

Bereit für Neues

LB  BW

# Kapitalmarktkompass Februar

Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus

06.02.2024 Makro | Zinsen | Credits | Aktien



# Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

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

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 06.02.2024 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736** oder **+49-89-95467578**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **2782 559 4185#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56502#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=m6b4fe6cc6ffc64887702435e8591f017>

Event-Kennnummer: **2782 559 4185**

Event-Passwort: **KMK02** (56502 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“ (siehe Bild rechts).

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

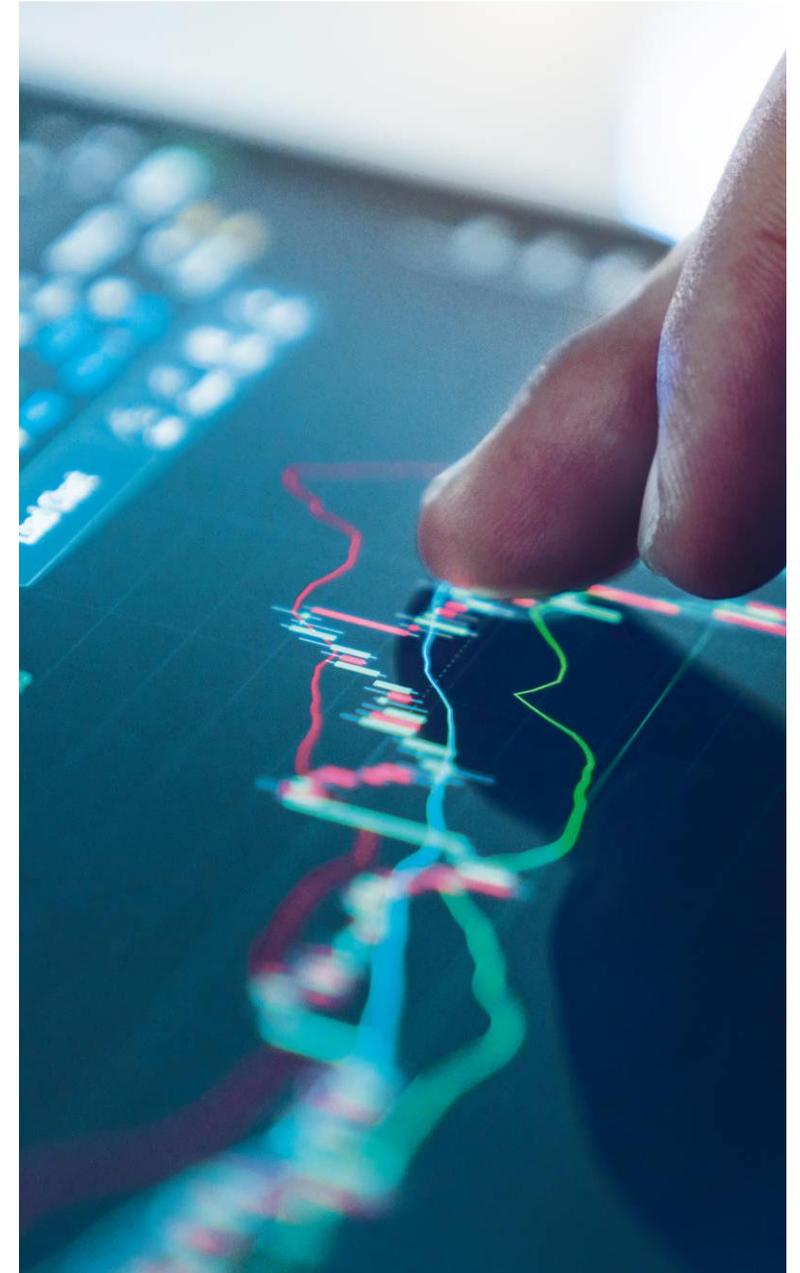
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 06.02.2024, 14h
- Dienstag, 20.02.2024, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 05.03.2024, 14h
- Dienstag, 19.03.2024, 14h – KMK-Update



# Inhalt

<b>01</b>	<b>Vorwort und Einleitung</b>	<b>04</b>
<b>02</b>	<b>Sonderthema: Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus</b>	<b>08</b>
<b>03</b>	<b>Makro: Positive US-Überraschung</b>	<b>17</b>
<b>04</b>	<b>Zinsen: Die Wende kommt – aber nicht sofort!</b>	<b>28</b>
<b>05</b>	<b>Credits: Performance-Aussichten weiterhin gut</b>	<b>42</b>
<b>06</b>	<b>Aktien: KI-Hausse weit fortgeschritten</b>	<b>49</b>
<b>07</b>	<b>Prognosen und Asset Allokation: Märkte blenden Risiken aus</b>	<b>57</b>
<b>08</b>	<b>Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten</b>	<b>67</b>



# 01

## Vorwort und Einleitung

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



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

## » *Nach unten schauen? Lieber nach vorn!*«

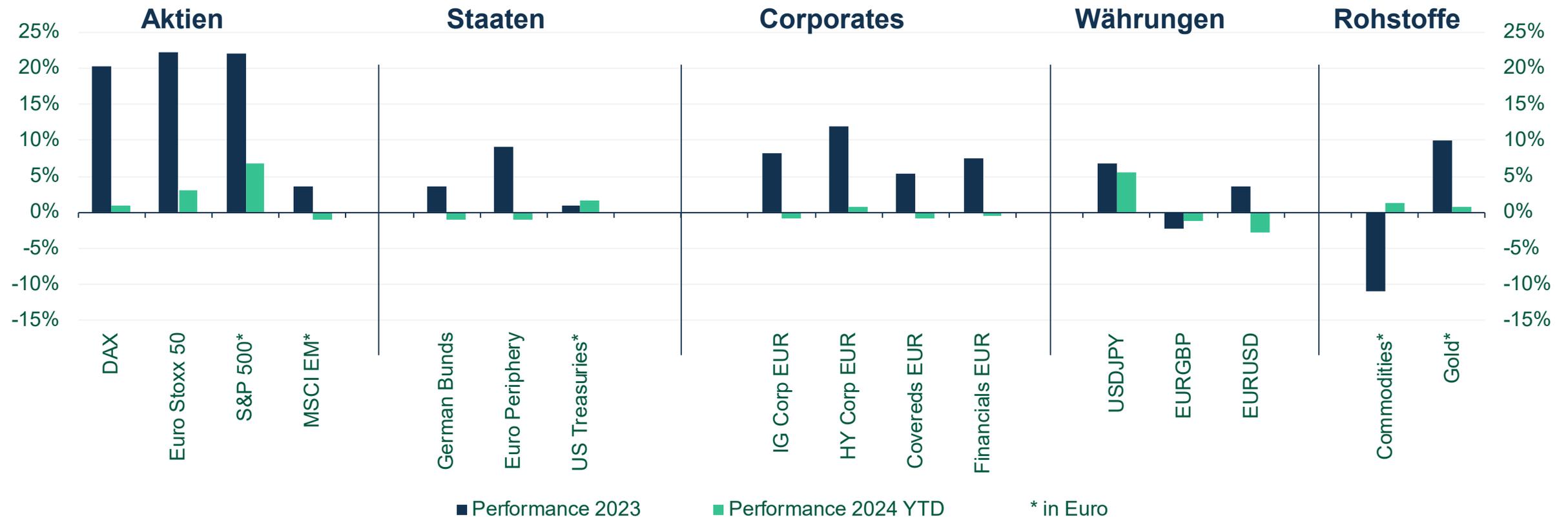
Die Zinsmärkte bleiben volatil. Der EZB-Rat hat auf seinem ersten Treffen des Jahres keine Pflöcke eingeschlagen. Zwar hatte EZB-Präsidentin Christine Lagarde noch Mitte Januar in Davos versucht, jegliche Zinshoffnung auf den Sommer zu lenken. Doch die Märkte sind nicht davon überzeugt, dass die EZB mehr weiß als alle anderen. Angesichts sinkender Inflationsraten und schwacher Konjunktur stehen die Zeichen auf geldpolitische Lockerung. Davon leben dieser Tage die Rentenmärkte, ebenso wie die Aktienmärkte, an denen vor allem Tech-Aktien haussieren. Der Start ins Börsenjahr ist besser gelungen als befürchtet. Bekanntlich können Kurse an einer „Wand von Sorgen“ ganz gut aufwärts klettern. Nur bitte nicht zu oft nach unten sehen!



# Aktienmärkte starten erfolgreich ins neue Jahr

## Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

# 02

## Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus

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

# Donald Trump führt im Rennen um das Weiße Haus

## Umfragewerte von Trump und Biden

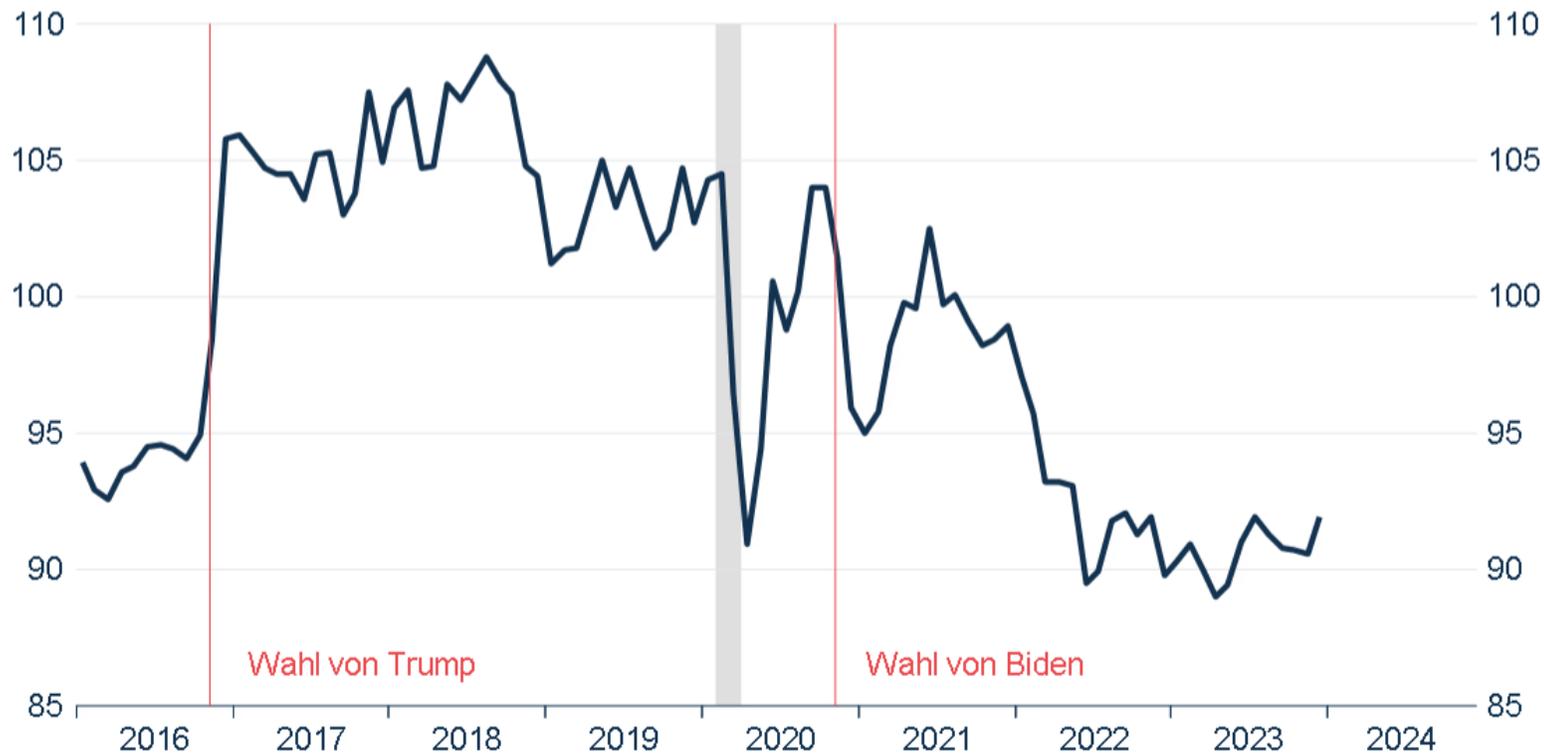
Institut	Erhebungsdatum	Trump	Biden	Vorsprung
Morning Consult	26.01. - 28.01.	44	42	Trump +2
Reuters/ Ipsos	22.01. - 24.01.	43	38	Trump +5
Economist/YouGov	21.01. - 23.01.	44	43	Trump +1
The Messenger/ Harris X	17.01. - 21.01.	53	47	Trump +6
Harvard-Harris	17.01. - 18.01.	53	47	Trump +6
CBS News	10.01. - 12.01.	50	48	Trump +2
Rasmussen Reports	07.01. - 09.01.	49	41	Trump +8
I&/ Tipp	03.01. - 05.01.	41	40	Trump +1

- In den zurückliegenden Wochen lag Donald Trump in den Umfragen zur Präsidentschaftswahl vor Amtsinhaber Joe Biden.
- Auch in den Wettbüros ist Donald Trump – von einer Ausnahme abgesehen – der Favorit.
- Dies wirft die naheliegende Frage auf, was von Donald Trump zu befürchten wäre, sollte er die Präsidentschaftswahl 2024 gewinnen.

# Kleinunternehmer sangen Lobeshymnen über Trump

## Stimmung bei US-Kleinunternehmen (NFIB)

Saisonbereinigte Monatswerte, Index 1986=100

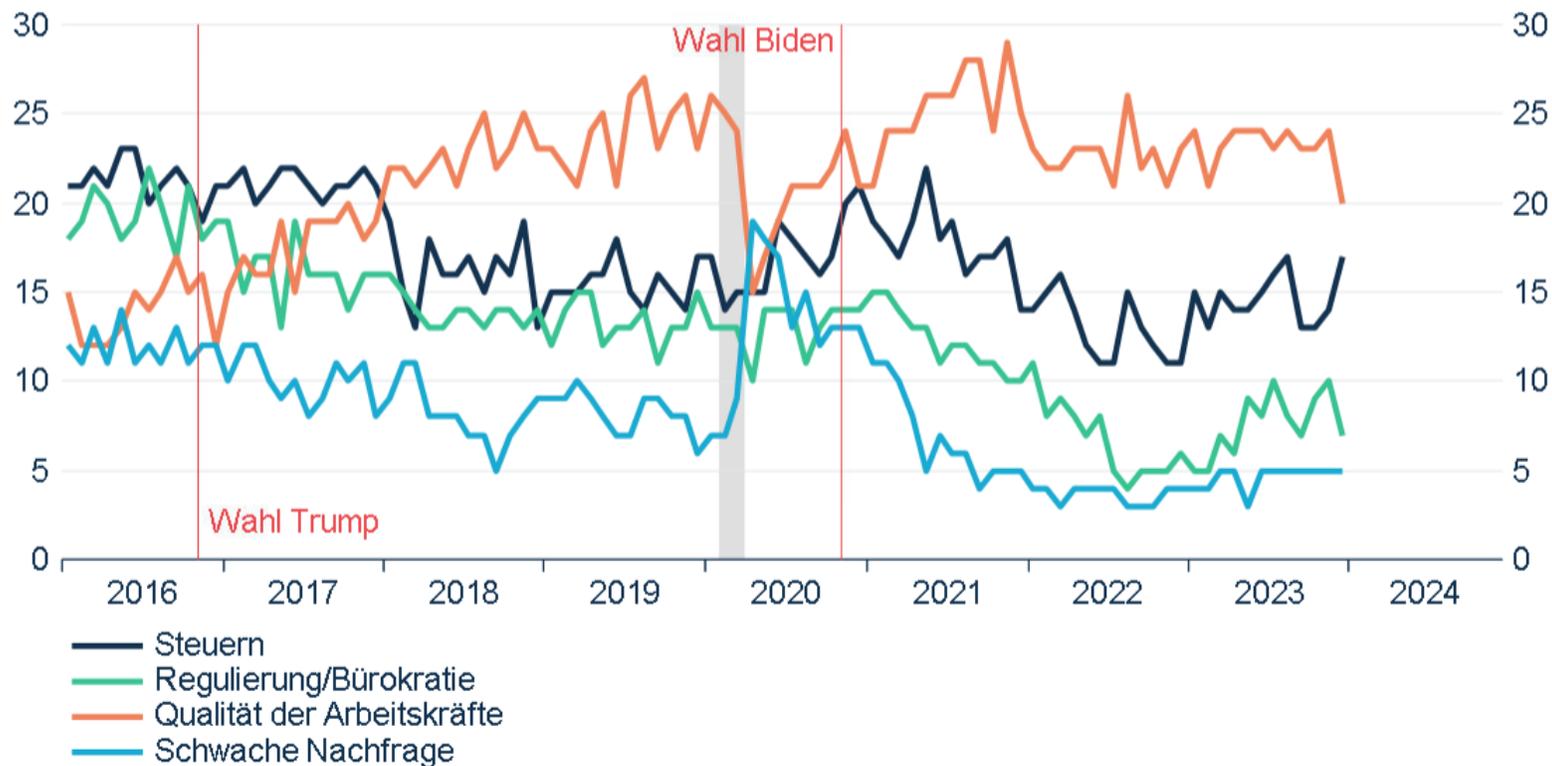


- Als Donald Trump im November 2016 zum Präsidenten gewählt wurde, schoss die Stimmung der US-Kleinunternehmer in die Höhe.
- Die gute Stimmung hielt die gesamte Amtszeit von Donald Trump an.
- Der Verband der Kleinunternehmer (NFIB) erging sich damals in Lobeshymnen über die Trump-Wirtschaftspolitik.

# Trump setzte 2016 da an, wo der Schuh drückte

## Größtes Einzelproblem der Kleinunternehmen

Monatswerte, in % der Unternehmen

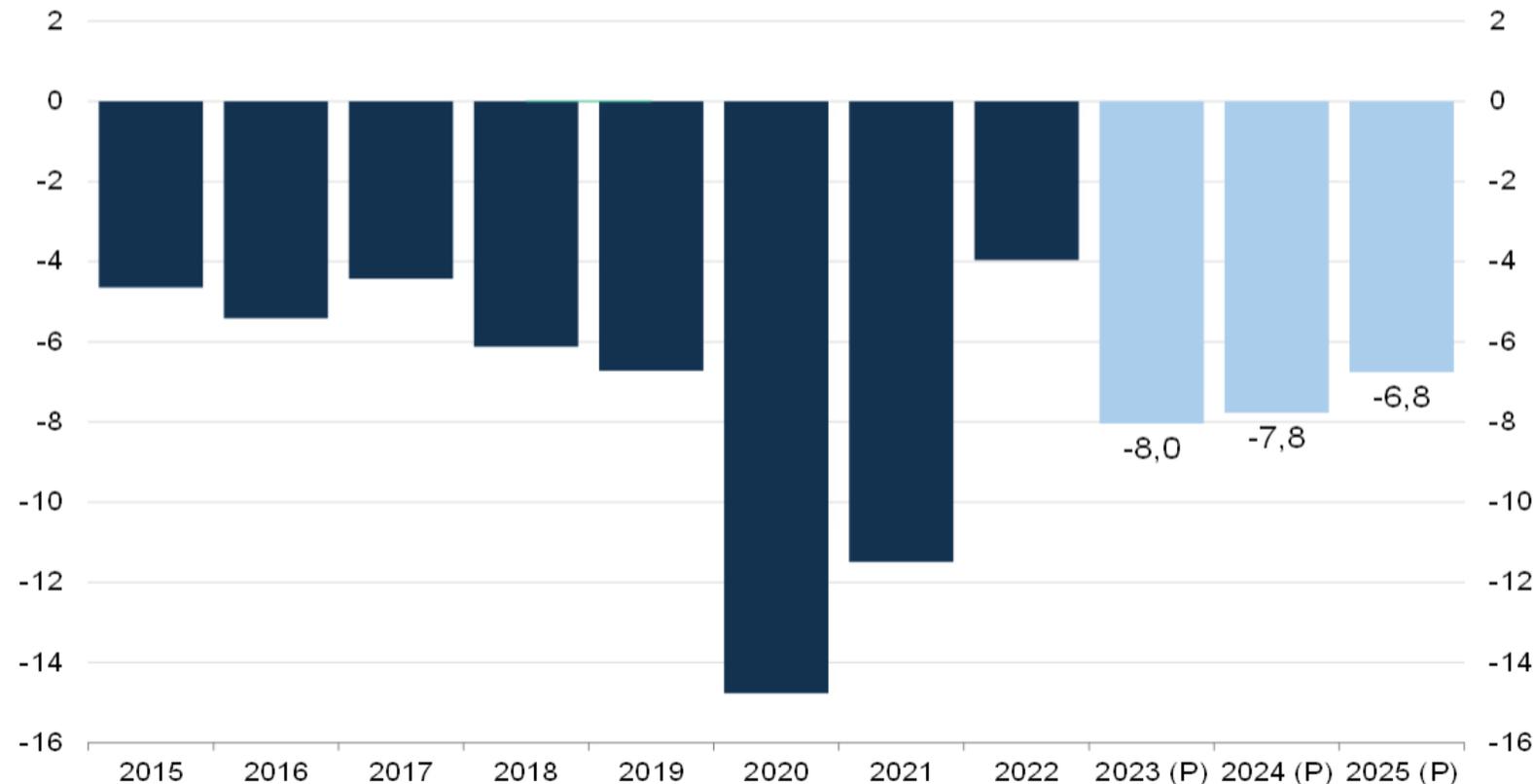


- Die Kleinunternehmer klagten im Jahr 2016 gemäß der NFIB-Erhebung zuvörderst über hohe Steuern und viel Bürokratie.
- Angesichts dessen überraschte die Lobhudelei des Verbandes über die Politik des Präsidenten Trump kaum. Während der Präsidentschaft von Donald Trump wurden zahlreiche Regulierungen, insbesondere in den Bereichen Umweltschutz und Finanzdienstleistungen, zurückgedreht und die Steuerlast für Spitzenverdiener und Unternehmen verringert. So wurde damals beispielweise der Spitzensteuersatz für Unternehmen von 35 % auf 21 % gesenkt.
- Die Folgen dieser Deregulierung durfte dann die Biden-Administration mit der Rettung der US-Regionalbanken „ausbaden“.

# US-Haushaltslage gibt an und für sich keinen Raum für Steuersenkungen her

## Finanzierungssaldo des Staates

Kalenderjahre, in % des BIP, nach VGR-Systematik, eigene Berechnungen und Prognosen

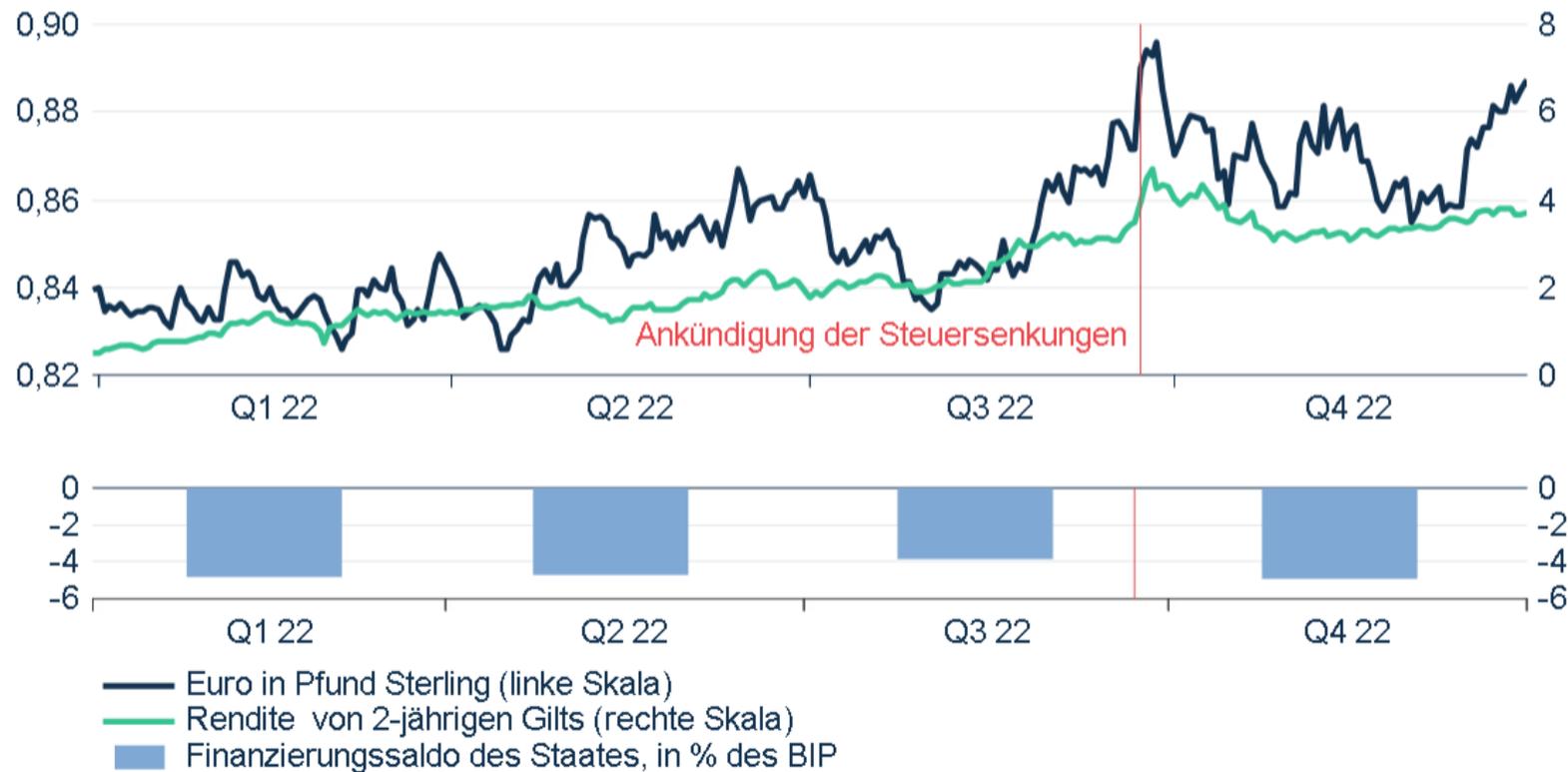


- Im laufenden Wahlkampf hat Donald Trump eine Senkung der Unternehmenssteuern versprochen. Der Spitzensteuersatz solle nur noch 15 % betragen.
- Ob es dazu kommen würde, ist ungewiss. Die Haushaltslage gibt an und für sich keinen Raum für Abgabentlastungen her.
- Der Haushaltssaldo des Staates belief sich nach unserer Schätzung im Jahr 2023 auf sage und schreibe -8,0 % des BIP, und dies bei einer recht regen Entwicklung der US-Wirtschaftsleistung.

# Truss erlitt mit vergleichbaren Plänen Schiffbruch

## EURGBP, Rendite UK-Gilts und Finanzierungssaldo des Staates

Tages- bzw. Quartalswerte



- In Großbritannien hatte die kurzlebige Truss-Administration im September 2022 mit ähnlichen Steuersenkungsplänen Schiffbruch erlitten.
- Und dies, obgleich die Haushaltslage in Großbritannien damals weniger angespannt war als derzeit in den Vereinigten Staaten.
- Die Renditen von britischen Staatsanleihen schossen empork, und das Pfund Sterling ließ mächtig Federn.
- Marktliberale Vorstellungen a la Laffer-Kurve waren offenbar unter Marktteilnehmern aus der Mode gekommen.

# Aber: Vereinigte Staaten sind nicht Großbritannien!

## Anteile an den Devisenreserven (Allocated Reserves)

im 3. Quartal 2023

Währung	Anteil in %
US-Dollar	59,17
Euro	19,58
Japanischer Yen	5,45
Pfund Sterling	4,83
Kanadischer Dollar	2,50
Chinesischer Renminbi	2,37
Australischer Dollar	2,02
Schweizer Franken	0,18

- Diese Erfahrungen aus Großbritannien sind jedoch nur mit Einschränkungen auf die USA übertragbar, da das Pfund seine Rolle als Weltleitwährung schon vor vielen Jahrzehnten an den US-Dollar abgetreten hat.
- Gleichwohl dürfte auch in den USA eine ungezügelte Verschuldung an irgendeinem Punkt zu einem Ausverkauf am US-Staatsanleihemarkt sowie zum Verfall des Kurses des US-Dollar führen.
- Wo genau dieser Punkt jedoch liegt, ist uns unmöglich vorherzusagen.
- Unsere Mutmaßung ist, dass auch nach einer weiteren Senkung der US-Steuern dieser Kipppunkt noch nicht erreicht sein wird.

# Furcht vor Konflikten könnte US-Dollar stützen

## Außenwert des US-Dollar und Aktienindex S&P 500

Tageswerte

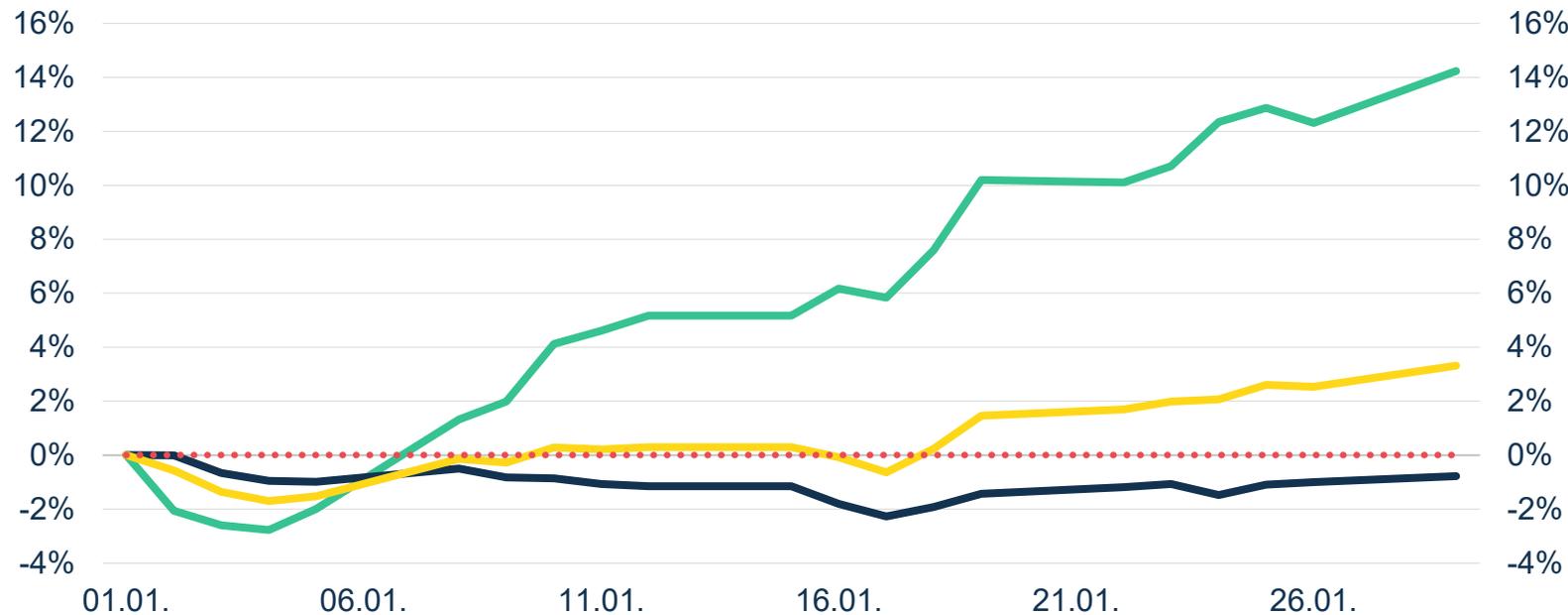


- Aber auch eine Aufwertung des US-Dollar – und damit einhergehend ein Rückgang der US-Staatsanleiherenditen – ist ein nicht unwahrscheinliches Szenario für den Fall einer Wahl Donald Trumps.
- Marktteilnehmer könnten aus Furcht, dass ein Präsident Trump geopolitische Konflikte vom Zaun brechen wird, in den „sicheren Hafen“ des US-Dollar fliehen.
- Dieses Muster war zumindest in der Vergangenheit zu beobachten. In Zeiten erhöhter Unsicherheit, hier dargestellt durch Phasen abstürzender Aktienkurse, gewann der US-Dollar an Wert. das galt selbst dann, wenn die Unsicherheit von den Vereinigten Staaten selbst ausging.

# KI-Phantasie, nicht Trump, treibt Aktienmärkte

## Großkaliber mit KI-Phantasie versus „S&P 494“

indexiert in Prozent (31.12.2023 = 0 %)



- Gewichtete Kursentwicklung der "sechs Großkaliber mit KI-Phantasie" indexiert - rechte Skala
- Kursentwicklung der restlichen Indexmitglieder ("S&P 494") indexiert - rechte Skala
- Kursentwicklung des S&P 500
- ..... Nulllinie - rechte Skala

- Der US-Aktienmarkt zeigt sich seit Anfang 2024 freundlich.
- Dies sollte jedoch nicht dahingehend interpretiert werden, dass unter den Börsianern Vorfreude auf Steuersenkungen aufgekommen ist. Die Aufwärtsentwicklung wird nur von wenigen Tech-Schergewichten getragen. Die Mehrheit der US-Aktien erlitt Kursverluste.
- Das bestimmende Thema am Aktienmarkt dürfte daher noch nicht die US-Wahl sein, sondern die KI-Phantasie.
- Nach einem Trump-Sieg müssten die Börsianer die Aussicht auf Steuersenkungen gegen das Risiko abwägen, dass Trump aufgrund seines narzisstischen Wesens geopolitische Verwerfungen vom Zaun bricht.

# 03

## Makro: Positive US- Überraschung

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

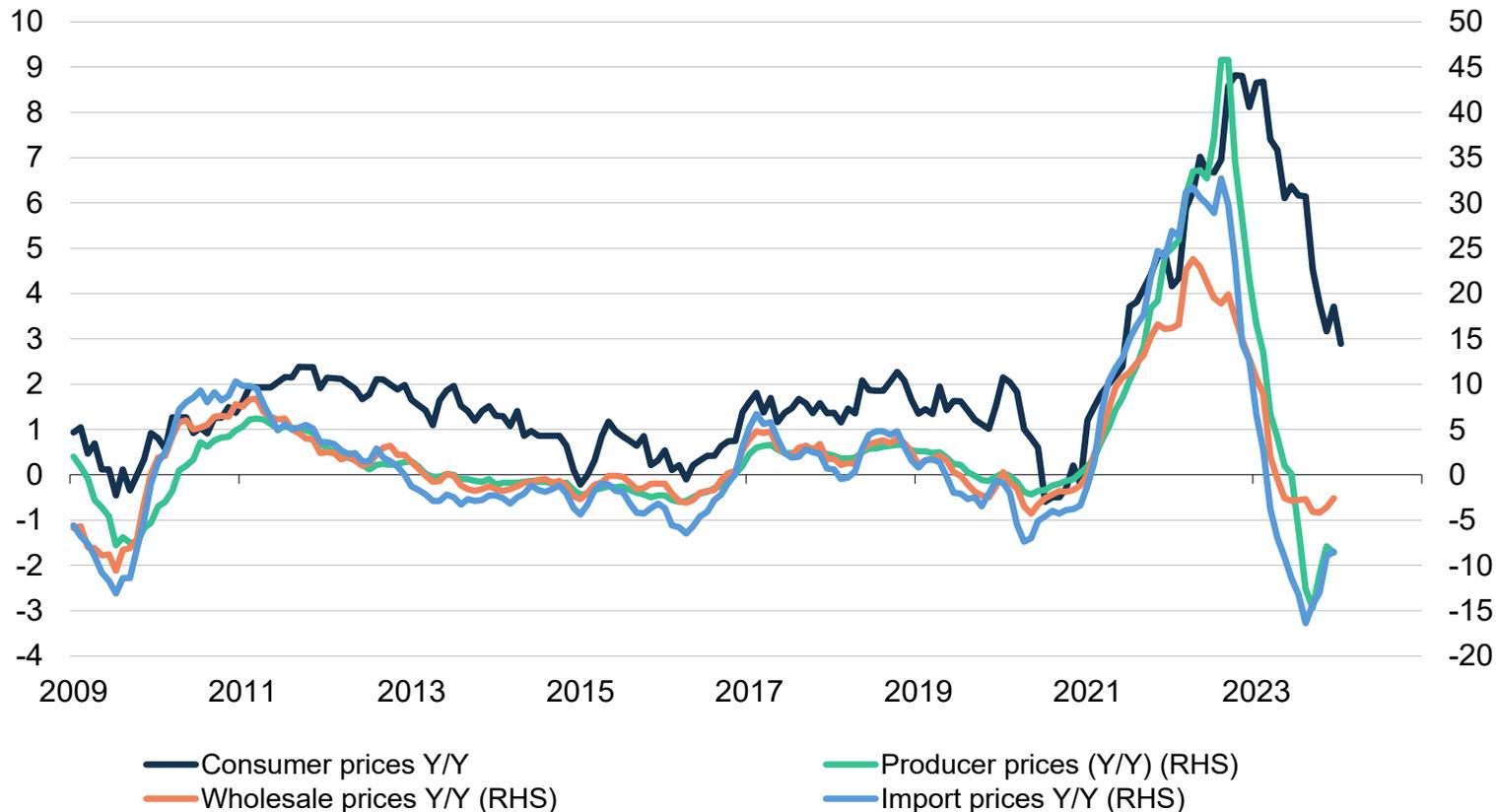
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
[dirk.chlench@LBBW.de](mailto:dirk.chlench@LBBW.de)

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

# DEU: Inflation im Januar überraschend niedrig

## Inflation auf verschiedenen Stufen

Veränderung zum Vorjahresmonat

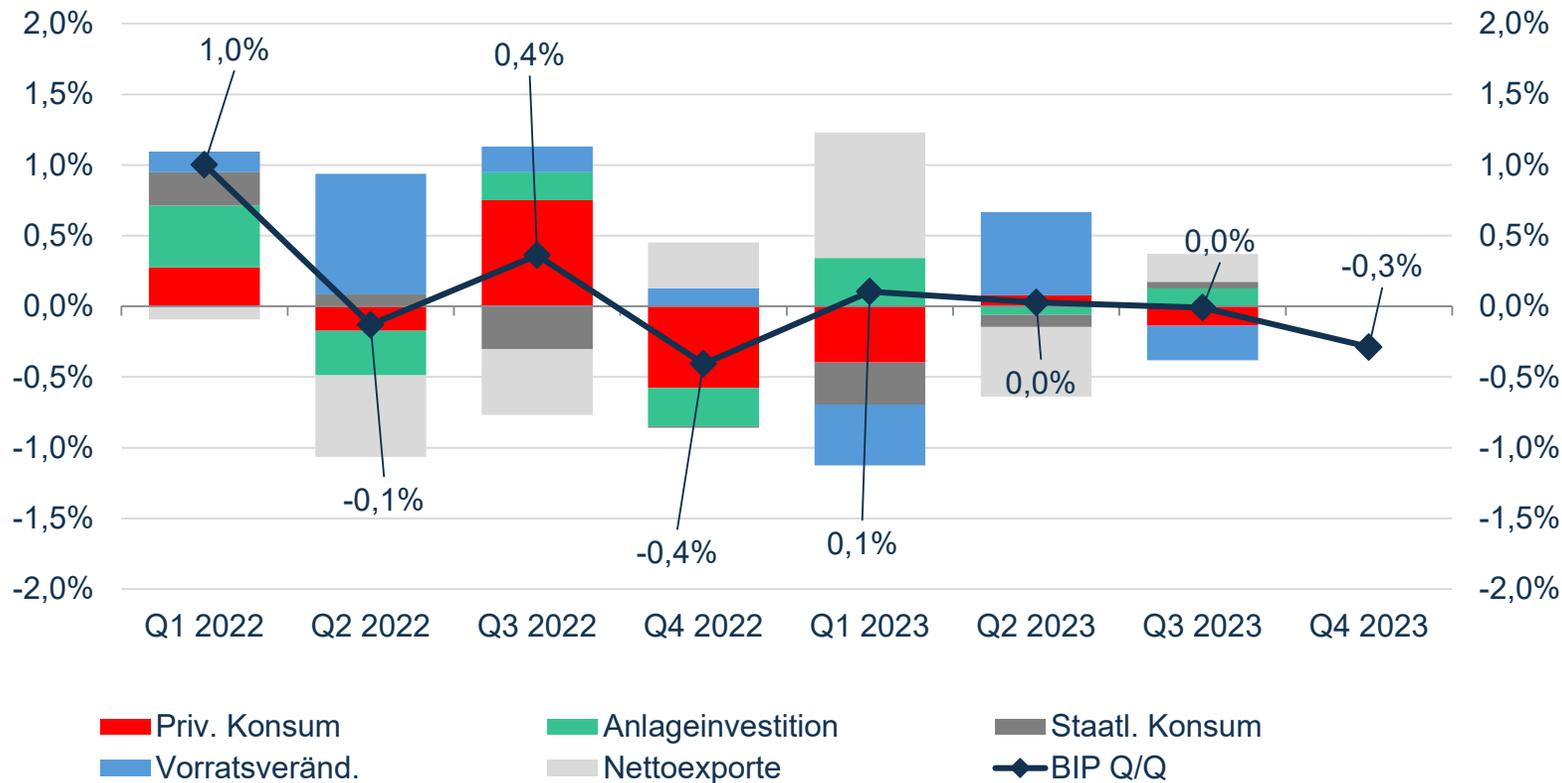


- Das Jahr begann mit einem überraschend kräftigen Rückgang der Inflation von 3,7 % auf 2,9 %. Wieder einmal waren es Energiepreise (-2,8 % Y/Y nach +4,1 %), die für Entlastung sorgten.
- Auf den vorgelagerten Stufen lässt der Rückgang der Preise (Y/Y) etwas nach.

# Deutschland: BIP in Q4 geschrumpft

## BIP und Beiträge nach Sektoren

Quartalswerte, real und sb.

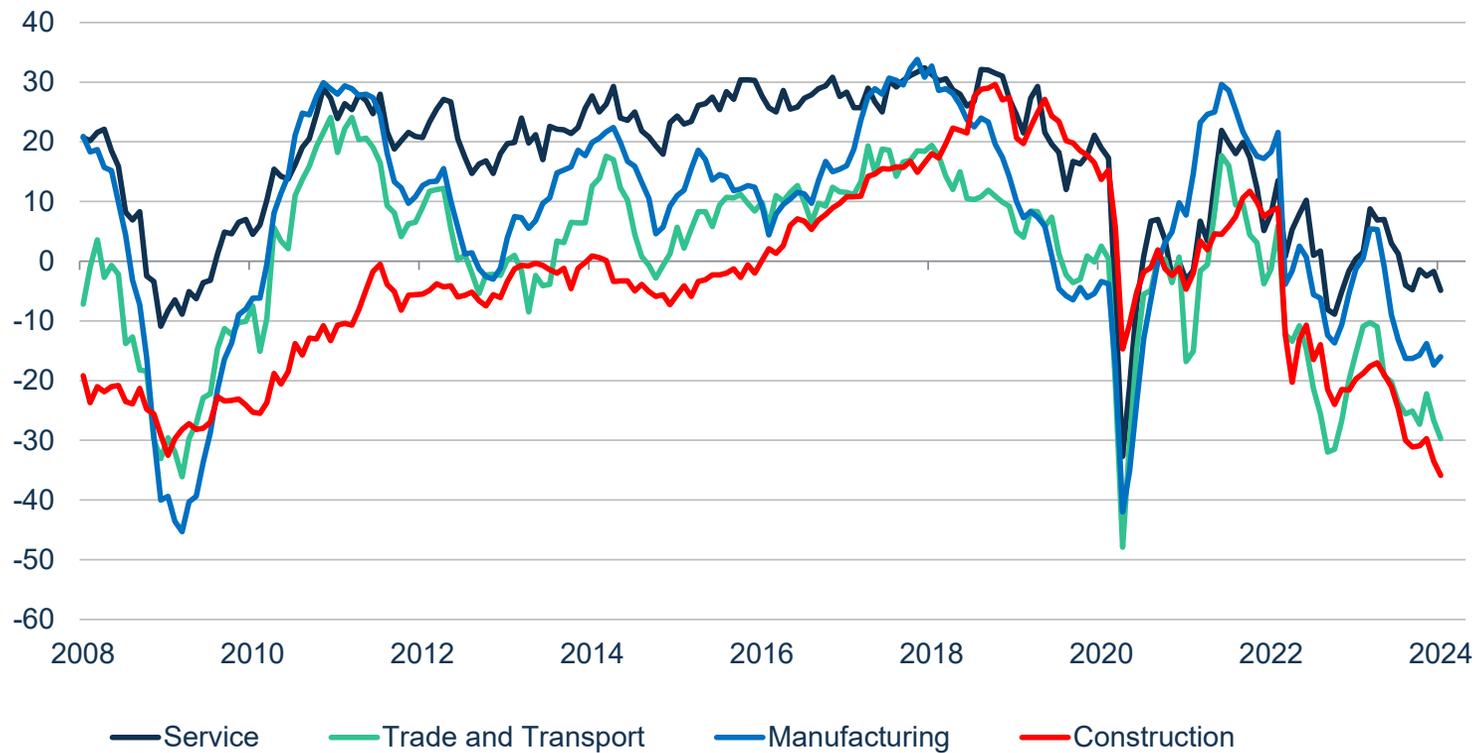


- Das BIP ist im Schlussquartal um 0,3 % geschrumpft. In den Vorquartalen für 2023 gab es laut den nun veröffentlichten Revisionen quasi eine Stagnation.
- Das Gesamtjahr wurde mit -0,1 % (kalenderbereinigt) bzw. -0,3 % (unbereinigt) bestätigt.
- Der statistische Überhang für 2024 beträgt -0,2%. D.h. mit vier Quartalen Nullwachstum läge die rechnerische Wachstumsrate 2024 ggü. 2023 bei -0,2 Prozentpunkten.

# Deutsche Konjunktur: Mehr Schatten als Licht

## ifo Geschäftsklima - Salden der Wirtschaftszweige

saisonbereinigt

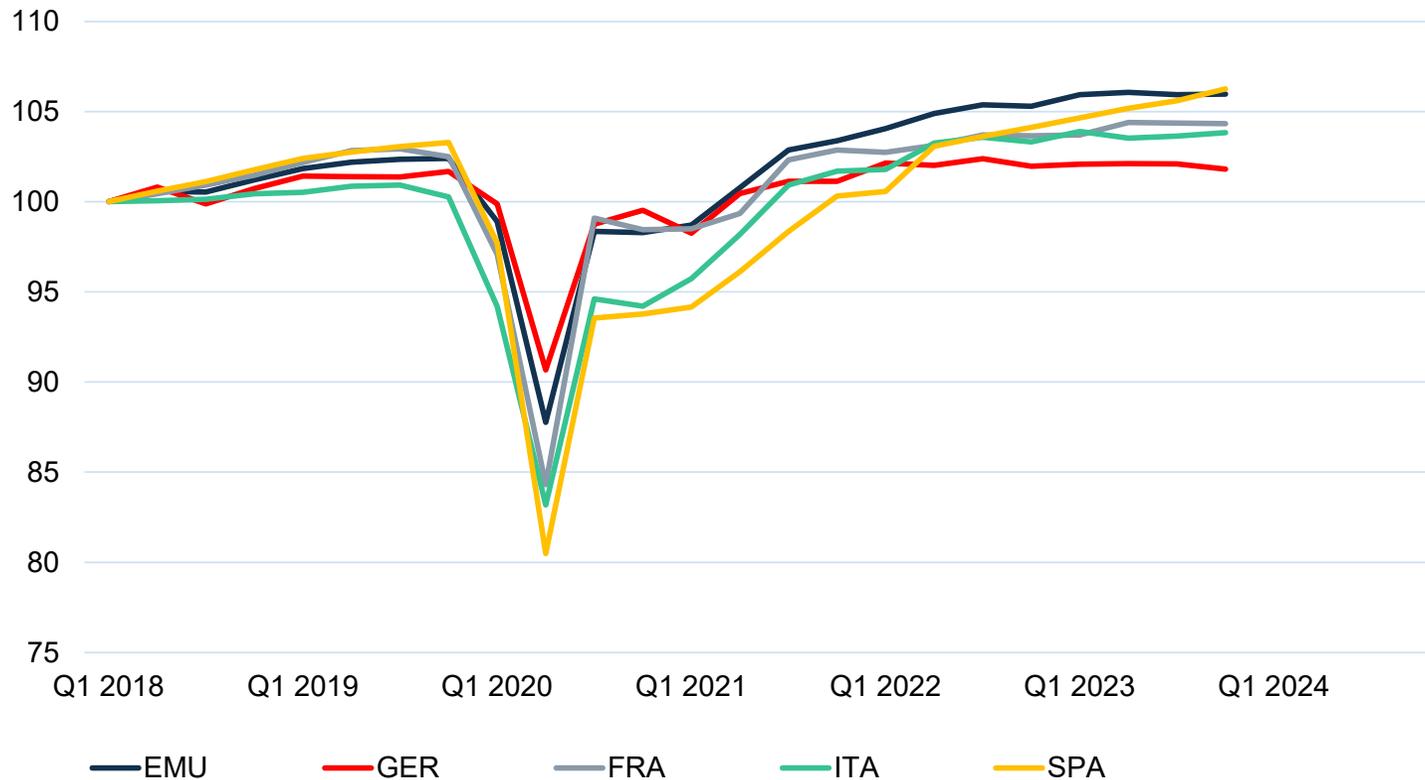


- In allen Wirtschaftszweigen ist die wirtschaftliche Aktivität rückläufig. Besonders düster sieht es im Bau sowie im Handels- und Transportgewerbe aus.

# EWU – BIP: Deutschland fällt immer weiter zurück

## EWU und große Staaten: BIP indexiert

Q1 2018 = 100, real und saisonbereinigt

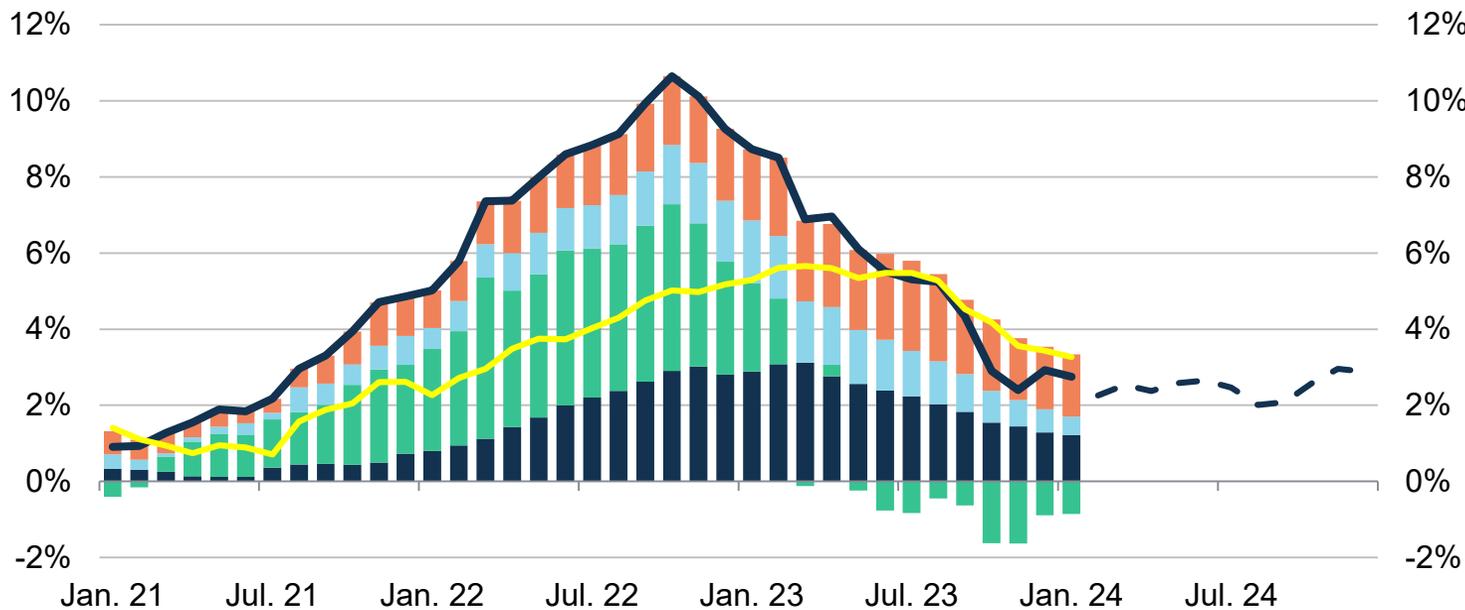


- Deutschland bleibt das Schlusslicht der Währungsunion gemessen an der BIP-Entwicklung.
- Im vierten Quartal 2023 hat sich der Rückstand sogar noch vergrößert. Ohnehin wachsen die großen Staaten seit 2018 unterdurchschnittlich.

# Euroraum: Etwas Entspannung im Januar

## EWU: HVPI Y/Y und Verlaufsprognose für 2024

Monatswerte, nicht sb.

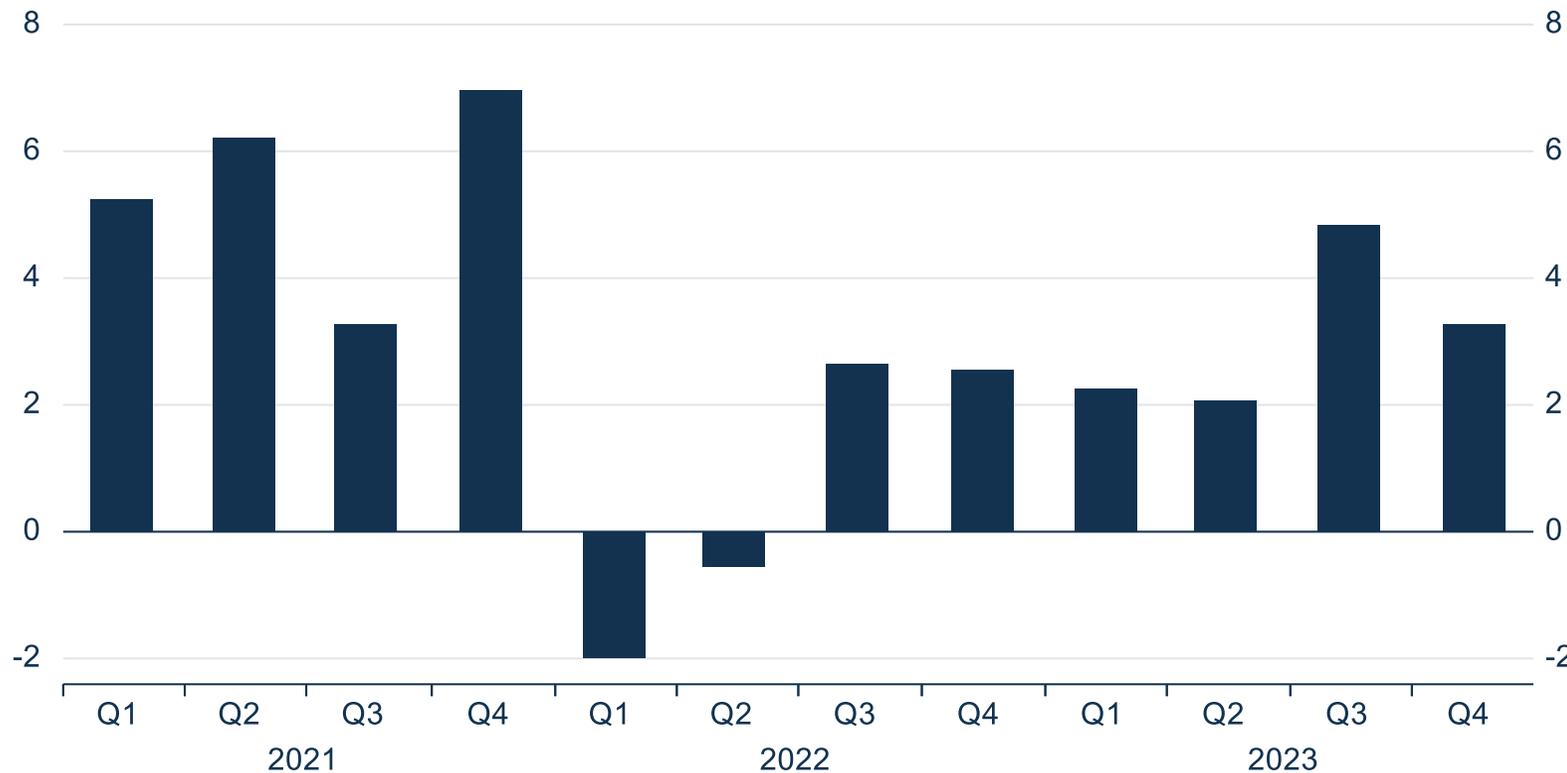


- Die Inflationsrate ist zu Jahresbeginn leicht gesunken. Nach 2,9% im Dezember 2023 lag sie im Januar 2024 bei 2,8%.
- Der Rückgang der Energiepreise (um 2,9% Y/Y) hat erneut entlastet.

# Überraschend kräftiges US-Wachstum im 4. Quartal

## US-Bruttoinlandsprodukt

Jahresraten, in %

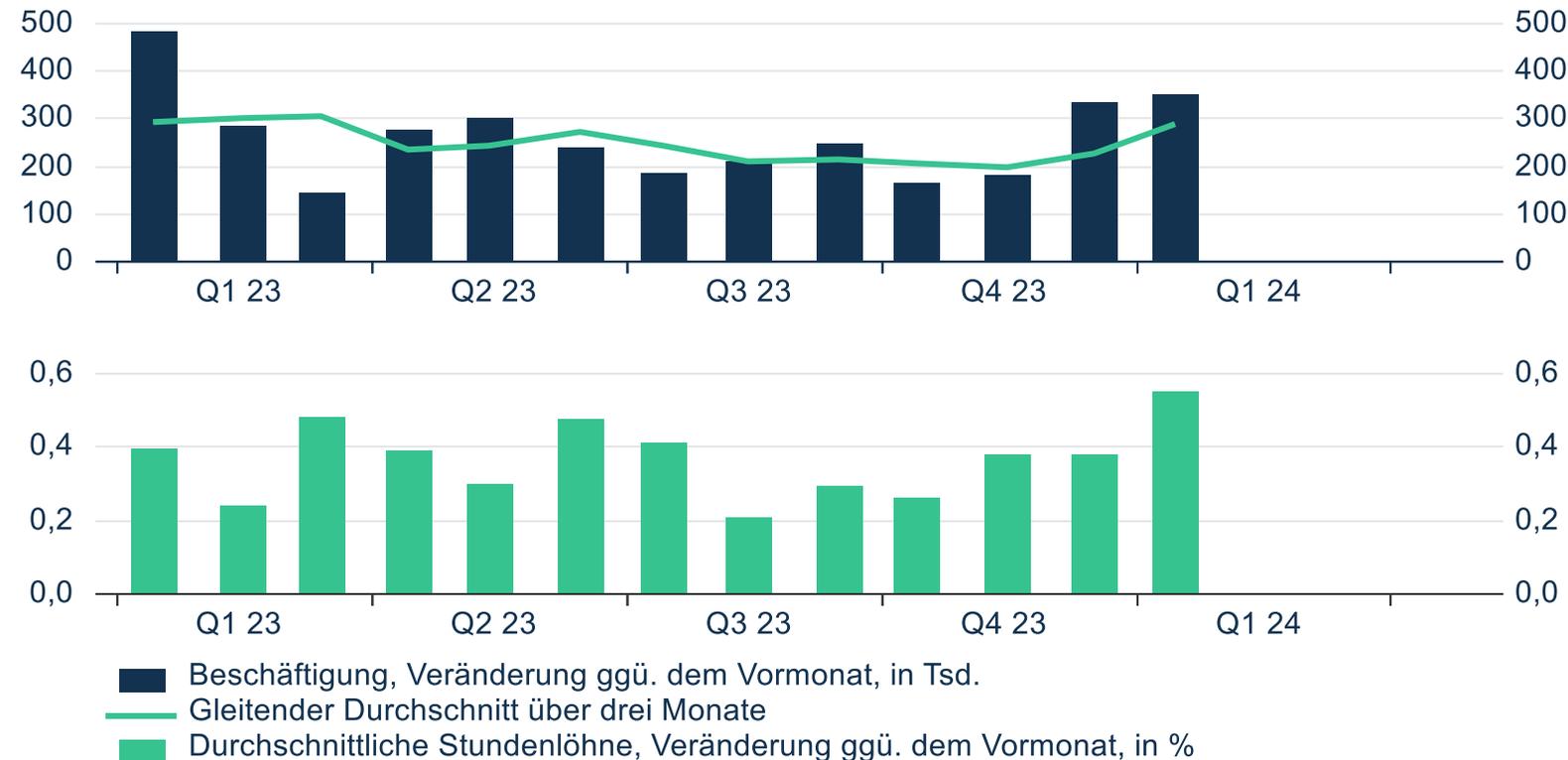


- Die US-Wirtschaftsleistung legte im vierten Quartal 2023 mit einer annualisierten Rate von 3,3 % gegenüber dem Vorquartal zu und damit kräftiger als allgemein erwartet.
- Im Gesamtjahr 2023 stieg das BIP mit einer Rate von 2,5 % an.
- Aufgrund des kräftigen Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2023 startet die US-Wirtschaft mit einem hohen Überhang in das laufende Jahr, und zwar von 1,3 %.
- Die Aufwärtsrisiken für unsere Wachstumsprognose in Höhe von 1,0 % für 2024 haben dadurch zugenommen.

# Auch US-Arbeitsmarktbericht überrascht positiv

## Beschäftigung und Stundenlöhne

Saisonbereinigte Monatswerte



- Die US-Wirtschaft hat im Januar 353 Tsd. neue Stellen geschaffen und damit deutlich mehr als allgemein erwartet. Zudem wurden die Stellenzuwächse für die beiden Vormonate nach oben revidiert.
- Die durchschnittlichen Stundenlöhne legten mit einer Veränderungsrate von 0,6 % gegenüber dem Vormonat zu.
- Die Lohnsumme legte jedoch trotz rasanten Beschäftigungsaufbaus und hohen Lohnzuwächsen lediglich mit einer Veränderungsrate von 0,2 % gegenüber dem Vormonat zu, da die wöchentliche Arbeitszeit abnahm.

# China: Evergrande-Liquidation verunsichert

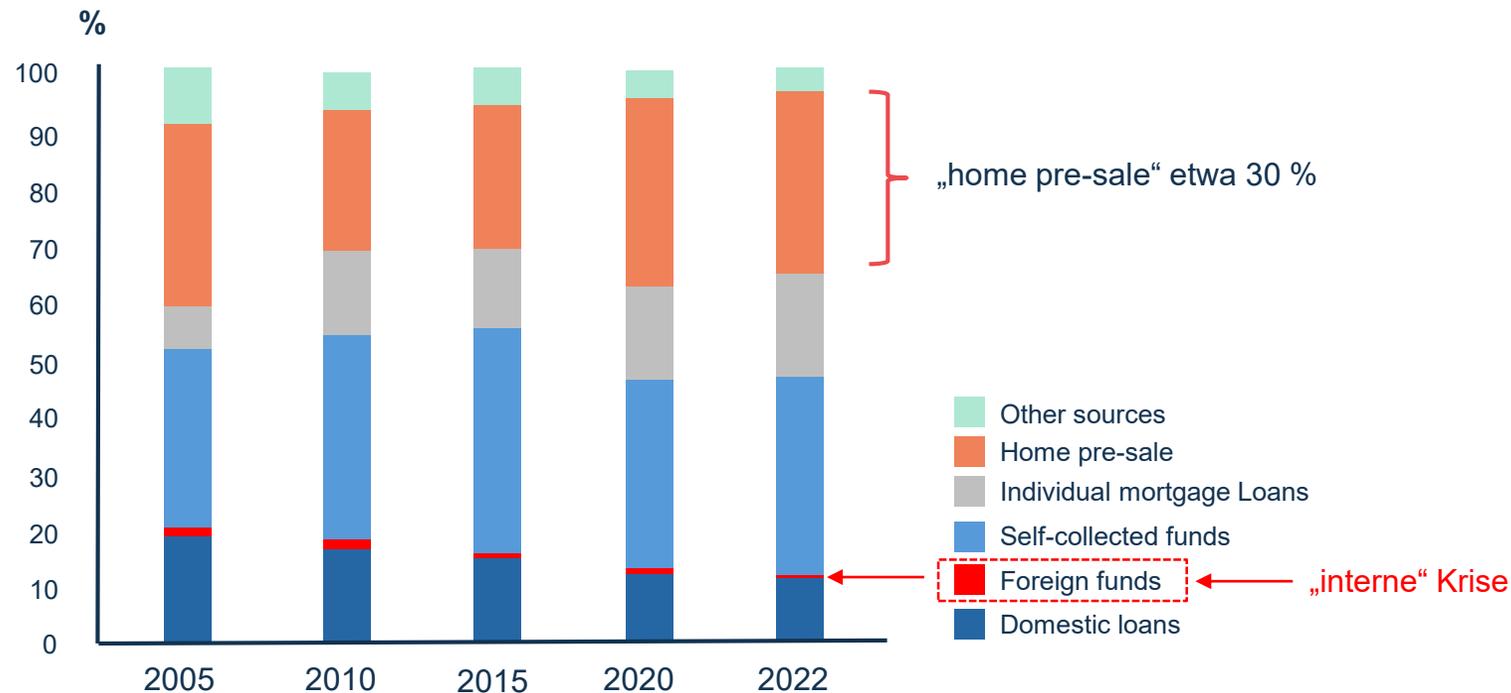
## Hongkonger Gericht ordnet Liquidation des hoch verschuldeten Konzerns an

- Eine Hongkonger Richterin hat die Auflösung des hoch verschuldeten Immobilien-Konzerns China Evergrande angeordnet. Evergrande ist mit umgerechnet mehr als 300 Mrd. USD verschuldet.
- Ausländische Gläubiger von Evergrande (z.B. Hedgefonds) hatten den Prozess initiiert. Vorschläge zur Restrukturierung von Schulden in Höhe von etwa 23 Mrd. USD hatten sie zuvor abgelehnt. Diese 23 Mrd. USD entsprechen auch den Auslandsschulden Evergrandes. Der Konzern steht vor allem bei chinesischen Gläubigern in der Kreide. **Die Krise ist also vor allem „China-intern“. Eine Internationalisierung („Finanzkrise“) ist unwahrscheinlich.**
- Ein Insolvenzverwalter soll nun die Anlagen des Unternehmens verkaufen, um damit die Forderungen der Gläubiger zu bedienen. Die Gläubiger zogen in Hongkong vor Gericht, weil Evergrande an der dortigen Börse gelistet ist.
- Der Löwenanteil des Vermögen von geschätzt rund 240 Mrd. USD liegt jedoch auf dem Festland. Dort gilt ein anderes Rechtssystem. Offizieller Firmensitz ist das südchinesische Guangzhou. Dort erkennt man Liquidationsbeschlüsse aus Hongkong nicht automatisch an.
- Der Prozess könnte folglich noch Monate oder gar Jahre dauern.
- Angesichts der Größe und Bedeutung von Evergrande ist zudem damit zu rechnen, dass sich die chinesischen Behörden respektive die KP Chinas der Sache annehmen werden, um „Turbulenzen“ zu vermeiden.
- Für die Gläubiger stehen die Aussichten eher schlecht. Um die Bauwirtschaft und damit die chinesische Konjunktur zu stabilisieren, gehen wir aber davon aus, dass die Behörden einen alternativen Finanzierer suchen werden, um unvollendete Bauten fertig zu stellen, die Baufirmen und Handwerker zu bezahlen und die Wohnungskäufer ruhig zu stellen. Wahrscheinlich wird eine chinesische Staatsbank oder ein Konsortium mit dieser Aufgabe betraut werden.
- Die Entwicklung um Evergrande dürfte den ohnehin angeschlagenen chinesischen Immobilienmarkt gleichwohl zusätzlich belasten. Das Vertrauen der potenziellen Wohnungskäufer ist erschüttert, so dass sich diese mit Wohnungskäufen wohl noch mehr zurückhalten dürften.
- **Für die eher anämische chinesische Wirtschaft insgesamt sind dies keine guten Nachrichten.**

# China: Immobilienkrise bleibt ernst, aber „intern“

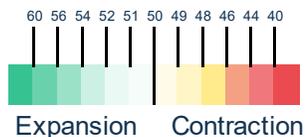
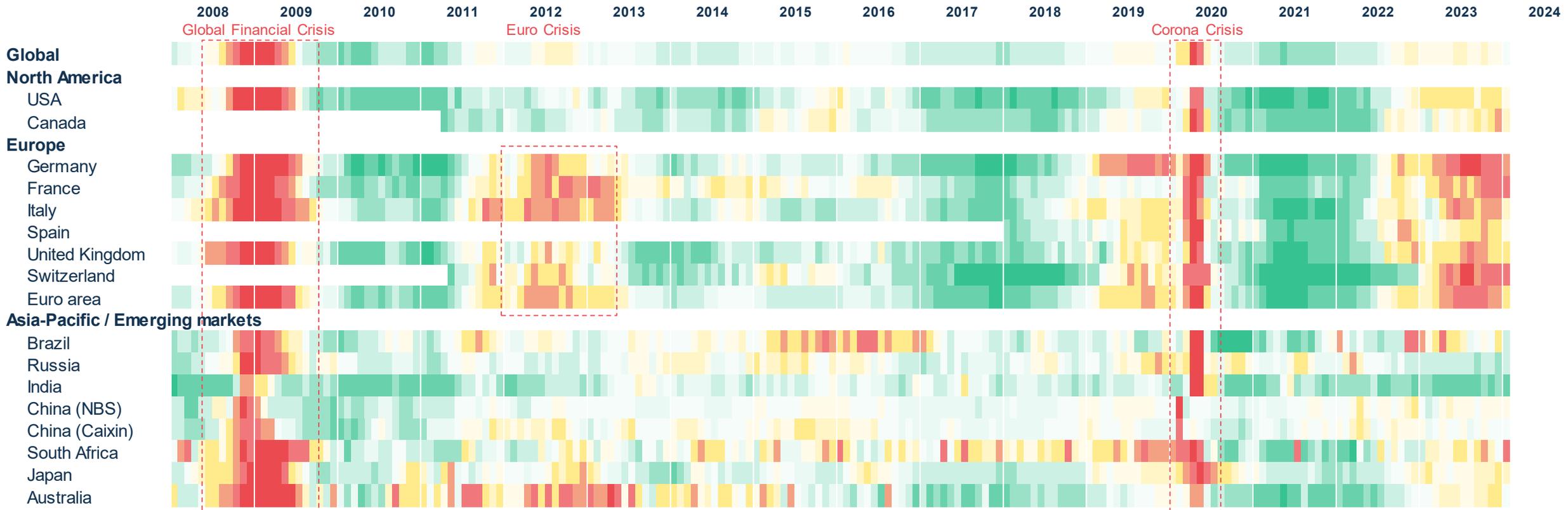
## Immobilienfinanzierungen (Real Estate Development): Finanzierungsquellen

Anteile in %



- Bei rund 30 % aller Bauprojekte vereinbarmten die chinesischen Immobilienfinanzierer Vorabzahlungen lange vor Fertigstellung der Wohnungen.
- Mit dem Kapital wurde das nächste Objekt initiiert. Bei steigenden Hauspreisen konnten so aus den Vorabzahlungen für das „teurere neue“ Objekt die Kosten für das „billigere alte“ Objekt gedeckt werden, wobei ein „Überschuss“ verblieb.
- Bei fallenden Hauspreisen kollabiert das „Schneeballsystem“. Die Einnahmen aus dem „neuen“ Objekt decken nicht mehr die Kosten des „alten“.
- Die Corona-Krise löste dann den Hauspreiserückgang aus. In Verbindung mit Kreditbeschränkungen seitens der Regierung („drei rote Linien“) für hoch verschuldete Immo-Unternehmen drohen seitdem einige Immobilienfinanzierer zu kollabieren.
- Da aber nur sehr wenig ausländisches Kapital im chinesischen Immobilienmarkt steckt, droht keine „Internationalisierung“ der Krise.
- Deutschland wäre „nur“ insoweit betroffen, als eine konjunkturelle Schwäche die Exporte belastet.

# Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

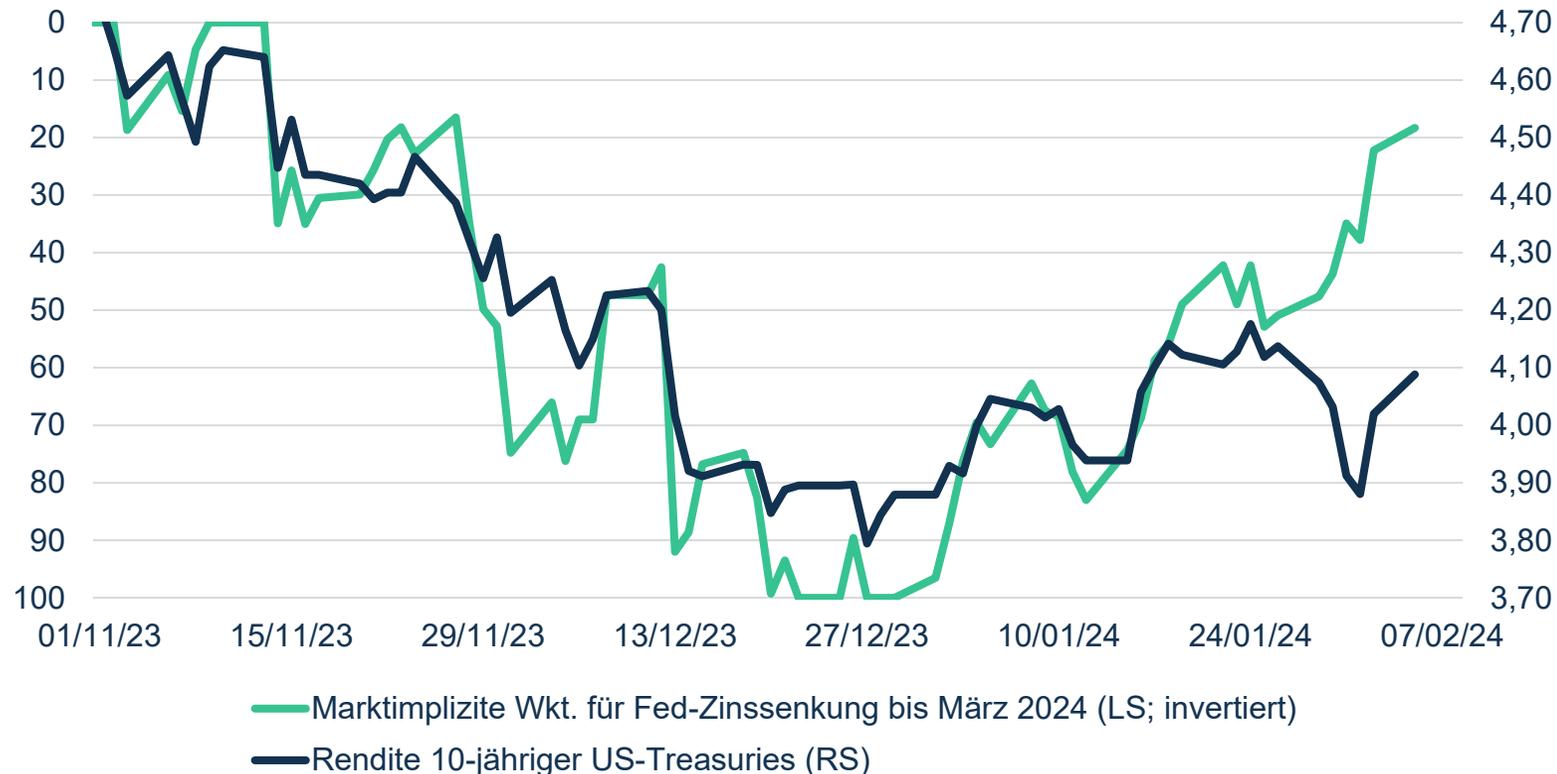
# 04

Zinsen:  
Die Wende  
kommt – aber  
nicht sofort!

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

# Fed: Abwartende Haltung bestätigt – Powell gegen Zinssenkung im März

## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und marktimplizite Wahrscheinlichkeit für Fed-Zinssenkung bis März 2024



- Fed streicht Neigung zu weiterer Zinsanhebung aus Guidance. Tür für Zinswende damit ein Stück weiter geöffnet.
- Aber: Zinssenkung nicht angemessen, bevor mehr Zuversicht hergestellt ist, dass die Inflation nachhaltig zu Zielwert zurückkehrt.
- Powell: Zinssenkung im März aus heutiger Sicht unwahrscheinlich!
- USD-Geldmarkt eskomptiert 20 %-ige Wahrscheinlichkeit für Zinswende im März.
- Wir erwarten weiterhin, dass sich die Fed bis Juni 2024 Zeit lässt und sehen uns durch den extrem starken Arbeitsmarktbericht für Januar bestätigt.
- Die klare Absage an den März-Termin deutet am US-Rentenmarkt auf neuerliche Rückschlagfahrten hin!

# USD-Rentenmarkt: Neuerliche Flucht in die Sicherheit ein temporäres Phänomen?

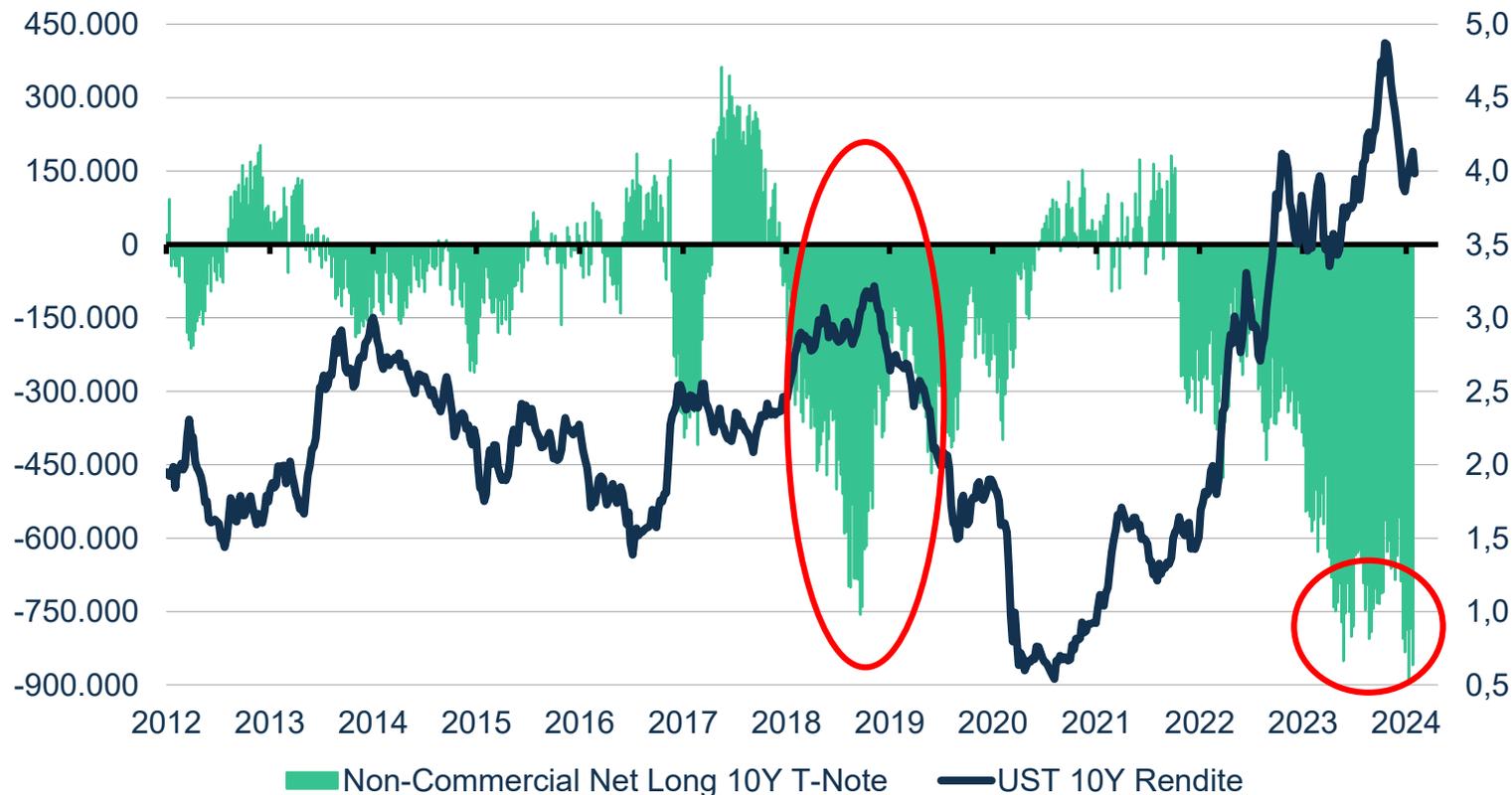
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und S&P 500 Subindex Regionalbanken



- Zeitweiliger erneuter Fall der 10-jährigen US-Rendite unter 4 % zum Teil durch neue Sorgen um US-Regionalbankensektor getrieben.
- „Flight-to-Quality“-Reflexe nach unerwarteter Verlust-Meldung durch New York Community Bank greifen zurück auf ungute Erinnerung an Turbulenzen vom Frühjahr 2023!
- Damals sackte die Rendite 10-jähriger Treasuries innerhalb kurzer Zeit um mehr als 50 Bp ab.
- Im Falle eines nachhaltigen Abebbens der Bankensorgen droht dem Treasurymarkt – zusätzlich zu Gegenwind vom US-Arbeitsmarktbericht Januar – neuerlicher Kursabwärtsdruck.

# USD-Rentenmarkt: Ausgeprägte Short-Positionierung als Kontraindikator?

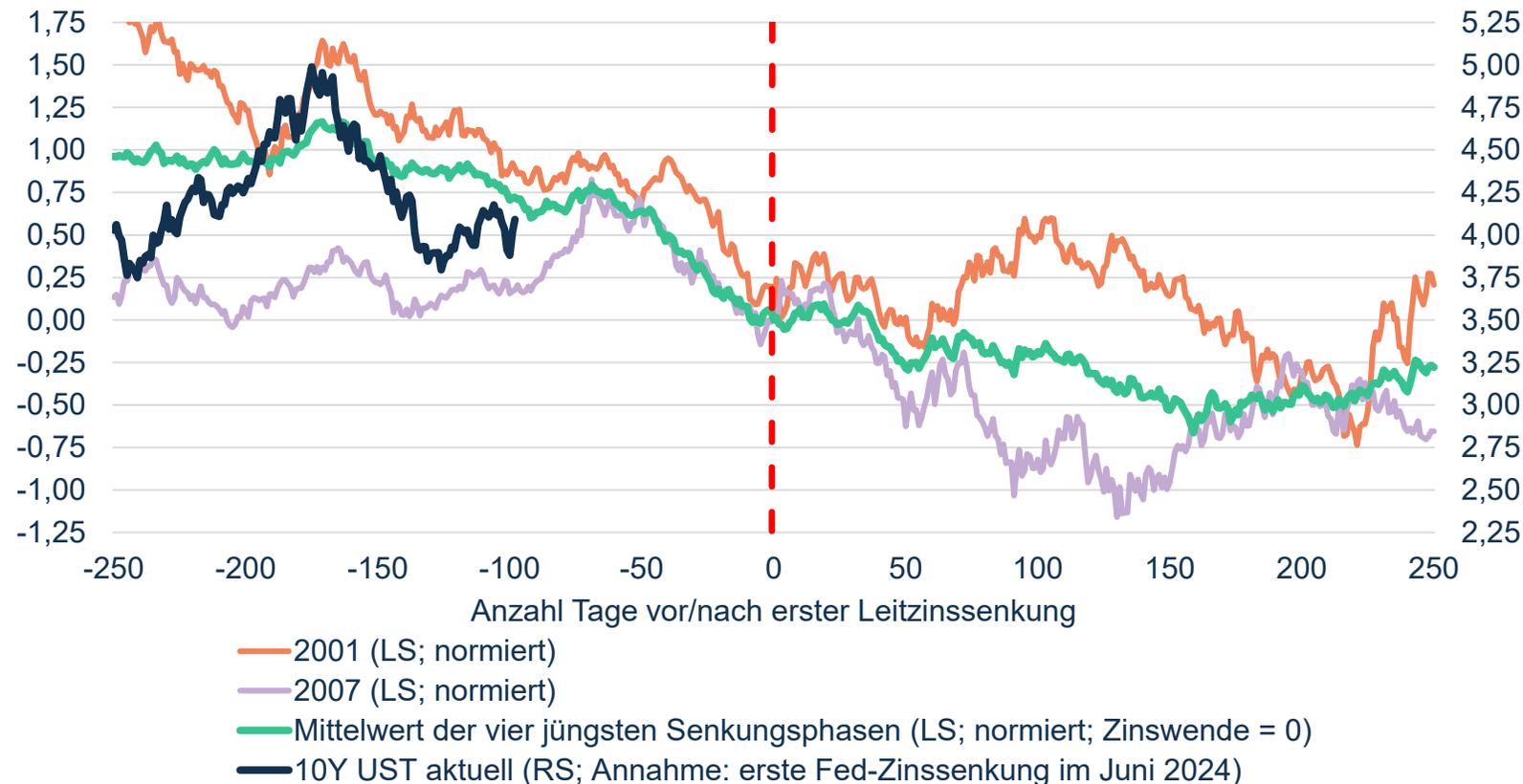
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Netto-Long-Positionierung im 10Y US T-Note Future



- Weitere **Kursrisiken** für US-Treasuries:
- 1) Eine fortgesetzte Angebotswelle an US-Treasuries trifft auf das Quantitative Tightening seitens der Fed.
- 2) Die japanische Notenbank steht in den Startlöchern für eine – wenngleich sehr vorsichtige – Leitzinswende.
- **Hoffnung** auf einen neuen Kursaufwärtstrend macht dagegen im Sinne der „Contrarian Opinion“ die Positionierung spekulativ orientierter Anleger.
- **Die Spekulanten sind so massiv wie nie zuvor auf fallende Treasury-Kurse positioniert.** Sobald die Konjunktursorgen wieder zunehmen, birgt dies u.E. die Chance auf eine (weitere) Short-Covering-Rally!

# USD-Rentenmarkt historisch: Renditetrendwende kam bereits vor der Leitzinswende

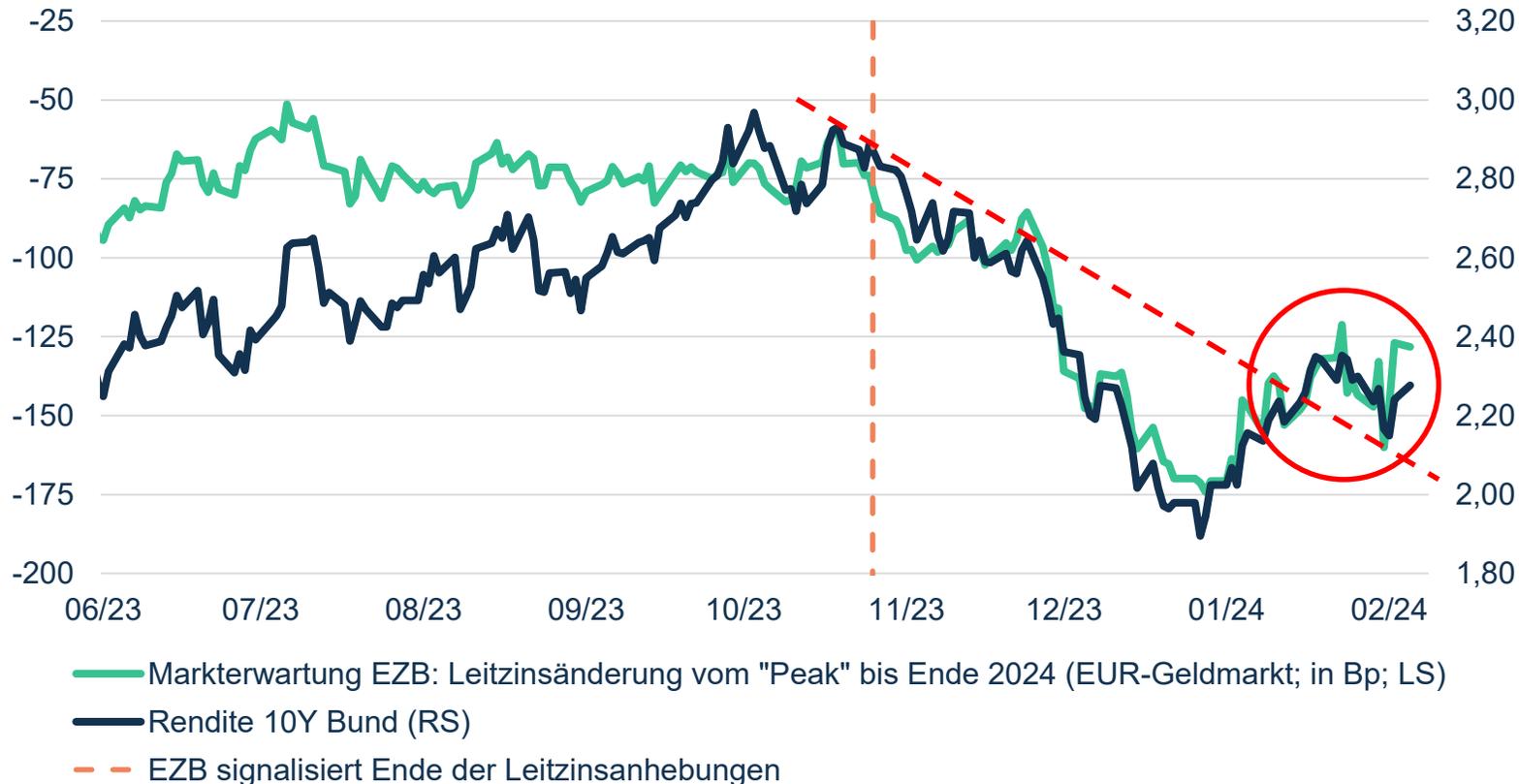
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Entwicklung im Umfeld historischer Zinswendephasen (t =0: Zeitpunkt der Zinswende)



- Ist der Renditerückgang aus Q4 2023 bereits Teil einer Trendwende im Zuge der erwarteten geldpolitischen Kursumkehr?
- Eine historische Analyse der Renditeentwicklung 10-jähriger US-Treasuries im Umfeld von Leitzinswenden der Fed stützt diese Annahme.
- Im Durchschnitt der jüngsten vier Leitzinszyklen sank die Treasuryrendite in den letzten vier Monaten vor der ersten Zinssenkung um rund 70 Bp.
- Der Renditeabwärtstrend setzte sich zwar auch im Nachgang der Leitzinswende tendenziell noch fort. Der Großteil des Renditerückgangs entfiel jedoch am US-Rentenmarkt auf die Zeit davor.

# EZB: Lagarde avisiert Zinswende im Sommer

## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und marktimplizite Erwartung für kumulierte EZB-Leitzinssenkung bis Ende 2024



- EZB-Zinsentscheid vom 25.01. war annähernd „Non-Event“. Anmerkungen, wonach sich der Lohndruck abzuschwächen scheine, wertete der Markt als „dovish“.
- Frau Lagarde bestätigte ihre Guidance aus Davos, wonach eine Zinssenkung im Sommer 2024 „wahrscheinlich“ sei.
- Summe der jüngsten EZB-Kommentare deutet u.E. auf Juni als wahrscheinlichsten Termin einer Zinswende hin – im Einklang mit unserer Prognose!
- Zinssenkungserwartungen von kumuliert 125 Bp bis Ende 2024 sind u.E. noch immer zu ausgeprägt (LBBW-Prognose: 100 Bp).
- Aus technischer Sicht sind die Rentenbären seit Jahresstart in eine bessere Position gekommen: **Der steile Renditeabwärtstrend aus Q4 2023 wurde gebrochen!**

# EZB: Inflationserwartungen liefern Wasser auf die Mühlen der Tauben

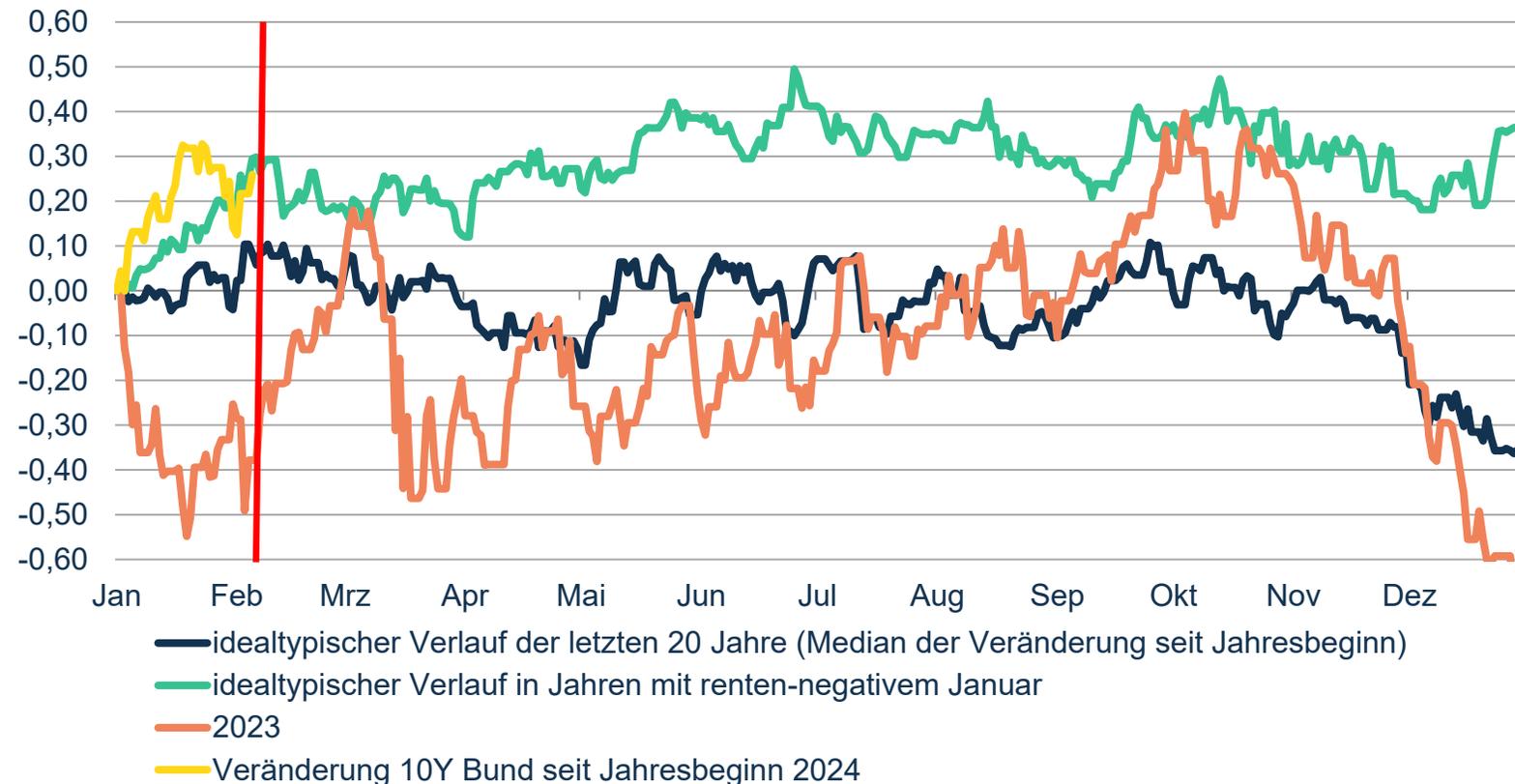
## Langfristige Inflationserwartungen laut Survey of Professional Forecasters und 5Y5Y Forward-Inflationsswap (in %)



- Rückenwind erhalten die Befürworter einer früheren EZB-Zinssenkung durch die Entwicklung der Inflationserwartungen, **und zwar sowohl am Finanzmarkt als auch basierend auf Umfragen:**
- 1. Marktbasierte 5Y5Y Forward-Inflationserwartungen mit knapp 2,25 % aktuell auf niedrigstem Stand seit Anfang 2023.
- 2. Mittelfristige Inflationserwartungen der Verbraucher im November 2023 mit 2,2 % auf tiefsten Stand seit Ausbruch des Ukraine-Kriegs gefallen.
- 3. Langfristige Inflationserwartungen der Ökonomen laut Survey of Professional Forecasters auf 2 % gesunken.
- => **Inflationserwartungen derzeit fest verankert!**

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

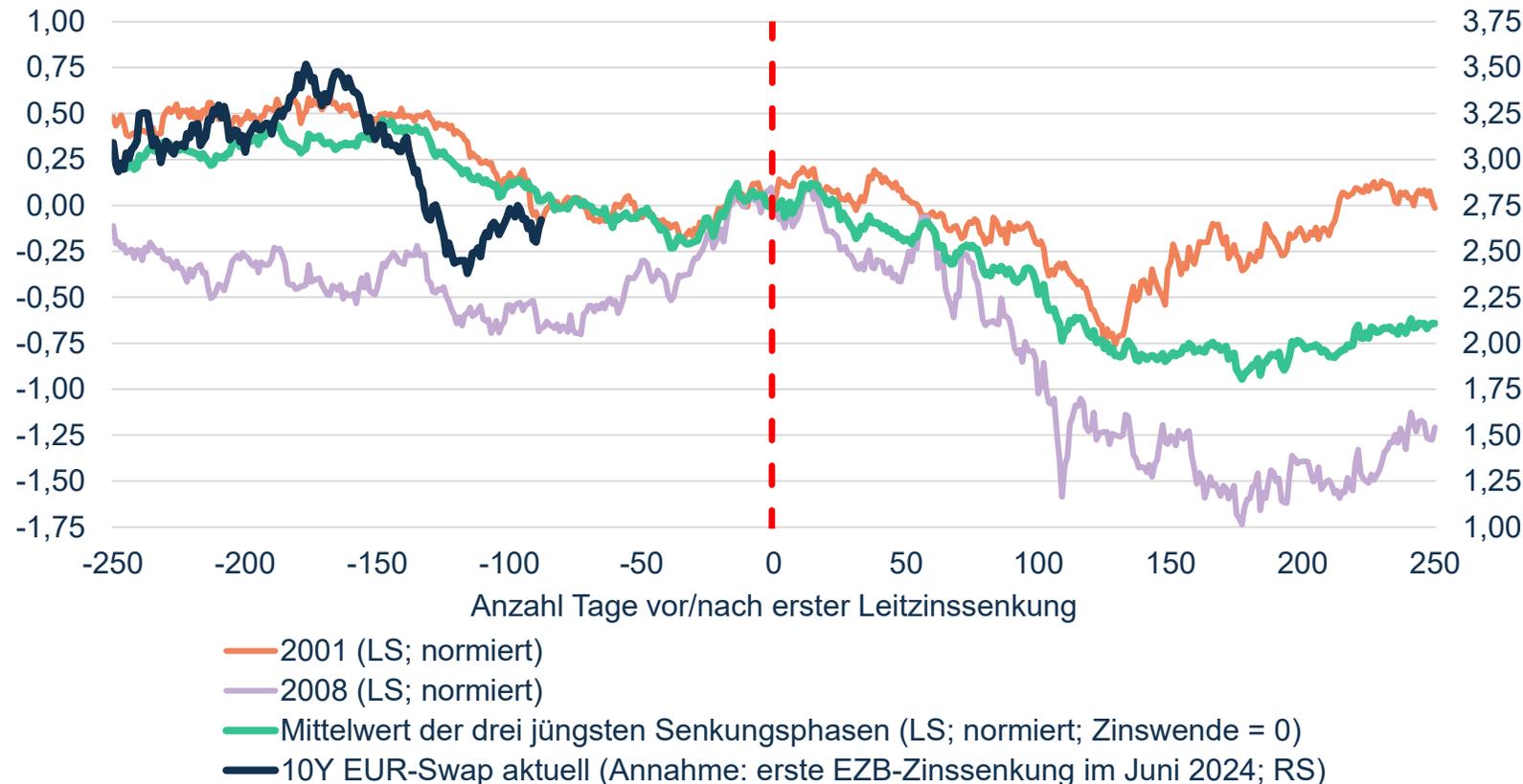
## Kumulierte Renditeveränderung 10Y Bund seit Jahresbeginn und idealtypischer Saisonverlauf



- Neben der Technik gibt auch die Statistik aktuell den Rentenbären einen Vorteil.
- Diametral entgegengesetzt zum Jahresstart 2023 (fallende Renditen) ist die 10-jährige Bundrendite im Januar gestiegen.
- In zurückliegenden Jahren mit rentennegativem Januar blieb der Markt bis ins Frühjahr hinein in der Tendenz schwach (im Median der letzten 20 Jahre), insbesondere schwächer als im Median über alle Jahre.

# EUR-Zinsmarkt historisch: Renditetrendwende bereits vor der Leitzinswende

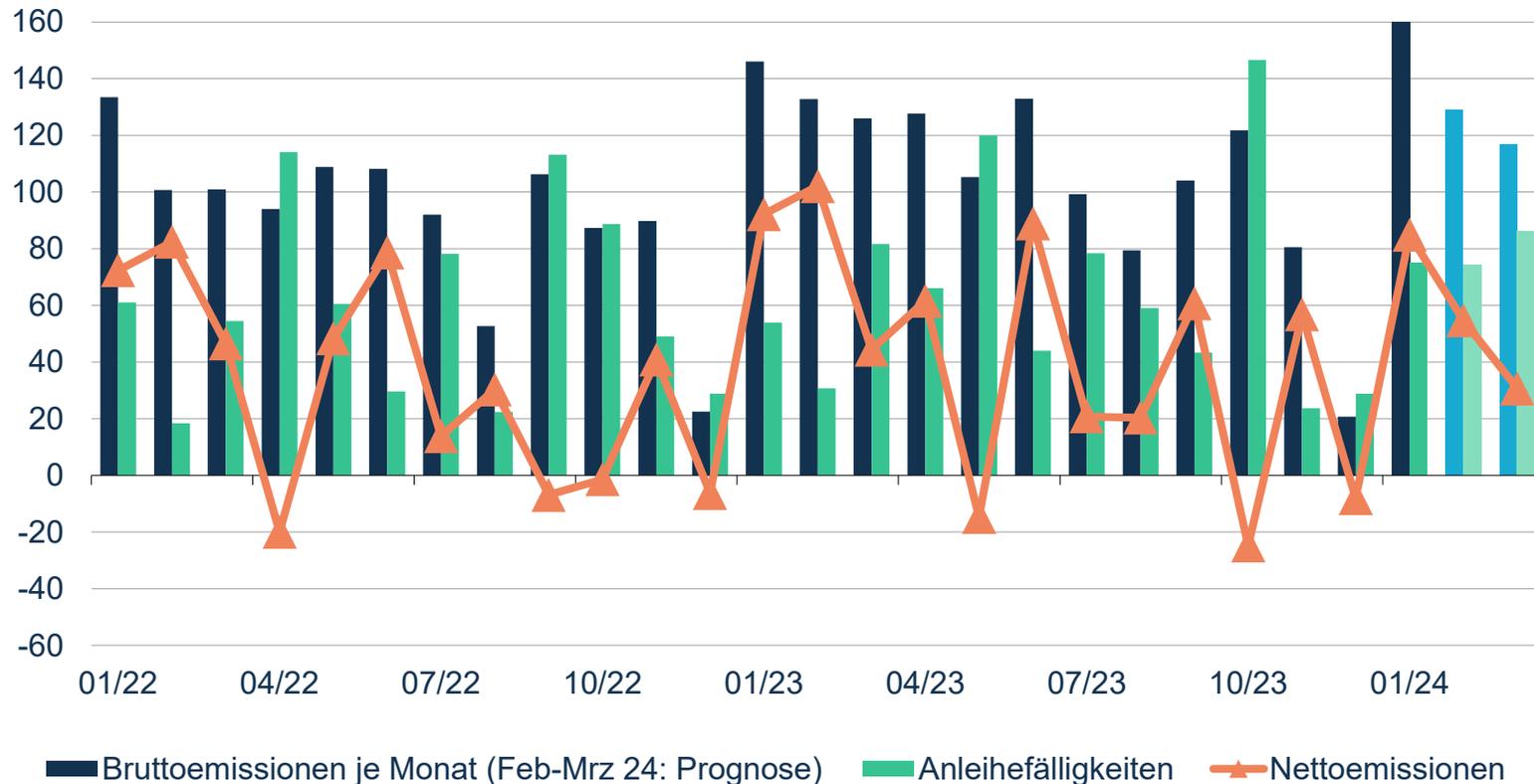
## 10Y EUR-Swapsatz und Entwicklung im Umfeld historischer Zinswendephasen (t =0: Zeitpunkt der Zinswende)



- Ist der Rückgang der Langfristzinsen aus Q4 2023 bereits Teil einer Trendwende im Zuge der erwarteten geldpolitischen Kursumkehr?
- Eine historische Analyse der Entwicklung des 10Y EUR-Swapsatzes im Umfeld von Leitzinswenden der EZB stützt diese Annahme.
- Im Durchschnitt der jüngsten drei Leitzinszyklen sank der Swapsatz in den sechs Monaten vor der ersten Zinssenkung um rund einen viertel Prozentpunkt.
- Ein größerer Teil des Renditeabwärtstrends entfiel indes (anders als in den USA) auf die Zeit nach der Leitzinswende (durchschnittl. rund 70 Bp in den ersten zwölf Monaten).

# EUR-Rentenmarkt: Netto-Angebotsdruck schwächt sich im Februar ab

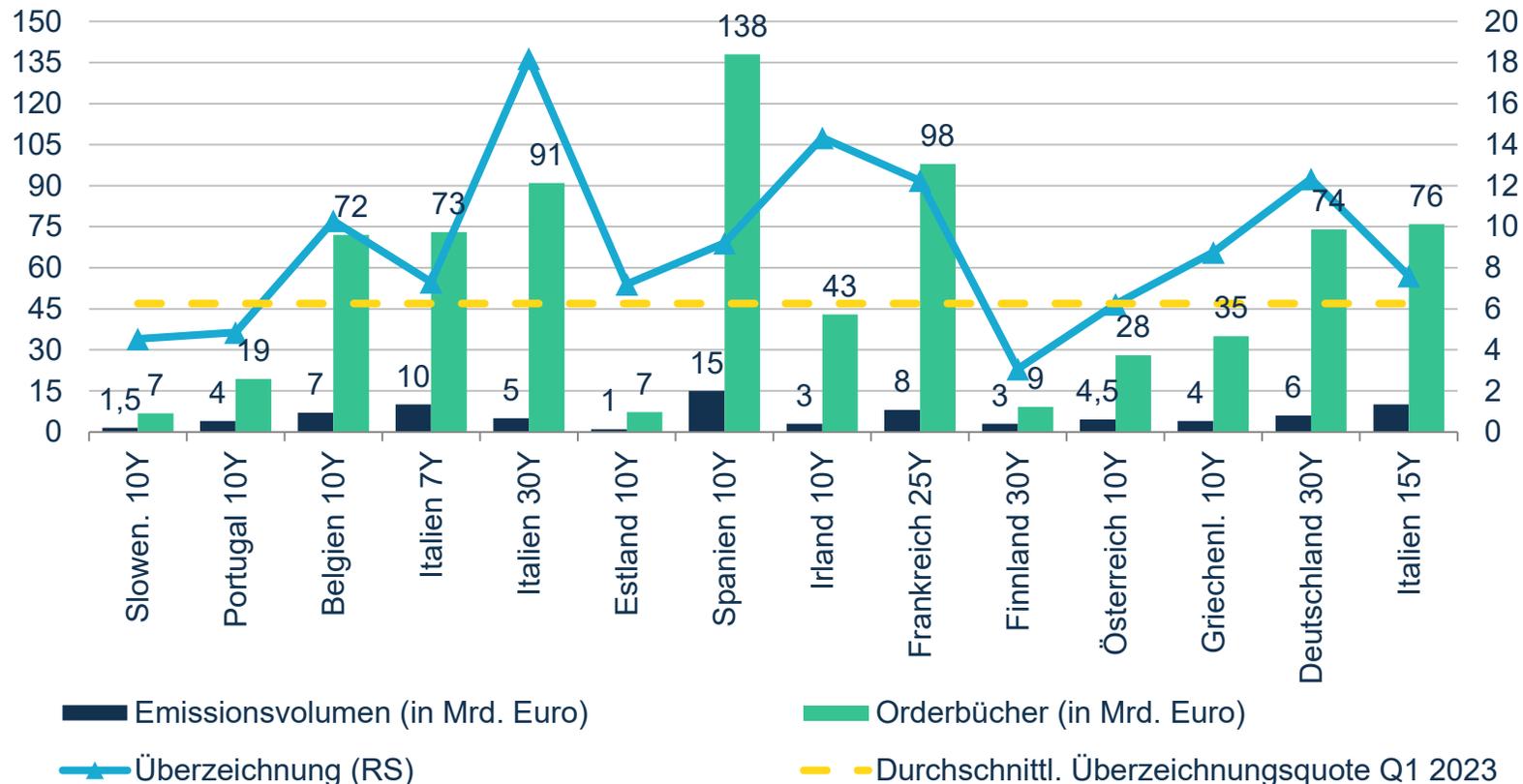
## Brutto- und Nettoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt seit Anfang 2022 (in Mrd. Euro; Feb/Mrz 2024: LBBW-Prognose)



- Etwas Entlastung gibt es mit Blick auf die kommenden Wochen zudem von der Angebotsseite.
- Die Bruttoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt erreichten im Januar ein Rekordhoch von gut 160 Mrd. Euro. Die Nettoemissionen lagen mit rd. 85 Mrd. Euro auf dem höchsten Niveau seit Juni 2023.
- Für Februar erwarten wir einen Rückgang des Nettoangebots um mehr als ein Drittel auf rund 55 Mrd. Euro.
- Im März dürfte der Nettoangebotsdruck noch weiter abnehmen.
- Für das Gesamtjahr 2024 erwarten wir ein leichtes Minus bei den Bruttoemissionen um 2 % Y/Y.

# EUR-Rentenmarkt: Hohe Anlegernachfrage stützt Kurse – vor allem in der Peripherie!

## Emissionsvolumina und Oderbücher für ausgewählte syndizierte Neuemissionen seit Anfang 2024 (in Mrd. Euro)

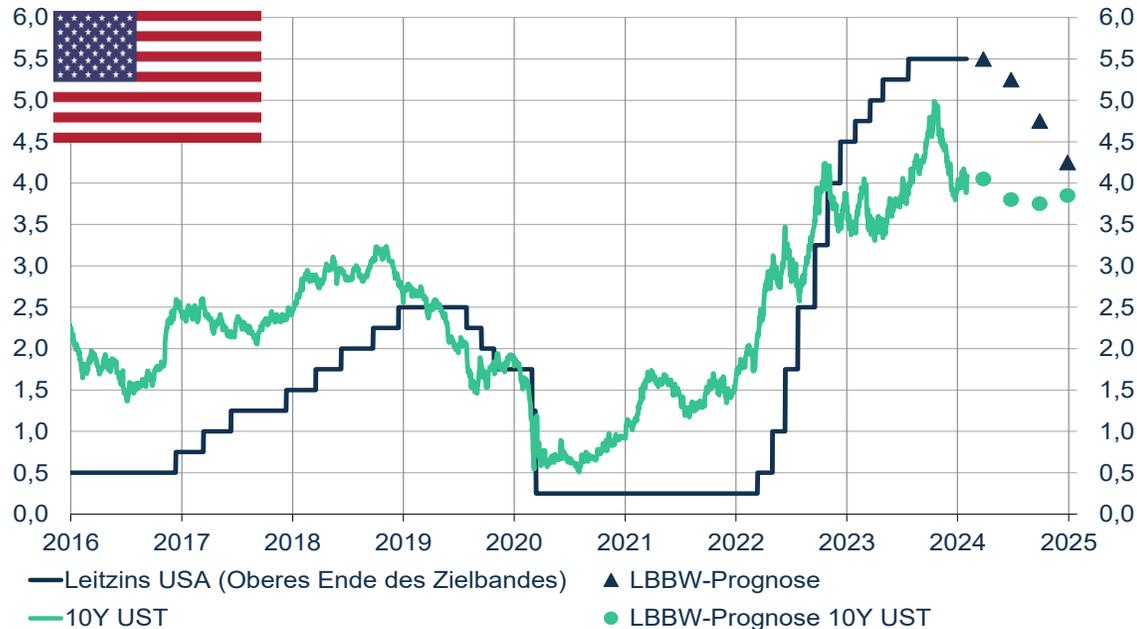


- Sorgen vor einer anhaltenden Kursschwäche am Euro-Staatsanleihemarkt erscheinen u.E. zudem mit Verweis auf die hohe Nachfrage nach Neuemissionen als unberechtigt.
- Seit Jahresbeginn 2024 waren syndizierte staatliche Neuemissionen im Durchschnitt mehr als neunfach überzeichnet.
- Der Wert ist erheblich höher als im ersten Quartal 2023 (Durchschnitt = 6,2).
- Eine 10-jährige spanische Neuemission lockte gar eine Rekordnachfrage an.
- Das nahezu durchgehend starke Anlegerinteresse spricht u.E. für eine hohe Bereitschaft, Kursrückschläge für Zukäufe zu nutzen („buying on dips“).

# Fazit: Konstruktives Rentenmarktumfeld, aber mit Hindernissen

## USD-Zinsen und Prognose

in %

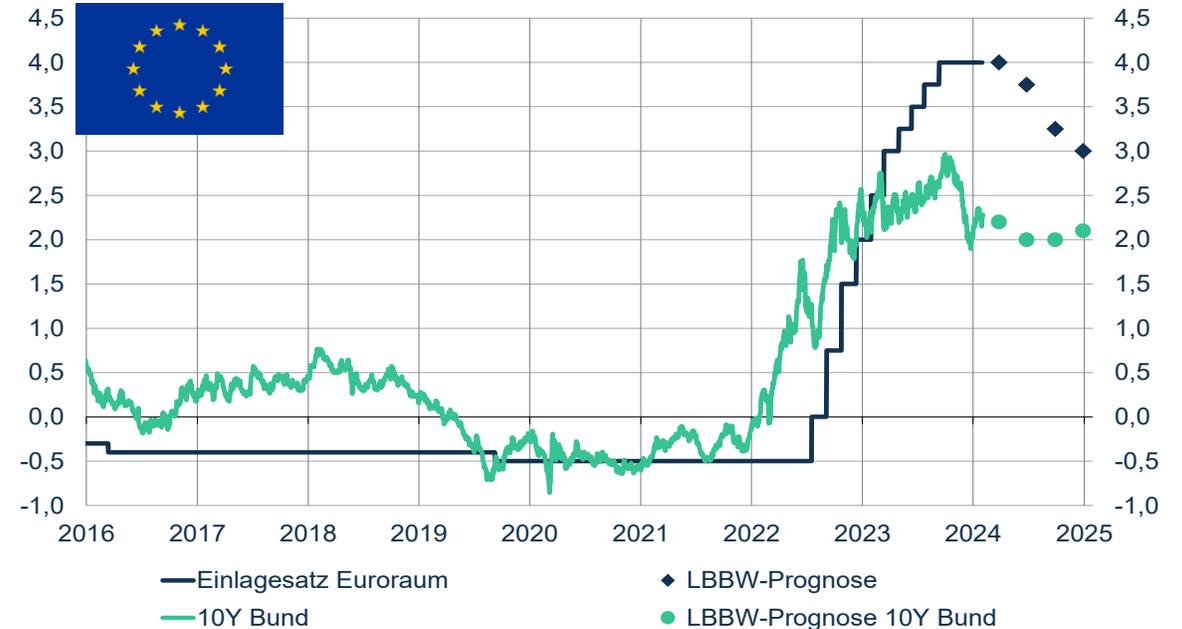


- Leitzinsgipfel auf aktuellem Niveau von 5,50 % erreicht. Spekulation auf schnelle Trendwende verfrüht.
- Erste Leitzinssenkung im Juni 2024; insgesamt fünf Schritte bis Ende 2024; Langfristzinsen dürften mittelfristig weiter sinken.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

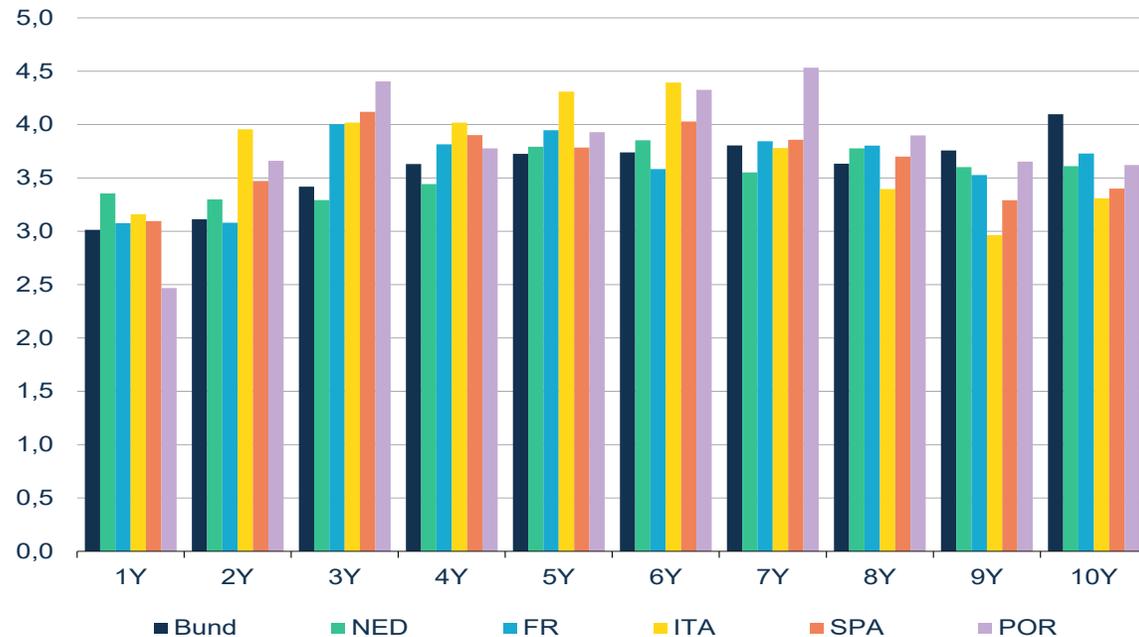


- Leitzinsgipfel auf aktuellem Niveau von 4,00 % erreicht. Erste Senkung im Juni 2024, insgesamt 100 Bp bis Dez. 2024.
- Langfristzinsen: Mittelfristig leicht sinkender Trend erwartet, überschießende Zinssenkungserwartungen bergen Risiken.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries auf 12-Monatssicht

## Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

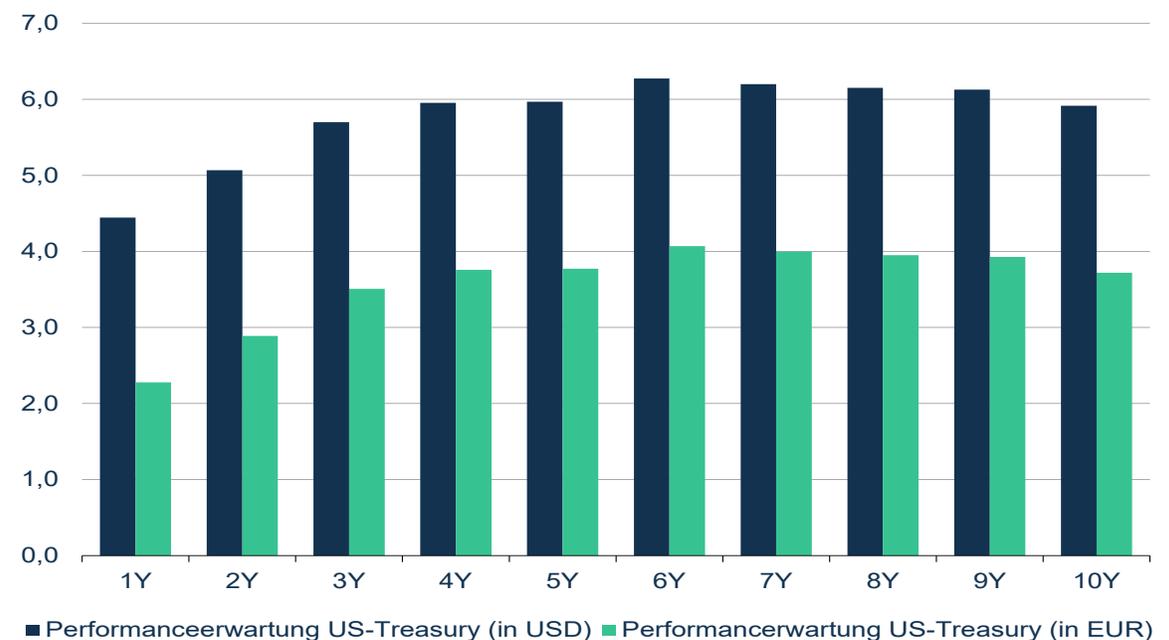


- Kurzfristig Gefahr weiterer Kursrückschläge. Mittelfristig gute Aussichten auf nachhaltige Erholung.
- Zuletzt Spreadeinengung in der Peripherie, latentes Risiko erneuter Ausweitung infolge der „Quantitative Tightening“-Pläne der EZB.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Zinsvorsprung und robuste US-Wirtschaft stützen kurzfristig. Mittelfristig dominiert Risiko einer moderaten Dollar-Schwäche.
- Allokationsempfehlung: „übergewichten“.

# Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Mar-23	Forecast 30-Jun-24	31-Dec-24	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	4.50	4.50	4.25	3.50	
ECB Deposit Rate	4.00	4.00	3.75	3.00	
Overnight Rate (€STR)	3.91	3.90	3.65	2.95	
3M Euribor	3.92	3.85	3.60	2.90	
Swap 2Y	3.05	3.00	2.50	2.20	
Swap 5Y	2.68	2.60	2.35	2.35	
Swap 10Y	2.70	2.70	2.50	2.60	
Bund 2Y	2.65	2.50	2.00	1.70	
Bund 5Y	2.16	2.10	1.85	1.85	
Bund 10Y	2.20	2.20	2.00	2.10	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	5.50	5.50	5.25	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	5.32	5.35	5.10	4.10	
3M Money Market	5.53	5.30	4.95	4.00	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.33	4.25	3.65	3.20	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.86	3.65	3.35	3.35	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.79	3.75	3.45	3.55	
Treasury 2Y	4.41	4.30	3.80	3.30	
Treasury 5Y	4.00	3.90	3.60	3.55	
Treasury 10Y	4.03	4.05	3.80	3.85	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.01	-0.05	0.00	0.25
Japan	10Y Government Bond	0.66	0.85	0.95	1.05
UK	Overnight Rate (SONIA)	5.19	5.20	4.95	4.20
UK	10Y Government Bond	4.00	3.85	3.65	3.70
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.69	1.70	1.45	1.20
Switzerland	10Y Government Bond	0.85	0.75	0.65	0.70

Quellen: LSEG, LBBW Research

# 05

Credits:  
Performance-  
Aussichten  
weiterhin gut



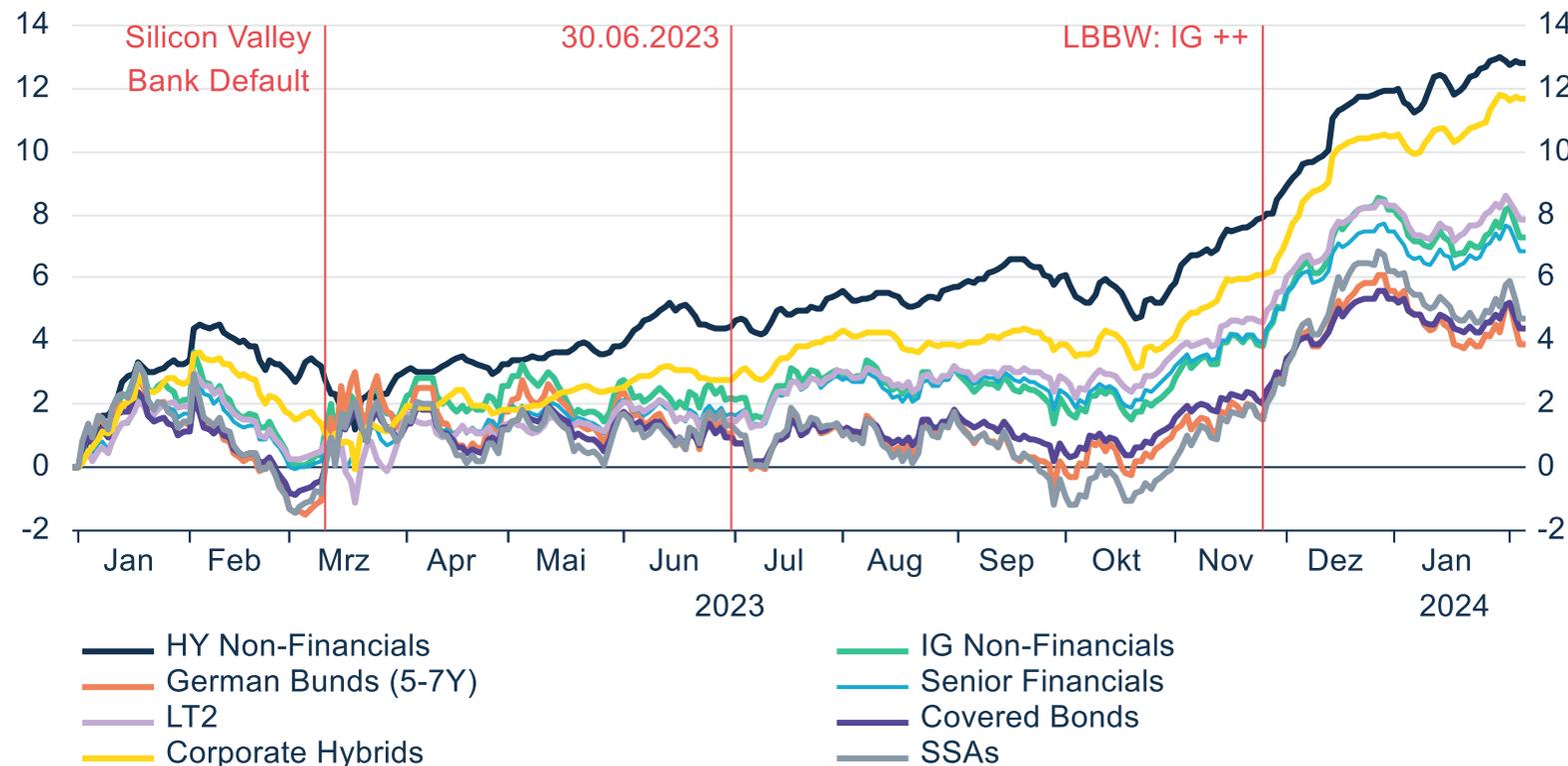
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

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

# IG Corporate Bonds seit Heraufstufung mit starker Performance

## Total Return seit Jahresanfang 2023

In %

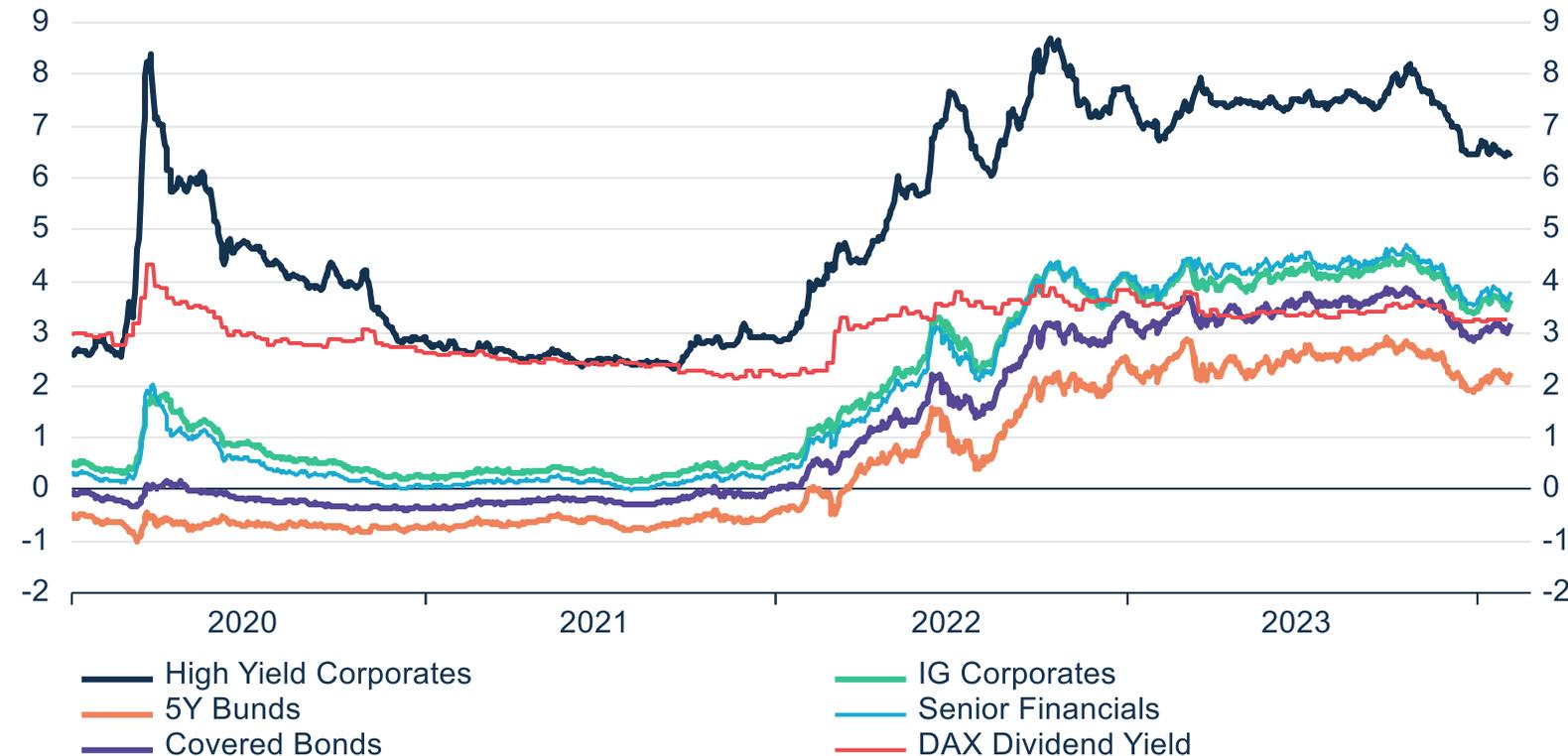


- Für Anleihen war 2023 ein erfolgreiches Jahr. Unternehmensanleihen schnitten besonders gut ab: Investmentgrade-Bonds in EUR erzielten einen Total Return von +8% und die riskanteren HY-Bonds +12%.
- Zum Jahresende hin profitierten die Anleihen vom starken und überraschend (zu) schnellen Rückgang der Bund-Renditen. Zum Jahresanfang 2024 gab es hier eine „gesunde“ Korrektur.
- Seit unserer Heraufstufung der IG Corporates vom 24.11.2023 haben diese – trotz des aktuellen Rückschlags – eine Performance von +3,3% erzielt.

# Credits-Renditen auch nach Rückgang noch attraktiv

## Renditen im Vergleich

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



- Im Oktober 2023 markierten die Renditen von Corporate Bonds ein Jahreshoch bzw. bei Investmentgrade Bonds sogar ein Mehrjahres-Hoch.
- Danach sanken die Renditen deutlich. Dies kann insbesondere Unternehmen mit schwächerer Bonität bei Refinanzierungen entlasten.
- Im längerfristigen Vergleich befinden sich die Zinsen und Renditen aber immer noch auf einem hohen Niveau. Die meisten Credits-Segmente bieten eine Rendite über der DAX-Dividendenrendite.
- Im Zuge der von uns für 2024 erwarteten Leitzinswende dürften die Renditen keine neuen Hochs mehr ansteuern, sondern tendenziell weiter sinken. Die Performance-Aussichten für Anleihen bleiben daher gut.

# Performance nach Ende der Zinsanhebungen: IG klar positiv, heterogenes Bild bei HY

## Total Return EUR Corporate Bond Index

indexiert auf 100 zum Zeitpunkt der letzten Leitzinsanhebung



- Nach Ende der EZB-Leitzinsanhebungen zeigte sich bisher eine positive Performance am IG Corporate-Bond-Markt. Zwölf Monate nach dem letzten Anhebungsschritt der EZB lagen die EUR IG Corporates in den bisherigen Zyklen deutlich im Plus.

## Total Return EUR High Yield Index

indexiert auf 100 zum Zeitpunkt der letzten Leitzinsanhebung

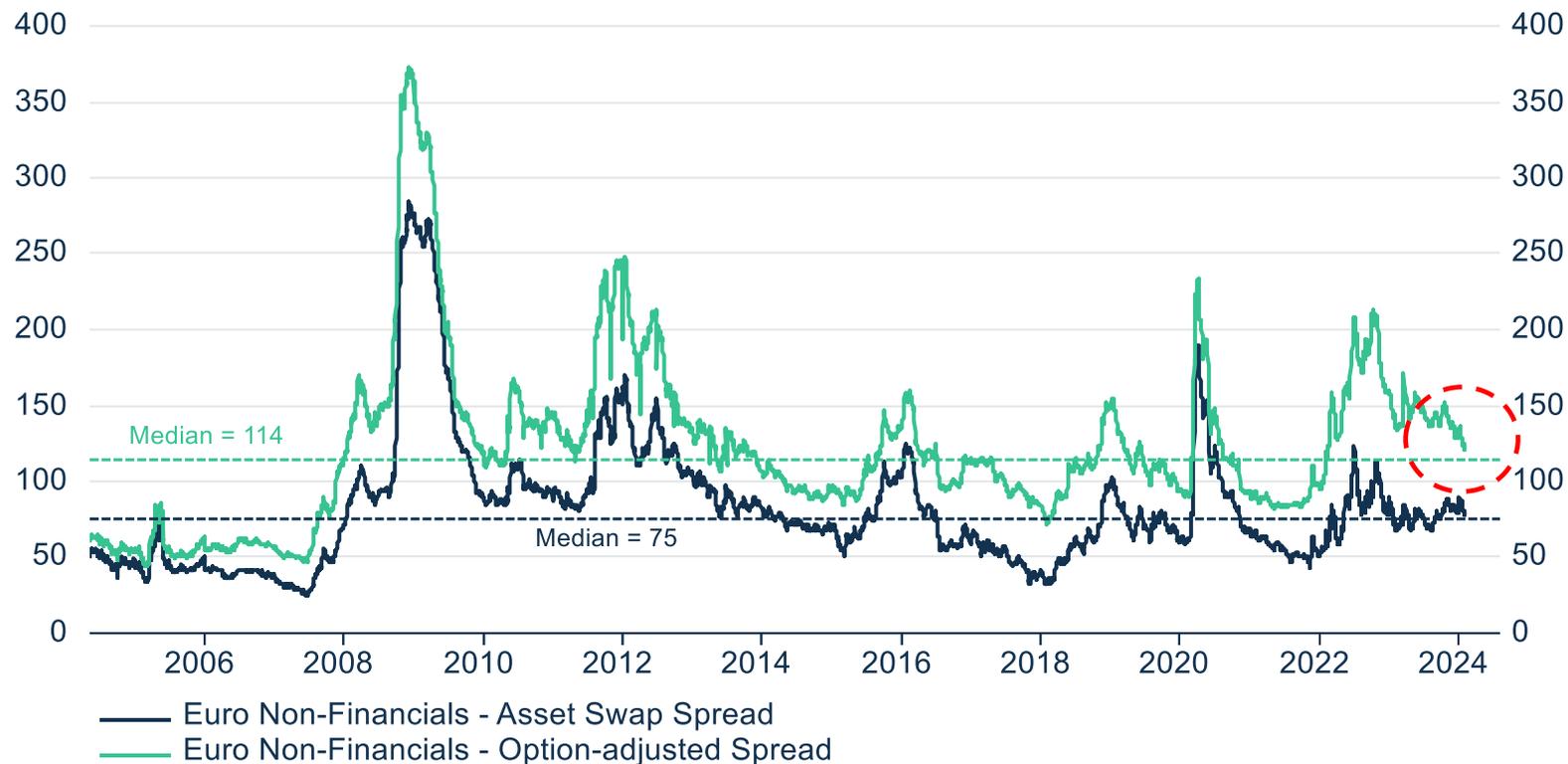


- Deutlich heterogener präsentiert sich hingegen das Performance-Muster der EUR High Yields. Nach Ende der Zinsanhebungen zeigten sie in zwei der drei Zyklen eine negative Performance. Besonders schwach war der Total Return nach dem Platzen der Dotcom-Bubble 2000 (Minus nach 12 Monaten fast 30 %).

# Bund-Spreads nähern sich ihrem Median

## IG-Spreads: ASW vs. OAS

in Basispunkten

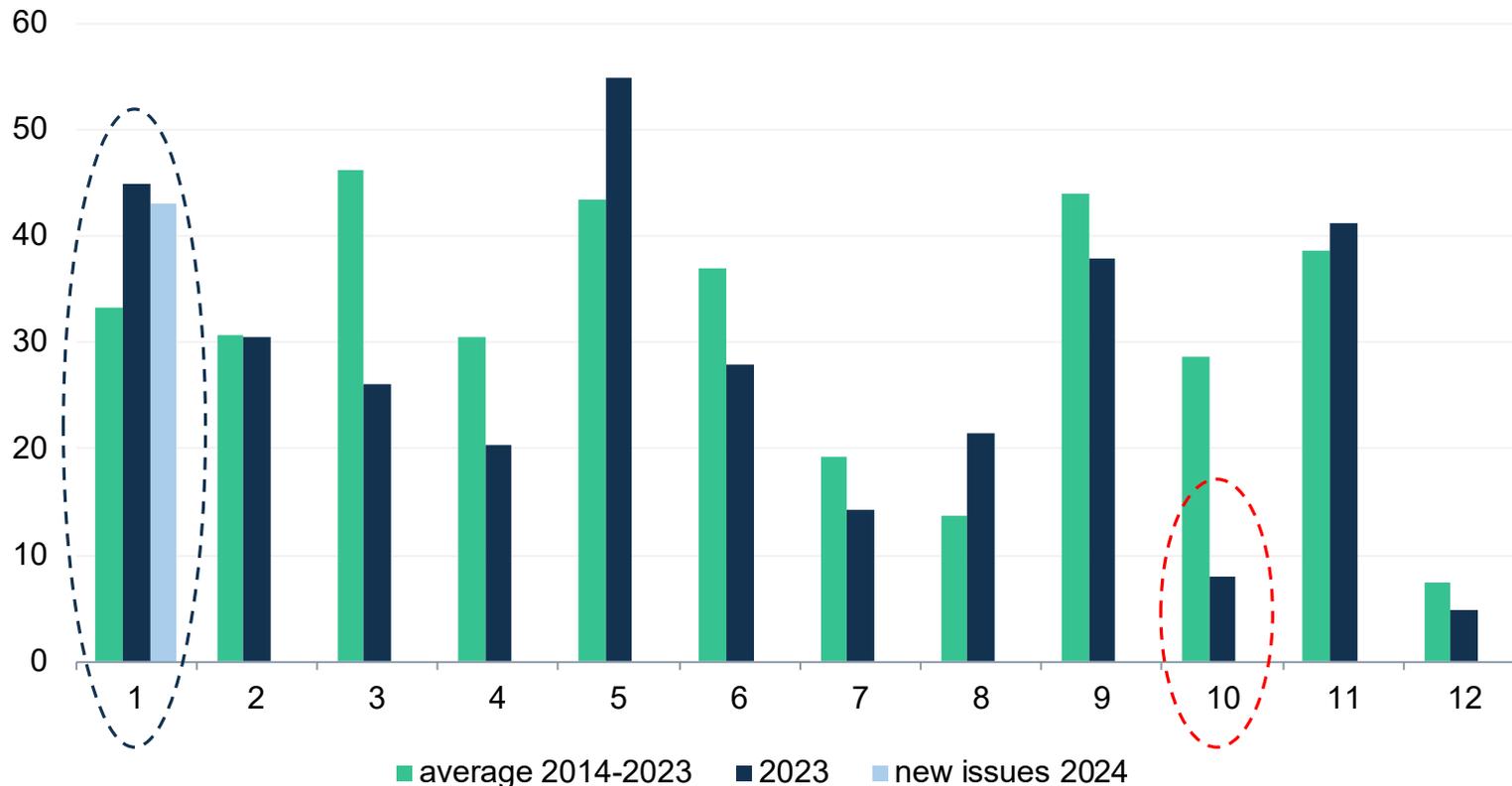


- Die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen (OAS = Option-adjusted Spread) erreichten 2022 das Niveau früherer Krisen (Corona-Pandemie, Eurokrise). Anschließend gab es eine starke Erholung.
- Mittelfristig erscheint uns das Niveau der Median-Spreads als angemessen, sowohl bei den Aufschlägen ggü. Bundesanleihen als auch bei den ASW-Spreads.
- Die ASW-Spreads (Aufschläge gegenüber Asset Swaps) notieren bereits auf dem Median-Niveau. Das liegt daran, dass die Swap-Renditen stark angestiegen waren.
- Für 2024 gehen wir von stabilen bis leicht sinkenden Risiko-Spreads aus.

# Guter Jahresstart bei Neuemissionen

## Monatliche EUR Neuemissionen Corporate Bonds

Vergleich 2023 & 2024 mit Zehnjahres-Durchschnitt; Volumen in Mrd. Euro

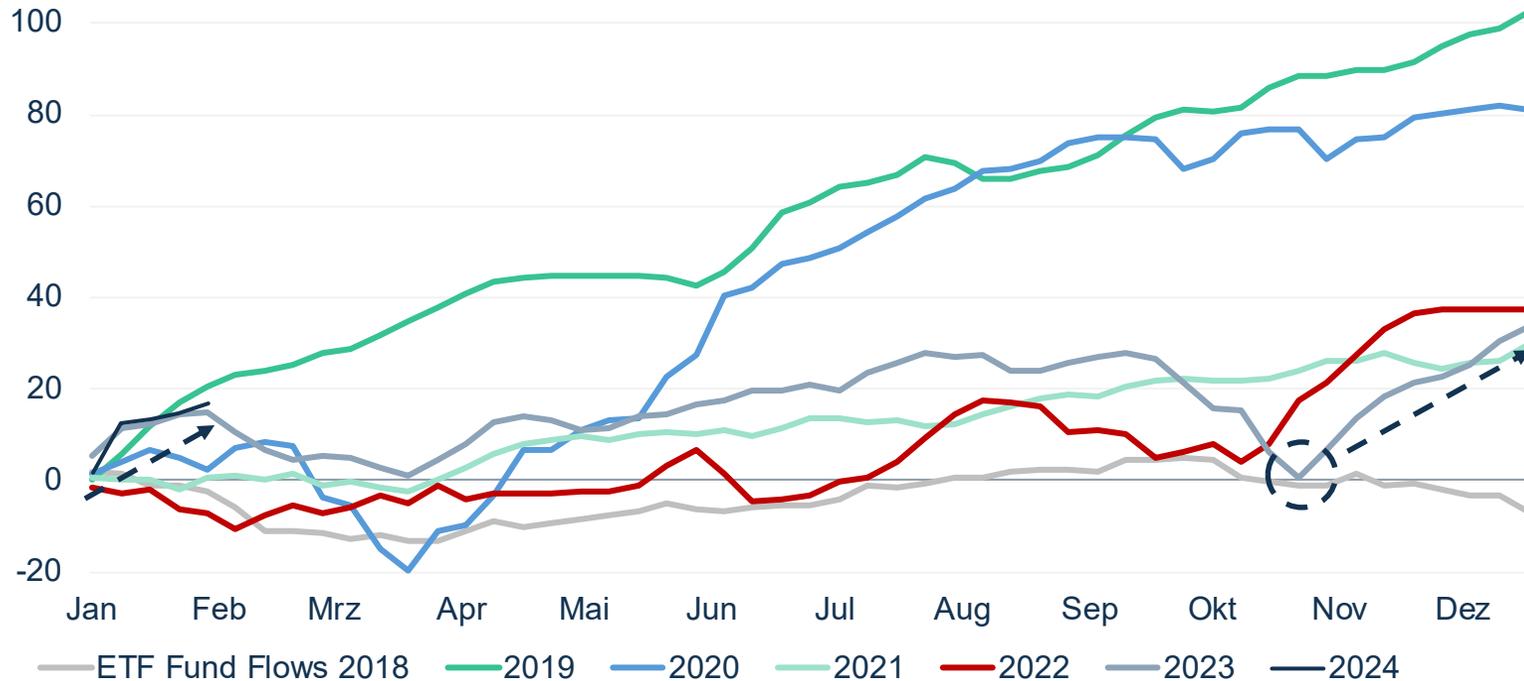


- Nach der ausgiebigen Weihnachtspause bei Neuemissionen starteten die Unternehmen mit frischem Schwung ins neue Jahr.
- Im Januar 2024 begaben sie – wie schon im Vorjahresmonat – ein überdurchschnittlich hohes Volumen an neuen EUR-Anleihen.
- Bemerkenswert war im Januar 2024 zudem der hohe Anteil an ESG-Neuemissionen (fast die Hälfte des Volumens).
- Damit setzte sich die Normalisierung am Primärmarkt fort. Im Oktober 2023 hatten sich im Umfeld des Terrorangriffs auf Israel und der sehr hohen Renditen nur wenige Unternehmen an den Markt gewagt.
- Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir nochmals mit einem Anstieg des Neuemissionsvolumens (um ca. +10%).

# Investoren greifen wieder nach Corporate Bonds

## Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

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



- Im Oktober 2023 hielten sich auch die Investoren bei Käufen von Corporate Bonds stark zurück. Der Anstieg der Renditen beeinträchtigte die Anleihen-Performance und verstärkte dadurch die Netto-Abflüsse.
- Schnelle Trendumkehr: Angesichts der hohen Renditen von Unternehmensanleihen und der erwarteten Leitzinswende stieg die Nachfrage anschließend deutlich.
- Für 2024 erwarten wir weiterhin deutliche Netto-Zuflüsse in Corporate Bonds. Der gute Jahresstart bestätigte diese Einschätzung.

# 06

## Aktien: KI-Hausse weit fortgeschritten

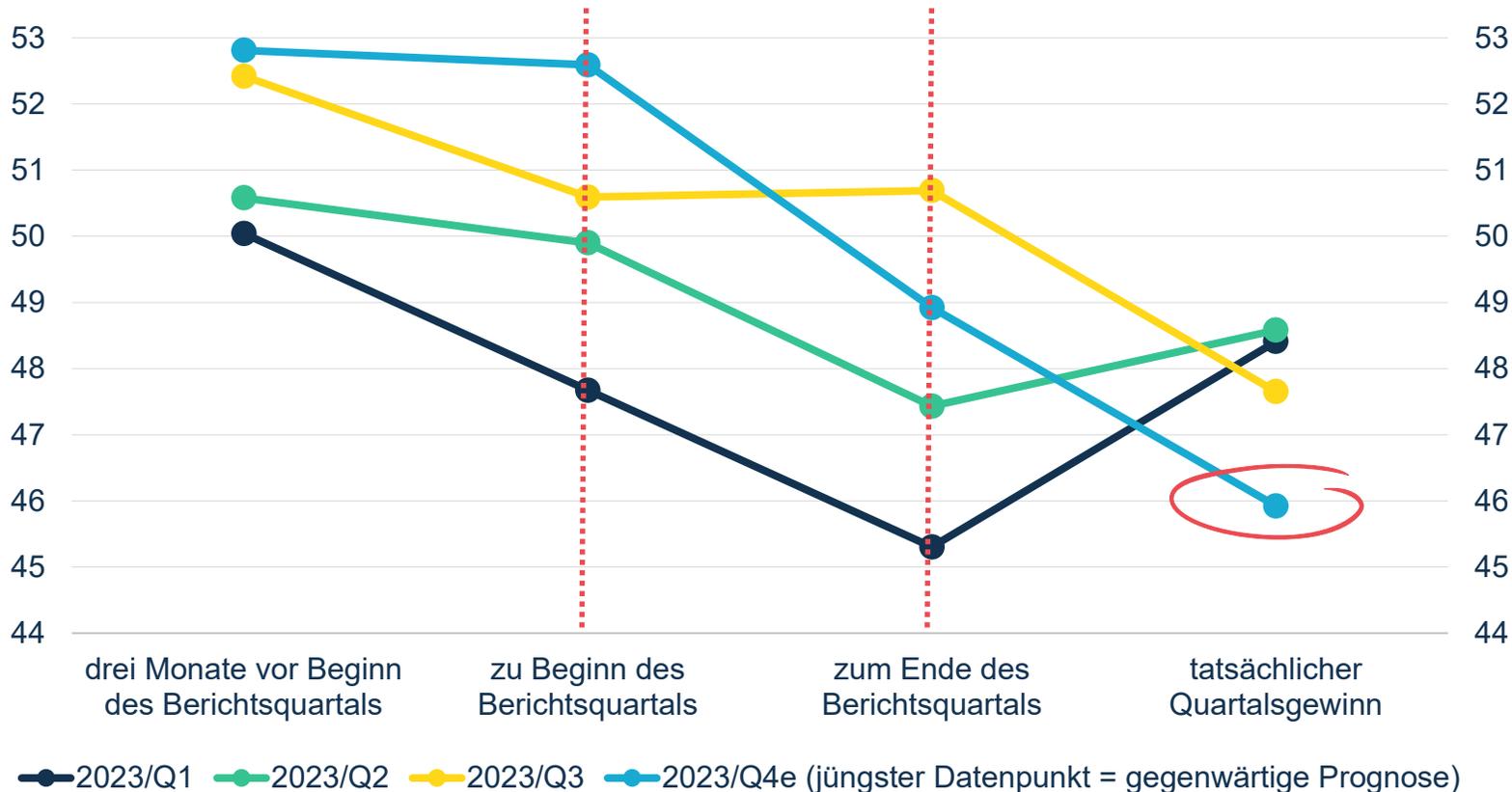


Dr. Berndt Fernow  
Leiter Research für Privat- und Unternehmenskunden  
Tel: +49(711)127-48385  
berndt.fernow@LBBW.de

# US-Q4-Berichtssaison liefert nur auf den ersten Blick gute Zahlen

## S&P 500: Erwarteter & tatsächlicher berichteter Quartalsgewinn

in Indexpunkten

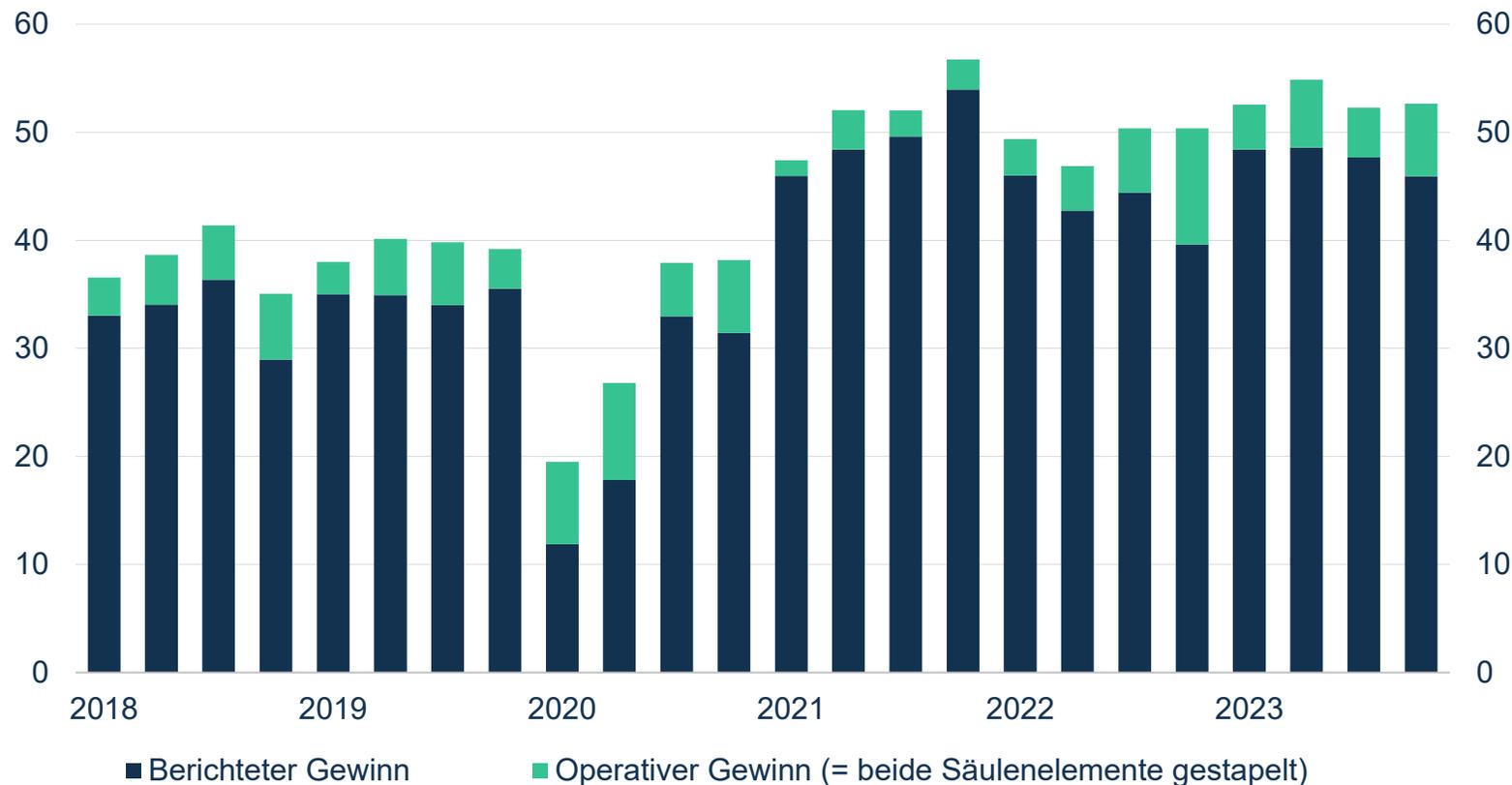


- Rund die Hälfte der Mitglieder des S&P 500 haben bereits zum 4. Quartal 2023 berichtet. Vier von fünf dabei einen über den Erwartungen liegenden Gewinn je Aktie. Aber Obacht: Damit übertrafen sie lediglich die Schätzungen, welche unmittelbar vor Veröffentlichung der Quartalszahlen galten.
- Weil die Prognosen zu diesem Zeitpunkt jedoch weit niedriger lagen als noch Monate davor, fällt die laufende US-Berichtssaison in Wirklichkeit weit schlechter aus, als sie auf den ersten Blick erscheint.
- Gemäß Berechnungen von S&P liegt der auf Indexebene aggregierte Q4-Gewinn um 6 % niedriger als zum Ende des 4. Quartals erwartet. Er fällt dabei sogar um 13 % tiefer aus, als er noch zu Beginn des 4. Quartals prognostiziert wurde.

# US-Blue-Chips tun sich bei den Gewinnen bereits seit zwei Jahren schwer

## S&P 500: operativer bzw. berichteter Quartalsgewinn

in Indexpunkten

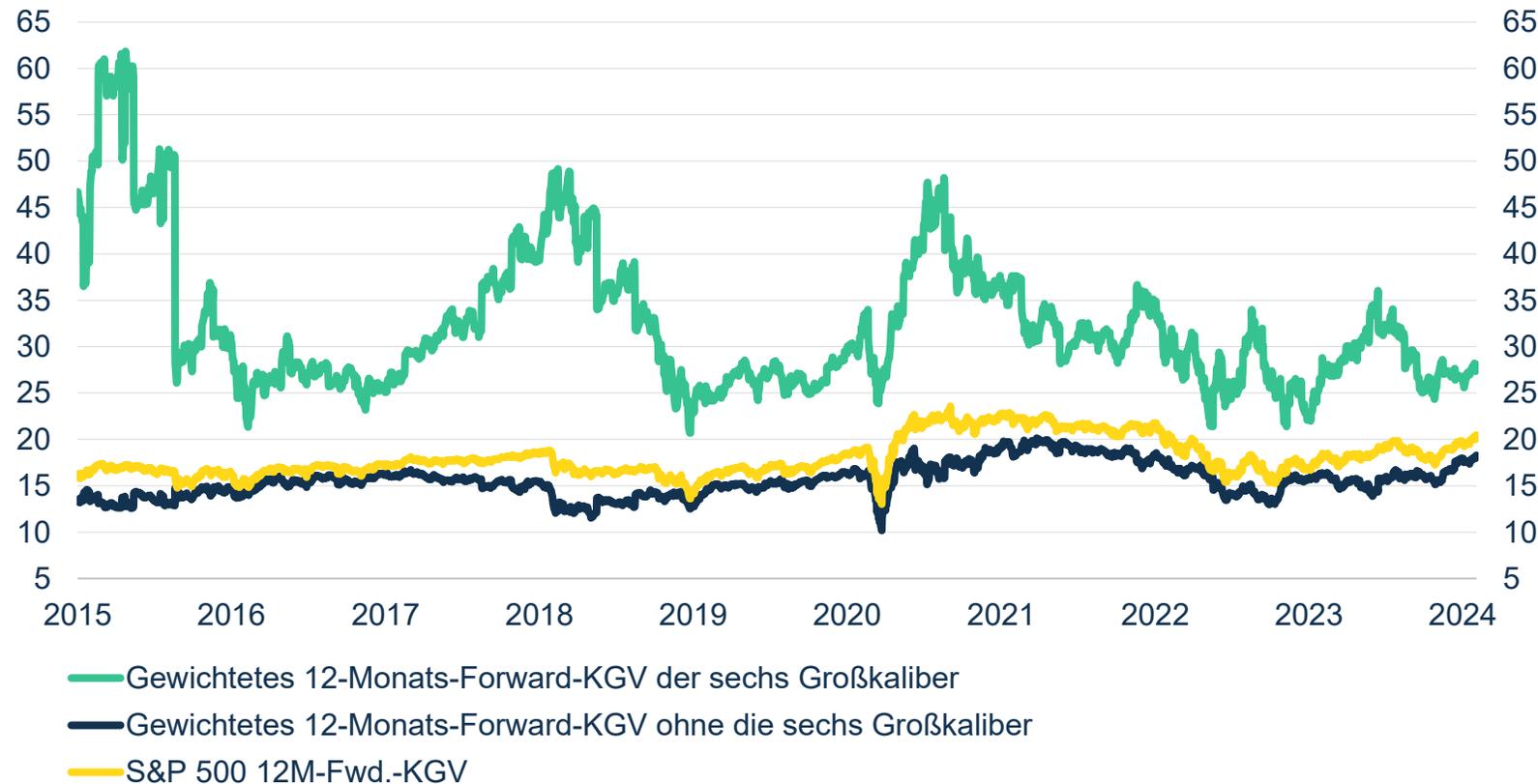


- Ob man den auf Ebene des S&P 500 aggregierten operativen oder den berichteten Quartalsgewinn betrachtet, die Aussage bleibt dieselbe: Seit bereits acht Quartalen konnten die US-Blue-Chips ihren in Q4/21 erzielten Rekord nicht mehr erreichen.
- Dies überrascht, weil Gewinne nominale Größen sind. Die weit überdurchschnittliche Inflation der vergangenen zwei Jahre ließe eigentlich steigende Gewinnniveaus erwarten. Real betrachtet sank das Gewinnniveau daher deutlich.
- Dies galt zwar nicht für großen Player aus dem Tech-Bereich, welchen den S&P 500 zuletzt immer stärker dominierten, dafür aber umso mehr für die Breite der Indexwerte. Die Erklärung ist wohl in sinkenden Margen wegen steigender Löhne zu finden.

# Ohne „Big Tech“ wäre der S&P 500 nur um ein Zehntel günstiger

## S&P 500: Bewertung der Top-6 versus übrige Indexwerte

Kurs-Gewinn-Verhältnis



- Würde man die sechs „Big Techs“ (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Amazon und Meta), welche zusammen für fast 29 % der Kapitalisierung des S&P 500 stehen, aus der Betrachtung ausklammern, wäre der S&P 500 nicht ganz so teuer.
- Anstatt eines 12M-Fwd.-KGVs von 20,5 kämen dann 18,3 heraus. Der Unterschied ist also weniger so groß als man vermuten könnte. Gewichtet fällt das KGV dieser sechs Werte mit 28,1 zudem weit weniger hoch aus als früher. Vor dem Hintergrund des dynamischen Gewinnwachstums scheint „Big Tech“ nicht überteuert zu sein.
- Das Problem liegt somit in der Breite des Marktes. Mehr als 60 % der S&P-500-Werte, welche nicht zugleich dem Nasdaq 100 angehören, haben KGVs über 15.

# Technologiewerte mit Parallelen zum Jahr 2000

## S&P 500: größte Werte heute und Anfang 2000

Prozentualer Anteil am Index und Performance seit Anfang 2000

Aktie	Gewicht aktuell	Aktie	Gewicht Anfang 2000	Performance p.a. seit 2000
Microsoft	6,98%	Microsoft	4,38%	11,3%
Apple	6,74%	Cisco Systems	4,19%	1,1%
Alphabet (A + C)	3,85%	General Electric	4,07%	-0,3%
Amazon.com	3,79%	Intel	3,50%	1,6%
Nvidia	3,59%	ExxonMobil	2,15%	7,1%
Meta Platforms	2,05%	Walmart	1,99%	6,4%
Eli Lilly	1,45%	Oracle	1,75%	7,1%
Tesla	1,41%	IBM	1,68%	4,9%
		Medianwert		5,6%
		<b>S&amp;P 500</b>		<b>7,4%</b>

Die ersten sechs Titel (Microsoft bis Tesla) sind mit einer Klammer als 27 % zusammengefasst. Die ersten sechs Titel (Microsoft bis IBM) sind mit einer Klammer als 20 % zusammengefasst.

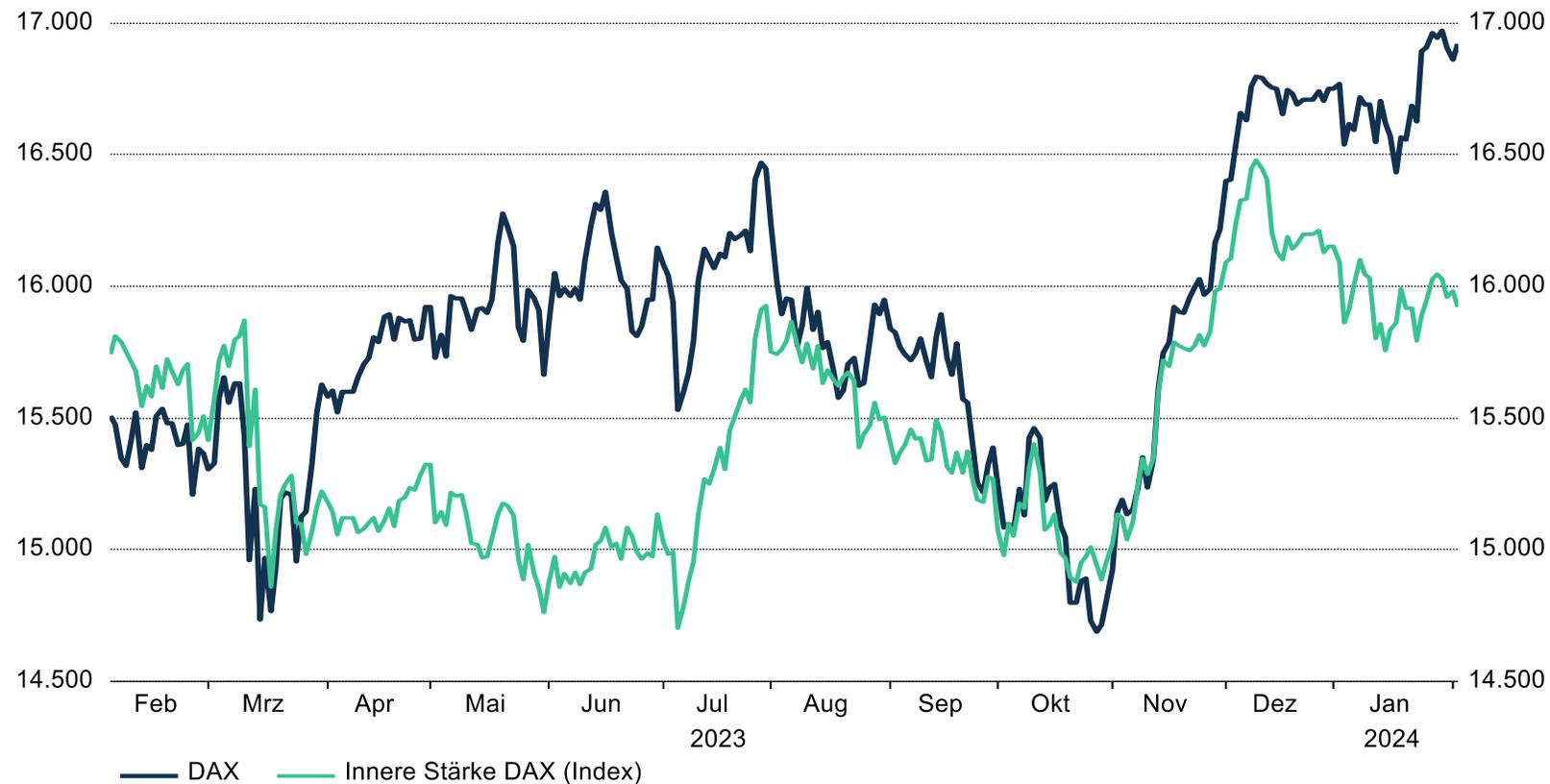
- Die größten sechs Titel haben einen Anteil von 27 % am S&P 500. Auf dem Höhepunkt der Dot.com-Blase Anfang 2000 waren dies gut 20 % (davon drei Technologiewerte).
- Nur einer der damaligen Stars konnte sich in den Top 10 halten – Microsoft.
- Die anderen Technologieführer konnten kaum mit dem Index mithalten (Performance inklusive Dividenden gerechnet).
- Einige der damaligen Stars sind gänzlich verschwunden (Lucent, Nortel) oder wurden übernommen (Sun Microsystems, Dell).
- Das „Winner-takes-all“-Prinzip mag in der Plattform-Ökonomie eine stärkere Konzentration auf die Gewinner ermöglichen, dennoch dürfte sich der Zyklus von Auf- und Abstieg auch dieses Mal wiederholen.

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Markt verliert an Nachfragedynamik

## DAX mit Innerer Stärke

Index versus Verlauf während der Handelszeit



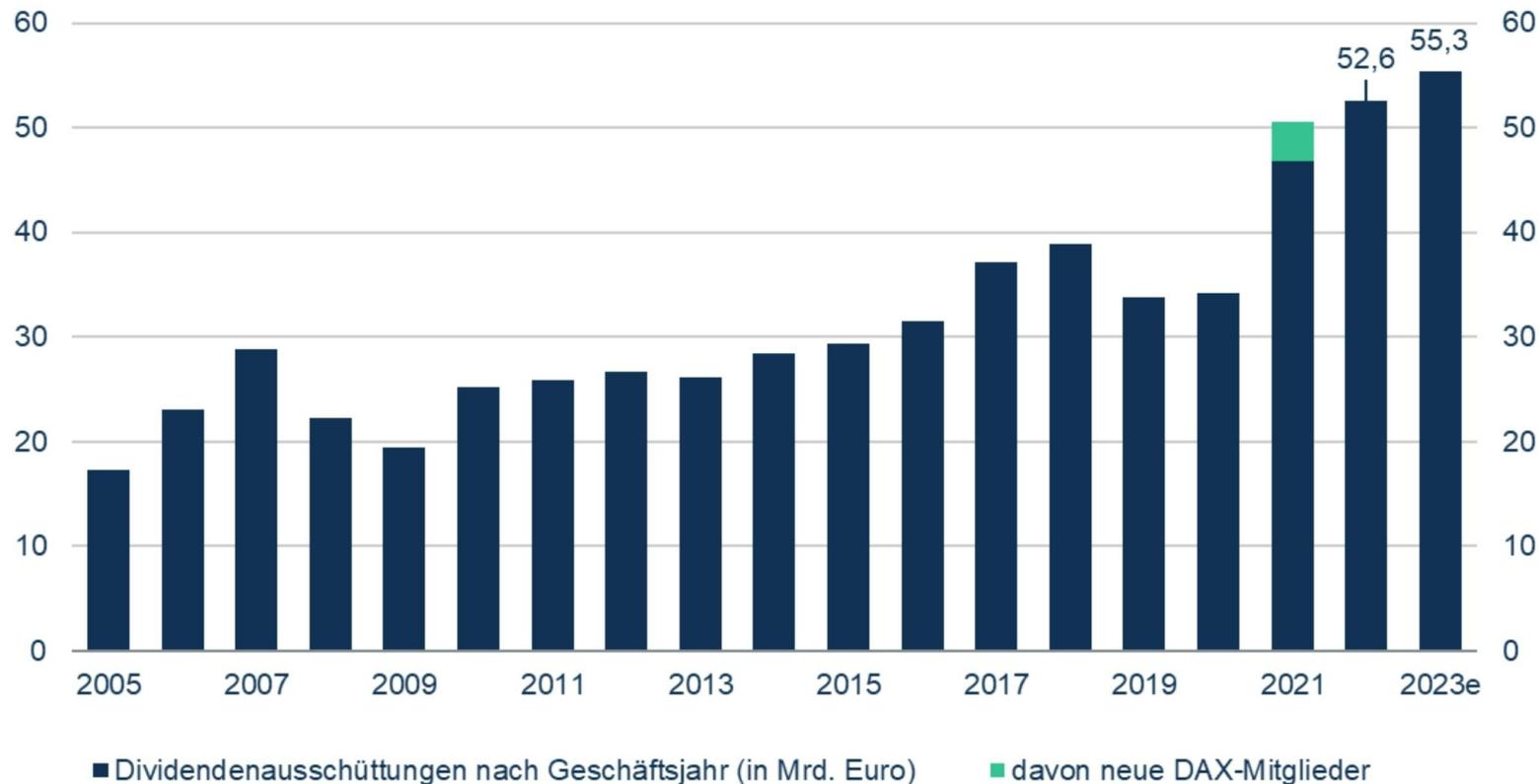
- Die Innere Stärke misst das Verhalten des DAX ausschließlich innerhalb der Handelszeit (9:00-17:30).
- Abweichende Entwicklungen zum Index lassen Rückschlüsse auf das Kräfteverhältnis zwischen Käufern und Verkäufern zu. Aktuell zeichnet sich eine negative Divergenz ab, d.h. die Nachfrage nach Aktien nimmt auf dem erreichten Niveau ab.
- Der Ausbruch über den Widerstand bei 16.800 Punkten wird somit nicht bestätigt, eine Konsolidierung rückt näher.
- Diese Sicht korrespondiert mit verschlechterten Stimmungsindikatoren.

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Alternative 1: Value-Investments – Neuer Dividendenrekord im DAX steht bevor

## DAX-Ausschüttungssumme

in Mrd. Euro pro Jahr

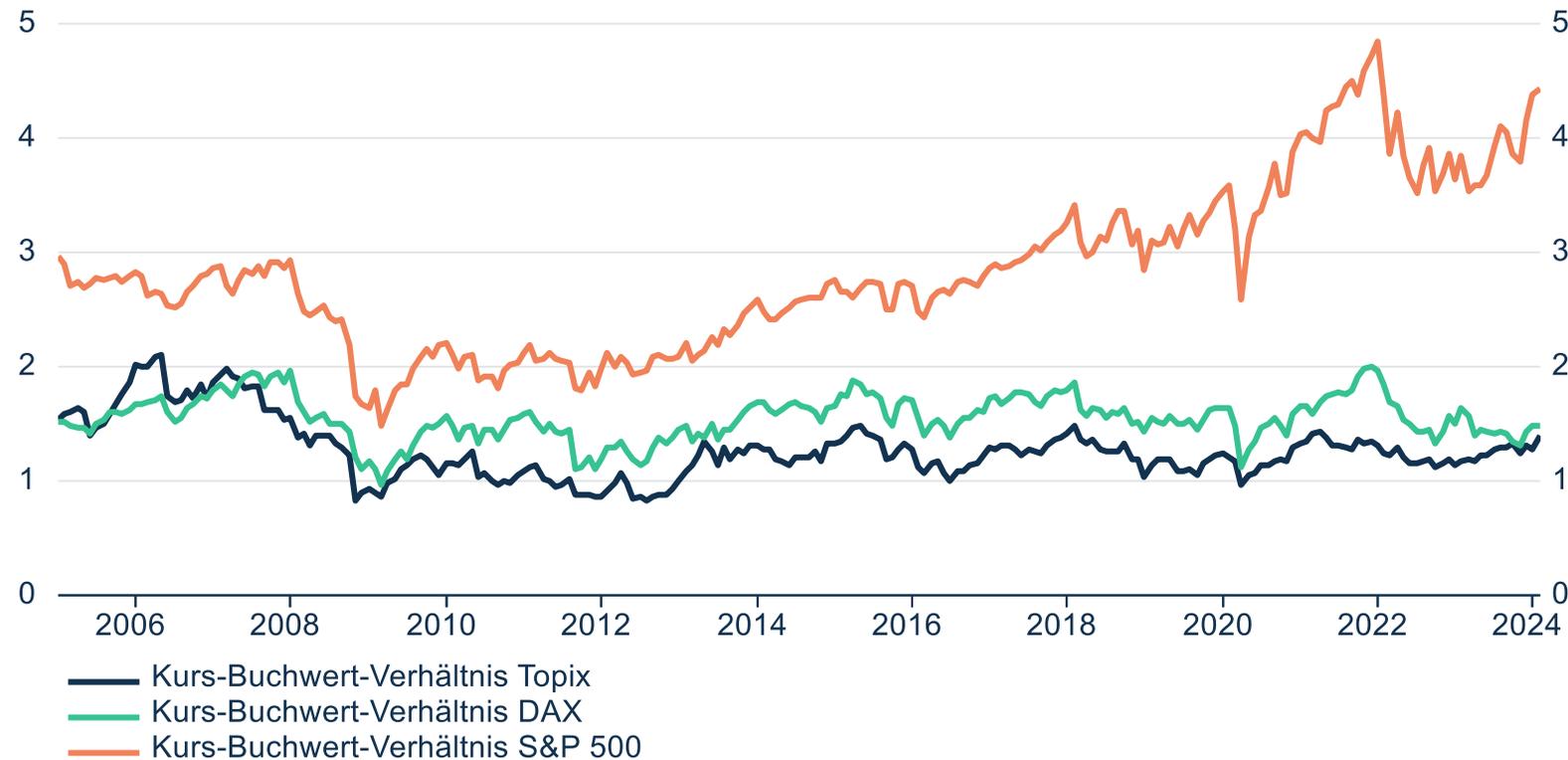


- Die DAX-Konzerne dürften ihre Ausschüttungen im laufenden Jahr (auf Basis der Gewinne 2023) um 2,7 Mrd. Euro auf 55,3 Mrd. Euro ausweiten.
- Wären Linde und FMC noch im DAX, läge dieser Wert um mehr als 2 Mrd. Euro höher.
- 23 DAX-Konzerne werden ihre Dividenden wohl anheben, fünf dürften sie senken.
- Die Ausschüttungsquoten für 2023 sind leicht unterdurchschnittlich. Seit Bestehen des DAX wurden im Durchschnitt 40 % der Gewinne an die Aktionäre ausgekehrt.

# Alternative 2: Japanische Aktien günstig bewertet

## Kurs-Buchwert-Verhältnis

12M-Forward-Daten



- Japanische Aktien zählen in Heimatwährung 2024 zu den bisherigen Top-Performern.
- Die Bewertung ist jedoch nach wie vor günstig: Der Gesamtmarkt ist mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,4 bewertet. Dabei notiert fast die Hälfte der 2158 im Topix notierten Unternehmen unter ihrem Buchwert: Der Markt glaubt also nicht, dass die Unternehmen wertschöpfend arbeiten.
- Diese chronische Unterbewertung möchte die Börsenbetreiberin TSE ändern: Sie drängt die gelisteten Unternehmen dazu, effizienter zu wirtschaften. Japan soll sich von einer Stakeholder- hin zu einer Shareholder-Kultur entwickeln.
- Das Ziel: Höhere ROEs und mehr Attraktivität für internationale Investoren.

# 07

## Prognosen und Asset Allokation – Märkte blenden Risiken aus



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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsche Wirtschaft bleibt schwach: BIP in Q4/2023 voraussichtlich -0,3 % Q/Q; Gesamtjahr 2023 -0,1 % (kalenderbereinigt)
- Konjunktur tritt bestenfalls auf der Stelle
- Inflation bremst reale Kaufkraft
- Anhaltende Unklarheit über Fiskalpolitik schafft zusätzliche Abwärtsrisiken



## Aktienmärkte



- Chance-Risiko-Verhältnis auf dem erreichten Kursniveau verschlechtert
- Heimische Gewinnschätzungen zu hoch, Konjunkturschwäche belastet
- US-Bewertungen sehr ambitioniert
- Im weiteren Jahresverlauf 2024 dürfte sich vor allem außerhalb der USA weiteres Potenzial entfalten



## Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- OPEC+ beschließt neuerliche Förderkürzungen ab Anfang 2024; Ölangebot bleibt damit relativ knapp
- Hoffnungen auf Zinssenkungen hieven Gold wieder über die Marke von 2.000 USD.



## Zinsumfeld



### Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Leitzins-Peak bei 5,50 % erreicht; sinkende Inflation öffnet Tür für geldpolitische Lockerung; erste Senkung im Juni 2024
- EZB: Leitzins-Peak bei 4,00 % (Einlagesatz) erreicht; erste Senkung im Juni 2024, Leitzins per Ende 2024 bei 3,00 % erwartet

### Renditen

- EUR-Langfristzinsen kurzfristig mit Aufwärtsrisiken; auf mittlere Frist nachhaltige Trendwende nach unten zu erwarten



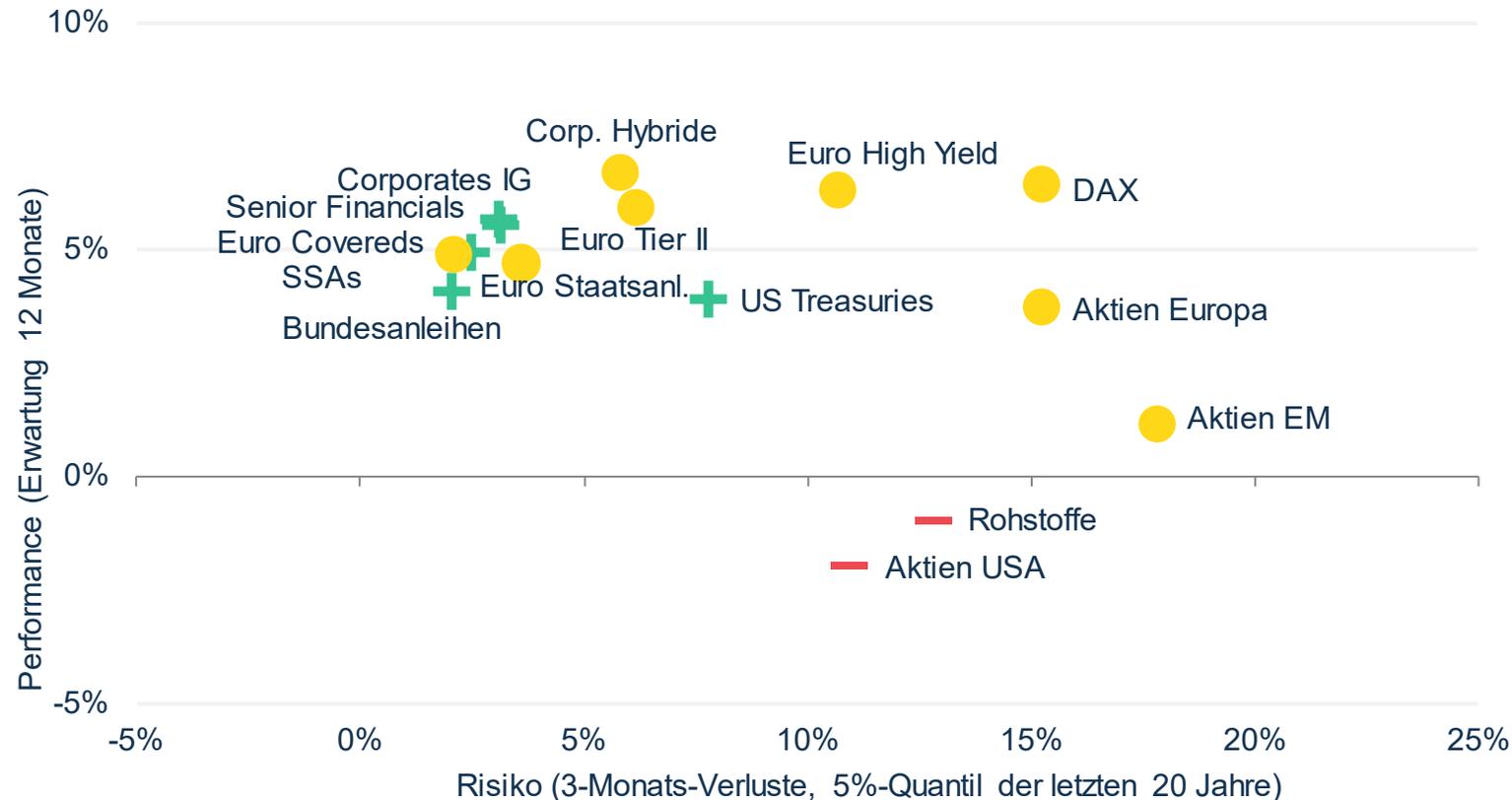
## Devisen



- US-Renditevorteil sollte leicht abnehmen
- Euro nur mit wenig Aufwertungspotenzial
- Standort USA gilt als attraktiver

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

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



- Anleihen haben deutlich an Attraktivität gewonnen. Innerhalb des Fixed-Income-Segments sind u.E. Credits interessant bewertet. Auch Covered Bonds mit gutem Chance- / Risiko-Verhältnis.

# 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 + USD-Bonds	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
Credit	+	+ 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	+ Automobil Banken Immobilien Industrie Nahrungsmittel Telekom	0/- USA 0/+ Japan 0 Europa ex D 0/+ Deutschland 0/- EMMA Asia 0 EMMA ex Asia	Value Dividendenstrategien Mid-Caps
Währungen	0/-	gegenüber Euro	+ GBP 0 CNY, USD - JPY, CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/+ Edelmetalle 0 Industriemetalle 0/- Energie	0/+ Gold + Silber 0/- Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

# LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass Januar)

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

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
EZB Einlagesatz		4,00	4,00	3,75	3,00
Bund 10 Jahre		2,20	2,20	2,00	2,10
Fed Funds		5,50	5,50	5,25	4,25
Treasury 10 Jahre		4,03	4,05	3,80	3,85
BBB Bundspread (in Bp.)		144	155	150	140

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
DAX		16 904	16 000	16 500	18 000
Euro Stoxx 50		4 655	4 300	4 400	4 700
S&P 500		4 943	4 500	4 600	4 900
Nikkei 225		36 160	33 000	34 000	37 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
US-Dollar je Euro		1,08	1,08	1,08	1,10
Franken je Euro		0,93	0,99	1,00	1,00
Pfund je Euro		0,85	0,83	0,82	0,82
Gold (USD/Feinunze)		2 020	2 000	2 000	2 100
Öl (Brent - USD/Barrel)		77	80	80	75

+ Anhoben  
- Gesenkt

# Kurzübersicht Szenarien

## 10% Positivszenario

- 1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt wieder Fahrt auf.
- 2) Ukraine: Zwischen den Kriegsparteien werden Verhandlungen aufgenommen.
- 3) Entspannung im Nahostkonflikt. Annäherung zwischen Israel und Saudi-Arabien wird fortgesetzt.
- 4) „Risk on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

## 65% Hauptszenario

- 1) Konjunktur durch gestiegene Leitzinsen belastet, Deutschland weiterhin unterdurchschnittlich.
- 2) Nahostkonflikt bleibt lokal begrenzt.
- 3) Ukraine: Waffenstillstand nicht in Sicht, Gasrationierung für Industrie und Haushalte in EU unwahrscheinlich.
- 4) Sinkende Inflation und schwache Konjunktur bewegen die Notenbanken zu vorsichtigen Leitzinssenkungen.

## 10% Downside Inflation hartnäckiger

- 1) Inflation geht langsamer zurück als erhofft oder steigt wieder. Zweitrunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken lassen Leitzinsen ungeachtet der Konjunkturabschwächung unverändert oder erhöhen sie sogar weiter.
- 3) Renditen steigen erneut aufgrund der Zentralbankpolitik und steigender Inflationsprämien.
- 4) „Risk off“: Breiter Einbruch an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

## 15% Downside Finanzkrise /geopolitische Eskalation

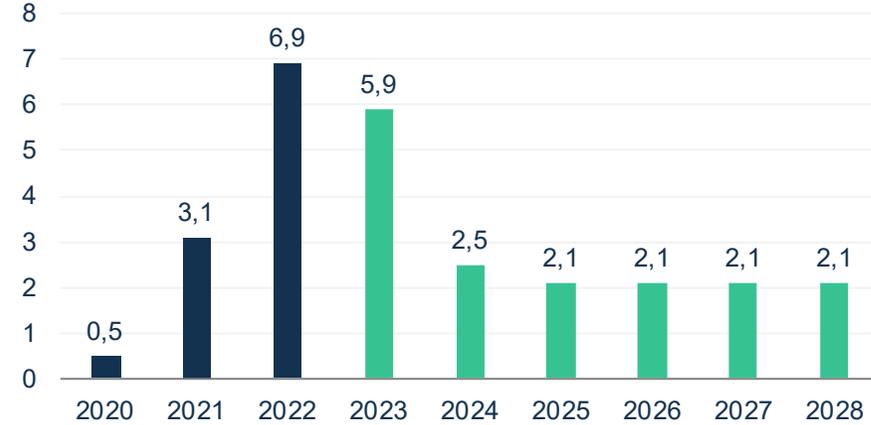
- 1) Trigger: geopolitische Eskalation (Nahost-Konflikt, Niederlage der Ukraine, Taiwan,...), Bankenkrise, Euro-Schuldenkrise.
- 2) Schwere Rezession, EZB senkt Leitzinsen zügig in Richtung null, zusätzlich Liquiditätsspritzen.
- 3) Renditen hochwertiger Staatsanleihen fallen wegen Konjunkturangst und Zinssenkungen der Notenbanken.
- 4) „Risk off“: Aktien fallen stark, Credit Spreads steigen deutlich. Immobilienmarkt stabilisiert sich wegen fallender Zinsen.

# Hauptszenario (65 %)

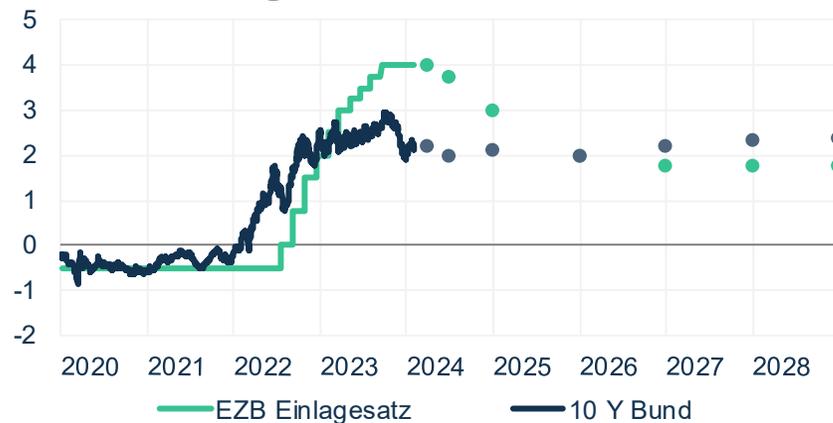
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



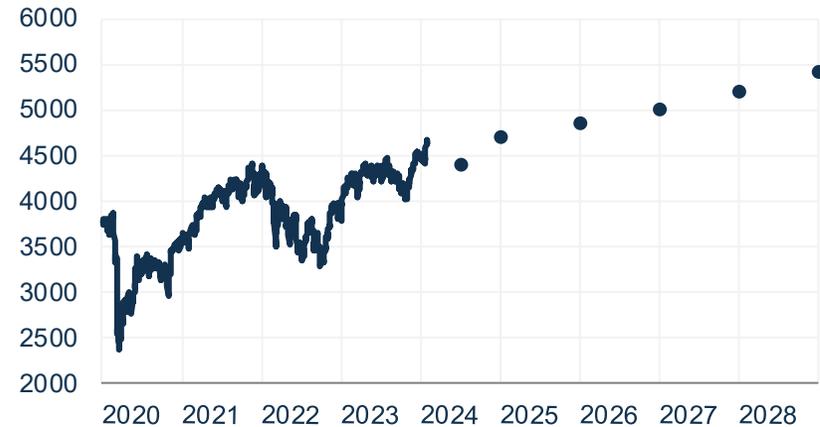
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

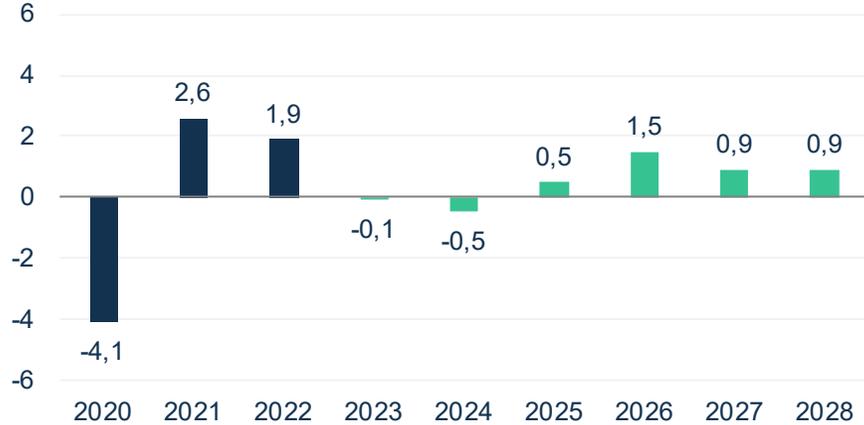


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

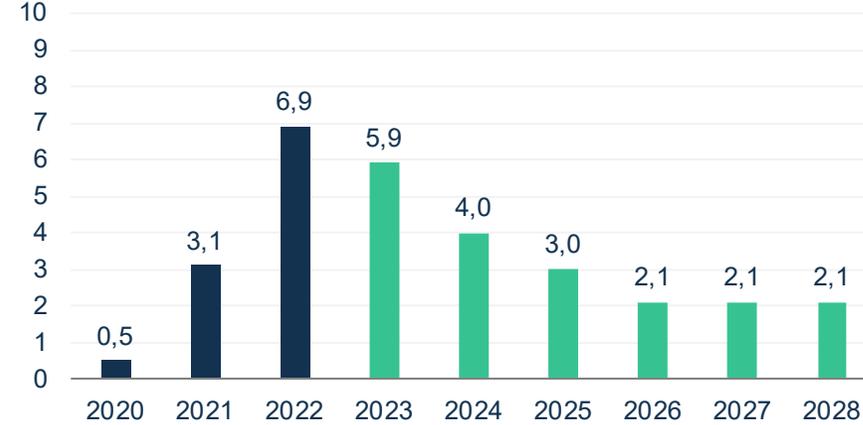
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 1) Inflation hartnäckiger (10 %)

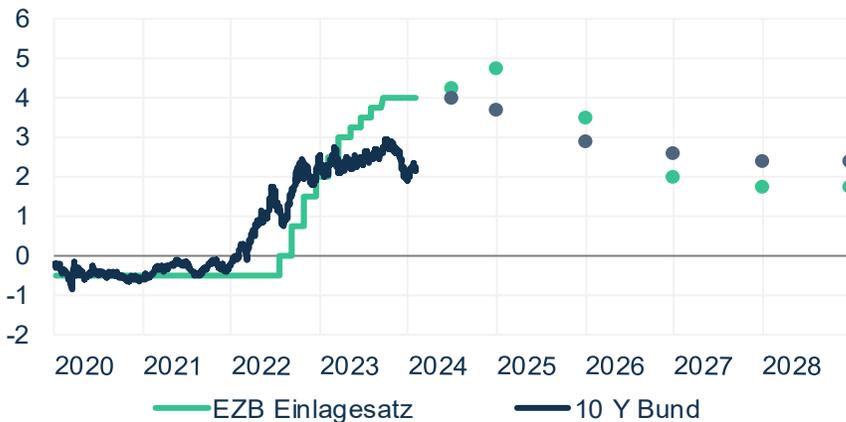
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



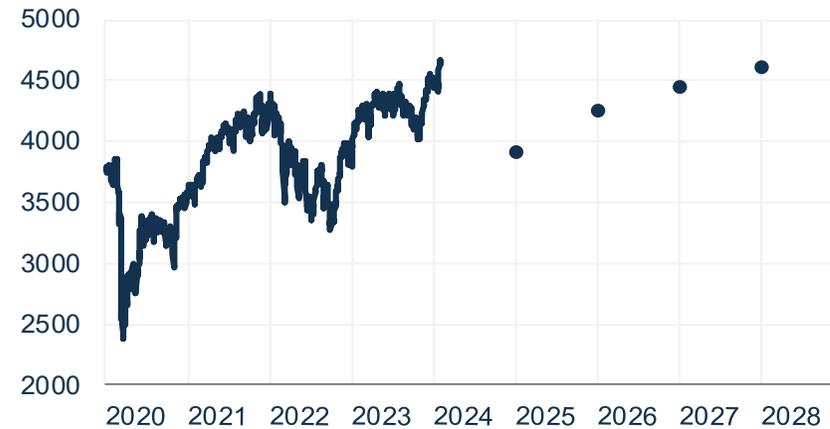
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

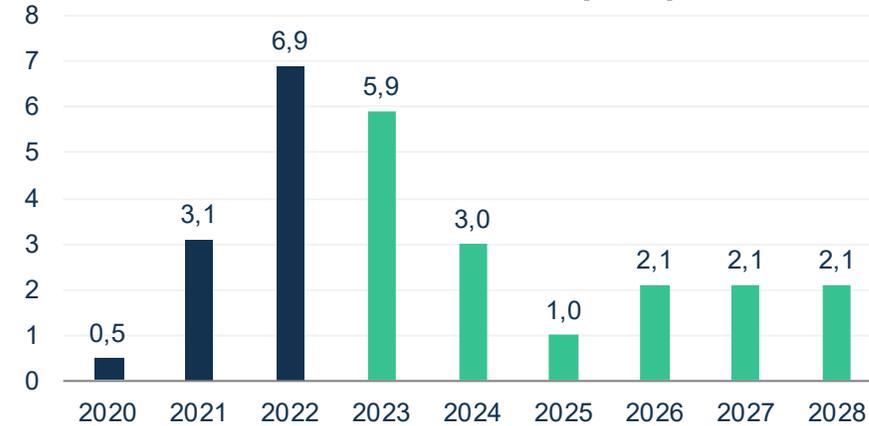
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 2) Finanzkrise / Geopolitischer Schock (15 %)

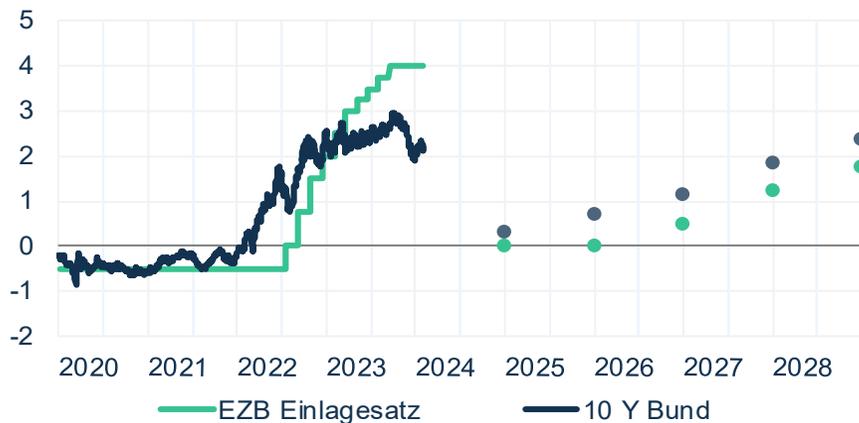
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



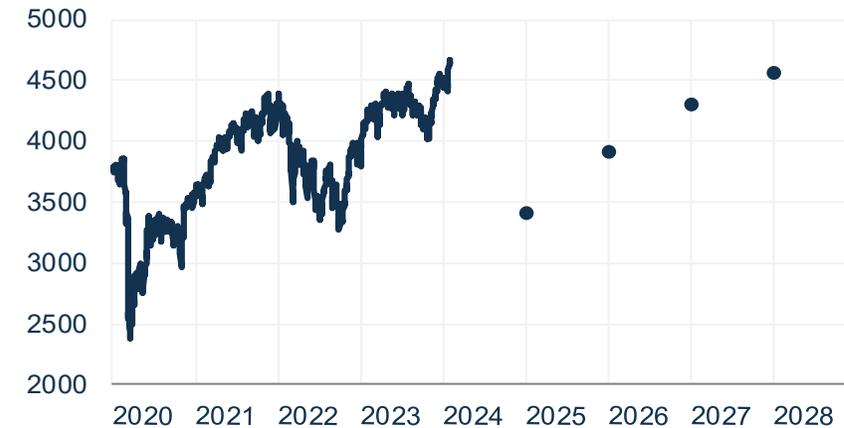
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

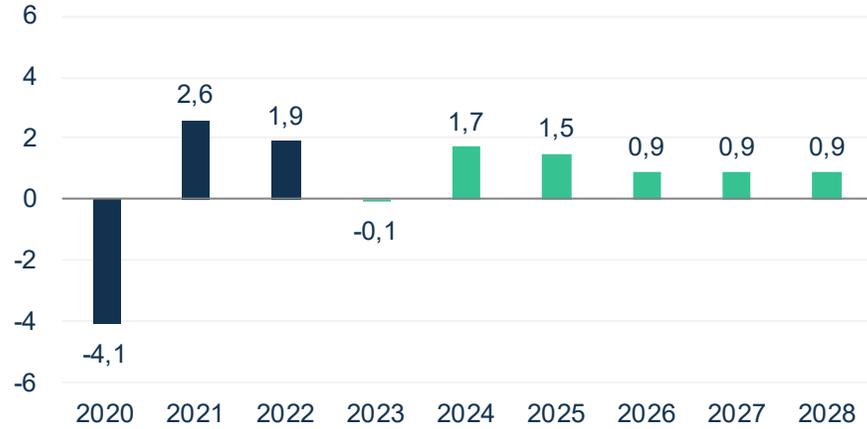


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

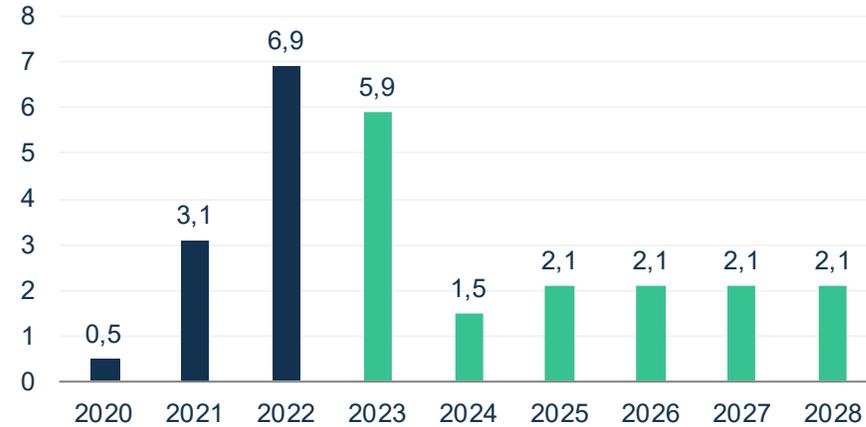
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Positivszenario (10 %)

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



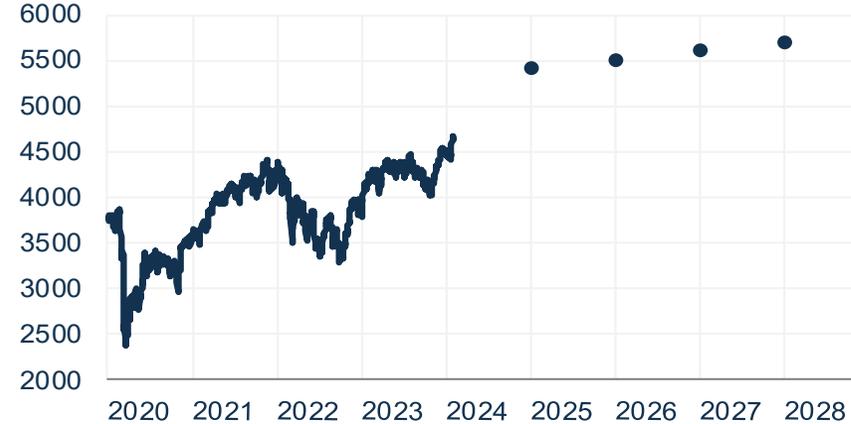
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## 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

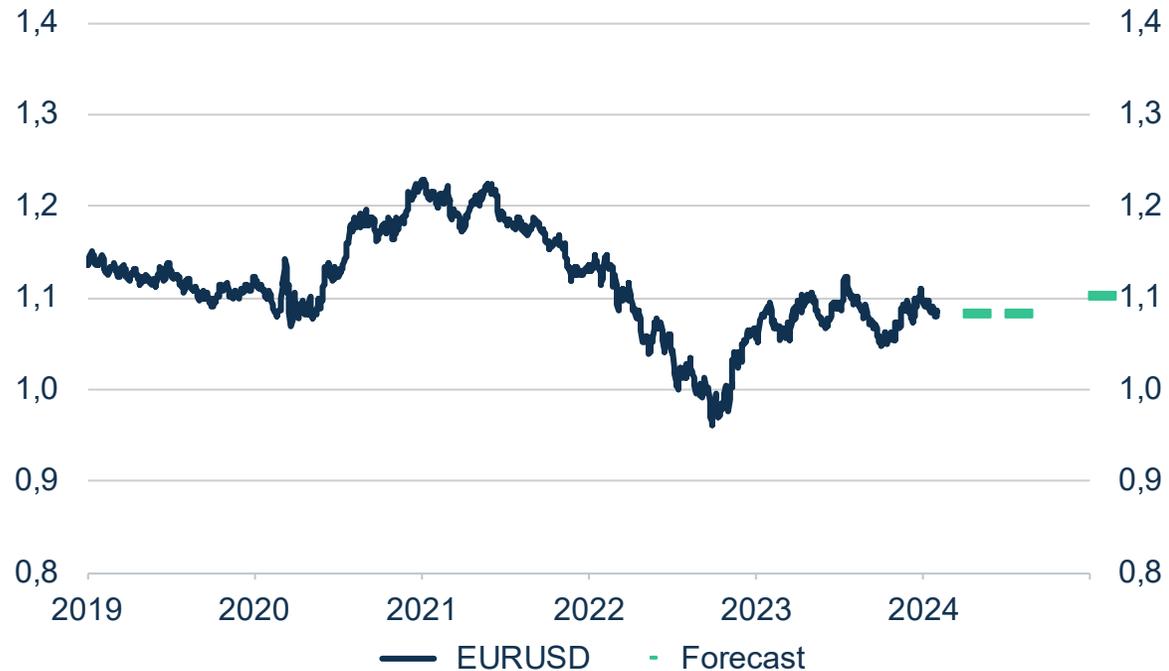
# 08

## Anhang



# EURUSD: Seitwärtsbewegung erwartet

## FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURUSD	1.08	1.08	1.10	1.08	1.08	1.08	1.10

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

- Die US-Notenbank wird im Jahr 2024 ihre Leitzinsen etwas stärker senken als die EZB dies tun wird.
- Die US-Wirtschaft sollte im Gesamtjahr 2024 zwar etwas stärker wachsen als die Wirtschaft des Euroraumes, dies ist jedoch zuvorderst einen höheren Überhang geschuldet. Die US-Wirtschaft sollte im Verlauf des Jahres 2024 an Dynamik verlieren.

## Contra EUR

- Die US-Wirtschaft hat angesichts ihrer günstigen und sicheren Energieversorgung einen Wettbewerbsvorteil. Zudem machen die Regelungen des IRA Investitionen in den USA attraktiv.

# EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

## FX EUR/GBP



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURGBP	0.85	0.87	0.87	0.86	0.83	0.82	0.82

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

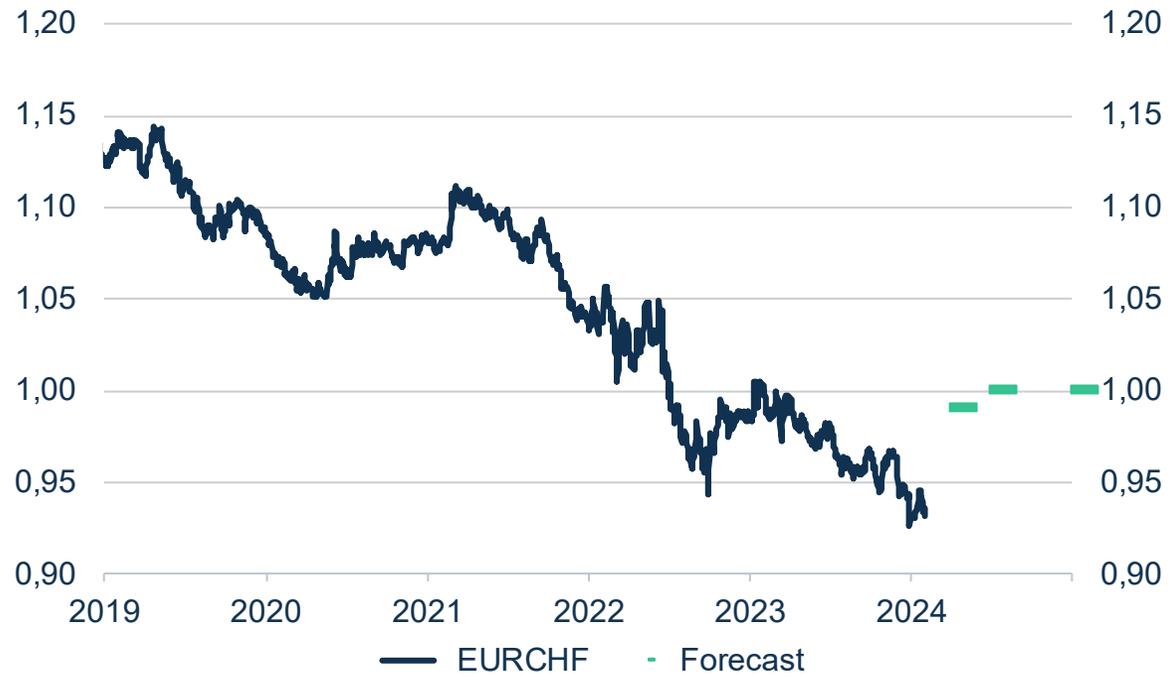
- Die Ausweitung der Renditeabstände innerhalb des Euroraumes hält sich trotz der EZB-Erhöhungen in Grenzen.

## Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Das LB-Defizit des Vereinigten Königreichs hat sich verringert.
- Die britische Regierung unter Führung des konservativen Premiers Rishi Sunak ist auf eine verlässliche Staatsführung und Haushaltskonsolidierung bedacht. Auch eine etwaige Labour-Regierung nach den Unterhaus-Wahlen ist für die Devisenmärkte kein Schreckgespenst mehr.

# EURCHF: Franken ist sicherer Hafen

## FX EUR/CHF



### Pro CHF

- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Die Inflationsrate in der Schweiz liegt seit Juni 2023 unter der Marke von 2 %.
- Die geopolitischen Konflikte könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

### Contra CHF

- SNB stellt Devisenverkäufe nicht mehr in den Vordergrund.

	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURCHF	0.93	0.97	0.93	0.96	0.99	1.00	1.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

# EURJPY: Vor dem Ende der „Negativzinspolitik“

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURJPY	159.58	151.95	156.33	158.15	161.00	159.00	157.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

- Die EZB hat ihre Zinsen im Zeitablauf kräftig erhöht.
- Der BoJ-Leitzins dürfte noch längere Zeit auf sehr niedrigem Niveau verharren, wenn auch die Phase der Negativzinsen bald enden sollte.
- Japans Wirtschaft hat sich stark abgekühlt. Der private Konsum dürfte anämisch bleiben und von der Exportseite erwarten wir 2024 wenig Impulse.

### Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes - insbesondere Deutschlands - kämpft derzeit mit rezessiven Tendenzen.
- Die aktuellen geopolitischen Krisen könnten einen Anstieg der Risikoaversion an den Finanzmärkten auslösen. Hiervon würde der Yen profitieren.
- Die BoJ dürfte bald die Negativzinsphase beenden und die Renditebandbreite für 10-jährige JGBs ausweiten.

# USDCNY: „Evergrande“-Liquidation verunsichert

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
USDCNY	7.20	7.09	7.10	7.24	7.34	7.36	7.41
EURCNY	7.77	7.66	7.86	7.83	7.85	7.95	8.15

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro USD

- Die US-Zinsen sollten noch bis Herbst auf ihrem hohen Niveau verharren, während China die Zinsen weiter senken dürfte.
- Das BIP-Wachstum in der VR China dürfte weiterhin relativ schwach bleiben.
- Die Verschuldungsprobleme bei chinesischen Unternehmen (Stichwort Liquidation „Evergrande“) verunsichern. Vor dem Hintergrund der Immobilienkrise in der VR China dürfte die PBoC zudem ihre Zinsen noch weiter senken.

### Contra USD

- Die VR China ist noch immer ein großer Wachstumsmarkt.
- Chinas Währungsbehörden kontrollieren den CNY-Außenwert.
- Die US-Zinserhöhungsphase ist zu Ende. Die Zinswende erwarten wir zur Jahresmitte 2024.
- Die US-Wirtschaft dürfte 2024 nur noch schwach wachsen.

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURBRL	5,35	5,40	5,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank hat den Leitzinssatz Ende Januar auf 11,25 % gesenkt. Wir erwarten weitere Zinsschritte, die den Leitzinssatz zum Ende des ersten Halbjahres bis 10 % führen könnten.</li> <li>Das Haushaltsdefizit Brasiliens fiel mit 2,3 % für 2023 höher aus als erwartet. Wir befürchten, dass das Ziel, das Defizit dieses Jahr unter 1 % zu halten, ebenfalls nicht erreicht wird.</li> </ul>
EURHUF	384	370	365	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trotz der weiter sinkenden Inflationsrate auf 5,5 % im Dezember, reduzierte die ungarische Notenbank den Leitzinssatz im Januar nur auf 10,0 % - weniger stark als prognostiziert. Die vorsichtiger Herangehensweise der geldpolitischen Lockerung stützt den Forint. Die Aufgabe der Blockade Ungarns in wichtigen EU-Fragen dürfte sich langfristig positiv auswirken.</li> </ul>
EURMXN	18,49	19,80	19,60	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mexikos Wirtschaft wuchs im vierten Quartal 2023 lediglich um 0,1 % und verliert damit an Dynamik. Dies könnte zu einer früher als bisher erwarteten geldpolitischen Lockerung führen.</li> <li>Die Inflationsrate stieg in der ersten Januarhälfte erneut leicht auf 4,90 % an. Daher könnte eine frühere Leitzinssenkung den Peso abwerten lassen.</li> </ul>
EURPLN	4,33	4,40	4,45	<ul style="list-style-type: none"> <li>Polens Wirtschaft erzielte 2023 einen marginalen Zuwachs von 0,3 %. Für 2024 sollte das Wachstum jedoch wieder an Dynamik gewinnen und mehr als 2,5 % erreichen.</li> <li>Entscheidend hierfür wird die Belebung des privaten Konsums sein. Dieser sollte im Jahresverlauf von einer verbesserten Verbraucherstimmung und tieferen Zinsen profitieren.</li> </ul>
EURRON	4,97	5,07	5,12	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Lohnsteigerungen im öffentlichen Dienst von über 10 % und die höheren Renten werden voraussichtlich zu einem kräftigen Anstieg des privaten Konsums führen.</li> <li>Das hohe Haushaltsdefizit Rumäniens bleibt weiter der größte Belastungsfaktor für den Leu. 2023 betrug es etwa 5,7 % und lag damit deutlich über dem ursprünglichen Ziel von 4,4 %.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.02.2024, 10:41 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURRUB	98,01	90,00	95,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationserwartungen für die russische Währung steigen weiter an. Wir erwarten, dass die russische Notenbank frühestens im zweiten Halbjahr das Zinsniveau von derzeit 16 % lockern wird. Dieses hohe Zinsniveau bremst die Wirtschaft Russlands zusätzlich aus. Die Wachstumsprognose für 2024 beträgt lediglich 1,3 %.</li> </ul>
EURTRY	32,87	32,00	29,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank der Türkei verlangsamt das Tempo ihrer Zinsanhebungen. Im Dezember und Januar hob sie den Leitzinssatz jeweils um nur 250 Basispunkte auf zuletzt 45,00 % an.</li> <li>Die Inflationsrate stieg im Dezember erneut an und bleibt mit 64,77 % weiterhin deutlich oberhalb des Leitzinssatzes. Dies übt zunächst noch Druck auf die türkische Lira aus.</li> </ul>
EURZAR	20,43	21,60	22,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die unsichere Energieversorgung und der von hohen Zinsen gedämpfte private Konsum werden auch 2024 die Wachstumsaussichten für Südafrika eintrüben. Wir erwarten, dass der konjunkturelle Zuwachs kaum mehr als 1 % betragen wird.</li> <li>Mit Leitzinssenkungen durch die Notenbank Südafrikas ist im ersten Halbjahr nicht zu rechnen.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.02.2024, 10:41 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURAUD	1,65	1,54	1,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate fiel im Dezember überraschend stark auf 3,4 %. Wir gehen davon aus, dass dieser Rückgang nicht weitergeht. Daher wird die Notenbank den Leitzinssatz im ersten Halbjahr voraussichtlich bei 4,35 % belassen.</li> <li>Für 2024 erwarten wir eine expansive Fiskalpolitik zur Wachstumsförderung.</li> </ul>
EURCAD	1,45	1,44	1,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die kanadische Notenbank zeigte sich in ihren Äußerungen zuletzt weniger restriktiv. Wir erwarten daher eine Fokussierung auf das Wachstum der kanadischen Wirtschaft. Mit einer weiteren Zinsanhebung über das aktuelle Niveau von 5,00 % rechnen wir folglich nicht.</li> <li>Der kanadische Dollar wird von einem besseren Sentiment für die Weltkonjunktur profitieren.</li> </ul>
EURCZK	24,92	24,10	23,70	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate ist im Dezember stärker als erwartet auf 6,9 % gefallen. Wir erwarten, dass sich der Preisanstieg aufgrund von Basiseffekten im Januar deutlich verlangsamen wird.</li> <li>Der rückläufige Inflationstrend ermöglicht der Notenbank Tschechiens weitere Zinssenkungen. Sinkt der Leitzinssatz im ersten Quartal nicht unter 6 %, könnte dies der Krone zugutekommen.</li> </ul>
EURNOK	11,45	10,70	10,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank zeigt sich weiter restriktiv. Wir erwarten, dass die Währungshüter Norwegens den Leitzinssatz deutlich später als die EZB senken wird, wovon die Krone profitiert.</li> <li>Der unsichere Wachstumsausblick für die Weltwirtschaft erschwert bisher eine deutliche Aufwertung der Krone.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.02.2024, 10:41 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	5-Feb-2024	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.66	-1.64	-0.42	-6.07	-2.31	1.70	1.54
BRL	5.37	-0.45	-2.34	3.41	-0.14	5.74	5.18
GBP	0.86	0.51	1.27	4.69	1.16	0.89	0.85
CNY	7.72	1.79	1.71	-5.12	1.48	8.08	7.26
JPY	159.68	-0.90	0.40	-10.90	-2.47	163.97	139.91
CAD	1.45	0.73	1.06	-0.04	0.31	1.51	1.42
NZD	1.77	-1.28	1.01	-4.03	-1.66	1.84	1.69
NOK	11.47	-2.02	3.33	-4.19	-2.22	12.00	10.81
PLN	4.34	0.06	2.64	8.47	0.09	4.79	4.31
RUB	97.20	2.61	1.95	-21.11	1.60	110.46	76.37
SEK	11.40	-1.78	2.70	-0.20	-2.34	11.95	11.01
CHF	0.93	-0.48	3.15	7.17	-0.55	1.00	0.93
ZAR	20.46	-0.09	-4.38	-7.50	-1.28	21.14	18.83
CZK	24.98	-1.75	-2.31	-4.86	-1.15	24.98	23.26
TRY	32.77	-0.04	-6.95	-37.64	-0.44	32.98	19.90
HUF	386.74	-2.37	-2.06	0.20	-1.17	400.08	367.90
USD	1.07	2.36	0.07	1.23	2.99	1.12	1.05
Exchange rates to USD							
JPY	148.88	-3.18	0.32	-11.98	-5.30	151.69	130.64
CNY	7.20	-0.80	1.43	-5.88	-1.37	7.34	6.78

# 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	6.41	6.56	4.87	5.27	7.76	8.21	4.11	4.46	6.84	7.74	5.48	6.03	4.60	5.60	4.05	6.45	3.53	3.83
2 months	6.64	6.79	4.92	5.32	8.65	9.10	4.41	4.76	6.99	7.89	5.63	6.13	4.45	5.45	4.32	6.72	3.89	4.19
3 months	6.71	6.86	4.90	5.25	9.05	9.55	4.50	4.85	7.13	7.98	5.79	6.24	4.33	5.33	4.51	6.91	4.15	4.45
6 months	6.74	6.94	5.14	5.49	9.24	9.74	4.99	5.34	7.43	8.38	5.88	6.33	4.38	5.13	4.81	7.21	4.79	4.99
9 months	7.02	7.17	4.98	5.38	9.35	9.95	5.33	5.63	7.69	8.84	5.97	6.42	4.35	5.10	5.16	7.31	5.25	5.50
1 year	7.08	7.23	5.04	5.44	9.48	9.88	5.55	5.85	7.91	8.81	6.04	6.54	4.33	5.08	5.78	7.18	5.50	5.70
2 years	7.24	7.44	5.02	5.67	9.61	10.11	5.96	6.26	7.76	8.96	6.07	6.67	4.15	5.10	6.43	7.93	5.88	6.23
3 years	7.38	7.73	5.61	6.66	9.71	10.31	6.11	6.81							6.35	7.85	6.00	6.40
5 years	7.85	8.35	6.12	7.27	9.77	10.32	6.80	7.60									6.11	6.61

Data as of: 02/06/2024 7:21 AM

# Brent: OPEC+ hält das Angebot weiter knapp

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
	77.28	82.26	77.69	84.47	80.00	80.00	75.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- OPEC+ drosselt ab Anfang 2024 Förderung erneut um knapp 1 mbpd.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- Politische Spannungen in Nahost.

### Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Relativ niedrigere Gaspreise machen Oil-to-Gas-Switch wieder lukrativ.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Deutliches Förderplus im Iran und in den USA.
- Geschlossenheit der OPEC+ lässt nach.

# Gold: Aussicht auf Zinssenkungen bringt Rückenwind

## Goldpreis & Prognose

in USD



Gold (USD/Ounce)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2023	Dec-23	Ø H2 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
	2 020	1 943	2 065	1 953	2 000	2 000	2 100

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Goldkäufe der Notenbanken erreichen 2023 mit 1.037 Tonnen fast den Rekord des Vorjahres.
- Terror in Israel unterstreicht Charakter als „sicherer Hafen“.
- Stabile Nachfrage nach Goldschmuck.
- Zinssenkungen von Fed und EZB ab dem 2. Quartal 2024 wahrscheinlich.

### Contra

- ETCs halten sich weiter mit Käufen zurück.
- Deutlich gestiegenes Zinsniveau erhöht Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Trübe Konjunkturperspektiven dürften Schmucknachfrage dämpfen.
- Sinkende Inflationsraten bremsen Absatz von Münzen und Barren.

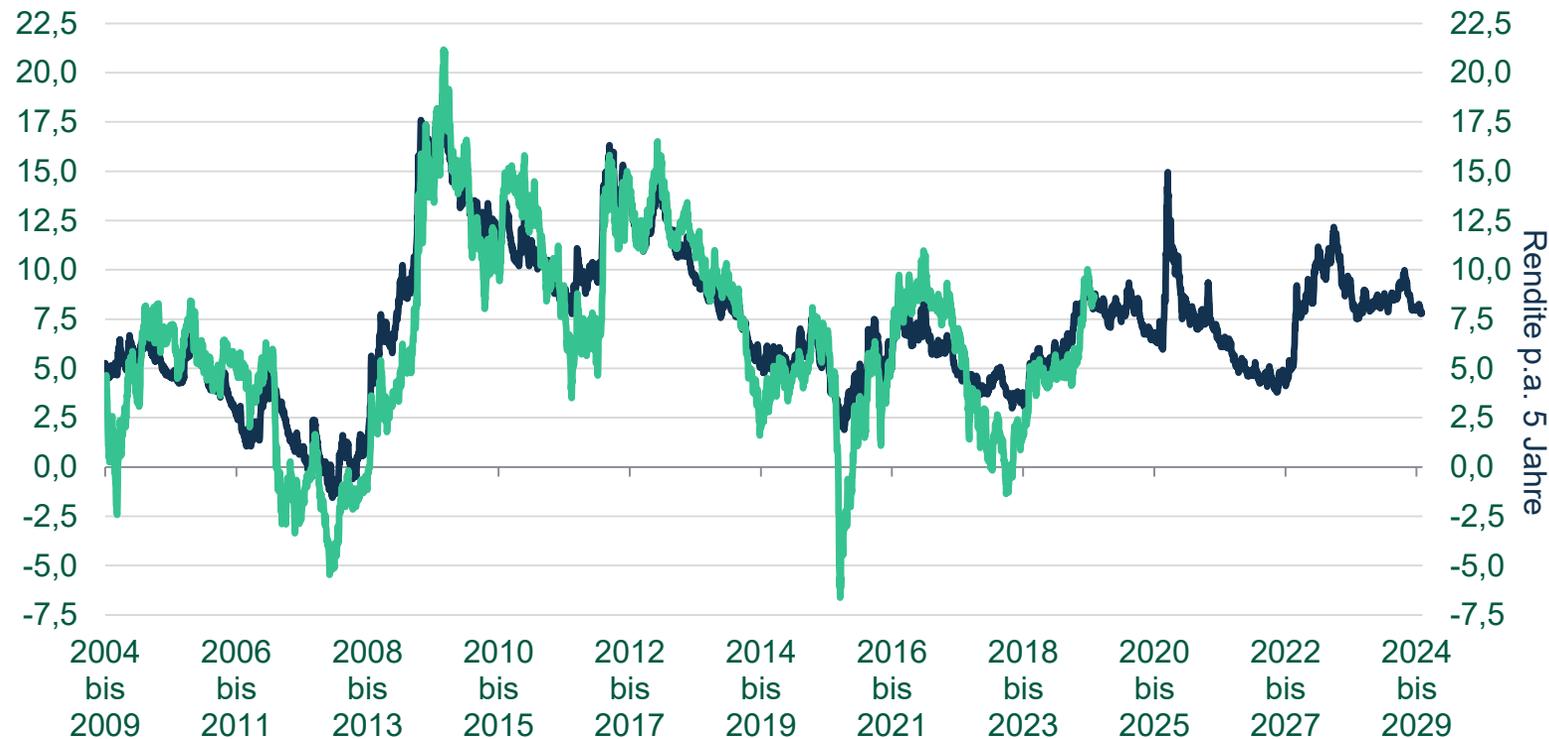
# Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	5-Feb-2024	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	77.28	-2.18	-9.69	-3.35	-0.53	96.60	71.85
Crude Oil WTI	USD/bbl	73.21	-1.15	-10.02	-0.21	1.84	93.68	66.64
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 020	-1.78	1.21	7.98	-2.22	2 079	1 810
Silver	USD/oz	22.51	-2.07	-0.60	-4.19	-5.40	26.03	20.09
Platinum	USD/oz	900	-5.86	-3.33	-10.45	-10.54	1 128	850
Palladium	USD/oz	945	-9.13	-14.86	-41.85	-15.55	1 660	925
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 213	-2.68	-1.84	-13.89	-7.19	2 534	2 117
LME Copper	USD/MT	8 360	-1.22	2.25	-6.91	-2.33	9 201	7 899
LME Lead	USD/MT	2 114	1.83	-2.65	0.69	2.20	2 294	1 999
LME Zinc	USD/MT	2 420	-5.56	-4.14	-25.34	-8.95	3 137	2 249
LME Tin	USD/MT	24 836	0.87	1.97	-12.48	-2.28	29 069	22 218
LME Nickel	USD/MT	16 020	-2.15	-12.09	-44.01	-3.51	29 142	16 007

# Deutsche Blue Chips auf Fünf-Jahres-Sicht noch attraktiv

## LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



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

— tatsächliche DAX-Performance p.a.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

### Zwei Einflussfaktoren

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

### Modellavis

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

**7,8% 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: 05.02.2024. 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														
01.02.2024	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	3,04	2,41	2,16	2,05	2,01	2,01	2,02	2,06	2,11	2,16	2,41	2,47	2,41	2,40
France	3,10	2,55	2,38	2,34	2,35	2,39	2,45	2,53	2,61	2,69	3,01	3,17	3,24	3,31
Italy	3,25	2,91	2,87	2,96	3,09	3,24	3,38	3,52	3,65	3,78	4,24	4,41	4,41	4,43
Spain	3,19	2,72	2,60	2,60	2,65	2,73	2,82	2,92	3,03	3,14	3,59	3,77	3,84	3,95
Netherlands	3,14	2,57	2,30	2,22	2,23	2,27	2,31	2,36	2,41	2,45	2,63	2,70	2,68	2,61
Austria	3,11	2,63	2,48	2,45	2,48	2,54	2,61	2,67	2,74	2,80	3,01	3,10	3,13	3,12
Belgium	3,22	2,64	2,39	2,33	2,36	2,42	2,50	2,58	2,67	2,75	3,10	3,33	3,44	3,46
Ireland	3,02	2,52	2,31	2,24	2,24	2,28	2,34	2,41	2,48	2,55	2,81	2,93	-	-
Portugal	3,21	2,61	2,32	2,25	2,32	2,45	2,57	2,70	2,82	2,93	3,33	3,51	3,55	3,51
Finland	2,92	2,54	2,40	2,37	2,39	2,44	2,50	2,56	2,64	2,71	2,95	2,99	2,95	2,94
EUR Swap in %	3,46	2,87	2,64	2,55	2,51	2,50	2,51	2,53	2,54	2,56	2,64	2,59	2,49	2,40

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												
01.02.2024	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,74	2,82	2,87	2,90	2,93	2,95	2,97	2,98	3,00	3,01		
AA-	2,91	2,94	2,96	2,98	2,99	2,99	3,00	3,01	3,01	3,01		
A+	3,02	3,04	3,06	3,07	3,07	3,08	3,09	3,09	3,09	3,09		
A	3,09	3,13	3,14	3,16	3,17	3,17	3,18	3,19	3,19	3,19		
A-	3,18	3,18	3,17	3,17	3,17	3,17	3,16	3,16	3,16	3,16		
BBB+	3,21	3,27	3,30	3,32	3,33	3,35	3,36	3,37	3,38	3,38		
BBB	3,38	3,44	3,48	3,50	3,52	3,54	3,56	3,57	3,58	3,58		
BBB-	3,69	3,77	3,82	3,85	3,87	3,89	3,91	3,93	3,94	3,94		
BB+	4,10	4,19	4,24	4,27	4,30	4,32	4,34	4,36	4,37	4,37		
BB	4,60	4,76	4,85	4,92	4,97	5,01	5,05	5,08	5,11	5,11		
BB-	5,36	5,42	5,46	5,49	5,51	5,52	5,54	5,55	5,56	5,56		
B+	5,40	5,49	5,54	5,58	5,61	5,63	5,65	5,67	5,69	5,69		
B	6,68	6,90	7,03	7,12	7,19	7,24	7,29	7,33	7,37	7,37		
B-	6,70	7,77	8,40	8,84	9,18	9,46	9,70	9,91	10,09	10,09		
EUR Swap in %	3,46	2,87	2,64	2,55	2,51	2,50	2,51	2,53	2,54	2,54		

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											
01.02.2024	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	3,37	3,28	3,22	3,19	3,16	3,13	3,11	3,09	3,08	3,06	
AA-	3,46	3,39	3,36	3,33	3,31	3,29	3,28	3,27	3,26	3,25	
A+	3,62	3,52	3,46	3,42	3,38	3,36	3,33	3,31	3,30	3,28	
A	3,81	3,61	3,49	3,41	3,35	3,29	3,25	3,21	3,18	3,15	
A-	3,88	3,71	3,61	3,54	3,49	3,45	3,41	3,38	3,35	3,32	
BBB+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
BBB	4,17	3,93	3,79	3,70	3,62	3,56	3,51	3,46	3,42	3,39	
BBB-	4,19	4,08	4,01	3,97	3,93	3,90	3,88	3,86	3,84	3,82	
EUR Swap in %	3,46	2,87	2,64	2,55	2,51	2,50	2,51	2,53	2,54	2,56	

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

01.02.2024	Maturity (Call-Date)										
Country	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
AU	3,41	3,07	2,93	3,00	2,99	3,02		3,08			
AT	3,37	3,10	3,03	2,97	2,97	2,96	3,02	2,84	3,17	3,05	3,15
BE	3,25	2,92	2,88	2,89	2,91	2,90	3,06				
CA	3,52	3,11	2,91	2,99	3,06	2,90	2,99	2,98	2,96		3,19
DK		3,24		3,05	2,82	2,87		2,99			
FI	3,34	3,03	3,03	3,06	3,03	2,91	3,05	3,04	3,08	3,14	
FR	3,30	2,92	2,86	2,86	2,88	2,89	2,93	2,97	3,00	3,05	3,09
DE	3,16	2,90	2,86	2,81	2,81	2,81	2,83	2,85	2,88	2,97	3,02
GR											
IE	3,46										
IT	3,43	3,17	3,10	3,16	3,01	3,17	3,25	3,34	3,38		
LU	3,49										
NL	3,24	3,04	2,99	2,95	2,99	2,89	3,10	2,93	3,05		
NZ	3,24	3,19	2,94	2,97					3,07		
NO	3,34	3,11	2,93	2,98	2,91	2,87	2,97	3,01			
PL		3,28									
PT		2,92	2,84			2,88					3,07
SG		3,22	2,91	2,91			3,00		2,91		3,21
ES	3,50	3,06	2,99	3,02	3,01	3,02	3,06	3,11		3,20	
SE	3,37	3,06	2,92	2,94	2,89	2,84	3,14				
CH	3,01										
UK	3,58	3,07	2,88	2,95	2,96	2,92		3,15	2,93		
JP		3,13	3,10	-	2,94	2,97					
KR	3,25	3,10	3,14	2,98	2,88	2,92					
SK	3,68	3,31	3,17	3,09	3,23						
EUR Sw ap in %	3,46	2,87	2,64	2,55	2,51	2,50	2,51	2,53	2,54	2,56	2,59

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.

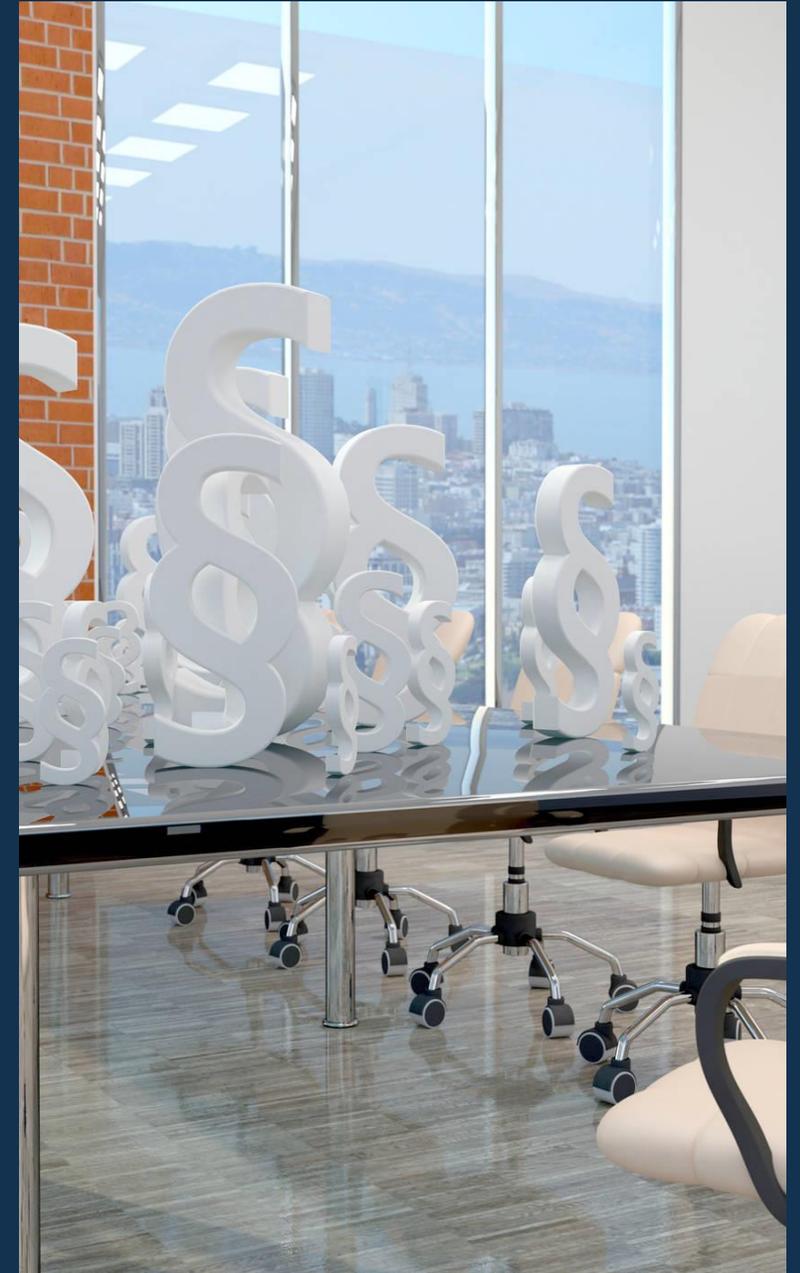
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

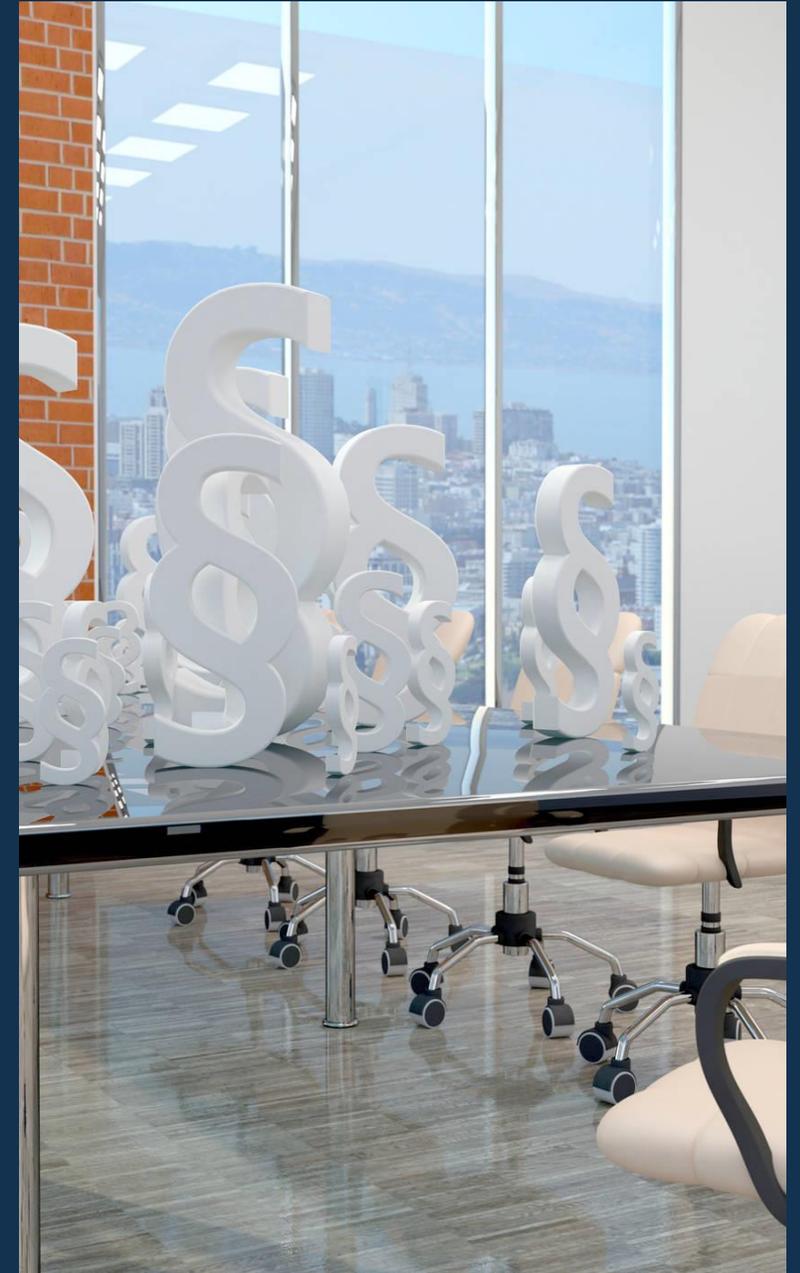
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## 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:

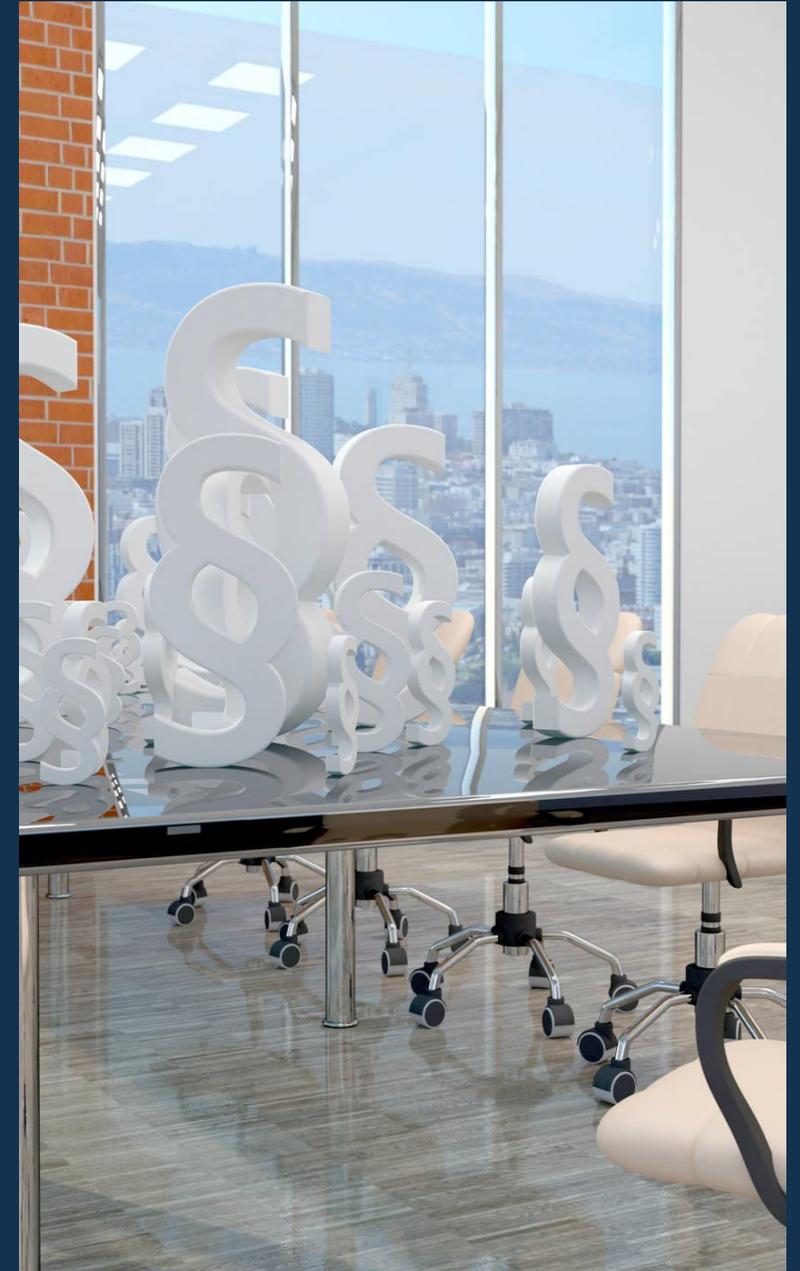
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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: 06.02.2024 09:59

