien steigen durch Iran-Konflikt

## Corporates Risikoprämien für 5Y CDS

Prämie für Corporates in Basispunkten, Investmentgrade (IG) und Non-IG-Index

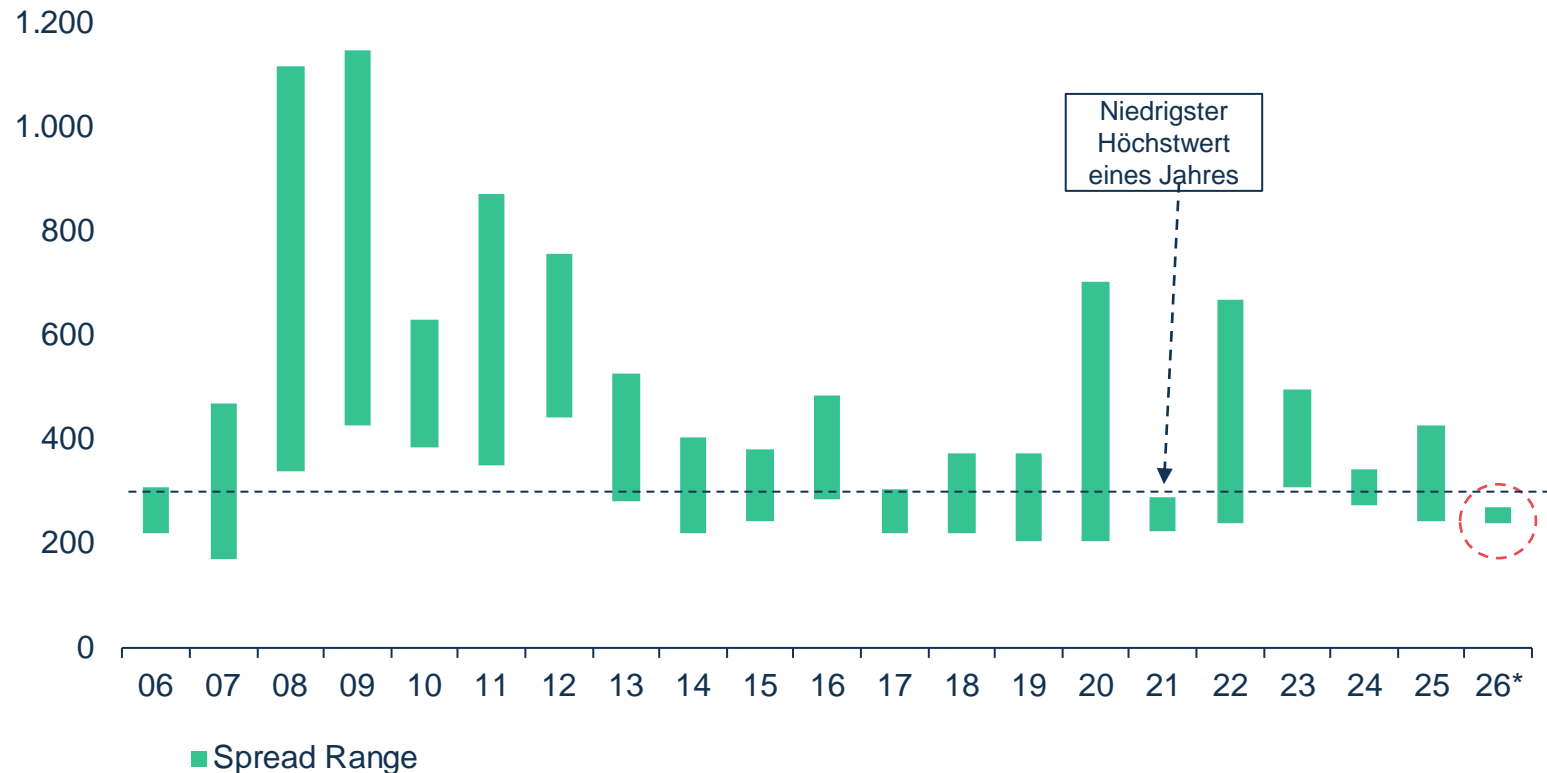


- Die kriegerischen Auseinandersetzungen im Iran-Konflikt haben in den CDS-Indizes für Corporates zu einem spürbaren Anstieg der Risikoprämien geführt.
- Zum Jahresanfang notierten die Risikoprämien noch auf sehr niedrigen Niveaus. Ausgehend von dieser niedrigen Basis (Mehrjahrestief seit 2022) hatten wir mit einem Anstieg gerechnet.
- Im historischen Vergleich erscheint die aktuelle Ausweitung der CDS-Prämien noch überschaubar.
- Im Risiko-Szenario einer weiteren Eskalation oder längerfristig negativer Auswirkungen auf die Unternehmen ist mit weiteren kräftigen Anstiegen zu rechnen.

# CDS-Bandbreite historisch noch relativ gering

## Historische Spread-Spannen für Corporates

CDS-Index für Non-Investmentgrade Corporates in Europa, Risikoprämie in Basispunkten



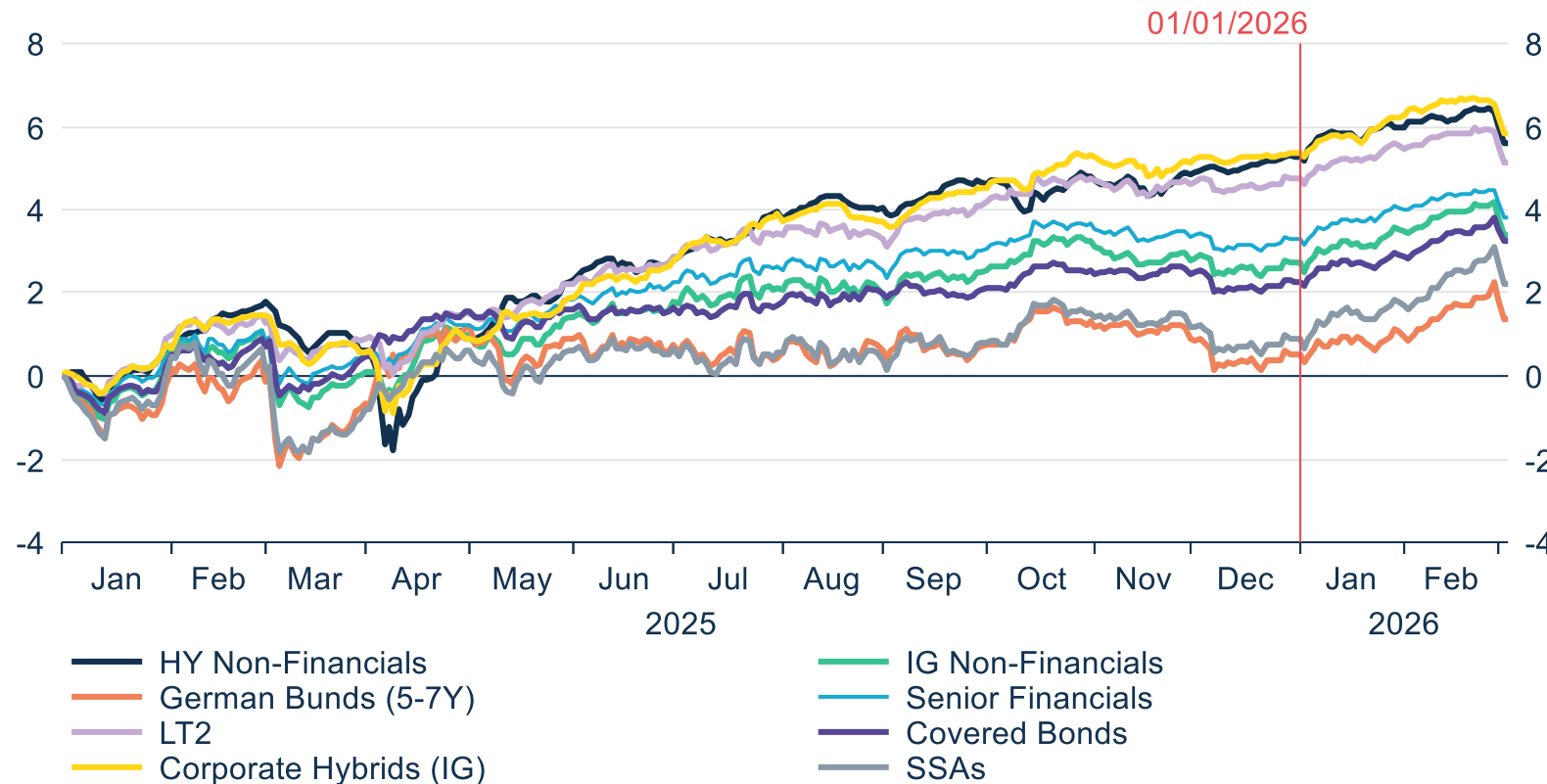
- Der Langfristvergleich der jährlichen Spread-Bandbreiten zeigt, dass sich die CDS-Prämien für Corporates seit Jahresanfang in einer historisch gesehen relativ geringen Spanne bewegten – trotz des aktuellen Anstiegs der CDS-Prämien.
- Auch nach der Zuspitzung im Iran-Konflikt liegen die Risiko-Prämien für den Non-IG-Index noch unter dem bisher niedrigsten Jahres-Höchstwert (von 2021).
- Insofern besteht ein grundsätzliches Risiko für (vorübergehend) deutliche Ausweitungen im Jahresverlauf.
- Allein durch die übliche halbjährliche Index-Anpassung (demnächst am 20. März) ist mit einem ca. zehnpromigen Anstieg der Prämien durch die Laufzeitanpassung von 4,5 auf 5 Jahre zu rechnen – selbst bei unveränderter Risiko-Einschätzung.

\* 2026 ytd, Stand: 16.02.2026  
Quelle: LSEG, LBBW Research

# Positive Performance bei Corporate Bonds

## Total Return von Credits und Bundesanleihen

In % seit Jahresanfang 2025



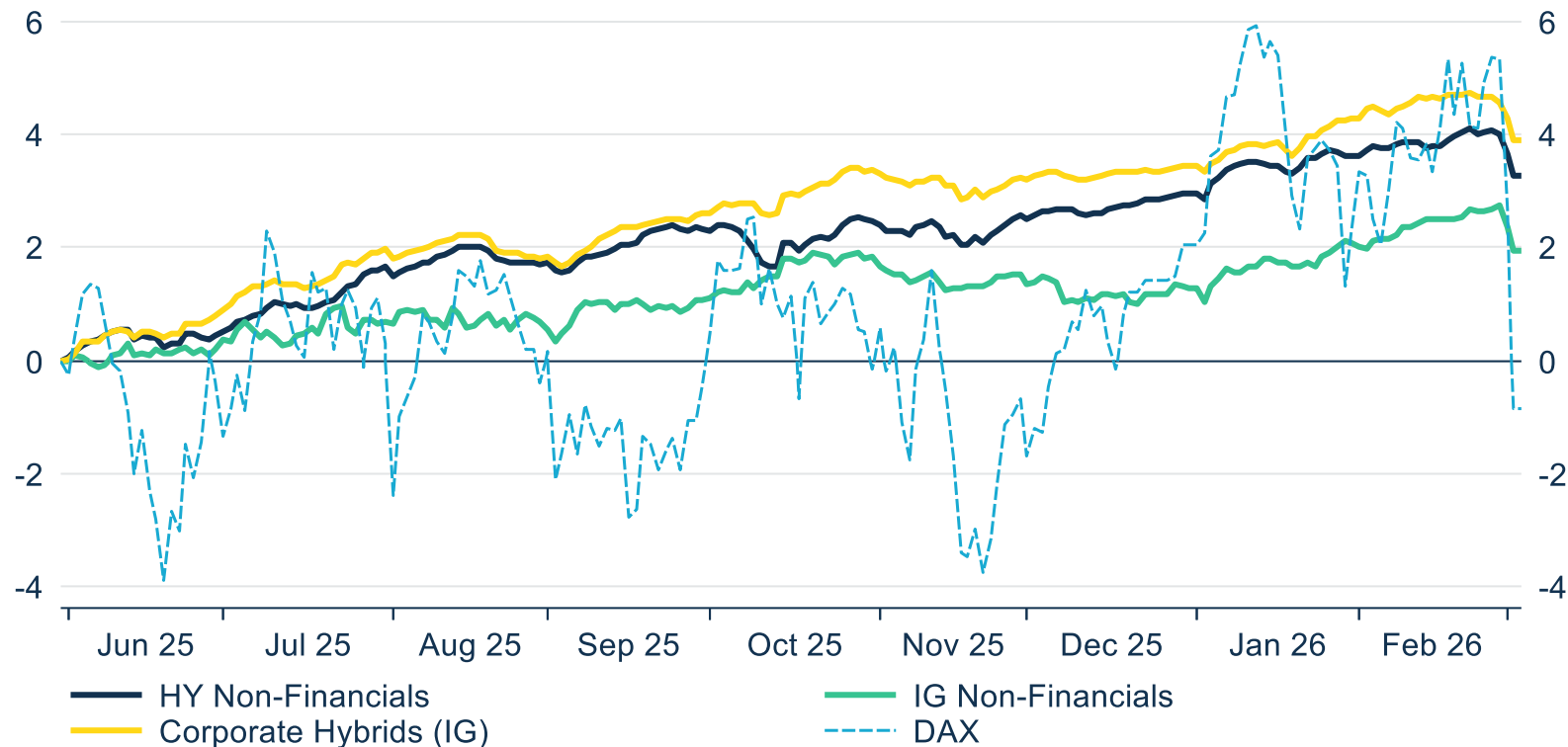
- Seit Jahresanfang 2026 setzte sich die positive Performance bei den Credits fort, unterstützt durch sinkende Bundrenditen.



# Stabilere Performance im Vergleich zum DAX

## Total Return von Corporate Bonds und DAX

In % seit 01.06.2025

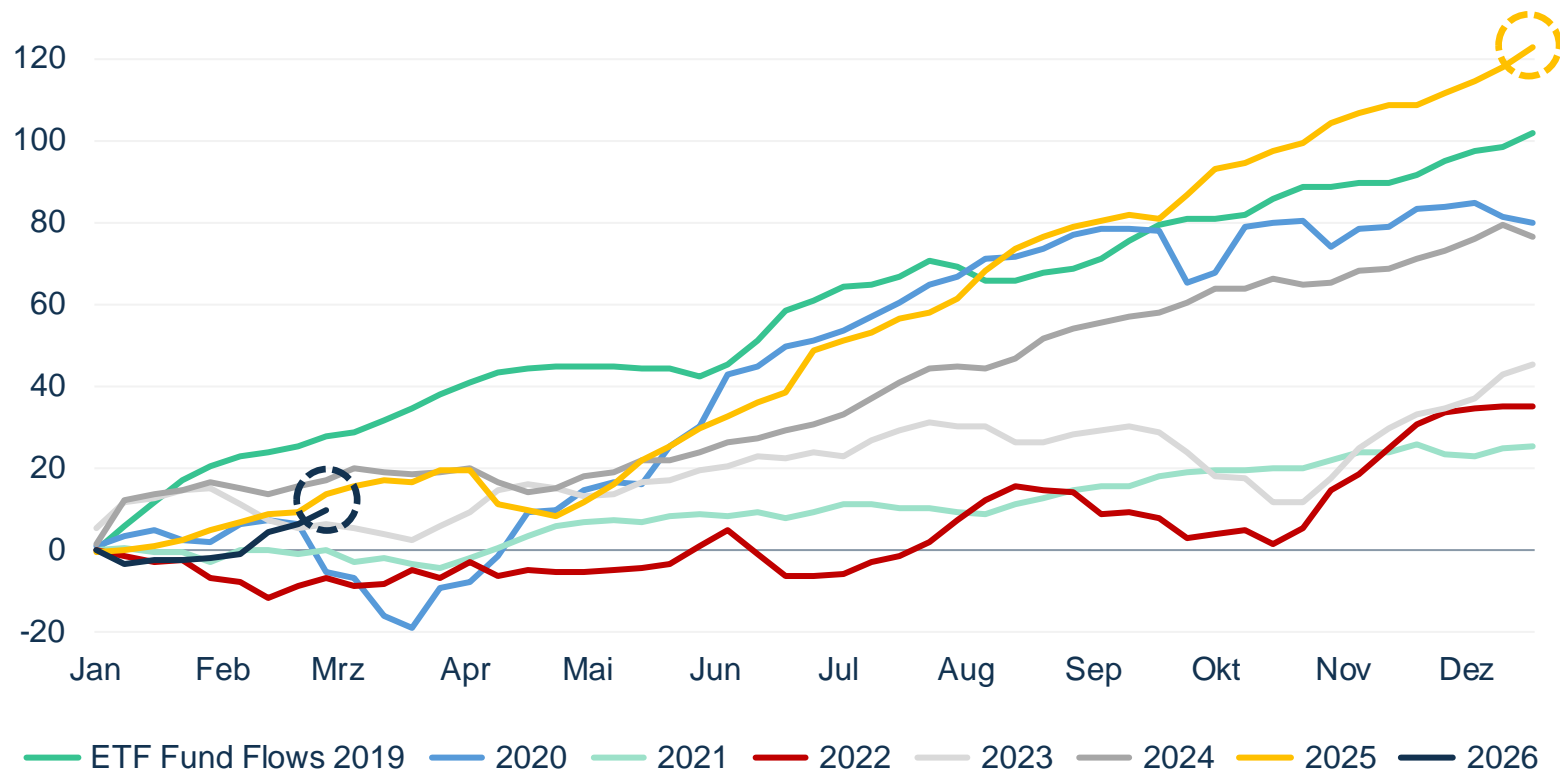


- Die geringeren Schwankungen bei den Indizes der EUR-Unternehmensanleihen zeigen sich hier beispielhaft beim Vergleich mit dem deutschen Aktienindex.

# Rekordnachfrage nach Unternehmensanleihen

## Jährliche Fund Flows in Corporates

Corporate Bond ETFs global, kumulierte Netto-Zuflüsse in Mrd. USD



- Im Gesamtjahr 2025 haben Investoren ein neues Rekordvolumen in Corporate Bonds gesteckt. Dies zeigen die von uns als Indikator verwendeten globalen Zuflüsse in Corporate Bond ETFs. Fast jeden Monat gab es deutliche Netto-Zuflüsse.
- Nur der April 2025 stellte eine Ausnahme dar (zweitschwächster Monat seit 2019). Die Unsicherheit über die Auswirkungen der drastischen US-Zollerhöhungen trieb die Anleger nur vorübergehend zum Verkauf von Unternehmensanleihen.
- Nach unserer Einschätzung bieten Corporate Bonds im Vergleich zu anderen Assetklassen weiterhin ein vorteilhaftes Chance-Risiko-Profil, insbesondere im Investmentgrade. Wir erwarten auch weiterhin eine gute Nachfrage nach Unternehmensanleihen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

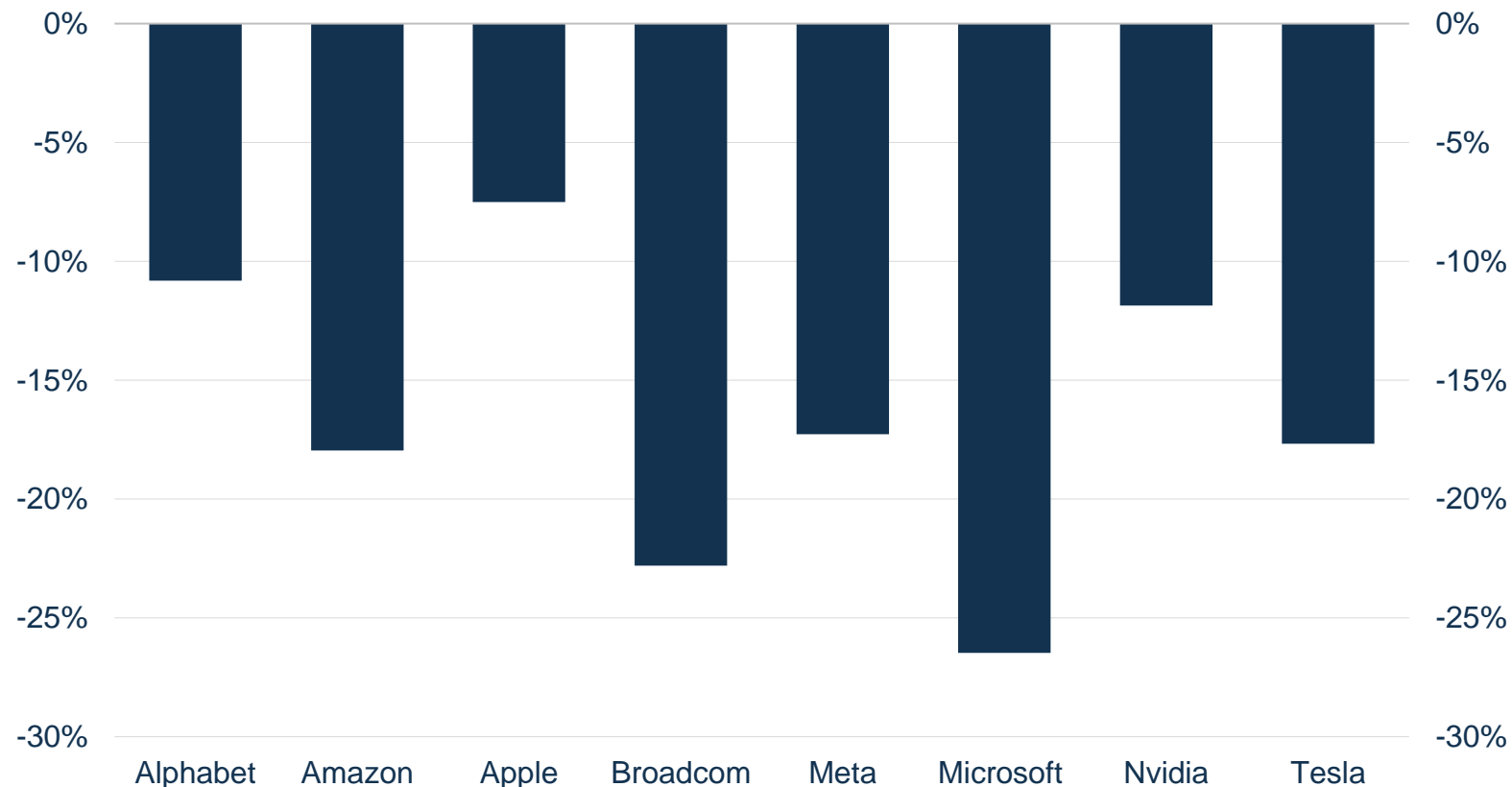
# 06

**Aktien:  
Neue Favoriten  
können KI-  
Abverkauf nicht  
kompensieren**

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

# Anleger senken bei den bisherigen KI-Favoriten den Daumen

## Kursverluste der „Big 8“ seit ihrem jeweiligen Allzeithoch in Prozent

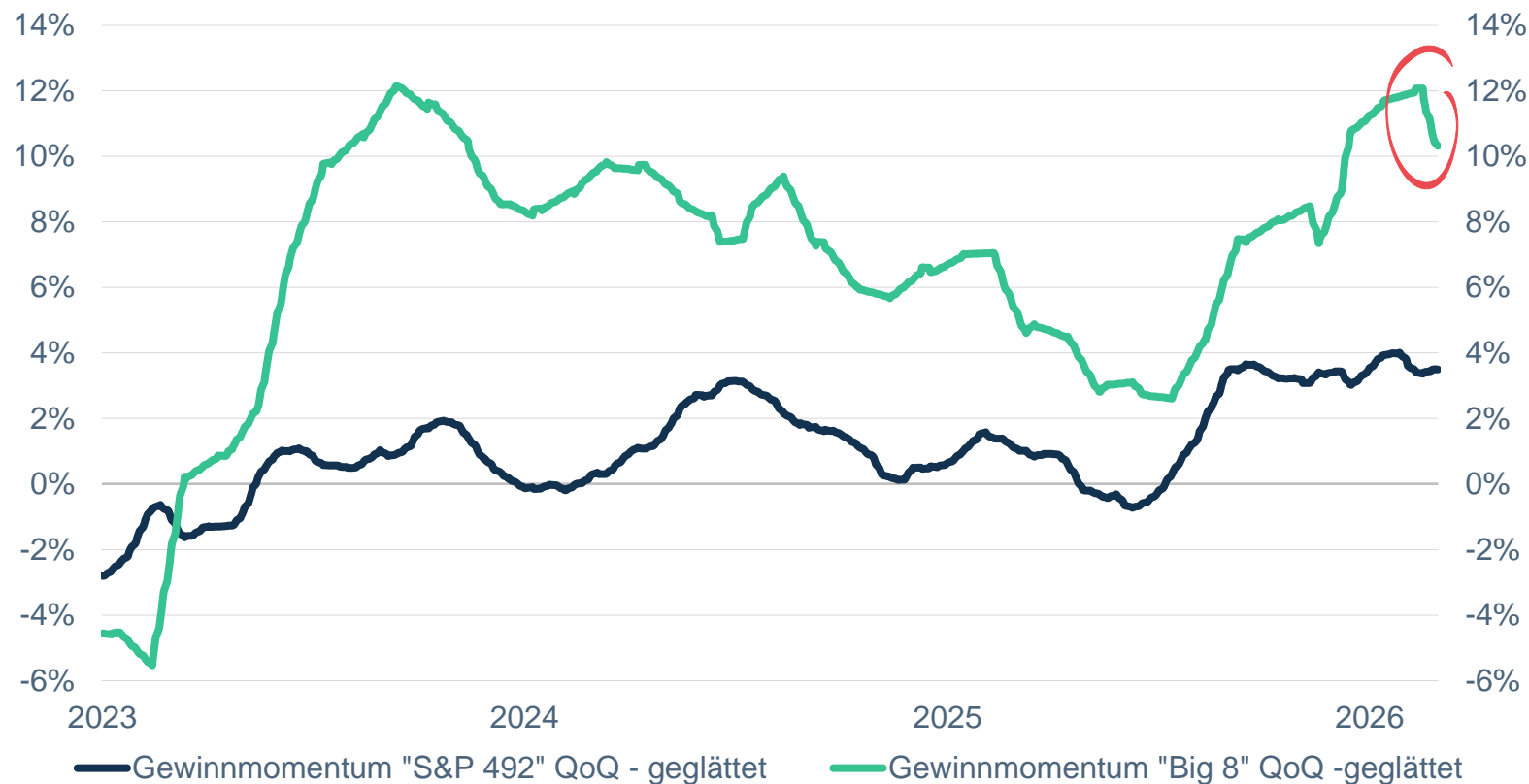


- Die Quartalszahlen der US-amerikanischen „Big 8“ fielen im Grunde genommen gut aus. Trotzdem senkten die Anleger die Daumen.
- Sie sorgen sich, dass das Wettrüsten der KI-Giganten Überkapazitäten schafft, dass es sehr lange dauern wird, bis sich die immensen Investitionen amortisieren und dass die Fremdkapitalaufnahme und damit der Schuldendienst die Gewinne auf Sicht bremsen.
- Letztere erscheinen zudem schöngerechnet, weil die Gesellschaften die Abschreibungszyklen für die teuren KI-Chips wohl über das gerechtfertigte Maß hinaus strecken. Hinzu kommen Ringgeschäfte und obskures Finanzgebaren. Last but not least drohen die Monopolrenditen für KI-Chips unter Druck zu kommen, da immer mehr Gesellschaften eigene Prozessoren entwickeln.

# Ein weiterer Abverkauf bei den „Big 8“ würde die Gewinndynamik im S&P 500 schwächen

## Gewinnmomentum: US-„Big 8“ vs. „S&P 492“

in Prozent ggü. dem jeweiligen Stand drei Monate früher



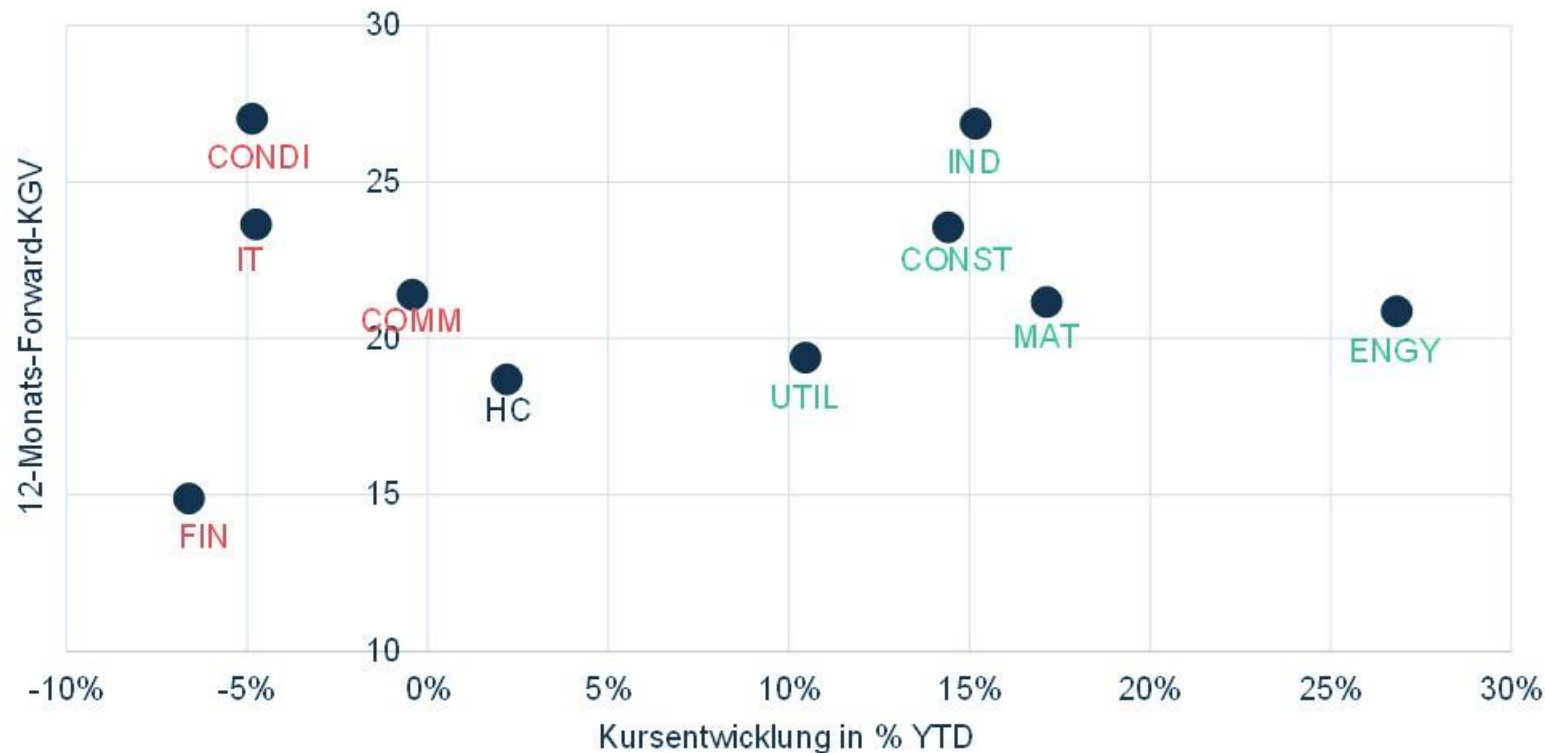
- Bis dato fällt die Gewinndynamik der „Big 8“ noch mehr als zufriedenstellend aus. Seit Frühjahr 2023 liegt das gewichtete Gewinnmomentum QoQ der „Big 8“, also die Veränderungsrate des 12M-Fwd.-Gewinns, durchgängig höher als bei den restlichen 492 Mitgliedern des S&P 500, weil die KI-Giganten mit ihren bisherigen Aktivitäten gutes Geld verdienen.
- Falls sich der Abverkauf bei den bisherigen Anlegerfavoriten fortsetzt, diese im Vergleich zum breiten Markt also weiter an Gewicht verlieren, würde das Gewinnmomentum des S&P 500 ceteris paribus sinken.
- Zuletzt machte sich unter den Analysten auch bei den „Big 8“ eine gewisse Skepsis breit, welche zu einem deutlich sichtbaren Knick beim erwarteten Wachstum nach unten führte.



# Die neuen Favoritensektoren der Anleger sind nur vermeintliche Schnäppchen

## US-Sektoren (ex Real Estate): Kursentwicklung YTD vs. 12M-Fwd.-KGV

in Prozent



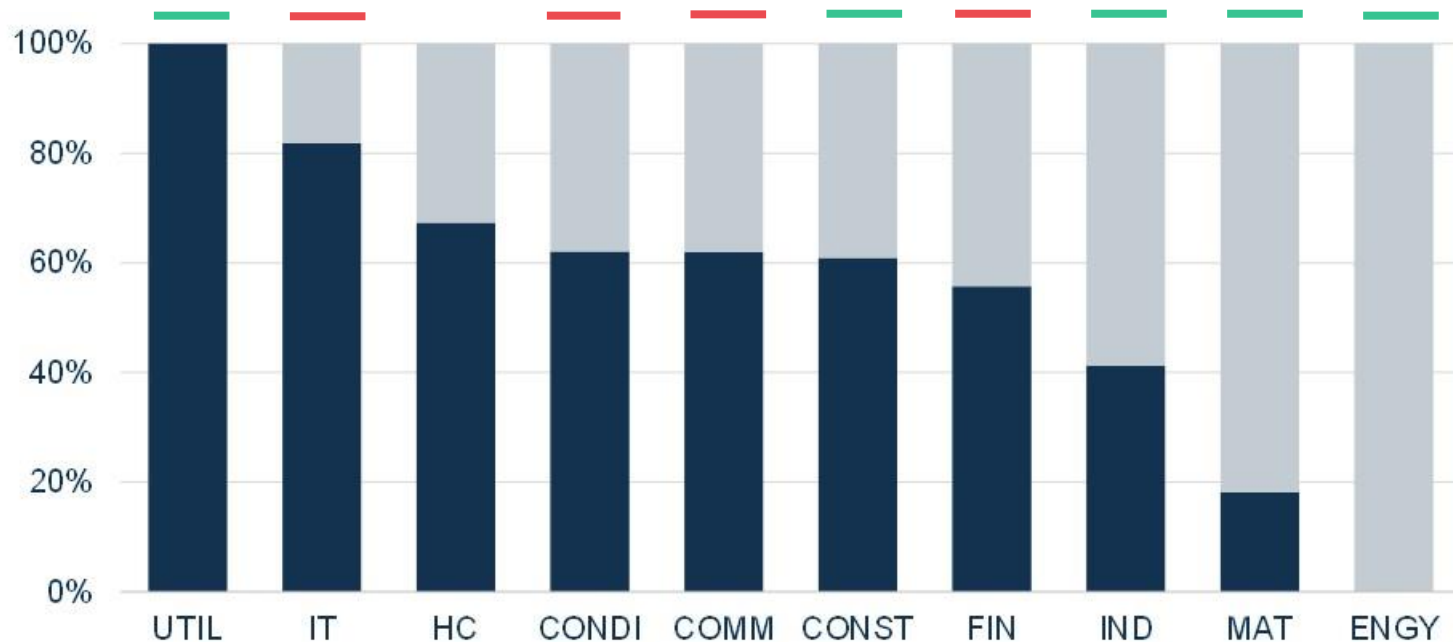
Legende: Communication Services (COMM), Consumer Discretionary (CONDI), Consumer Staples (CONST), Energy (ENGY), Financials (FIN), Health Care (HC), Industrials (IND), Information Technology (IT), Materials (MAT), Utilities (UTIL)

- Im Gegenzug zu den Verkäufen in den bisherigen Favoritensektoren IT (Alphabet, Apple, Broadcom, Meta, Microsoft und Nvidia), Consumer Discretionary (Amazon und Tesla), den eng hiermit verbundenen Communication-Services-Werten, sowie den durch Fintechs gefährdeten Financials (alle in rot) setzten die Anleger seit Jahresbeginn vor allem auf Sektoren, deren Geschäftsmodell durch KI nicht gefährdet ist, sondern sogar noch hiervon profitieren könnte, wie Energy, Materials, Industrials, Consumer Staples (u.a. Super- und Baumärkte), und Utilities (alle in grün).
- Schnäppchen sind diese nicht. Deren aktuelle 12-Monats-Forward-KGVs unterscheiden sich in ihrer Höhe nicht wirklich von denjenigen Sektoren, bei denen die Anleger den Daumen senkten.

# Rally der neuen Favoritensektoren hoffnungsgetrieben und fundamental wenig untermauert

## US-Sektoren (ex Real Estate): Komponenten der Performance

Anteile an kumulierter Entwicklung seit Ultimo 2022 in Prozent



Legende: Communication Services (COMM), Consumer Discretionary (CONDI), Consumer Staples (CONST), Energy (ENGY), Financials (FIN), Health Care (HC), Industrials (IND), Information Technology (IT), Materials (MAT), Utilities (UTIL)

- Performanceanteil, welcher auf Gewinnwachstum und Dividenden basiert
- Performanceanteil, welcher auf KGV-Expansion basiert

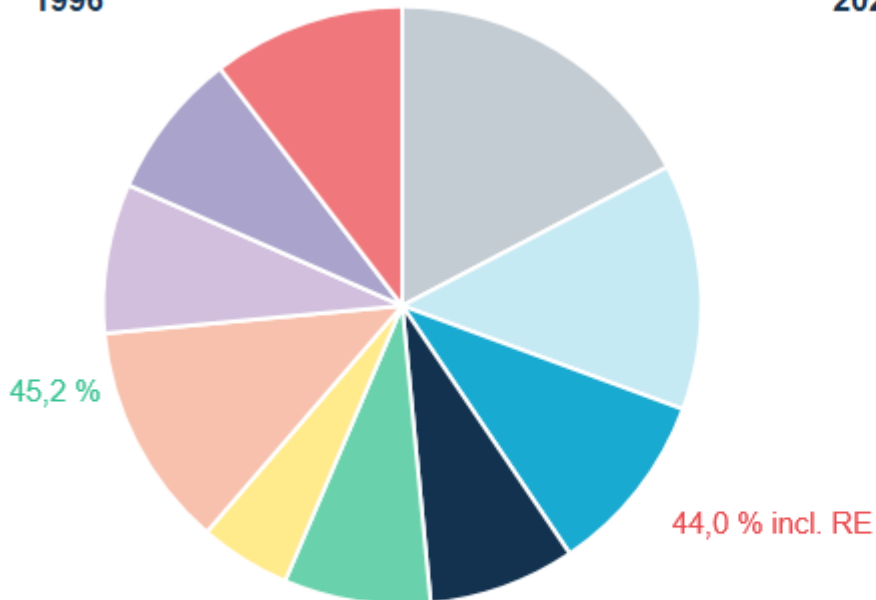
- Die KI-Rally läuft seit Ende 2022. Teilt man die seitherige Performance in zwei Komponenten auf, erkennt man, wie solide die Entwicklung ist. Der Anteil, welcher auf Dividenden und Gewinnwachstum fußt, ist fundamental unterfüttert (harte Faktoren), der Anstieg des KGVs beruht hingegen primär auf Annahmen und Hoffnungen (weiche Faktoren), und ist daher fragiler.
- Bei den bisherigen Favoriten (rot) sieht der Mix vor allem bei IT sehr ordentlich aus. Bei den neuen Favoriten (grün) gilt dies in besonderem Maß für die Utilities. Diese profitieren davon, dass KI-Anwendungen immer mehr Strom benötigen. Die Rally in den Sektoren Energy, Materials und Industrials scheint jedoch auf Sand gebaut. Sie basiert vollständig oder zu großen Teilen auf reiner KGV-Expansion.

# Neue Favoriten könnten eine mögliche Schwäche der bisherigen Lieblinge nicht auffangen

## S&P 500: Anteil der Sektoren an der Indexkapitalisierung

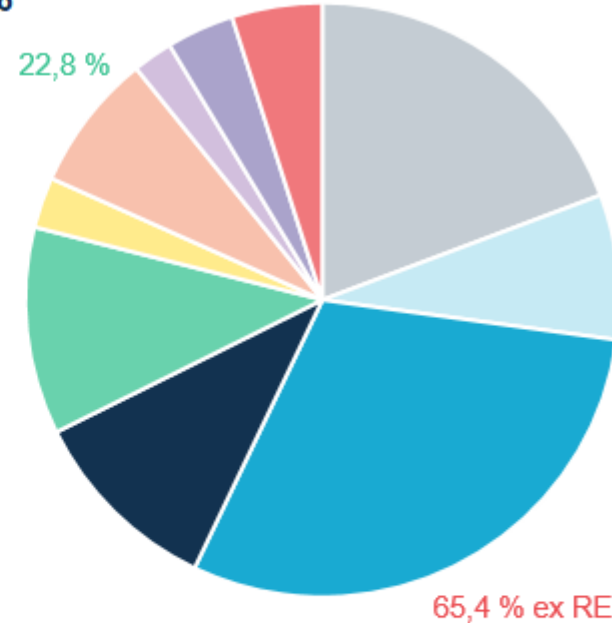
in Prozent

1996



■ FIN (incl. RE) ■ CONDI ■ IT ■ COMM  
■ HC ■ UTIL ■ IND ■ MAT  
■ ENGY ■ CONST

2026



■ FIN (incl. RE) ■ CONDI ■ IT ■ COMM  
■ HC ■ UTIL ■ IND ■ MAT  
■ ENGY ■ CONST

Legende: Communication Services (COMM), Consumer Discretionary (CONDI), Consumer Staples (CONST), Energy (ENGY), Financials (FIN), Health Care (HC), Industrials (IND), Information Technology (IT), Materials (MAT), Utilities (UTIL)

- 1996 – und damit noch vor der ersten IT-Welle im Rahmen der Dotcom-Bubble – war die Kapitalisierung der einzelnen Sektoren im S&P 500 noch sehr ausgewogen verteilt. Inzwischen haben sich aber deutliche Klumpenrisiken gebildet.
- Damals hätten die seit Jahresbeginn schwächeren vier Sektoren einen Anteil von 44 % am Index gehabt, die neuen Favoritensektoren hingegen mehr als 45 %.
- Inzwischen haben die vier bisherigen Favoriten – trotz der inzwischen aus den Financials ausgegliederten Real-Estate-Titeln – jedoch einen Anteil von mehr als 65 %. Die neuen Favoriten hingegen nur 23 %.
- Die neuen Favoritensektoren werden eine fortgesetzte Schwäche der bisherigen Lieblinge kaum kompensieren können.

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Heimische Indizes könnten 2026 wieder stärkere Gewinndynamik aufweisen

## Indizes International: Veränderung 12M-Fwd.-Gewinn je Kalenderjahr

in Prozent



- 2024 und 2025 profitierte der S&P 500 davon, dass sein Gewinn – den „Big 8“ sei Dank – nahezu explodierte, während die Gewinndynamik im DAX deutlich bescheidener und im Euro Stoxx 50 sogar sehr schwach ausfiel.
- Seit Anfang 2026 entwickelten sich die 12-Monats-Forward-Gewinne aller drei Indizes im Gleichschritt. Bei genauer Betrachtung hat der DAX sogar leicht die Nase vorn.
- Diesseits des Atlantiks dürften die Unternehmen nun die Früchte der seitens der Staaten vergebenen Großaufträge für Infrastruktur und Rüstung ernten, weshalb sich mit dem zuletzt schwächelnden BIP-Wachstum auch die Gewinnperspektiven der Gesellschaften verbessern dürften. Wir raten dazu, in einem internationalen Portfolio Europa überzugewichten.

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

# Nach Jahren immer höherer Bewertungen droht 2026 eine KGV-Kontraktion

## Indizes International: Veränderung 12M-Fwd-KGV je Kalenderjahr

in Prozent



- 2024 profitierten die Märkte davon, dass die 12M-Fwd.-KGVs diesseits wie jenseits des Atlantiks im Gleichschritt stiegen.
- 2025 taten sie dies im S&P 500 kaum mehr. Mit einem KGV von mehr als 20 bestand nur noch wenig Luft nach oben.
- Die KGVs der heimischen Indizes explodierten auch im vergangenen Jahr und machten so den deutlich schwächeren Gewinntrend wett.
- Weil inzwischen auch die Bewertung der Indizes hierzulande deutlich über ihren historischen Medianen liegt, dürfte die Luft für weitere KGV-Avancen nun auch diesseits des Atlantiks dünn sein.
- Möglicherweise droht sogar eine KGV-Kontraktion – insbesondere in den USA.



# 07

**Prognosen und  
Asset Allokation:  
Auf Sicht fahren,  
die Risiken  
nehmen zu**

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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutschland: BIP-Wachstum dürfte sich 2026 deutlich beschleunigen. Industrie lässt zyklisches Tief hinter sich.
- Handelskonflikt mit USA impliziert anhaltende Risiken. Staatsausgaben sollten Nachfrage stimulieren.
- Inflation bei 2 %. Globale Verlangsamung hält Lohndruck und Preissetzungsspielraum der Unternehmen in Schach.



## Aktienmärkte



- Investitionspakete und Konjunkturerwartungen stützen Europas Börsen.
- KI-Hausse droht heißzulaufen, für 2026 sehen wir Rückschlagsgefahren.
- Optimismus erhält in der Berichtssaison den ersten Dämpfer.



## Zinsumfeld

### Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Notenbanker setzen geldpolitischen Lockerungskurs 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 dürfte abnehmen.
- Erratisches Agieren des US-Präsidenten untergräbt Vertrauen in den US-Dollar.



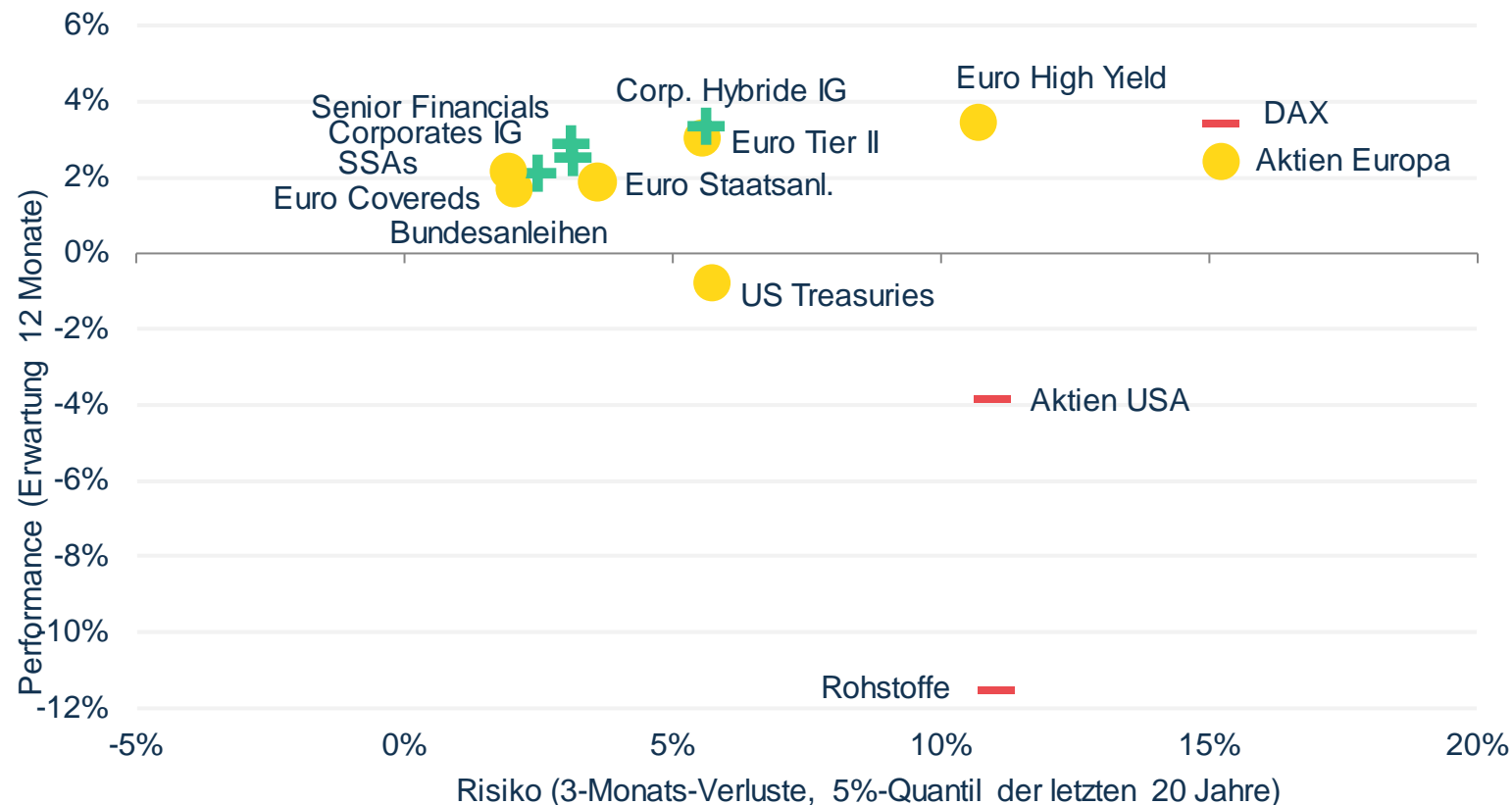
## Rohstoffe

- Rohstoffe weiter im Aufwärtstrend. Bloomberg Commodity Index erreicht höchstes Niveau seit Mitte 2022.
- Hausse bei Basismetallen dürfte vorerst pausieren. Aufwärtstrend bei Gold bleibt weiter intakt.
- Politische Spannungen um den Iran lassen Ölpreis steigen. Hoher Angebotsüberschuss dürfte Preise wieder drücken.

# 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 5 %).

# 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 - Energie	+ Gold 0/- Kupfer - Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0 High Street Einzelhandel 0/- Büro	0 Deutschland	

Quelle: LBBW Research

# LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass Februar)

## Konjunktur

in %		2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	BIP	-0,7	-0,5	0,3	0,8
	Inflation	5,9	2,2	2,2	2,3
Euroraum	BIP	0,5	0,7	1,5	1,3
	Inflation	5,4	2,4	2,1	2,0 <span style="color:red">-</span>
USA	BIP	2,9	2,8	2,2	2,5
	Inflation	4,1	3,0	2,7	2,9
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	2,9
	Inflation	5,3	3,5	3,4	3,4

## Zinsen und Spreads

in %	aktuell	30.06.26	31.12.26	30.06.27
EZB Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00
Bund 10 Jahre	2,61	2,90	3,00	3,10
Fed Funds	3,75	3,50	3,50	3,25
Treasury 10 Jahre	3,95	4,30 <span style="color:red">-</span>	4,50	4,50
BBB Bundspread (in Bp.)	94	100 <span style="color:red">-</span>	110 <span style="color:red">-</span>	120

## Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.06.26	31.12.26	30.06.27
DAX	25 284	25 000	25 000	26 500
Euro Stoxx 50	6 138	5 900	5 900	6 200
S&P 500	6 879	6 800	6 800	7 000
Nikkei 225	58 850	57 000 <span style="color:green">+</span>	57 000 <span style="color:green">+</span>	60 000

## Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.06.26	31.12.26	30.06.27
US-Dollar je Euro	1,18	1,20	1,22	1,24
Franken je Euro	0,91	0,91 <span style="color:red">-</span>	0,93 <span style="color:red">-</span>	0,94
Pfund je Euro	0,88	0,85	0,85	0,85
Gold (USD/Feinunze)	5 254	5 400 <span style="color:green">+</span>	5 700 <span style="color:green">+</span>	6 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	71	65 <span style="color:green">+</span>	60	60

# LBBW Szenarien

**60 % (bisher 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/Iran-Krieg: Straße von Hormus bleibt offen, Störungen der Energieversorgung können kompensiert werden.

**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.

**20 % (bisher 15 %)**  
**Negativszenario I**

„Geopolitik“ /  
„KI-Bubble“

- 1) Geopolitik: Iran-Krieg eskaliert, Straße von Hormus bleibt geschlossen, Energieversorgung erheblich gestört; China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen; Ukraine existenzgefährdet.
- 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**

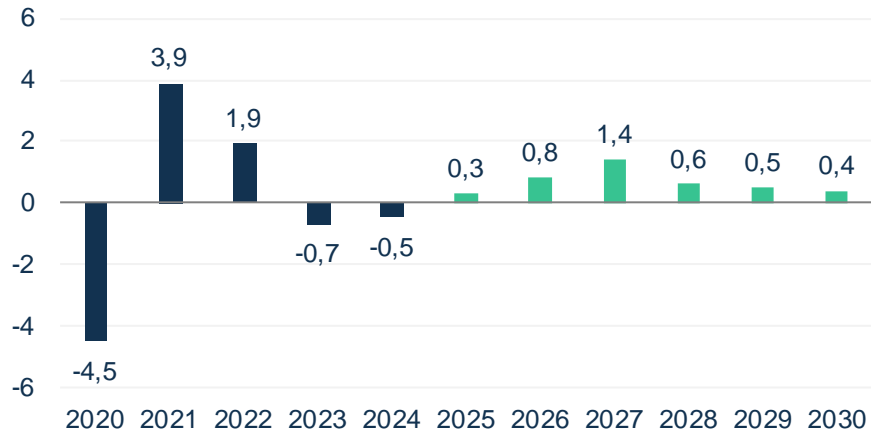
„Inflation“ /  
„Staatsschuldenkrise“

- 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.

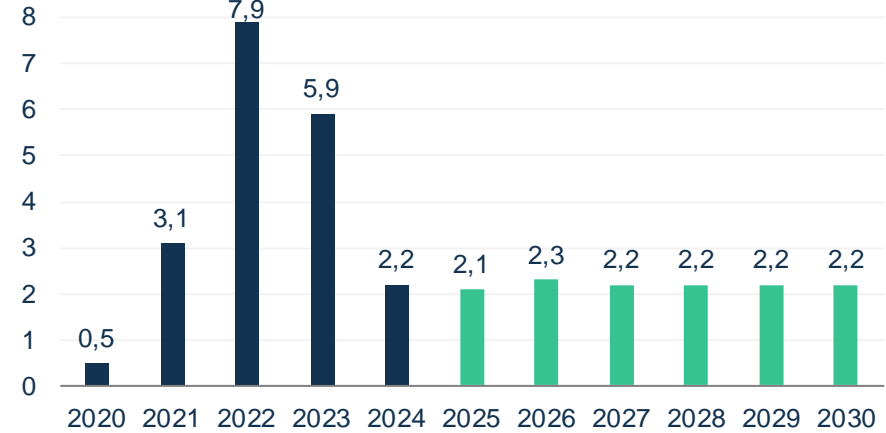


# Hauptszenario (60 %)

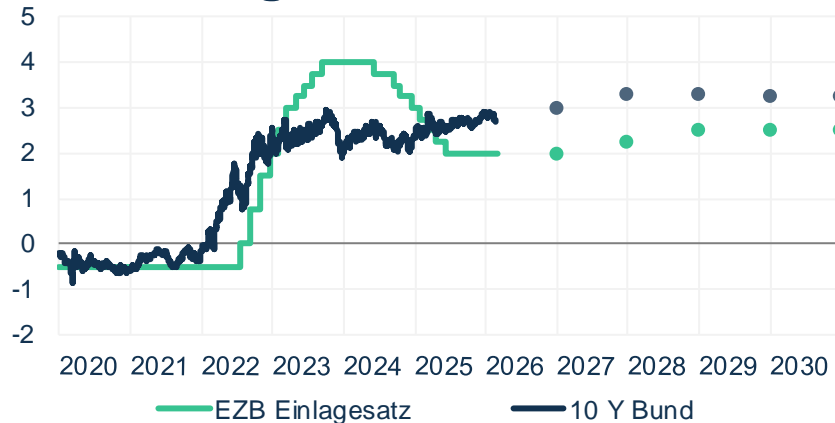
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

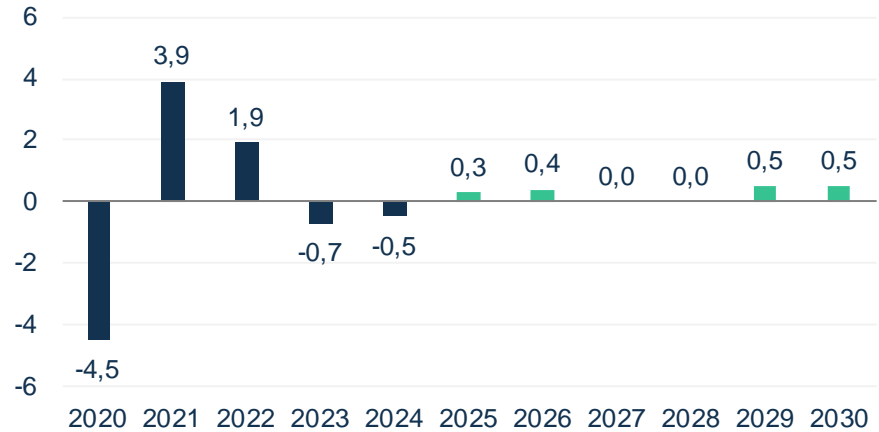


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

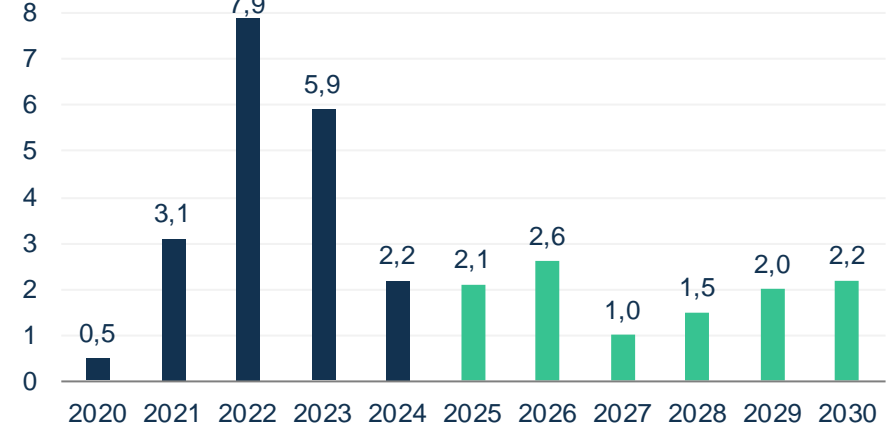
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 1) „Geopolitik“ / „KI-Bubble“ (20 %)

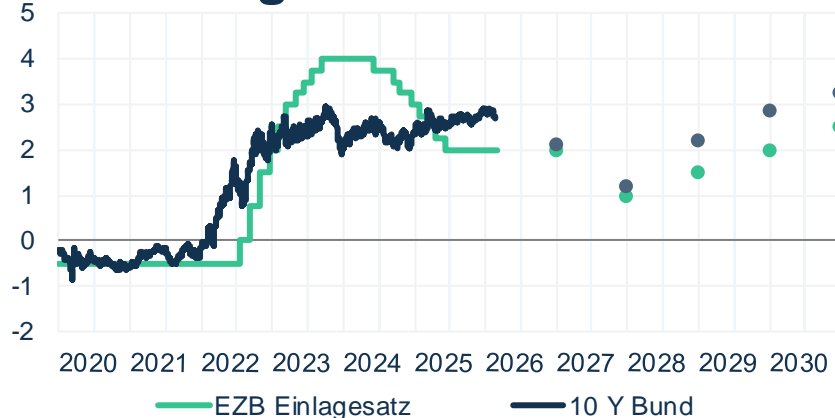
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

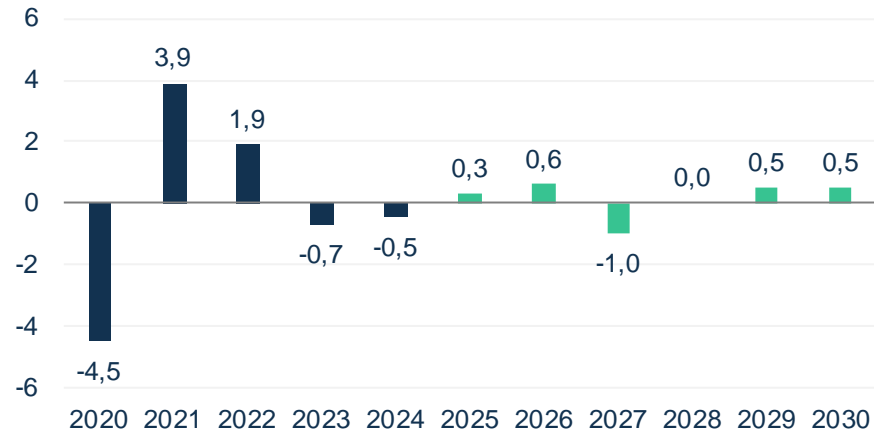


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

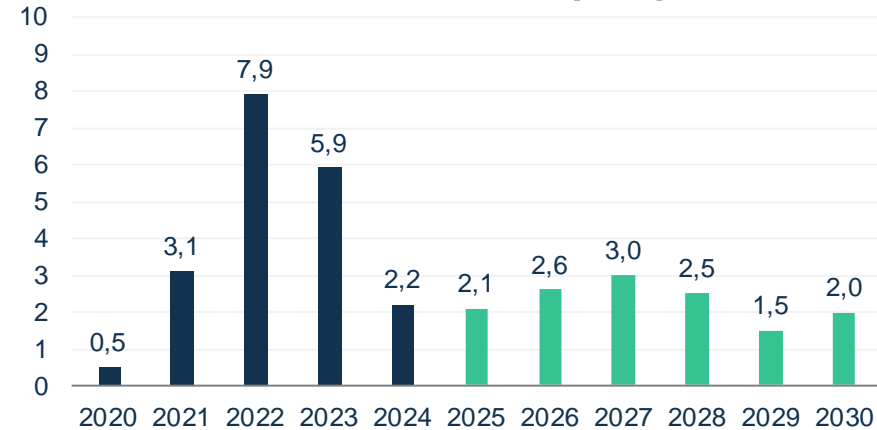
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

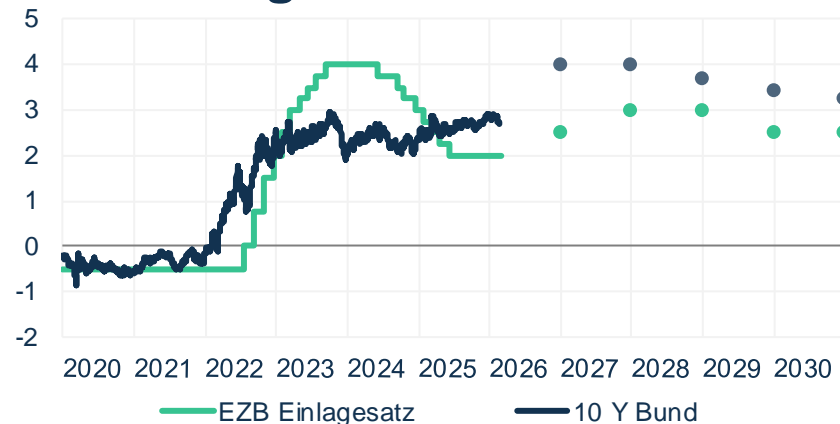
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

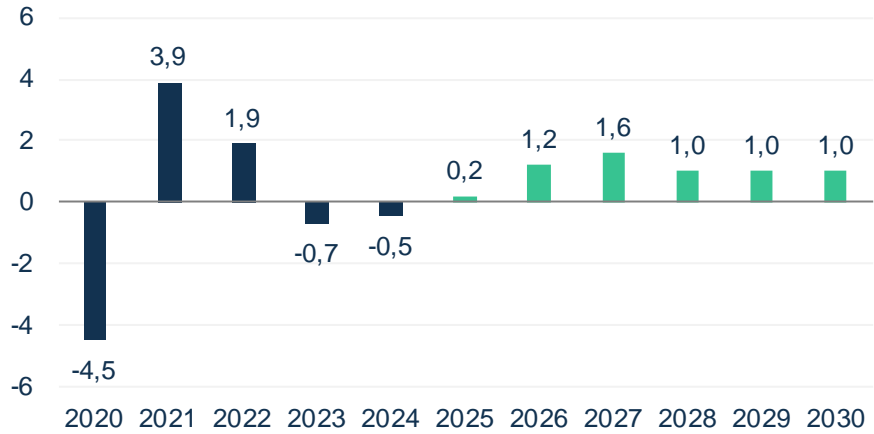


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

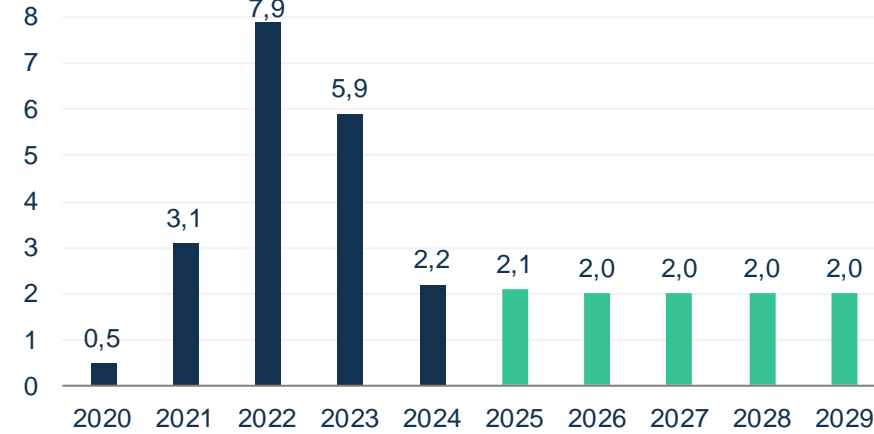
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Positivszenario (10 %)

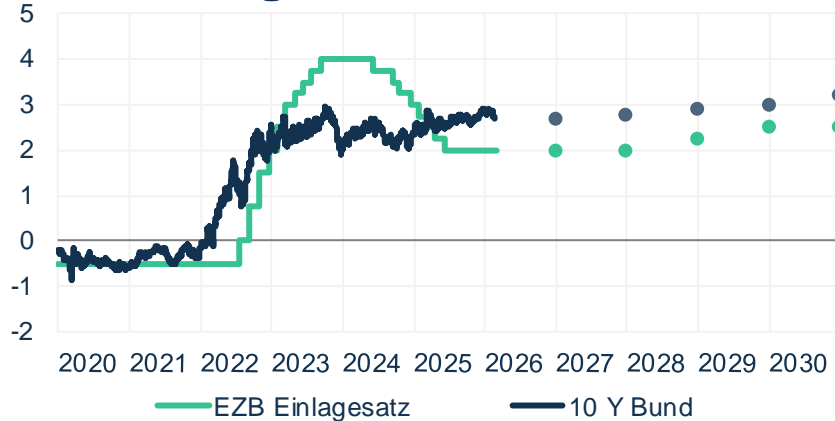
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## 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: Fortsetzung des Fed-Zinssenkungskurses sollte den US-Dollar schwächen

## FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
EURUSD	1.17	1.13	1.17	1.17	1.20	1.22	1.24

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

- Die hohe US-Staatsverschuldung stellt aufgrund der Rolle des US-Dollar als Weltreservewährung bislang keinen Nachteil für den Kurs des Greenback dar. Aber eine zügellose Verschuldung droht irgendwann den Bogen zu überspannen.
- Donald Trump irritiert die Devisenmärkte mit Äußerung über die Vorzüge eines schwachen Dollar.
- 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.
- Erstaunlich moderate Inflation 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



EURGBP	Historical Data			Forecast			
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
	0.87	0.86	0.87	0.87	0.85	0.85	0.85

Quellen: LSEG, LBBW Research

## 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.
- 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: Franken als sicherer Hafen gesucht – EURCHF-Prognose gesenkt

## FX EUR/CHF



EURCHF	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
	0.91	0.94	0.93	0.93	0.91	0.93	0.94

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro CHF

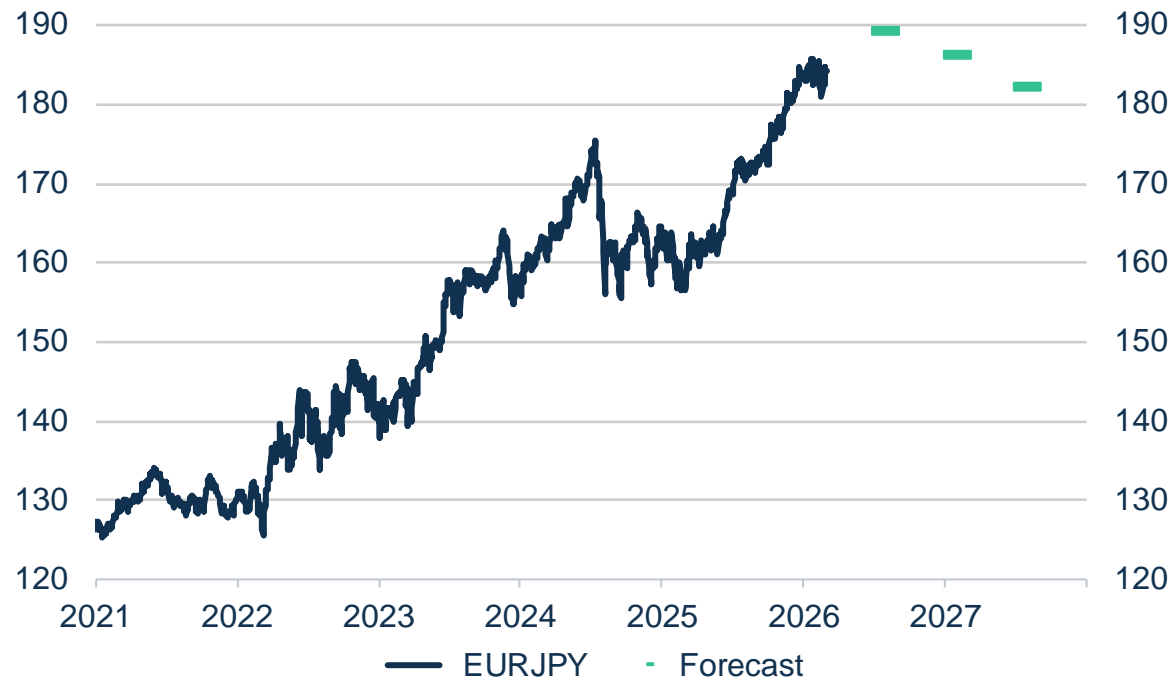
- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Geopolitische Konflikte und politische Risiken befeuern die Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken.

### 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: Fulminanter Wahlsieg Takaichis

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
EURJPY	184.19	169.08	184.09	175.82	189.00	186.00	182.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

- Die EZB-Zinsen liegen deutlich über denen der BoJ. Eine weitere Zinssenkung der EZB erwarten wir nicht mehr.
- Japans Konjunktur bleibt schwach.
- Nach der Wahl verfügt Premierministerin Takaichi nun über eine 2/3-Mehrheit. Sie steht für höhere Staatsausgaben und hat sich klar gegen steigende Zinsen ausgesprochen. Die BoJ dürfte im Hinblick auf Zinserhöhungen daher nun vorsichtiger agieren.

### Contra EUR

- Die BoJ dürfte noch einen Zinsschritt nach oben wagen.
- Der Druck seitens der USA, den Yen zum USD durch Zinserhöhungen zu stärken, besteht fort, wenngleich die Gerüchte über Devisenmarktinterventionen von US-Fed und BoJ zugunsten des Yen wieder verstummt sind.
- Turbulenzen um Frankreich und dessen desolante Haushaltslage könnten das Vertrauen in den Euroraum untergraben.

# EURCNY: Chinas Wirtschaft profitiert von neuer Ausgangslage im US-Zollstreit

## FX EUR/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
EURCNY	8.07	8.13	8.20	8.31	8.22	8.17	7.94
USDCNY	6.91	7.19	6.99	7.13	6.85	6.70	6.40

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

- Das Wachstum im Euroraum fiel zu Jahresbeginn besser aus als erwartet.
- Die fundamentale Schwäche des chinesischen Immobilienmarkts hält an; Liquiditätssorgen im Sektor sorgen für Unruhe.
- Während die chinesische Zentralbank die Zinsen erneut senken dürfte, signalisiert die EZB unveränderte Leitzinsen.

## Contra EUR

- Die niedrigeren US-Zölle dürften Chinas Exportwirtschaft kurzfristig deutlich Rückenwind verleihen.
- Geopolitische Spannungen zwischen der Trump-Regierung und Europa führen zu Verunsicherung.
- Die chinesische Zentralbank (PBOC) setzt auf Stabilität und lässt vorerst nur begrenzte Aufwertung ggü. dem Euro zu.

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURBRL	6,04	6,50	6,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>Brasiliens Währung profitiert weiter von der hohen Rendite. Der Leitzinssatz liegt weiterhin bei 15 %. Ab März erwarten wir schrittweise Zinssenkungen.</li> <li>Die anstehende Präsidentschaftswahl im Oktober dürfte Unsicherheit bringen und den Real belasten. In Umfragen schmilzt der deutliche Vorsprung des Amtsinhabers ab.</li> </ul>
EURHUF	379	385	390	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ungarns Notenbank senkte den Leitzinssatz im Februar um 25 Basispunkte auf 6,25 %.</li> <li>Im Jahresverlauf erwarten wir weitere Zinssenkungen, wodurch der Renditevorteil sinken dürfte.</li> <li>Umfragen zur Parlamentswahl am 12. April zeigen ein offenes Rennen. Diese Unsicherheit dürfte den Forint im Vorfeld der Wahlen belasten.</li> </ul>
EURMXN	20,30	22,50	22,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Peso profitiert weiterhin von starken Kapitalzuflüssen in Schwellenländer. Wir erwarten jedoch weitere Leitzinssenkungen, wodurch die Attraktivität des Peso nachlassen dürfte.</li> <li>Die anstehende Neuverhandlung des Handelsabkommens mit den USA könnte Anleger verunsichern und den mexikanischen Peso damit belasten.</li> </ul>
EURPLN	4,23	4,30	4,36	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Zloty profitiert vor allem von den Wachstumsvorteilen der polnischen Wirtschaft gegenüber dem Euroraum. Steigende Stimmungsindikatoren stützen die Industrie.</li> <li>Der Zinsvorteil des Zloty gegenüber dem Euro dürfte im Jahresverlauf weiter sinken. Wir erwarten in diesem Jahr eine Senkung des Leitzinssatzes von aktuell 4,00 % auf 3,50 %.</li> </ul>
EURRON	5,10	5,19	5,25	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Konsolidierung der Staatsfinanzen bleibt die zentrale Aufgabe der rumänischen Regierung. Das Haushaltsdefizit lag 2025 bei 7,7 % und soll in diesem Jahr auf 6,2 % sinken.</li> <li>Die Notenbank hob ihre Inflationsprognose zum Jahresende von 3,7 % auf 3,9 % an. Zugleich signalisierte sie Bereitschaft zu Zinssenkungen, was den Leu belasten könnte.</li> </ul>

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURSEK	10,69	10,65	10,55	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schwedens Wirtschaft dürfte dank der deutlichen Leitzinssenkungen im vergangenen Jahr stärker wachsen als die Wirtschaft im Euroraum. Davon profitiert die Krone.</li> <li>Eine weitere Schwäche des US-Dollars würde die Krone stützen, da sie den Trend der Umschichtungen von US-Investments in lokale Assets verstärken.</li> </ul>
EURTRY	51,69	51,80	53,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate der Türkei lag im Januar mit 4,84 % deutlich über den Erwartungen. Der Rückgang dürfte langsamer verlaufen als von der Notenbank erwartet.</li> <li>Die Notenbank senkte den Leitzinssatz im Januar um 100 Basispunkte auf 37 %. Wir erwarten, dass weitere Zinssenkungen zu einer kontrollierten Abwertung der Lira führen werden.</li> </ul>
EURZAR	18,87	19,60	19,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Südafrikas Notenbank beließ den Leitzinssatz im Januar bei 6,75 %. Für das Gesamtjahr 2026 erwarten wir nur moderate Zinssenkungen um 50 Basispunkte. Damit behält der Rand seinen attraktiven Renditevorteil weitgehend bei.</li> <li>Die gestiegenen Preise für Edelmetalle stärken die Handelsbilanz Südafrikas.</li> </ul>

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.03.2026, 11:22 Uhr



# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 26	Progn. Q4 26	Einschätzung
EURAUD	1,66	1,69	1,67	<ul style="list-style-type: none"> <li>Australiens Notenbank hob den Leitzinssatz im Februar um 25 Basispunkte auf 3,85 % an. Aufgrund anhaltender Inflationsrisiken zeigen sich die Notenbanker weiter restriktiv.</li> <li>Der australische Dollar profitierte deutlich von der straffen Geldpolitik. Wegen der aktuell überkauften Situation dürfte die Währung zunächst etwas konsolidieren.</li> </ul>
EURCAD	1,60	1,68	1,66	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Erwartung, dass die kanadische Notenbank den Leitzinssatz nicht weiter senkt, stützte den kanadischen Dollar. Die Entwicklung des Arbeitsmarktes bleibt dabei der entscheidende Faktor. Die im Januar auf 6,5 % gesunkene Arbeitslosenquote spricht für ein stabiles Zinsniveau.</li> <li>Die Neuverhandlung des Handelsabkommens mit den USA bleibt ein Belastungsfaktor.</li> </ul>
EURCZK	24,25	24,00	23,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tschechiens Inflationsrate sank im Januar infolge niedriger Energiepreise deutlich auf 1,6 %. Dennoch erwarten wir keine Leitzinssenkung. Das hohe Lohnwachstum und die zunehmende Dynamik im Industriesektor sprechen gegen zusätzlichen geldpolitischen Handlungsbedarf.</li> <li>Tschechiens Wirtschaft behauptet ihre Wachstumsvorteile gegenüber dem Euroraum.</li> </ul>
EURNOK	11,18	11,40	11,35	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate Norwegens stieg im Januar erneut an und erreichte 3,6 %. Die angekündigten Leitzinssenkungen dürften daher später erfolgen als bisher angenommen. Das Leitzinsniveau von 4,00 % verschafft der Krone weiterhin einen Zinsvorteil gegenüber dem Euro.</li> <li>Der Ausblick für die Energiepreise bleiben verhalten und erschwert eine deutliche Aufwertung.</li> </ul>

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.03.2026, 11:22 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	Date	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.65	2.63	6.78	1.06	6.43	1.84	1.65
BRL	6.07	2.18	2.06	0.49	5.96	6.70	6.06
GBP	0.87	-0.94	0.64	-5.44	-0.04	0.88	0.83
CNY	8.04	1.93	2.05	-5.81	2.05	8.44	7.65
JPY	184.23	-0.36	-1.79	-14.93	-0.08	185.90	156.15
CAD	1.60	0.88	1.39	-6.39	0.59	1.64	1.51
NZD	1.97	-0.14	2.61	-5.82	3.64	2.06	1.86
NOK	11.20	2.28	4.97	4.41	5.78	12.20	11.20
PLN	4.24	-0.44	-0.12	-2.05	-0.45	4.30	4.16
RUB	90.49	-0.21	-0.44	2.86	2.66	99.54	88.77
SEK	10.71	-1.28	2.31	4.24	1.09	11.32	10.51
CHF	0.91	1.12	2.44	2.94	2.08	0.96	0.91
ZAR	18.90	0.64	5.17	2.21	2.98	21.97	18.70
CZK	24.27	0.14	-0.48	3.31	-0.41	25.23	24.11
TRY	51.32	-0.11	-4.00	-25.99	-1.68	51.99	38.20
HUF	381.28	0.03	-0.12	4.92	0.70	410.58	375.69
USD	1.17	0.96	-0.63	-10.96	0.55	1.20	1.05
Exchange rates to USD							
JPY	157.74	-1.31	-1.17	-4.46	-0.63	158.94	140.73
CNY	6.88	0.93	2.74	5.83	1.61	7.35	6.84

# FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	6.36	6.61	5.19	5.99	8.48	8.98	4.32	4.67	7.32	8.07	2.89	3.69	1.80	2.50	5.12	5.97	3.39	3.64
2 months	6.29	6.49	4.98	5.58	8.45	8.95	4.32	4.72	12.12	12.62	3.20	3.75	1.83	2.53	5.09	5.64	3.40	3.65
3 months	6.19	6.44	4.89	5.49	8.40	8.75	4.56	4.91	10.45	11.40	3.39	3.94	1.90	2.60	5.08	5.78	3.50	3.70
6 months	6.51	6.71	5.11	5.66	8.55	9.00	4.95	5.20	8.98	9.78	3.95	4.45	2.20	2.75	5.42	5.92	3.79	3.99
9 months	6.69	6.89	5.30	5.70	8.64	9.14	5.16	5.41	8.44	9.34	4.34	4.89	2.49	2.99	5.63	6.13	3.96	4.11
1 year	6.87	7.07	5.15	5.70	8.73	9.18	5.24	5.59	8.29	9.04	4.40	5.05	2.48	3.03	5.69	6.34	4.03	4.23
2 years	7.24	7.49	5.57	6.27	8.60	9.35	5.61	5.91	8.46	9.36	4.56	5.36	2.40	3.65	6.16	6.66	4.34	4.69
3 years	6.55	8.55	5.49	6.89	8.16	9.71	5.69	6.34							6.00	7.20	4.61	5.21
5 years	7.03	8.93	6.08	7.48	8.49	9.84	6.28	7.03									5.07	5.72

Data as of: 03/03/2026 7:17 AM

# Brent: Nahost-Konflikt bringt Ölpreis nach oben

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
	77.79	68.32	60.85	65.68	65.00	60.00	60.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Konflikt zwischen Iran und USA/Israel schürt einmal mehr die Sorgen wegen möglicher Sperrung der Straße von Hormus.
- Harter Winter und neuerliche Exportbeschränkungen gegenüber Russland und Venezuela belasten Ölangebot.

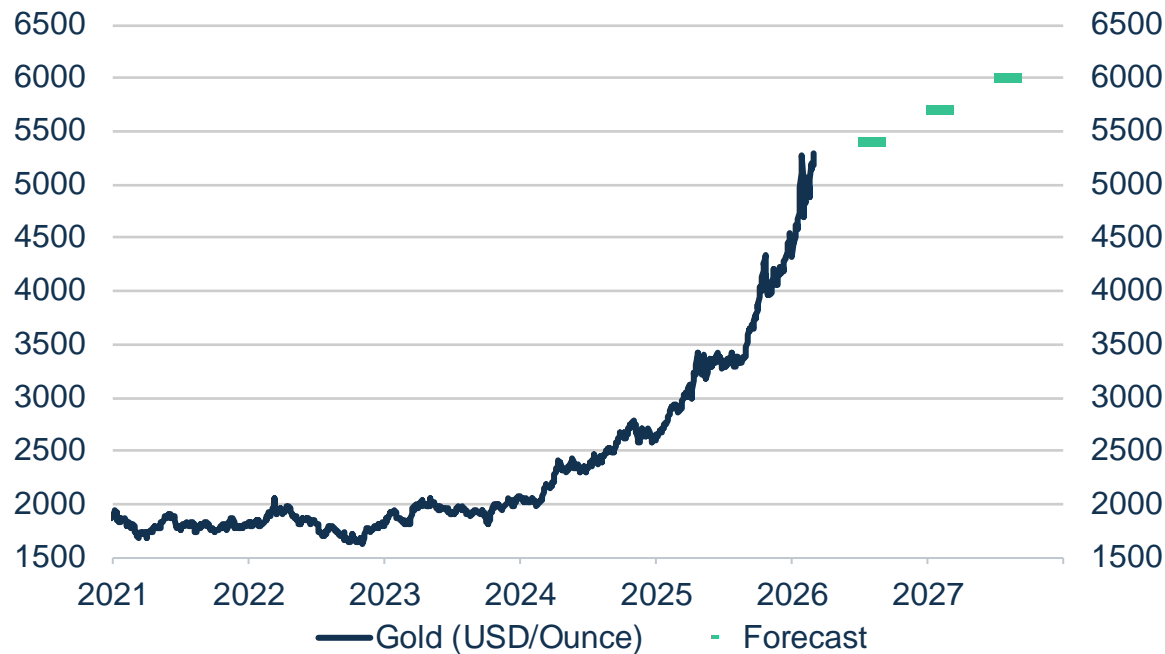
### Contra

- Angebotsüberschuss am Ölmarkt in Q4/25 bei rund 3 mbpd. Auch 2026 dürfte ein hoher Überschuss zu verzeichnen sein.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage. Verbrauch wird 2026 wohl nur um 0,8 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: Aufwärtstrend bleibt weiter intakt

## Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2025	Dec-25	Ø H2 25	Jun-26	Dec-26	Jun-27
Gold (USD/Ounce)	5 298	3 444	4 325	3 806	5 400	5 700	6 000

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Gold-ETCs bleiben auch 2026 auf der Käuferseite (+60 t).
- Nachfrage nach Münzen und Barren legt 2025 deutlich um 16 % bzw. 185 t zu.
- Minenproduktion von Gold nimmt 2025 nur um magere 21 t zu.
- Erratische US-Handelspolitik lässt Gold als sicheren Hafen weiter gefragt bleiben.
- Kryptowährungen werden mehr und mehr zu wichtigem Nachfrager von physischem Gold.
- Weitere Fed-Zinssenkungen und Abwertung des US-Dollars stützen Goldpreise.

### Contra

- Schmucknachfrage fällt 2025 um 18 % (345 t). Auch Notenbanken kaufen weniger Gold als im Vorjahr (-21 % bzw. 230 t)
- Recycling von Altgold legt wieder stärker zu und steigt 2025 um 3 % bzw. 40 t.

# Marktdatenübersicht Rohstoffe

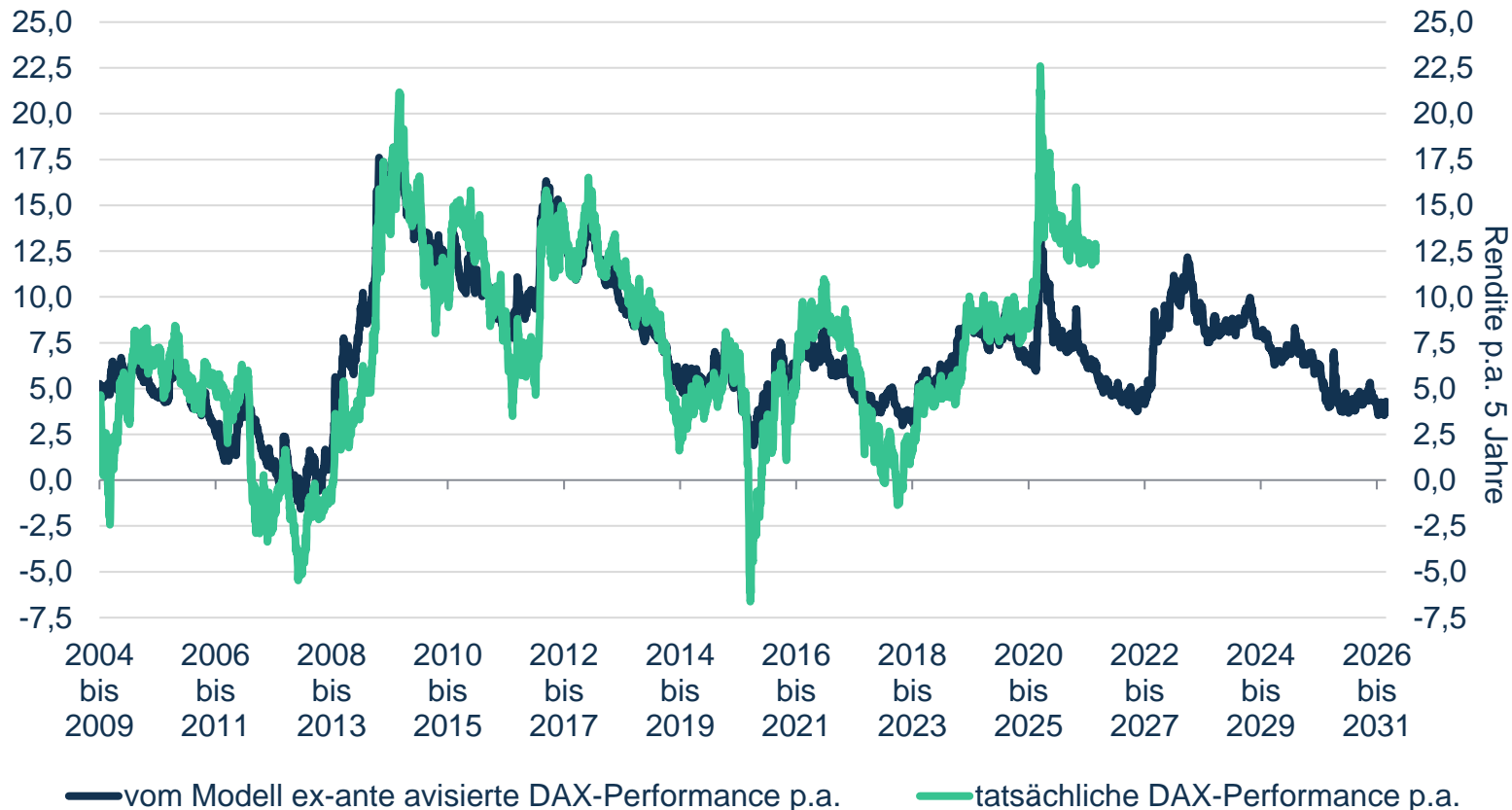

Energy (Spot)	Unit	Date	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	77.79	17.19	24.44	7.85	27.84	78.77	58.98
Crude Oil WTI	USD/bbl	71.13	15.47	20.95	3.64	24.22	75.89	55.44
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	5 298	12.79	26.82	83.49	22.50	5 298	2 887
Silver	USD/oz	94.62	15.43	64.73	200.14	31.44	118.45	30.18
Platinum	USD/oz	2 329	8.58	42.27	142.35	14.90	2 811	920
Palladium	USD/oz	1 782	1.77	22.47	89.57	13.72	2 106	901
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	3 195	4.53	11.48	22.35	6.64	3 257	2 316
LME Copper	USD/MT	13 108	1.68	17.61	39.17	5.51	13 618	8 613
LME Lead	USD/MT	1 962	-0.05	-1.65	-1.53	-2.44	2 100	1 842
LME Zinc	USD/MT	3 317	-0.20	8.31	16.67	6.40	3 412	2 558
LME Tin	USD/MT	53 685	15.23	37.51	70.02	32.37	57 728	29 788
LME Nickel	USD/MT	17 160	1.98	15.95	7.97	3.09	18 756	14 084



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


## LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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

### Zwei Einflussfaktoren

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



### Modellavis

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

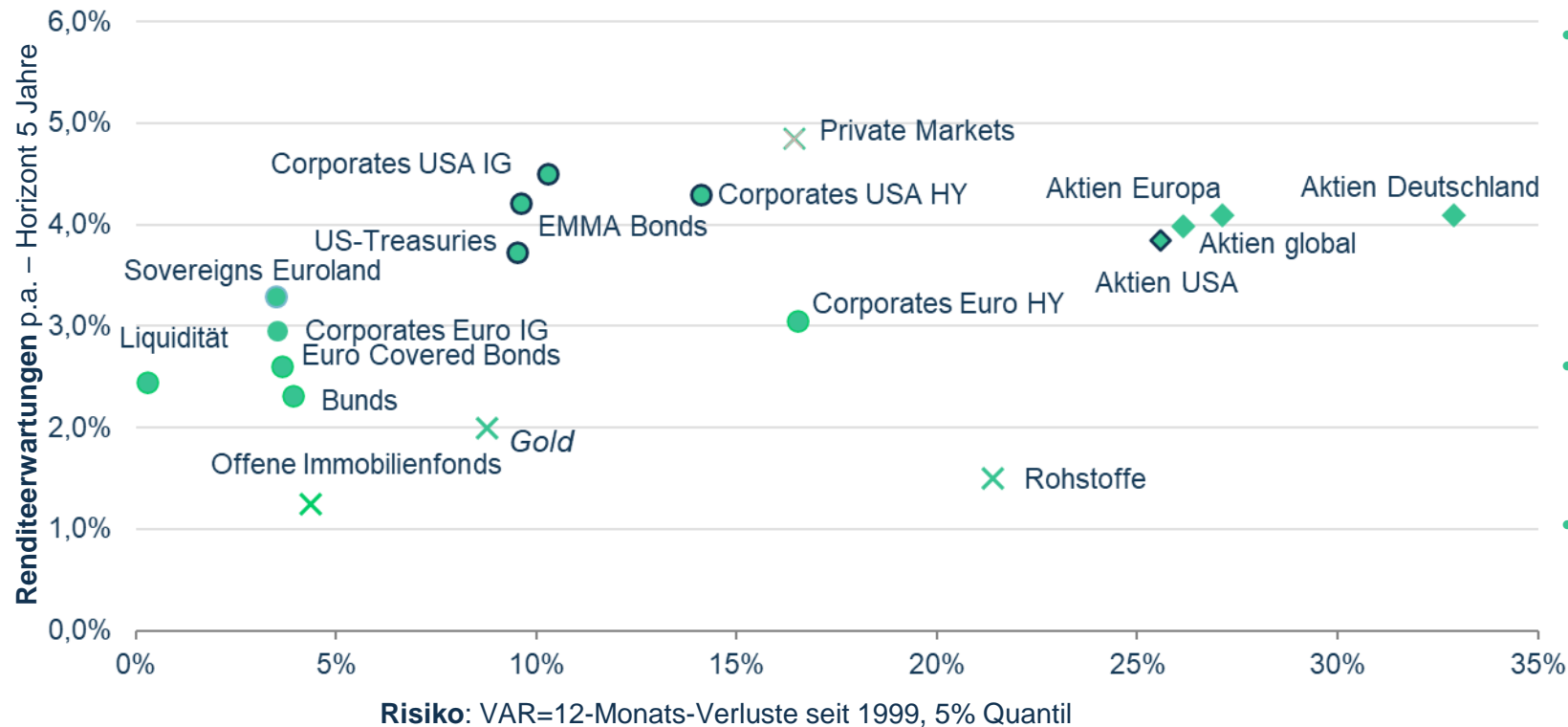
**4,3 %** p.a. (inkl. Dividenden)  
Renditeerwartung

5 Jahre

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: LSEG, LBBW Research – Stand: 02.02.2026. 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														
03.03.2026	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,03	2,06	2,13	2,21	2,30	2,39	2,49	2,58	2,67	2,76	3,15	3,34	3,41	3,47
France	2,13	2,21	2,34	2,48	2,64	2,80	2,96	3,12	3,26	3,39	3,86	4,14	4,35	4,54
Italy	2,11	2,23	2,37	2,53	2,70	2,86	3,02	3,17	3,30	3,43	3,93	4,21	4,42	4,58
Spain	2,08	2,16	2,27	2,40	2,53	2,67	2,80	2,94	3,07	3,19	3,65	3,87	4,04	4,11
Netherlands	2,04	2,10	2,19	2,29	2,40	2,51	2,61	2,70	2,79	2,88	3,23	3,43	3,50	3,49
Austria	2,05	2,12	2,22	2,34	2,47	2,59	2,71	2,83	2,93	3,03	3,42	3,65	3,78	3,84
Belgium	2,09	2,15	2,26	2,39	2,54	2,68	2,82	2,96	3,09	3,22	3,77	4,13	4,33	4,40
Ireland	2,03	2,10	2,19	2,30	2,42	2,53	2,65	2,77	2,88	2,98	3,34	3,54	-	-
Portugal	2,06	2,08	2,16	2,28	2,41	2,56	2,70	2,84	2,97	3,10	3,56	3,83	3,98	4,06
Finland	2,05	2,13	2,25	2,37	2,49	2,61	2,73	2,85	2,96	3,07	3,47	3,68	3,80	3,90
EUR Swap in %	2,19	2,24	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,62	2,68	2,74	2,94	3,02	3,03	3,01

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											
03.03.2026	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	1,62	2,17	2,49	2,72	2,89	3,04	3,16	3,27	3,36	3,44	
AA-	1,78	2,25	2,53	2,72	2,88	3,00	3,10	3,20	3,28	3,35	
A+	1,93	2,38	2,65	2,83	2,98	3,10	3,20	3,29	3,37	3,43	
A	1,92	2,39	2,67	2,87	3,02	3,14	3,25	3,34	3,42	3,49	
A-	1,94	2,42	2,71	2,91	3,06	3,19	3,30	3,39	3,48	3,55	
BBB+	1,98	2,47	2,75	2,95	3,10	3,23	3,34	3,43	3,51	3,58	
BBB	2,11	2,59	2,87	3,06	3,22	3,34	3,45	3,54	3,62	3,70	
BBB-	2,32	2,80	3,08	3,28	3,43	3,56	3,67	3,76	3,84	3,91	
BB+	2,56	3,18	3,55	3,81	4,01	4,18	4,31	4,44	4,54	4,64	
BB	2,85	3,46	3,82	4,08	4,27	4,43	4,57	4,69	4,79	4,88	
BB-	2,72	3,61	4,13	4,50	4,78	5,02	5,21	5,38	5,54	5,67	
B+	3,42	4,33	4,86	5,23	5,52	5,76	5,96	6,13	6,29	6,43	
B	3,78	4,62	5,11	5,46	5,73	5,95	6,14	6,30	6,45	6,57	
B-	4,05	5,03	6,07	6,81	7,39	7,86	8,26	8,60	8,90	9,18	
EUR Swap in %	2,19	2,24	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,62	2,68	2,74	

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

03.03.2026	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,19	2,43	2,58	2,68	2,76	2,82	2,88	2,93	2,97	3,01
AA-	2,21	2,49	2,65	2,76	2,85	2,93	2,99	3,04	3,09	3,13
A+	2,05	2,46	2,70	2,87	3,00	3,11	3,20	3,28	3,35	3,42
A	2,13	2,48	2,68	2,83	2,94	3,03	3,11	3,18	3,24	3,29
A-	2,18	2,56	2,77	2,93	3,05	3,14	3,23	3,30	3,36	3,42
BBB+	2,35	2,67	2,86	2,99	3,10	3,18	3,25	3,31	3,37	3,42
BBB	2,41	2,71	2,88	3,00	3,10	3,18	3,25	3,30	3,35	3,40
BBB-	2,74	2,89	2,98	3,04	3,09	3,13	3,17	3,20	3,22	3,24
EUR Swap in %	2,19	2,24	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,62	2,68	2,74

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

03.03.2026	Maturity (Call-Date)										
Country	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
AU	2,20	2,33	2,43	2,48	2,64	2,86					3,26
AT	2,22	2,31	2,44	2,56	2,67	2,78	2,88	2,88	3,09	3,19	3,23
BE	2,21	2,36	2,46	2,52	2,68	2,82		3,05			
CA	2,19	2,40	2,49	2,59	2,63	2,72	2,78	2,88	3,01		
DK	2,19	2,47	2,47	2,49	2,84		2,84				
FI	2,30	2,32	2,38	2,59	2,73	2,77			3,21	3,24	3,18
FR	2,22	2,33	2,46	2,60	2,74	2,86	2,96	3,05	3,20	3,23	3,34
DE	2,19	2,30	2,41	2,51	2,61	2,71	2,80	2,87	2,99	3,08	3,24
GR											
IE											
IT	2,21	2,35	2,49	2,59	2,79	2,88	2,94	3,08		3,23	
LU	2,16										
NL	2,22	2,33	2,43	2,56	2,65	2,74	2,80	3,02		3,03	3,16
NZ		2,22	2,45	2,58	2,83	2,73	2,78				
NO	2,22	2,33	2,44	2,52	2,63	2,79		2,93		3,10	
PL				2,62							
PT	2,31	2,29		2,56	2,67				3,10		
SG	2,22	2,30	2,45	2,52	2,67				2,99		
ES	2,25	2,32	2,48	2,53	2,74	2,76	2,93	2,99		3,12	
SE	2,25	2,32	2,34	2,56		2,81			3,16		3,15
CH	2,29		2,45	2,62	2,79						
UK	2,19	2,31	2,49	2,68	2,69	2,73	2,82	2,92			
JP		2,27		2,51	2,70						
KR		2,24	2,47	2,66		2,69					
SK	2,32	2,45	2,55	2,62	2,80	2,99					
EUR Swap in %	2,19	2,24	2,30	2,37	2,44	2,50	2,56	2,62	2,68	2,74	2,79

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), Singapur 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.

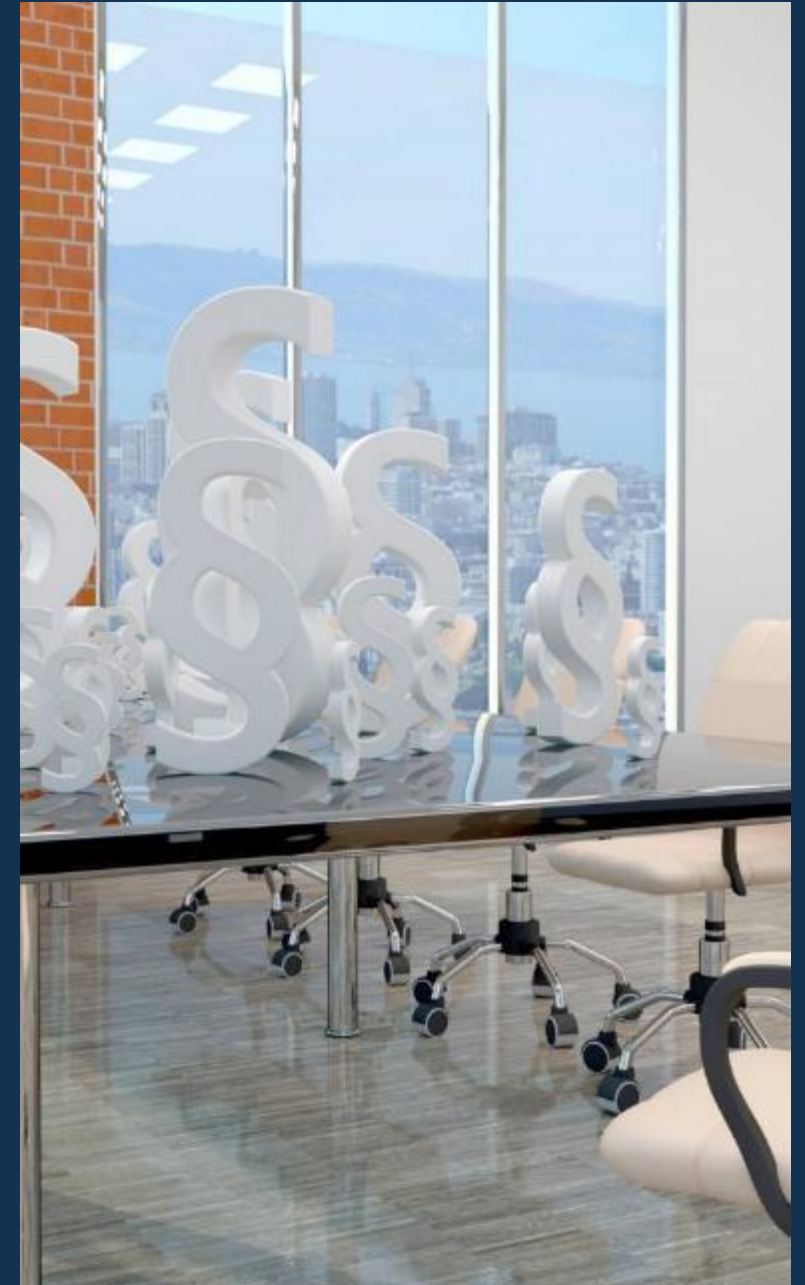
## Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Hongkong:

„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.“

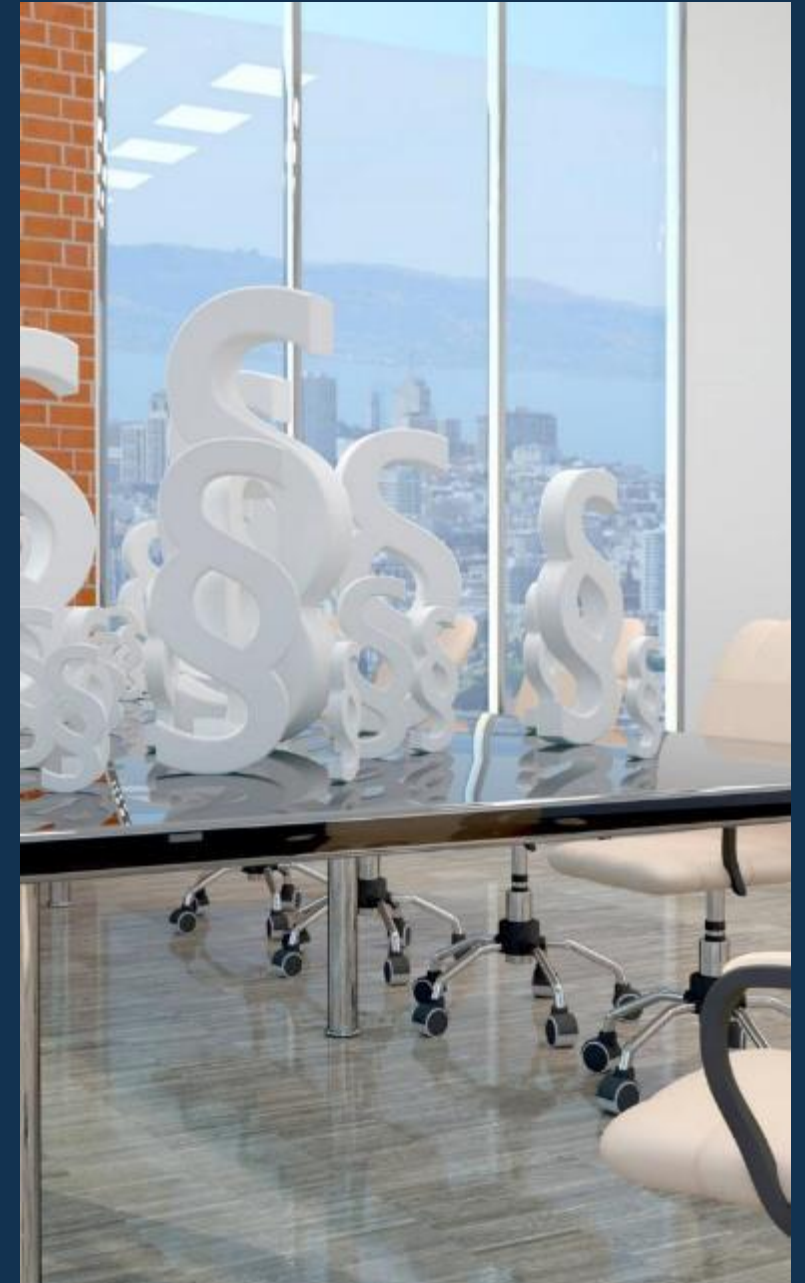
## Zusätzlicher Hinweis für Empfänger in Korea:

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 Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Erstellt am: #RELEASE\_DATE#

