

Bereit für Neues

LBΞBW

Kapitalmarktkompass Februar

Der China-Schock für KI –
DeepSeek und die Frage der Rentabilität der US-KI-Investitionen

04.02.2025 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

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

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 04.02.2025 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **2742 293 1956#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **565002#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=m6b9f231eee9dcf72b091bb8a83d780a7>

Event-Kennnummer: **2742 293 1956**

Event-Passwort: **KMK-02** (565002 über Telefone)

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

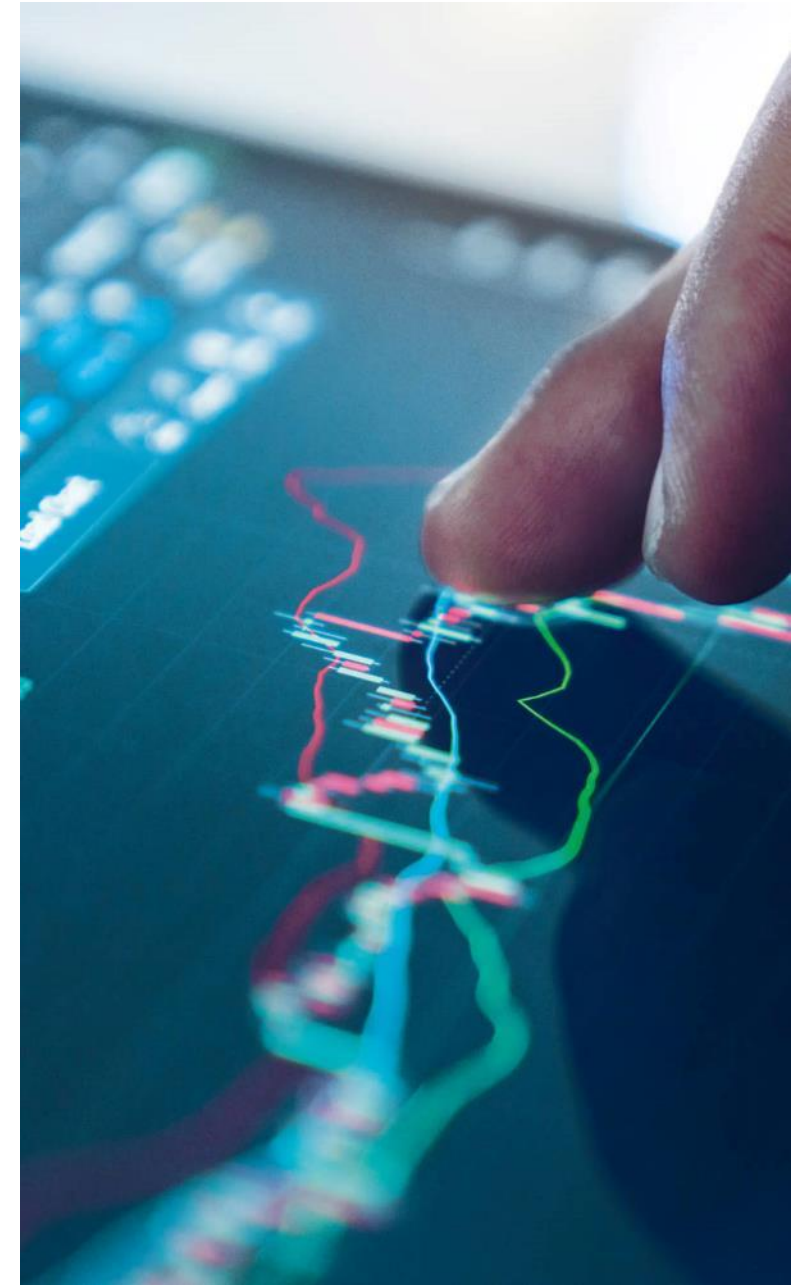
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 04.02.2025 14h
- Dienstag, 18.02.2025 14h – KMK-Update
- **Mittwoch**, 05.03.2025 14h
- Dienstag, 18.03.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.04.2025 14h
- Dienstag, 15.04.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.05.2025 14h
- Dienstag, 20.05.2025 14h – KMK-Update
- Dienstag, 03.06.2025 14h
- Dienstag, 17.06.2025 14h – KMK-Update

Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Der China-Schock für KI	08
03	Makro: Ist das Tal in Deutschland schon erreicht?	18
04	Zinsen: Vorsichtige Stimmungsaufhellung	35
05	Credits: Französische Banken im Jahr 2025	47
06	Aktien: Sorglosigkeit trifft auf negative Risikoprämie, Strafzölle und DeepSeek	60
07	Prognosen und Asset Allokation: Renten und US-Assets bevorzugen	68
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	78



01

Vorwort und Einleitung

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



Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

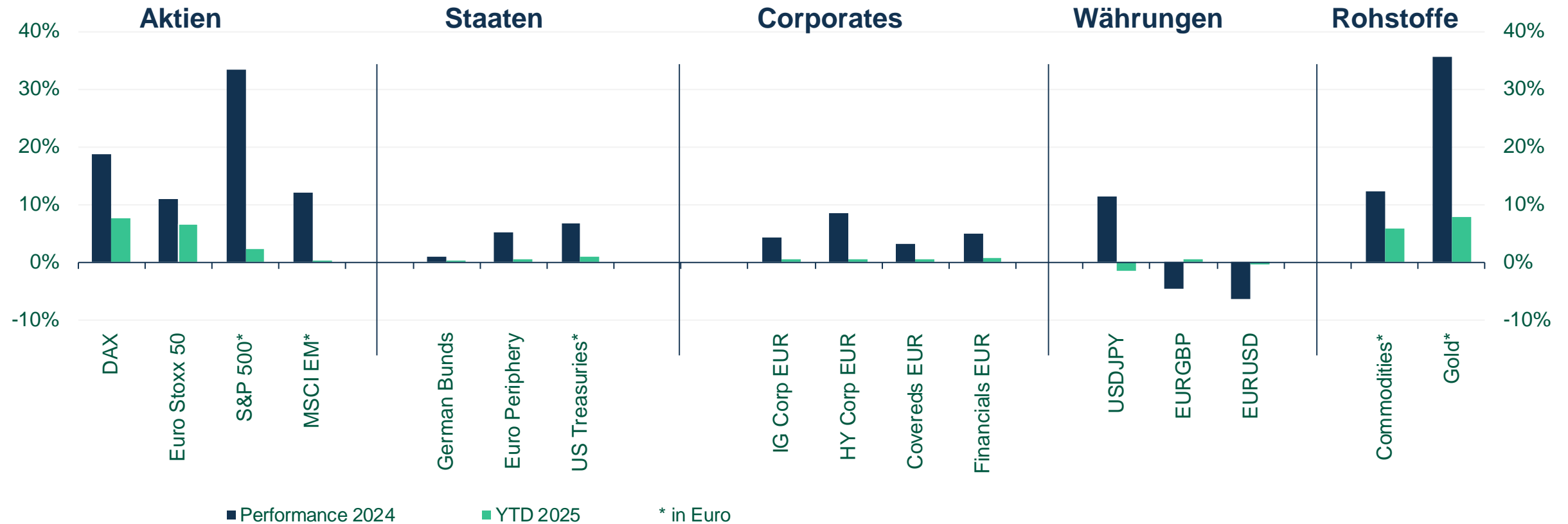
» Spätestens seit ChatGPT ist klar, dass KI unser aller Zukunft prägen wird.«

Eine Billion US-Dollar Marktwert verdampft! So lauteten die Schlagzeilen, nachdem aus China die Nachricht gekommen war, dass dort KI-Fähigkeiten zum Discount-Preis entwickelt worden seien. Die gute Nachricht: Konkurrenz belebt auch in Sachen KI das Geschäft und den Ideenreichtum der Ingenieure. Deshalb geht der absehbar unaufhaltsame Aufstieg der KI nicht mit so großem Energiehunger einher wie befürchtet. Alles, was Sie hierzu sonst noch wissen müssen, finden Sie in unserem Sonderthema. Außerdem: Wie hat Donald Trump sich und andere zu Beginn seiner zweiten Amtszeit geschlagen? Und: Was bringt die Wahl am 23. Februar der deutschen Wirtschaft?

Performance – Gelungener Jahresauftakt

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

02

Der China-Schock für KI

DeepSeek und die Frage der Rentabilität der US-KI-Investitionen

Dr. Guido Zimmermann
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 16 40
guido.zimmermann@LBBW.de



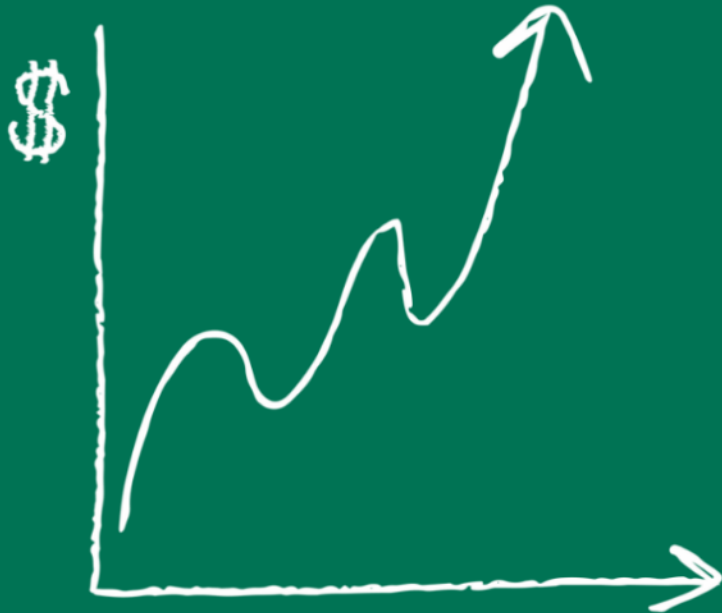
Die 600 Mrd. USD-Frage der KI-Investitionen

Nach DeepSeek-Moment noch größere Skepsis

SEQUOIA

PERSPECTIVE

READ



AI's \$600B Question

By David Cahn

Goldman Sachs

[What We Do](#)

[Insights](#)

[Our Firm](#)

[Careers](#)

[Investor Relations](#)

[Pressroom](#)

[Wo](#)

ARTIFICIAL INTELLIGENCE

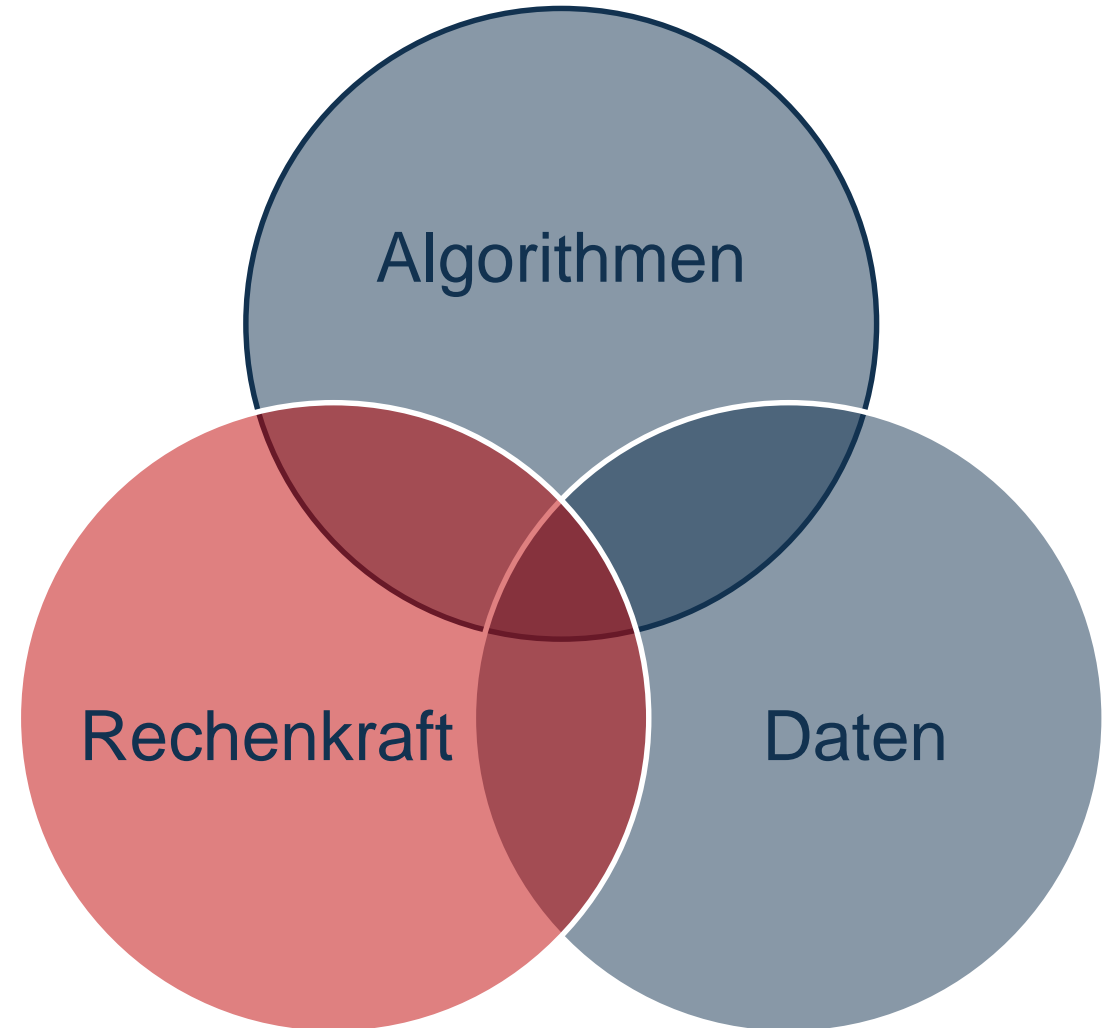
Will the \$1 trillion of generative AI investment pay off?

August 5, 2024 [Share](#)

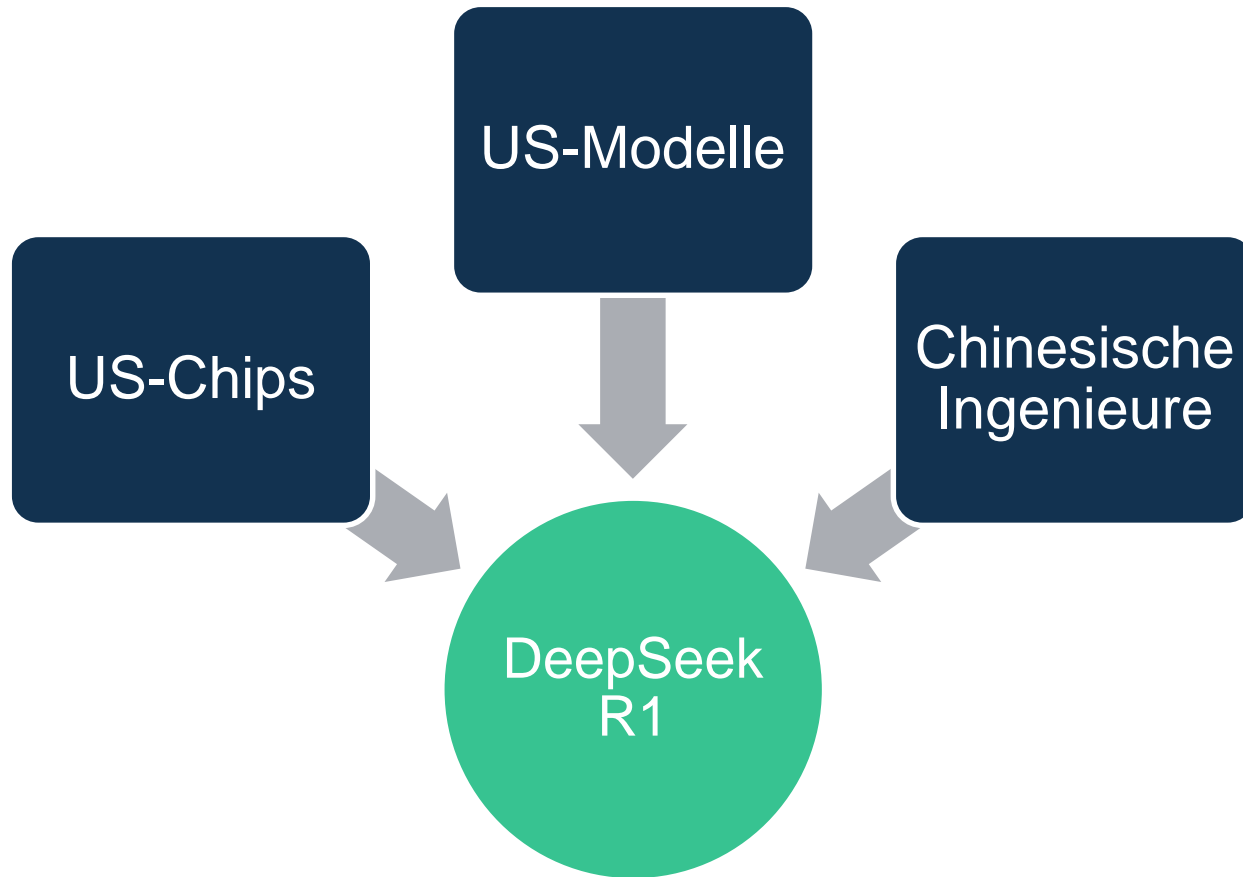


US-Big-Techs glaubten an Skalierungsgesetze

Performance von großen Sprachmodellen (LLMs) verbessert sich mit Modellgröße



DeepSeek: KI als kostengünstiges Gebrauchsgut



- Open-Source-Modelle als Zukunft
- Mit Modellen wird kein Geld verdient
- App-Ebene wichtiger als Basismodelle

Meta-KI-Chef sieht Investitionen weiter als nötig an



Thread



yannlecun 2 Tage



Major misunderstanding about AI infrastructure investments:
Much of those billions are going into infrastructure for *inference*, not training.
Running AI assistant services for billions of people requires a lot of compute.
Once you put video understanding, reasoning, large-scale memory, and other capabilities in AI systems, inference costs are going to increase.
The only real question is whether users will be willing to pay enough (directly or not) to justify the capex and opex. [Übersetzen](#)

❤️ 1.687 💬 135 ↻ 202 🚩 283



yannlecun 2 Tage



So, the market reactions to DeepSeek are woefully unjustified. [Übersetzen](#)

❤️ 520 💬 42 ↻ 21 🚩 26

KI-Anbieter hoffen auf Jevons' Paradoxon

Erzeugt höhere Effizienz der Modelle schnell steigende KI-Nachfrage?



Jevons paradox strikes again! As AI gets more efficient and accessible, we will see its use skyrocket, turning it into a commodity we just can't get enough of.



en.m.wikipedia.org
Jevons paradox - Wikipedia

9:48 PM · Jan 26, 2025 · 2M Views

 563

 1.9K

 9.1K

 2.4K



- Steigt Nachfrage schnell genug?
- KI wie Telecoms in den 1990er-Jahren?

DeepSeek: KI-Anwendungsexplosion zu erwarten

Kostengünstige KI für „Alle“ mit hohem Produktivitätspotenzial



- Tech-Konzerne werden DeepSeek nachbauen
- Diffusion von KI dürfte explodieren
- Viele Little-Tech-Anbieter zu erwarten

Markt preist keine Superintelligenz (AGI) ein

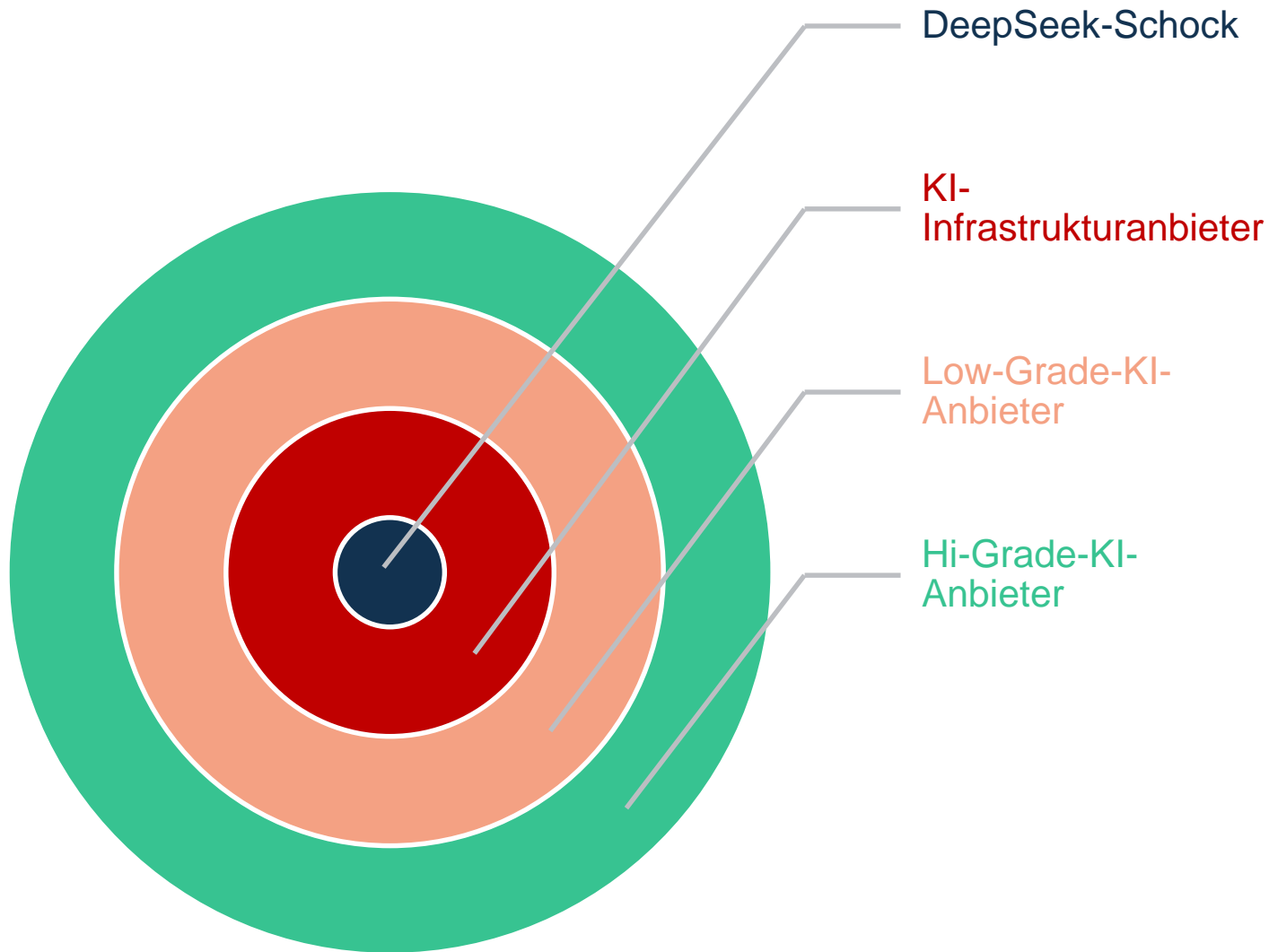
10-jährige Realzinsen, USA, in %



Quelle: Federal Reserve

- AGI würde hohes Produktivitätswachstum implizieren
- Realzinsen zeigen bislang keinen Produktivitätsboom an
- KI-Erwartungen übertrieben?

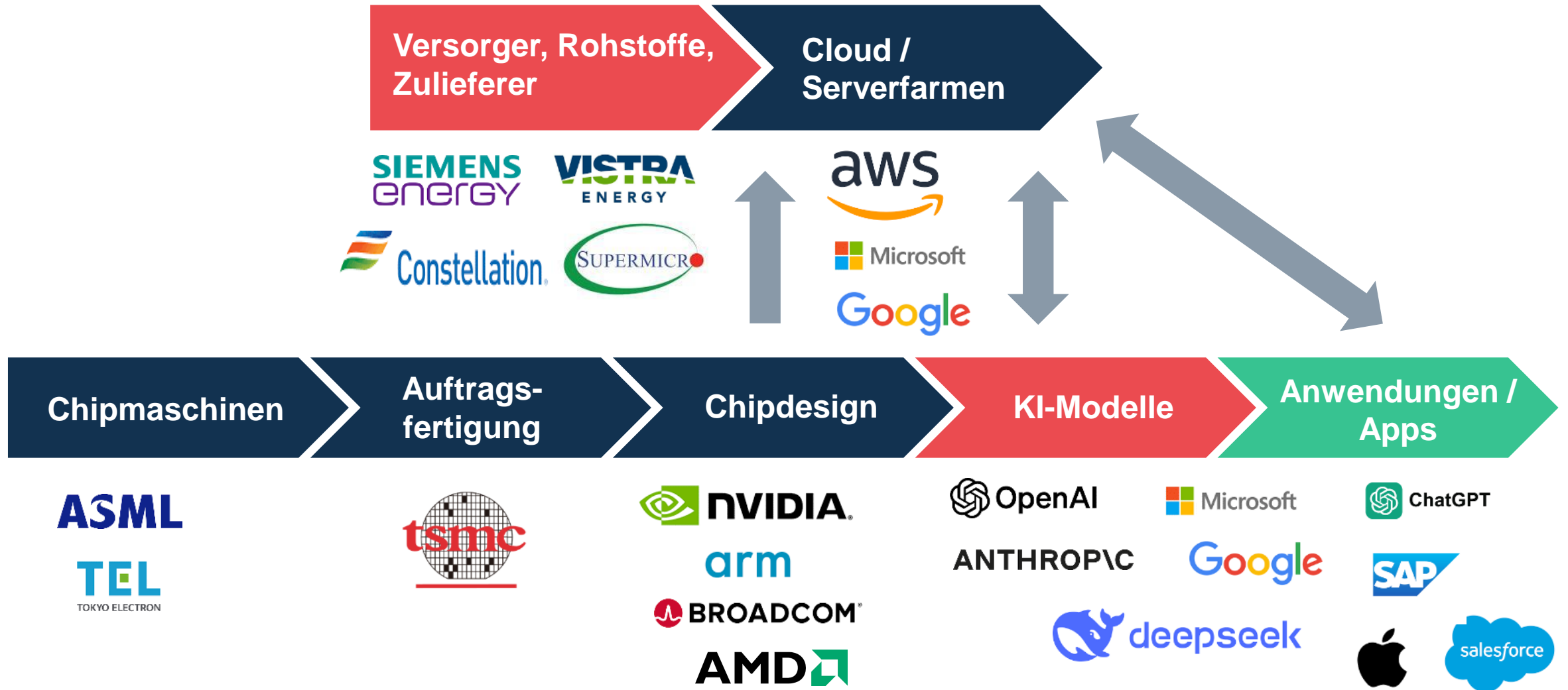
Differenzierte Effekte auf KI-Anbieter



- **Negativ: KI-Infrastruktur**
- **Moderat: Low-Grade-KI**
- **Kein Effekt: Hi-Grade-KI**

Wertschöpfungskette der KI-Industrie verändert sich

DeepSeek verändert Rahmenbedingungen



03

Makro: Ist das Tal in Deutschland schon erreicht?

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

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

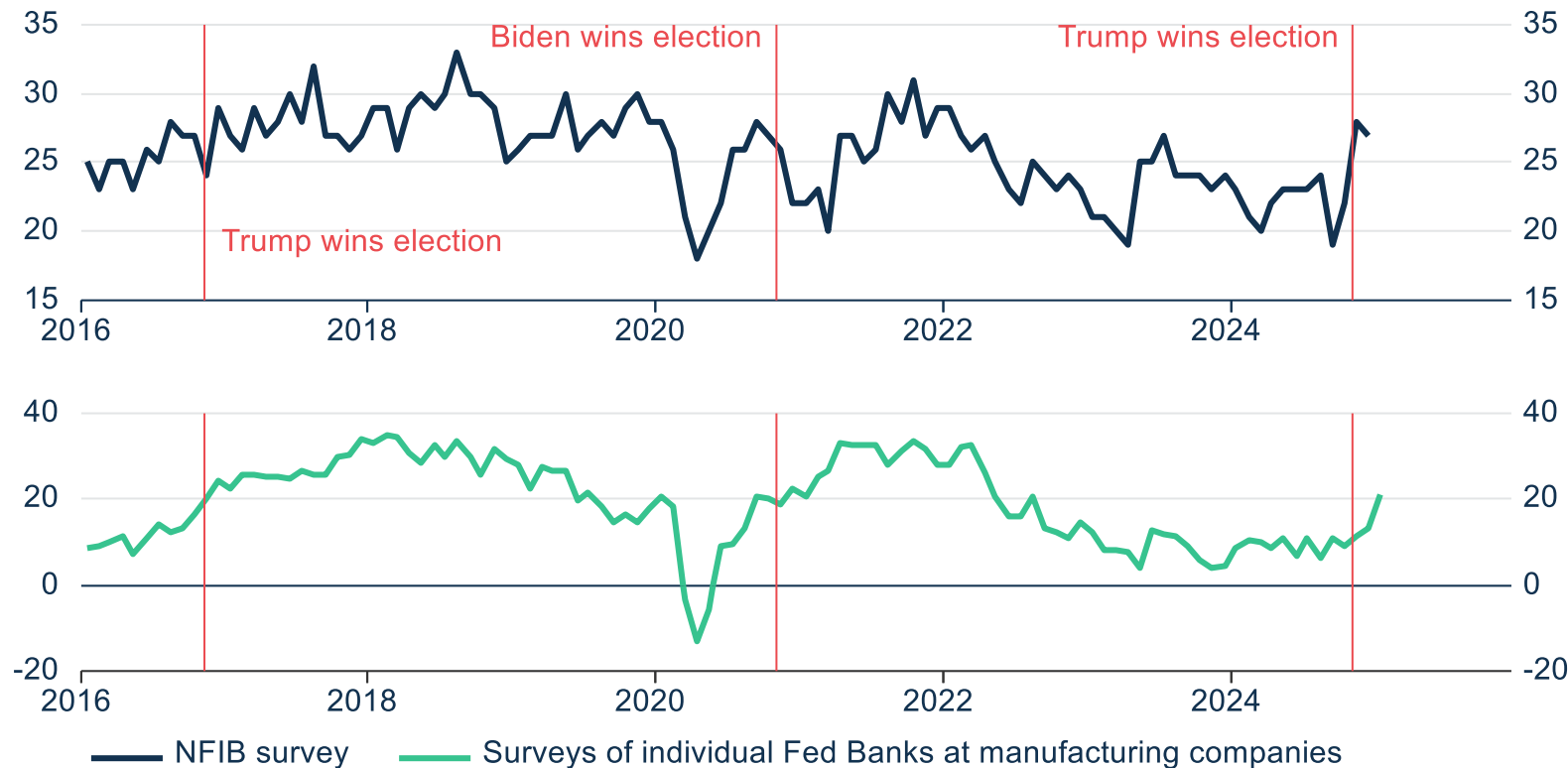
Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

Investitionsneigung bei US-Unternehmen steigt an

Investitionsneigung

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindizes

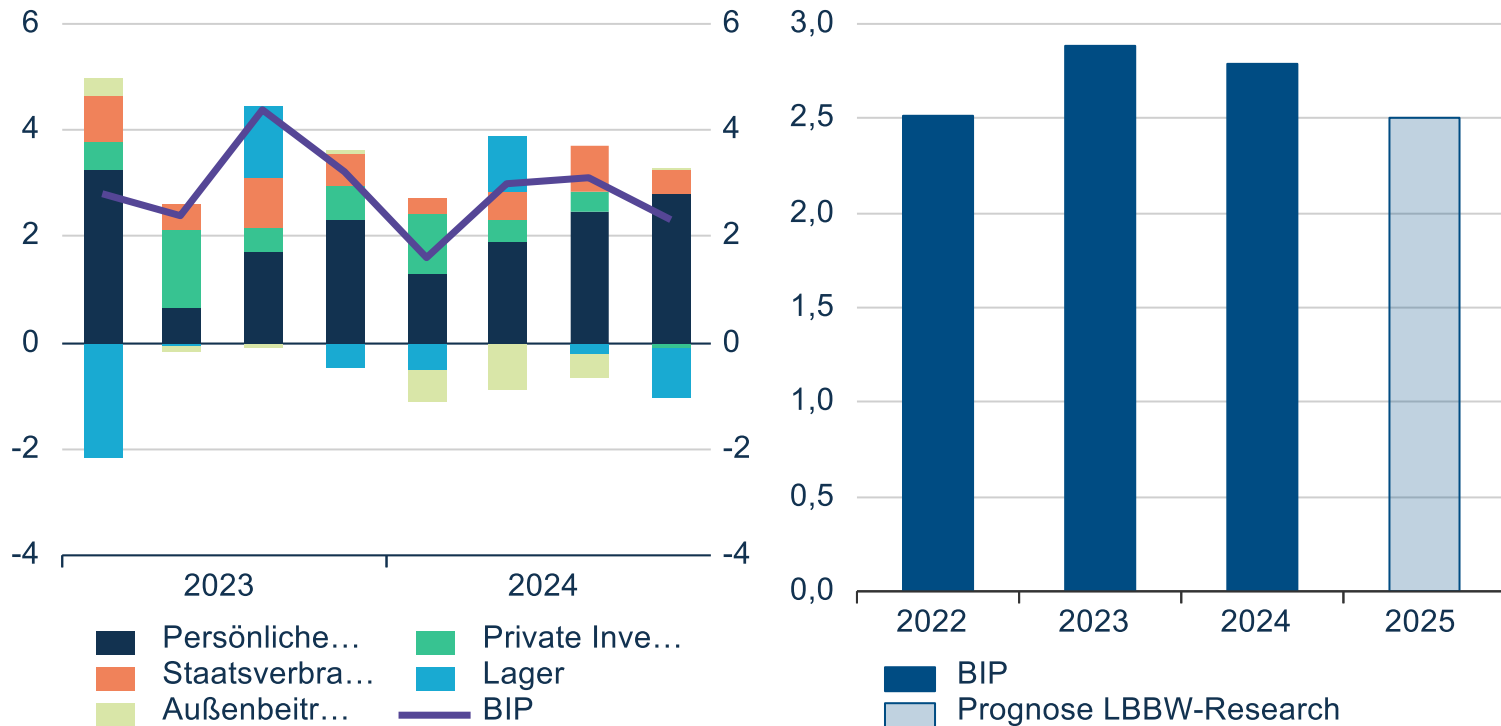


- Die Investitionsneigung der US-Kleinunternehmen schnellte nach der jüngsten Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten empor. Der entsprechende Index stieg von 22 Punkten im Oktober auf 28 Punkte im November an. Im Dezember gab es einen kleinen Rücksetzer.
- Die Aussicht auf Deregulierungen und Steuersenkungen unter einer Trump-Präsidentschaft befeuerte die Investitionsneigung der Kleinunternehmen.
- Auch bei den Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes hat sich ausweislich der Umfrage einzelner Fed-Banken (gezeigt ist das ungewichtete Mittel) die Investitionsneigung aufgehellt.

US-Wachstumsprognose für 2025 auf 2,5 % erhöht

US-Bruttoinlandsprodukt

Jahresraten bzw. Veränderung ggü. dem Vorjahr, jeweils in %



- Die US-Wirtschaftsleistung stieg im vierten Quartal 2024 mit einer Jahresrate von 2,3 % gegenüber dem Vorquartal an. Der BIP-Zuwachs fiel damit etwas niedriger aus als allgemein erwartet. Die private Inlandsnachfrage ohne Lager – eine Art Kern-BIP – legte mit einer Jahresrate von 3,2 % zu. Die unterliegende Konjunkturdynamik scheint damit weiterhin sehr robust.
- Wir haben unsere US-Prognose aus drei Gründen angehoben: 1) Die US-Wirtschaftsleistung geht mit mehr Schwung in das Jahr 2025 als ursprünglich angenommen (statistischer Überhang). 2) Die Investitionsneigung der Unternehmen hat sich seit der erneuten Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten spürbar aufgehellt. 3) Das US-Potentialwachstum dürfte in den zurückliegenden Jahren angestiegen sein.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Zollanhebungen werden Inflation in die Höhe treiben

US-Konsumentenpreisindex (mit Prognose)

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in %



- Nach unserer Prognose werden die US-Konsumentenpreise im Jahr 2025 mit einer Rate von 3 % ansteigen.
- Hierbei hatten wir als „Platzhalter“ unterstellt, dass im April die Zölle auf alle Wareneinfuhren auf 10 % erhöht werden. Den Effekt auf die Inflationsrate veranschlagten wir auf 0,7 bis 0,8 PP.
- Mexiko, Kanada und die VR China sind die wichtigsten US-Handelspartner. Die Erhöhung der Zölle auf Einfuhren aus Mexiko und Kanada **auf 25 %** und **um 10 PP** auf Einfuhren aus der VR China wird nach unserer Übersichtsrechnung – für sich genommen – die US-Inflation im Jahr 2025 um 1,3 %-Punkte erhöhen

Währungseffekt dämpft Wirkung der Zollerhöhung

US-Dollar in Fremdwährung

Tageswerte

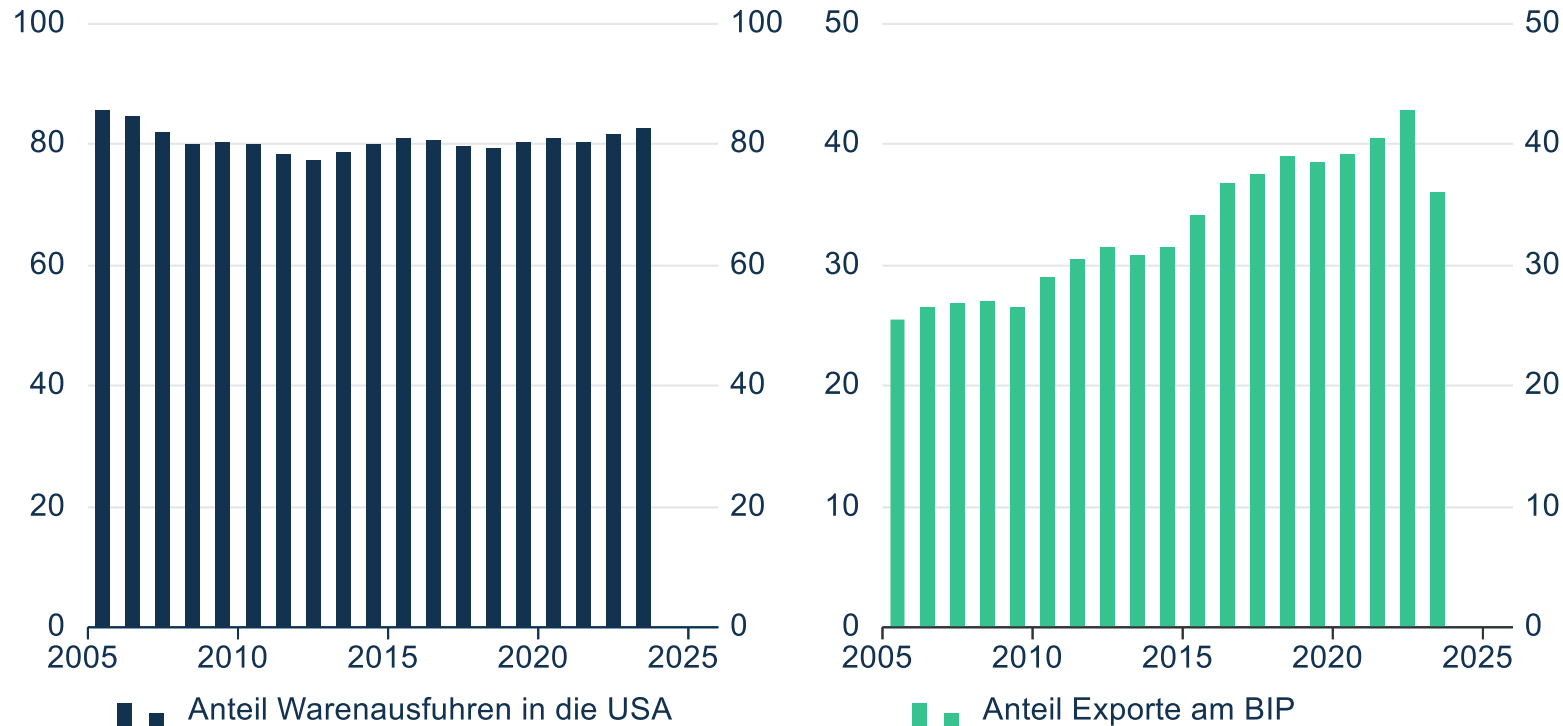


- Nachdem absehbar geworden war, dass Donald Trump wahrscheinlich die Präsidentschaftswahlen gewinnen wird, wertete der US-Dollar insbesondere ggü. dem Mexikanischen Peso und dem Kanadischen Dollar auf.
- Seit dem 1. August wertete der US-Dollar gegenüber dem Mexikanischen Dollar um 13 % und gegenüber dem Kanadischen Dollar um knapp 7 % auf (Stand: 3. Februar)
- Aufgrund eines gegenläufigen Währungseffekts schätzen wir, dass der Netto-Effekt der jüngsten Zollerhöhungen auf die US-Inflationsrate 0,8 PP beträgt. **Im Ergebnis behalten wir unsere Inflationsprognose von 3,0 % vorerst bei.**
- Jede weitere Zollerhöhung dürfte jedoch eine Prognoseanhebung erfordern. Trump hat die EU schon ins Visier genommen.

Mexiko: Es droht ein perfekter Sturm

Anteil Warenausfuhren in die USA und Exporte/BIP

Jahreswerte, jeweils in %

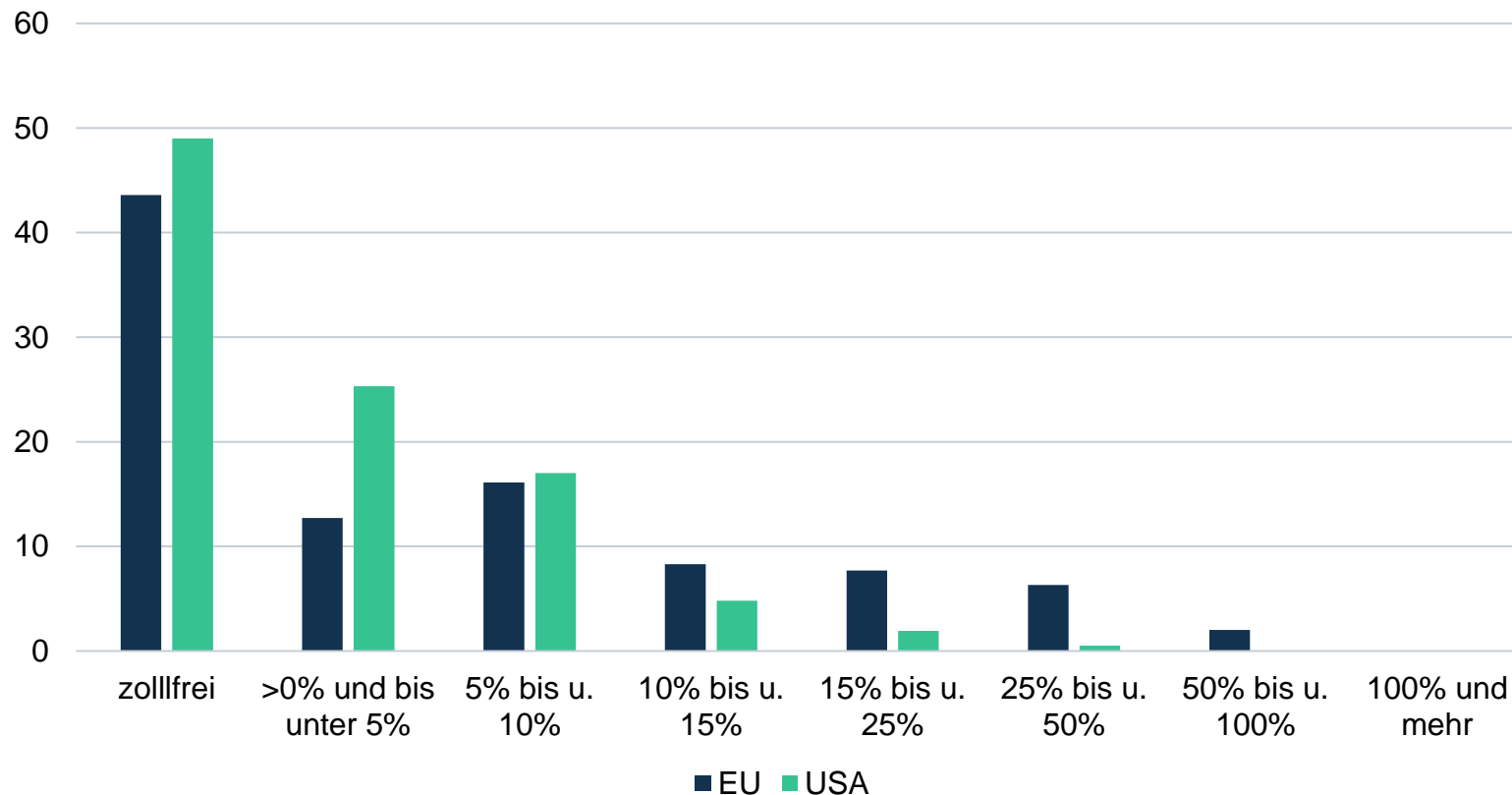


- Die USA sind der mit Abstand wichtigste Handelspartner Mexikos. Mehr als 80 % der mexikanischen Warenausfuhren gehen in Richtung des nördlichen Nachbarn.
- Die wirtschaftliche Abhängigkeit vom großen Nachbarn hat sich in den zurückliegenden Jahren noch dadurch vergrößert, dass der Anteil der Exporte an der mexikanischen Wirtschaftsleistung angestiegen ist.
- Die Heimüberweisungen von in den USA arbeitenden Mexikanern vergrößern die wirtschaftliche Abhängigkeit. Im Jahr 2023 entsprachen diese Heimüberweisungen rund 3,5 % des mexikanischen BIP.
- Damit jedoch nicht genug. Die Vereinigten Staaten sind der mit Abstand größte ausländische Investor in Mexiko.

Freihandelsvorbild EU?

EU und USA: Häufigkeitsverteilung der Importzölle

Anteil an Importen in % nach Warenwert*), ohne Agrarprodukte



*) Stand 2022, an 100% fehlende Angaben statistisch nicht erfasst

Quelle: WTO, LBBW Research

- Trump hat einen Punkt: Die EU erhebt **höhere Zollsätze** auf Importe als die USA.
- **Rangliste der EU-Handelspartner** im Warenhandel (Summe beiderseitiger Importe, Stand 2022):

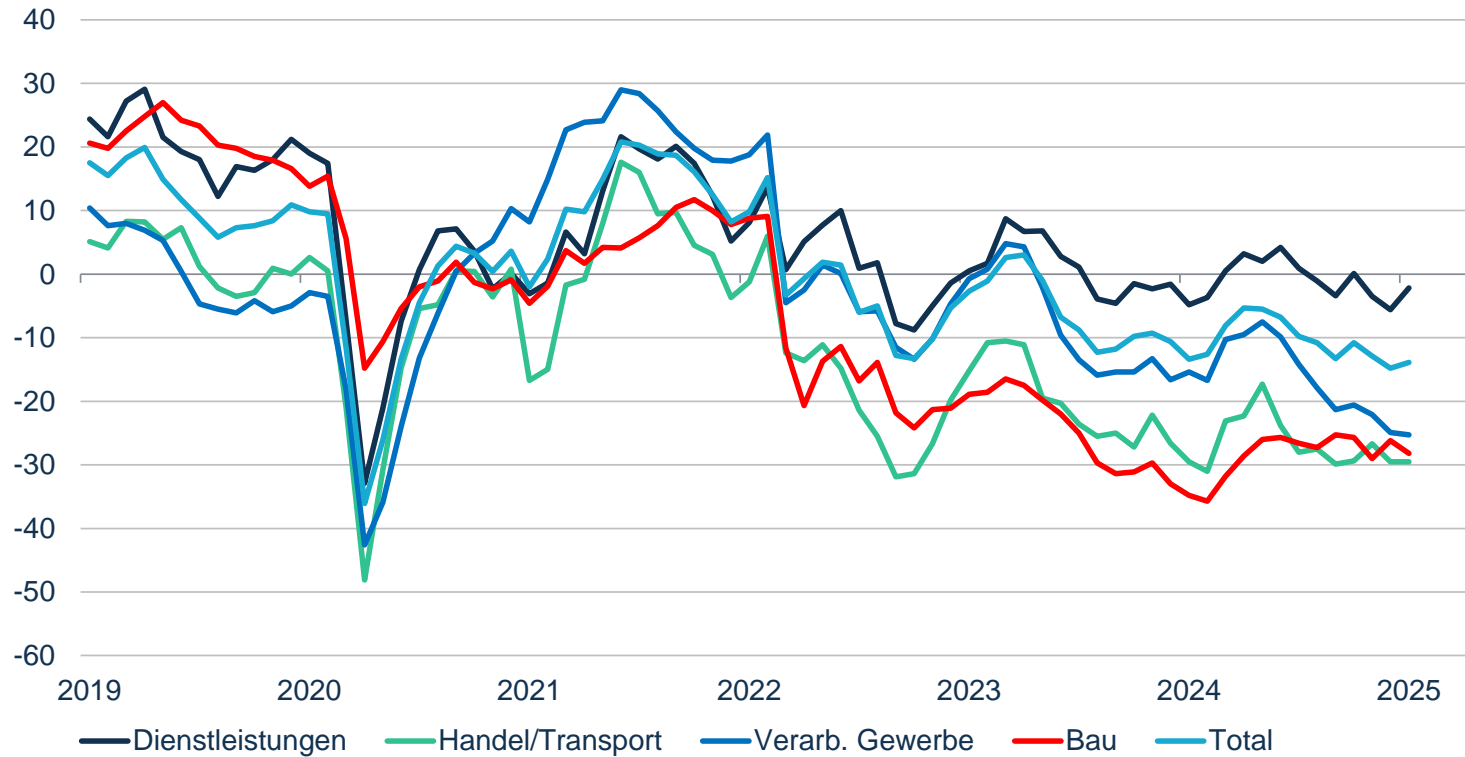
Land	Bilaterale Importe in Mrd. USD
– USA	484
– UK	243
– China	205
– Schweiz	168
– Türkei	90

- Vergeltungszölle der EU wären möglich. Die EU hat sich außerdem mit der Erweiterung der Richtlinie 654/2014 die Möglichkeit geschaffen, auf Streitigkeiten im Waren mit **Vergeltung bei Dienstleistungen** zu reagieren.

Deutschland: Dienstleister retten die Konjunktur

ifo-Geschäftsklima, Salden der gewerblichen Wirtschaft

Diffusionsindizes, Monatswerte

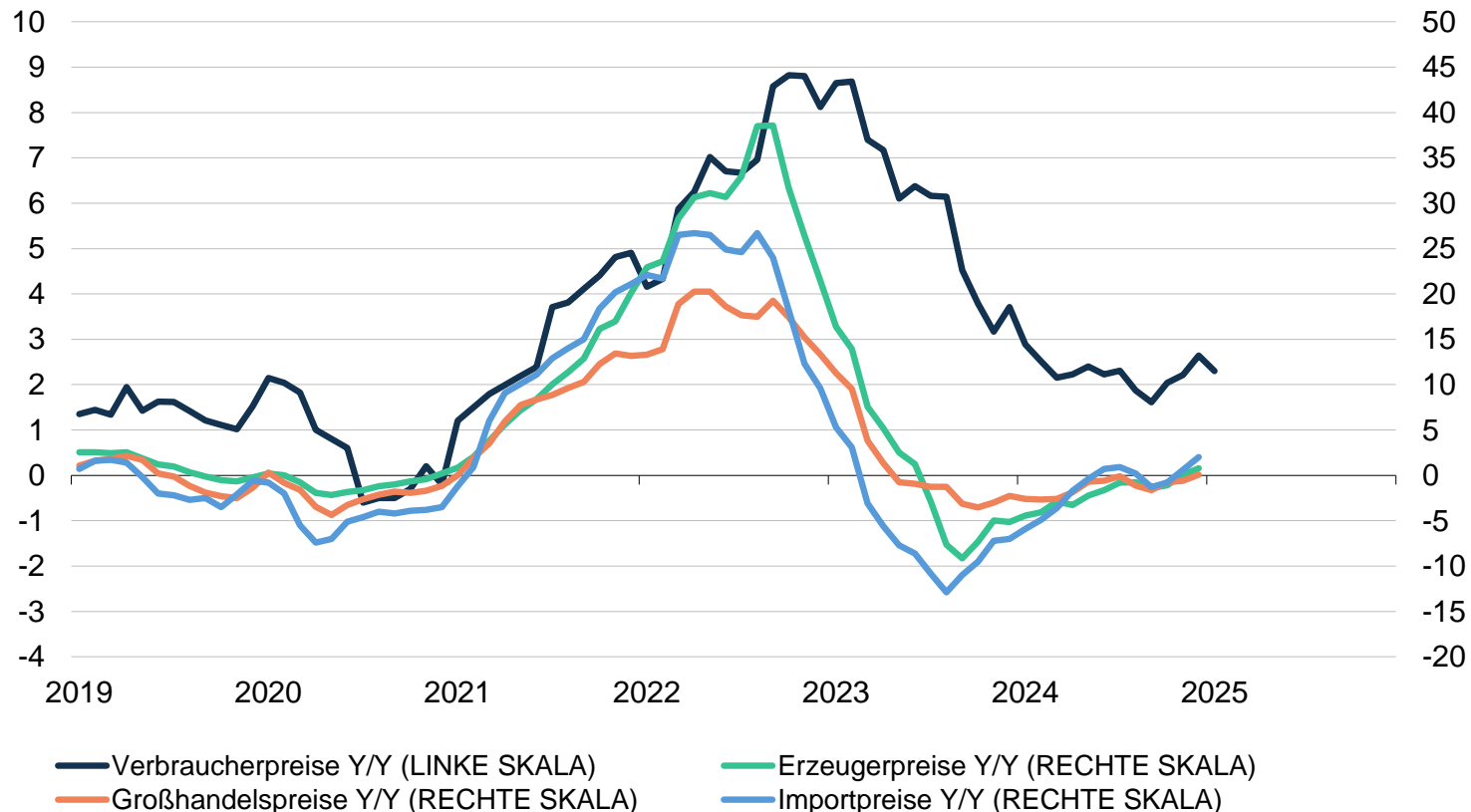


- In allen Wirtschaftsbereichen scheint sich der Rückwärtsgang festgeklemmt zu haben. Die Mehrheit der befragten Unternehmen gibt eine nachlassende Geschäftstätigkeit an.
- Die Dienstleister erreichen zumindest nahezu den Bereich, wo sich positive und negative Geschäftsentwicklung ausgleichen. Zudem haben sie zuletzt einen Sprung nach oben getan.

Deutschland: Inflation im Januar rückläufig

Deutschland: Preise Y/Y auf verschiedenen Stufen

Monatswerte

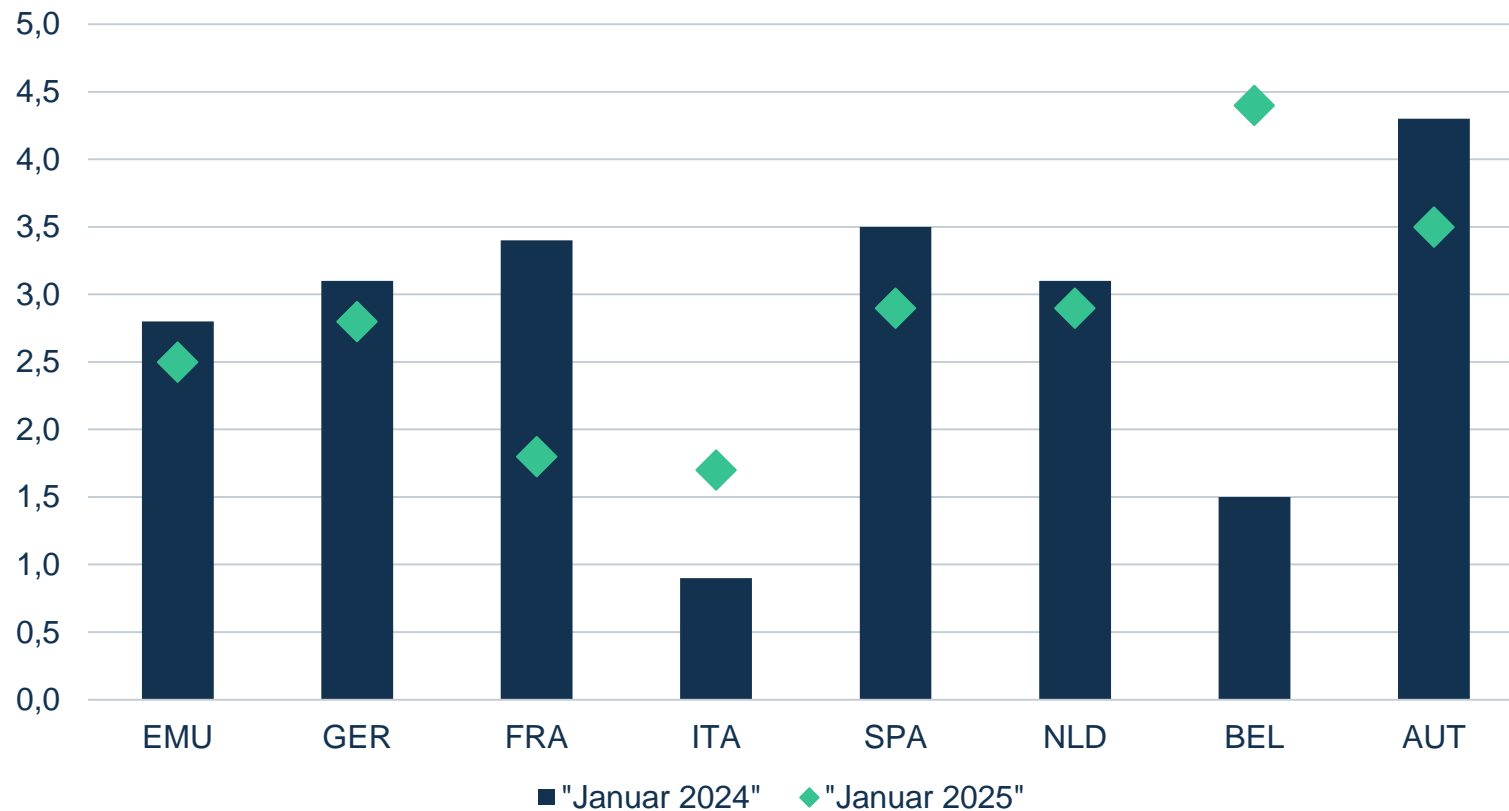


- Die Inflation (nationaler Index) fiel im Januar überraschend. Von 2,6% ging es auf 2,3% abwärts. Entspannung gab es vor allem für die Energiepreise.
- Auf den vorgelagerten Stufen steigt der Preisdruck allmählich.

EWU: Inflation bleibt auf der Agenda

HVPI Januar 2024 und 2025

Monatswerte, nicht saisonbereinigt

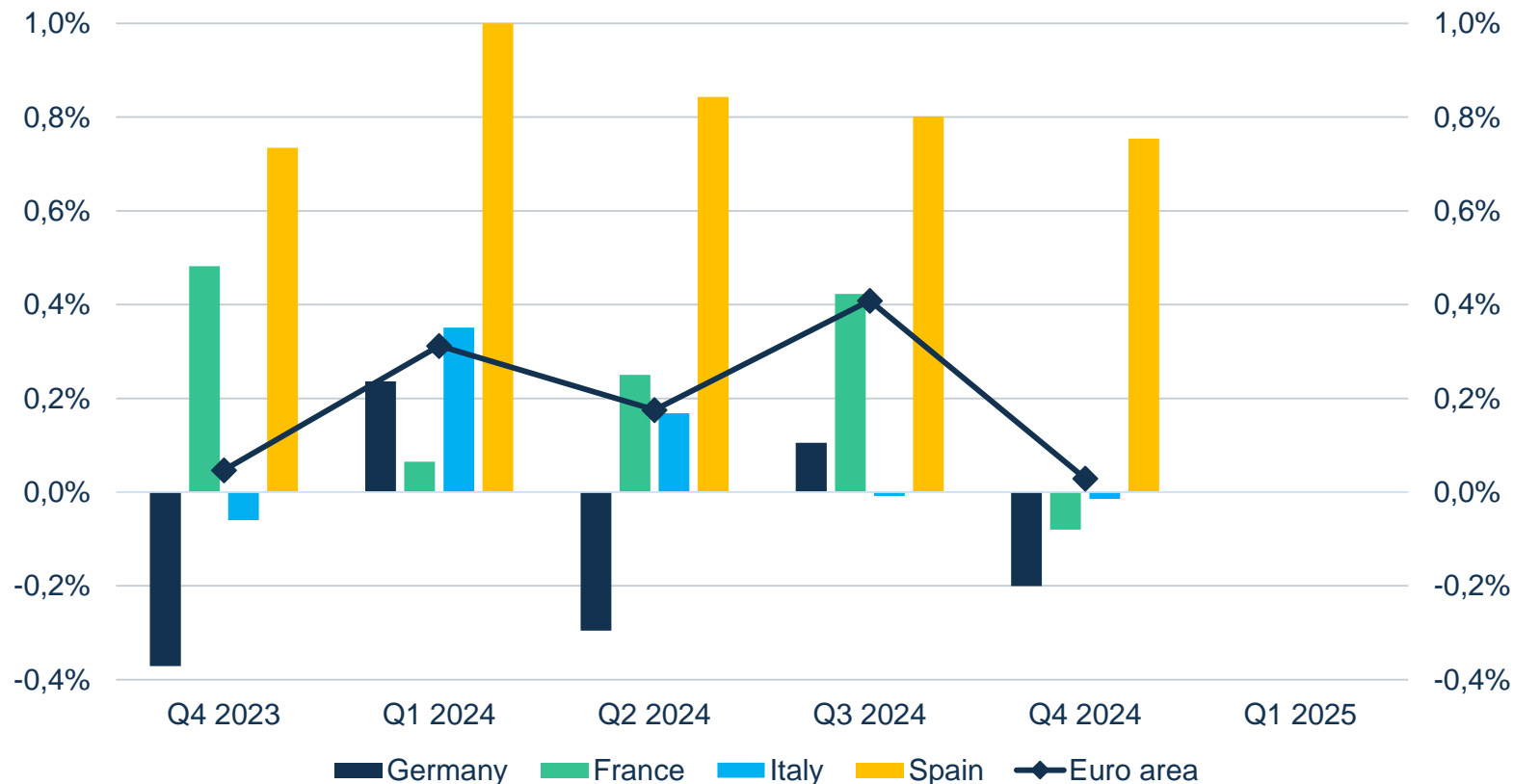


- Die Inflation im Euroraum erweist sich als hartnäckig. Im Januar lag sie bei 2,5% und damit etwas höher als im Dezember 2024 (2,4%).
- Der Vergleich der acht größten Länder zwischen dem Januar 2024 und 2025 zeigt, dass die Inflationsrate in den meisten Ländern nur wenig gesunken ist.
- Überdies liegt die Inflationsrate, außer in Frankreich und Italien, in diesen Ländern überall oberhalb der Grenze von 2%.

EWU: Deutschland weiter Schlusslicht

EWU: BIP der großen Staaten Y/Y

Quartalswerte, saisonbereinigt

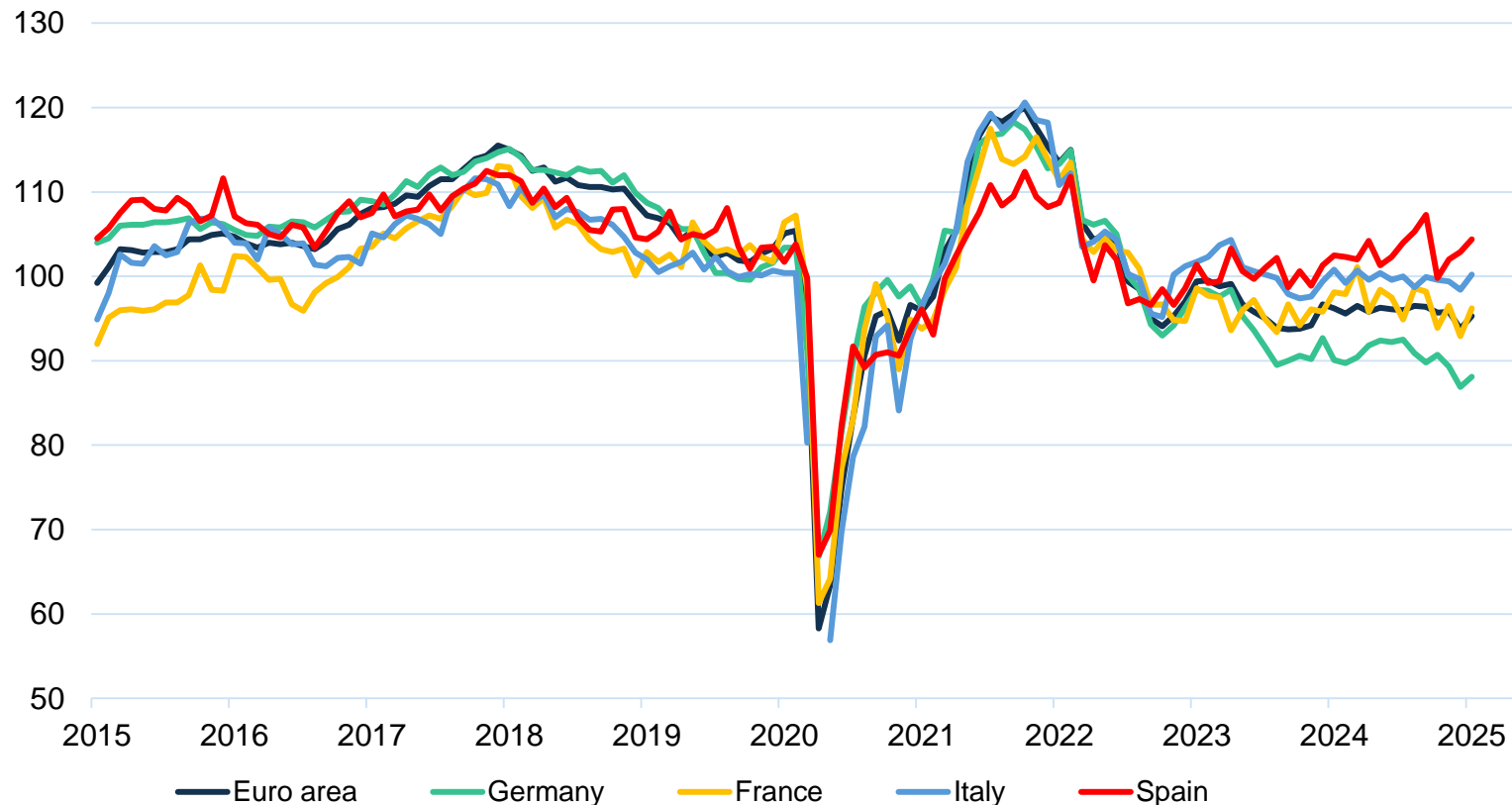


- Das BIP-Wachstum im Euroraum ließ zuletzt hat weiter nach.
- Deutschland und Frankreich verloren im vierten Quartal 2024 an Dynamik; Italien stagniert praktisch; nur in Spanien läuft es.

EWU: Zarter Lichtblick für die Konjunktur

Economic Sentiment

Monatswerte, saisonbereinigt

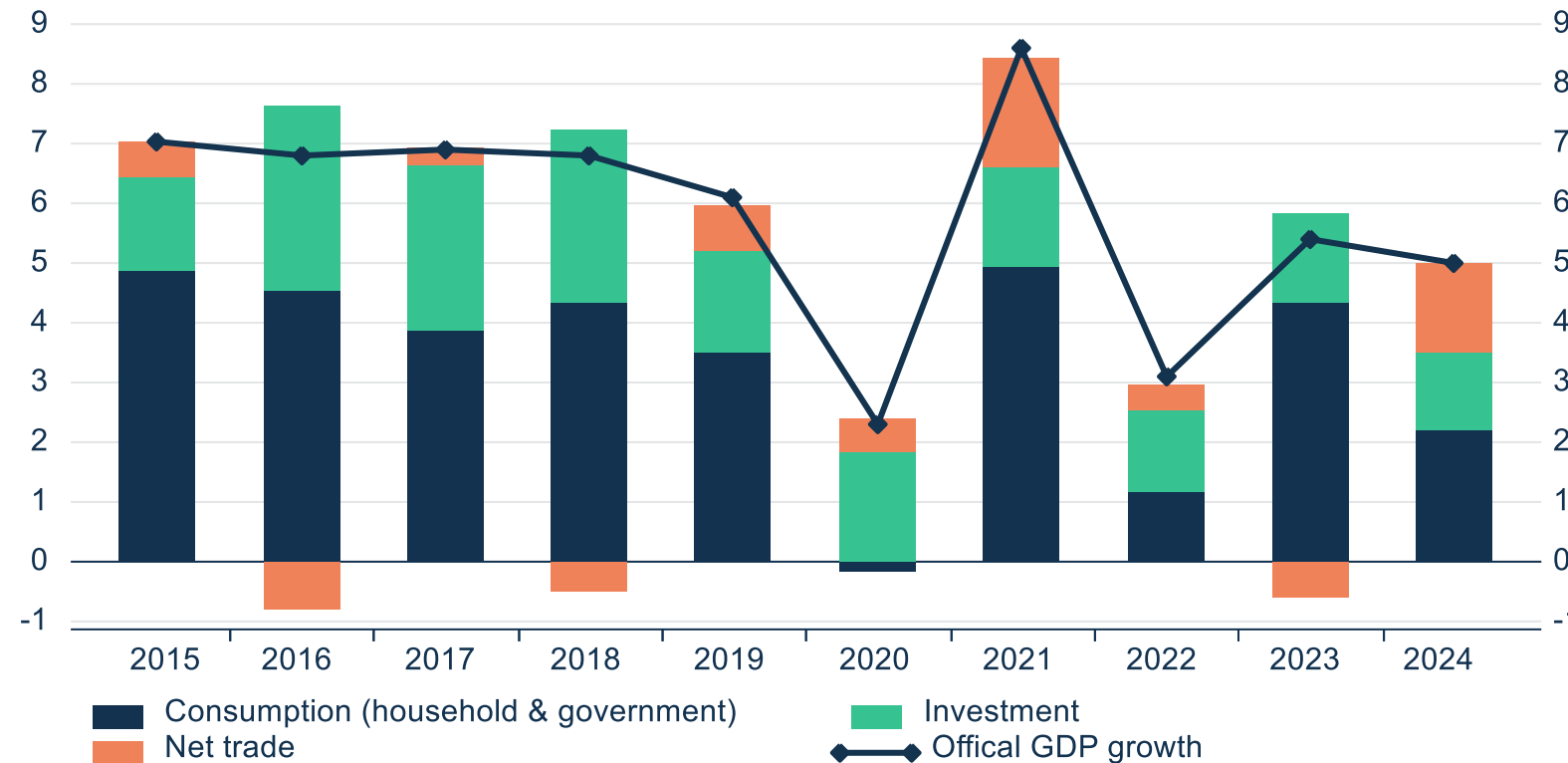


- Immerhin einen zarten Lichtblick gab es zum Jahresbeginn für die Konjunktur im Euroraum: Das Economic Sentiment verbesserte sich durchgehend.

Chinas Wachstum profitiert zum Jahresende von Stimulus und Exporten

China: BIP-Wachstum & Beiträge Nachfragekomponenten

in % bzw. %-punkten

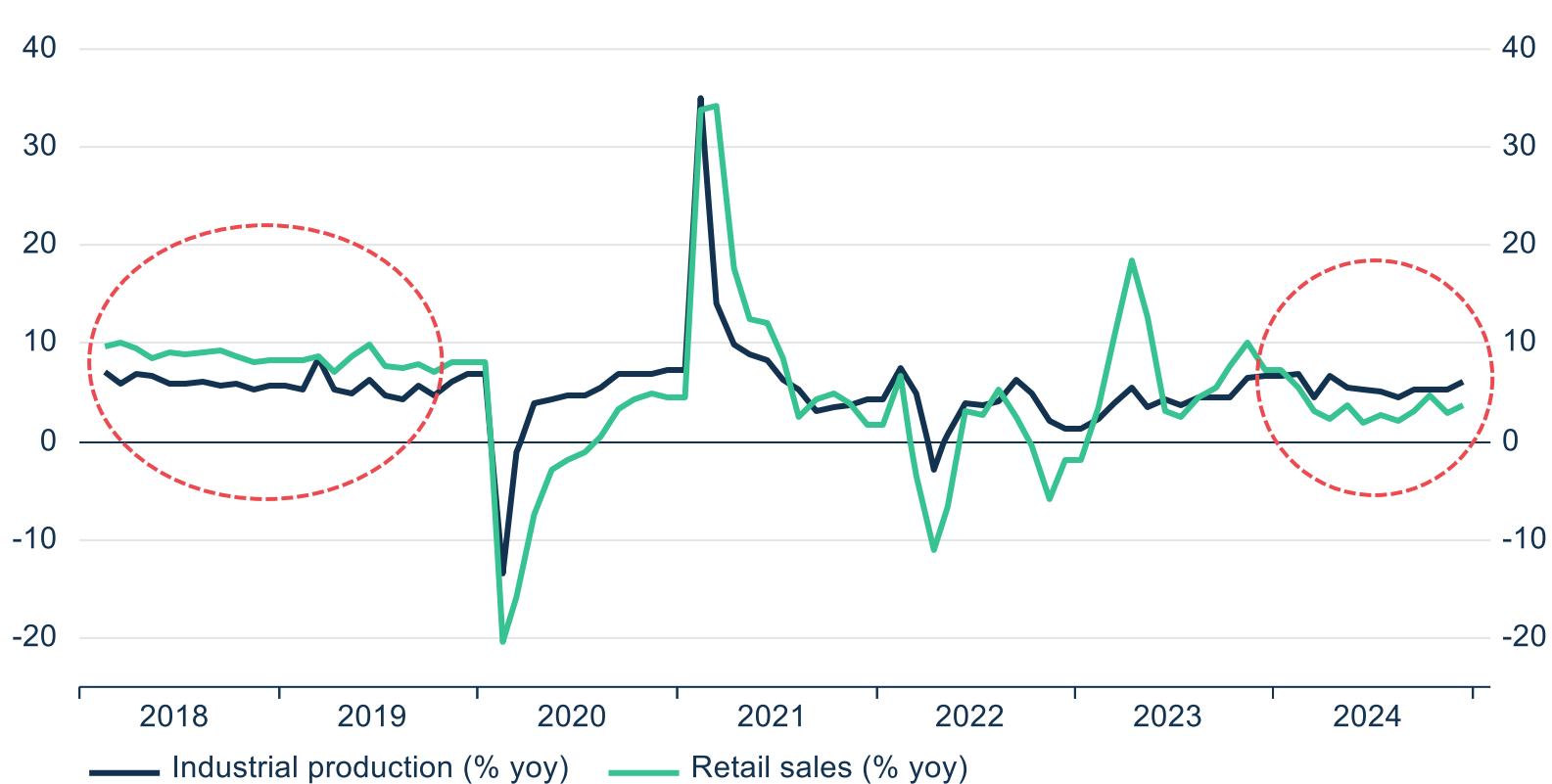


- Nach offiziellen Angaben wuchs die chinesische Wirtschaft im vergangenen Jahr um 5,0 %.
- Gestützt wurde das Wachstum vor allem durch einen starken Anstieg der Exporte (Beitrag: 1,5 %-punkte) sowie durch die Ende September beschlossene Stützungsmaßnahmen.
- Unterdessen verharrt die Inflation im niedrigen einstelligen Bereich.

Ungleiche Dynamik in der Wirtschaft setzt sich fort

China: Wachstum Industrieproduktion & Einzelhandelsumsätze

in % yoy

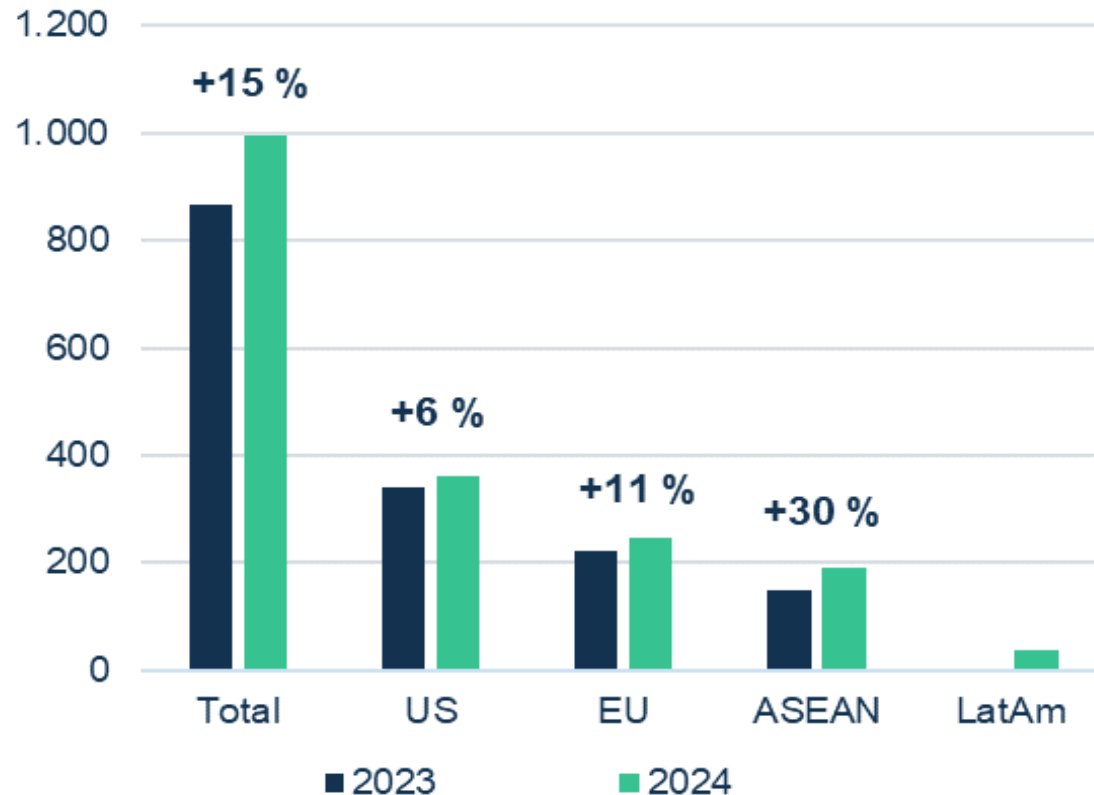


- Das verarbeitende Gewerbe bleibt die derzeit wichtigste Wachstumsstütze.
- Nach einem Plus von 4,6 % im Jahr 2023 legte die Produktion im vergangenen Jahr mit einem Zuwachs von 5,8 % nochmal deutlicher zu.
- Die Ausweitung der Produktion wird dabei in vielen Fällen teuer erkaufte. Ein lokal kräftiger Preiswettbewerb und eine schwache Inlandsnachfrage zwingen viele Unternehmen zu Preissenkungen.
- Der Konsum bleibt unterdessen weiterhin hinter seinem Vorkrisentrend zurück.
- Deutliche Umsatzsteigerungen konzentrieren sich auf jene Produktsegmenten, denen staatliche Subventionsprogramme zugutekommen.

China bei jüngster Zollrunde ohne Schonfrist, aber Situation (vorerst) unter Kontrolle

Chinas Exportüberschuss nach Regionen

in Mrd. USD



Quelle: LSEG, LBBW Research

- Auf Ländersicht sind die USA weiterhin der wichtigste Handelspartner Chinas.
- Mehr als ein Drittel des chinesischen Exportüberschusses entfiel 2024 auf die Vereinigten Staaten.
- Chinas Reaktion auf die soeben verhängten Zusatzzölle in Höhe von 10% fällt verhältnismäßig moderat aus.
- Die von Gegenzöllen betroffenen US-Produkte machen nur einen geringen Teil des Gesamthandels aus.
- Die chinesische Exportindustrie wird unter den neuen Zollschränken leiden, aber der Verlust an Wirtschaftsleistung würde sich unter dem gegenwärtigen Szenario in Grenzen halten.
- Eine Eskalation mit Universalzöllen von 60 % auf Importe aus China halten wir derzeit für wenig wahrscheinlich, aber die Devisen bleibt „Fahren auf Sicht“.

Emerging Markets & Global Economy Quarterly

! Ausgabe Q1 2025 erscheint in Kürze!

- Der große Blick auf die **Wachstumsmärkte der Welt**, speziell auf die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, in Lateinamerika und darüber hinaus
- **China 2025**: Zwischen Trump und Stimulus.
- **Argentinien**: Staatspräsident Mileis Reformen kommen voran.
- Wirtschaftszone **Mercosur** & Verhandlungen um Freihandelsabkommen mit EU.
- **Mexiko**: Es droht ein perfekter Sturm.
- **Südafrika**: Anfangseuphorie mit Blick auf neue Koalition verfliegt.
- **Türkei**: Aktuell läuft es für Erdogan.
- **Vereinigte Arabische Emirate**: Powerhaus mit Zukunftsambitionen.
- **! Aktienmärkte: Börsenentwicklung in den Schwellenländern & Betrachtung Südafrika!**

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



Ausgabe Q2/2024 XX.05.2024 | LB&W Research | Macro/Strategy

Überschrift

01	Auf einen Blick / At a glance	S. 2
02	Asien / Pazifik	S. 3
03	Lateinamerika	S. 7
04	Global Economy	S. 12
05	Kalender	S. 19
06	Anhang	S. 20
07	Disclaimer	S. 22

Dirk Chroch
Senior Economist
+49 711 321-7510
dirk.chroch@lbw.de

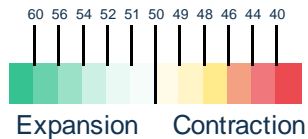
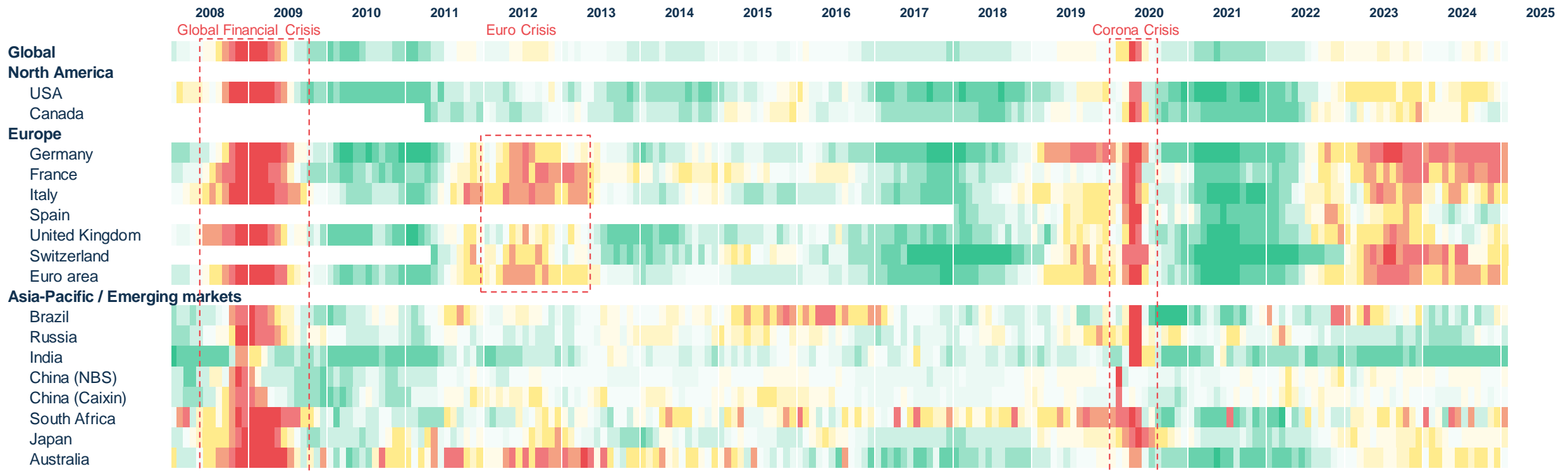
Matthias Krüger
Senior Economist
+49 711 321-7308
matthias.krueger@lbw.de

Sanjiv Pannigal
Senior Economist
+49 714 838 22
sanjiv.pannigal@lbw.de

LB&WResearch@LBW.de

Erstellt am:
#RELEASE_DATE

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

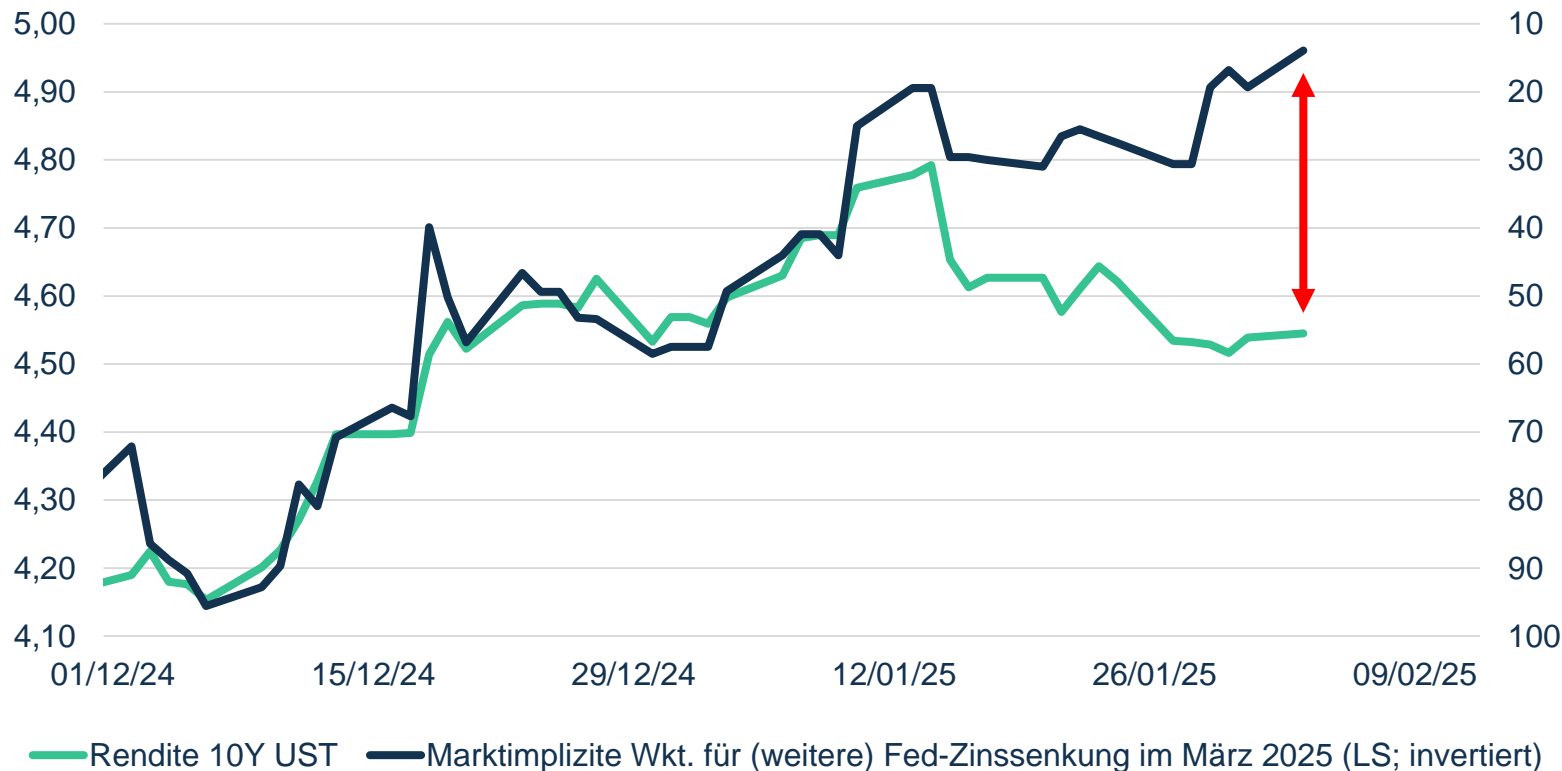
04

Zinsen: Vorsichtige Stimmungsaufhellung

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

Fed leitet Zinspause ein – Powell: Weitere Lockerung hat „keine Eile“

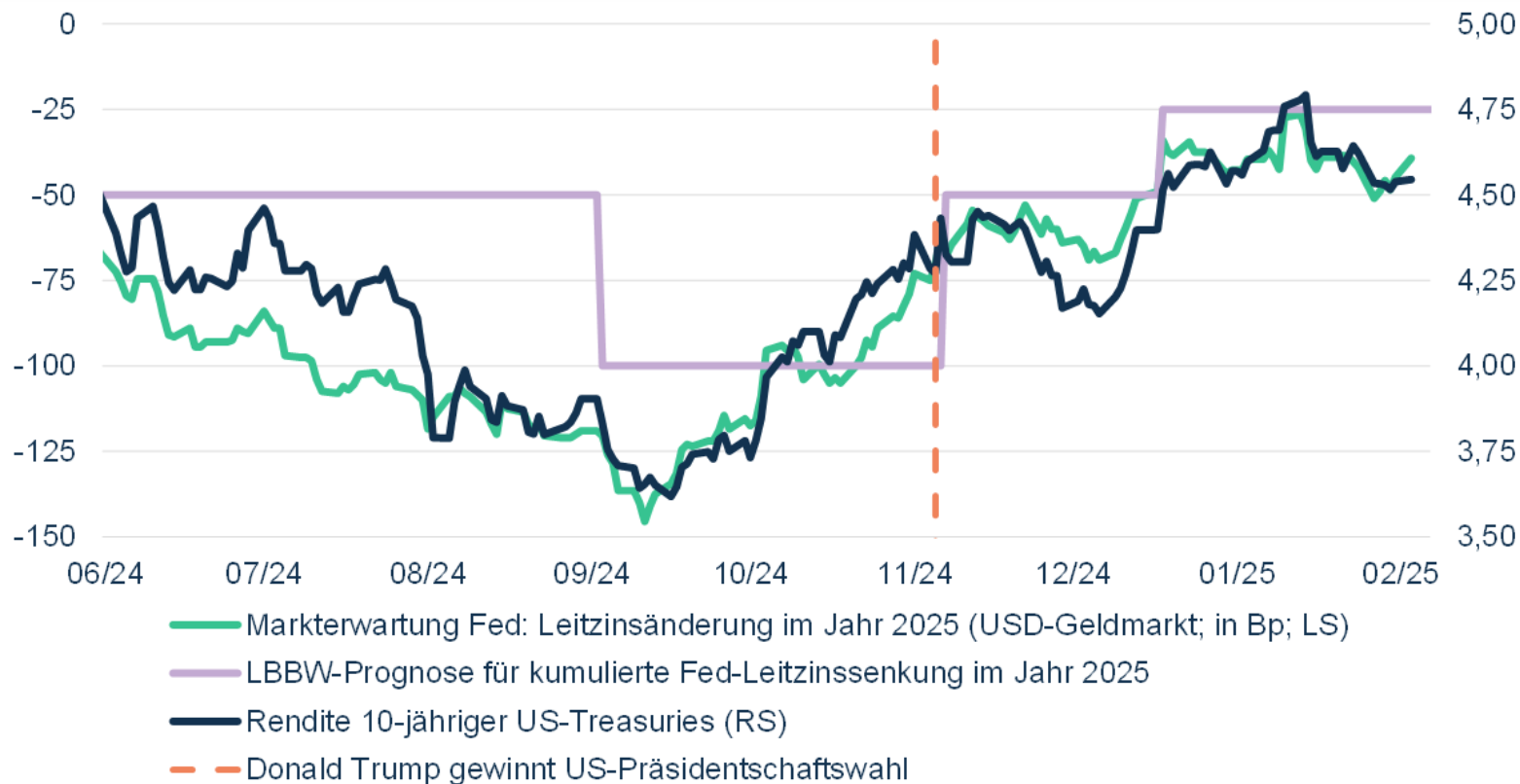
Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für weitere Fed-Zinssenkung im März 2025 (in Bp) und 10-jährige US-Rendite



- Fed drückt am 29.01. erwartungsgemäß den „Pausenknopf“.
- Geldpolitische Lageeinschätzung wirkt sowohl mit Blick auf Arbeitsmarkt als auch Inflation „hawkisher“ als noch im Dezember.
- Fed-Chef Powell spielt diesen Eindruck mit Verweis auf redaktionelle Gründe herunter.
- Dennoch: „Erhebliche“ neue Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung seien nötig, um eine Fortsetzung des Lockerungskurses zu rechtfertigen.
- => Aus heutiger Sicht keine signifikante Neigung der Fed, die Zinspause bereits auf der März-Sitzung zu beenden. Markt preist erst per Juli 2025 weiteren 25-Bp-Schritt komplett ein (März: ca. 15 %). Wir erwarten (auch wegen Trump) gar eine noch längere Zinspause bis weit ins zweite Halbjahr 2025.

USD-Rentenmarkt: Zinssenkungshoffnungen im Spannungsfeld zwischen Trump und Makrodaten

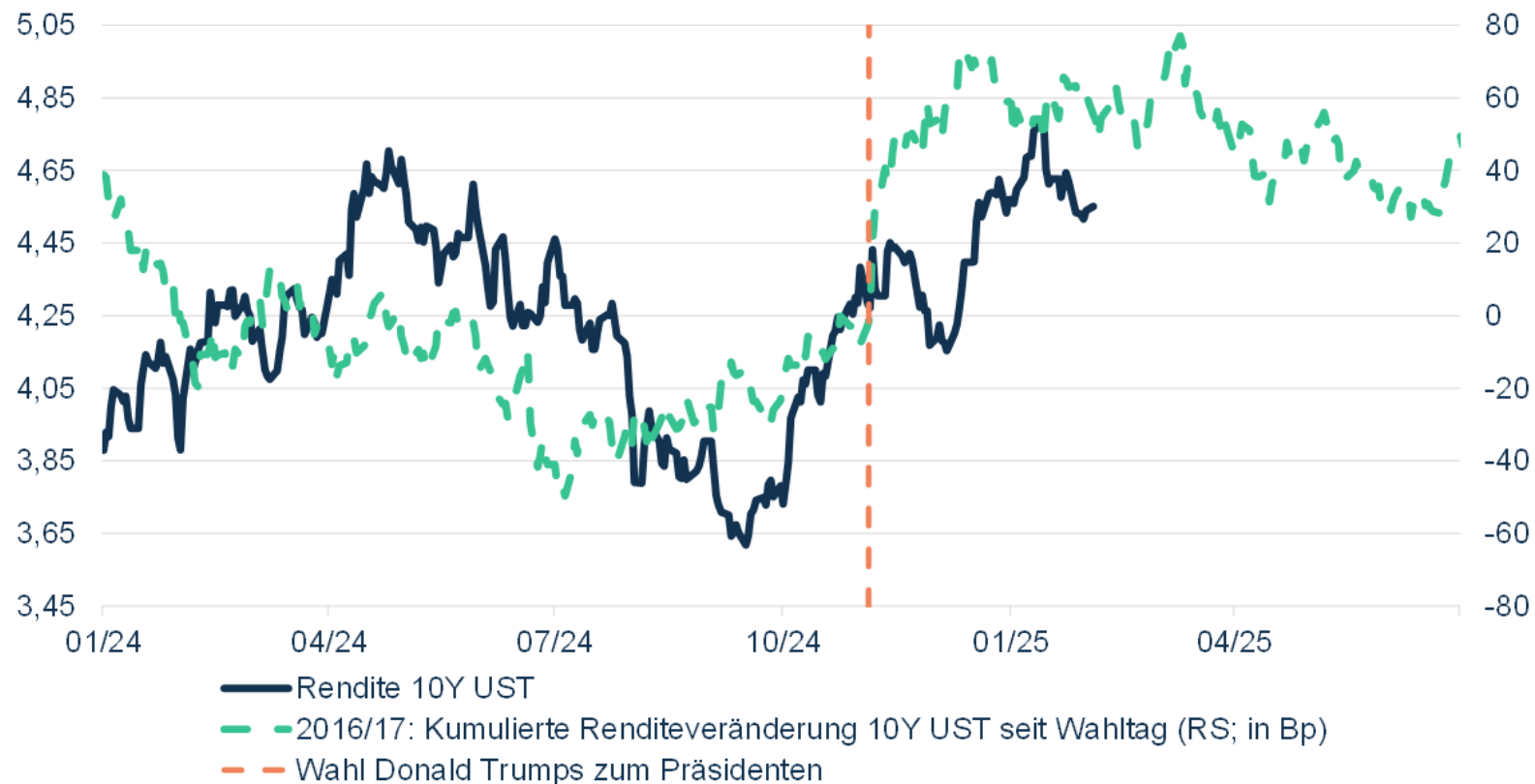
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und am Markt erwartete Fed-Zinsänderung für 2025 (in Bp)



- Die Rendite langlaufender US-Staatsanleihen hatte zweitweise das höchste Niveau seit Herbst 2023 markiert, bevor eine relativ softe Kerninflation eine Kurserholung einläutete.
- Die Geldmarkt-Terminsätze neigen per Ende 2025 zu insgesamt zwei 25-Bp-Schritten der Fed.
- Ein großer Unsicherheitsfaktor ist nun, wie umfassend Donald Trump seine Drohungen in Sachen Handelspolitik umsetzt bzw. wie lange die Maßnahmen aufrecht erhalten werden. Trumps Signale in Richtung eines moderateren Zollregimes bzw. seine (impliziten) Verhandlungsangebote stützten die Zinssenkungshoffnungen etwas.
- Aber: Wie belastbar ist diese Entspannung?

USD-Rentenmarkt: Ist der „Trump-Effekt“ bereits nachhaltig abgeebbt?

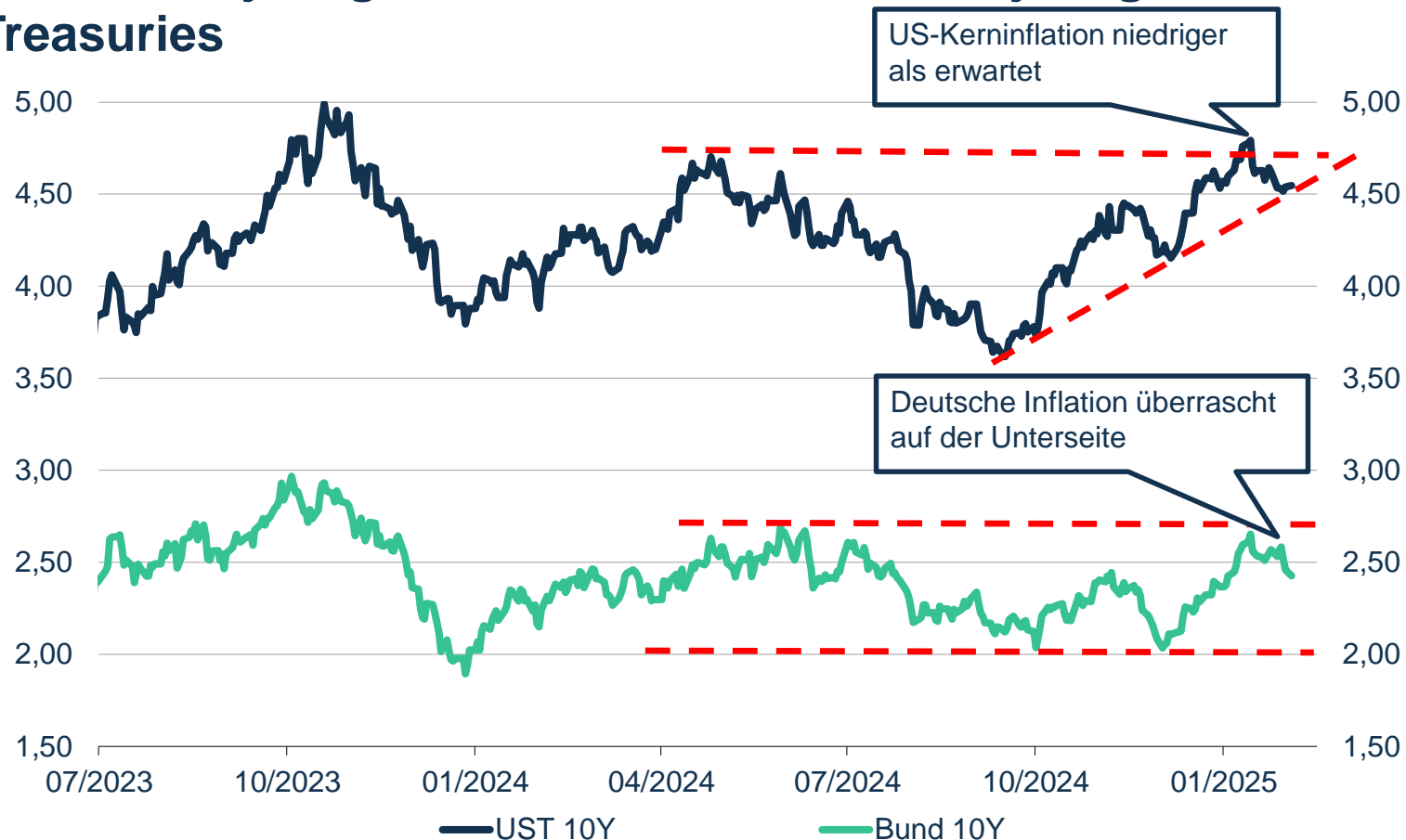
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und kumulierte Renditeveränderung nach Trumps Wahlsieg 2016



- In der Spitze lag die 10-jährige Treasuryrendite Anfang Januar um 55 Bp höher als vor Trumps Wahlsieg.
- Nach Trumps erstem Wahlsieg im Jahr 2016 schnellte die Benchmarkrendite kumuliert um bis zu 75 Bp nach oben.
- Nimmt man 2016/17 als „Blaupause“, wäre somit ein Test der 5 %-Marke bis zum Frühjahr 2025 noch immer realistisch.
- Auf mittlere Sicht macht das 2016/17er Szenario derweil den Rentenbullen etwas Hoffnung: Sechs Monate nach der Wahl lag die Treasuryrendite nicht höher als drei Monate nach Trumps Sieg, sondern eher etwas tiefer.

Rentenmarkt: Angriff auf die 5 %-Marke vorerst abgesagt!

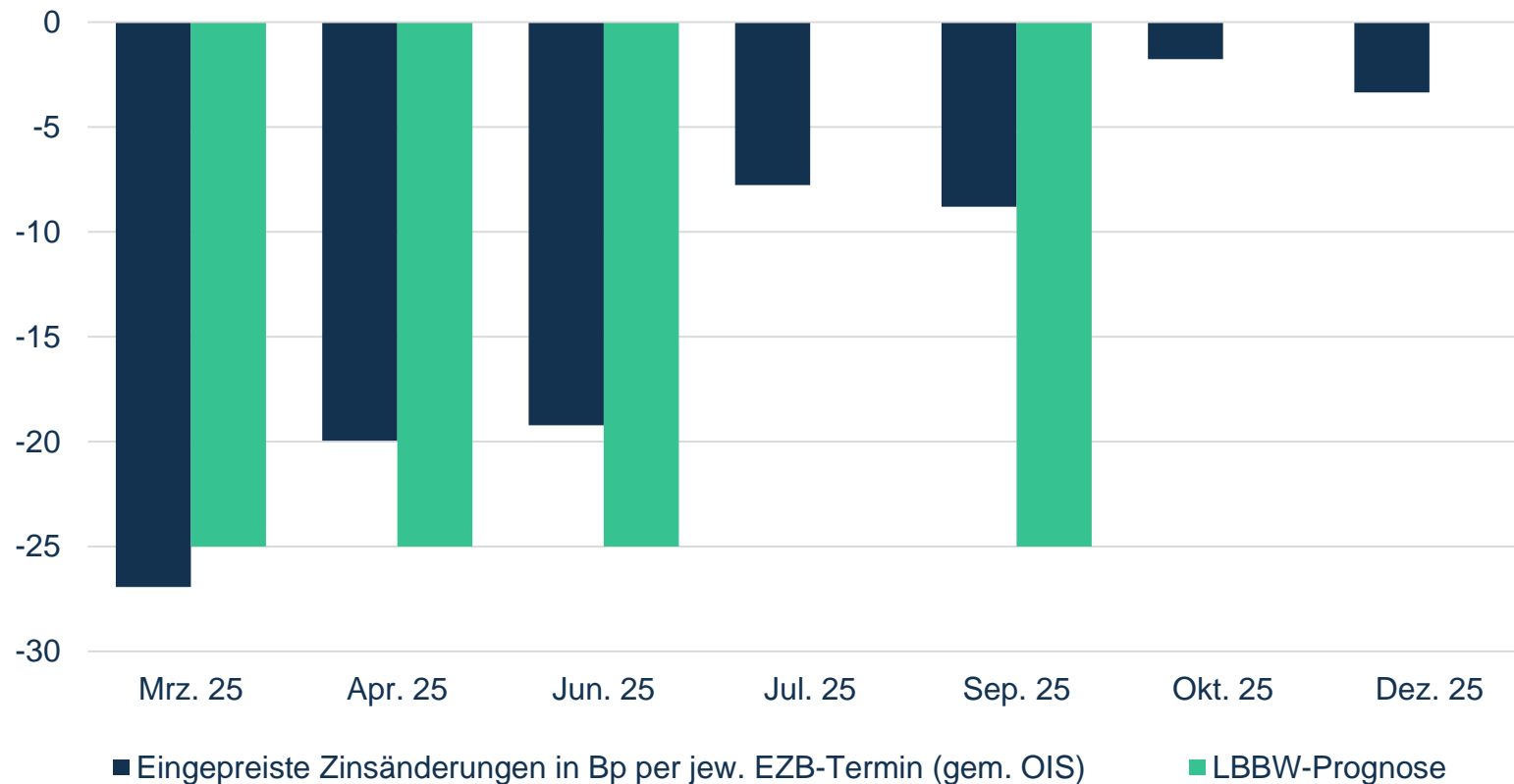
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries



- **UST 10Y:** Kurzfristiger Renditeaufwärtstrend (noch) intakt. Rentenbären aus technischer Sicht weiter im Vorteil. Sprung über Widerstand bei 4,70 % fehlte jedoch wegen einer softeren Inflation die „Anschlussdynamik“. Zügige bearishe Extension in Richtung 5 %-Marke unwahrscheinlich geworden.
- **Bund 10Y:** Handelsspanne des Jahres 2024 in den zurückliegenden sechs Wochen nahezu voll ausgeschöpft! Trading-Range dürfte einstweilen erhalten bleiben. Nachhaltiger Sprung über 2,70 % ist ohne stark verändertes Makro-Szenario für den Euroraum unwahrscheinlich.
- **Kaufgelegenheit nach Baisse?** Je näher die 5 %-Marke rückt, desto mehr steigt die strategische Attraktivität langlaufender US-Treasuries!

EZB: Spielraum für weitere graduelle geldpolitische Lockerung

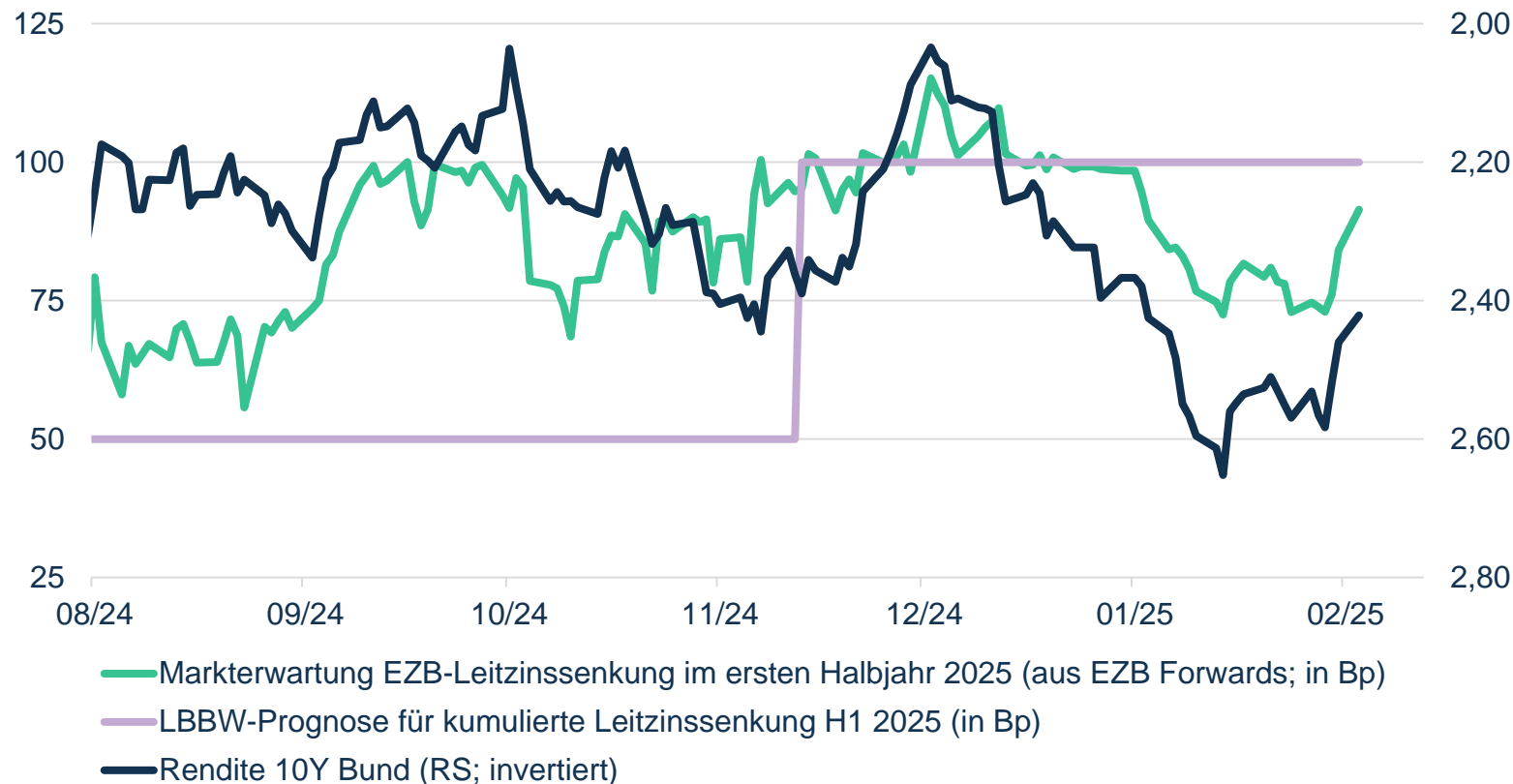
Marktimplizite Zinsänderung je EZB-Termin und LBBW-Prognose (in Bp)



- EZB-Rat stand am 30.01. einstimmig hinter fünfter Zinssenkung seit Juni 2024.
- Geldpolitik sei weiterhin restriktiv, Desinflation „auf gutem Weg“.
- EWU-BIP-Stagnation im vierten Quartal gibt geldpolitischen Tauben Rückenwind, Inflation zudem im Januar insgesamt im Bereich der Erwartungen.
- => Weichen gestellt für weitere Zinssenkung auf dann 2,50 % im März. Im Zuge dessen könnte die Wortwahl laut EZB-Kreisen ausgewogener werden.
- Wir halten an unserer Erwartung fest, dass die EZB ihre Serie aufeinanderfolgender Senkungen um je 25 Bp mindestens bis ins zweite Quartal 2025 fortsetzt.
- Wir sehen den „Zielwert“ wegen der hohen Konjunkturrisiken etwas unter 2 %.

EUR-Rentenmarkt: Zinssenkungsspekulation hat (zu) deutlichen Dämpfer erhalten

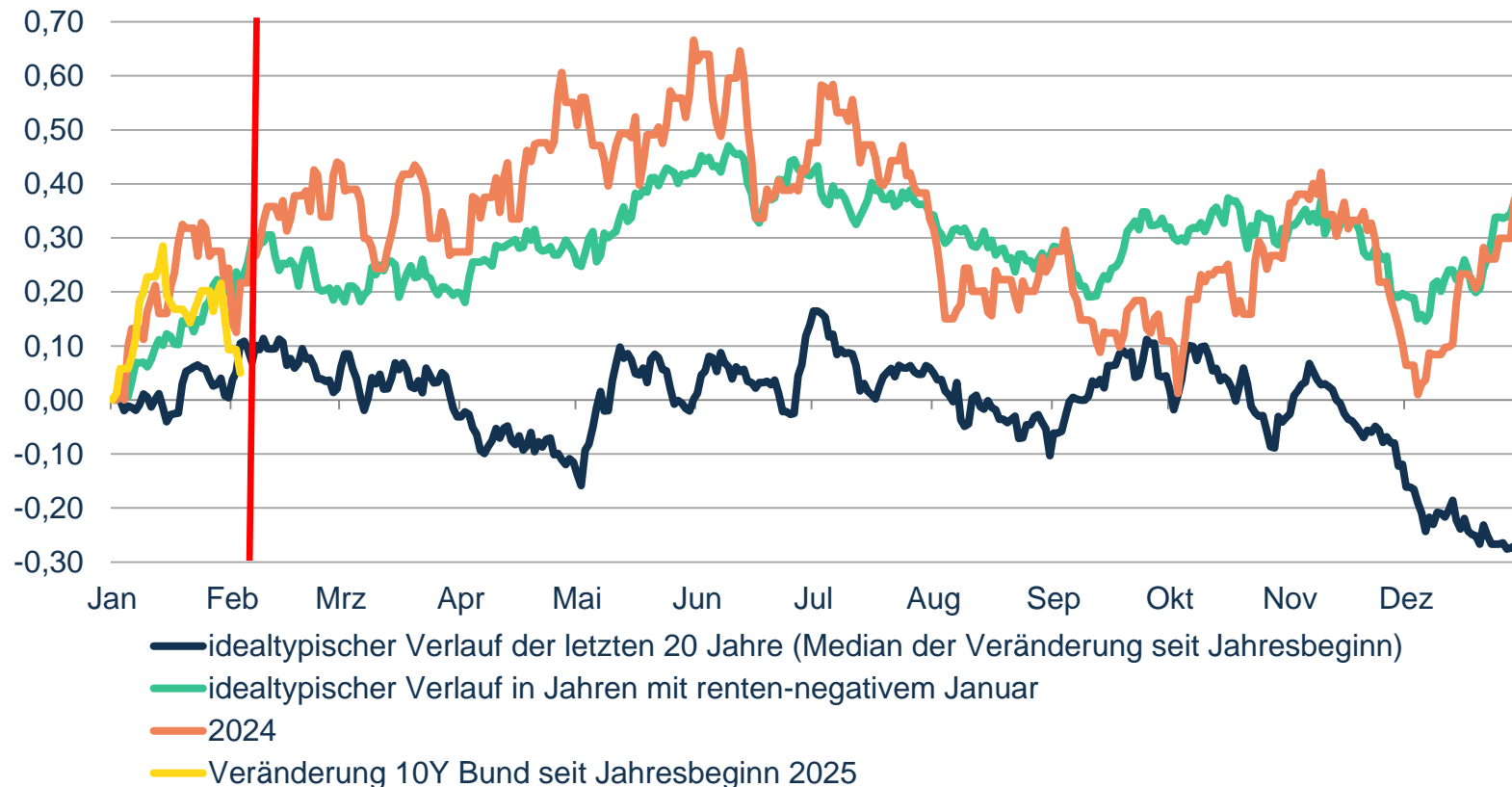
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und am Markt erwartete EZB-Zinssenkungen für erstes Halbjahr 2025 (in Bp)



- Auf mittlere Sicht haben die Marktteilnehmer ihre Zinssenkungserwartungen für den EZB-Einlagesatz seit Jahresbeginn 2025 per Saldo etwas zurückgefahren.
- Für das erste Halbjahr 2025 sind insgesamt weitere rund 65 Bp (rechnerisch zweieinhalb Zinsschritte) eingepreist, d.h. etwas weniger als wir prognostizieren.
- Dies eröffnet u.E. Potenzial für eine nachhaltigere Erholung der Anleihekurse, sofern sich unser EZB-Call bewahrheitet.
- Kommen die US-Rentenkurse dagegen wegen der künftigen Handels- und Steuerpolitik Trumps erneut ins Rutschen, dann dürfte dies auch den EUR-Rentenmarkt belasten.

EUR-Rentenmarkt: Schwacher Januar spricht für weitere Kursverluste bis ins Frühjahr

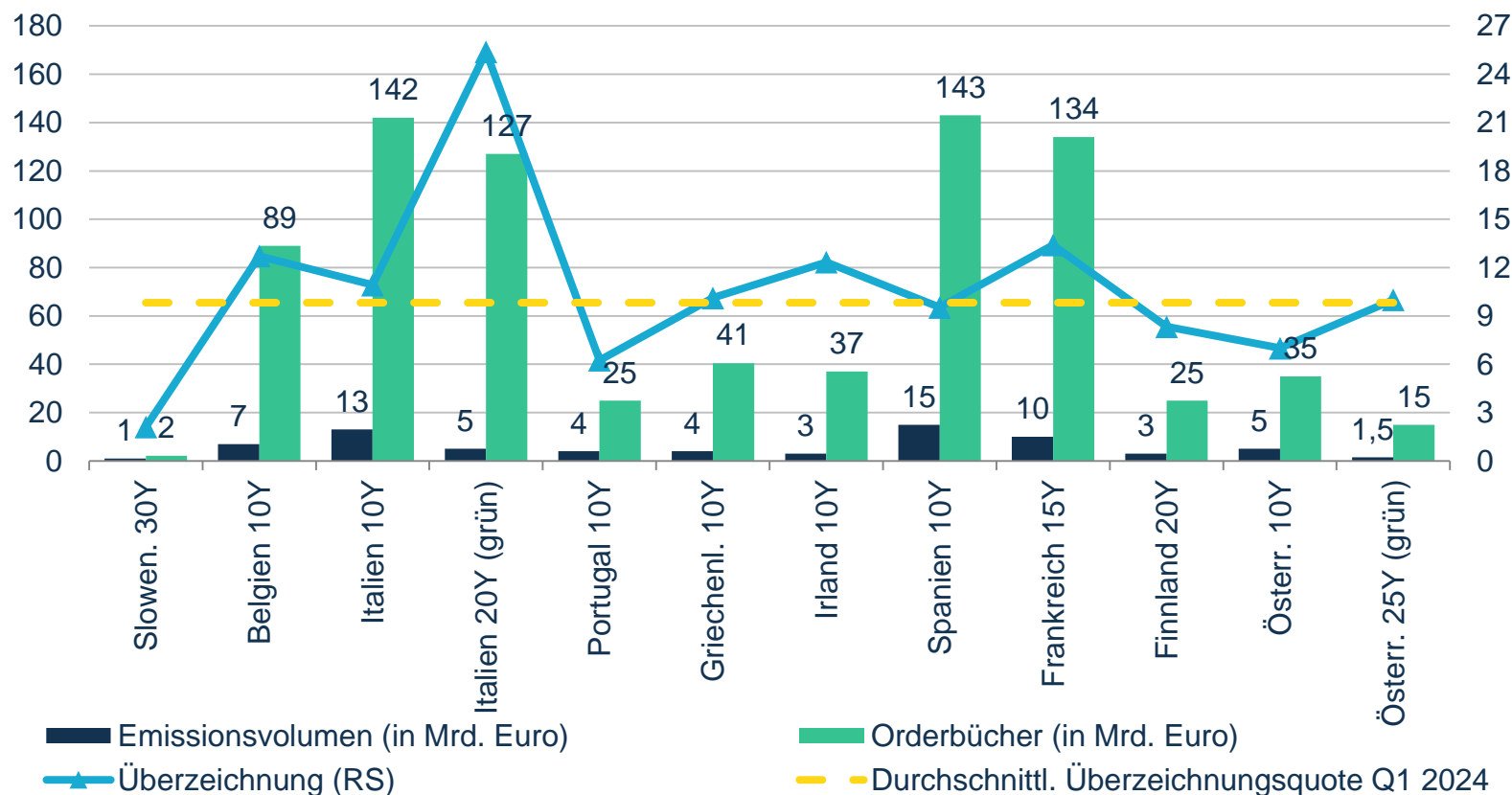
Kumulierte Renditeveränderung 10Y Bund seit Jahresbeginn und idealtypischer Saisonverlauf



- Neben den Kursabwärtsrisiken, welche weiterhin vom US-Staatsanleihemarkt drohen, gibt das (bedingte) Saisonmuster aktuell den Rentenbären einen Vorteil.
- Kongruent zum Jahresstart 2024 (deutlicher Renditeaufwärtstrend) stieg die 10-jährige Bundrendite im Januar an.
- In zurückliegenden Jahren mit renten-negativem Januar blieb der Markt bis ins Frühjahr hinein in der Tendenz schwach.
- Gemessen am (bedingten) Median der letzten 20 Jahre, könnte die Bundrendite bis zum Frühsommer um einen weiteren viertel Prozentpunkt anziehen. Nur in einem von zehn historischen Fällen lag die Bundrendite zur Jahresmitte unter Jahresstartniveau.

EUR-Staatsanleihen: Starke Nachfrage nach Neuemissionen bildet Kursstütze

Emissionsvolumina und Orderbücher (in Mrd. EUR) für ausgewählte syndizierte Govie-Neuemissionen 2025

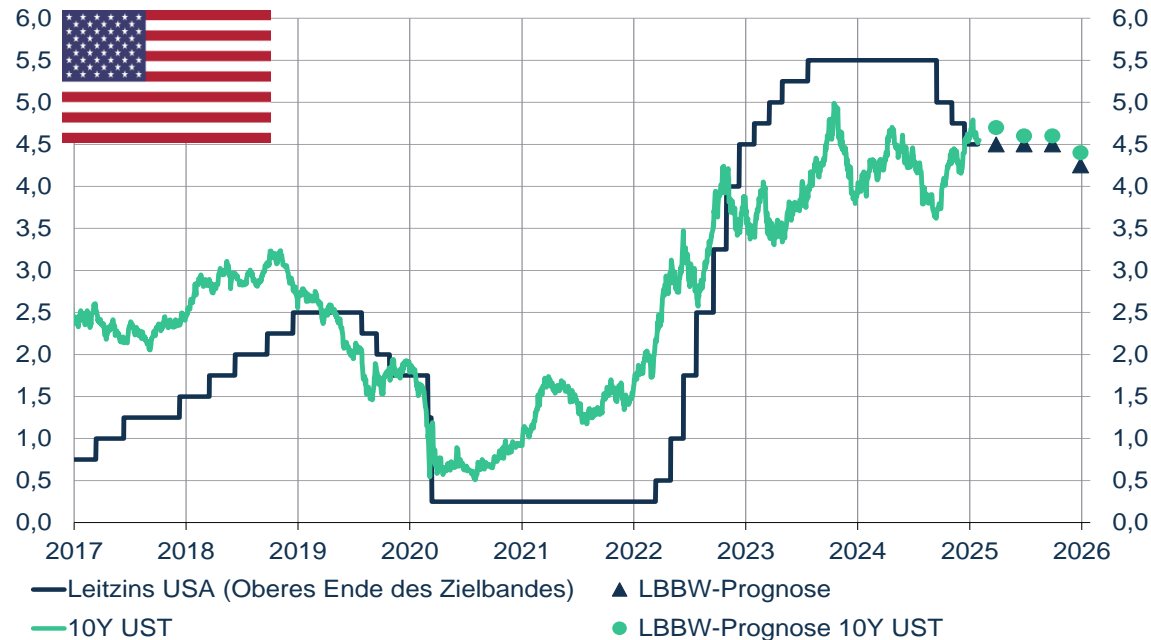


- Die bis dato extrem robuste Nachfrage der Anleger nach Anleiheneuemissionen ist u.E. derweil ein kursstützender Faktor.
- Spanien und Frankreich haben im Januar historische Rekordiaufträge bei der Begebung neuer (Ultra)-Langläufer erhalten.
- Im Durchschnitt waren die staatlichen syndizierten Neuemissionen seit Anfang 2025 bisher mehr als 11-fach überzeichnet. Die Quote übertrifft den Wert des ersten Quartals 2024 (9,8) deutlich.
- Auf der Angebotsseite dürfte sich im Februar zudem der zuletzt extrem hohe Emissionsdruck merklich entspannen.
- Wir rechnen für den laufenden Monat lediglich noch mit Nettoemissionen in Höhe von rund 60 Mrd. EUR, nach gut 135 Mrd. EUR im Januar.

Fazit: Transatlantische Zinsdifferenz wächst; zu früh für Entwarnung am US-Rentenmarkt

USD-Zinsen und Prognose

in %

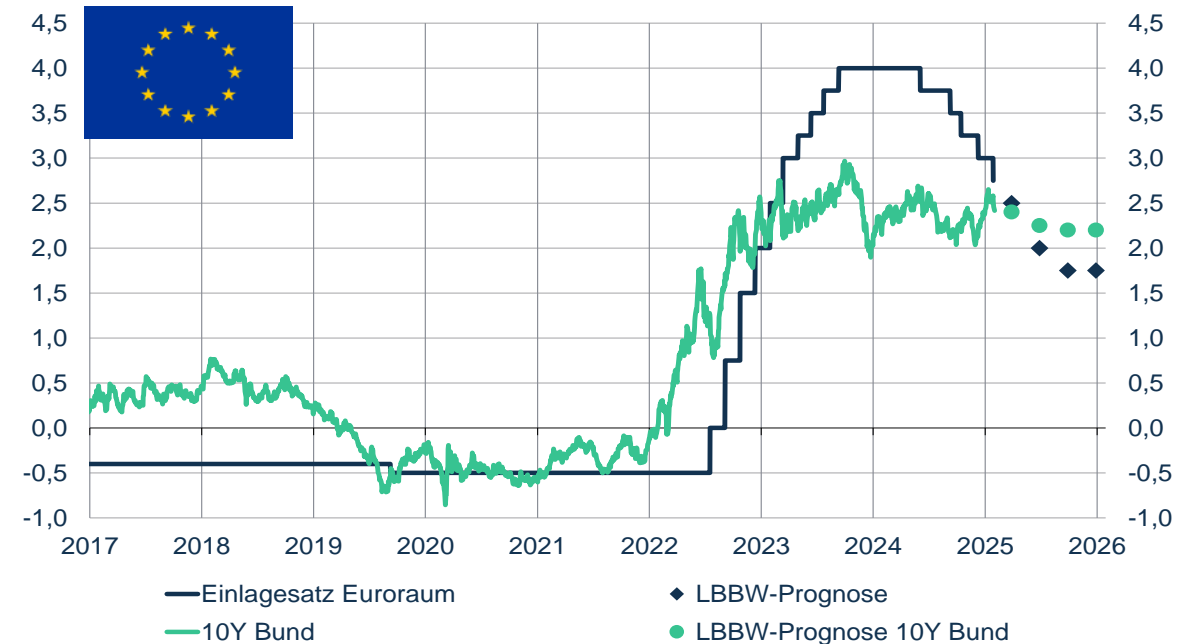


- **Zögerliche Fed: Lockerungskurs bleibt für geraume Zeit ausgesetzt.** Nur eine weitere Leitzinssenkung im Jahr 2025.
- **Treasuries leiden unter anhaltender „Trump-Unsicherheit“.** Mittelfristige Beruhigung, falls „Inflationsschock“ begrenzt bleibt.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

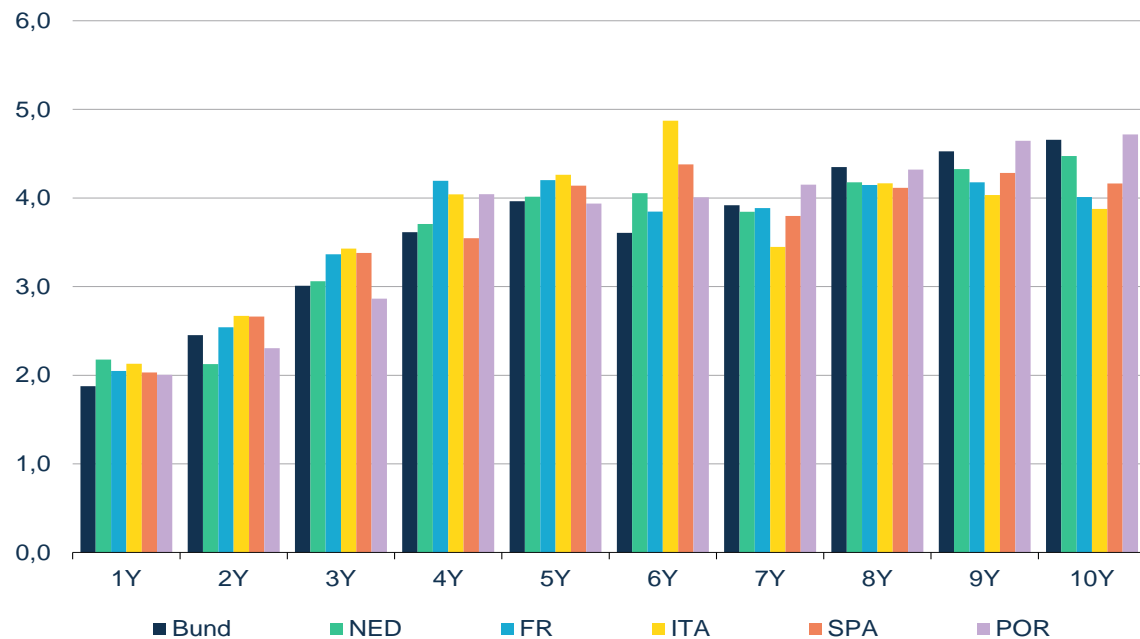


- **EZB bleibt auf Lockerungskurs: Vier weitere Zinssenkungen um je 25 Bp bis Ende 2025, Einlagesatz fällt unter 2 %.**
- **Langfristzinsen: Starkes Spannungsfeld aus EZB-Zinssenkungen und Renditeaufwärtsdruck aus den USA. Per Saldo seitwärts.**

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries per Jahresende 2025

Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

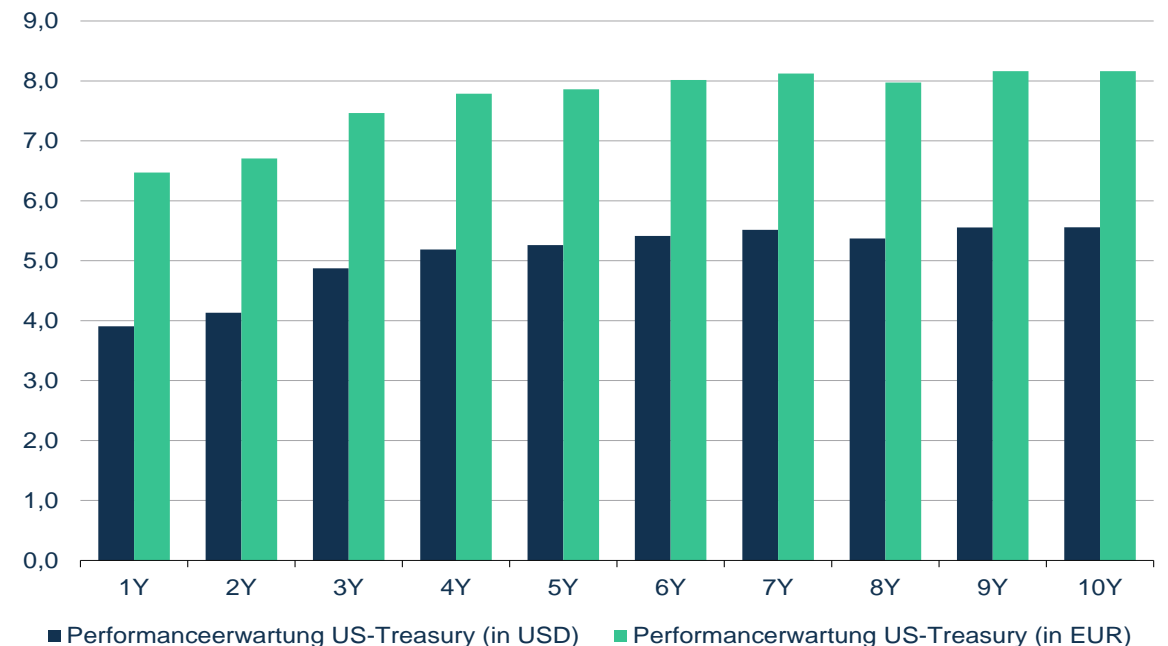


- Konsolidierung nach „Trump-Schock“. Mittelfristig gemischte Aussichten, Langläufer mit Risiken behaftet.
- Peripheriespreads mit Einengungstendenz, **Wahrscheinlichkeit einer verstärkten Renditedifferenzierung mittelfristig dennoch hoch.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Trump-Wahlsieg bringt starken Rückenwind. **Aufwertung dürfte sich mittelfristig fortsetzen.**
- Gefahr eines erneuten Kursverfalls bei langlaufenden US-Treasuries signifikant.

Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Mar-25	Forecast 30-Jun-25	31-Dec-25	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.90	2.65	2.15	1.90	
ECB Deposit Rate	2.75	2.50	2.00	1.75	
Overnight Rate (€STR)	2.91	2.40	1.95	1.70	
3M Euribor	2.56	2.35	1.90	1.75	
Swap 2Y	2.19	2.10	1.90	1.75	
Swap 5Y	2.25	2.20	2.10	2.00	
Swap 10Y	2.36	2.40	2.30	2.30	
Bund 2Y	2.13	1.95	1.70	1.50	
Bund 5Y	2.18	2.10	1.95	1.80	
Bund 10Y	2.43	2.40	2.25	2.20	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.50	4.50	4.50	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	4.38	4.35	4.35	4.10	
3M Money Market	4.85	4.30	4.30	3.95	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.10	4.15	4.00	3.55	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	4.06	4.00	3.90	3.65	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	4.09	4.10	4.00	3.80	
Treasury 2Y	4.22	4.40	4.25	3.80	
Treasury 5Y	4.34	4.45	4.35	4.10	
Treasury 10Y	4.55	4.70	4.60	4.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.48	0.50	0.65	0.75
Japan	10Y Government Bond	1.22	1.25	1.30	1.35
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.70	4.45	4.20	3.70
UK	10Y Government Bond	4.54	4.70	4.55	4.30
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.45	0.20	0.20	0.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.35	0.40	0.40	0.40

Quellen: LSEG, LBBW Research



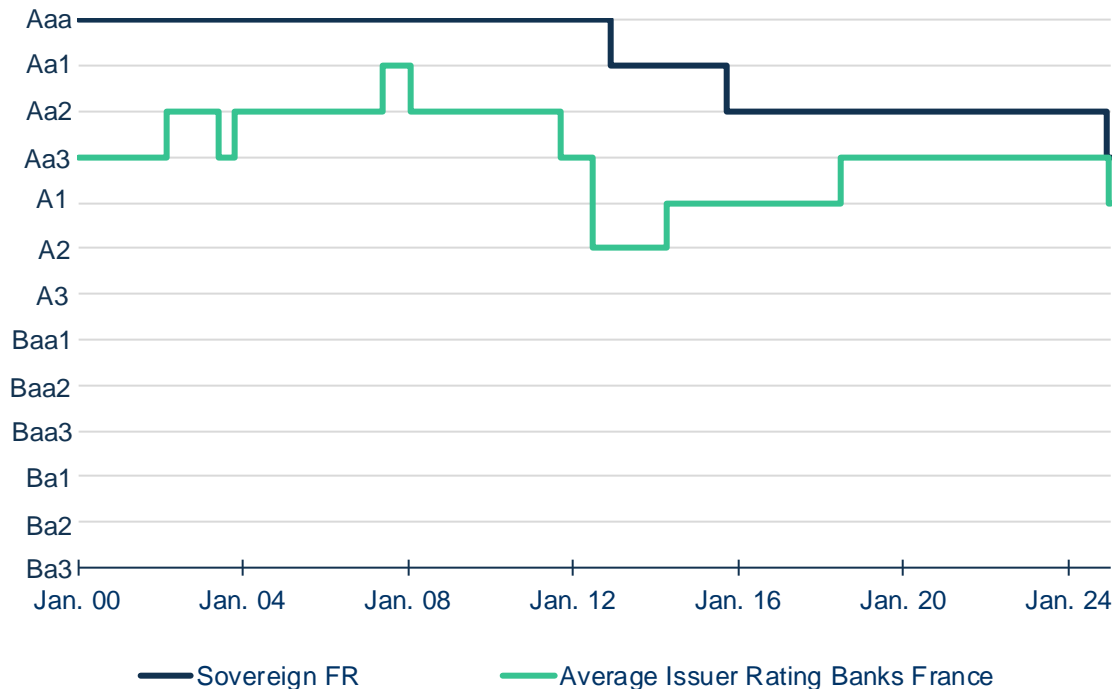
05

**Französische
Banken im
Jahr 2025**

Christian Götz, CEFA
Senior Investment Analyst
Tel: + 49 711 127-7 44 70
christian.goetz@LBBW.de

Rückblick auf die letzten Monate – Politik und Konjunktorentwicklung belasten

Moody's Ratings zum Sovereign und Bankensektor



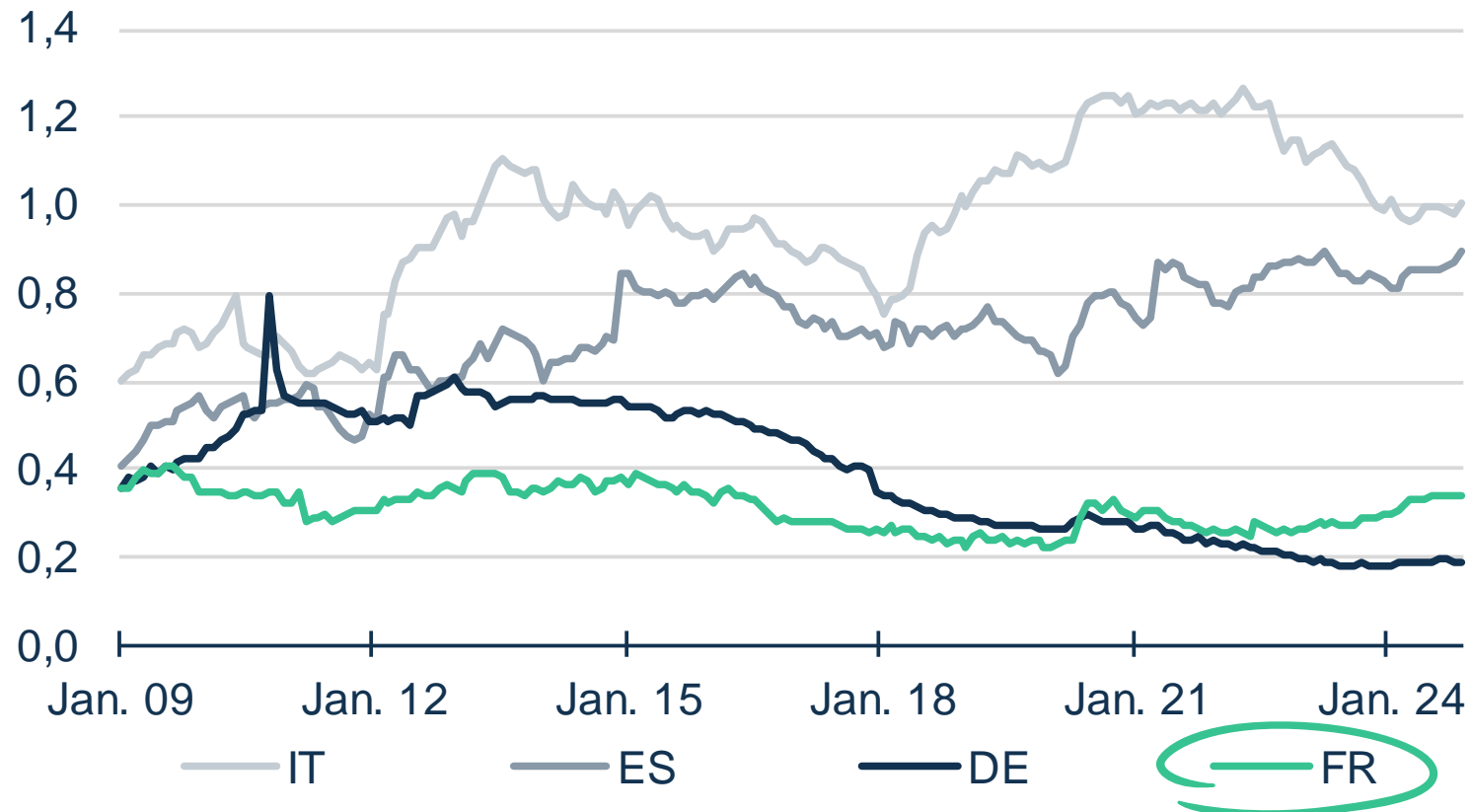
Das schlechtere operative Umfeld belastet die Bonitätseinschätzung

Institute	Rating-downgrade by at least one US agency?	Outlook-revision?
La Banque Postale	yes	
BNP Paribas	yes	
Societe Generale		yes
SFIL	yes	
BPCE	yes	
Credit Agricole	yes	
CM Arkea	yes	
BFCM / CMAF	yes	

- Die Downgrades beim Sovereign vom Juni bzw. Dezember 2024 haben auch bei den französischen Banken ihre Spuren hinterlassen.

Sovereign-Exposure moderat und großteils zu Anschaffungskosten bewertet

Das wievielfache des bilanziellen Eigenkapitals wird in heimische Staatsanleihen investiert?

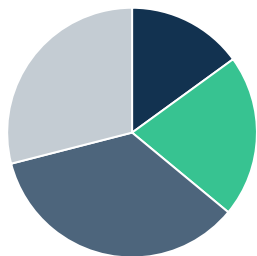


- Im Vergleich zu anderen Bankensystemen ist der Investitionsgrad in heimische Staatsanleihen eher gering.
- Die Bestände werden großteils zu Anschaffungskosten bewertet, sind also unabhängig von zwischenzeitlichen Marktschwankungen.
- Staatsanleihen spielen im Portfolio der Versicherungstöchter eine große Rolle.
- Der Anteil der zum fair value bewerteten Sovereigns liegt im Schnitt bei rund 6% des harten Kernkapitals. Also wenig Anlass zur Besorgnis aus unserer Sicht.

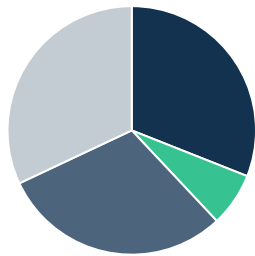
Pluspunkte diversifizierte Geschäftsbereiche und Ausbau der Vermögensverwaltung

Zweiteilung des Bankenmarktes in Privatbanken und Genossenschaftsverbände

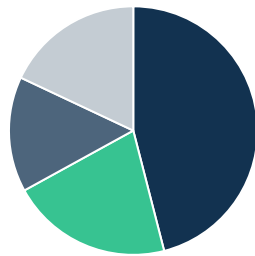
BNP Paribas



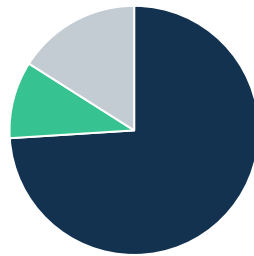
Societe Generale



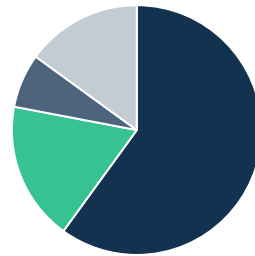
Groupe Credit Agricole



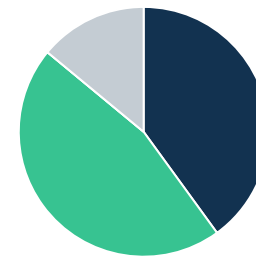
Credit Mutuel Alliance Federale



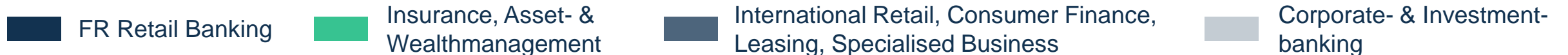
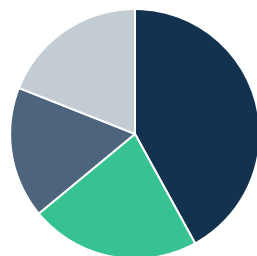
Groupe BPCE



La Banque Postale



CM Arkea

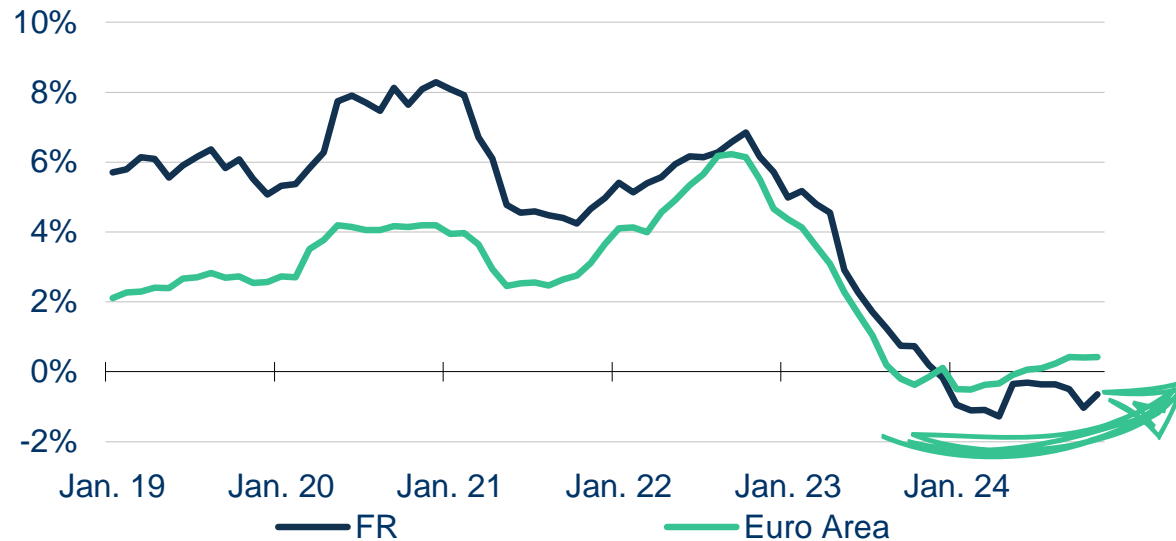


Steigende Fokussierung auf den Heimatmarkt Frankreich

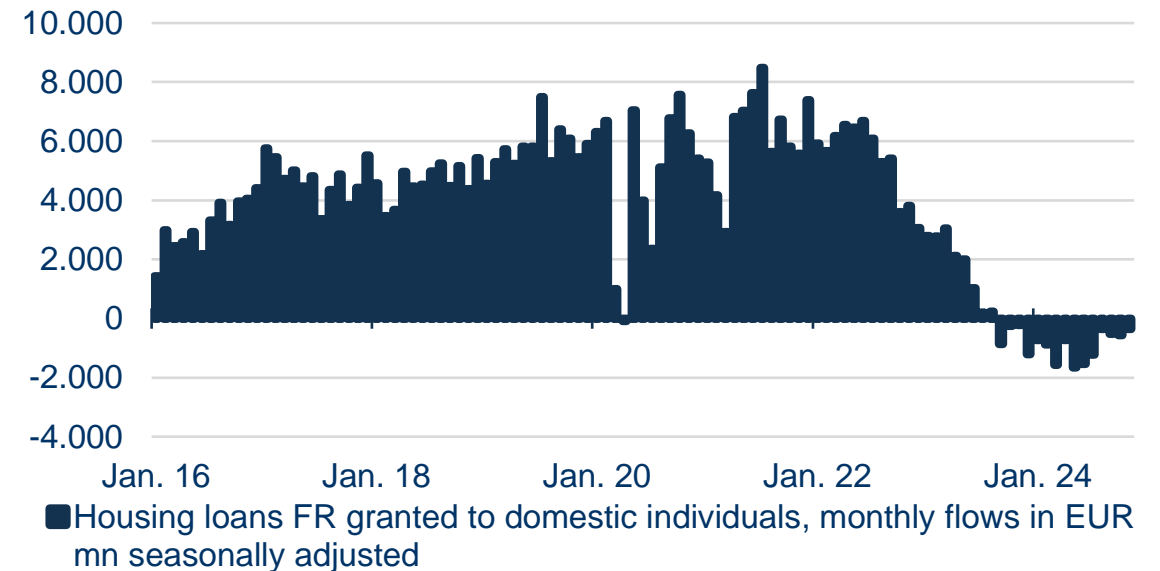
Quelle: Unternehmen, LBBW Research. FR = Frankreich. Anmerkung zu BPCE: Ohne das geplante Joint-Venture im AWM-Segment mit Generali.

Kreditwachstum verläuft zäh

Kreditvergabe an Unternehmen & Privathaushalte in % yoy



Zu- und Abflüsse im Immobilienkredit-Bestand in Mio. EUR



- Das liegt vor allem an der schwachen Neuvergabe von Immobiliendarlehen. Eine schwache Konjunktur, die gestiegenen Baupreise sowie das höhere Zinsniveau führen zu Bestandsabflüssen seit Herbst 2023.
- Die Talsohle dürfte aber inzwischen erreicht sein. Für 2025 rechnen wir mit einem leichten Kreditwachstum von rund 2%. Dabei ist die Erholung abhängig von der politischen und konjunkturellen Entwicklung, dem Konsumentenvertrauen sowie weiteren EZB-Leitzinssenkungen.

Wiederbelebung des Immobilienmarktes erwartet

Immobilienkredite werden wieder günstiger

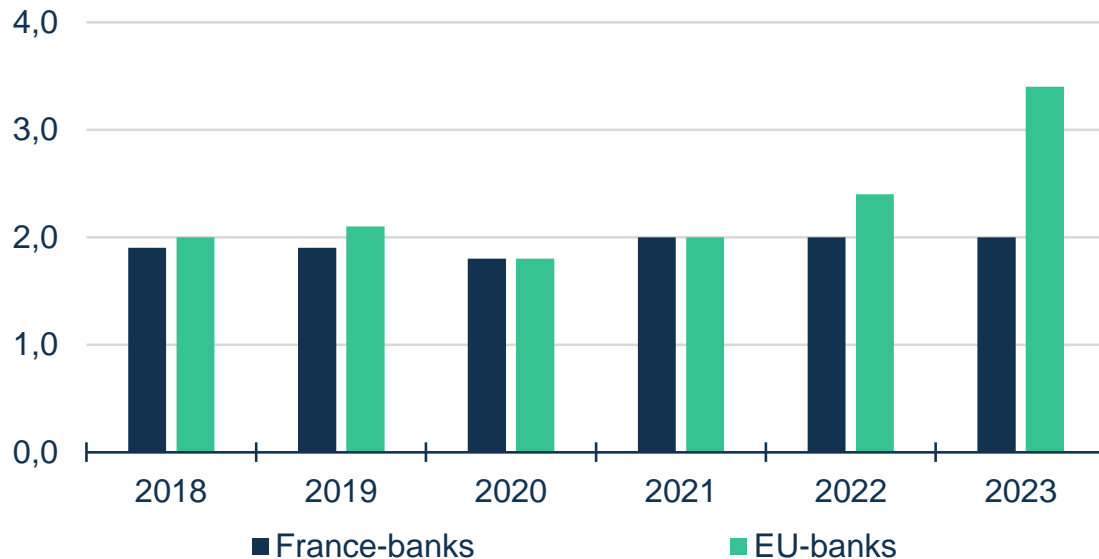


- Über vier Fünftel der Darlehen an Privathaushalte entfallen auf die Immobilienfinanzierung.
- Der Abwärtstrend bei den Zinssätzen sollte die Nachfrage nach neuen Baudarlehen wiederbeleben.

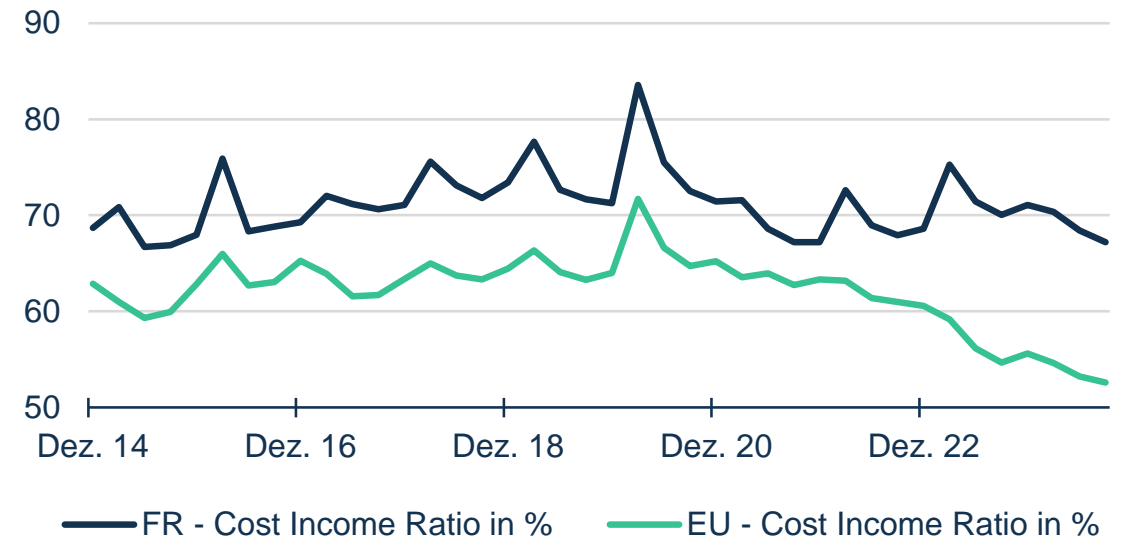
— Monthly average interest rate on new mortgage loans in % in FR

Profitabilität bleibt eine Baustelle ...

Vergleich der Profitabilität (Einkommen vor Steuern & Risikovorsorge in % der RWA)



Kostensenkungsmaßnahmen bleiben weiter auf der Agenda

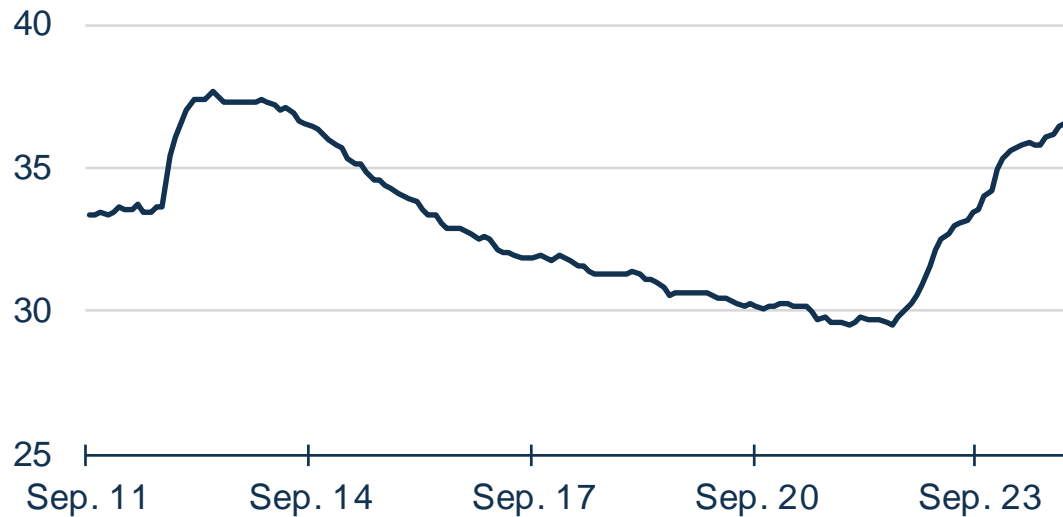


- Trotz eines stark konzentrierten Bankenmarktes herrscht ein hoher Wettbewerbsdruck, gerade bei den Hauskrediten. Hinzu kommt eine hohe Filialdichte, die deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt. Zudem gibt es hohe variable Vergütungen im Investmentbanking.
- Aber auch systemische Belastungen wie regulierte Sparbücher oder die Höchstgrenze für den Zinssatz von (festverzinslichen) Immobiliendarlehen durch den „Wucherzins“ („taux d’usure“) sind typisch für Frankreichs Bankenmarkt. Dies führte gerade im Zinserhöhungszyklus zu einem Nachteil gegenüber den EU-Wettbewerbern. Diese sind in den letzten Jahren der französischen Konkurrenz enteilt.

Quelle: Statista, EBA, Bloomberg, LBBW eigenes Datensample, LBBW Research. RWA = Risikoaktiva.

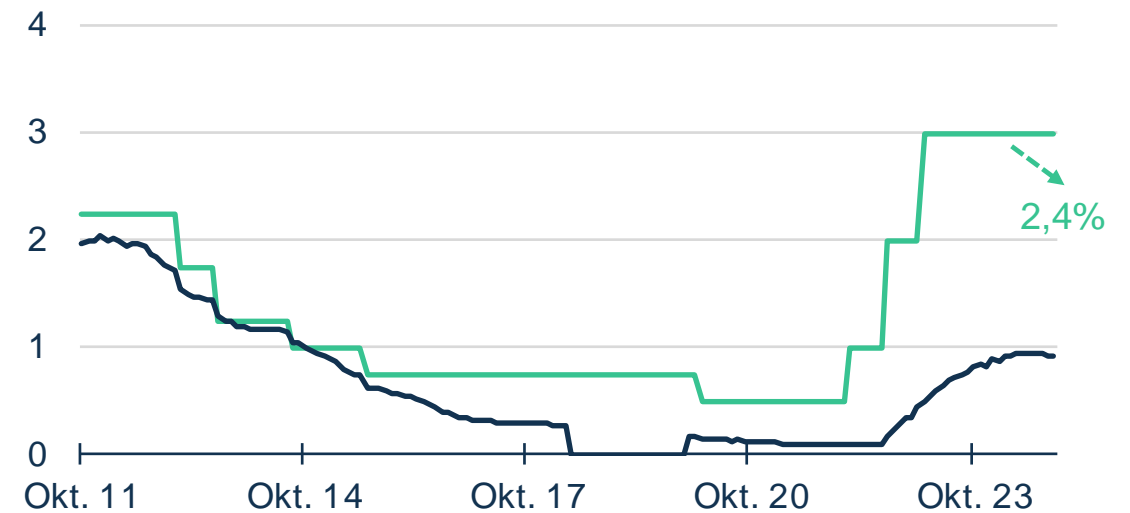
... aber immerhin künftig Entspannung beim regulierten Sparbuch

Anteil regulierte Sparformen am Einlagenvolumen



— %-share of regulated savings as of total deposits private households

Zinssätze im Vergleich



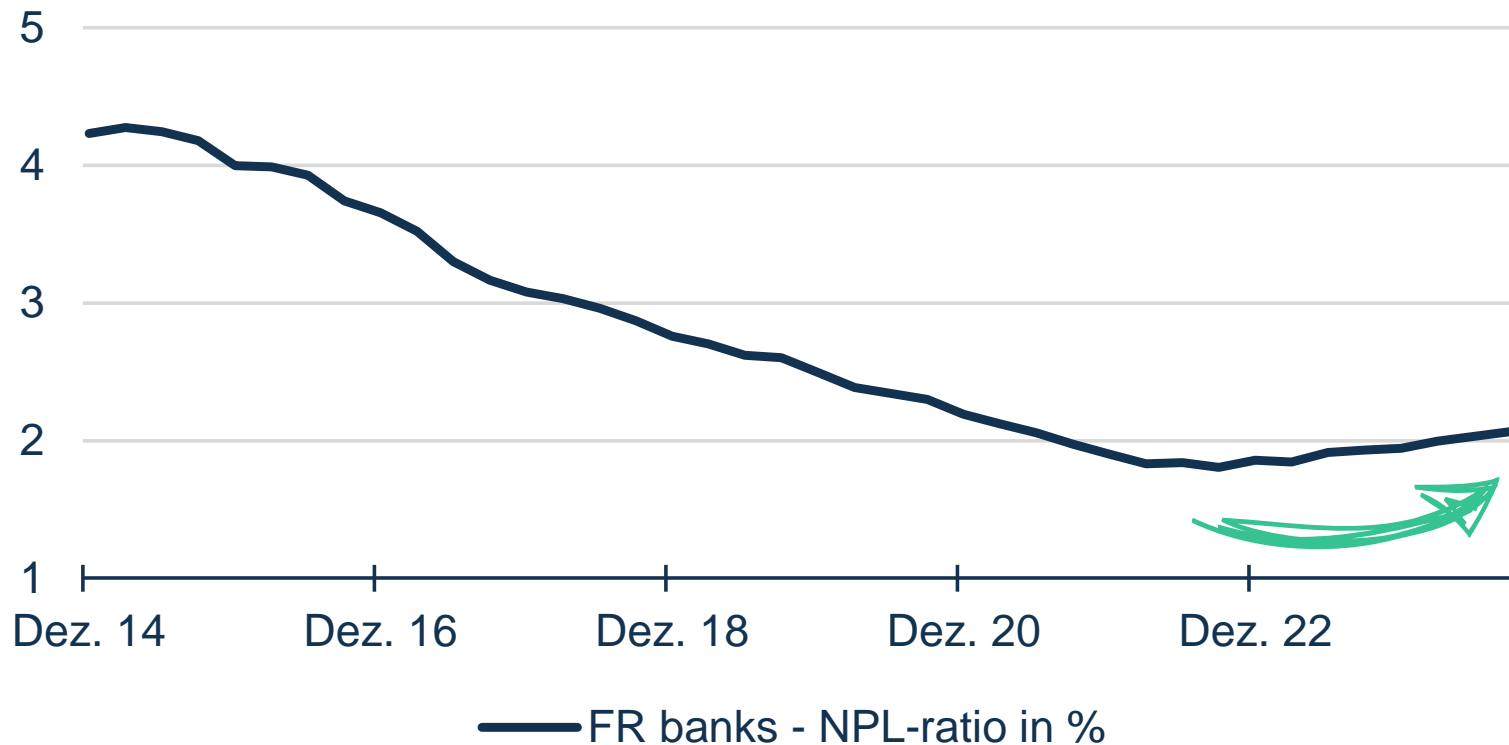
— Livret A savings rate in %

— Interest rate ordinary saving books in %

- Staatsgarantierte und steuerfreie regulierte Sparbücher, allen voran das Livret A, sind in Frankreich populär. Die Reduzierung des Zinssatzes von 3,0% auf 2,4% ab Februar 2025 wird der Zinsmarge der Banken zugute kommen.

Allerdings trübt sich Assetqualität sukzessive ein

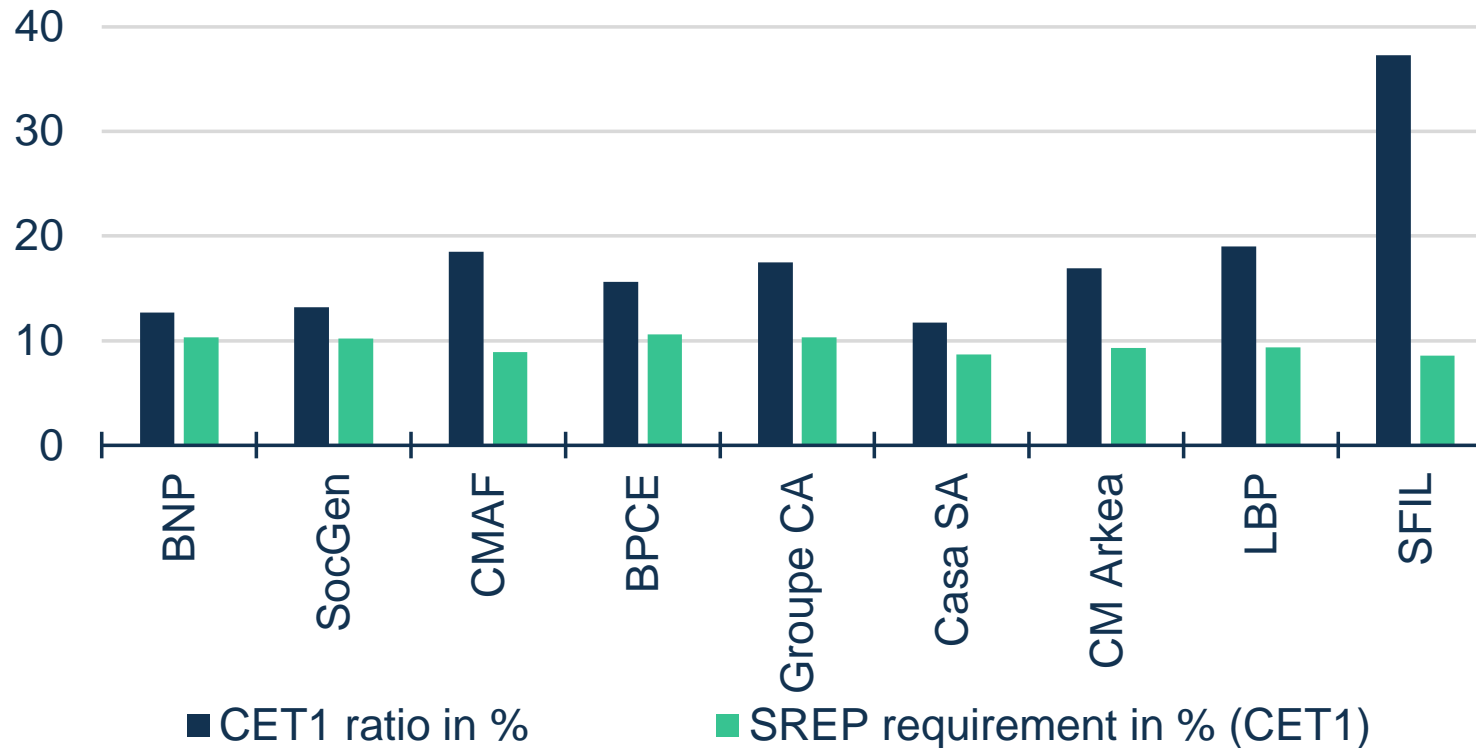
Entwicklung NPL-Quote



- Die Unternehmensinsolvenzen in Frankreich sind seit 2021 / 2022 wieder im Aufwärtstrend. Aktuell liegen sie in etwa auf dem Niveau von 2015. Die schwache Konjunktur und ausgelaufene Corona-Hilfen machen sich bemerkbar.
- Dies wirkt sich auf die NPL-Quote aus. Der leichte Aufwärtstrend dürfte sich 2025 fortsetzen. Besonders die Segmente Konsumenten- und KMU-Kredite sind gefährdet.
- Alles in allem aber handelt es sich eher um eine Normalisierung.
- Aber die leicht höheren Risikokosten dürften den Gewinnanstieg bremsen.

Gute Fundamentals I: Kapitalausstattung robust, aber mit großer Bandbreite

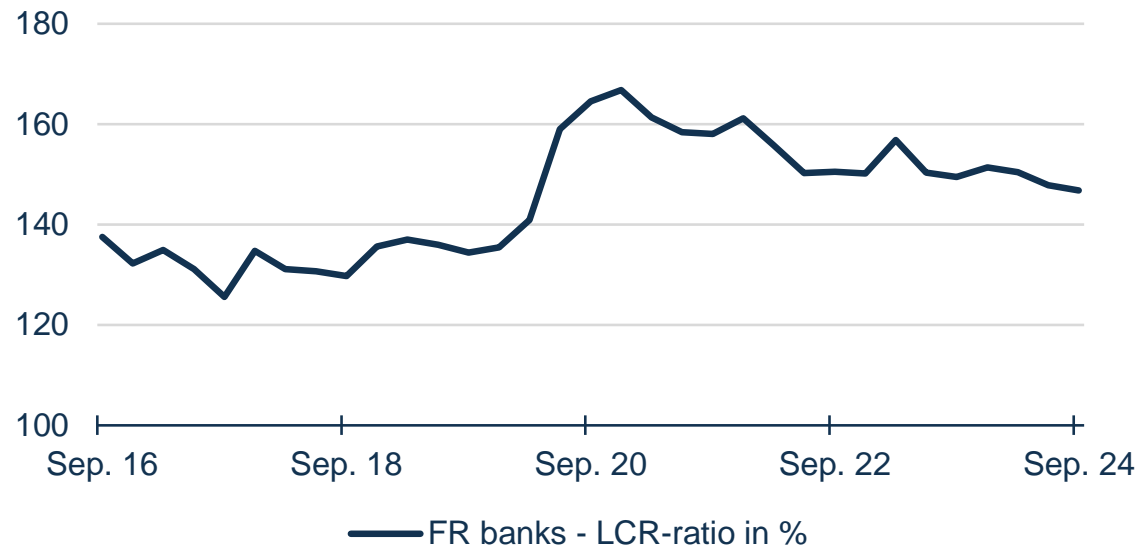
Tatsächliche Eigenkapitalquote vs. regulatorische Mindestanforderung



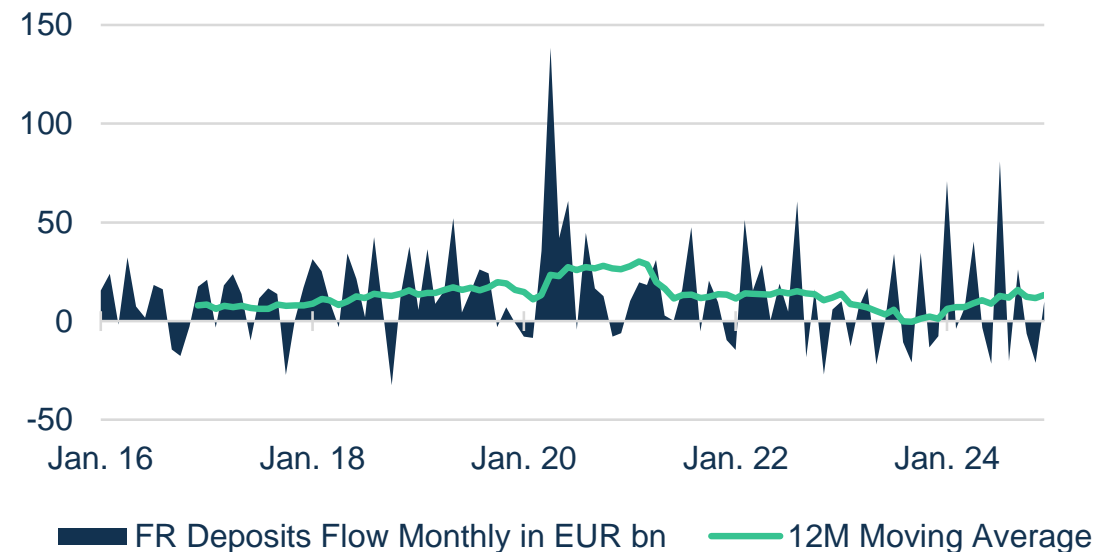
- Die Genossenschaftsverbände weisen ungewöhnlich hohe Puffer auf. Sie thesaurieren zuvorderst.
- Dagegen setzen BNP und SocGen vor allem auf Ausschüttungen.
- Die Belastung durch die Basel IV-Einführung zum Jahresbeginn wird wenig ändern: Die Puffer bleiben auch 2025 aus unserer Sicht mehr als ausreichend.

Gute Fundamentals II: Liquiditätsausstattung ausreichend

Kurzfristige Liquiditätskennziffer LCR, in %



Depositen wachsen stetig, in Mrd. EUR

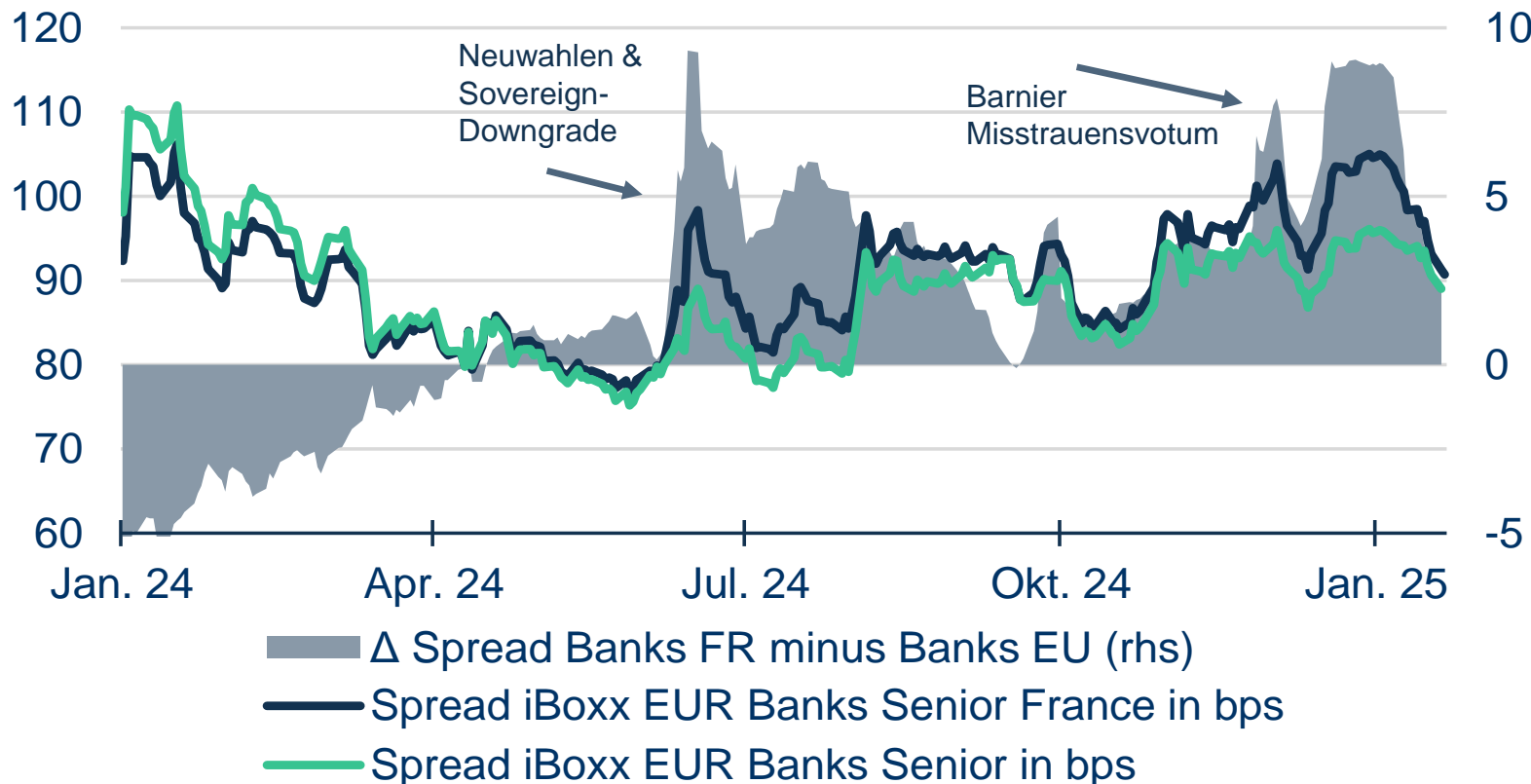


- Die kurzfristige Liquiditätskennziffer liegt deutlich oberhalb der Mindestgrenze von 100%. Angesichts perspektivisch eher niedriger Zinsen und des aktuell hohen Puffers dürfte das LCR-Portfolio tendenziell zurückgefahren werden.
- Der Einlagenbestand wächst, in den letzten Jahren sogar deutlich stärker als das Kreditvolumen.
- Insgesamt betrachtet ist die Liquiditätslage entspannt und bietet unseres Erachtens genug Puffer zur Abfederung etwaiger Geldabflüsse.

Quelle: EBA, Bloomberg, ECB SDW, LBBW Research. LCR = Kennziffer, welche die liquiden Aktiva ins Verhältnis setzt zum erwarteten Nettoabfluss innerhalb von 30 Tagen.

Unser Fazit zur Spreadentwicklung

Vergleich Senior-Spreads Banken Frankreich vs. Europa in bps



- Auch wenn sich zuletzt die Risikoprämien französischer Institute eingeeengt haben und der Aufschlag zur europäischen Konkurrenz gesunken ist – das „Frankreich-Risiko“ bleibt bestehen.
- Trotz guter Fundamentaldaten sind wir daher eher skeptisch gestimmt und erwarten für die kommenden Monate leicht höhere Risikoprämien.

Quelle: Bloomberg, LSEG, Markit iBoxx, LBBW Research. Anmerkung: Die beiden Indizes umfassen sowohl Senior Preferred- als auch Senior Non-Preferred-Anleihen der jeweiligen Jurisdiktion. Duration iBoxx EUR Banks Senior France 4,1Y vs. Gesamtindex 3,7 Y.

Zusammenfassung: Unser Ausblick auf Frankreichs Bankensektor im Jahr 2025

Umfeld



- Das schwierige politische Umfeld schwebt wie ein Damoklesschwert über Frankreichs Geldhäusern.

Geschäftsstruktur



- Die breite Aufstellung ist generell ein Plus. Dabei sind Banken mit einem Standbein abseits des heimischen Retailbankings im Vorteil.

GuV



- Eine Erholung beim Kreditwachstum, anhaltende Sparmaßnahmen, gute Aussichten in der CIB-Sparte – das sind u.E. die Treiber für leicht steigende Erlöse und Gewinne.

Assetqualität



- Keine Angst um das CRE-Exposure. Aber Augen auf bei den Konsumenten- und KMU-Krediten. Per Saldo leicht höhere NPL-Quoten voraus. Bei alledem gilt: Das ist verkraftbar.

Eigenkapital



- Die Puffer dürften etwas abschmelzen, bleiben aber mehr als ausreichend.

Liquidität



- Das kapitalmarktbasierete Funding dürfte störungsfrei verlaufen. Allerdings spricht das „Frankreich-Risiko“ für leicht höhere Risikoprämien.

06

**Aktien:
Sorglosigkeit
trifft auf negative
Risikoprämie,
höhere Zölle
und DeepSeek**

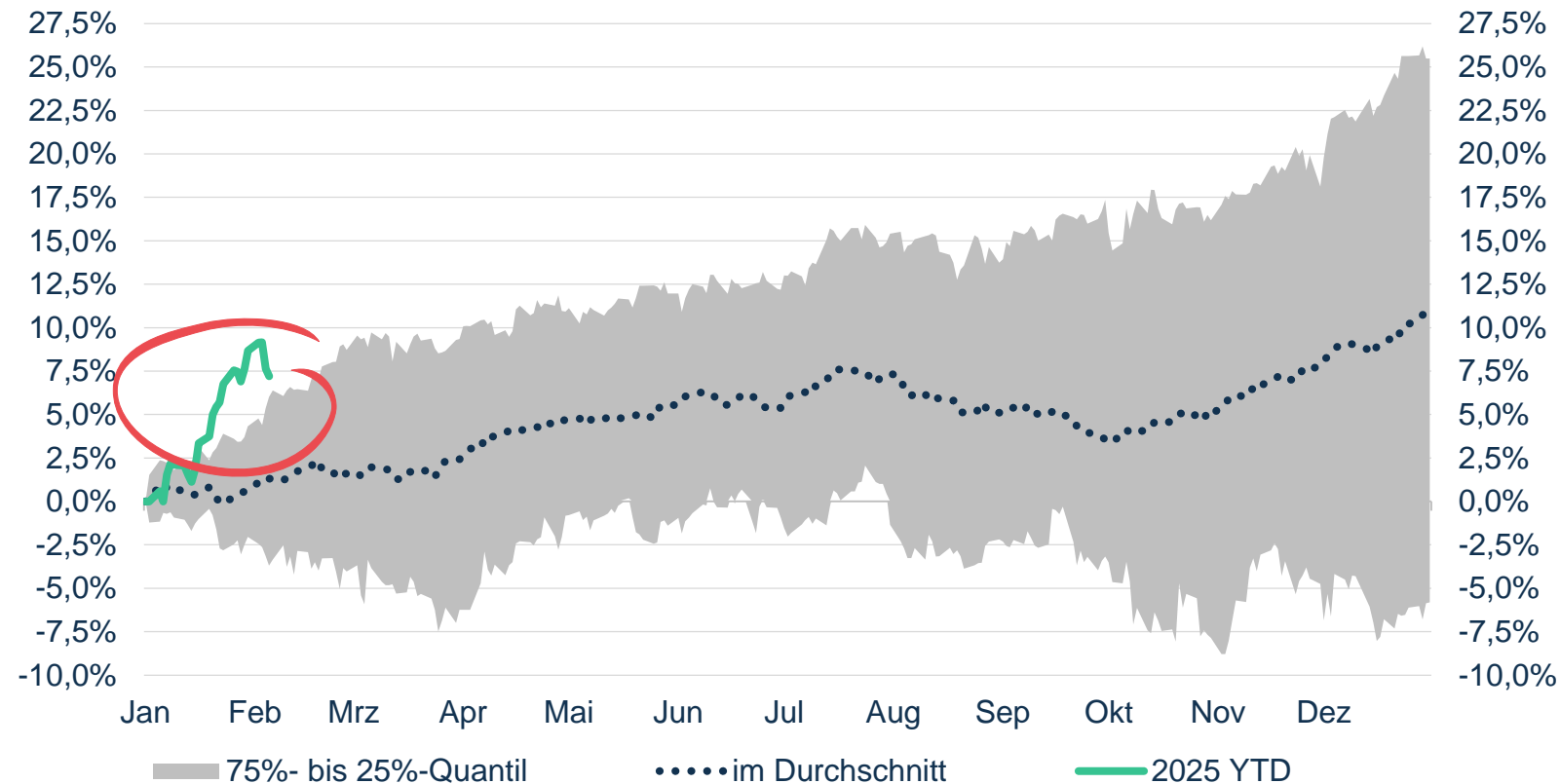


Uwe Streich
Senior Equity Strategist
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Im DAX herrschte im Januar eitel Sonnenschein – der Start in den Februar wurde verpatzt

DAX-Entwicklung YTD im Lichte historischer Referenzmarken

in Prozent



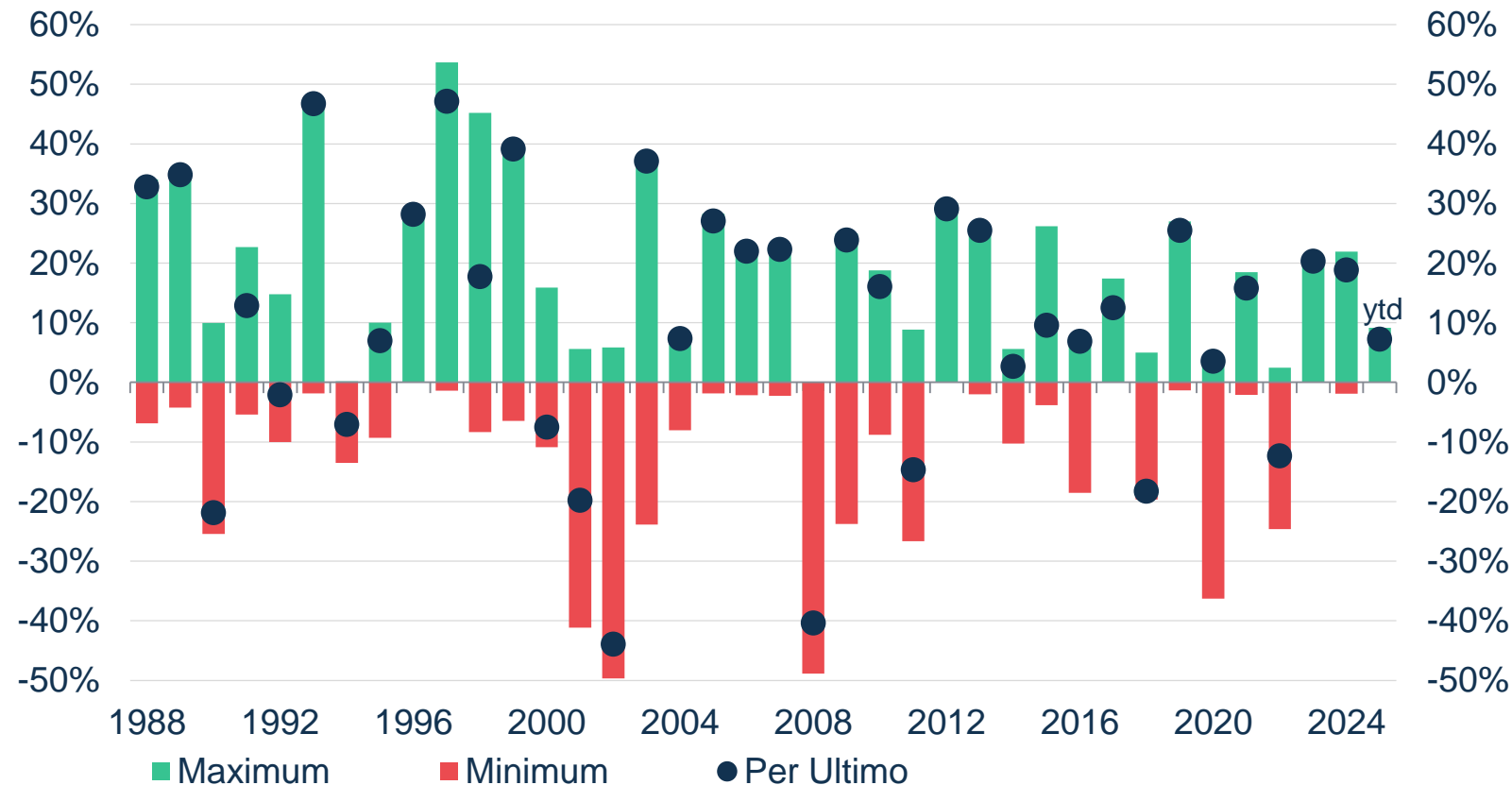
- Der DAX startete fulminant ins neue Jahr und eilte von Allzeithoch zu Allzeithoch. Entgegen den Erwartungen lag er auch besser im Rennen als die US-Indizes. Seit seinem Start 1988 hatte er sich im Auftaktmonat nur 1996 und 2012 minimal besser entwickelt.
- Die Anleger blendeten Risiken aus. So ließen sie sich von DeepSeek nur kurzfristig schocken. Auch Trumps Politik, welche zu höherer Inflation führen und die Fed auf den Plan rufen könnte, schien kein Thema zu sein. Dies galt auch für die von ihm geplante Zollpolitik, welche die Weltkonjunktur wohl bremsen wird. Selbst eine inzwischen unattraktive Bewertung des US-Marktes schien die Anleger nicht abzuschrecken. Stattdessen ruhten die Hoffnungen auf US-Deregulierung und Körperschaftsteuersenkungen.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Nur aufwärts, kaum Schwankungen: Dies hat zur Folge, dass die Anleger die Risiken unterschätzen

DAX-Schwankungen und Jahresperformance

in Prozent



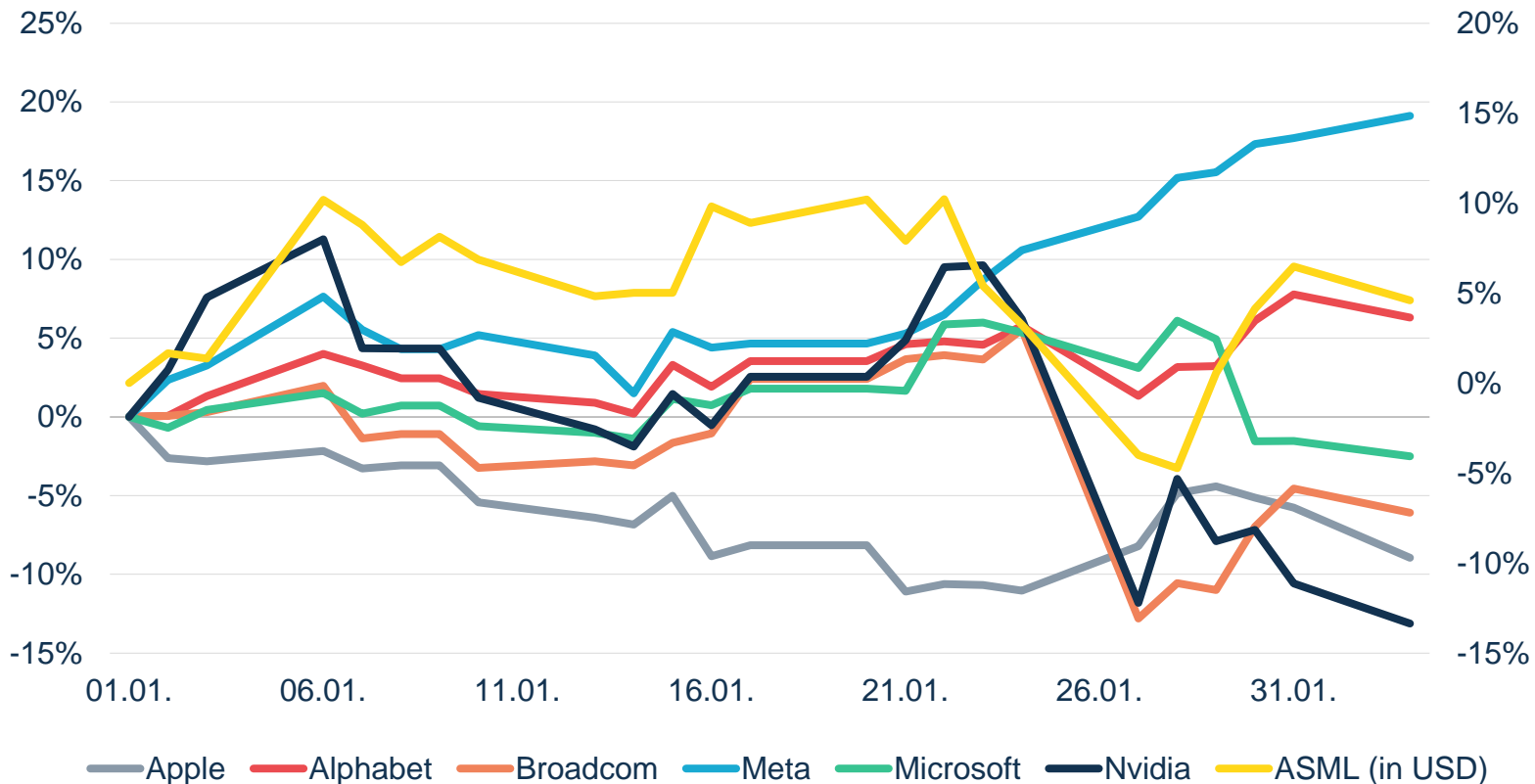
- Die enorme Sorglosigkeit der Anleger dürfte Reflex der vergangenen beiden Jahre sein: In diesen legte der DAX nicht nur jeweils um die 20 % zu. 2023 lag er zudem zu keinem Zeitpunkt des Jahres im Minus und 2024 lediglich minimal.
- Mehr als zwei solcher Jahre hintereinander gab es im DAX historisch nur ein einziges Mal, nämlich von 2005 bis 2007, im Vorfeld der Weltfinanzkrise.
- Dabei zeigten sich Aktien zuletzt sehr schwankungsarm. Im historischen Mittel stieg oder sank der DAX gegenüber dem jeweiligen Vortrag 86mal pro Jahr um mehr als 1 %. 2023 waren es jedoch 53 und 2024 sogar nur 44 solcher Tage. Lediglich 2017 waren es mit 38 noch weniger.
- Es steht zu vermuten, dass es 2025 wieder deutlich volatiliter zugehen wird.

Quelle: LSEG, LBBW Research

DeepSeek-Schock scheint ausgestanden – aber er hat das Potenzial für eine Neubewertung der KI-Titel

KI-Lieblinge der Anleger

Kursentwicklung in Prozent YTD



- Der DeepSeek-Schock, mit temporären Kurseinbrüchen bei u.a. ASML (-7,2 %), Broadcom (-17,4 %), Nvidia (-17,0 %) oder TSMC (-13,3 %) zeigte, wie schnell Sorglosigkeit in Panik umschlagen kann.
- Das bisherige Narrativ bekam hierdurch einige Kratzer, da DeepSeek zeigte, dass nicht für jedes KI-Projekt Mrd. von USD für KI-Infrastruktur ausgegeben werden müssen. KI wird ein kostengünstiges und damit margenarmes Gebrauchsgut werden. Die Verlierer von DeepSeeks Open-Source-Entwicklung sind Anbieter geschlossener Modelle, einzelne KI-Infrastrukturanbieter und niedrigkomplexe KI-Modelle. Gewinner sind Startups, die nun konkrete KI-Anwendungen entwickeln können. Essenzielle Infrastrukturanbieter und Anbieter hochkomplexer Modelle dürften hiervon hingegen weitgehend unberührt sein.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Die Technologieunternehmen waren noch nie so bedeutend für die US-Gewinnentwicklung wie nun

Anteil der US-Techs an Kapitalisierung und Gewinn des S&P 500

in Prozent



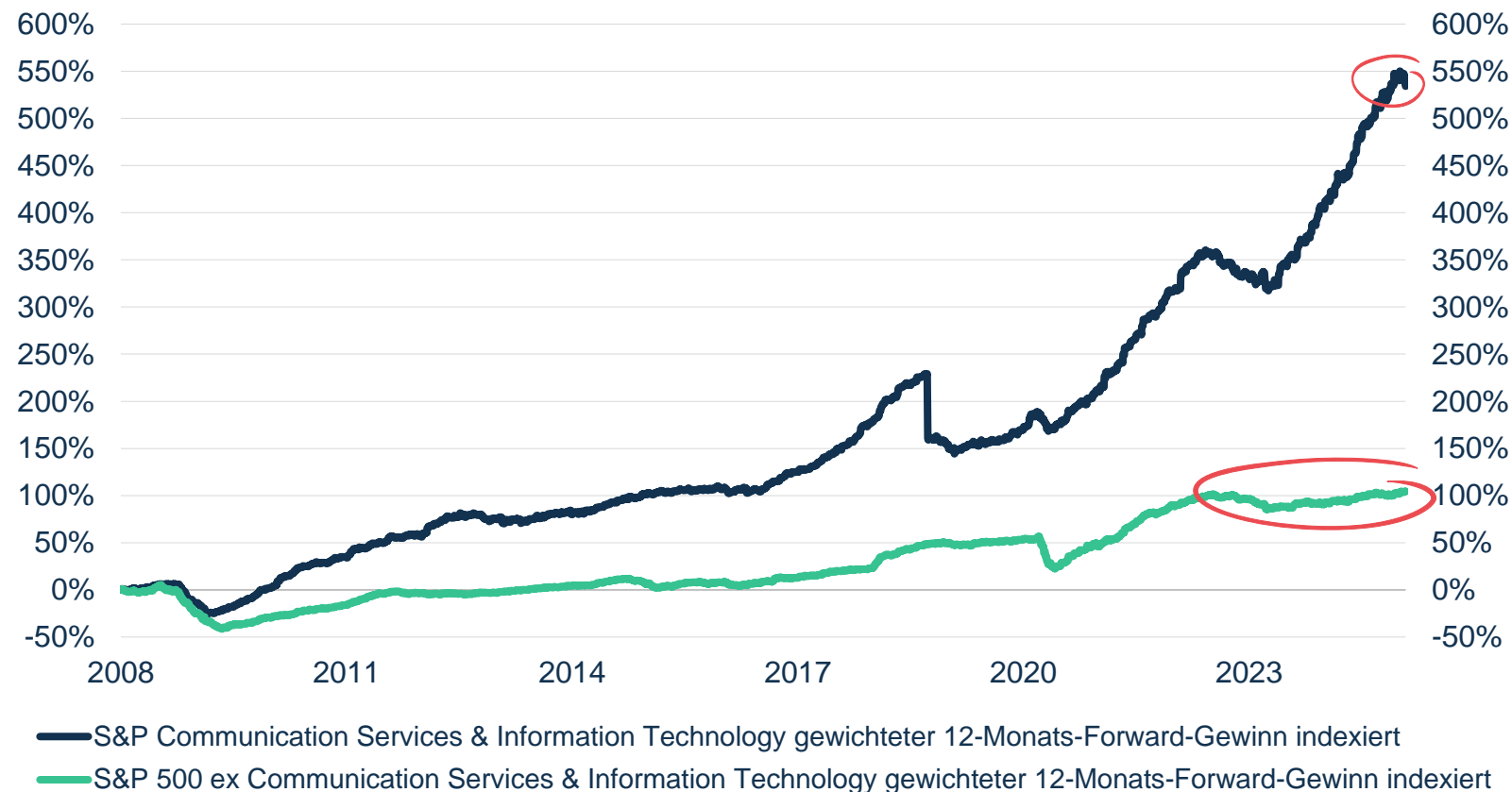
- Eine KI-Neubewertung hätte Rückwirkungen auf den gesamten Tech-Sektor.
- Fasst man die beiden US-Tech-Sektoren „Communication Services“ und „Information Technology“ zusammen, erkennt man, dass ihre Quote an der Kapitalisierung des S&P 500 aktuell nur unwesentlich niedriger ausfällt als zum Hoch der Dotcom-Bubble.
- Viel entscheidender ist, dass ihr Anteil am 12-Monats-Forward-Gewinn des S&P 500 mit aktuell mehr als 35 % weit bedeutender ist als um die Jahrtausendwende, als er weniger als 24 % betrug.
- Berechtigte Zweifel an der Validität der bisherigen Gewinnschätzungen der Techs im Allgemeinen bzw. der KI-Titel im Speziellen würden deutlich negativ auf die US-Gewinne durchschlagen.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Seit zwei Jahren hängt das Gewinnwachstum des S&P 500 ausschließlich an den Tech-Werten

12M-Fwd.-Gewinn: Techs vs. restliche neun Sektoren des S&P 500

in Prozent indexiert (31.12.2007 = 0%)



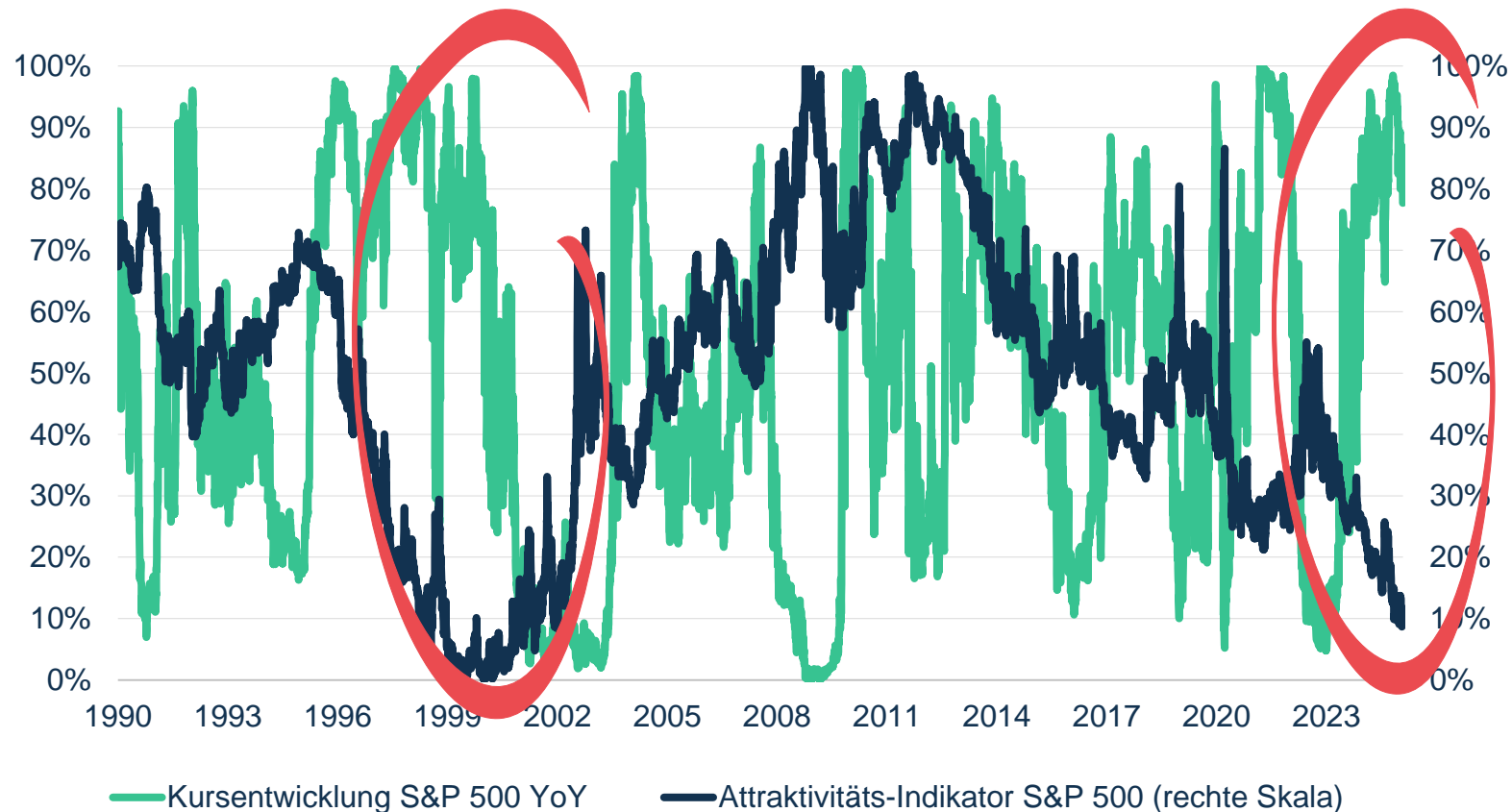
- Nicht nur der hohe Anteil der beiden Tech-Branchen am Indexgewinn könnte zum Problem werden, sondern auch, dass der S&P 500 ohne dieses Segment kaum Gewinnwachstum aufzuweisen hat.
- Während der 12-Monats-Forward-Gewinn der beiden Tech-Sektoren seit der Finanzkrise um nahezu 550 % stieg, waren es bei den Nicht-Techs „nur“ 100 %.
- Seit Ende 2022 stagniert der 12-Monats-Forward-Gewinn der Nicht-Techs, während die Gewinnerwartungen für die Tech-Sektoren aufgrund der KI-Phantasie geradezu explodierten.
- Als Reaktion auf DeepSeek waren bei den Techs nun erste Kappungen von Gewinn-schätzungen zu beobachten.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Dynamisch steigende Kurse bei unattraktiver Aktienmarktbeurteilung – das weckt unschöne Erinnerungen

Kursentwicklung S&P 500 YoY vs. Attraktivitäts-Indikator

aus der jeweiligen Historie seit 1990 ermittelte Quantile



- Seit 1990 lag das 12M-Fwd.-KGV des S&P 500 nur sehr selten höher als derzeit. Mit Beginn des neuen Jahres wurde die US-Risikoprämie – berechnet als inverses 12M-Fwd.-KGV abzüglich der Rendite zehnjähriger US-Treasuries – erstmals wieder negativ. Seither pendelt sie um die Nullmarke.
- Fasst man beide Bewertungsaspekte zusammen, war der S&P 500 lediglich zur Jahrtausendwende noch unattraktiver als aktuell. Dem steht ein dynamischer Anstieg des Marktes entgegen.
- Dies galt aber auch damals: Schließlich legte der S&P 500 Ende der 1990er-Jahre in dieser Gemengelage noch lange Zeit dynamisch zu, bevor es schlussendlich zu einem Paradigmenwechsel kam.

Diesmal geht es schneller – Trump beginnt schon im ersten Amtsmonat einen Handelsstreit

S&P 500 und DAX

indexiert: 01.11.2016=100, in Landeswährung



- Die Aktienmärkte entwickelten sich nach der ersten Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten sehr freundlich. Sie profitierten u.a. von den Plänen sinkender Steuersätze. Im Januar 2018 dann, nachdem Trump einen Handelsstreit vom Zaun gebrochen hatte, schwenkten die Aktienmärkte auf einen holprigen Pfad ein. Der exportlastige DAX entwickelte sich dabei schwächer als US-Aktien.
- Dies dürfte auch bei „Trump 2.0“ der Fall sein: (1) **Steuersenkungen** treiben die US-Nettogewinne. (2) **Deregulierungen** dürften in einigen US-Sektoren die Geschäfte fördern (u.a. Banken, Energie).
- **Diesmal sind US-Aktien deutlich höher bewertet als damals, so dass negative Handelsstreit-Effekte auf US-Aktien schneller durchschlagen dürften.**

07

Prognosen und Asset Allokation: Renten und US- Assets bevorzugen

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur



- Deutsches BIP in 2024 mit dem zweiten Minusjahr in Folge: -0,2% Y/Y. Euroraum insgesamt etwas besser als Deutschland.
- Frühindikatoren weiter schwach. Wegen drohenden Handelskonflikts mit USA auch 2025 keine Besserung in Sicht
- Inflation gegen Ende 2024 wieder gestiegen. Erst mittel- bis langfristig dürfte Inflationsdruck deutlicher nachlassen.



Aktienmärkte



- KI-Phantasie und Zinssenkungen dominieren die Börsentendenz
- Belastungen durch Trump-Politik und mögliche IT-Überinvestitionen werden eher ausgeblendet
- Aktienhaussa dürfte im Jahresverlauf 2025 kulminieren



Devisen



- US-Renditevorteil sollte sich ausweiten
- US-Dollar mit Rückenwind nach dem Wahlsieg Donald Trumps
- Standort USA gilt als attraktiver



Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- Ölpreis steigt nach US-Sanktionen gegen russische Schattentanker-Flotte
- Goldpreis konsolidiert nach US-Wahl. Ein stärkerer US-Dollar und die Aussicht darauf, dass die Fed die Leitzinsen nun weniger stark senkt, belasten



Zinsumfeld



Geldmarkt / Notenbanken

- Fed:
Eine weitere Zinssenkung im Jahr 2025, Fed Funds dann per Ende 2025 bei 4,25% erwartet
- EZB:
Vier weitere Zinssenkungen um je 25 Bp bis Jahresende 2025, Einlagesatz dann bei 1,75 % gesehen

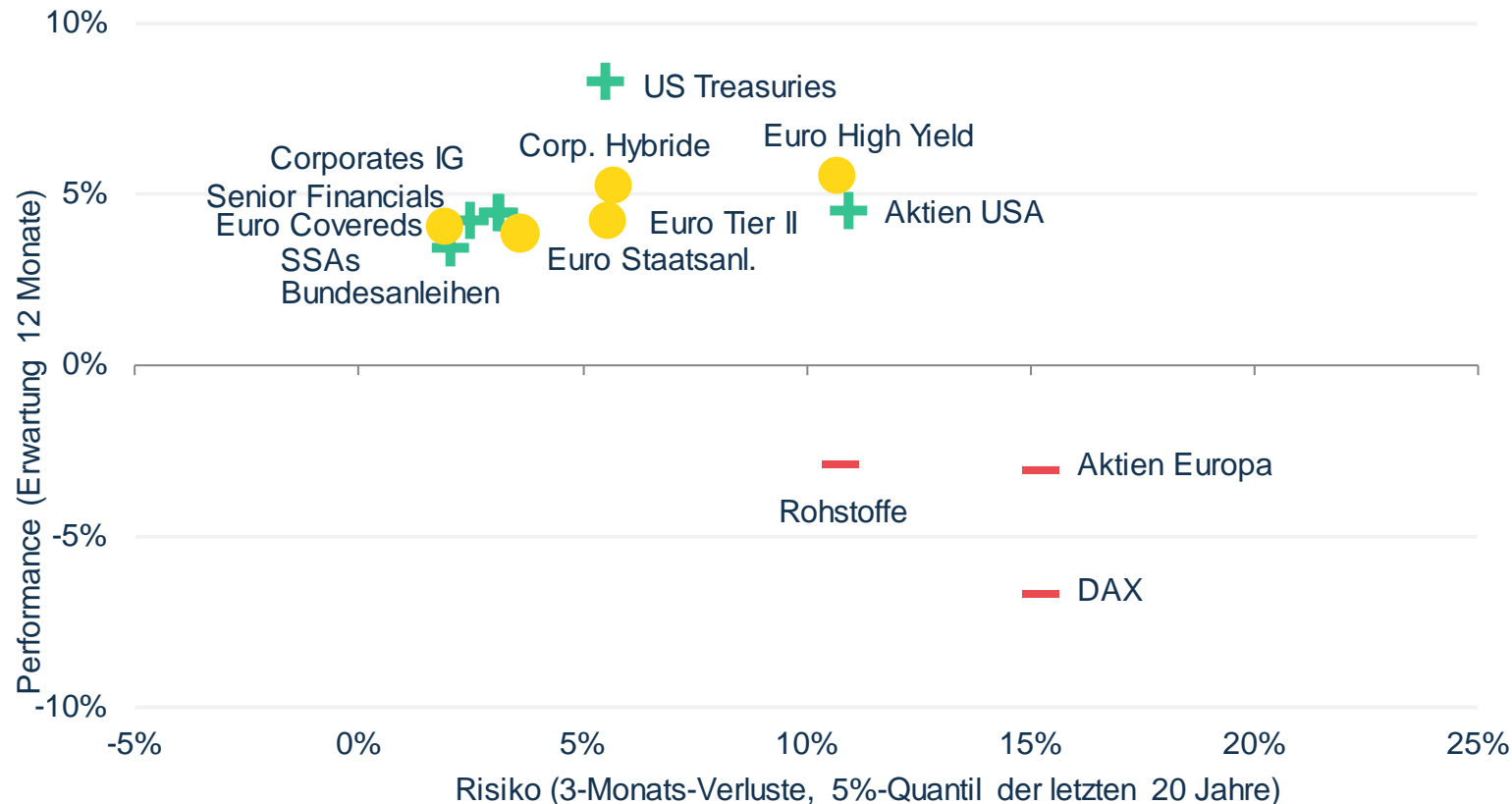
Renditen

- EUR-Langfristzinsen:
Auf- und Abwärtsrisiken kurzfristig ausgewogen;
Tendenz auf mittlere Frist leicht sinkend erwartet

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

Performance-Erwartung versus Risiko (LBBW-Einschätzungen)

in Prozent



- Hinweis: Unsere USD-Prognose führt hier zu einem positiven Effekt von rund 3 % bei den in US-Dollar notierten Assetklassen. Davon profitieren neben US-Aktien und US-Treasuries auch Rohstoffe und Emerging Markets Aktien.

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

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

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Zins	0/+	0 0-3 Jahre 0/+ 4-7 Jahre 0 8-10 Jahre	0 Euro-Peripherie 0/+ Bund 0/+ USD-Bonds	Multi Callables Inflations-Linker
Credit	0/+	+ Corporate Inv. Grade 0 Corporate High Yield 0 Corporate Hybride 0/+ Senior Financials 0/+ Covered Bonds/SSAs 0 Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/- Emerging Markets Debt	
Aktien	0	+ Gesundheit Immobilien Industrie Reise & Verkehr Technologie 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	+ USD, GBP 0 JPY, CNY - CHF	Selektiv
Rohstoffe	0/-	0/- Edelmetalle 0/+ Industriemetalle 0/- Energie	- Gold 0 Silber 0/- Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0 High Street Einzelhandel 0/- Büro	0 Deutschland	

LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass Januar)

Konjunktur

in %		2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,4	-0,1	-0,2 -	-0,2
	Inflation	6,9	5,9	2,2	2,1
Euroraum	BIP	3,6	0,4	0,7 -	0,4
	Inflation	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	BIP	2,5	2,9	2,8 +	2,5 +
	Inflation	8,0	4,1	3,0	3,0
China	BIP	3,0	5,2	3,5	3,8
	Inflation	2,0	0,2	0,5	0,8 -
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,1 +
	Inflation	8,7	5,3	2,7	2,8 -

Zinsen und Spreads

in %	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
EZB Einlagesatz	2,75	2,50	2,00	1,75
Bund 10 Jahre	2,36	2,40	2,25	2,20
Fed Funds	4,50	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre	4,54	4,70	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)	107	110 -	110 -	130 +

Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
DAX	21 428	21 000 +	21 000 +	20 000
Euro Stoxx 50	5 218	5 100 +	5 000 +	4 900
S&P 500	5 995	6 100	6 200	6 000 -
Nikkei 225	38 520	38 000	38 000	37 000 -

Rohstoffe und Währungen

	aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
US-Dollar je Euro	1,03	1,02	1,00	1,00
Franken je Euro	0,94	0,95	0,96	0,98
Pfund je Euro	0,83	0,82	0,82	0,81
Gold (USD/Feinunze)	2 820	2 600	2 500	2 400
Öl (Brent - USD/Barrel)	76	75	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

LBBW Szenarien

60 % Hauptszenario

- 1) US-Einfuhrzölle steigen deutlich; Handelskrieg der USA mit China; EU reagiert mit Vergeltungszöllen; Rezession in Deutschland/Euroraum; Starker Anstieg der US-Verschuldung; Trumps Politikmix wirkt inflationär; Fed setzt Zinssenkungen aus; Sorge vor Verlust der Unabhängigkeit der Fed führt zu steigenden Treasury-Renditen.
- 2) EZB senkt Leitzinsen in den leicht expansiven Bereich, Bundrenditen fallen moderat wegen Konjunkturangst und EZB-Zinssenkungen. Renditedifferenz USA zum Euroraum steigt weiter, Dollar legt zu.
- 3) Schwieriges Umfeld für europäische Aktien; US-Aktien profitieren zunächst; Credit Spreads steigen leicht.
- 4) Geopolitik: Trump drängt auf baldigen Waffenstillstand in der Ukraine. Keine Entspannung in Nahost.

15 % Positivszenario

- 1) Trump-Politik moderater als im Wahlkampf signalisiert („Dealmaker“).
- 2) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf.
- 3) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt.
- 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

15 % Negativszenario I „Geopolitik“

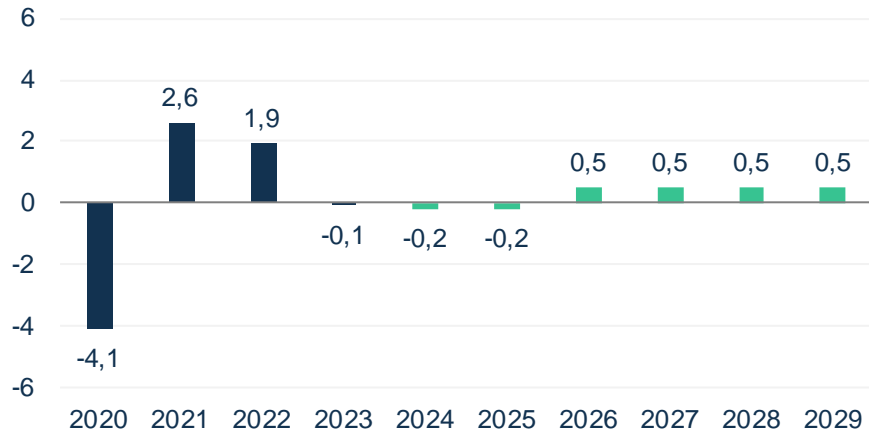
- 1) Geopolitik: Hybride Angriffe auf westliche Einrichtungen, China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Iran-Israel-Konflikt eskaliert; Ukraine zunehmend existenzgefährdet.
- 2) Rezession: Notenbanken (Fed, EZB) senken Leitzinsen zügig in den expansiven Bereich, zusätzlich Liquiditätsspritzen. Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und umfassender geldpolitischer Lockerung der Notenbanken.
- 3) „Risk-off“: Aktien fallen stark, Dollar steigt ggü. Euro. Credit Spreads steigen deutlich.

10 % Negativszenario II „Inflation“

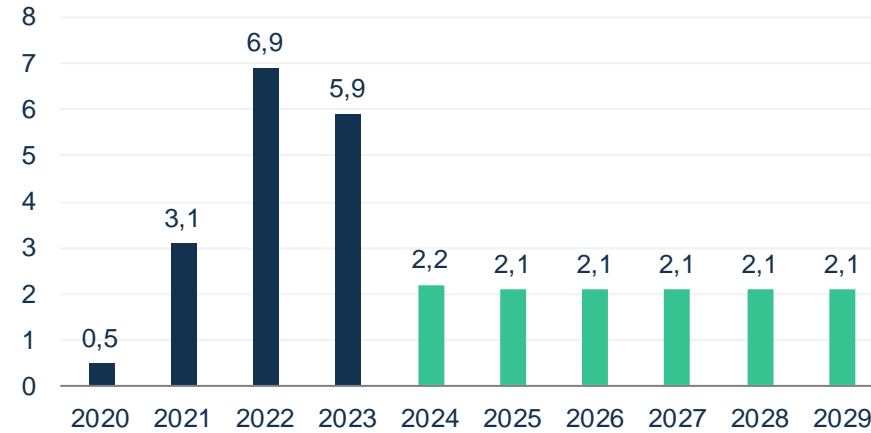
- 1) Weltweiter Inflationsschub erfasst auch Europa. Zweitunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken beenden Leitzinssenkungen, Fed schwenkt in Wortwahl zu Straffungsneigung um.
- 3) Renditen am Rentenmarkt steigen wegen „Tightening Bias“ der Notenbanken und steigender Inflationsprämien.
- 4) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Erneuter Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

Hauptszenario (60 %)

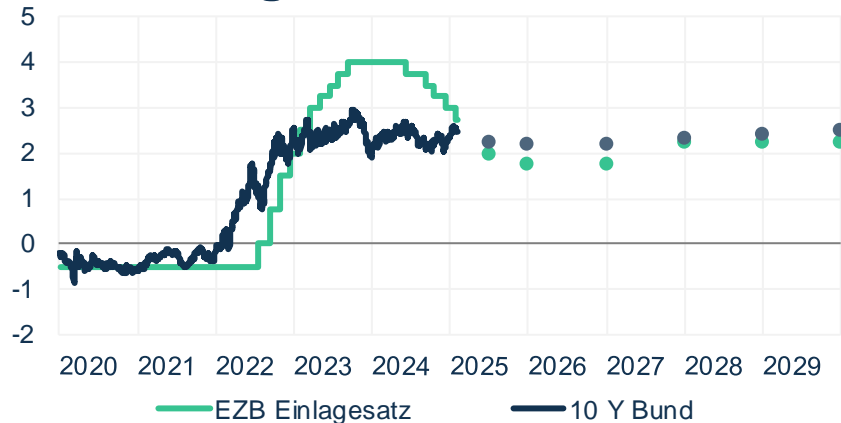
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



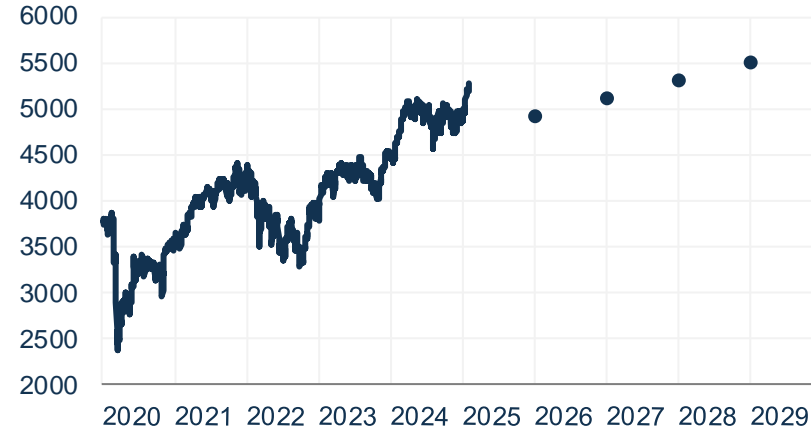
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

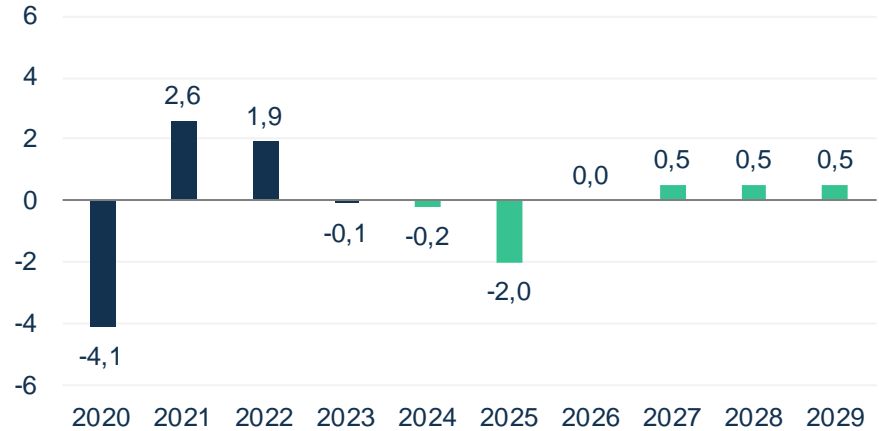


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

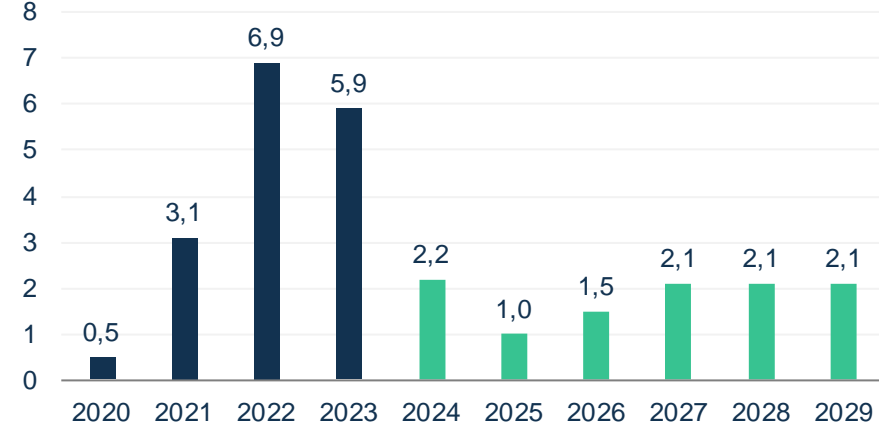
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) „Geopolitik“ (15 %)

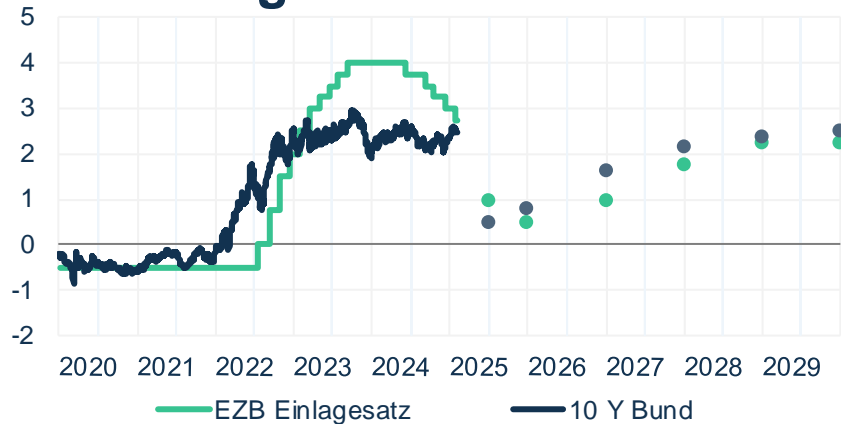
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



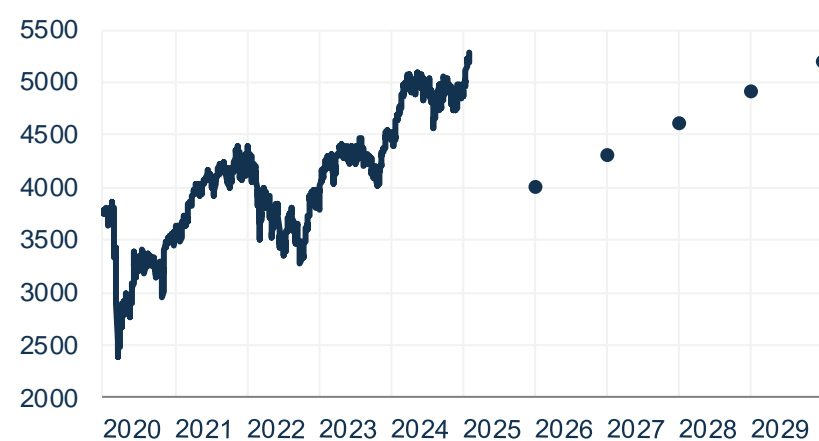
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

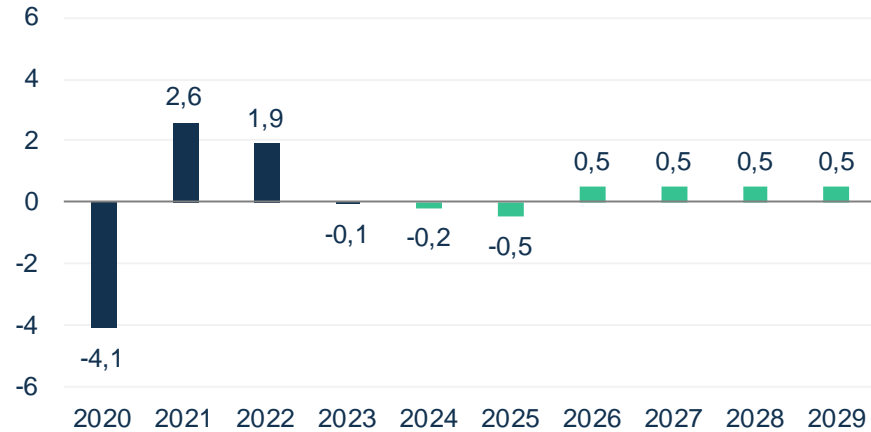


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

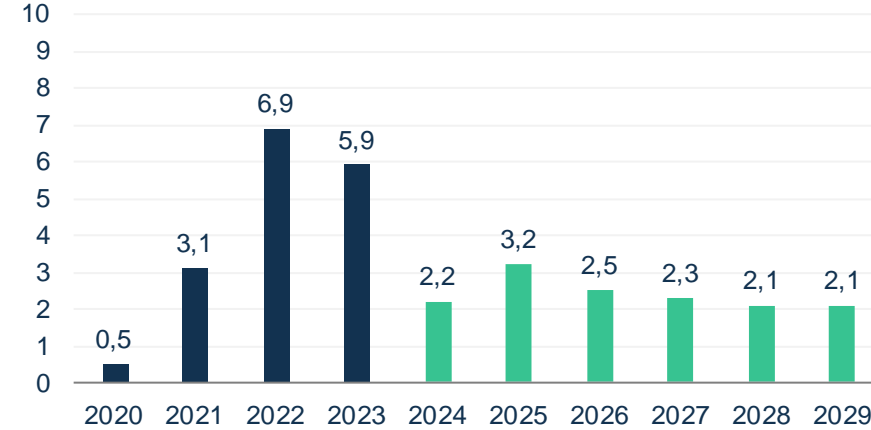
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 2) Inflation hartnäckiger (10 %)

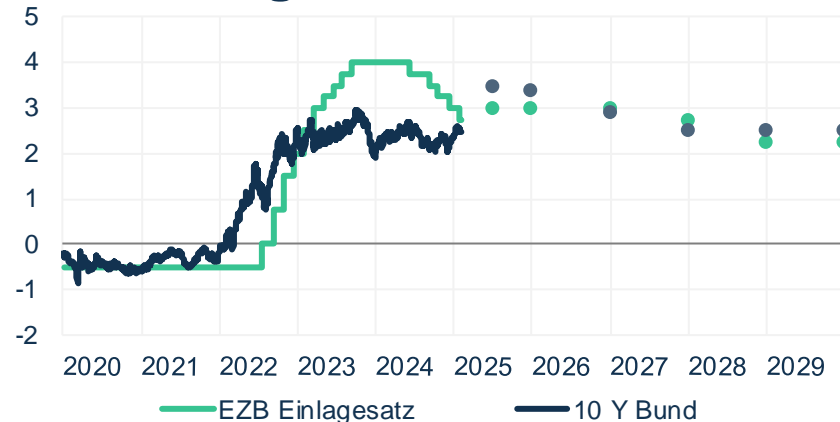
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



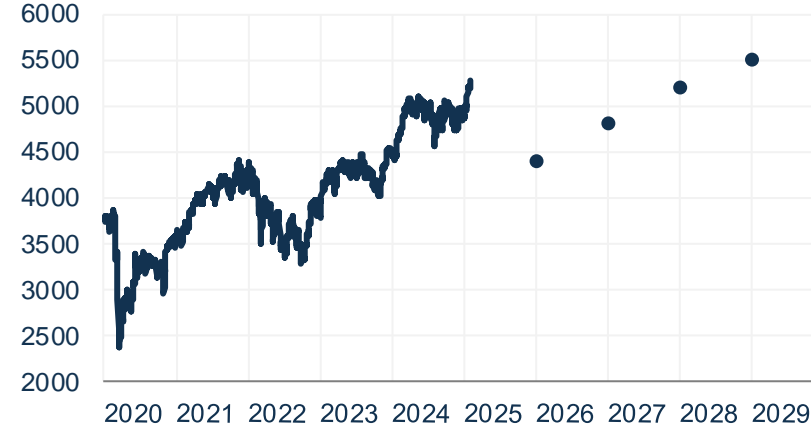
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*

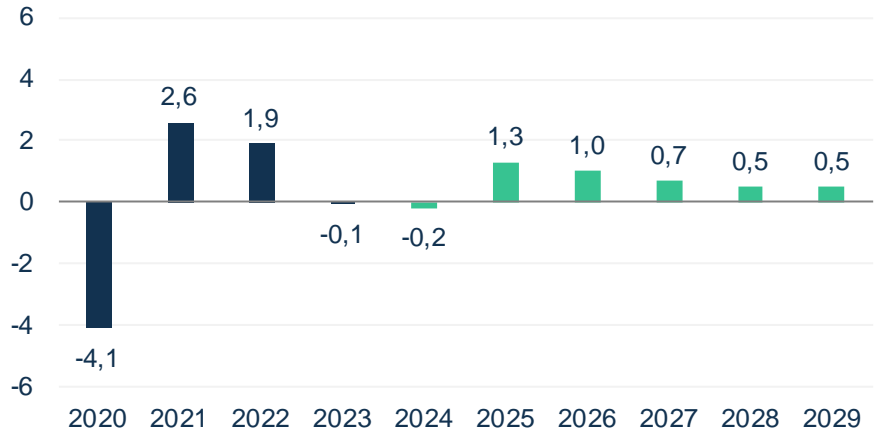


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

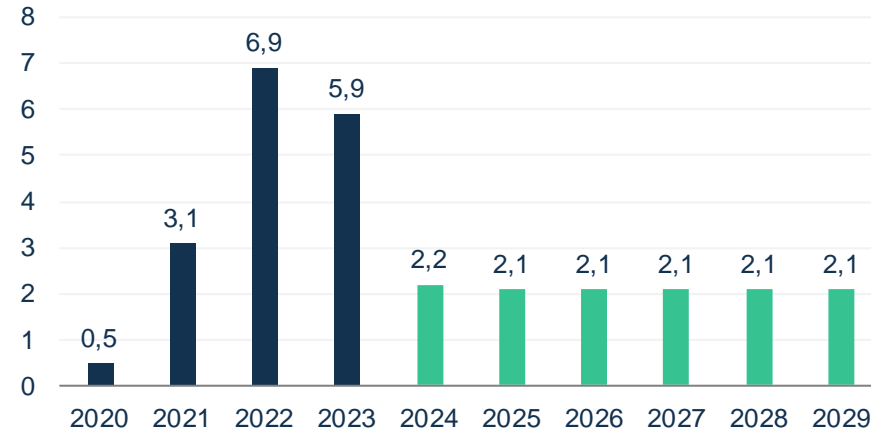
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Positivszenario (15 %)

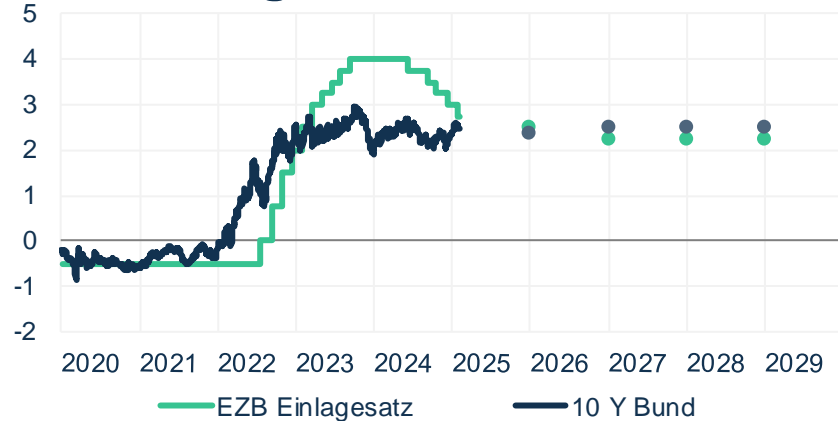
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



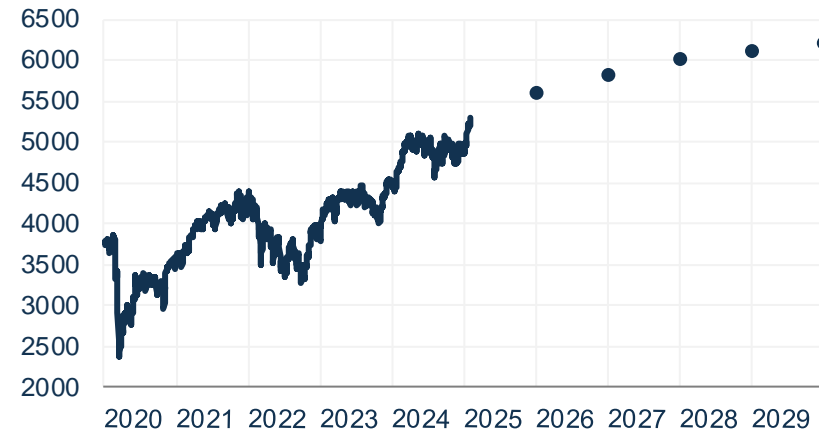
Deutschland Inflation (J/J)*



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

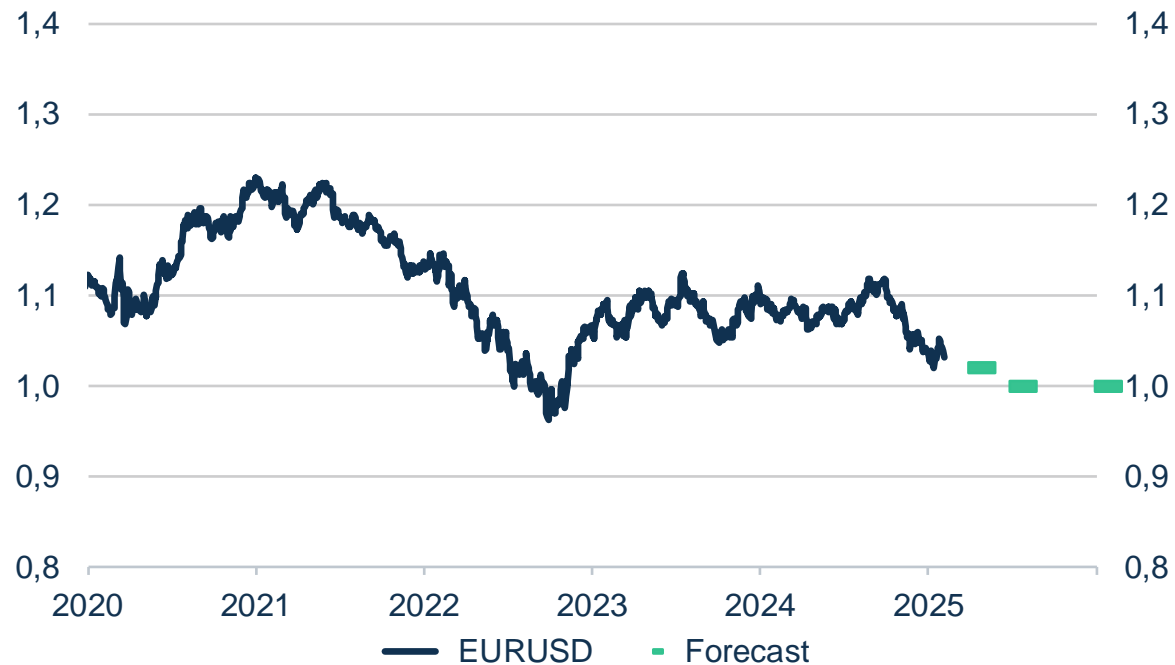
08

Anhang



EURUSD: Starke US-Wirtschaft, fester US-Dollar

FX EUR/USD



EURUSD	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
	1.03	1.08	1.04	1.08	1.02	1.00	1.00

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.

Contra EUR

- Trump-Politik dürfte Inflation befeuern und somit Fed zur Zurückhaltung bei Zinssenkungen bewegen.
- EZB dürfte indes aufgrund schwacher Konjunktur im Euroraum ihre Zügel stärker lockern als bisher angenommen.
- Die Sorge vor einer Eskalation der geopolitischen Konflikte sollte den US-Dollar stützen.
- Die US-Wirtschaft sollte im Jahr 2025 erneut deutlich stärker wachsen als der Euroraum.

EURGBP: Großbritannien im Falle eines Handelskrieges im Vorteil gegenüber dem Euroraum

FX EUR/GBP



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

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die Netto-Staatsverschuldung (ohne öffentliche Banken) des Vereinigten Königreichs ist zuletzt auf knapp 100 % des BIP angestiegen.

Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Großbritannien erzielt im bilateralen Handel mit den Vereinigten Staaten nur einen geringen Überschuß und sollte daher nicht als Erstes in das Fadenkreuz von Donald Trump geraten.
- Der hohe Anteil der Dienstleistungen an der britischen Wertschöpfung dürfte sich im Falle eines von Donald Trump angezettelten Handelskrieges als Vorteil erweisen.

EURCHF: SNB-Chef schließt Negativzinsen nicht aus

FX EUR/CHF



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

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro CHF

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

Contra CHF

- Der Zinsnachteil gegenüber dem Euro spricht gegen den Franken. Die SNB läutete bereits im März 2024 die Zinswende ein. Im Dezember senkte sie ihren Leitzins zum vierten Mal in Folge auf nun 0,5 %. Zudem sind Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Franken möglich.
- Wir rechnen im März 2025 mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte.

EURJPY: BoJ wagt „großen“ Zinsschritt

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
EURJPY	158.87	163.86	163.06	163.26	164.00	165.00	166.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die Zinsen der EZB liegen deutlich über denen der BoJ. Die in Japan noch zu erwartenden marginalen Zinserhöhungen dürften den Zinsnachteil von Yen-Anlagen nur minimal reduzieren.
- Japans Wirtschaft bleibt schwach. US-Zölle dürften 2025 auch Japans Wirtschaft signifikant belasten.
- Die LDP regiert nun in einer Minderheit-Regierung. Deren Handlungsfähigkeit ist also in schwierigen Zeiten eingengt.

Contra EUR

- Die EZB wird ihre Leitzinsen 2025 weiter absenken.
- Die BoJ hat mit 0,25 % gerade einen für japanische Verhältnisse großen Zinsschritt nach oben gewagt und dürfte ihre Leitzinsen 2025 noch etwas anheben.
- Die Konjunktur innerhalb des Euroraum dürfte 2025 recht schwach bleiben.

USDCNY: Yuan nach Zollanhebung unter Druck

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
USDCNY	7.33	7.20	7.31	7.18	7.60	7.75	7.80
EURCNY	7.56	7.79	7.57	7.77	7.75	7.75	7.80

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro USD

- Der nun verhängte US-Zoll in Höhe von 10 % wird die chinesische Exportindustrie belasten und zu einer Zunahme der globalen Unsicherheit führen.
- Die Gefahr anziehender Inflation in den USA als Folge weitreichender Zölle auch gegen Kanada und Mexiko macht rasche Zinssenkungen der Fed unwahrscheinlich.
- Die chinesische Zentralbank dürfte zur Minimierung des Schadens den Yuan vorerst schwächer tendieren lassen.

Contra USD

- Die chinesische Regierung wird auf die sich eintrübende Außenwirtschaft mit zusätzlichen Fiskalmaßnahmen zur Stärkung der inländischen Nachfrage reagieren.
- Trotz externen Gegenwinds wird die PBoC nur eine schrittweise und kontrollierte Abwertung des Yuan zulassen. Ein zu rascher Wertverlust könnte den Kapitalabfluss beschleunigen und zusätzliche Verunsicherung verursachen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURBRL	5,98	5,80	5,60	<ul style="list-style-type: none"> Brasiliens Notenbank erhöhte den Leitzinssatz im Januar um 100 Basispunkte auf 13,25 %. Die Währungshüter stellten mindestens eine weitere Zinsanhebung in Aussicht. Das Haushaltsdefizit könnte in diesem Jahr auf 7 bis 8 % anwachsen. Wegen der 2026 stattfindenden Präsidentschaftswahl dürften Sparmaßnahmen weiter hinausgezögert werden.
EURHUF	409	416	420	<ul style="list-style-type: none"> Im vergangenen Jahr wuchs die ungarische Wirtschaft nur um 0,5 %. Dies enttäuschte die hoch gesteckten Erwartungen. Für 2026 erwarten wir einen Anstieg auf etwa 2 %. Der private Konsum und Direktinvestitionen werden hierfür wichtige Stützen sein. Wegen des starken Inflationsanstieges auf 4,7 % im Dezember dürfte die Zinspause anhalten.
EURMXN	21,53	21,50	20,50	<ul style="list-style-type: none"> Donald Trump will bereits ab Februar 25 % Zölle auf Importwaren aus Mexiko verhängen. Dies könnte das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr um 1 bis 3 % bremsen. Mexikos Notenbank wird den Zinssenkungskurs im Jahresverlauf fortsetzen und den Leitzins auf 9 % senken. Dadurch schrumpft der Zinsvorteil des Peso, was diesen belasten könnte.
EURPLN	4,23	4,37	4,40	<ul style="list-style-type: none"> Der polnische Notenbankpräsident signalisierte jüngst, den Leitzinssatz später als bisher erwartet zu senken. Die Zinswende könnte daher erst im nächsten Jahr erfolgen. Grund hierfür ist der Anstieg der Juli 2024 steigende Inflationsdruck, der weiter anhalten könnte. Im vergangenen Jahr wuchs Polens Wirtschaft um knapp 3 % und dürfte 2026 weiter zulegen.
EURRON	4,98	5,10	5,15	<ul style="list-style-type: none"> Rumäniens Haushaltsdefizit stieg 2024 auf 8,6 % - der höchste Stand seit der Pandemie 2020. Für 2025 plant die Regierung ein Defizit von 7 %. Aufgrund der im Mai anstehenden Präsidentschaftswahlen besteht das Risiko, dass das Defizit größer ausfällt. Der Inflationsanstieg in den vergangenen Monaten spricht zunächst für eine Zinspause.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURSEK	11,49	11,30	11,15	<ul style="list-style-type: none"> Schwedens Notenbank setzte ihren Zinssenkungskurs im Januar fort. Seit Juni 2024 senkte sie den Leitzinssatz von 4,0 % auf 2,25 %. Wir erwarten das Ende dieses Zyklus bei 2 %. Das Konsumentenvertrauen hat sich in den vergangenen Monaten deutlich verbessert. Auch der private Konsum zeigt erste Erholungstendenzen infolge der Zinssenkungen.
EURTRY	36,93	41,80	42,90	<ul style="list-style-type: none"> Die türkische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Januar abermals um 250 Basispunkte auf 45 %. Ein zu aggressiver Zinssenkungskurs könnte die Währung erneut unter Druck setzen. Das Wirtschaftswachstum litt 2024 unter der restriktiven Geldpolitik. Die Volkswirtschaft wuchs um etwa 2 %. Auch für 2025 erwarten wir keine deutlich höhere Wachstumsdynamik.
EURZAR	19,37	18,50	18,10	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank setzte ihren moderaten Zinssenkungskurs im Januar fort. Mit einem Zinsschritt von 25 Basispunkten senkte sie den Leitzins auf 7,5 %. Damit bleibt der Rand weiter attraktiv. Die von den USA angekündigten Handelszölle gegen China dürften auch Südafrikas Wirtschaft belasten. Denn China ist mit einem Anteil 12 % der wichtigste Exportpartner.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.02.2025, 13:02 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 25	Progn. Q4 25	Einschätzung
EURAUD	1,67	1,64	1,68	<ul style="list-style-type: none"> Die Chancen auf eine Zinssenkung in Australien im ersten Quartal steigen. Denn die Inflationsrate hat das Ziel der Notenbank erreicht, und die Arbeitslosenquote stieg auf 4,0 % an. Die US-Handelszölle von 10 % auf Importe aus China belasten auch die australische Wirtschaft. Denn Australien exportiert 41 % seiner Waren nach China.
EURCAD	1,50	1,56	1,51	<ul style="list-style-type: none"> Donald Trump belegt bereits ab Februar Importe aus Kanada mit einem Handelszoll von 25 %. Dies würde die Wirtschaft stark belasten, da über 75 % der Exporte in die USA gehen. Der Rücktritt des Premierministers Trudeau dürfte noch in diesem Jahr zu Neuwahlen führen. Dies verunsichert die Anleger und belastet den kanadischen Dollar.
EURCZK	25,25	24,60	24,40	<ul style="list-style-type: none"> Wir erwarten eine länger anhaltende Zinspause im Senkungszyklus der tschechischen Notenbank. Denn die Inflationsrate stieg in den letzten sechs Monaten von 2,00 % auf 3,00 % und bestätigt damit die restriktive Haltung der Notenbank. Eine Aufhellung der Stimmung im produzierenden Gewerbe könnte die Krone stützen.
EURNOK	11,70	11,30	11,20	<ul style="list-style-type: none"> Norwegens Notenbank könnte im März die Zinswende mit einem Senkungsschritt von 25 Basispunkten einleiten. Die Inflationsrate fiel im Dezember auf 2,2 %, während der Arbeitsmarkt Anzeichen der Entspannung zeigt. Die Arbeitslosenquote stieg im Dezember auf 2,3 %. Das geopolitische Risiko einer Verschärfung des Ukraine-Konflikts würde die Krone belasten.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.02.2025, 13:02 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	3-Feb-2025	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.67	-0.40	-1.03	-0.48	0.45	1.70	1.60
BRL	6.01	5.44	5.24	-10.69	6.44	6.48	5.31
GBP	0.83	-0.20	0.73	2.69	-0.52	0.86	0.82
CNY	7.49	0.38	3.16	3.50	0.87	7.98	7.48
JPY	159.65	1.44	3.95	0.32	1.93	174.98	155.71
CAD	1.50	-1.18	0.51	-3.33	-0.93	1.52	1.45
NZD	1.84	-0.19	-1.43	-3.39	0.41	1.85	1.74
NOK	11.74	-0.33	2.09	-2.36	0.17	12.11	11.28
PLN	4.22	1.11	3.30	2.46	1.29	4.37	4.20
RUB	102.89	10.50	2.97	-4.83	10.46	119.62	89.75
SEK	11.46	-0.15	1.54	-1.18	-0.18	11.74	11.16
CHF	0.94	-0.36	0.42	-0.57	-0.21	0.99	0.93
ZAR	19.29	0.10	-1.13	5.84	1.30	20.96	18.57
CZK	25.21	-0.22	0.39	-0.96	-0.13	25.49	24.61
TRY	37.05	-1.78	0.54	-11.20	-1.18	38.19	32.77
HUF	408.50	1.76	-0.13	-5.87	0.70	415.85	384.15
USD	1.03	-0.25	5.18	4.73	0.39	1.12	1.02
Exchange rates to USD							
JPY	154.79	1.69	-1.18	-4.21	1.53	161.67	140.44
CNY	7.25	0.95	-1.78	-0.81	0.66	7.33	7.01

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	8.28	8.53	4.98	5.38	9.96	10.46	4.57	5.02	5.88	6.83	4.96	5.46	2.79	3.64	5.89	7.24	5.52	5.92
2 months	8.07	8.32	5.00	5.65	10.08	10.58	4.68	5.08	6.01	6.91	4.86	5.46	2.90	3.65	5.85	7.10	5.63	6.03
3 months	7.95	8.15	4.88	5.58	10.05	10.50	4.64	5.04	6.13	6.98	4.96	5.56	2.96	3.71	5.72	7.02	5.66	6.06
6 months	7.77	7.97	5.07	5.57	9.90	10.40	4.82	5.17	6.49	7.29	5.26	5.86	3.10	3.80	5.86	7.06	5.88	6.23
9 months	7.72	7.92	5.20	5.70	9.89	10.39	5.03	5.38	6.74	7.54	5.47	6.02	3.21	3.86	5.96	7.11	6.15	6.40
1 year	7.70	7.90	5.24	5.84	9.88	10.38	5.16	5.51	6.80	7.80	5.58	6.08	3.30	4.00	6.06	7.31	6.16	6.46
2 years	7.84	8.09	5.42	6.07	10.01	10.51	5.53	5.88	6.89	7.99	5.46	6.36	3.25	4.35	6.51	7.76	6.40	6.85
3 years	7.80	8.50	5.27	6.72	9.74	10.89	5.56	6.46						6.70	7.65	6.55	7.15	
5 years	8.08	8.83	5.70	7.40	9.79	11.14	6.08	7.18									7.05	7.65

Data as of: 02/04/2025 6:50 AM

Brent: US-Sanktionen lassen Ölpreis steigen

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
Brent (USD/Barrel)	77.09	79.93	74.74	76.45	75.00	70.00	70.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Sanktionen gegen russische Schattentankerflotte.
- Ölförderung in den USA steigt nur noch leicht.

Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Ölangebot der Nicht-OPEC-Staaten dürfte 2025 um 1,5-2 mbpd zulegen.
- OPEC+ plant Fördererhöhungen für Q2/2025.
- Ölnachfrage steigt auch 2025 nur um rund 1 %.

Gold: Angebot steigt – Nachfrage schwächelt

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2024	Dec-24	Ø H2 24	Mar-25	Jun-25	Dec-25
Gold (USD/Ounce)	2 820	2 389	2 625	2 568	2 600	2 500	2 400

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Fed und EZB haben Zinswende eingeleitet.
- ETCs wechseln zum Jahresbeginn 2025 wieder auf die Käuferseite.

Contra

- Gold-Angebot steigt weiter: Minen-Produktion legt in Q3/24 um 6 % zu, Altgold-Recycling verzeichnet Anstieg um 11 %.
- Schmucknachfrage fällt in Q3/24 um 12 %, Nachfrage nach Münzen/Barren sinkt um 9 %.
- Käufe der Notenbanken brechen in Q3/24 um 49 % ein!
- Sehr hohe Netto-Longposition der Spekulanten mit Volumen von ca. 50 Mrd. USD.
- US-Zinssenkungen dürften unter der neuen Regierung ins Stocken geraten; zudem dürfte der US-Dollar weiter aufwerten.

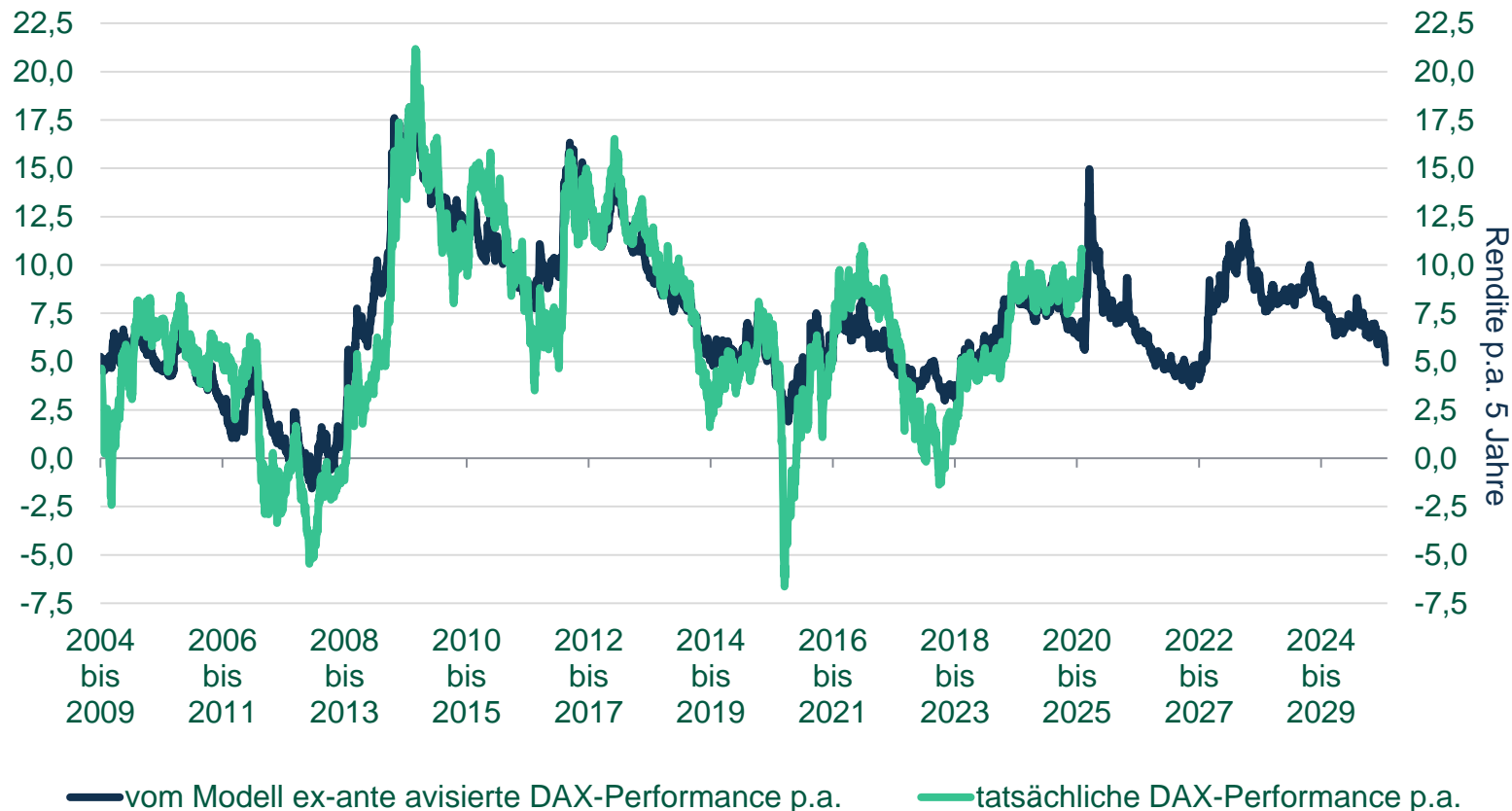

Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	3-Feb-2025	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	76.00	-0.46	3.36	-1.97	1.69	91.61	69.58
Crude Oil WTI	USD/bbl	73.52	-1.50	5.31	1.09	1.49	87.69	66.73
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 820	6.66	2.78	38.53	7.40	2 820	1 989
Silver	USD/oz	31.29	4.95	-4.60	34.70	8.25	34.51	22.09
Platinum	USD/oz	964	2.44	-3.98	6.52	5.47	1 065	872
Palladium	USD/oz	1 005	7.95	-10.75	5.35	10.56	1 222	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 623	5.19	0.88	17.44	2.80	2 768	2 180
LME Copper	USD/MT	9 099	2.51	-4.93	7.27	3.78	10 889	8 169
LME Lead	USD/MT	1 946	1.17	-5.26	-9.30	-0.33	2 344	1 923
LME Zinc	USD/MT	2 799	-3.08	-8.81	14.20	-6.03	3 175	2 301
LME Tin	USD/MT	29 924	2.80	-5.67	17.12	2.89	35 582	24 836
LME Nickel	USD/MT	15 208	0.64	-4.62	-6.33	-0.78	21 615	15 078

DAX-Modell avisiert auf Fünf-Jahres-Sicht nur noch eine klar unterdurchschnittliche Performance


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

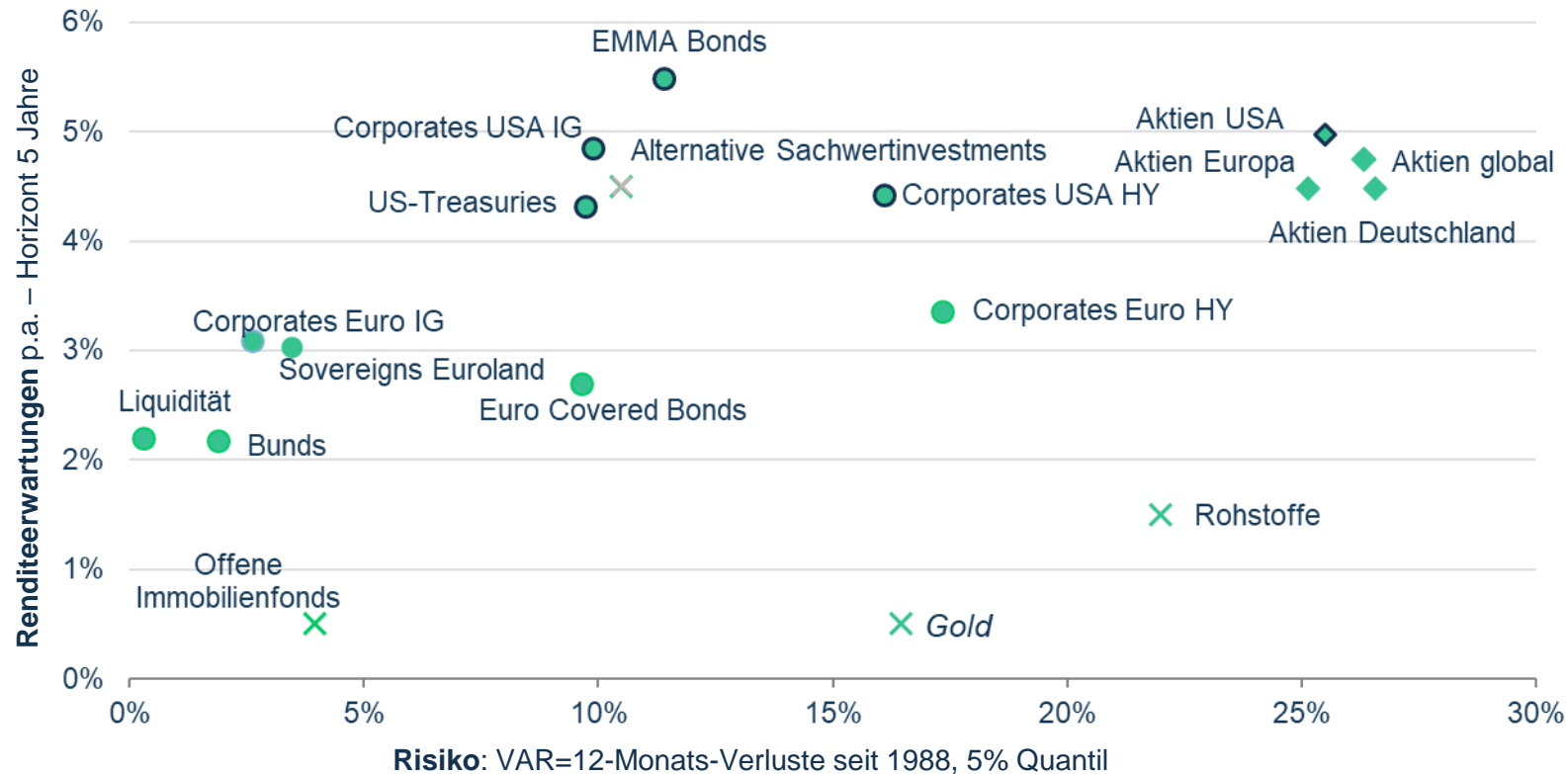
5,0 % p.a. (inkl. Dividenden)
Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 03.02.2025. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns

30.01.2025	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,30	2,21	2,24	2,28	2,33	2,37	2,42	2,47	2,53	2,59	2,82	2,84	2,79	2,80
France	2,39	2,46	2,60	2,73	2,85	2,97	3,07	3,18	3,28	3,37	3,67	3,79	3,87	3,97
Italy	2,45	2,53	2,69	2,86	3,02	3,18	3,32	3,46	3,58	3,69	4,11	4,27	4,33	4,41
Spain	2,40	2,41	2,52	2,62	2,72	2,82	2,93	3,03	3,14	3,24	3,64	3,79	3,87	3,93
Netherlands	2,45	2,36	2,37	2,43	2,50	2,58	2,65	2,71	2,76	2,81	2,97	3,02	2,99	2,91
Austria	2,36	2,38	2,45	2,53	2,63	2,72	2,80	2,88	2,95	3,01	3,19	3,26	3,29	3,30
Belgium	2,40	2,38	2,46	2,57	2,68	2,79	2,89	2,99	3,07	3,15	3,49	3,71	3,82	3,82
Ireland	2,41	2,32	2,37	2,45	2,53	2,61	2,68	2,75	2,82	2,88	3,06	3,11	-	-
Portugal	2,29	2,23	2,26	2,35	2,45	2,57	2,68	2,80	2,91	3,01	3,37	3,56	3,67	3,74
Finland	2,35	2,35	2,43	2,53	2,63	2,72	2,81	2,89	2,96	3,02	3,22	3,26	3,26	3,28
EUR Swap in %	2,48	2,40	2,42	2,43	2,45	2,46	2,48	2,50	2,52	2,53	2,58	2,53	2,42	2,32

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials												
30.01.2025	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,12	2,41	2,58	2,70	2,80	2,88	2,94	3,00	3,05	3,09		
AA-	2,21	2,48	2,63	2,74	2,82	2,89	2,95	3,00	3,04	3,08		
A+	2,35	2,59	2,72	2,82	2,90	2,96	3,01	3,05	3,09	3,13		
A	2,35	2,64	2,81	2,92	3,02	3,09	3,16	3,21	3,26	3,31		
A-	2,43	2,69	2,85	2,96	3,05	3,12	3,18	3,23	3,27	3,31		
BBB+	2,45	2,70	2,89	3,02	3,12	3,21	3,28	3,34	3,39	3,44		
BBB	2,57	2,86	3,02	3,14	3,24	3,31	3,38	3,43	3,48	3,53		
BBB-	2,77	3,07	3,25	3,37	3,47	3,55	3,61	3,67	3,72	3,77		
BB+	3,34	3,78	4,04	4,22	4,36	4,48	4,58	4,66	4,74	4,80		
BB	3,62	4,04	4,29	4,47	4,60	4,71	4,81	4,89	4,96	5,03		
BB-	3,90	4,50	4,86	5,11	5,30	5,46	5,60	5,71	5,82	5,91		
B+	4,44	4,62	4,72	4,79	4,85	4,90	4,94	4,97	5,00	5,03		
B	4,44	5,35	5,89	6,27	6,56	6,80	7,01	7,18	7,34	7,47		
B-	7,47	8,24	8,70	9,02	9,27	9,47	9,64	9,79	9,92	10,04		
EUR Swap in %	2,48	2,40	2,42	2,43	2,45	2,46	2,48	2,50	2,52	2,53		

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred

30.01.2025	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	2,65	2,70	2,73	2,75	2,77	2,78	2,79	2,80	2,81	2,82
AA-	2,61	2,73	2,80	2,86	2,90	2,93	2,96	2,98	3,00	3,02
A+	2,63	2,83	2,95	3,03	3,09	3,15	3,19	3,23	3,26	3,29
A	2,65	2,82	2,92	2,99	3,05	3,09	3,13	3,16	3,19	3,22
A-	2,85	2,96	3,02	3,07	3,10	3,13	3,15	3,17	3,19	3,21
BBB+	2,72	2,95	3,09	3,19	3,26	3,32	3,37	3,42	3,46	3,49
BBB	2,66	2,92	3,08	3,19	3,27	3,34	3,40	3,45	3,50	3,54
BBB-	3,19	3,30	3,36	3,41	3,44	3,47	3,50	3,52	3,54	3,55
EUR Swap in %	2,48	2,40	2,42	2,43	2,45	2,46	2,48	2,50	2,52	2,53

Rendite über 4,0 %

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

30.01.2025	Maturity (Call-Date)										
Country	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
AU	2,51	2,50	2,67	2,72	2,82	2,81	2,89				2,98
AT	2,53	2,58	2,68	2,72	2,80	2,82	2,81	2,91	2,95	3,04	3,16
BE	2,47	2,52	2,61	2,71	2,71	2,79			2,96		
CA	2,53	2,52	2,64	2,66	2,74	2,76	2,82	2,87	2,95	3,10	3,07
DK	2,63	2,50	2,72		2,75	2,74	2,82				
FI	2,49	2,61	2,65	2,73	2,77	2,80	2,86		3,02		
FR	2,49	2,55	2,65	2,73	2,80	2,89	2,95	3,00	3,03	3,10	3,10
DE	2,52	2,52	2,58	2,65	2,70	2,72	2,76	2,81	2,86	2,97	2,97
GR											
IE											
IT	2,63	2,65	2,81	2,88	2,85	2,94	3,03	3,05	3,22		3,26
LU					2,55						
NL	2,50	2,53	2,59	2,76	2,77	2,90	2,90	2,88	2,89		
NZ	2,61	2,52	2,63					2,89			
NO	2,56	2,57	2,66	2,68	2,69	2,78	2,85				
PL											
PT	2,44	2,49	2,69		2,80					3,01	
SG	2,65	2,59				2,80				3,11	
ES	2,53	2,53	2,66	2,73	2,74	2,75	2,85		2,93		3,09
SE	2,51	2,53	2,60	2,65	2,70	2,82			2,99		
CH		2,54		2,68		2,78					
UK	2,52	2,45	2,65	2,70	2,71	3,01	2,95	2,85	2,82		
JP	2,61	2,52		2,68	2,75						
KR	2,54	2,49	2,58	2,66	2,72	2,70					
SK	2,77	2,73	2,81	2,95		2,82					
EUR Sw ap in %	2,48	2,40	2,42	2,43	2,45	2,46	2,48	2,50	2,52	2,53	2,55

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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



Disclaimer

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

