

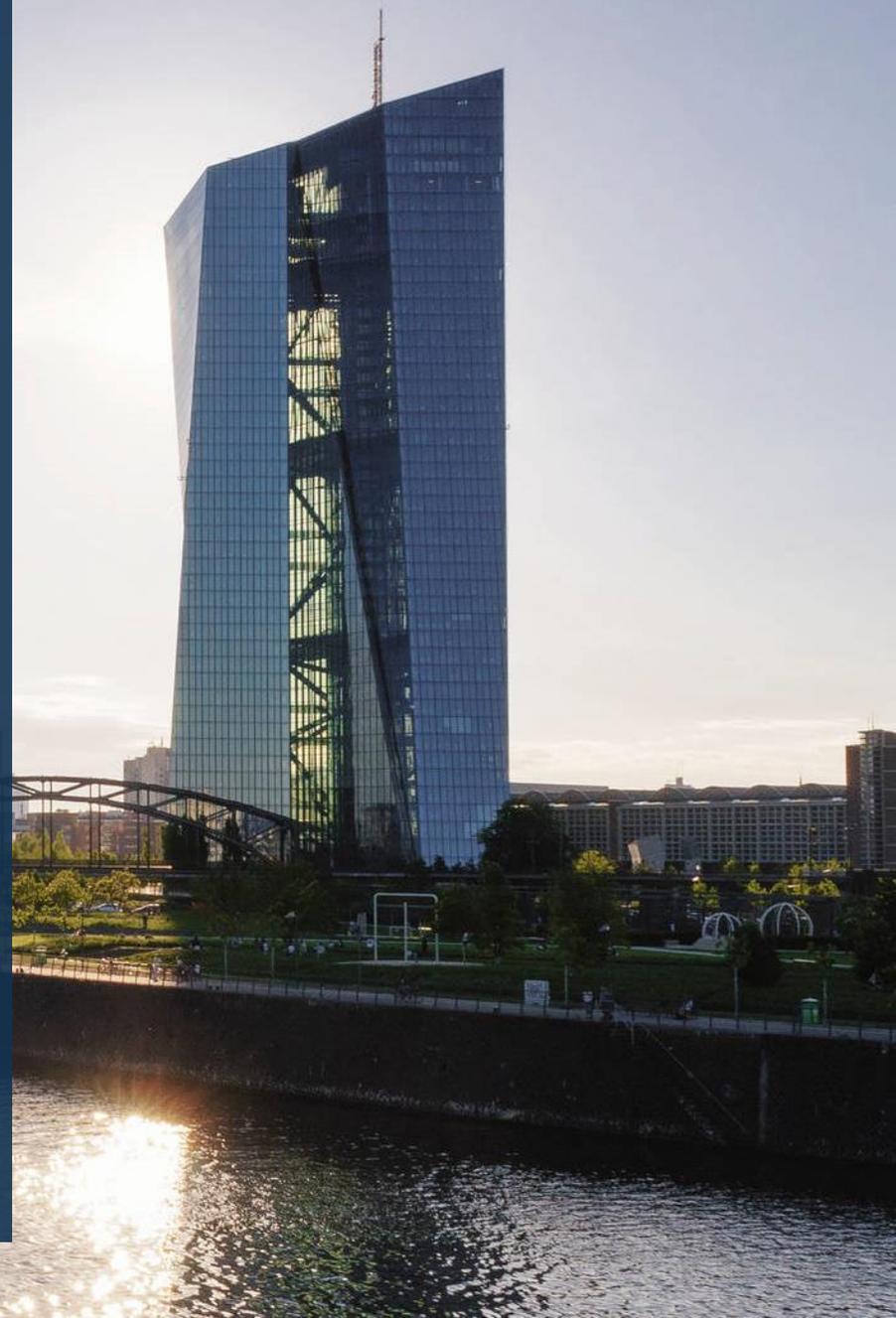
Bereit für Neues

LB  BW

# Kapitalmarktkompass September

Fed und EZB senken im September

03.09.2024 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 03.09.2024 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 332 8247#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56509#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-events.webex.com/lbbw-events/j.php?MTID=mb488faff521a918a40d29cb26f80893d>

Event-Kennnummer: **2742 332 8247**

Event-Passwort: **KMK09** (56509 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).

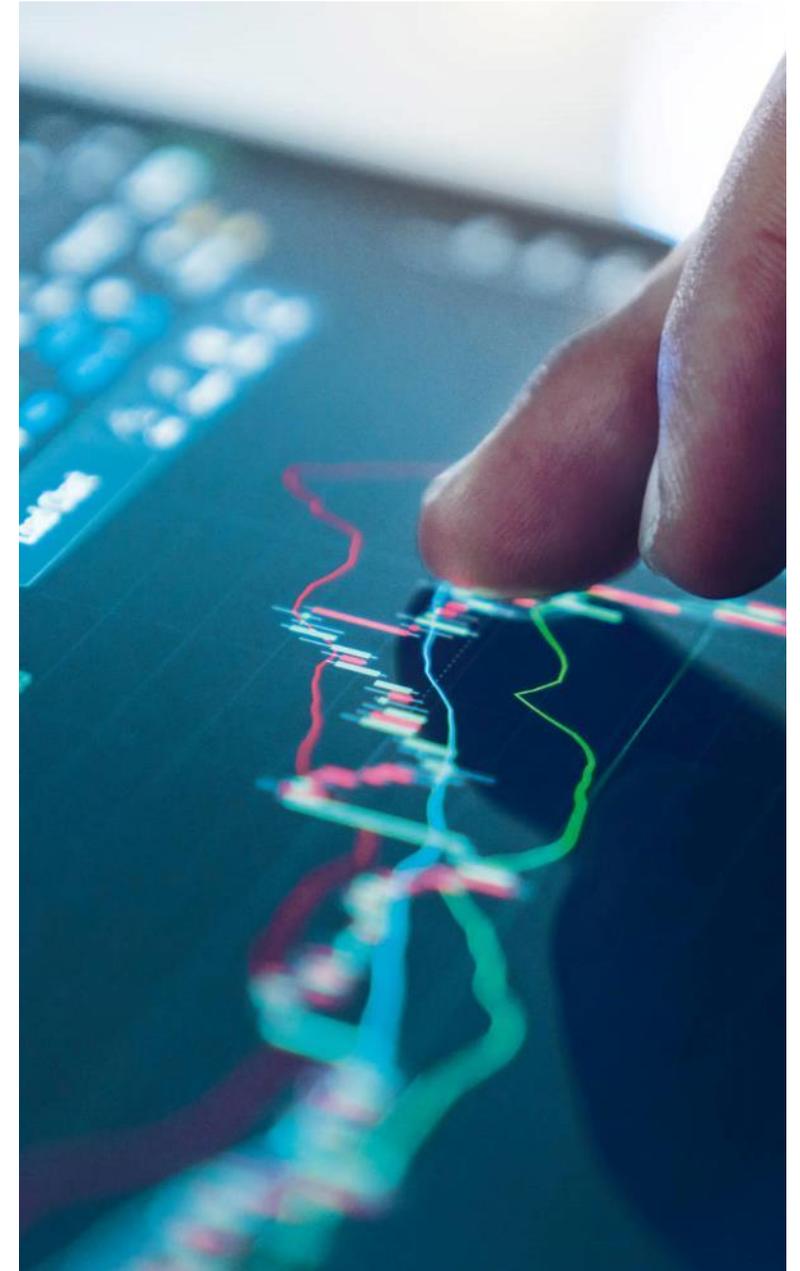
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 03.09.2024
- Dienstag, 17.09.2024 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.10.2024
- Dienstag, 22.10.2024 14h – KMK-Update
- **Donnerstag**, 07.11.2024
- Dienstag, 19.11.2024 14h – KMK-Update
- Dienstag, 03.12.2024

# Inhalt

01	<b>Vorwort und Einleitung</b>	04
02	<b>Sonderthema: Japan und der Börsencrash – Der Schwanz wedelt nicht mit dem Hund</b>	08
03	<b>Makro: Perspektiven bleiben getrübt</b>	17
04	<b>Rentenmarkt: Saisonales Renditetief durchschritten</b>	27
05	<b>Credits: Risikoprämien vom August-Sprung erholt</b>	40
06	<b>Aktien: Mit neuen Pferden in eine schwierigere Phase</b>	46
07	<b>Immobilien: Licht und Schatten</b>	53
08	<b>Prognosen und Asset Allokation: Zins- und Konjunkturprognosen angepasst</b>	59
09	<b>Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten</b>	69



# 01

## Vorwort und Einleitung

Dr. Thomas Meißner  
Abteilungsleiter Makro und Strategy  
+49 (0) 711 – 127 – 73 574  
thomas.meissner@LBBW.de



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

## »Der Zug der Leitzinssenkungen nimmt Fahrt auf.«

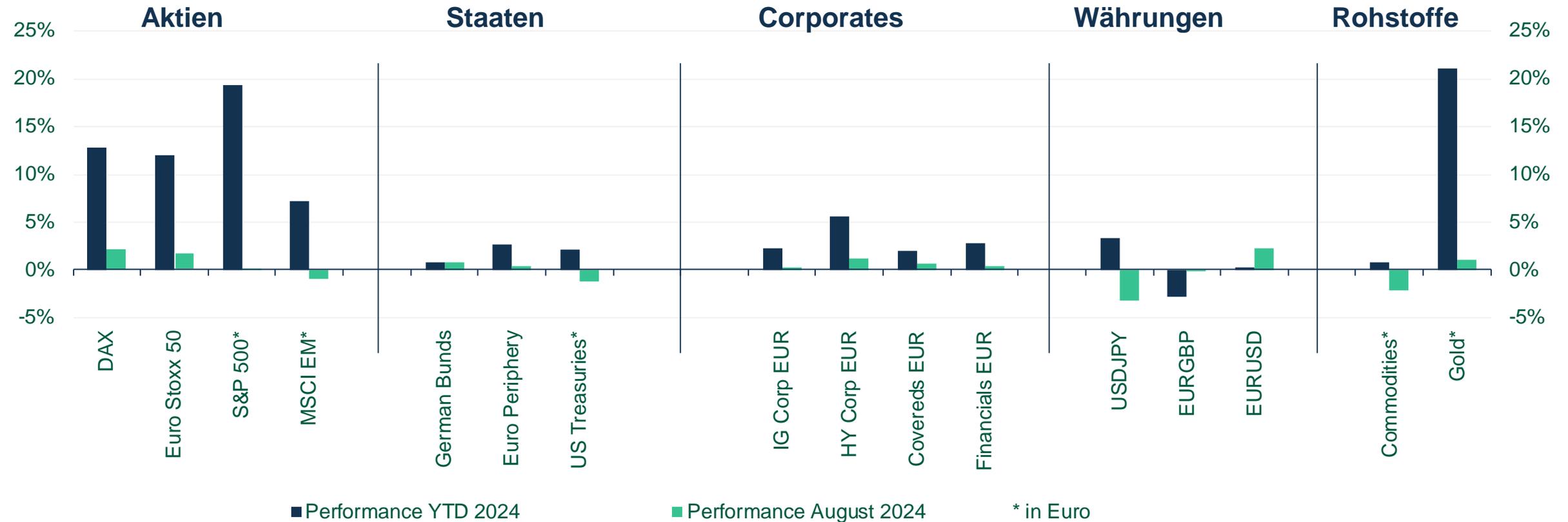
Der Sommer neigt sich seinem Ende zu. Der Wertpapierhandel blickt in Richtung EZB und Fed. Für diesen September wird aus Frankfurt und aus Washington, D. C., jeweils eine Leitzinssenkung erwartet. Der Inflationschock der Jahre 2021 bis 2023 ist verarbeitet. Die Geldpolitik hat ihre Aufgabe erfüllt, für Geldwertstabilität zu sorgen. Im Euroraum stiegen die Verbraucherpreise im August im Vorjahresvergleich mit 2,2 % so langsam wie seit drei Jahren nicht mehr. Ähnlich sieht es in Nordamerika aus. Im LBBW Research haben wir unser Prognosetableau aktuell angepasst. Die EZB dürfte bis Jahresende 2025, vom jüngsten zyklischen Hochpunkt aus gerechnet, um insgesamt 150 Punkte ermäßigen, die Fed um 175. Die führenden Notenbanken der Welt sind im Lockerungsmodus.



# Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten

## Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

# 02

## Japan und der Börsencrash: Der Schwanz wedelt nicht mit dem Hund!



Matthias Krieger  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 73036  
matthias.krieger@LBBW.de

# Japan und der Börsencrash: Der Schwanz wedelt nicht mit dem Hund!

Die BoJ ist nicht Verursacherin der jüngsten Einbrüche an den Aktienmärkten

## USDJPY und DAX

USDJPY / Indexwert



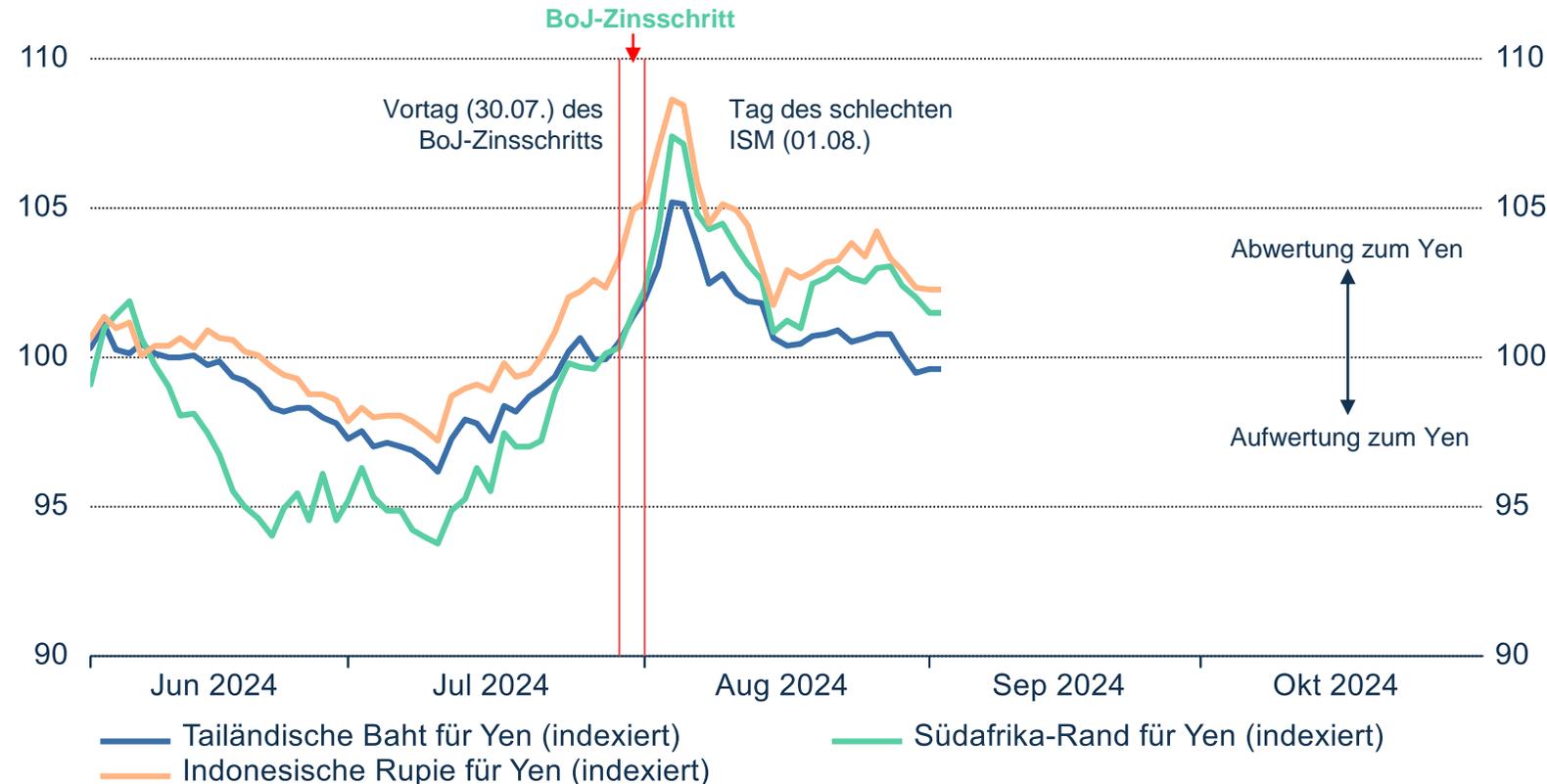
Quelle: LSEG, LBBW Research

- Die BoJ hat am 31.07. den Leitzins auf 0,25 % angehoben. Für den Crash an den Aktienbörsen wurden Auflösungen von Yen-Carry-Trades verantwortlich gemacht. Die Entscheidung der BoJ erfolgte aus europäischer und US-Sicht vor Handelsbeginn. Dennoch legten der DAX um 0,53 % und der Dow um 0,24 % zu.
- Erst am Folgetag kam es zu relativ moderaten Kursverlusten. Grund: Vor allem der ISM Manufacturing enttäuschte. USDJPY notierte an diesem Tag aber stabil bei 150.
- Der eigentliche Crash bei Aktien erfolgte erst in den nächsten Tagen als Reaktion auf schwache US-Arbeitsmarktdaten. Erst da gab auch USDJPY massiver von 150 auf 144 nach.
- Dass der Yen aufwertet, wenn die Aktienbörsen starke Verluste verzeichnen, ist nicht ungewöhnlich. Japanische Anleger repatriieren in solchen Phasen Teile ihres Auslandsvermögens.
- Es gibt keinen Hinweis darauf, dass die Kausalität diesmal umgekehrt war. Erst der Crash bei den Aktien hat dem Yen den wirklich kräftigen Aufwertungsschub beschert, nicht umgekehrt!

# Carry-Trade-Anlagewährungen haben zum Yen zuletzt nicht nennenswert abgewertet

## Yen-Carry-Trade-Anlagewährungen zum Yen

Einheiten EM-Währung für einen Yen (indexiert auf 100)

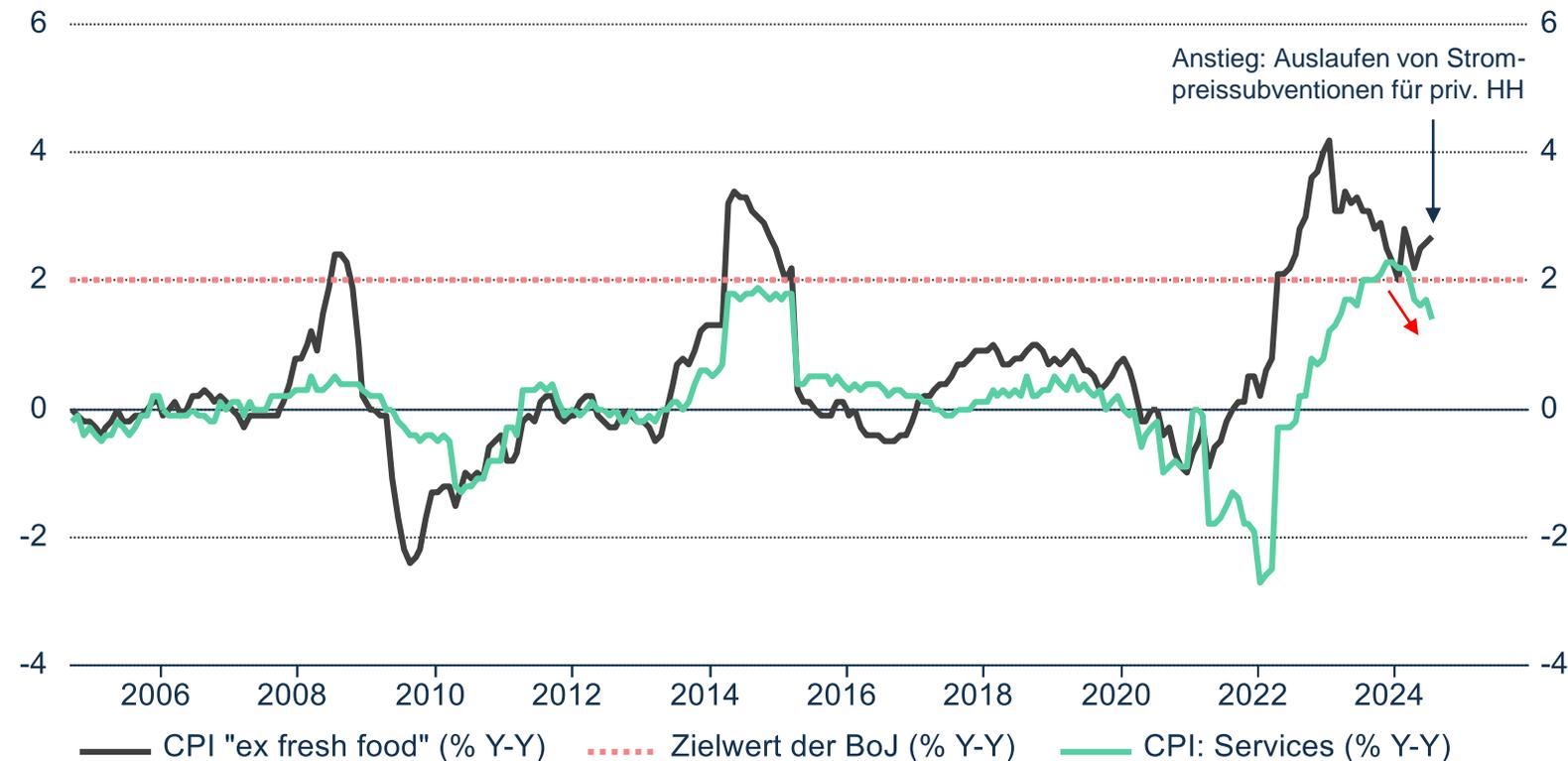


- Hätten Yen-Carry-Trades die Finanzmärkte massiv beeinflusst, hätten spiegelbildlich zur Yen-Aufwertung hochverzinsliche Anlagewährungen, die die Gegenposition zu den Yen-Krediten darstellen, zum Yen sehr deutlich abwerten müssen.
- Dies war nicht der Fall. Währungen wie der Südafrika-Rand werteten zuletzt zum Yen bestenfalls marginal ab. Belastet wurden diese eher kurzzeitig durch einen schwachen US-Arbeitsmarktbericht nebst Folgen.
- Die Bedeutung der Yen-Carry-Trades bei den jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten wird überschätzt. **Verursacher des internationalen Aktien-Crashes waren diese kaum.**
- **Die Furcht vor weiteren Zinserhöhungen in Japan ist u.E. daher mit Blick auf die internationalen Aktienmärkte unbegründet.**

# Japan: BoJ muss nicht zwingend handeln

## CPI „ex fresh food“, Zielwert der BoJ und CPI Dienstleistungen

in % Y-Y)

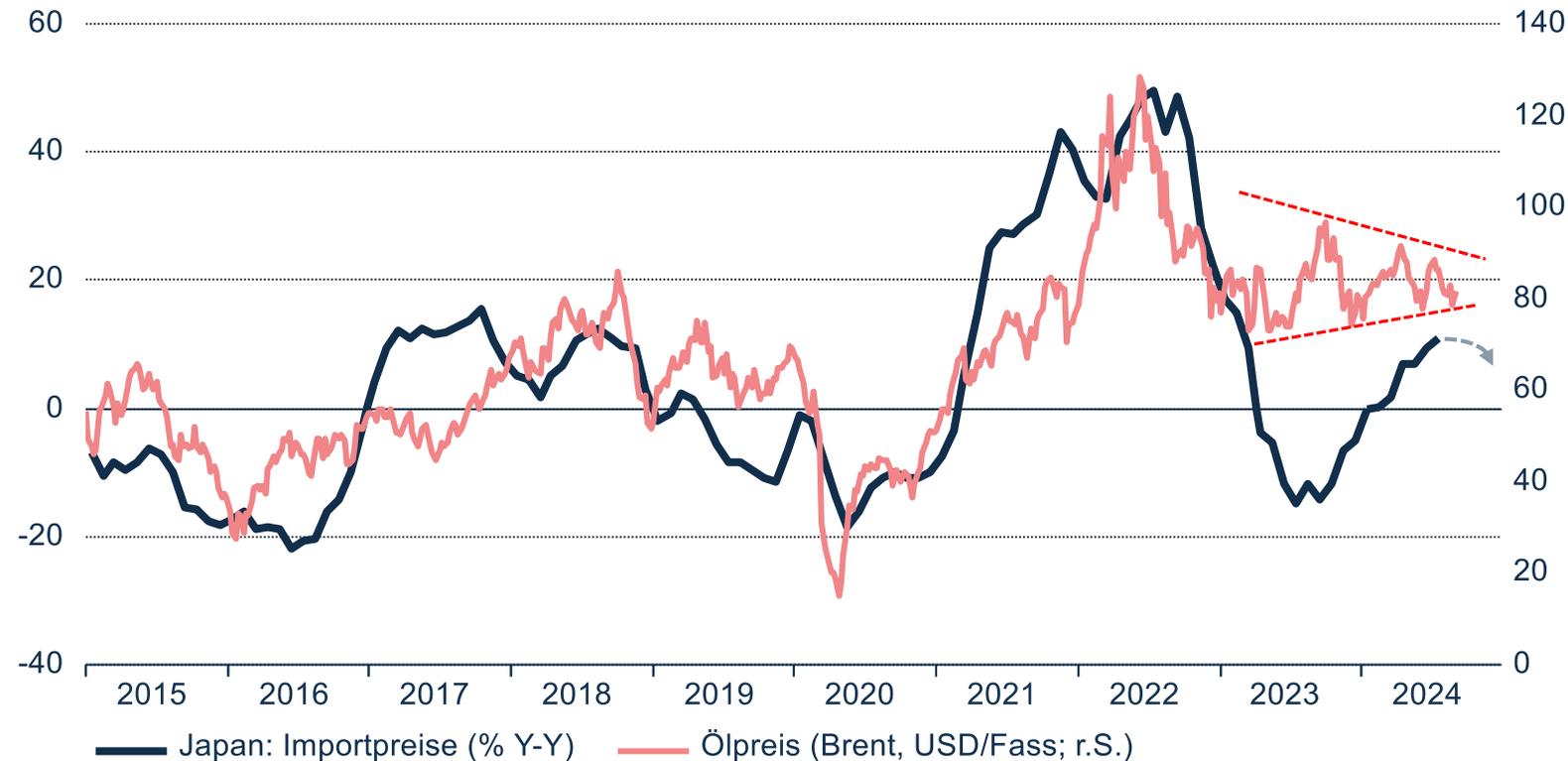


- Der von der BoJ anvisierte CPI „ex fresh food“ liegt mit zuletzt 2,7 % (Juli) noch über der Zielmarke der BoJ.
- Der jüngste Anstieg ist vor allem auf das Auslaufen staatlicher Strompreissubventionen für private Haushalte zurückzuführen und daher temporär.
- Der CPI für die Dienstleistungen fällt inzwischen wieder und lag zuletzt bei 1,4 %. Auch in Japan entfällt auf Dienstleistungen der Löwenanteil des BIP (69 %).
- Vieles spricht dafür, dass sich der CPI insgesamt bald wieder der Marke von 2 % annähern wird – auch ohne dass dafür weitere Zinserhöhungen notwendig wären.

# Japan: Importpreise als Preistreiber

## Importpreise und Rohölpreis

in % Y-Y / in USD/Fass



- Vor allem die Importpreise (Juli: 10,8 % Y-Y) haben die japanische Inflationsrate in den vergangenen Quartalen nach oben getrieben.
- Hier wirkten zum einen ein lange Zeit sehr schwacher Yen und zum anderen ein hoher Rohölpreis preistreibend.
- Inzwischen hat sich der Rohölpreis stabilisiert, und der Yen hat sich zuletzt deutlich erholt.
- Der Preisdruck von Seiten der Einfuhrpreise dürfte auslaufen. Auch dies nimmt Druck von der BoJ.

# Japan: Konsumentenvertrauen bleibt gedämpft

## Konsumentenvertrauen

Indexwerte

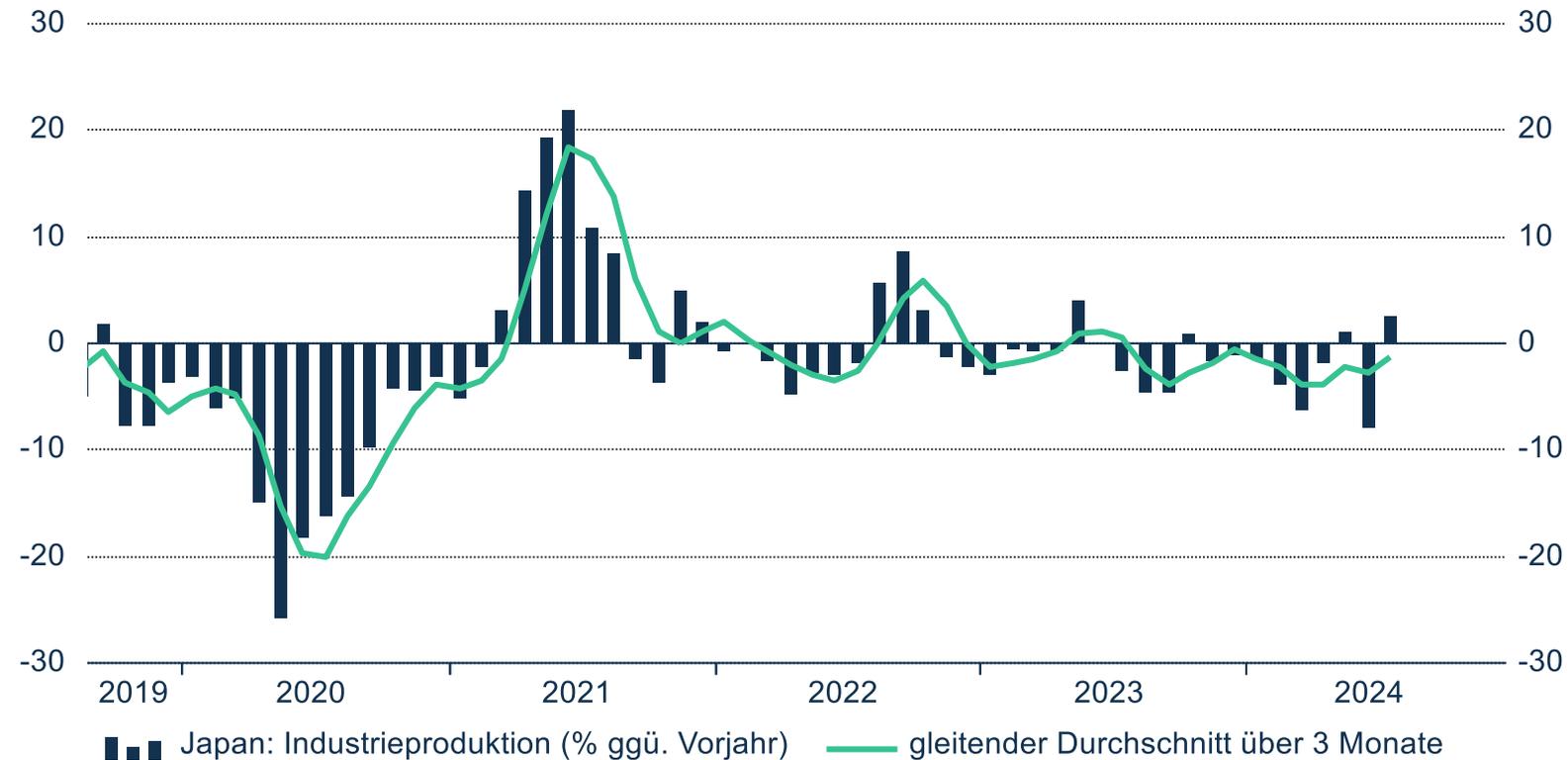


- Das Konsumentenvertrauen hat sich zwar von seinen Tiefstständen erholt und profitiert von relativ hohen Lohnabschlüssen.
- Die Inflation nagte zuletzt aber auch in Japan kräftig am Realeinkommen. So verharrt die Kauflaune der Japaner im längerfristigen Vergleich eher im Mittelfeld.
- Werte beim Konsumentenvertrauen wie aktuell (August: 36,5) sind mit jahrzehntelangen deflationären Tendenzen kompatibel.
- Preisdruck aufgrund einer regen Konsumtätigkeit lässt sich kaum erkennen.

# Japan: Konjunktur bleibt schwach

## Industrieproduktion mit MAV 3M

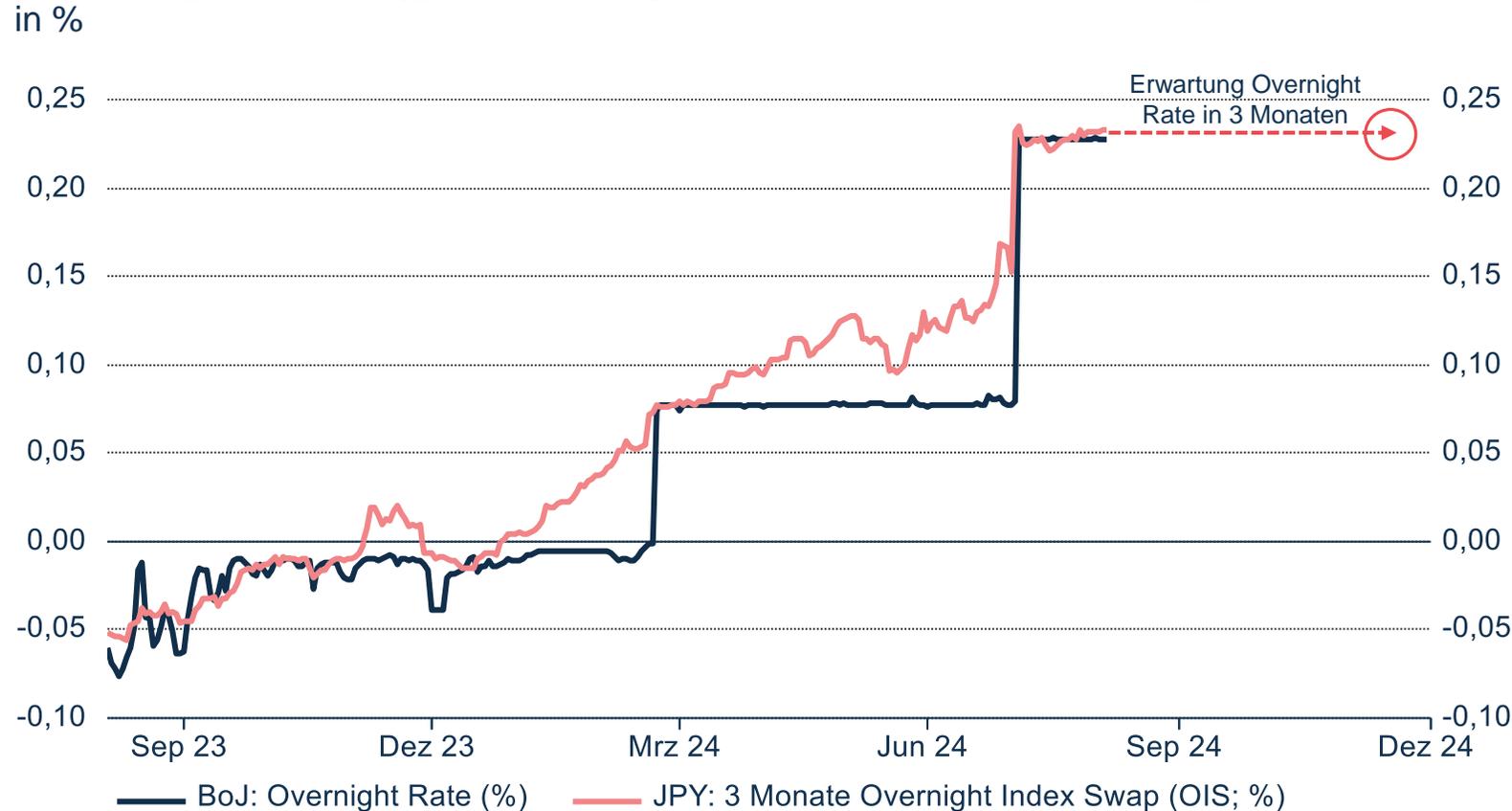
in % Y-Y



- Trotz des erfreulichen BIP-Wachstums im zweiten Quartal bleibt die Konjunktur in Japan schwach. Die Industrieproduktion befindet sich seit rund zwei Jahren tendenziell im Abwärtstrend. Im Juni war ein Minus von 7,9 % (Y-Y) zu verzeichnen. Dies konnte auch ein positiver Juli-Wert von 2,7 % nicht kompensieren.
- Da die Inflationsrate zumindest im Trend weiter sinken dürfte, **halten wir es vor diesem Hintergrund für wenig wahrscheinlich, dass die BoJ ihre Zinsen noch weiter kräftig nach oben fahren wird.**
- Bei ihren Bemühungen, die Yen-Schwäche zu bekämpfen, war sie erfolgreich. Die Inflation fällt im Trend. Ein zu starker Yen würde gerade die exportorientierte, damit währungssensitive und aktuell signifikant zur Schwäche neigende Industrie treffen.

# Japan: Markt geht 2024 von konstant bleibenden Leitzinsen aus

## Overnight Rate (gehandelt) und 3-Monats Overnight Index Swaps (OIS)



- Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen geht der Markt für den Rest des Jahres nun von konstant bleibenden Leitzinsen aus. Die Overnight Index Swaps (OIS) auf drei Monate liegen derzeit genau auf dem Ist-Stand der gehandelten Overnight Rate. Die Marktteilnehmer teilen unsere Sicht.
- Sollte die BoJ doch noch der Ansicht sein, dem Yen durch eine weitere Zinserhöhung mehr Unterstützung geben zu müssen, dürfte dieser Zinsschritt wieder im Bereich homöopathischer Dosen liegen. Einen weiteren „großen“ Schritt wie am 31. Juli halten wir für unwahrscheinlich.
- Dies auch deswegen, weil die US Fed im September wohl tatsächlich die Zinswende einleiten wird. Dies stützt den Yen ganz ohne Zutun der BoJ – anders als im Juli, als die Fed keine Änderung beschloss.

# Fazit

## BoJ dürfte Zinsen nur noch sehr dosiert nach oben schleusen – wahrscheinlich erst ab 2025

### Rendite: JGBs, zehn Jahre

in %



- Die US-Fed senkt wohl noch im September erstmals die Zinsen und wird dem weitere Schritte folgen lassen. Den Zinsnachteil des Yen wird das nachhaltiger reduzieren als alle bisherigen Schritte der BoJ. Dies dürfte den Yen stützen, auch wenn wir nach der starken Aufwertung hier nun von einer Konsolidierung bzw. Korrektur ausgehen.
- Die Konjunktur in Japan ist weiterhin schwach; zunehmender Preisdruck seitens des privaten Konsums ist nicht zu erkennen. Die Inflationsrate in Japan dürfte weiter fallen.
- Der Finanzmarkt geht aktuell für 2024 von konstanten Leitzinsen aus. Die JGB-Renditen sind nach dem letzten Zinsschritt deutlich gefallen, d.h. die Märkte rechnen nun mit einer längeren Zinspause.
- Die BoJ hat u.E. keinen Grund, 2024 einen weiteren Zinsschritt zu beschließen. Tut sie es doch, dann allenfalls einen homöopathischen als „Warnsignal“ an die Märkte im Falle einer erneuten Yen-Schwäche.
- Sorgen vor der Auflösung von Yen-Carry-Trades mit Blick auf die Aktienmärkte sind u.E. auch in diesem Falle unbegründet.

# 03

## Makro: Perspektiven bleiben getrübt

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

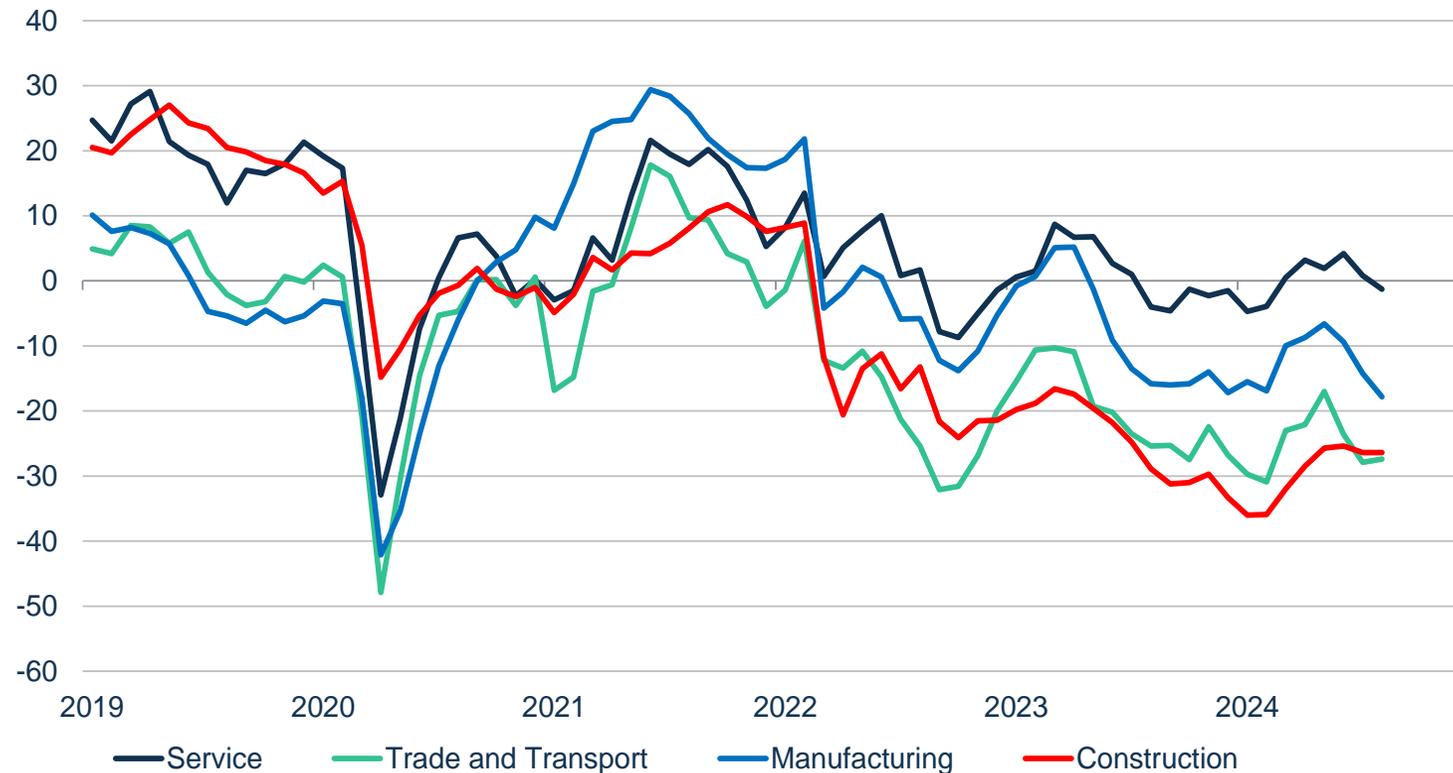
Matthias Krieger  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 30 36  
matthias.krieger@LBBW.de

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

# Deutschland: Salden des Ifo-Geschäftsklimas sinken auf breiter Front

## Deutschland: Ifo-Salden der gewerblichen Wirtschaft

Monatswerte

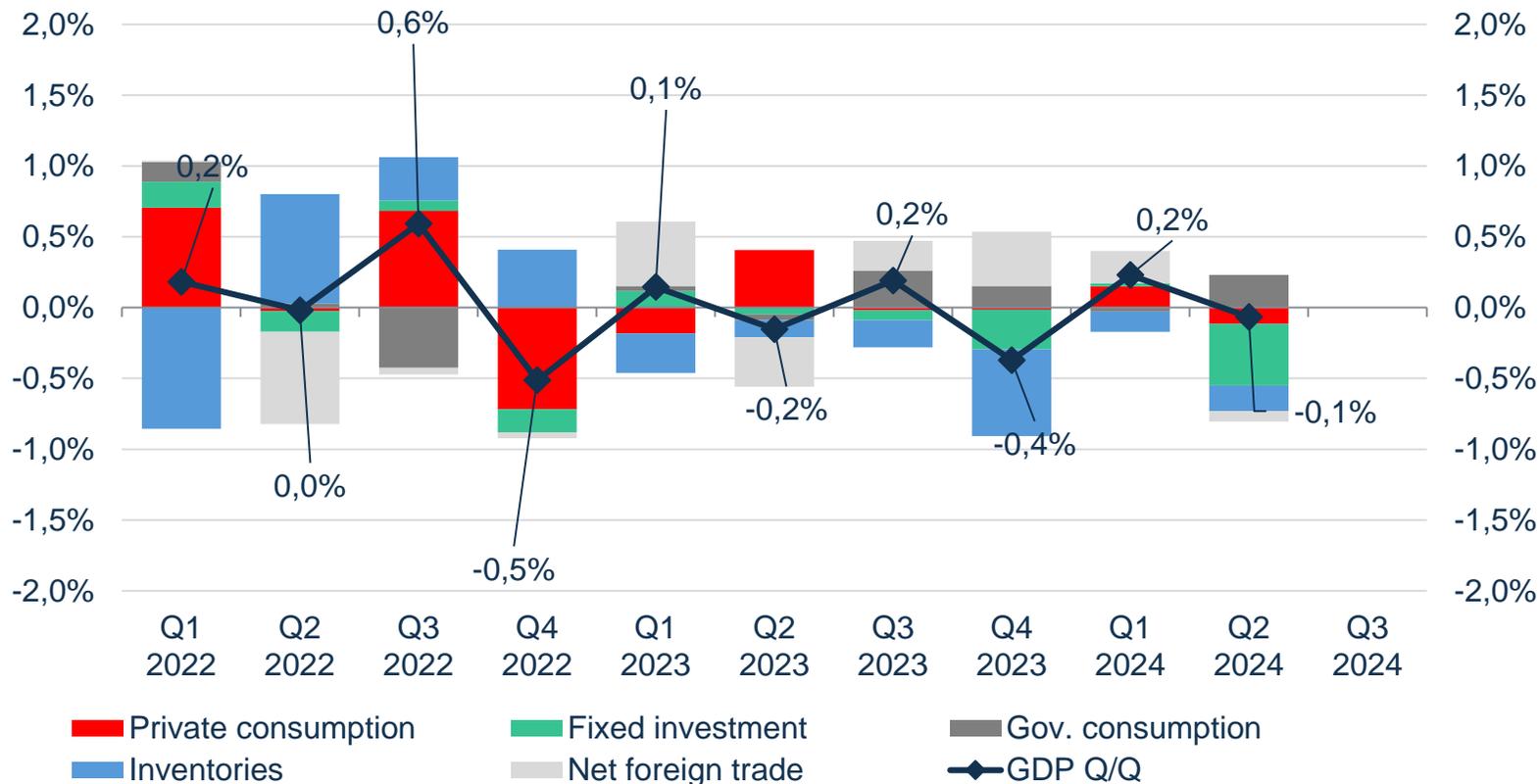


- Mit dem Rückgang des Saldos im Dienstleistungssektor sind jetzt alle der vom Ifo-Institut befragten Branchen wieder im Rückwärtsgang.
- Handel sowie Bau und Transport sind die Schlusslichter. Der Saldo für das verarbeitende Gewerbe ist auf dem tiefsten Stand seit dem Corona-Jahr 2020.
- Für den Rest des Jahres ist keine Trendwende mehr in Sicht.

# Deutschland: BIP-Prognose für 2024/25 gesenkt

## BIP-Q/Q und Beiträge

Quartalswerte, real, saisonbereinigt

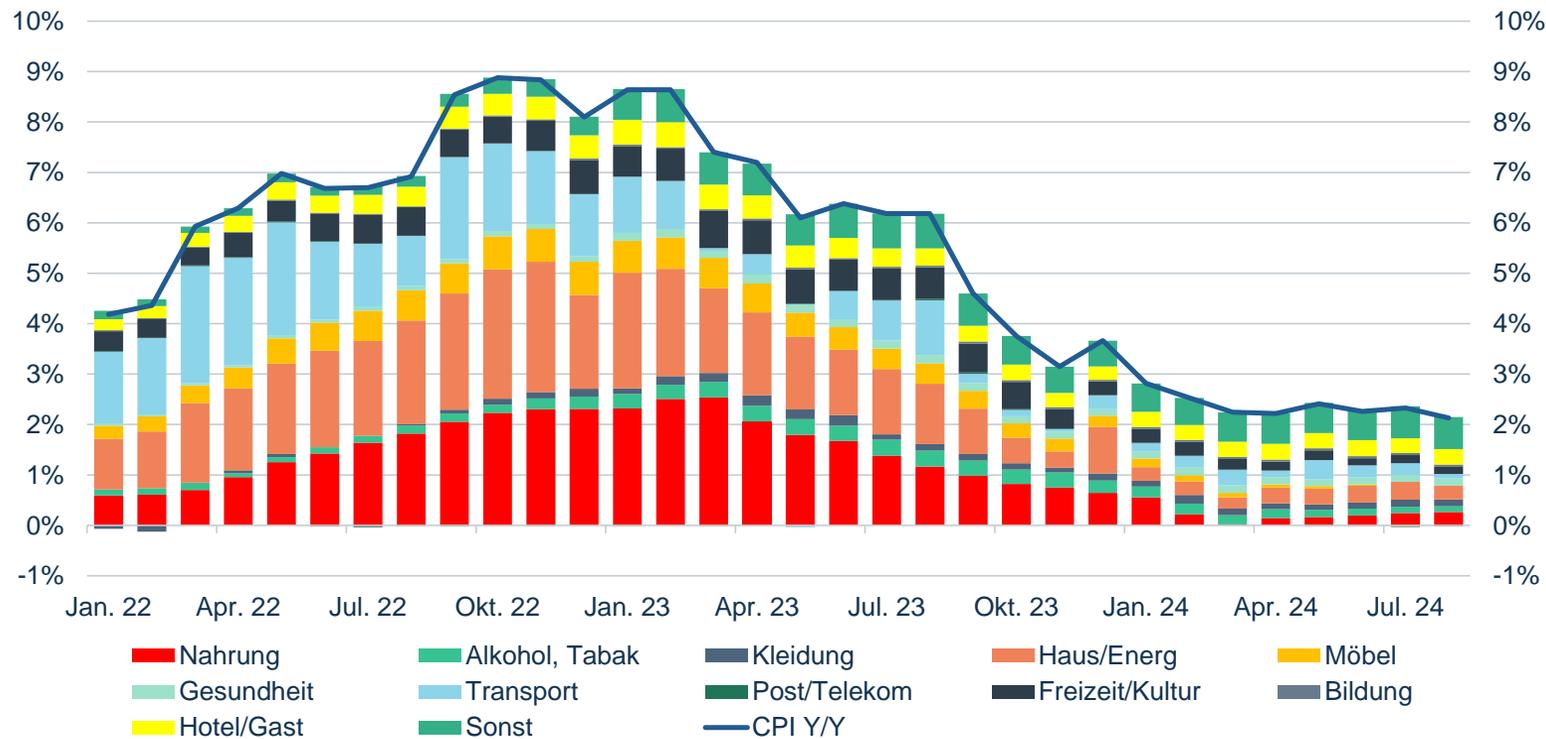


- Wir haben unsere BIP-Prognosen für Deutschland gesenkt.
- Für 2024 erwarten wir eine Stagnation des BIP, für 2025 einen BIP-Zuwachs von 0,7 % (mit Kalendereffekt +0,6%).
- Die Details für Q2 zeigen, dass zuletzt nur noch die Staatsausgaben zugelegt haben. Alle anderen Sektoren melden rückläufige Nachfrage.

# Deutschland: Inflation unter 2 %!

## Nationaler CPI Y/Y und Beiträge nach Warengruppen

Monatswerte, nicht sb.

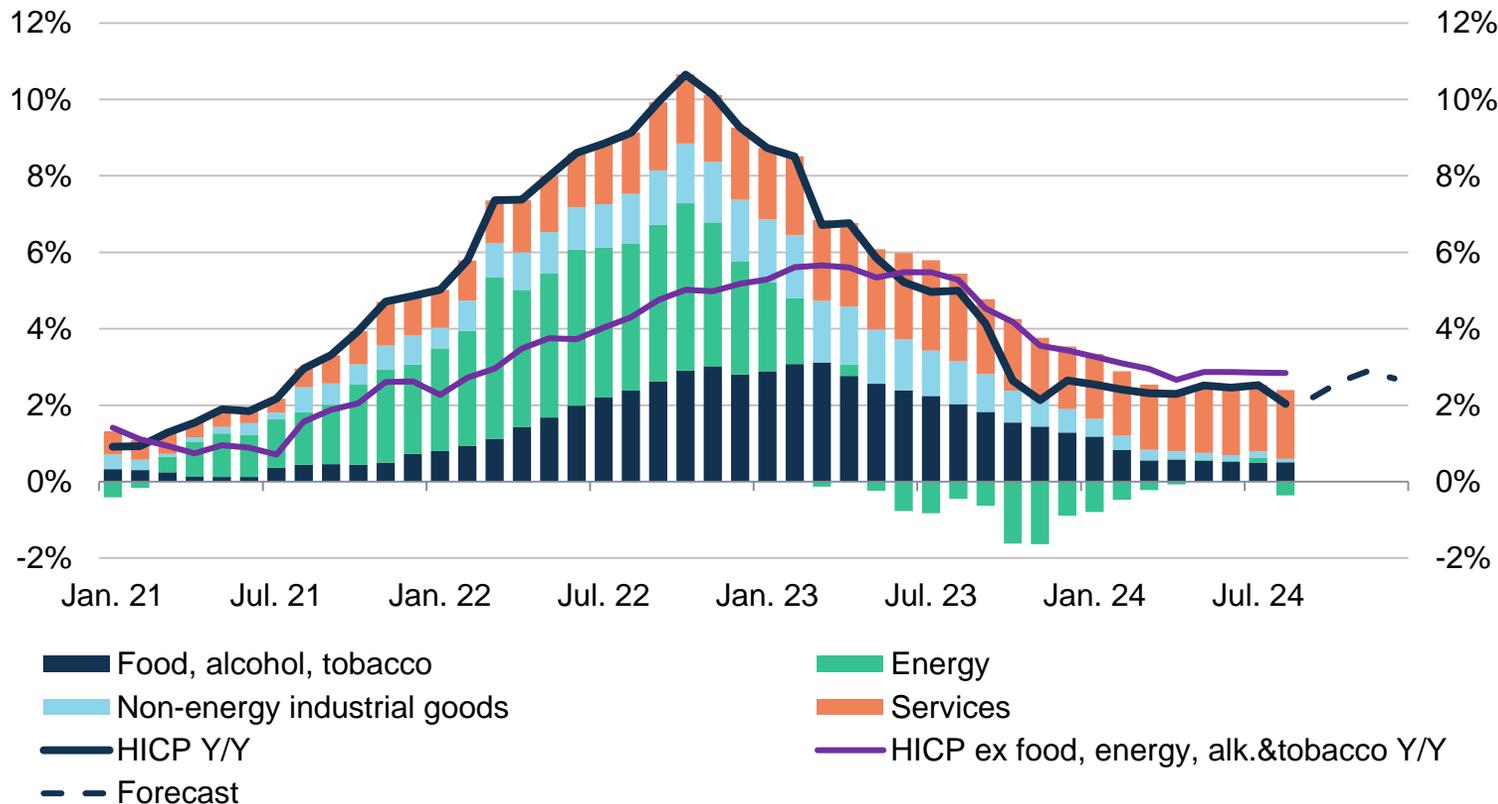


- Überraschend stark ist die Inflation im August gesunken. Sie lag bei 1,9 % , nach 2,3 % im Juli. Erstmals seit März 2021 gab es wieder einen Wert unter der Marke von 2%.
- Bis Ende 2024 dürfte die Teuerung wieder etwas steigen.

# EWU: Inflation fällt im August stärker als gedacht

## HVPI Y/Y

Monatswerte, nicht sb.

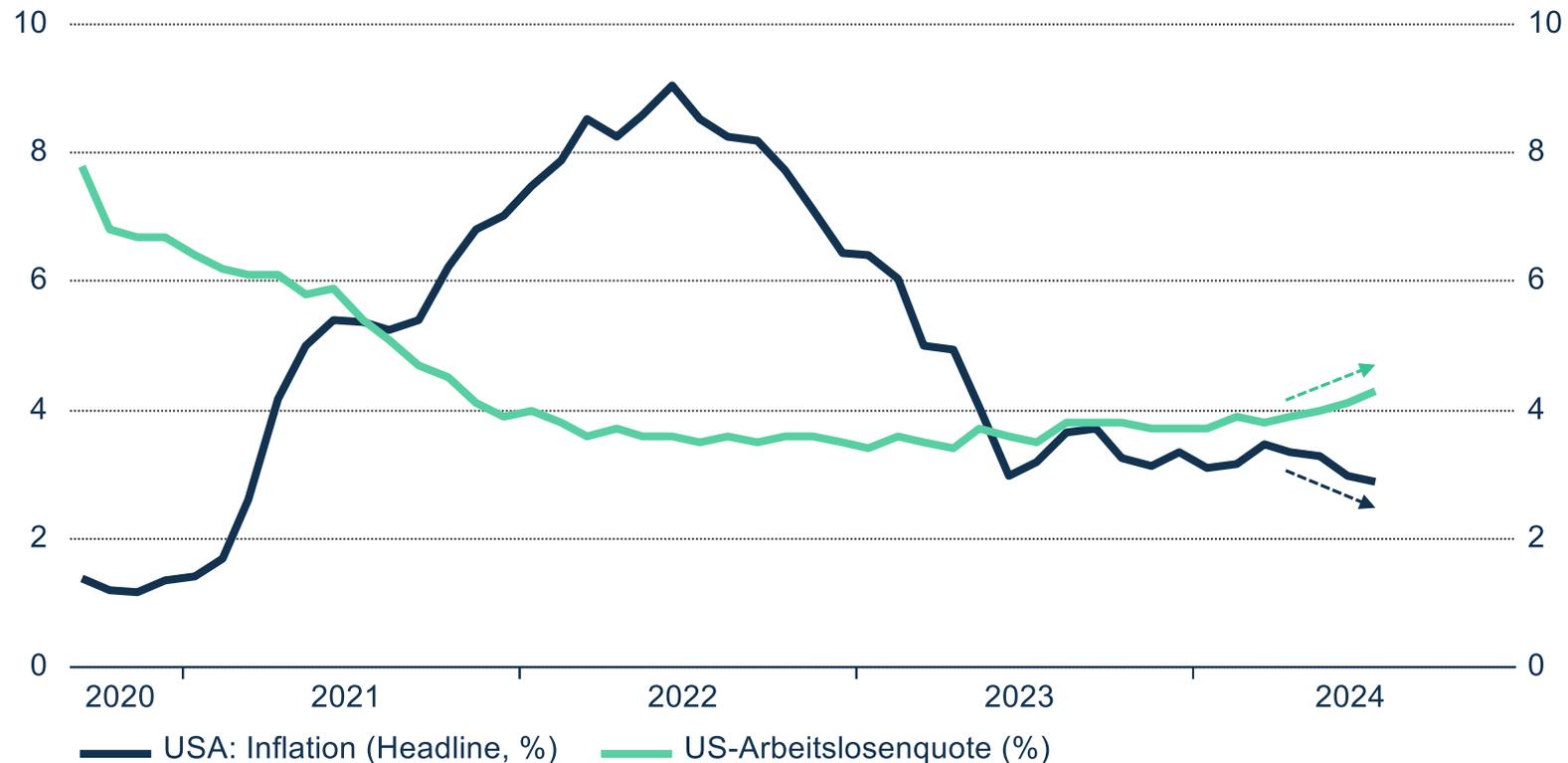


- Auch im Euroraum sank die Inflation stärker als gedacht, und zwar von 2,6 % auf 2,2 %. Vor allem die Energiepreise lieferten nochmals Entlastung.
- Auch hier dürfte es zum Jahresende wieder etwas aufwärts gehen mit der Inflation.

# USA: US-Fed ändert Prioritäten

## Inflationsrate und Arbeitslosenquote

in % Y-Y / in %

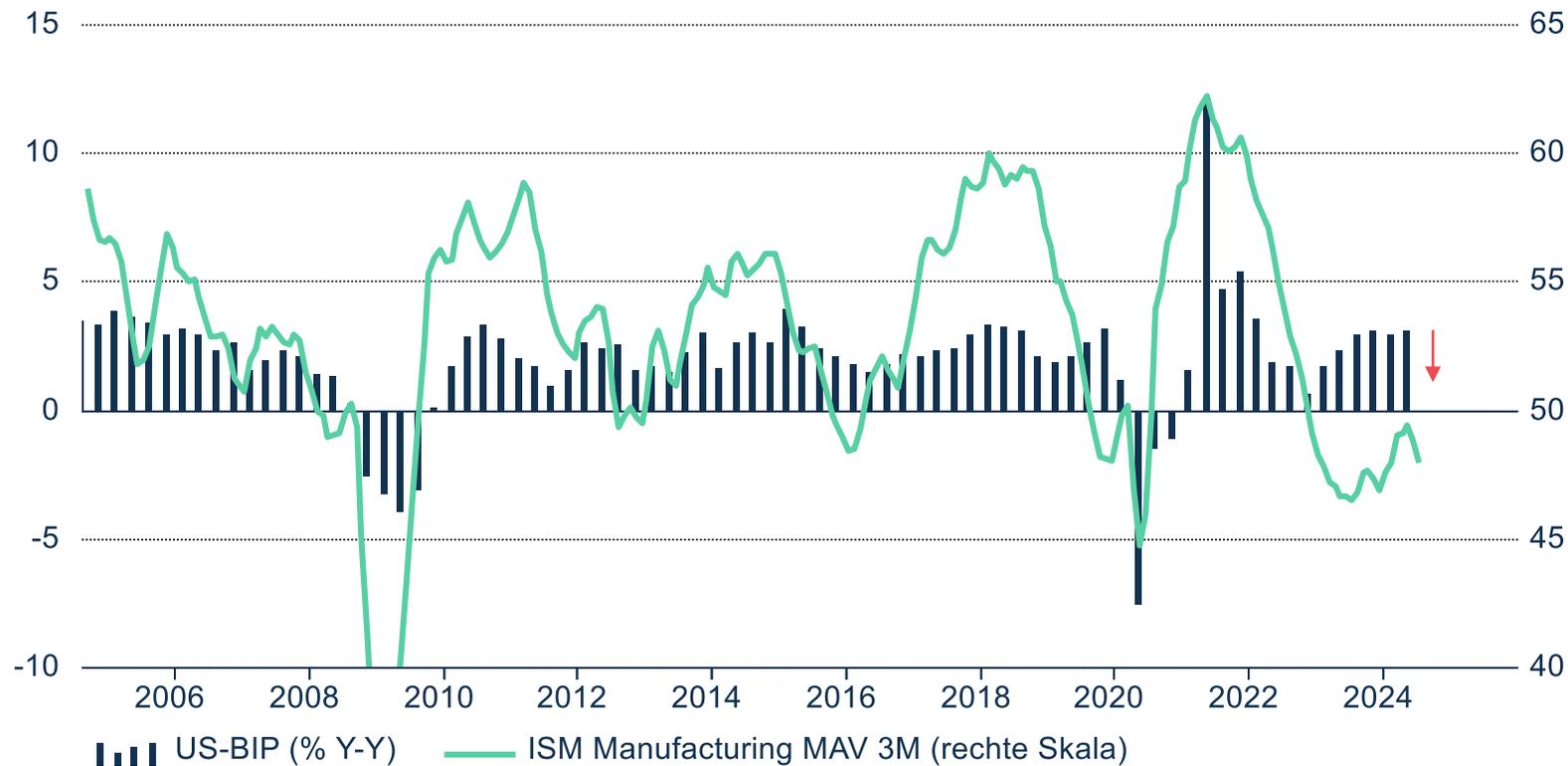


- Fed-Präsident Jerome Powell hat auf der Notenbanker-Tagung in Jackson Hole eine Änderung der Prioritäten der US-Fed bekanntgegeben.
- In der Inflationsentwicklung sieht die US-Notenbank nun eine geringere Gefahr als im Anstieg der Arbeitslosenquote.
- Damit ist der Weg frei für die Zinswende in den USA. **Fallende Zinsen dürften die US-Konjunktur stützen.**

# USA: BIP-Prognoserevision für 2025

## BIP-Wachstum und ISM Manufacturing

in % Y-Y / Indexwerte MAV 3M



- Der ISM ist deutlich unter die Marke von 50 Zählern gefallen und signalisiert damit eine sich abkühlende US-Konjunktur.
- Wir revidieren unserer BIP-Prognose 2025 für die USA daher von 2,0 % auf 1,5 %.

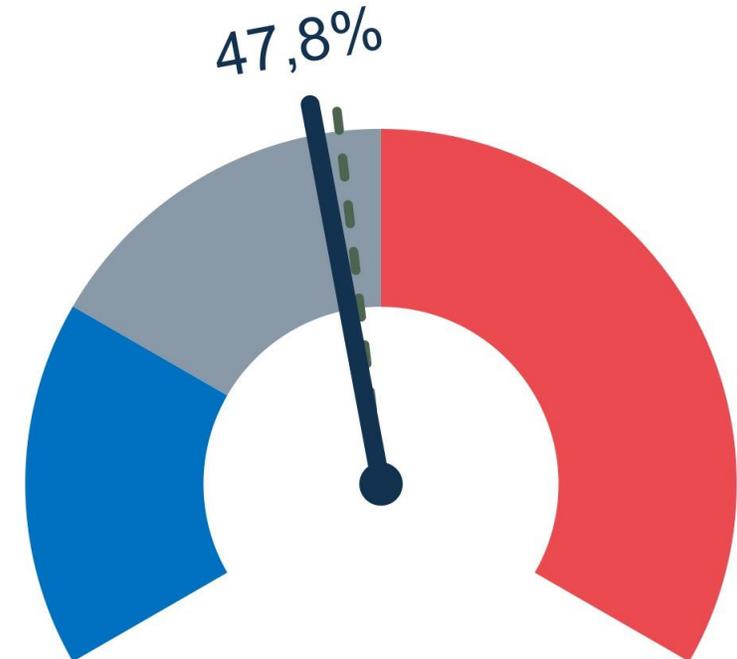
# Harris-Euphorie hält an: TV-Duell am 10.09. dürfte neue Impulse geben

## Das LBBW-Trump-O-Meter

Das LBBW-Trump-O-meter soll die Ex-ante-Wahrscheinlichkeit einer Wahl Donald Trumps abschätzen. Wir stützen uns dabei auf drei Inputquellen:

- Umfragen (öffentlich zugängliche Daten; 60 %).
- Wettquoten (öffentlich zugängliche Daten; 20 %).
- Expertenmeinung (LBBW Research; 20 %)

**Bereits den zweiten Monat in Folge werden die Chancen auf einen Wahlsieg von Donald Trump auf unter 50 % taxiert.**



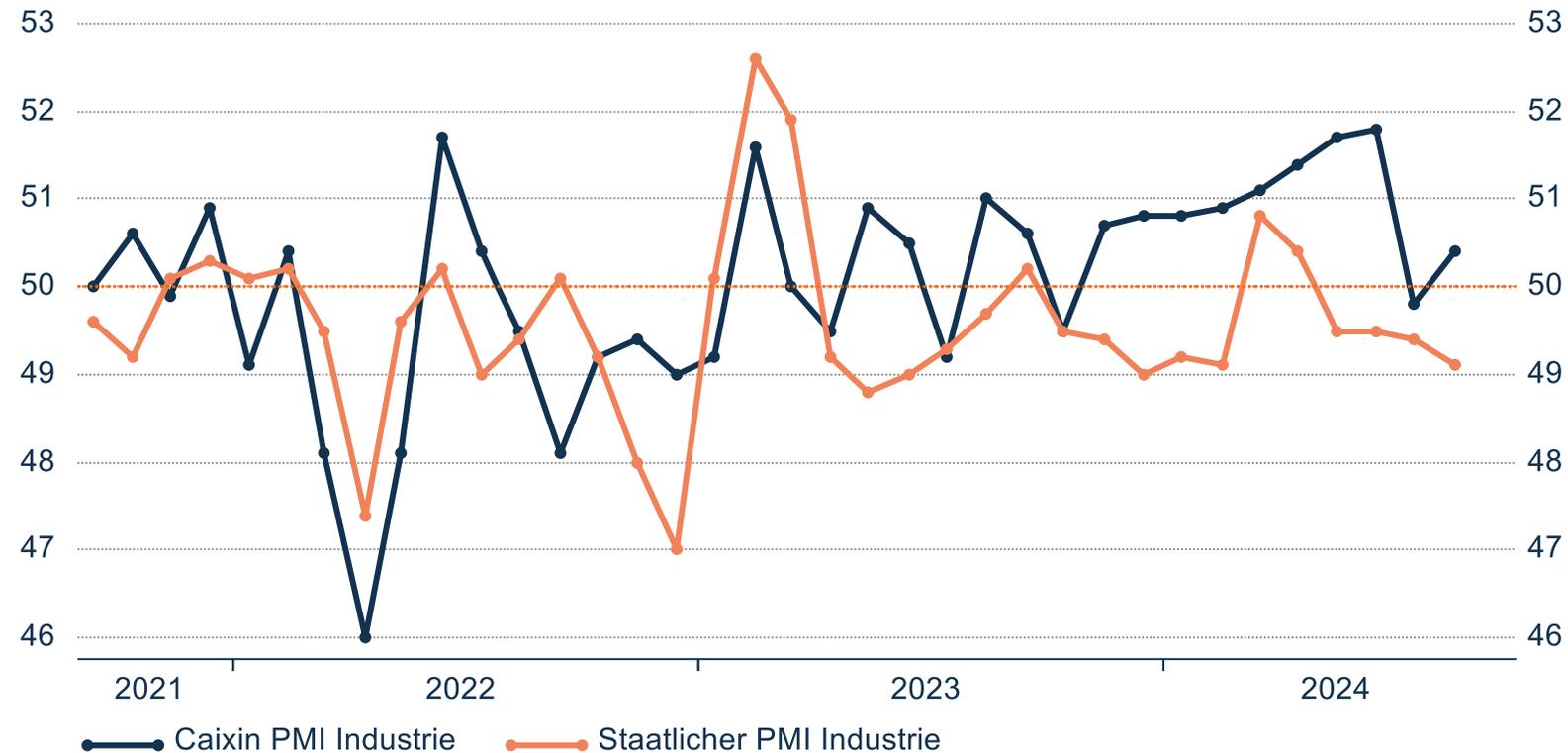
Wahrscheinlichkeit

- aktuell
- - - vor 1 Monat

# Chinas Industrieproduktion verliert an Dynamik

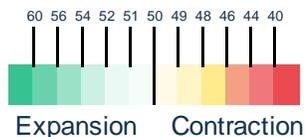
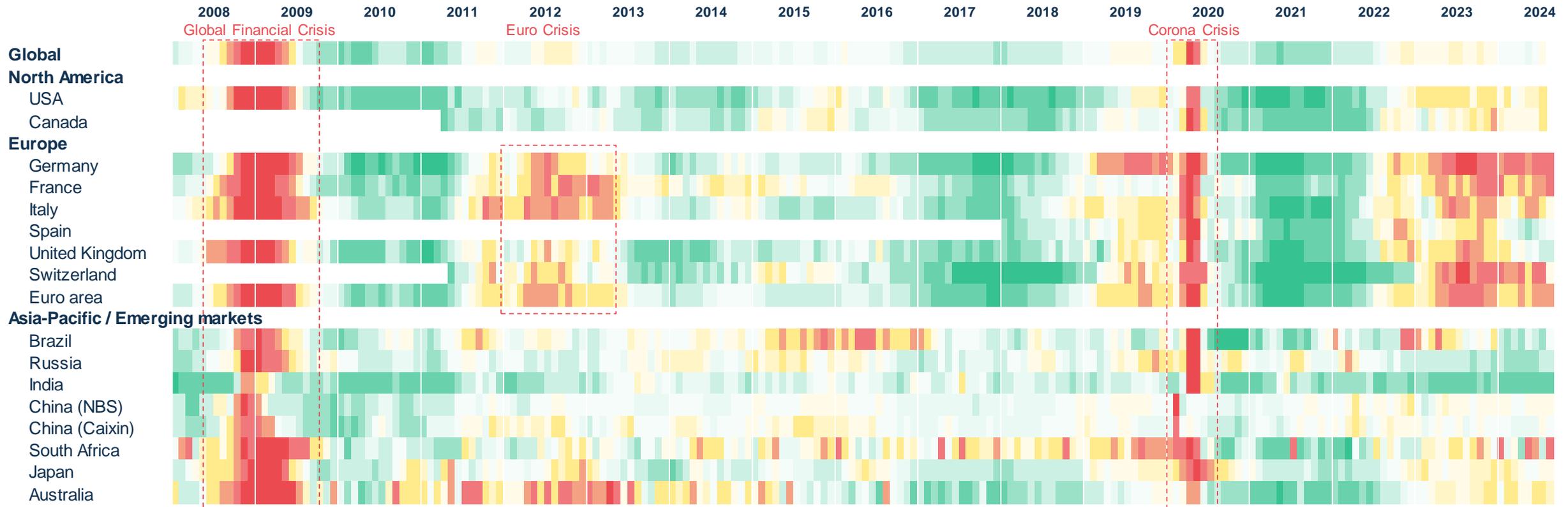
## Einkaufsmanagerindizes der Industrie (Staatlich & Caixin)

50 = Expansionsschwelle



- Der Gegenwind für die derzeit wichtigste Wachstumsstütze der chinesischen Wirtschaft nimmt zu.
- Der staatlich erhobene PMI für die Industrie lag mit 49,1 Punkten im August das vierte Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50.
- Der stärker auf Exportunternehmen fokussierte Caixin PMI lag mit 50,4 Punkten im August zwar im expansiven Bereich, befindet sich aber weiterhin deutlich unter dem Durchschnitt der ersten Jahreshälfte.
- Die zunehmend schwächere Dynamik ist auch auf eine zu restriktive Fiskalpolitik zurückzuführen. Die bisher getätigten staatlichen Ausgaben zur Stimulierung der Wirtschaft bleiben klar hinter den budgetär eingeplanten Ausgaben zurück.
- Neben der Geldpolitik dürfte nun auch die Regierung mit Maßnahmen zur Stützung des Inlandskonsums aktiv werden.

# Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

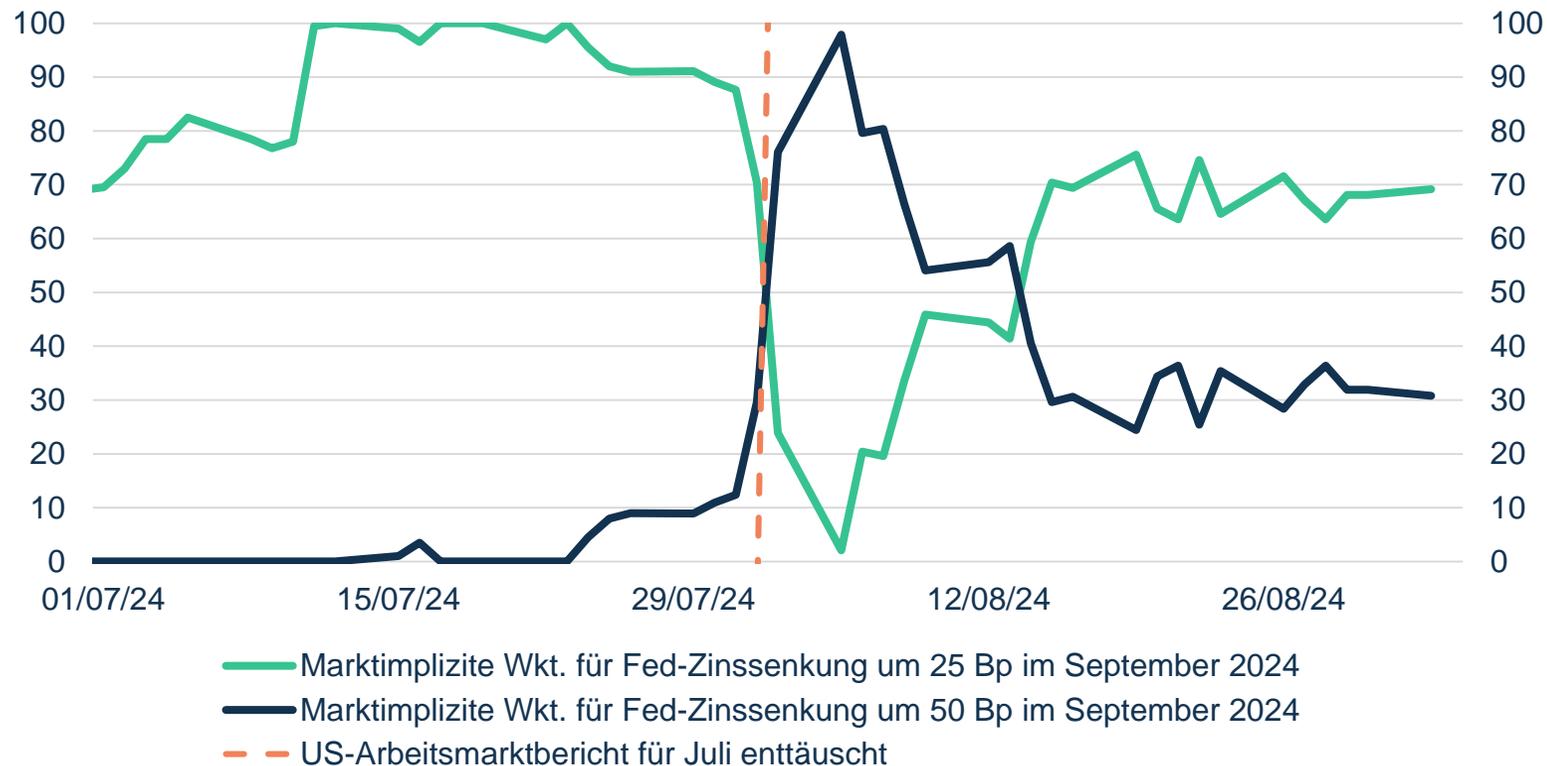
# 04

## Rentenmarkt: Saisonales Renditetief durch- schritten

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

# Fed: Senkung im September – aber wie stark?

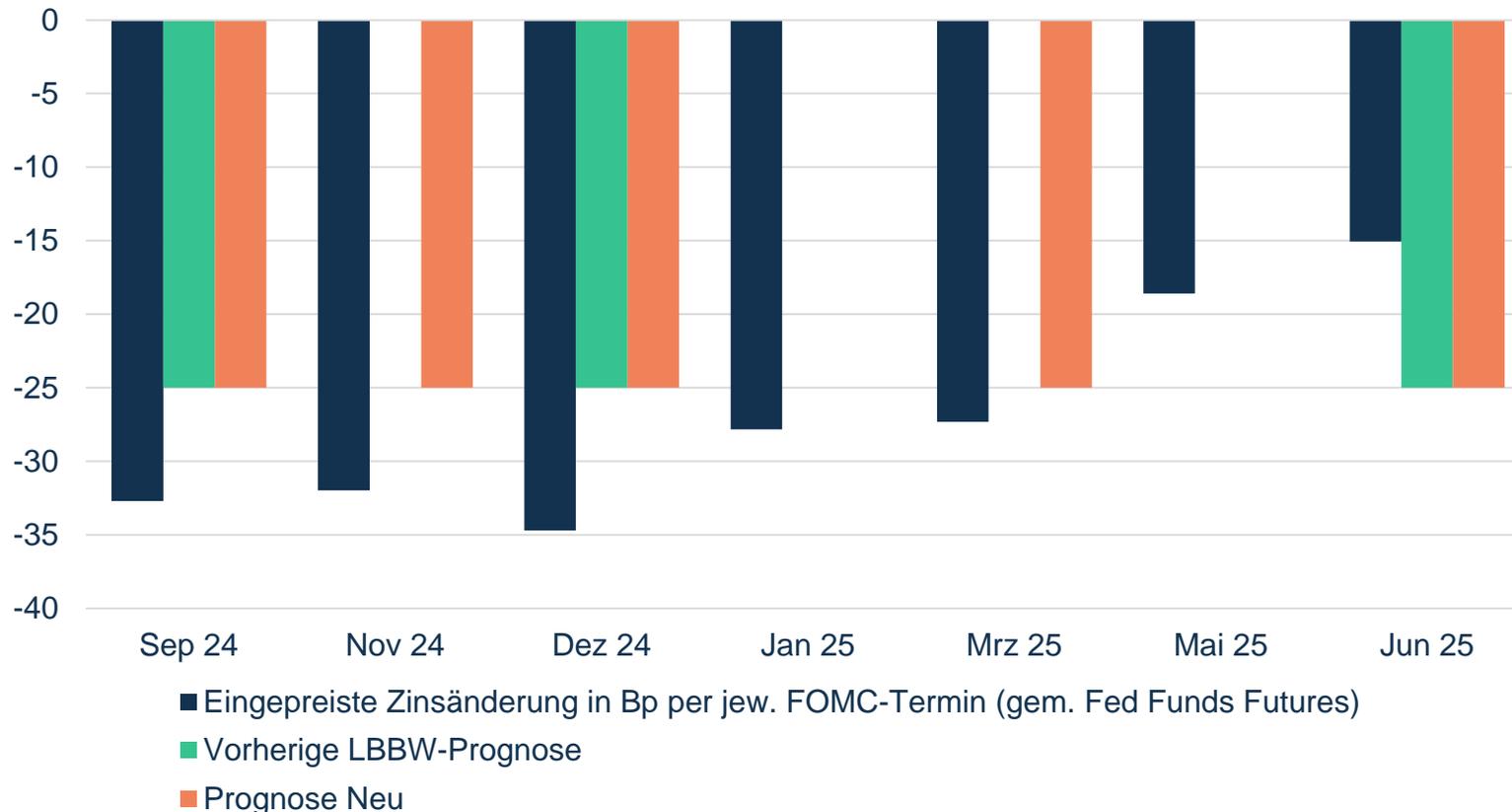
## Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für Zinssenkung um 25 oder 50 Bp am 18. September



- Powell: „Zeit ist gekommen“ für Anpassung der Geldpolitik.
- Der unerwartet schwache Juli-Arbeitsmarktbericht hat Spekulationen über einen „großen“ Zinsschritt angeheizt. Der robuste Privatkonsum steht dem u.E. entgegen.
- Powell: Weitere Abkühlung am Arbeitsmarkt weder willkommen noch angestrebt.
- => Der August-Arbeitsmarktbericht dürfte das Zünglein an der Waage sein.
- Payrolls << 100 Tsd. würden Senkung um 50 Bp wahrscheinlich machen.
- Payrolls > 150 Tsd. würden Juli als Ausreißer erscheinen lassen.

# Fed-Prognose: Jeweils eine Zinssenkung mehr pro Halbjahr bis Ende 2025

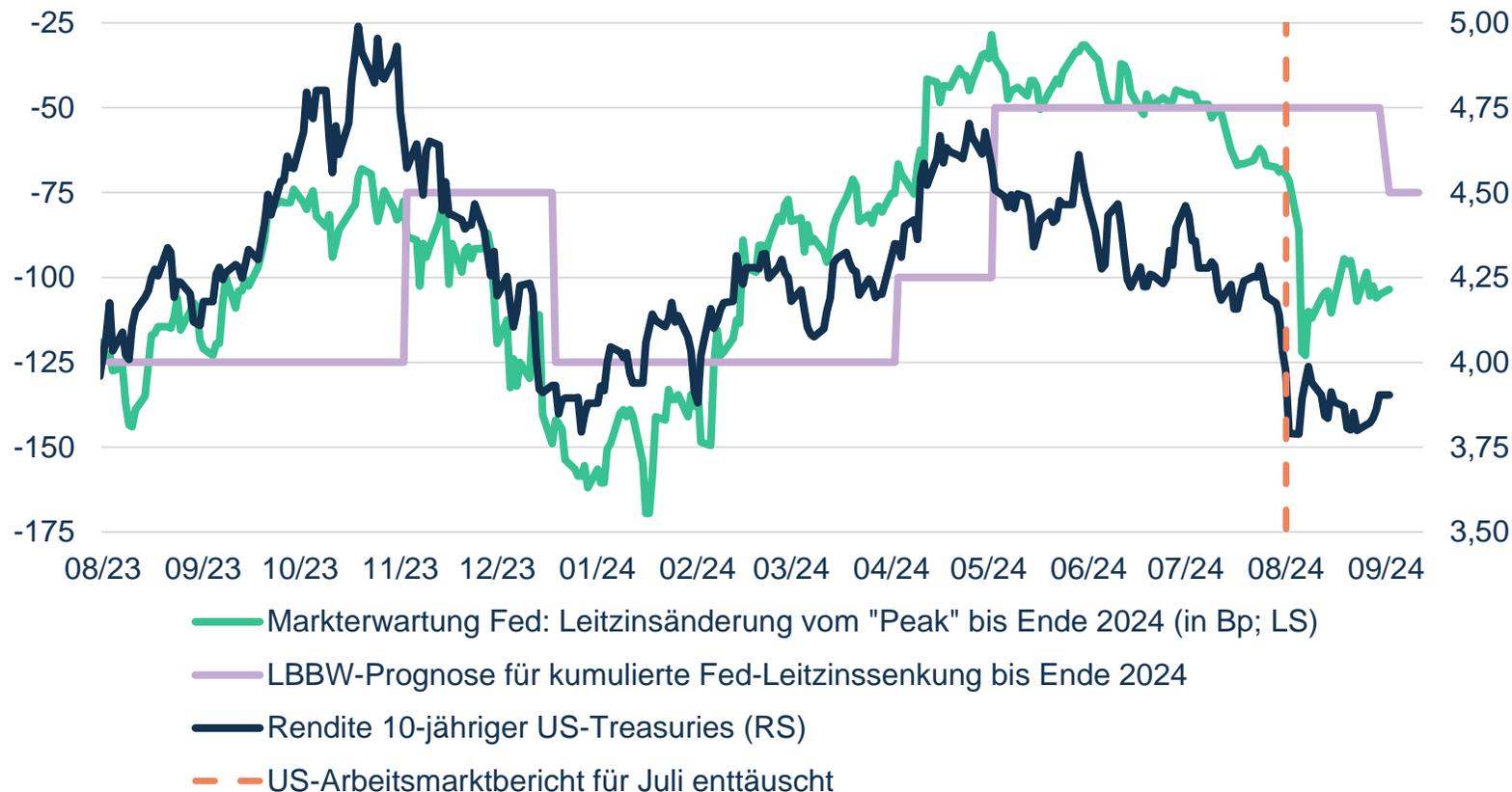
## Marktimplizite Leitzinsänderung je FOMC-Termin mit bisheriger Prognose und Vorschlag



- Prognoseunsicherheit hat sich durch jüngste Entwicklung nochmals erhöht.
- Schnellere Lockerung der Geldpolitik ist wahrscheinlich, der Markt nimmt sehr viel vorweg (mind. -175 Bp bis Mitte 2025).
- => Neues Basisszenario jetzt: Drei Senkungen bis Ende 2024 (3mal 25 Bp). Chance auf kumuliert mehr Lockerung ist größer als auf weniger.
- Fed vermeidet lieber 50 Bp im September, wenn sie nicht muss, um Vorwurf politischer Einflussnahme nicht zu befeuern.
- Das Ergebnis der Präsidentschaftswahl ist weiterhin ein potenziell hemmenden Faktor für das Tempo weiterer Lockerungen.
- => An der Erwartung einer Tempo-verlangsamung bei den Senkungen 2025 halten wir fest.

# USD-Rentenmarkt: Bereits zu viel der Euphorie?

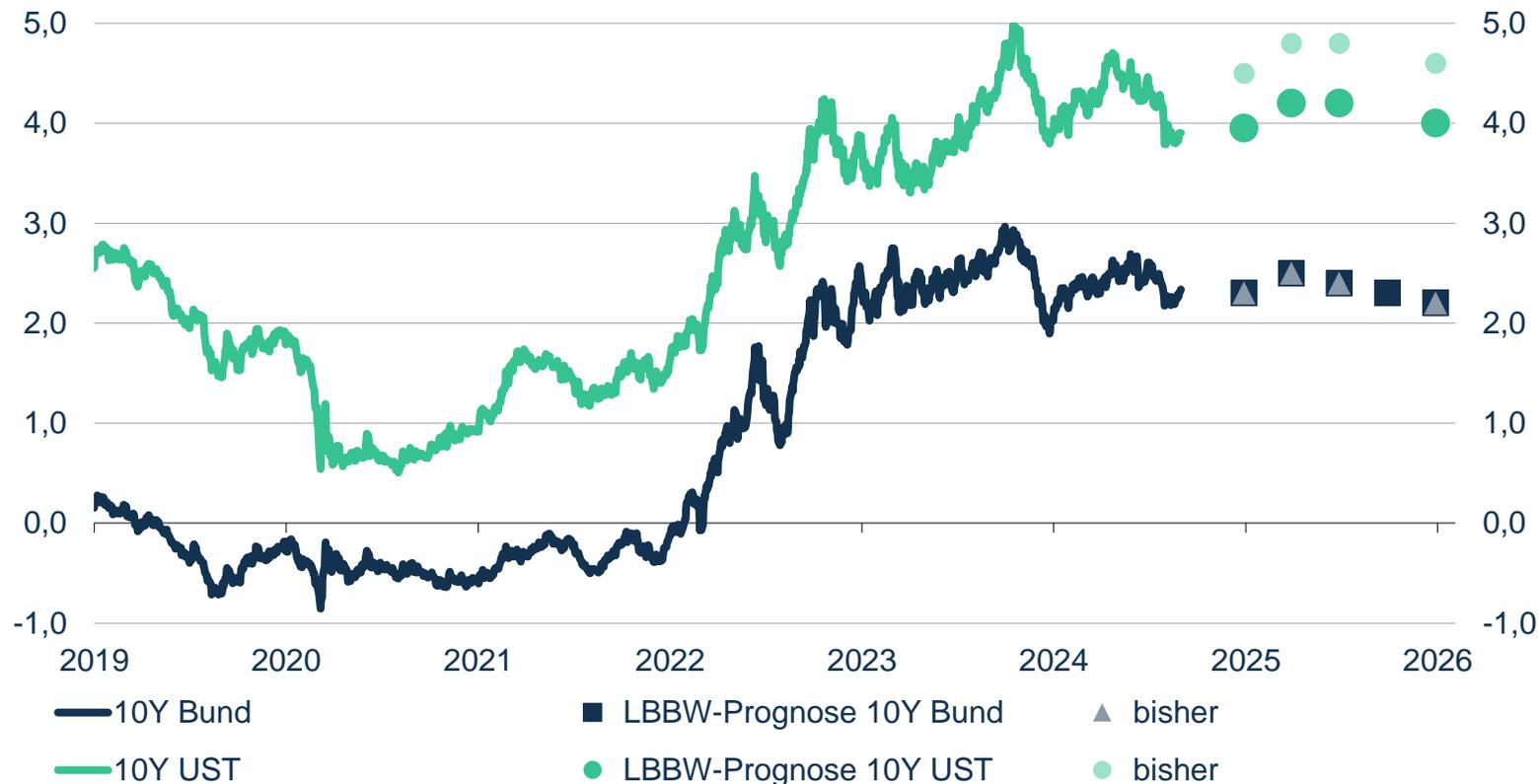
## Am Markt erwartete kumulierte Fed-Leitzinssenkung bis Ende 2024 und Rendite 10-jähriger US-Treasuries



- Rendite 10-jähriger US-Treasuries erreicht Jahrestief; Zinssenkungsspekulation wesentlicher Treiber.
- Wette auf Fed-Senkungen um 100 Bp bis Ende 2024 etwas zu ausgeprägt.
- Es wäre u.E. zudem voreilig, eine Serie direkt aufeinanderfolgender Senkungen bis Mitte 2025 fortzuschreiben.
- Bleibt die befürchtete Rezession aus, dann dürfte die Fed vorsichtiger agieren als am Markt erwartet.

# USD-Rentenmarkt: Renditeprognosen deutlich gesenkt, Kurvenversteilerung bekräftigt

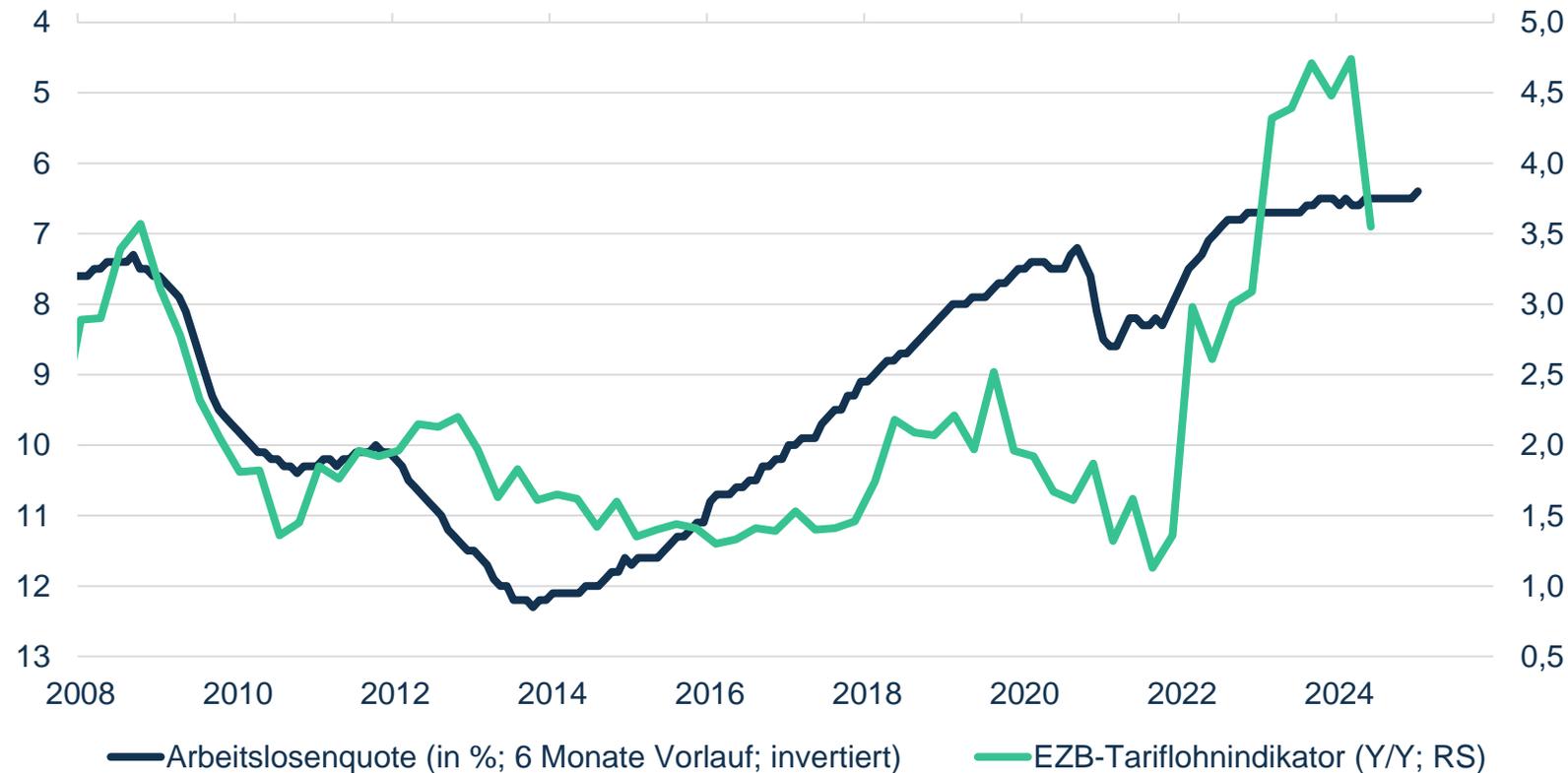
## Renditen 10-jähriger US-Treasuries und 10-jähriger Bundesanleihen mit neuen und bisherigen Prognosen



- Rentenpositives Momentum vorerst abgeebbt. Nachhaltiger Fall der UST-Rendite unter 3,80 %-Unterstützung könnte dieses wiederbeleben.
- Renditespanne für kommende drei bis vier Monate jetzt zwischen 3,50 % und 4 % erwartet. Zum Jahresende 2024 dürfte die Tendenz, abhängig vom Ergebnis der US-Wahl, eher zum oberen Rand gehen.
- Mittelfristig überwiegt Gefahr von Kursrückschlägen, auch wegen virulentem Thema Staatsverschuldung (v.a. unter einer Trump-Präsidentschaft).
- Mittelfristig präferieren wir einen moderaten Wiederanstieg der langlaufenden US-Treasuryrenditen.

# EWU: Lohndaten bringen der EZB Erleichterung

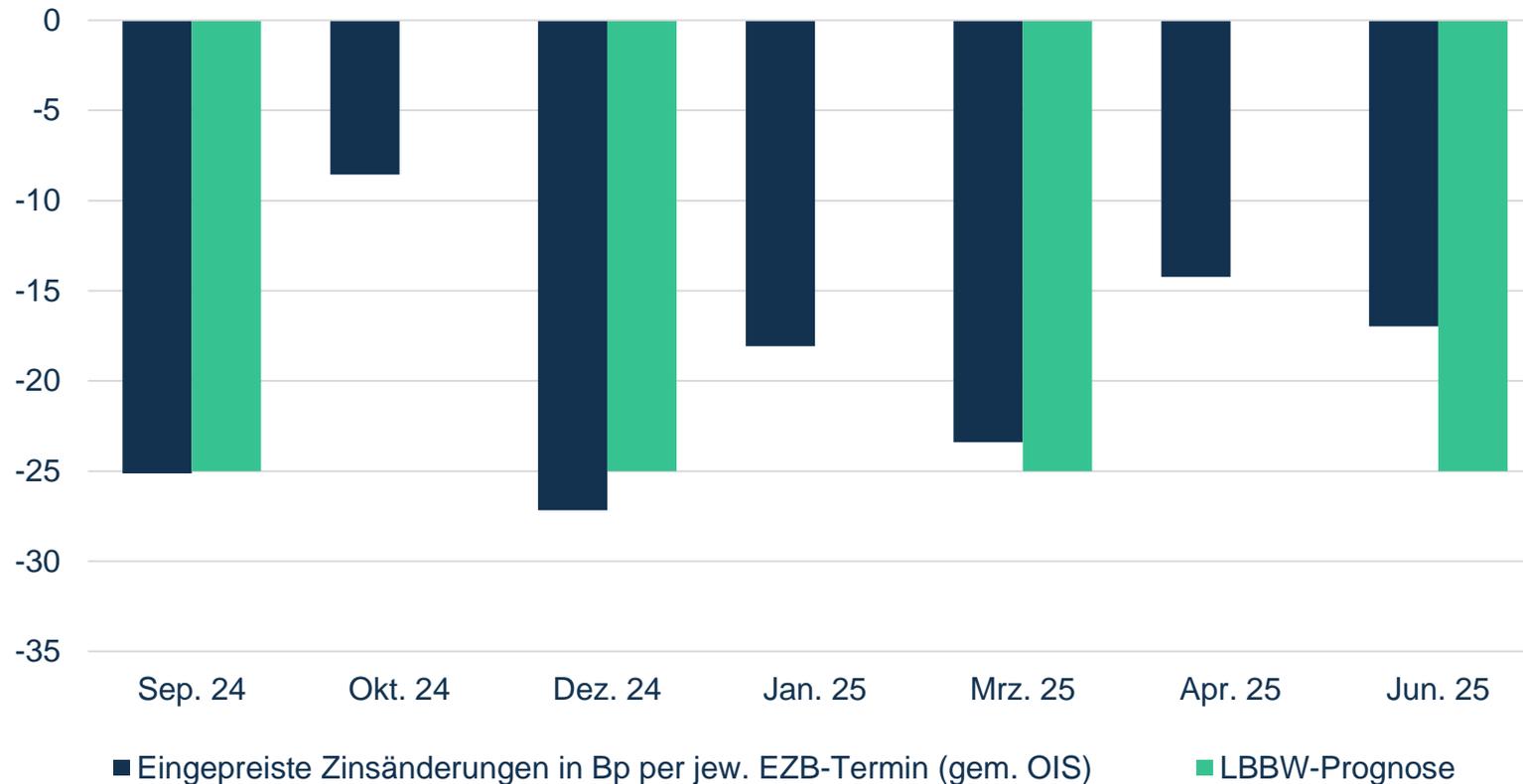
## EZB Tariflohnindikator (Y/Y) und Arbeitslosenquote (in %)



- Der Aufwärtsdruck bei den Tariflöhnen hat sich im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt.
- Die Jahresrate von 3,6 % folgt auf 4,7 % im ersten Quartal, erstmals seit Q4 2022 liegt der Wert wieder unter 4 %.
- EZB-Chefvolkswirt Lane rechnet für das kommende Jahr mit spürbar nachlassendem Lohndruck, da „Nachholeffekte“ in Bezug auf die hohe Inflation abebben dürften.
- Für Entwarnung ist es u.E. zwar zu früh, aber die erfreuliche Tendenz mildert im EZB-Rat aller Voraussicht nach die Sorgen vor einem nachhaltigen Wiederanziehen der Inflation.

# EZB: Gemäßigte Lockerung bleibt Hauptszenario, Zinsrisiken mittelfristig eher auf der Oberseite!

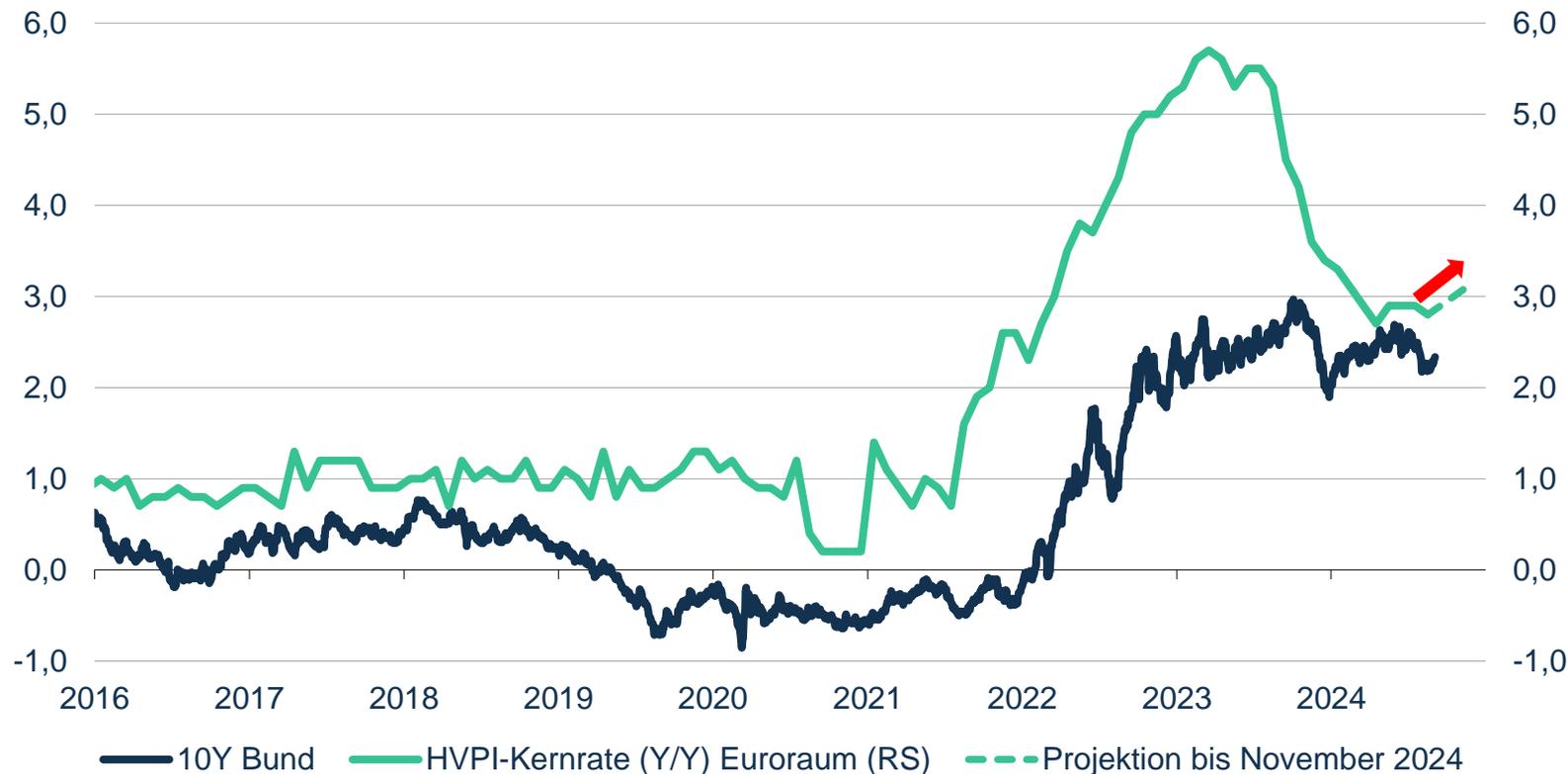
## Marktimplizite Leitzinsänderung je EZB-Termin mit Prognose



- Abschwächung des Lohndrucks in Q2 dürfte Entschluss für Zinssenkung um 25 Bp erleichtern. Dies gilt, zumal die Inflation im August (endlich wieder) gesunken ist.
- Schwächesignale der Konjunktur sind Steilvorlage für die Tauben!
- Dennoch: Wahrscheinlicher Wiederanstieg der Inflation ab Herbst 2024 erschwert Argumentation für weitere (deutliche) Lockerung.
- => Senkungen um jeweils 25 Bp zu den Terminen mit neuen EZB-Projektionen bleiben plausibel. Aber es gibt weiterhin nennenswerte Zins-Prognoserisiken auf der Oberseite, während der Markt bis Mitte 2025 kumuliert mehr als fünf Senkungen einpreist (LBBW: vier Schritte).

# EUR-Rentenmarkt: Hartnäckige Kerninflation könnte für stürmischen Herbst sorgen

## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und EWU-Kerninflation (Y/Y) mit Projektion



- Die Inflation könnte den Marktteilnehmern in den kommenden Monaten wieder Kopfschmerzen bereiten.
- Der deutliche Rückgang der Headline im August überdeckt, dass die Kernrate abermals hartnäckiger war als gedacht.
- EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel mahnte, die „Herausforderungen“ mit Blick auf die unterliegende Inflation nicht zu unterschätzen. Der Anstieg der Dienstleistungsinflation im August (von 4,0 % auf 4,2 %) untermauert u.E. diese Warnung!
- Wegen positiver Basiseffekte könnte die Kerninflation im Verlaufe des Herbstes auf über 3 % anziehen. Dies spricht dafür, dass die Bundrendite im August ihr Verlaufstief markiert hat.

# Rentenmarkt: Bullishes Momentum geht in Konsolidierung über

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



- **UST 10Y:** Abwärtstrend stoppt zunächst an Unterstützung bei 3,80 %. Nachhaltiger Bruch könnte Tür für „Extension“ Richtung 3,50 % öffnen. Technische Korrektur hätte dagegen Potenzial bis ca. 4,25 %, falls Zinssenkungseuphorie (und Harris-Hype) abebben.
- **Bund 10Y:** Jahreshoch bei 2,70 % ist als Marke einer Topp-Bildung gefestigt. Rendite konsolidiert an unterer Kante des Abwärtstrendkanals, aktuell zwischen 2,25 % und 2,60 % verlaufend. Rentenpositiver Einfluss von Saisonmuster und Nettoangebot ebbt ab!
- **Fazit:** Aktuell noch unklar, ob „Zinswenderally“ bereits ausgereizt ist. Gefahr stärkerer Kursrückschläge wächst.

# Fazit: EZB „im Plan“, Fed senkt Zinsen zügiger Rentenmärkte preschen weit vor

## USD-Zinsen und Prognose

in %

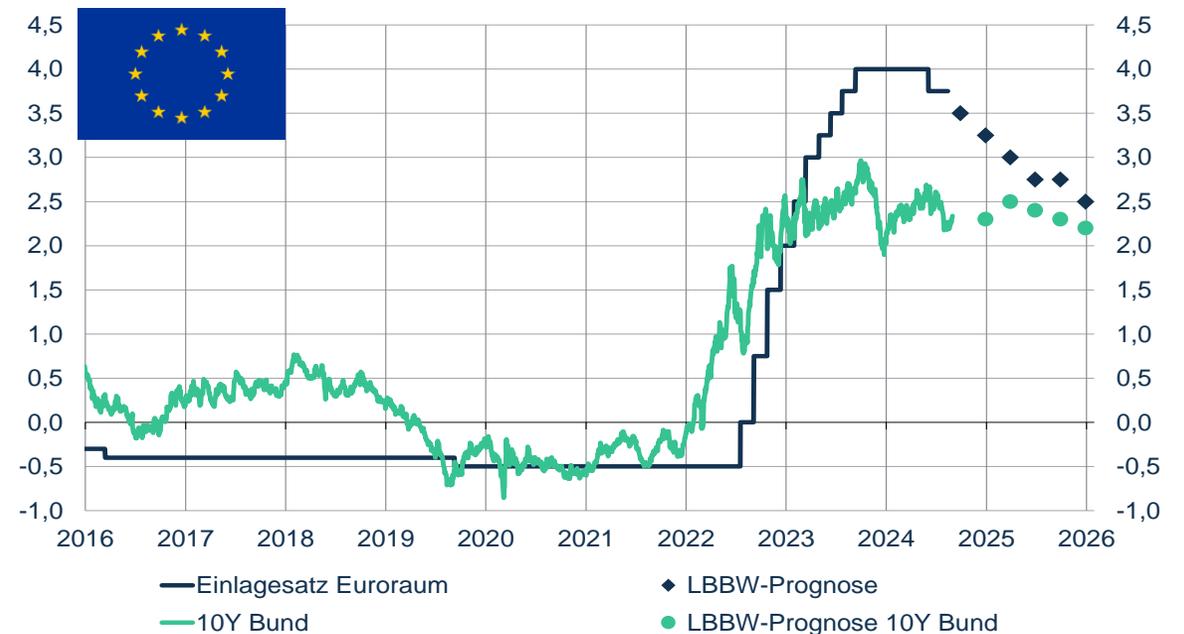


- Erste Leitzinssenkung im September, mindestens -75 Bp bis Ende 2024. Eine Senkung pro Quartal im Jahr 2025. Wahlsieg Trumps könnte Karten erneut völlig neu mischen.
- Mittelfristige Renditeaufwärtsrisiken treten hervor.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

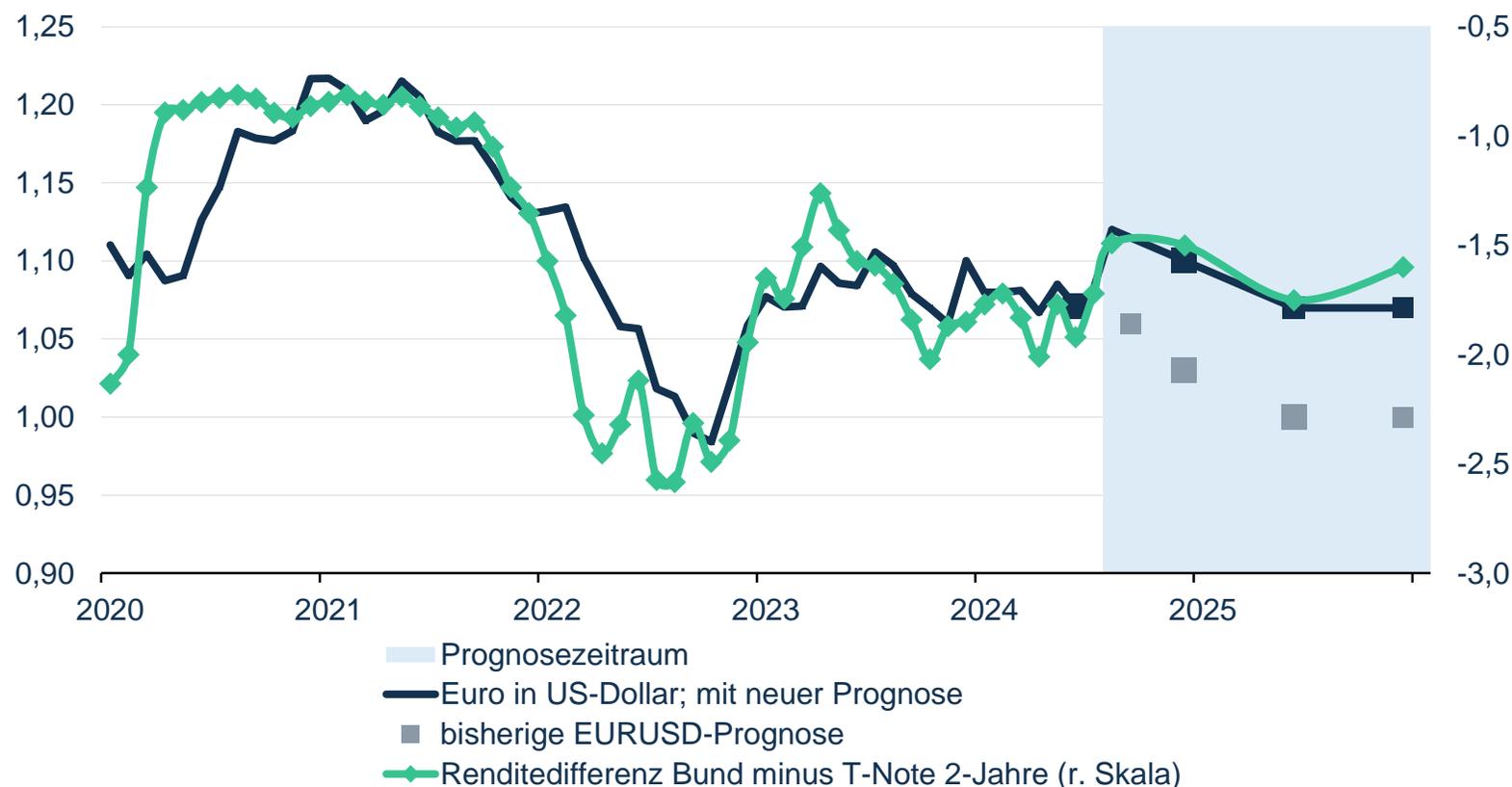


- Zwei weitere Zinssenkungen bis Ende 2024. Tempo der Lockerung wird mit Annäherung an neutrales Niveau perspektivisch verringert.
- Langfristzinsen: Kurzfristig Seitwärtstrend erwartet, mittelfristig moderater Wiederanstieg wahrscheinlich.

# Eurokurs läuft in die falsche Richtung – Prognoseanpassung in Anlehnung an Zinsdifferenz

## Euro in US-Dollar und Renditedifferenz

Monatswerte

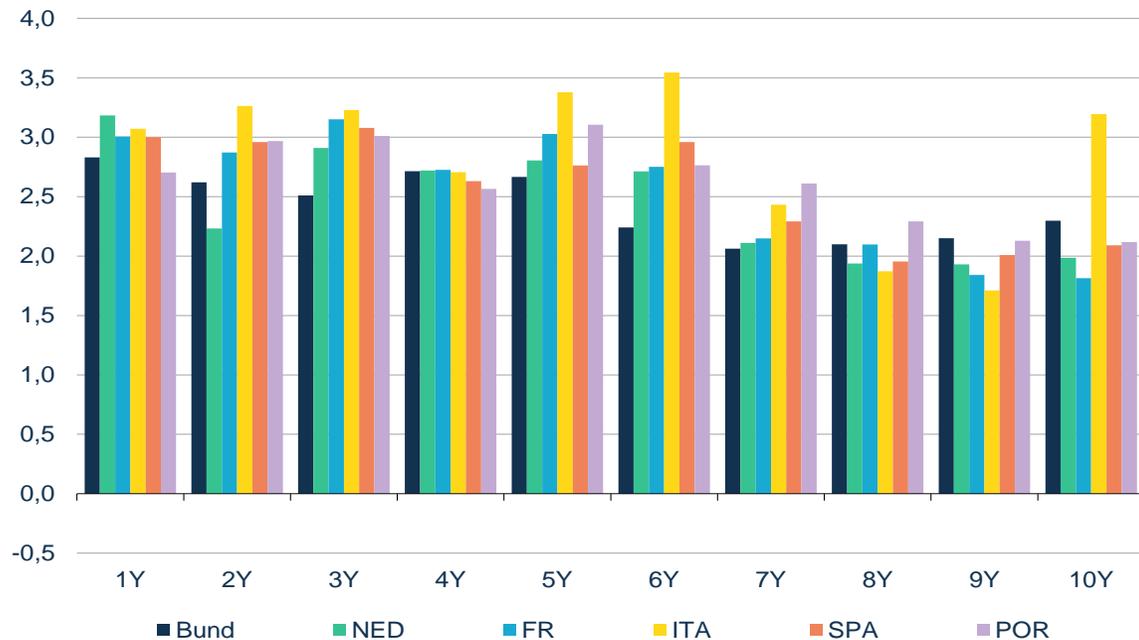


- Der Kurs des Euro ggü. dem US-Dollar ist – entgegen unserer Prognose – in den zurückliegende Wochen angestiegen.
- Die Euro-Aufwertung ist wiederum auf eine fortgesetzte Abnahme des US-Renditevorteils im kurzfristigen Laufzeitenbereich zurückzuführen.
- Der US-Renditevorteil hat weiter abgenommen, da die Marktteilnehmer auf deutlich schnellere Fed-Zinssenkungen spekulieren.
- Dies ist u.E. gerechtfertigt, aber nicht in dem vom Markt eskomptierten Ausmaß.
- => EURUSD-Prognose angehoben auf 1,10 per Ende 2024 und auf 1,07 sowohl per Mitte 2025 als auch per Ende 2025.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries auf 12M-Sicht

## Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

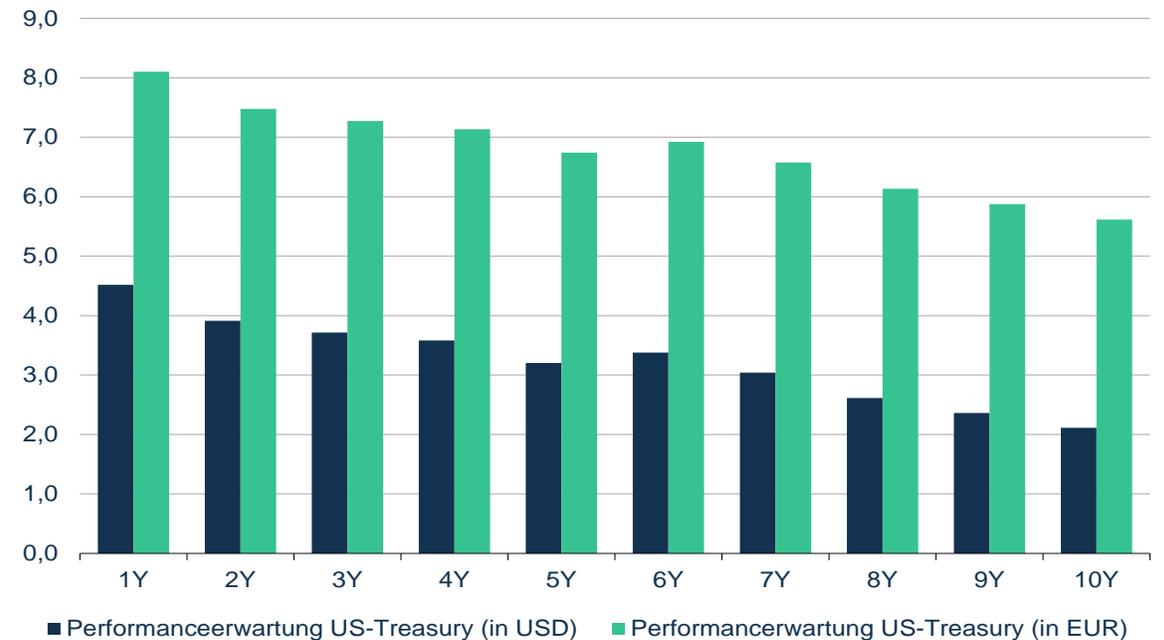


- Sommerrally scheint auszulaufen, mittelfristig wachsen die Rückschlaggefahren vor allem bei Langläufern.
- Peripheriespreads vorerst stabilisiert, **Wahrscheinlichkeit einer nachhaltig stärkeren Renditedifferenzierung hat zugenommen.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Sorge um US-Konjunktur hat den Dollar belastet, erneuter Rückenwind im Falle eines Trump-Siegs erwartet. **Prognoseunsicherheit gewachsen!**
- Erhebliche Rückschlaggefahren bei langlaufenden US-Treasuries.

# Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Dec-24	Forecast 30-Jun-25	31-Dec-25	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	4.25	3.40	2.90	2.65	
ECB Deposit Rate	3.75	3.25	2.75	2.50	
Overnight Rate (€STR)	3.65	3.20	2.70	2.50	
3M Euribor	3.47	3.15	2.70	2.50	
Swap 2Y	2.69	2.75	2.35	2.20	
Swap 5Y	2.51	2.55	2.50	2.30	
Swap 10Y	2.56	2.60	2.75	2.50	
Bund 2Y	2.66	2.45	2.05	1.90	
Bund 5Y	2.23	2.20	2.15	2.00	
Bund 10Y	2.28	2.30	2.40	2.20	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	5.50	4.75	4.25	3.75	
Overnight Rate (SOFR)	5.33	4.60	4.10	3.60	
3M Money Market	5.28	4.50	4.05	3.55	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	3.73	3.75	3.60	3.30	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.40	3.50	3.50	3.35	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.44	3.50	3.70	3.50	
Treasury 2Y	3.95	3.95	3.80	3.50	
Treasury 5Y	3.73	3.80	3.85	3.70	
Treasury 10Y	3.92	3.95	4.20	4.00	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	0.23	0.25	0.45	0.50
Japan	10Y Government Bond	0.92	1.10	1.25	1.25
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.95	4.70	4.20	3.70
UK	10Y Government Bond	4.05	4.05	4.10	3.95
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.22	0.95	0.70	0.70
Switzerland	10Y Government Bond	0.48	0.55	0.60	0.50

Quellen: LSEG, LBBW Research

# 05

## Credits: Risikoprämien vom August- Sprung erholt



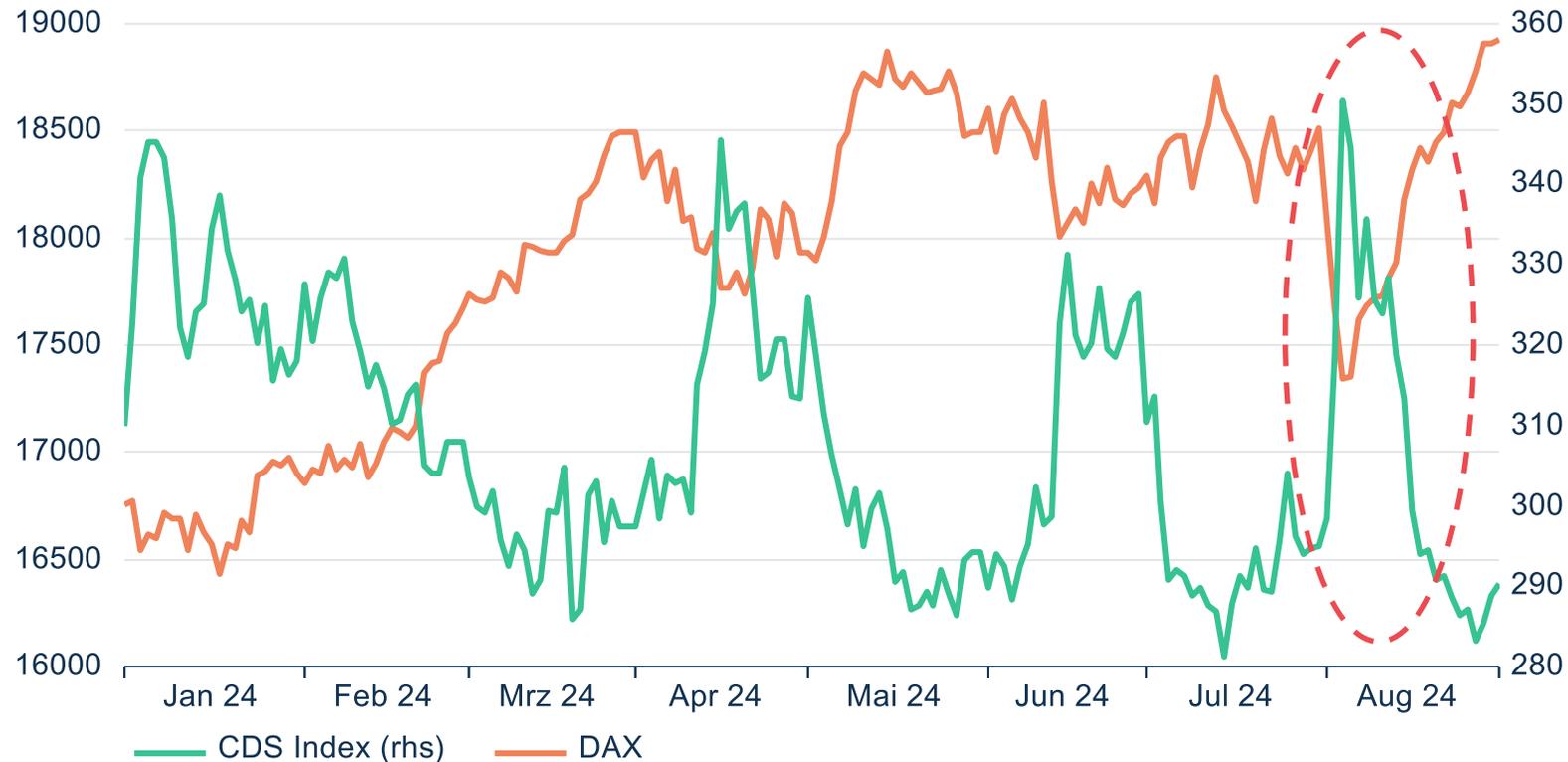
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

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

# CDS-Prämien vom August-Sprung erholt

## CDS-Index versus DAX

5Y CDS Prämien in Basispunkten (Skala rechts) bzw. DAX in Indexpunkten

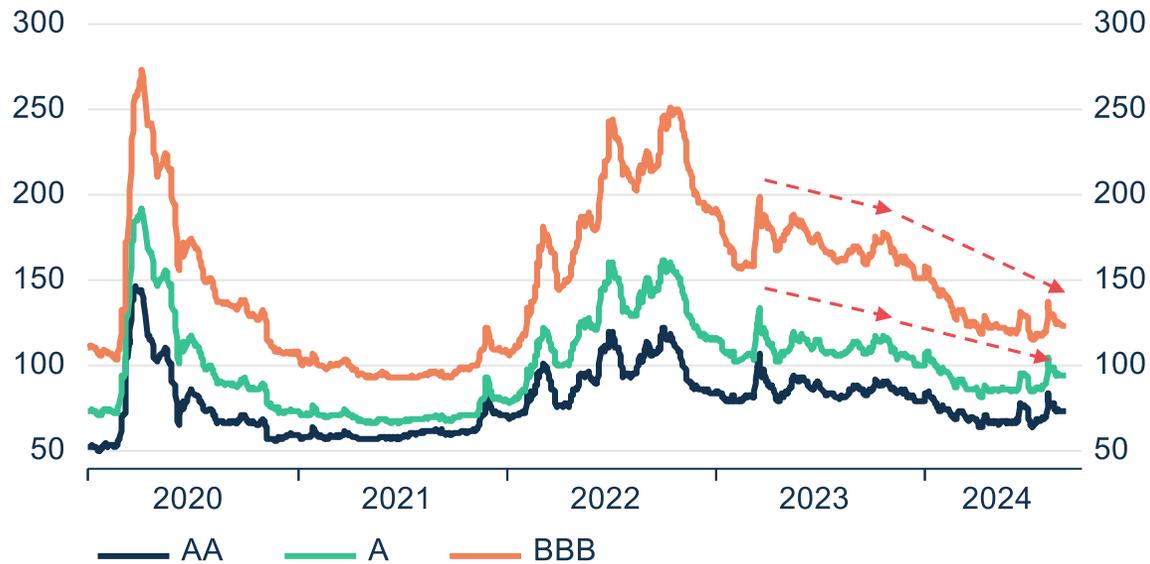


- Beim vorübergehenden Einbruch der Aktienmärkte Anfang August sprangen die Risikoprämien für Corporates deutlich: Die Kosten für eine Absicherung durch CDS (Credit Default Swaps) stiegen auf ein neues Jahreshoch.
- Im Zuge der anschließenden Erholung der Aktienmärkte – bis hin zu einem neuen Rekordhoch beim DAX – sanken auch die CDS-Prämien stark.
- Aktuell befinden sich die Risikoprämien wieder nahe am Jahrestief vom Juli.

# Nur schwächste Kategorien noch belastet

## Investmentgrade-Spreads

EUR Corporates-Index, Bundspreads in Bp.



- Im langfristigen Vergleich erscheinen die Spreadausweitungen von Anfang August 2024 bei den Unternehmen im Investmentgrade sehr überschaubar.
- Anschließend gab es eine deutliche Erholung.

Quelle: LSEG, LBBW Research

## High-Yield-Spreads

EUR Corporates-Index, Bundspreads in Bp.

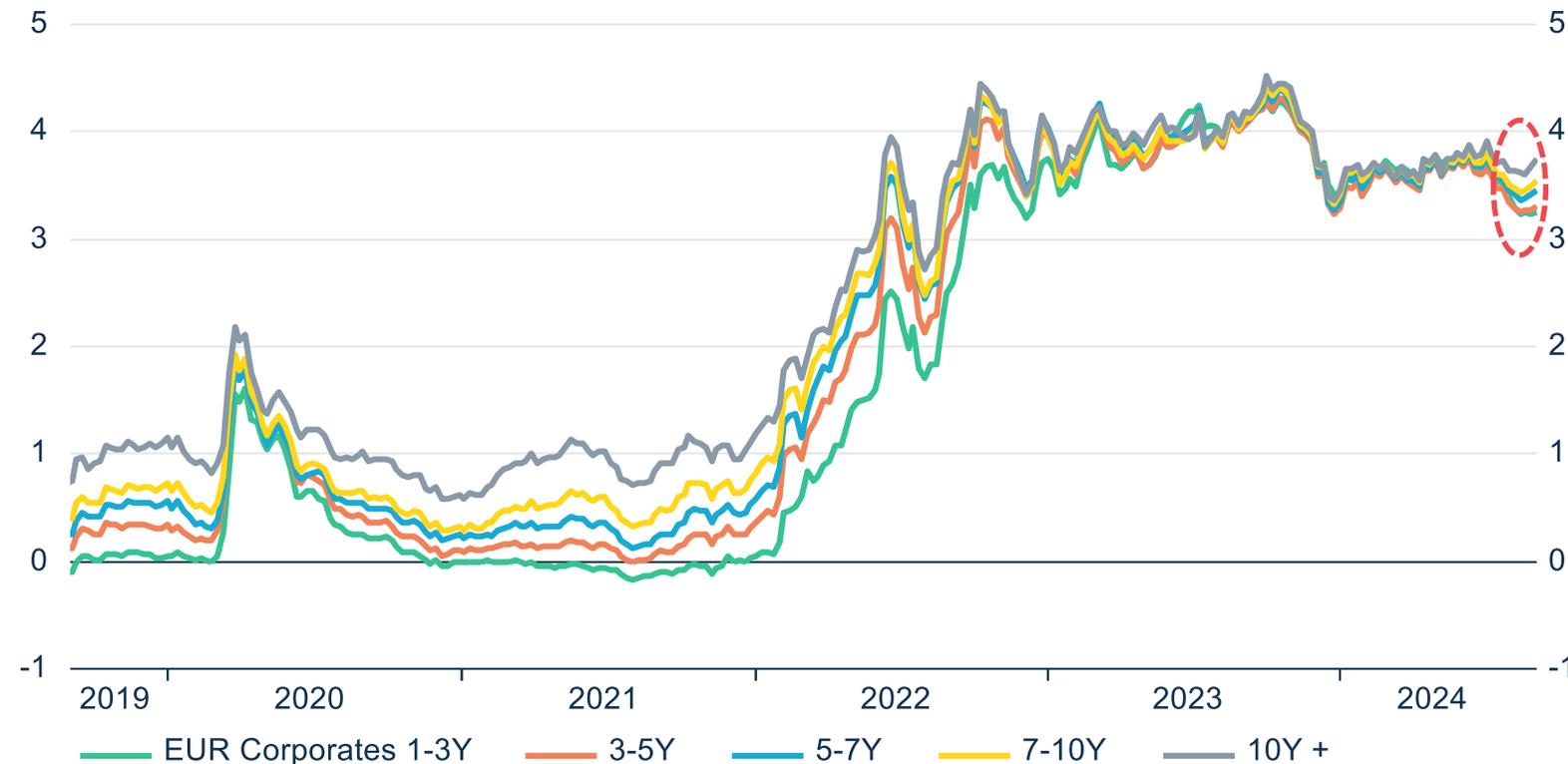


- Im High-Yield-Segment zeigte sich bei den schwächsten Ratings (siehe oben Kategorie CCC) ein anderes Bild: Die Risikospreads sprangen im August 2024 nahezu auf das Corona-Hoch von 2020 und sanken danach nur leicht.

# Corporates Renditen: Wieder differenziert nach Laufzeiten

## Corporates-Renditen verschiedener Laufzeiten

Renditen (in %) von EUR IG Corporate Bonds für Laufzeiten-Bandbreiten (in Jahren)

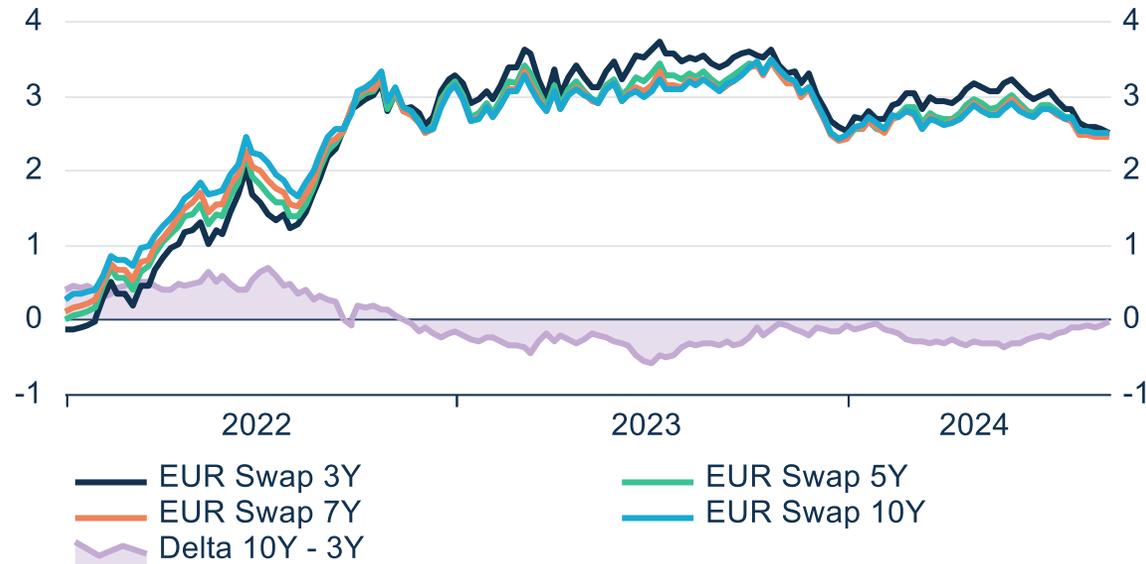


- Nach einer Phase von mehr als einem Jahr, in dem bei Unternehmensanleihen-Renditen keine Differenzierung nach Laufzeiten erkennbar war, ist der Normalzustand wieder hergestellt: Längere Laufzeiten (= höhere Risiken) werden wieder mit höheren Renditen entlohnt.
- Ursächlich für die zwischenzeitliche Verflachung der Renditestrukturkurve bei Corporate Bonds war die Entwicklung der Bund- und Swap- Renditen, bei denen eine deutlich inverse Zinsstruktur vorherrschte.

# Nur noch leicht inverse Struktur bei Swap-Renditen

## EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 3-10 Jahre, seit 2022

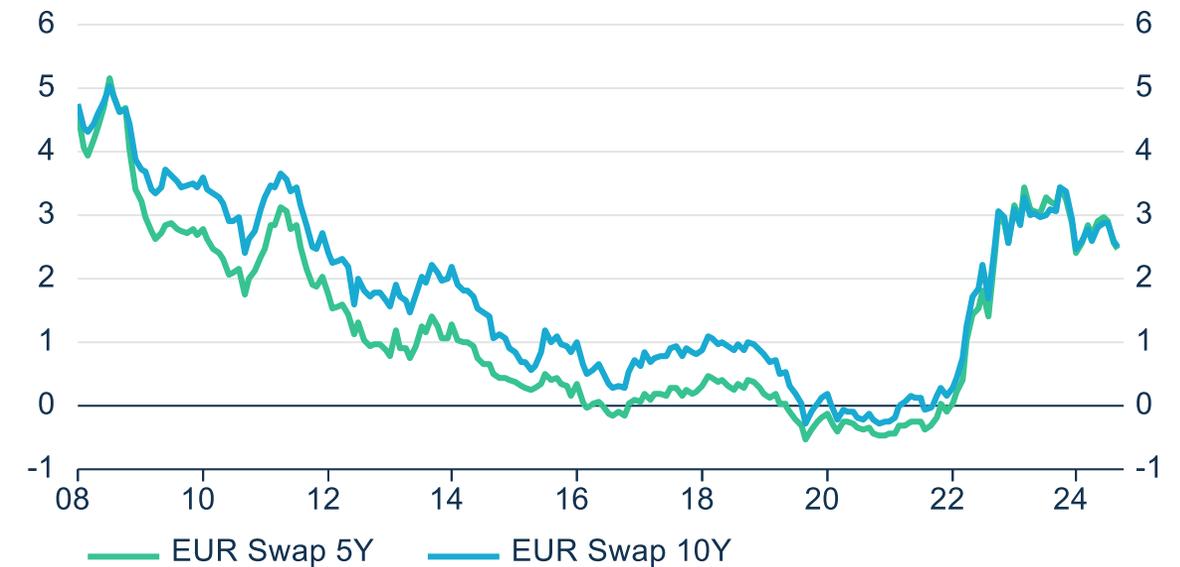


- Die „risikofreien“ Swap-Renditen waren 2022 in einem krisen-behafteten Marktumfeld stark gestiegen (um ca. 3 Prozentpunkte).
- Dabei bildete sich eine inverse Zinsstruktur, die – wie auch bei Bundesanleihen – in den Folgejahren noch anhielt.
- Im 2. Halbjahr 2024 näherten sich die Laufzeitenbänder wieder an.

Quelle: LSEG, LBBW Research

## EUR Swap-Renditen in %

Laufzeiten 5 & 10 Jahre, seit 2008

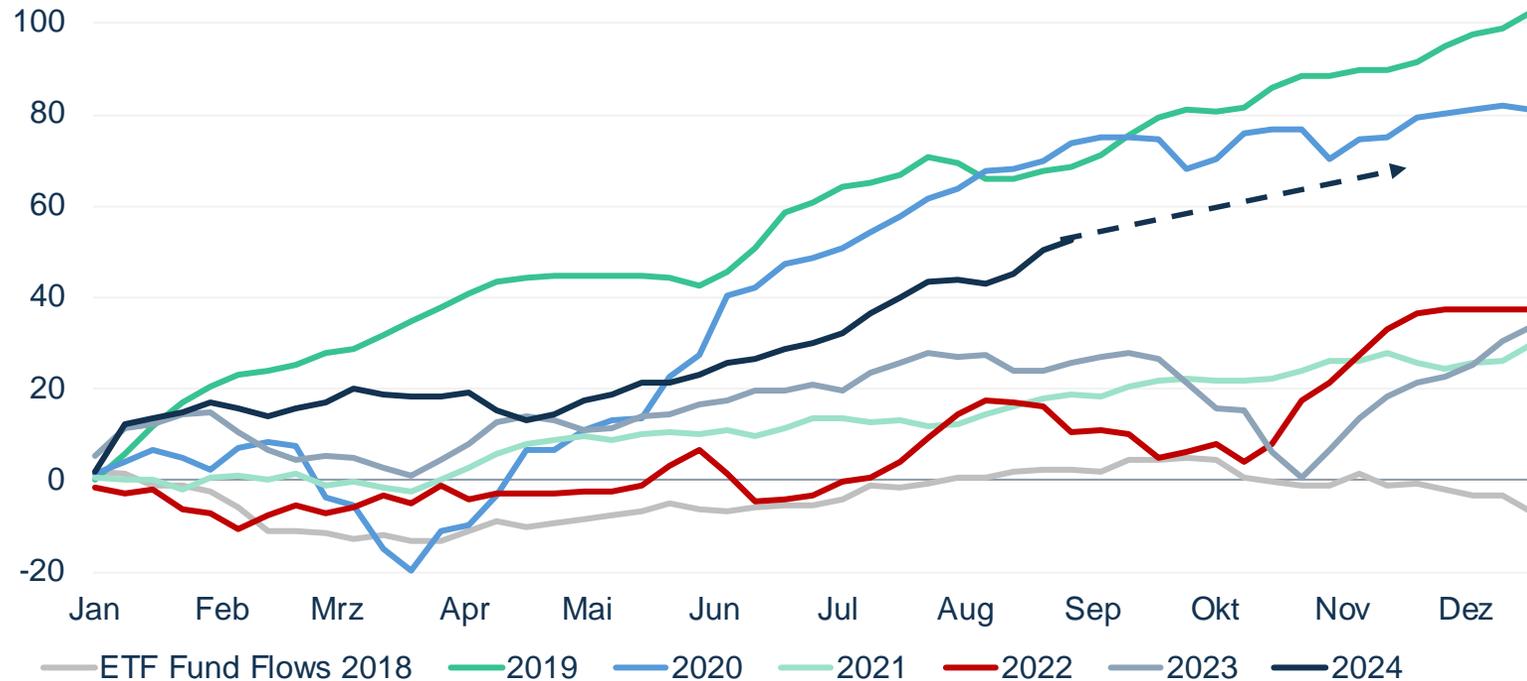


- Ein langfristiger Vergleich zeigt, dass der ungewöhnlich starke Renditeanstieg von 2022 in sehr kurzer Zeit erfolgte.
- Für 2025 rechnen wir wieder mit einer „normalen“ Renditestruktur, d.h. mit höheren Swap-Renditen für längere Laufzeiten.

# Weiterhin hohe Zuflüsse in Corporate Bonds

## Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

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



- Der positive Trend hält an: Investoren kaufen seit Jahresanfang ein überdurchschnittlich hohes Volumen an Corporate Bonds.
- Nach einer saisonal üblichen Sommerpause strömten die Unternehmen Ende August an den Kapitalmarkt und begaben das zweithöchste Wochenvolumen an neuen EUR-Anleihen (rund 20 Mrd. Euro).
- Wir erwarten auch weiterhin eine gute Nachfrage nach Unternehmensanleihen. Dafür spricht ein noch immer relativ attraktives Renditeumfeld in Verbindung mit der aktuellen Leitzinswende.

# 06

## Aktien: Mit neuen Pferden in eine schwierigere Phase

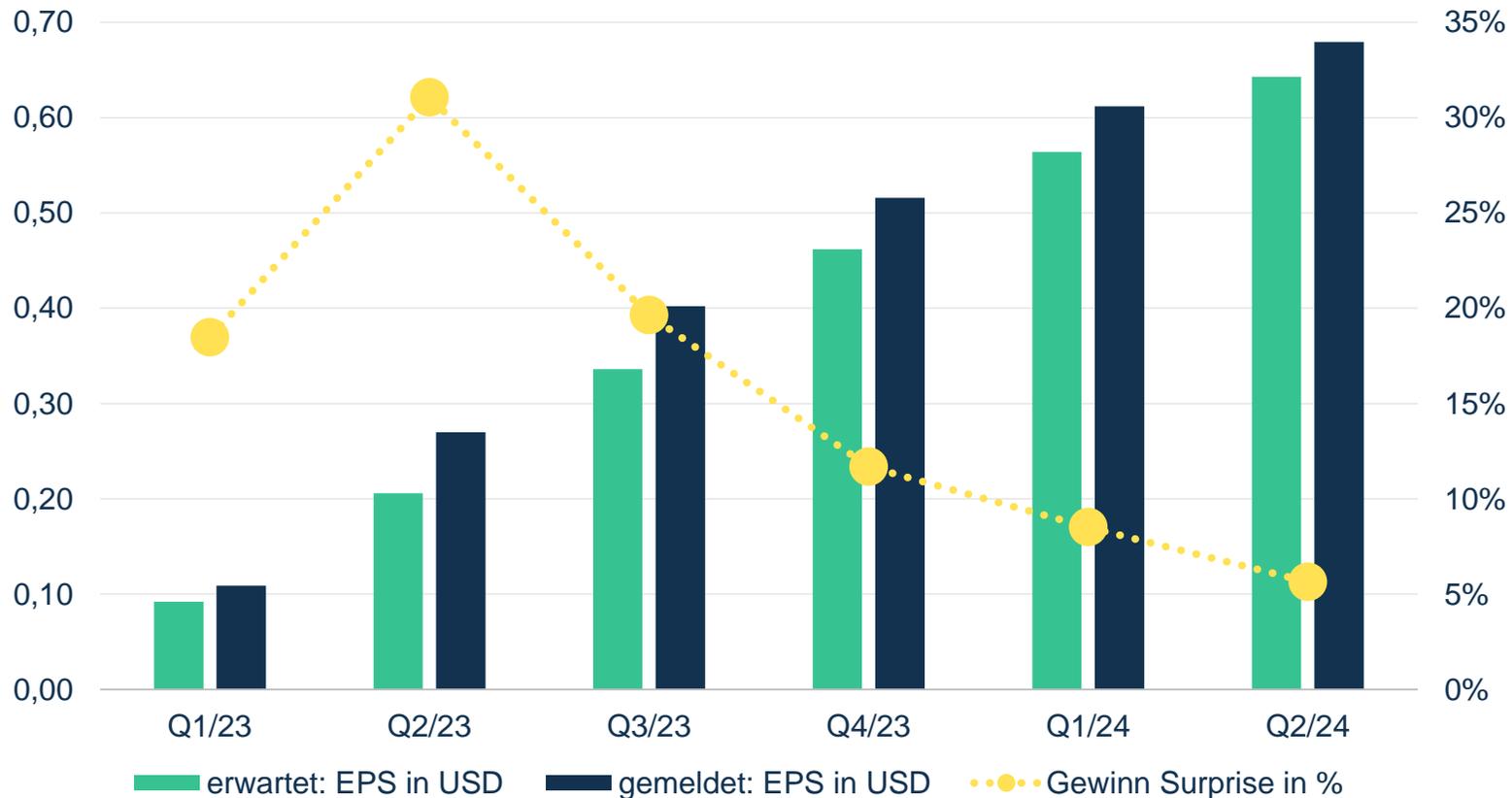


Uwe Streich  
Senior Equity Strategist  
Tel: +49(711)127-74062  
[uwe.streich@LBBW.de](mailto:uwe.streich@LBBW.de)

# Mit immer höheren Kursen stiegen auch die kaum mehr zu erfüllenden Erwartungen der Anleger

## Nvidia: Berichteter vs. erwarteter Quartalsgewinn

in US-Dollar



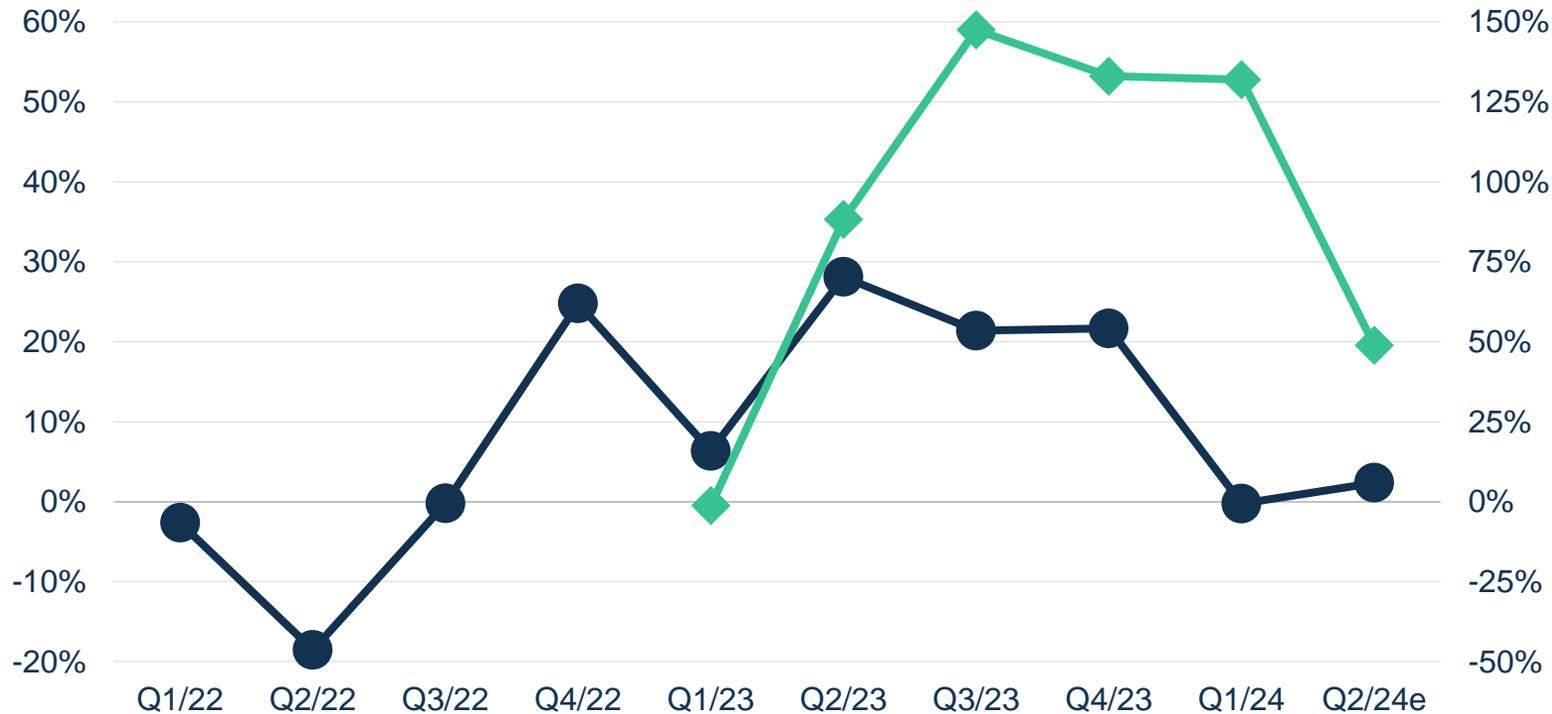
- Nvidia, Designer von Mikrochips für KI-Anwendungen, berichtete Ende August als letztes der Big-Six-Unternehmen zum zweiten Quartal. Umsatz und Unternehmensgewinn lagen bei jeweils mehr als dem Doppelten des Vorjahresquartals. Der Gewinn je Aktie toppte die Erwartungen.
- Die Stimmung ist inzwischen allerdings so, dass die Anleger bereits enttäuscht sind, wenn nicht 12 von 10 Punkten besser als erwartet ausfallen: Dass der Surprise schon zum vierten Mal in Folge sank, schmeckte den Anlegern nicht. Sie störten sich auch daran, dass der Ausblick nur bestätigt und nicht mehr angehoben wurde, genauso wie an der zwar immer noch enormen, jedoch rückläufigen Bruttomarge. Nach den Zahlen wurde Nvidia jedenfalls im Kurs abgestraft.

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

# Goldgräberphase bei KI-Titeln scheint sich dem Ende zuzuneigen

## Big Six: Gewinnwachstum auf Basis der Quartalsgewinne je Aktie

in Prozent



● Big Six: Kapitalisierungsgewichtetes Wachstum des Gewinns je Aktie QoQ - linke Skala  
◆ Big Six: Kapitalisierungsgewichtetes Wachstum des Gewinns je Aktie YoY - rechte Skala

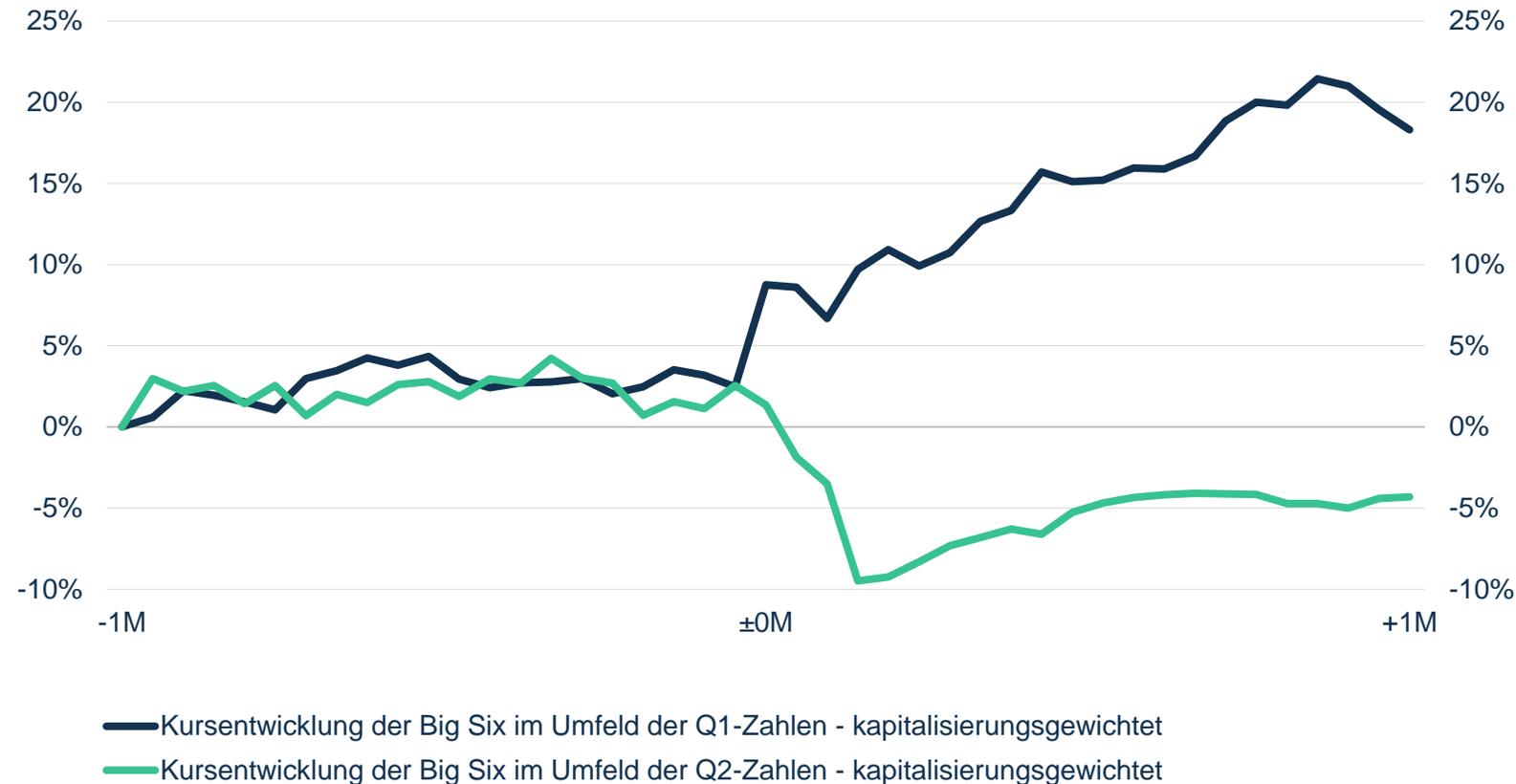
- Nicht nur bei Nvidia, sondern auch für die restlichen Titel der Big Six – also Alphabet, Amazon, Apple, Meta und Microsoft – waren im Rahmen der Q2-Berichtssaison gewisse Ermüdungstendenzen zu erkennen.
- Kapitalisierungsgewichtet hatte das auf Basis der Quartalsgewinne je Aktie ermittelte Gewinnwachstum QoQ sein Hoch in Q2/2023 mit 28 % markiert. Inzwischen sind es nur etwas mehr als 2 %. YoY, also bezogen auf das jeweilige Vorjahresquartal, sank die Wachstumsdynamik von 146 % in Q3/2023 auf „nur“ noch 49 %.
- Dies ist noch immer überdurchschnittlich. Wegen ihres hohen Anteils am S&P 500 „pushen“ die Big Six also nach wie vor das Gewinnwachstum des S&P 500.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Anleger sagen bei KI leise servus und beginnen nun, neue Pferde zu satteln

## Big Six: Kursreaktion auf die Quartalsberichterstattung

indexiert in Prozent

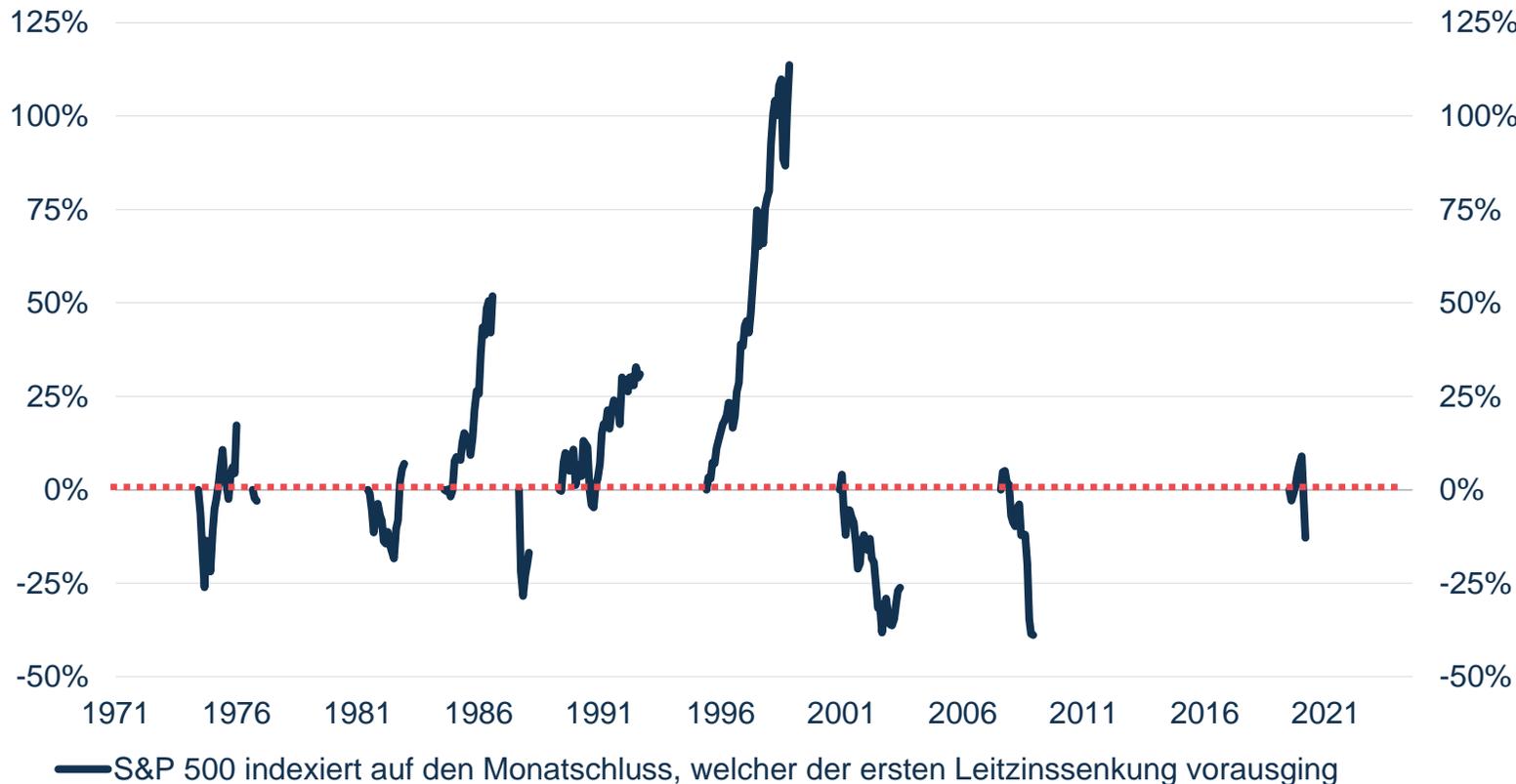


- Die anderen fünf Unternehmen der Big Six hatten schon vor einem knappen Monat berichtet. Die Reaktion auf ihre Zahlen unterschied sich dabei deutlich von derjenigen im Quartal davor. Lösten die Q1-Zahlen – obwohl im Vergleich zu den Erwartungen auch schon nicht mehr so berauschend – nochmals eine weitere Rallye aus, führten die Q2-Zahlen nun mehrheitlich zu Gewinnmitnahmen. Gegenüber ihren jeweiligen Berichtsterminen notieren aktuell sowohl Nvidia (-5,0 %) als auch Microsoft (-1,4 %), Amazon (-3,0 %) und Alphabet (-10,1 %) niedriger. Nur Apple (+4,9 %) und Meta (+9,8 %) legten seither noch weiter zu.
- Angesichts der gesunkenen Wachstumsdynamik und des 48%igen KGV-Aufschlags der Big Six ggü. dem S&P 500 nahmen die Anleger nun einen Teil der Gewinne mit und begannen, neue Pferde zu satteln.

# In Leitzinssenkungsphasen ist das Risiko sinkender Kurse höher als die Chance weiter steigender

## S&P 500 während Leitzinssenkungsphasen

Kursentwicklung in Prozent indexiert

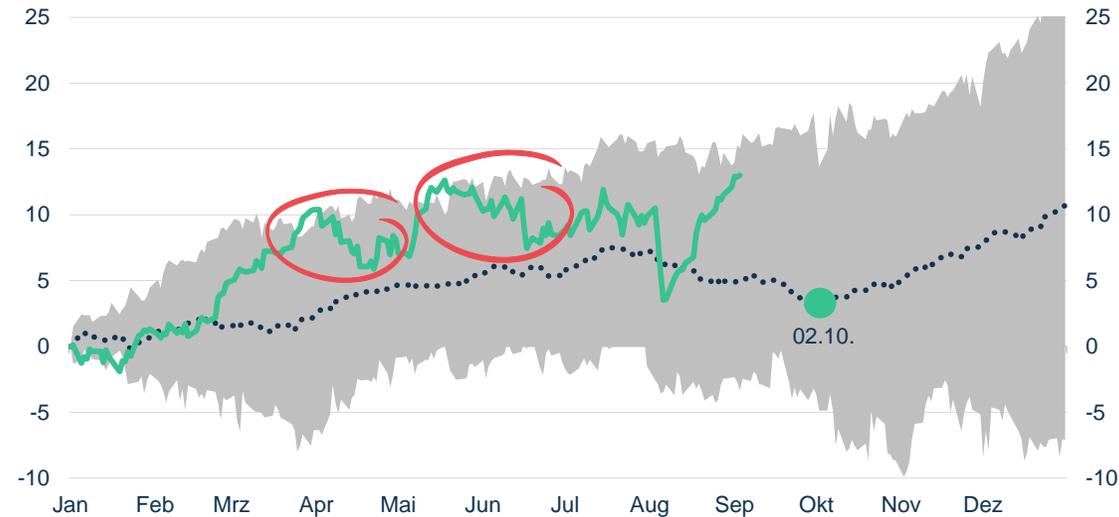


- Die Anleger feierten die unmittelbar bevorstehende US-Leitzinswende zuletzt mit steigenden Aktienkursen: Niedrigere Zinsen führen zwar zu einem höheren Gegenwartswert künftiger Cashflows. Dem stehen allerdings wohl geringere künftige Erträge aufgrund einer inzwischen schwächeren Konjunktur gegenüber. Eindeutig positiv für Aktien sind Zinssenkungsphasen nicht.
- Hinsichtlich Ausgangsniveau sowie Dauer und Ausmaß der Senkungen unterscheiden sich die früheren Phasen deutlich voneinander. Dies gilt auch für die Kursreaktion. Zumindest für die frühe Phase der Senkungen scheint dabei jedoch zu gelten, dass das Risiko von Kursrückschlägen größer ist als die Chance auf weiter steigende Kurse.

# Jüngste Leitzinseuphorie scheint unter Gewinnaspekten überzogen – schwache Saisonalität droht

## DAX: Performance YTD vs. Historie

in Prozent



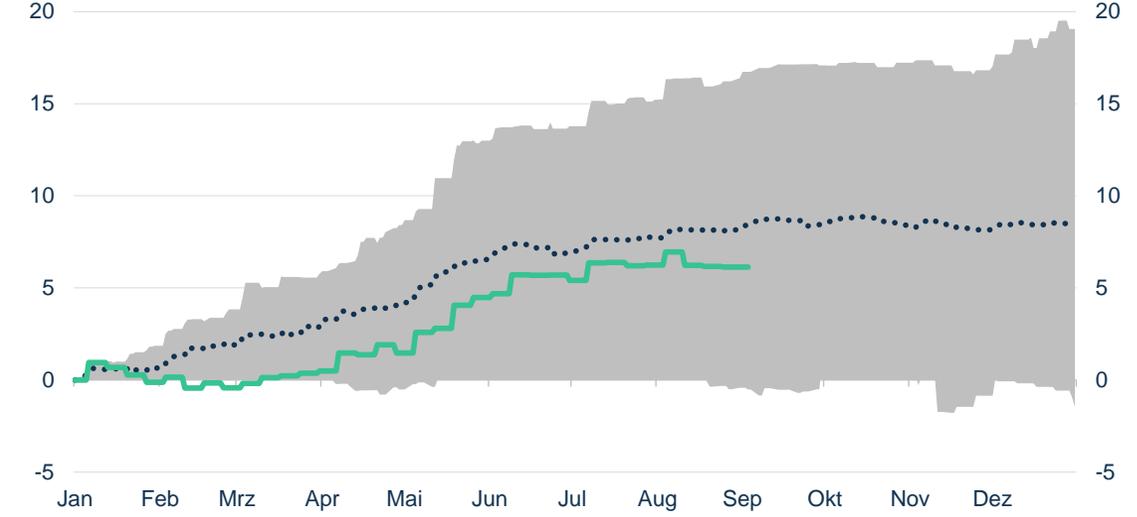
■ 75%- bis 25%-Quantil    .....im historischen Mittel    — 2024 YTD

- Dem kurzen Sommergewitter zu Monatsbeginn zum Trotz überstanden die Anleger mit August den ersten der beiden typischerweise schwierigsten Monate des Jahres unbeschadet.
- Die Euphorie im Umfeld der bevorstehenden US-Leitzinswende hatte eine rasche Erholung zur Folge. Dabei näherte sich der DAX jedoch seinem historischen 75%-Verlaufsquantil an. Dort kam es schon zweimal zu Gewinnmitnahmen.

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

## DAX 12M-Fwd.-Gewinn YTD vs. Historie

in Prozent



■ 75%- bis 25%-Quantil    .....im historischen Mittel    — 2024 YTD

- Der Kursreaktion auf die Zinssenkungsankündigungen scheint dabei überzogen, zumal die derzeitige Gewinnentwicklung des DAX mit seiner starken Performance keineswegs mithalten kann. Der 12M-Fwd.-Gewinn hinkt im laufenden Jahr seinem mittleren historischen Verlauf klar hinterher.
- Mit September ist nun der zweite, sogar noch kritischere Monat als August gestartet. Im historischen Mittel markierte der DAX sein Verlauftief erst am 2. Oktober.

# Ein DAX-Plus im August erhöht die Wahrscheinlichkeit eines schwachen September geringfügig

## Vierfelder-Tafel: August-abhängiger DAX-September-Verlauf

Anteile in Jahren bzw. Prozent

Anzahl an Jahren		September dann im ...		Gesamt
		+	-	
August zuvor im ...	+	6	11	17
	-	8	11	19
		14	22	36

mit einem prozentualen Anteil von		September dann im ...		Gesamt
		+	-	
August zuvor im ...	+	35,3%	64,7%	47,2%
	-	42,1%	57,9%	52,8%
		38,9%	61,1%	100,0%

- Zu fragen ist, ob ein positiver Augustverlauf dem September historisch betrachtet seinen Schrecken nahm, oder ob das Risiko hierdurch im Gegenteil sogar stieg.
- Über sämtliche 36 Jahre hinweg lag die Wahrscheinlichkeit eines DAX-Rückgangs im September bei 61,1 %. Hatte der deutsche Blue-Chip-Index schon im August nachgegeben, reduzierte sich diese auf 57,9 %. Vermied der DAX im August einen Rücksetzer – so wie dieses Jahr – stieg die Wahrscheinlichkeit dafür, dass er ihn im September nachholt auf 64,7 %. Dieser Unterschied ist jedoch nicht signifikant.
- Der Kursrückgang fiel in diesem Fall mit durchschnittlich 5,1 % allerdings klar schwächer aus, als wenn die Stimmung bereits schon im August im Keller war (-7,6 %).

# 07

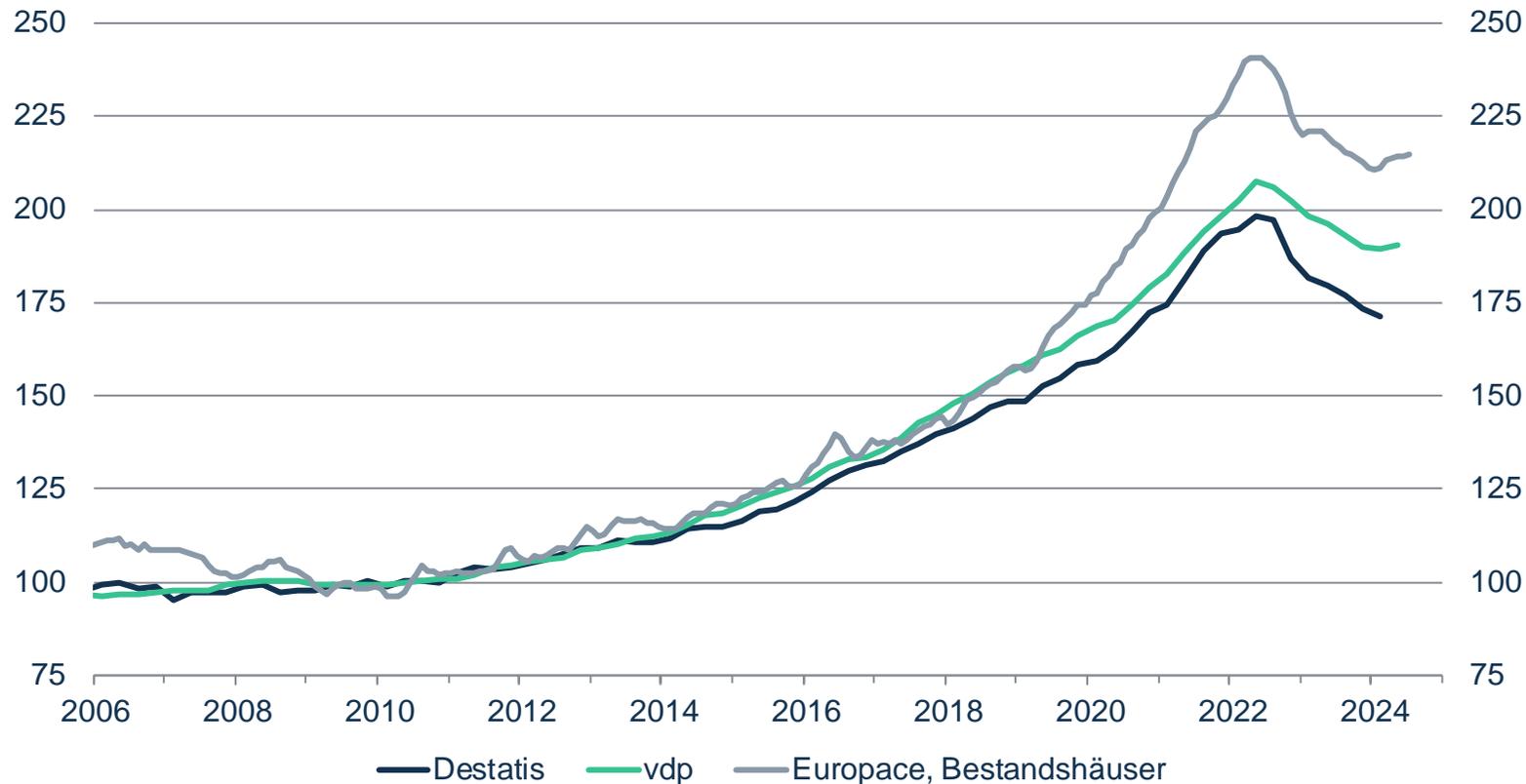
## Immobilien mit Licht und Schatten

Martin Güth, CQF  
Senior Economist  
Tel: +49 711 127-7 96 03  
[martin.gueth@LBBW.de](mailto:martin.gueth@LBBW.de)

# Wohnimmobilienpreise: Positive Tendenz im zweiten Quartal

## Preisentwicklung von Wohnimmobilien

Indizes, 2010 = 100

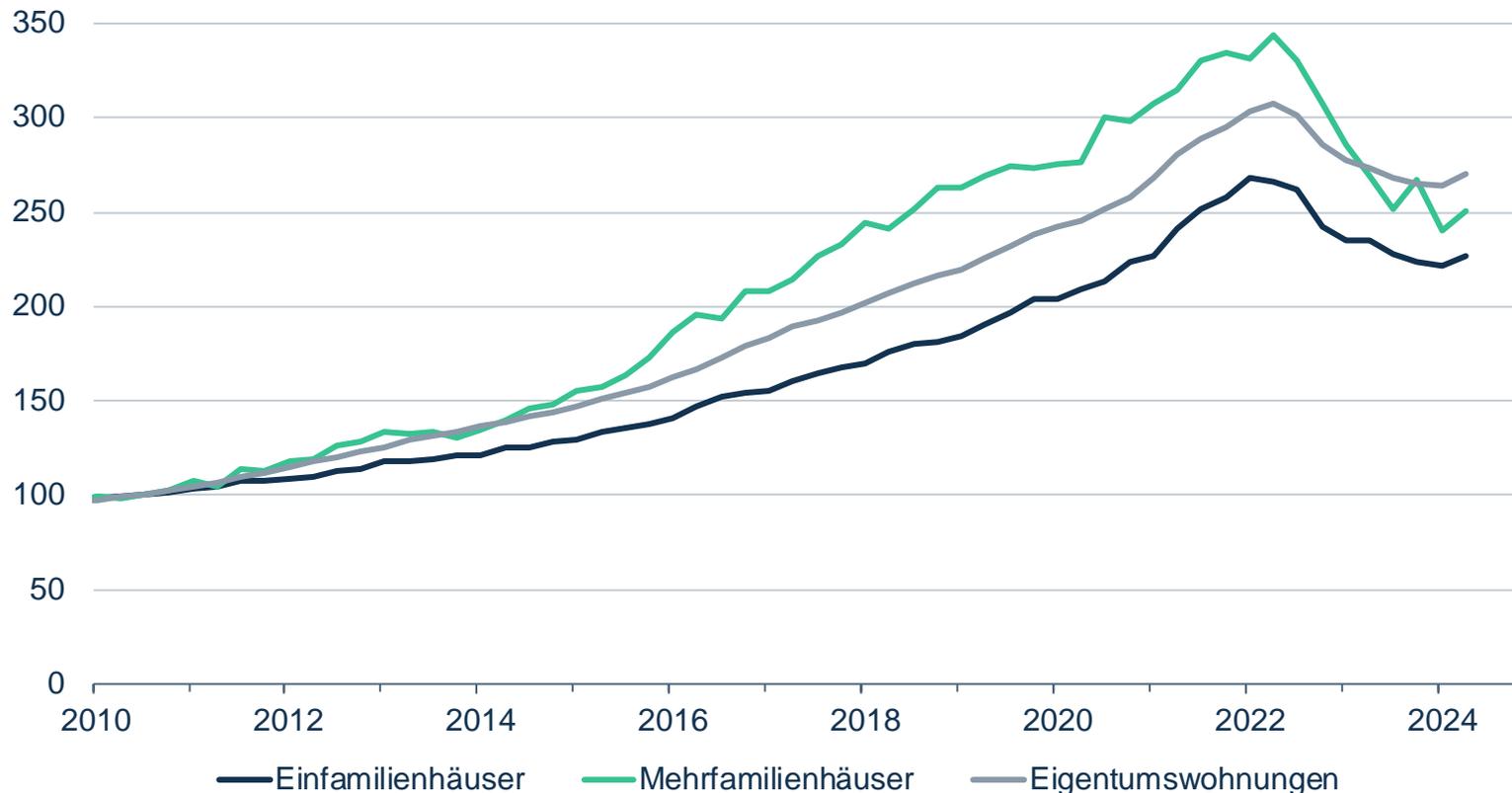


- Die bisherigen Daten bestätigen den von uns prognostizierten Preisanstieg im zweiten Quartal.
- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) weist für das zweite Quartal erstmals seit dem Sommer 2022 wieder einen Anstieg seiner Preisindizes für Wohnimmobilien aus, und zwar sowohl für selbstgenutzte Objekte als auch für Mehrfamilienhäuser. Das Plus beläuft sich jeweils auf 0,5 % im Vergleich zum Vorquartal.
- Auch die monatlichen Daten von Europace weisen aufwärts. Die Dynamik ist nicht überschäumend – was auch nicht zu erwarten war.
- Die Preise dürften ihren Boden nun gefunden haben.

# GREIX-Daten bestätigen Ende des Preisrückgangs im zweiten Quartal in allen Segmenten

## Preisindizes von Wohnimmobilien in 19 großen Städten

2010 = 100, German Real Estate Index (GREIX)

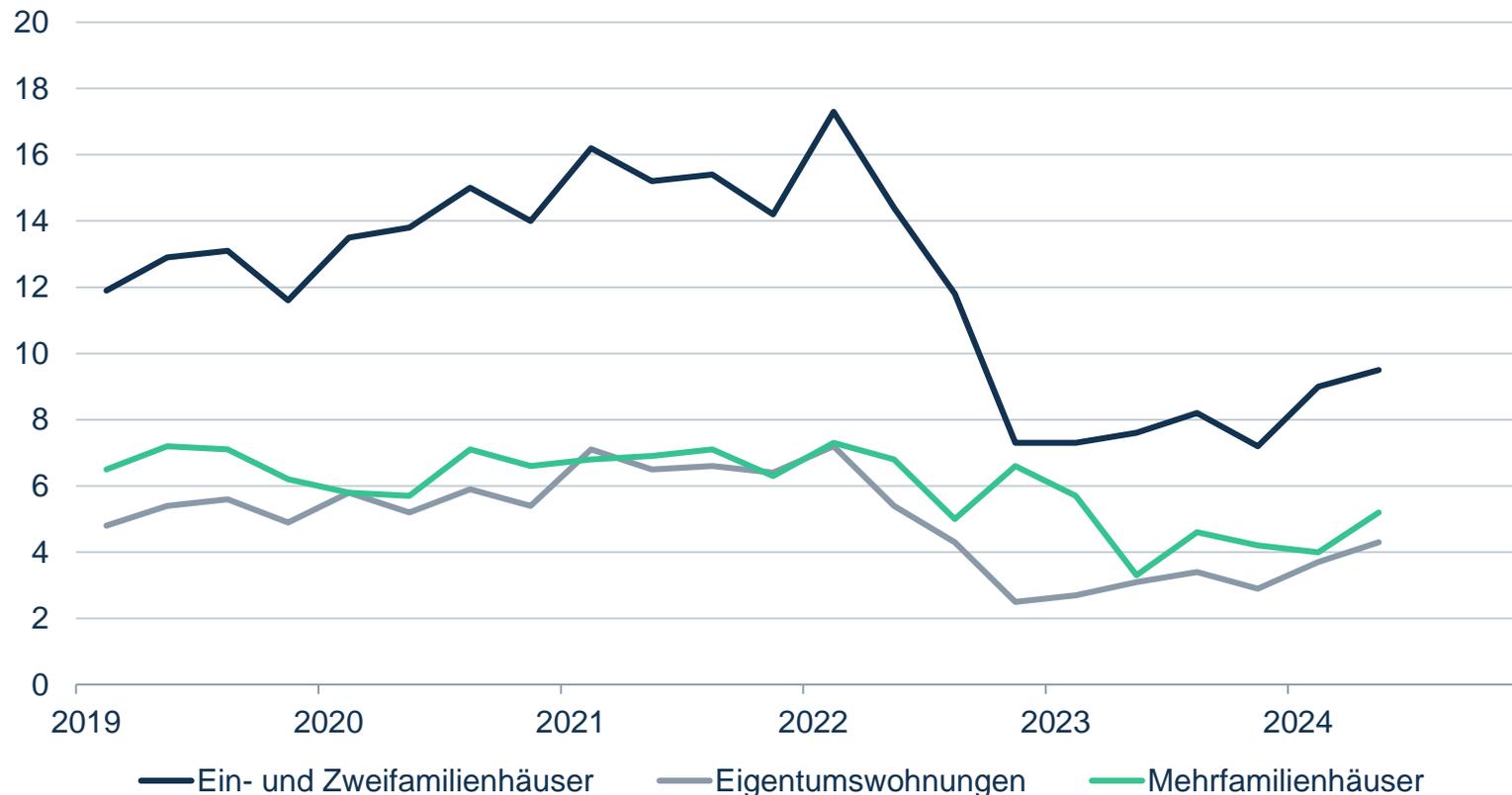


- Der German Real Estate Index (GREIX) wird seit Mai 2023 vierteljährlich von ECONtribute und dem Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel) veröffentlicht. Er basiert auf Daten der Gutachterausschüsse für 19 große deutsche Städte und dem Rhein-Erft-Kreis.
- Für alle drei betrachteten Segmente des Immobilienmarktes weisen die Daten für das zweite Quartal einen Anstieg aus. Das IfW spricht von einer Trendwende. Dies halten wir für verfrüht, da erstens die Daten für Mehrfamilienhäuser sehr volatil sind und wir einen neuerlichen Rücksetzer nicht ausschließen würden, und wir zweitens nur geringe Preiszuwächse in diesem und dem kommenden Jahr erwarten. Von einer Wende würden wir nicht sprechen.

# Steigendes Finanzierungsvolumen signalisiert Marktbelebung

## Darlehenszusagen der vdp-Mitgliedsinstitute für Wohnimmobilienfinanzierungen

in Mrd. Euro je Quartal



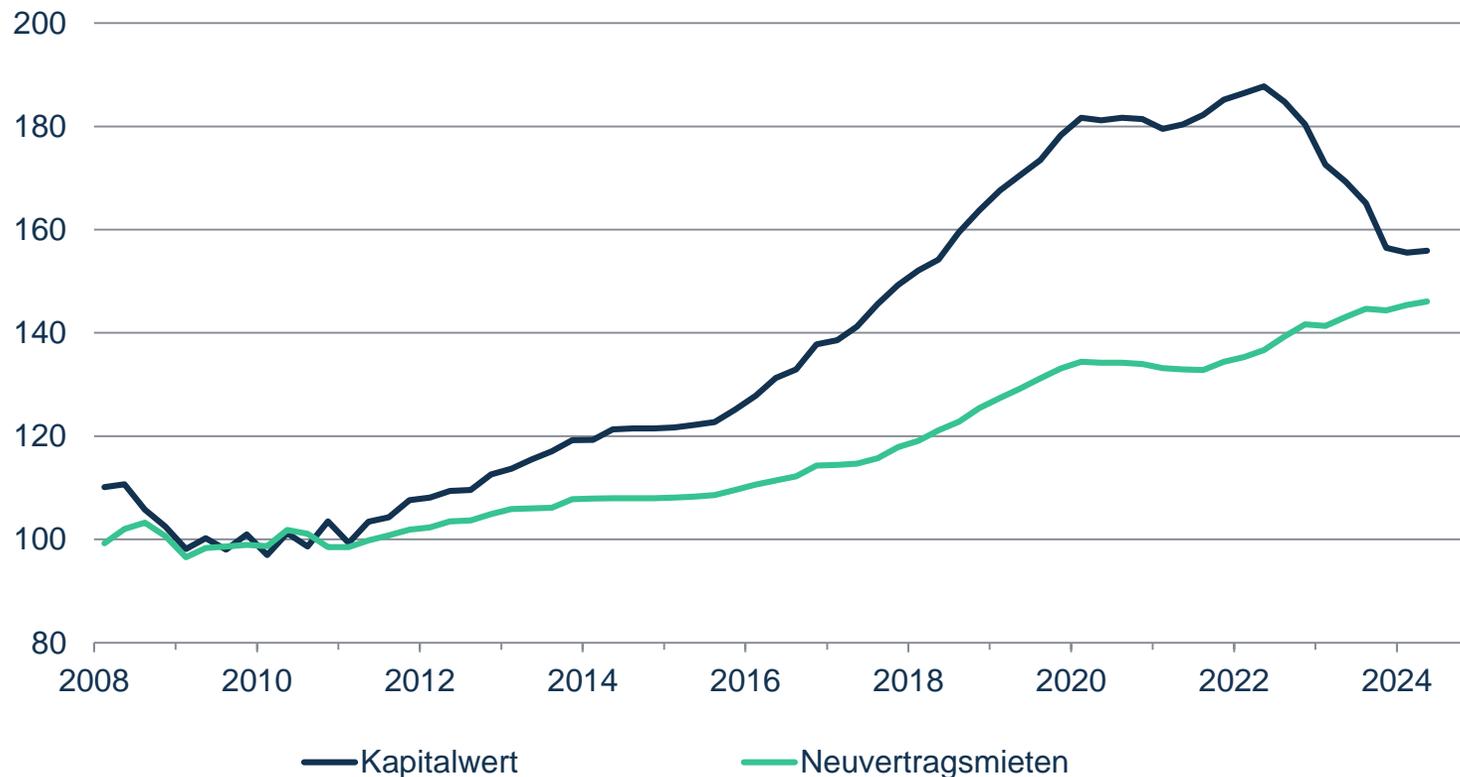
- Die Mitgliedsinstitute des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) haben im zweiten Quartal 13 % mehr Finanzierungen für Wohnimmobilien ausgereicht als im Quartal zuvor.
- Erfreulich werten wir, dass sich nun auch bei Mehrfamilienhäusern das Neugeschäft der Banken belebt hat. Bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern setzte die Erholung bereits früher ein.
- Dies dürfte darauf hindeuten, dass sich auch am Immobilienmarkt das Transaktionsgeschehen im zweiten Quartal belebt hat. Hierauf deuten auch Berichte von großen Maklerhäusern.
- Der Rückgang der Hypothekenzinsen im August spricht vorerst für eine Fortsetzung der Erholung.

Quelle: vdpResearch, LBBW Research

# Büroimmobilienpreise haben sich vorerst gefangen

## Preise und Neuvertragsmieten von Büros

Indizes, 2010 = 100

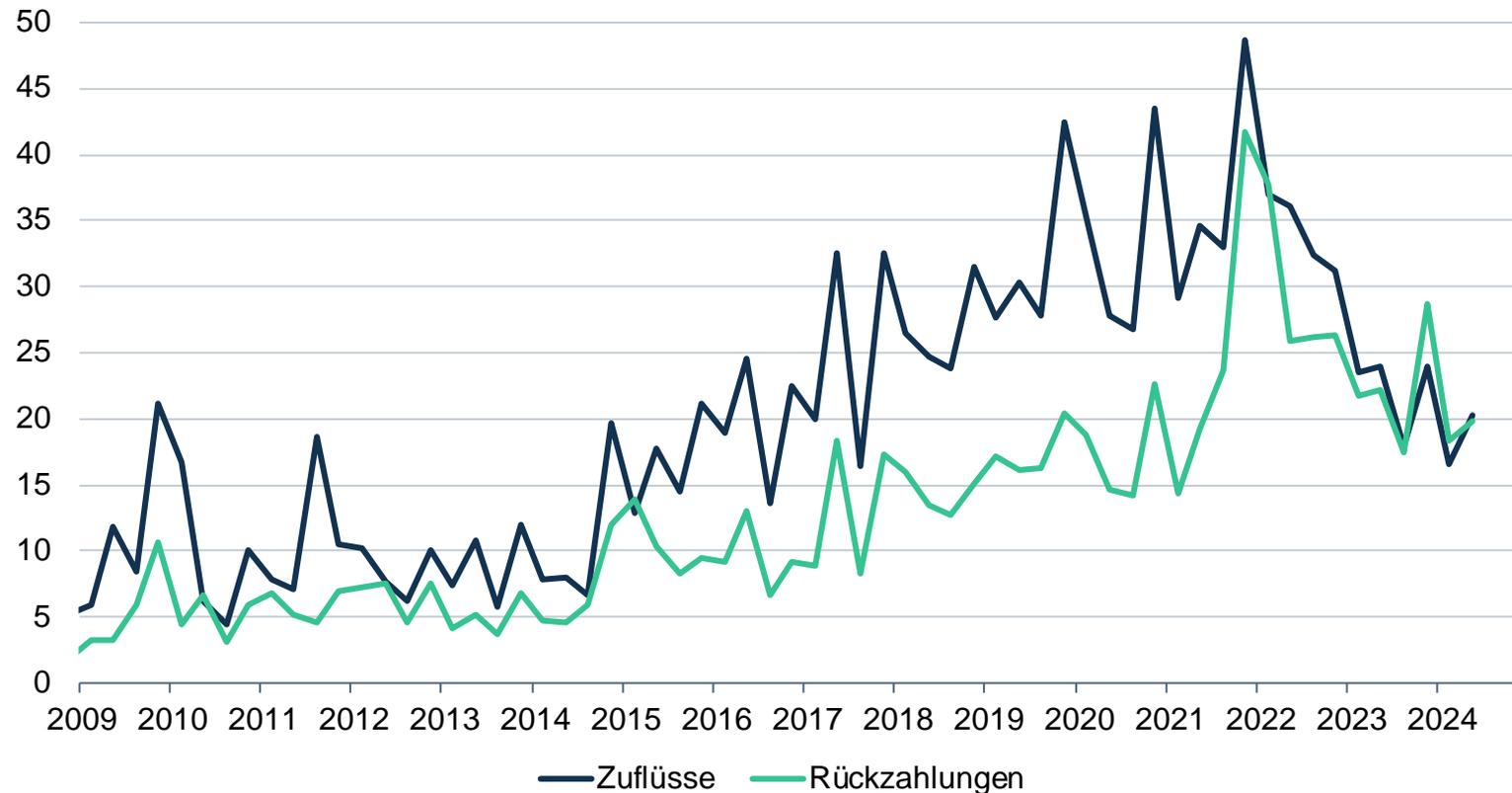


- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) weist für das zweite Quartal 2024 einen Anstieg der Kapitalwerte von Büros um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal aus.
- Der von JLL veröffentlichte Index „Victor“ für die Wertentwicklung von Top-Bürohäusern in fünf Großstädten deutet mit einem nur noch marginalen Minus von 0,1 % ebenfalls auf eine stabile Preisentwicklung hin.
- Wir bleiben dennoch skeptisch, ob die Preise bereits ihren Boden gefunden haben. In unserer Wahrnehmung ist es vor allem das Prime-Segment, das Signale einer Stabilisierung sendet. Aus den anderen Bereichen vernehmen wir weiterhin Abwärtsdruck auf die Preise.
- Daneben spricht unsere reduzierte BIP-Prognose für anhaltenden Abwärtsdruck.

# Immobilienfonds unter Druck, Immobilien zu verkaufen

## Transaktionen Anteile offener Immobilienfonds im Euroraum

in Mrd. Euro, Quartalsdaten bis einschließlich Q2 2024



- Die Rückzahlungen Offener Immobilienfonds im Euroraum überstiegen um den Jahreswechsel herum die Zuflüssen, so dass die Fonds in ihrer Gesamtheit netto Mittelabflüsse hinnehmen mussten. Einige Fonds haben nach wie vor mit Netto-Abflüssen zu kämpfen, was sie unter Druck setzt, Immobilien zu verkaufen.
- Für einzelne an deutschen Börsen gehandelte Fonds liegt der Börsenkurs um rund 20 % niedriger als der Rücknahmepreis der jeweiligen Fondsgesellschaft. Hierin dürfte eine Illiquiditätsprämie zum Ausdruck kommen sowie die Erwartung, dass die Fonds noch Bewertungskorrekturen vornehmen müssen.
- Viele Immobilienunternehmen haben derweil jüngst signalisiert, dass sie für ihr Unternehmen nicht mehr mit größeren Abwertungen rechnen.

# 08

## Prognosen und Asset Allokation – Zins- und Konjunktur- prognosen angepasst

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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsches BIP enttäuscht im zweiten Quartal 2024 mit -0,1 % Q/Q nach Erholung um 0,2 % in Q1
- Frühindikatoren deuten auf weiterhin schleppende Entwicklung in H2 2024 hin
- Inflation dürfte aufgrund von Basiseffekten bis Jahresende wieder etwas zulegen



## Aktienmärkte



- Gewinntrend in Europa konjunkturbedingt verhalten, in den USA besser
- KI-getriebene Hausse ist in eine Konsolidierung gemündet
- Nach den US-Wahlen wieder Schwung erwartet, dann mit neuen Favoriten



## Zinsumfeld



### Geldmarkt / Notenbanken

- Fed:  
Leitzins-Peak bei 5,50 % erreicht;  
Zinswende im September 2024,  
Senkungen um insgesamt mindestens 75 Bp bis Ende 2024 erwartet
- EZB:  
Nächste Leitzinssenkung im September 2024, Einlagesatz per Ende 2024 bei 3,25 % erwartet



## Devisen



- US-Renditevorteil dürfte auf aktuellem Niveau konsolidieren
- US-Dollar mit Rückenwind im Falle einer Wahl Donald Trumps
- Standort USA gilt als attraktiver



## Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- OPEC+ will Förderkürzungen auch im dritten Quartal aufrechterhalten; Ölangebot bleibt damit relativ knapp
- Hoffnung auf US-Zinssenkungen und politische Spannungen in Nahost halten Gold auf hohem Niveau.

### Renditen

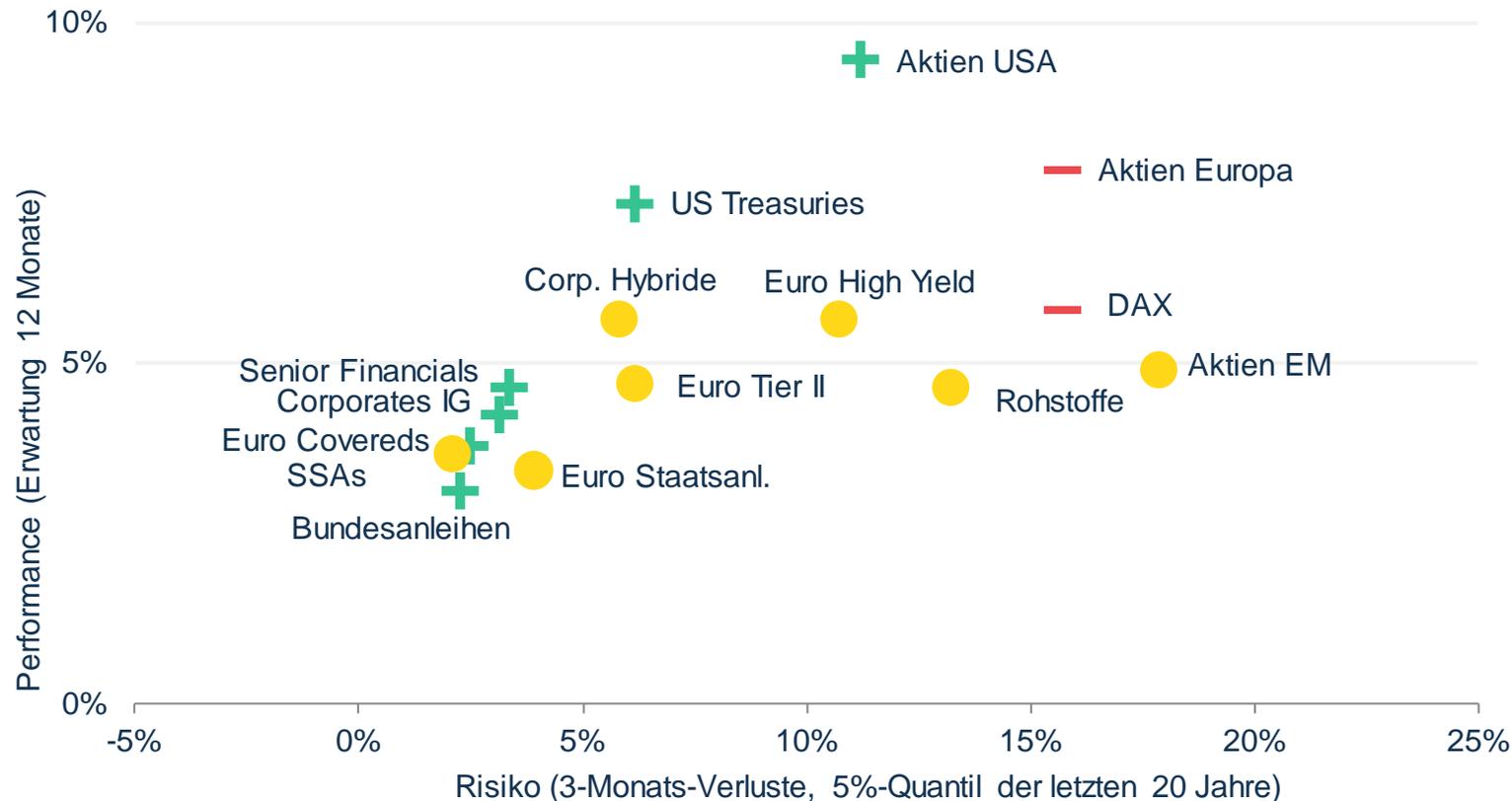


- EUR-Langfristzinsen:  
kurzfristig Seitwärtstrend erwartet;  
Tendenz auf mittlere Frist wieder leicht aufwärts

# 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 ca. 3,5 % bei den in US-Dollar notierten Assetklassen (neben US-Aktien und -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	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 Energie Immobilien Industrie Versorger	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	+ USD, GBP 0 JPY, CNY - CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/- Edelmetalle 0/+ Industriemetalle 0 Energie	0/- Gold 0 Silber 0 Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

# LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass August grün/rot markiert)

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

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
EZB Einlagesatz		3,75	3,25	2,75	2,50
Bund 10 Jahre		2,23	2,30	2,40	2,20
Fed Funds		5,50	4,75	4,25	3,75
Treasury 10 Jahre		3,92	3,95	4,20	4,00
BBB Bundspread (in Bp.)		129	120	115	110

Aktienmarkt					
in Punkten		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
DAX		18 907	19 000	20 000	20 000
Euro Stoxx 50		4 958	5 100	5 200	5 200
S&P 500		5 648	5 700	5 900	5 900
Nikkei 225		38 648	40 000	40 000	40 000

Rohstoffe und Währungen					
		aktuell	31.12.24	30.06.25	31.12.25
US-Dollar je Euro		1,11	1,10	1,07	1,07
Franken je Euro		0,94	1,00	1,00	1,00
Pfund je Euro		0,84	0,82	0,82	0,81
Gold (USD/Feinunze)		2 505	2 400	2 300	2 300
Öl (Brent - USD/Barrel)		80	80	80	75

+ Angehoben  
— Gesenkt

# LBBW Szenarien

**60 % (55 %)**  
**Hauptszenario**

- 1) Harris oder „moderates Trump-Szenario“. Festgefahrene Fronten im Ukraine-Krieg, Verhärtung der geo- und handelspolitischen Blockbildung. Nach Wahl in Frankreich: Sorgen vor nicht nachhaltiger Fiskalpolitik einzelner Eurostaaten nehmen zu.
- 2) Gedämpftes globales Konjunkturmilieu, Deutschland weiterhin unterdurchschnittlich.
- 3) Sinkende Inflation und schwache Konjunktur bewegen die Notenbanken zu vorsichtigen Leitzinssenkungen.
- 4) Differenzierung bei europäischen Staatsanleihen nimmt zu, Aktien und Credits bleiben gefragt, Wohnimmobilienpreise stabilisieren sich.

**25 %**  
**Negativszenario I**

*„Trump entfesselt“ /  
Geopolitik*

- 1) US-Wahl: Trump „entfesselt“ (Handelskrieg: Einfuhrzölle steigen auf 10%, ggü. China auf 60%; US-Verschuldung: starker Anstieg; Ungewissheit über NATO-Bündnistreue, Konflikt mit China eskaliert / Europa wird ggü. China zu Sanktionen gezwungen).
- 2) Geopolitik: China-Taiwan-Spannungen nehmen zu; Nahost-Konflikt weitet sich aus; Ukraine zunehmend existenzgefährdet.
- 3) Rezession: EZB senkt Leitzinsen zügig, zusätzlich Liquiditätsspritzen, Bundrenditen fallen stark wegen Konjunkturangst und Zinssenkungen der Notenbanken. Drohende Überschuldung: Rendite längerfr. US-Staatsanleihen steigt stark, Zinskurve steiler.
- 4) „Risk-off“: Europäische Aktien fallen stark, US-Werte halten sich besser, Dollar steigt ggü. Euro. Credit Spreads steigen deutlich.

**10 % (15 %)**  
**Negativszenario II**

*„Inflation“*

- 1) Inflation geht langsamer zurück als erhofft oder steigt wieder. Zweitrunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken beenden Leitzinssenkungsphase trotz schwacher Konjunktur.
- 3) Renditen am Rentenmarkt steigen wegen „Tightening Bias“ der Zentralbanken und steigender Inflationsprämien.
- 4) „Risk-off“: Korrektur an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

**5 %**  
**Positivszenario**

- 1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt Fahrt auf.
- 2) Ukraine-Krieg endet; Entspannung im Nahostkonflikt.
- 3) Rasante KI-Entwicklung führt perspektivisch zu Investitionsboom und Produktivitätsverbesserungen.
- 4) „Risk-on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

# Hauptszenario (60 % zuvor 55 %)

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



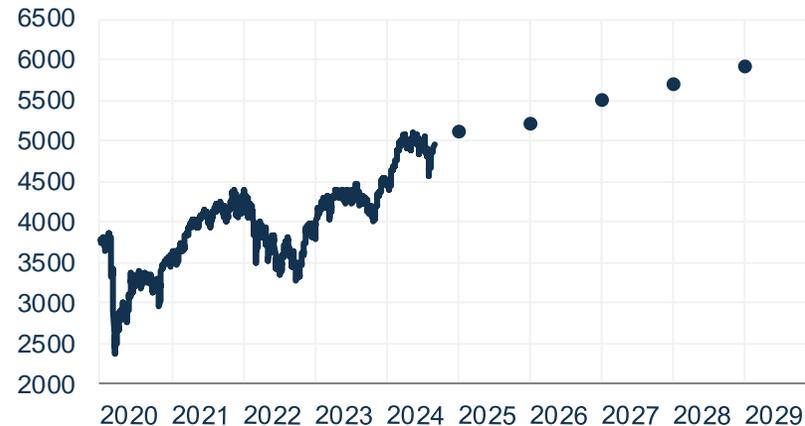
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*

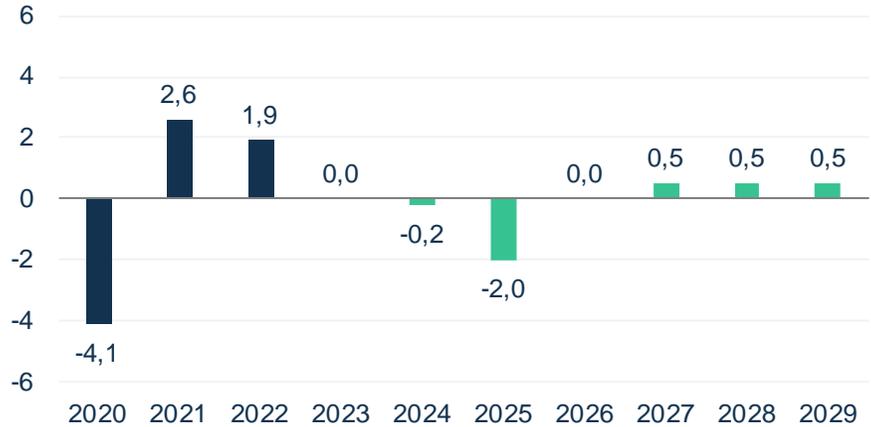


Quellen: Bloomberg, LBBW Research

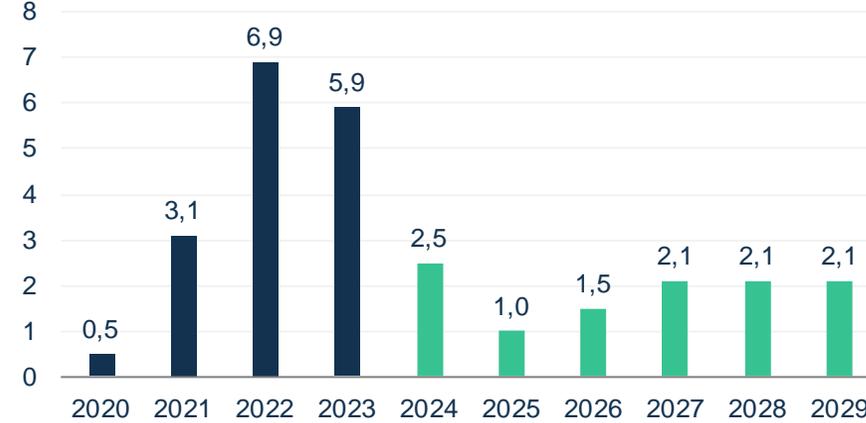
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 1) „Trump entfesselt“ (25 %)

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



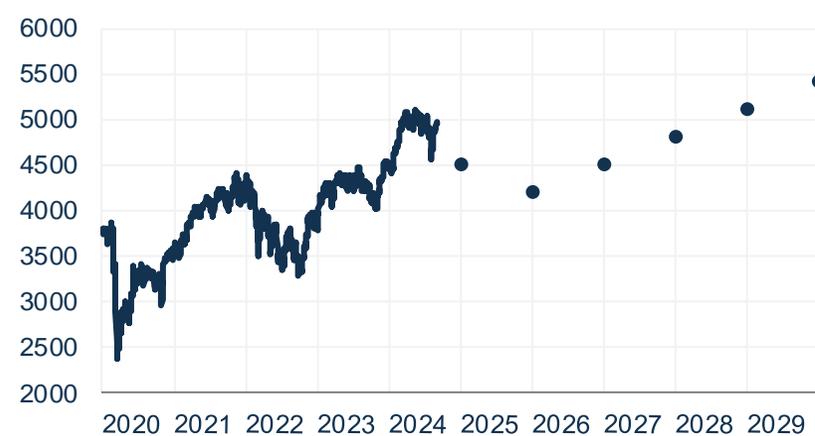
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

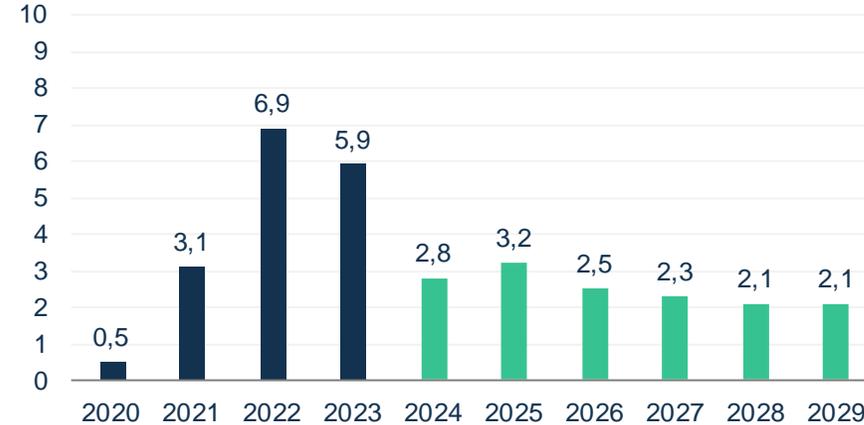
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 2) Inflation hartnäckiger (10 % zuvor 15 %)

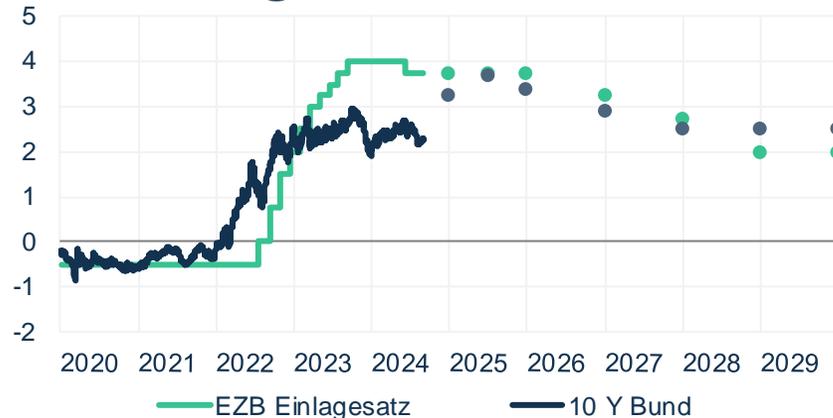
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



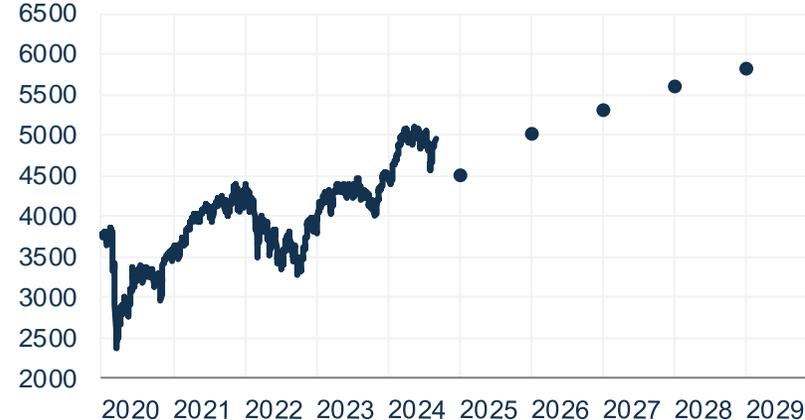
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

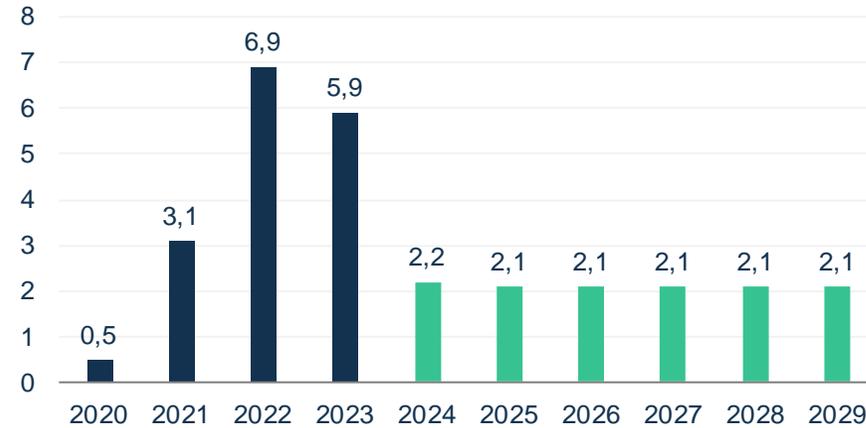
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Positivszenario (5 %)

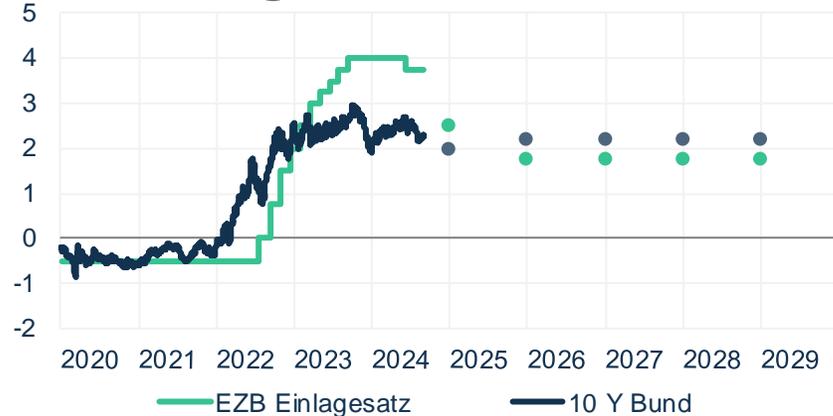
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



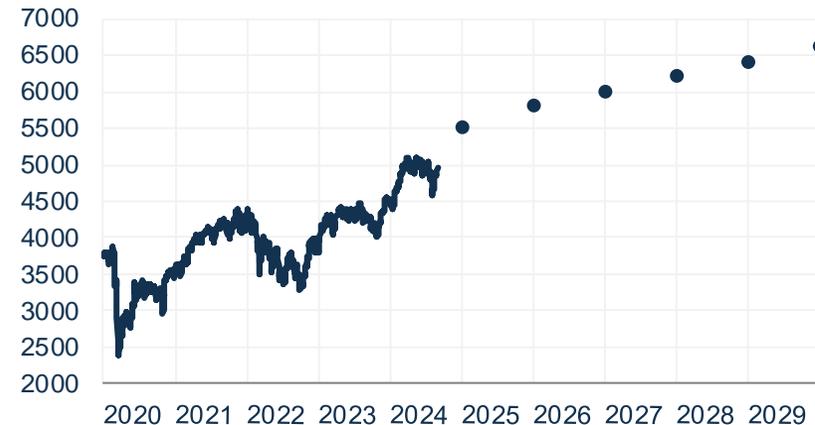
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

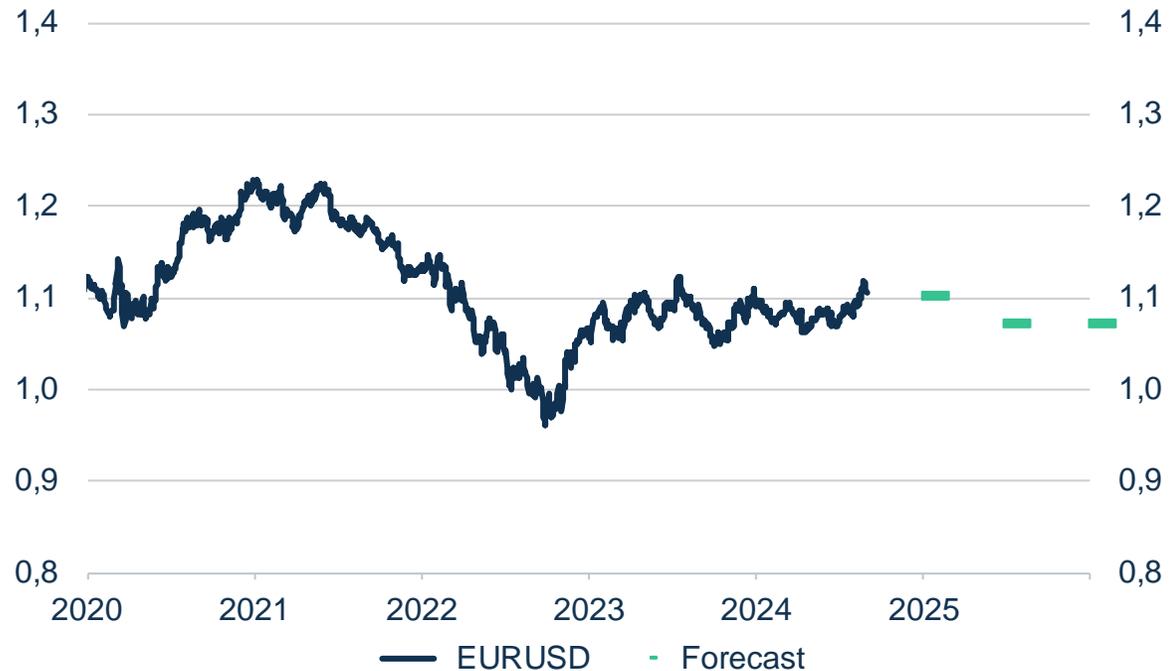
# 09

## Anhang



# EURUSD: Prognosen nach oben angepasst

## FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
EURUSD	1.11	1.08	1.10	1.08	1.10	1.07	1.07

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

- Der Euro ist nach unseren Berechnungen der Kaufkraftparität gegenüber dem US-Dollar unterbewertet.
- Die US-Fed dürfte ihre Zinsen 2024 deutlicher senken als bislang angenommen. Dies erfordert eine Prognoserevision.

### Contra EUR

- Die US-Notenbank wird ihre Leitzinsen schwächer senken als die EZB.
- Die Sorge vor einer Eskalation der geopolitischen Konflikte sollte den US-Dollar stützen.
- Die US-Wirtschaft sollte in den Jahren 2024 und 2025 jeweils stärker wachsen als der Euroraum.
- 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



EURGBP	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
	0.84	0.87	0.87	0.85	0.82	0.82	0.81

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

- Fehlanzeige.

### Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Die neue Labour-Regierung ist auf Haushaltskonsolidierung bedacht.
- Die britische Wirtschaft ist im ersten Halbjahr 2024 spürbar stärker gewachsen als die Wirtschaft im Euroraum.

# EURCHF: Franken legt gegenüber Euro zu

## FX EUR/CHF



EURCHF	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
	0,94	0,97	0,93	0,96	1,00	1,00	1,00

Quellen: LSEG, LBBW Research

## 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 % und damit im Zielbereich der SNB.
- Geopolitischen Konflikte und politische Risiken könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

## Contra CHF

- Die SNB dürfte ihre Devisenverkäufe heruntergefahren haben.
- Die SNB läutete im März 2024 die Zinswende ein und senkte ihren Leitzins im Juni um weitere 25 Basispunkte auf 1,25 %. Weitere Zinssenkungen dürften folgen.

# EURJPY: Yen stabilisiert sich nach Aufwertung

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
EURJPY	162.56	151.95	156.33	164.48	163.00	165.00	166.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

- Die Zinsen der EZB liegen deutlich über denen der BoJ. Letztere fährt inzwischen zwar einen deutlich restriktiveren geldpolitischen Kurs. Die Zinsschritte sind dennoch eher als homöopathische Dosis zu bezeichnen. Der BoJ-Leitzins dürfte noch längere Zeit auf relativ niedrigem Niveau verharren.
- Japans Wirtschaft bleibt trotz einer Erholung im zweiten Quartal schwach. Die Industrieproduktion befindet sich im Abwärtstrend und von der Exportseite erwarten wir 2024/25 wenig Impulse.

## Contra EUR

- Die wirtschaftliche Dynamik des Euroraumes ist schwach.
- Die EZB hat die Zinswende nach unten vollzogen und wird ihre Leitzinsen weiter absenken.
- Die Tendenz der Zins- und Renditedifferenz zu EUR und USD entwickelt sich zunehmend zugunsten von JPY-Anlagen. Die US Fed dürfte noch im September die Zinswende vollziehen.

# USDCNY: CNY im Sog zwischen PBOC und Fed

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
USDCNY	7.12	7.09	7.10	7.22	7.40	7.25	6.95
EURCNY	7.88	7.66	7.86	7.80	8.14	7.76	7.44

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro USD

- Die chinesische Industrieproduktion verliert im Juli an Dynamik. Die Konsumbereitschaft der Haushalte ist weiterhin verhalten.
- Zur Stützung der Wirtschaft dürfte die chinesische Zentralbank die Zinsen weiter absenken, die Zinsdifferenz zu den USA sich somit kurzfristig nicht wesentlich verringern.
- Angesichts der anhaltend schwachen Inlandsnachfrage sowie neuer Zölle (u.a. Kanada), wird die PBOC zur Stützung der Exporte einer zu starken Aufwertung des Yuan entgegenwirken.

### Contra USD

- Fed-Chef Powell machte deutlich, dass im September die erste Leitzinssenkung bevorsteht. Eine 50-Basispunkte-Reduktion würde den Druck auf den Dollar stark erhöhen.
- Deutliche Abwärtsrevisionen beim US-Beschäftigungsaufbau für die 12-Monatesperiode bis März 2024 signalisieren Abkühlung.
- Neue Maßnahmen zur Stützung des Häusermarkts in China.

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 24	Progn. Q2 25	Einschätzung
EURBRL	6,20	5,60	5,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Brasiliens Regierung bekräftigt, einen ausgeglichenen Haushalt vor Zinskosten erzielen zu wollen. Die Anleger zweifeln jedoch an der notwendigen Disziplin. Dies belastet den Real.</li> <li>▪ Der Zinssenkungszyklus der Notenbank endete bei 10,50 %. Ein weiterer Anstieg der Inflationsrate könnte voraussichtlich noch 2024 zu einer erneuten Straffung der Geldpolitik führen.</li> </ul>
EURHUF	392	395	390	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Notenbank Ungarns pausierte im August den Zinssenkungszyklus. Der Anstieg der Inflationsrate auf 4,1 % im Juli und die Abwertung des Forint in Richtung 400 EURHUF dürften hierfür entscheidend gewesen sein. Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir eine vorsichtige Fortsetzung der Zinssenkungen durch die Währungshüter.</li> </ul>
EURMXN	21,81	19,60	19,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Schon im September könnte über eine Verfassungsänderung entschieden werden, die als Basis für die umstrittene Justizreform dient. Dies belastet den Peso ebenso wie mögliche negative wirtschaftliche Konsequenzen bei einem Sieg von Donald Trump bei den US-Wahlen.</li> <li>▪ Wir erwarten keine wesentlichen Änderungen in der Zinsdifferenz zwischen Peso und Euro.</li> </ul>
EURPLN	4,28	4,25	4,25	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Polens Inflationsrate stieg im August erneut leicht auf 4,3 %. Daher erwarten wir keine Veränderung im restriktiven Kurs der Notenbank. Dieser unterscheidet sich von dem Kurs der anderen wichtigen Notenbanken in Osteuropa und verschafft dem Zloty einen Zinsvorteil.</li> <li>▪ Das Wirtschaftswachstum bleibt weiter stabil und wuchs im zweiten Quartal um 1,5 %.</li> </ul>
EURRON	4,97	5,02	5,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rumäniens Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal lediglich um 0,8 % und enttäuschte die Markterwartungen. Dies könnte die Notenbank zu einer erneuten Zinssenkung im Herbst bewegen. Der Leitzinssatz wurde im Sommer bereits um 50 Basispunkte gesenkt.</li> <li>▪ Die Inflationsrate stieg im Juli erneut an und erreichte 5,42 %.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.09.2024, 10:04 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 24	Progn. Q2 25	Einschätzung
EURSEK	11,35	11,20	11,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im zweiten Quartal verlor die schwedische Wirtschaft deutlich an Dynamik und schrumpfte um 0,3 %. Damit dürfte in diesem Jahr kaum noch ein positives Wachstum zu erzielen sein.</li> <li>Die Notenbank senkte den Leitzinssatz im August auf 3,5 %. Diesem Schritt werden 2024 noch weitere folgen. Dies bringt wichtige Impulse für die zinssensible schwedische Wirtschaft.</li> </ul>
EURTRY	37,34	39,10	41,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die negative Realverzinsung belastet die türkische Lira. Im zweiten Quartal droht sich das Wirtschaftswachstum zu verlangsamen. Damit steigt der Druck auf die Notenbank, den Leitzins zu senken. Dadurch rückt das Erreichen einer positiven Realverzinsung in weite Ferne.</li> <li>Die Währungsreserven der türkischen Zentralbank erreichten im Juli ein Rekordhoch.</li> </ul>
EURZAR	19,81	22,40	22,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Südafrikas Notenbank hat den Leitzinssatz seit über einem Jahr unverändert bei 8,25 % belassen. Wir erwarten erste Zinssenkungen erst nach der US-Notenbank, wodurch der Zinsvorteil erhalten bleibt. Der Rückgang der Inflationsrate auf 4,6 % ermöglicht eine Zinswende.</li> <li>Die Marktteilnehmer erwarten von der Regierungskoalition die Umsetzung wichtiger Reformen.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.09.2024, 10:04 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 24	Progn. Q2 25	Einschätzung
EURAUD	1,63	1,54	1,49	<ul style="list-style-type: none"> <li>Australiens Notenbank ließ den Leitzinssatz im August unverändert bei 4,35 %. Da der Arbeitsmarkt weiter sehr robust ist und der Rückgang der Inflationsrate langsamer als erwartet verläuft, behalten sich die Währungshüter weiter eine Zinserhöhung vor.</li> <li>Schwächere Wirtschaftsdaten aus China bremsen die Aufwertung des australischen Dollars.</li> </ul>
EURCAD	1,49	1,46	1,41	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir erwarten, dass Kanadas Notenbank ihren Zinssenkungskurs fortsetzt. Denn die Inflationsrate sank im Juli auf 2,54 %. Dagegen kletterte die Arbeitslosenquote auf 6,3 %.</li> <li>Tiefere Zinsen könnten der zinssensiblen kanadischen Wirtschaft wichtige Impulse geben.</li> <li>Die trüben Aussichten für die Weltwirtschaft belasten weiter die konjunktursensible Währung.</li> </ul>
EURCZK	25,02	24,50	24,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nach der letzten Leitzinssenkung auf 4,50 % zeigten sich die tschechischen Währungshüter restriktiver und dämpften die hohen Zinssenkungserwartungen des Marktes. Weitere Zinssenkungen der EZB könnten die Attraktivität der Krone stärken.</li> <li>Tschechiens Wirtschaft leidet weiterhin unter den trüben Konjunkturaussichten in Europa.</li> </ul>
EURNOK	11,71	11,00	10,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Markterwartung, dass die norwegische Notenbank den Leitzinssatz in diesem Jahr deutlich senken wird, scheint übertrieben. Denn die Inflationsrate stieg im Juli auf 2,8 % und liegt damit deutlich über dem Notenbankziel bei 2 %.</li> <li>Die eingetrübte Stimmung der Anleger belastet die konjunktursensible norwegische Krone.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.09.2024, 10:04 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	2-Sep-2024	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.63	2.80	0.16	2.71	-0.67	1.70	1.60
BRL	6.24	0.53	-8.59	-14.53	-14.03	6.34	5.18
GBP	0.84	1.34	1.31	1.75	2.96	0.88	0.84
CNY	7.87	0.12	-0.09	-0.28	-0.47	7.98	7.65
JPY	162.69	-1.54	4.86	-2.99	-4.27	174.98	154.73
CAD	1.49	1.32	-0.93	-1.74	-2.49	1.52	1.42
NZD	1.78	2.99	-0.53	2.18	-1.78	1.85	1.74
NOK	11.72	2.11	-2.73	-1.89	-4.28	12.11	11.19
PLN	4.27	0.54	0.12	4.68	1.75	4.67	4.25
RUB	99.32	-6.03	-1.22	4.68	-0.57	106.47	89.75
SEK	11.35	1.73	0.59	4.95	-1.92	11.95	11.02
CHF	0.94	-0.39	3.95	1.43	-1.32	0.99	0.93
ZAR	19.77	0.70	3.36	2.63	2.16	20.96	19.17
CZK	25.03	1.06	-1.31	-3.54	-1.38	25.49	24.10
TRY	37.55	-3.35	-6.88	-23.11	-13.12	38.01	28.70
HUF	392.25	1.38	-0.56	-2.09	-2.56	399.50	375.95
USD	1.11	-1.33	-1.93	-2.37	-0.21	1.12	1.05
Exchange rates to USD							
JPY	146.97	-0.21	6.92	-0.64	-4.08	161.67	140.90
CNY	7.12	0.60	1.75	2.02	-0.25	7.34	7.09

# 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	6.15	6.30	6.74	7.14	9.95	10.45	4.42	4.82	4.90	5.80	4.79	5.39	3.25	4.35	4.52	6.22	5.05	5.55
2 months	6.07	6.27	6.36	6.76	9.68	10.28	4.49	4.84	5.32	6.17	4.93	5.48	3.26	4.36	4.50	6.20	4.94	5.34
3 months	6.36	6.51	6.20	6.60	9.59	10.09	4.50	4.85	5.56	6.41	4.98	5.53	3.36	4.41	5.02	6.67	5.70	5.90
6 months	6.11	6.26	5.99	6.34	9.21	9.71	4.65	5.00	5.94	6.79	5.20	5.70	3.52	4.32	5.24	6.74	5.70	6.00
9 months	6.17	6.27	5.93	6.23	9.08	9.58	4.82	5.12	6.28	7.13	5.45	5.95	3.53	4.33	5.51	6.86	5.88	6.13
1 year	6.23	6.38	5.91	6.21	9.00	9.50	4.98	5.33	6.54	7.34	5.61	6.11	3.61	4.46	5.72	7.12	6.13	6.28
2 years	6.57	6.77	6.05	6.45	9.08	9.58	5.39	5.74	6.45	7.70	5.54	6.34	3.42	4.57	6.17	8.17	6.40	6.90
3 years	6.62	7.12	4.50	8.50	8.71	10.11	5.37	6.47							6.28	8.13	6.06	7.86
5 years	7.12	7.67	5.09	9.19	8.84	10.34	5.90	7.35									6.29	8.14

Data as of: 09/03/2024 7:34 AM

# Brent: Konjunktursorgen belasten Ölpreis

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
	76.85	82.26	77.69	83.49	80.00	80.00	75.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- OPEC+ hält Förderkürzungen auch in Q3/24 aufrecht.
- 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.
- Disziplin der OPEC lässt nach: OPEC-Output steigt 2024 bereits um 0,4 mbpd.

# Gold: Spekulanten halten Preis auf hohem Niveau

## Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2023	Dec-23	Ø H1 24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
Gold (USD/Ounce)	2 501	1 943	2 065	2 206	2 400	2 300	2 300

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Spannungen in Nahost und volatile Finanzmärkte unterstreichen Charakter als „sicherer Hafen“.
- Erste Zinssenkungen der Fed im 2. Halbjahr 2024.
- Zentralbanken steigern Goldkäufe in Q2/24 wieder um 5,6 %.

### Contra

- Deutlich gestiegenes Zinsniveau erhöht Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Schmucknachfrage fällt wegen schwacher Konjunktur auch in Q2/24 um 17 %.
- Gold-Angebot steigt weiter: Minen-Produktion legt in Q2/24 um 3,3 % zu, Altgold-Recycling verzeichnet Anstieg um 3,5 %.
- Jüngste Gold-Hausse sehr stark vom Terminmarkt getrieben.

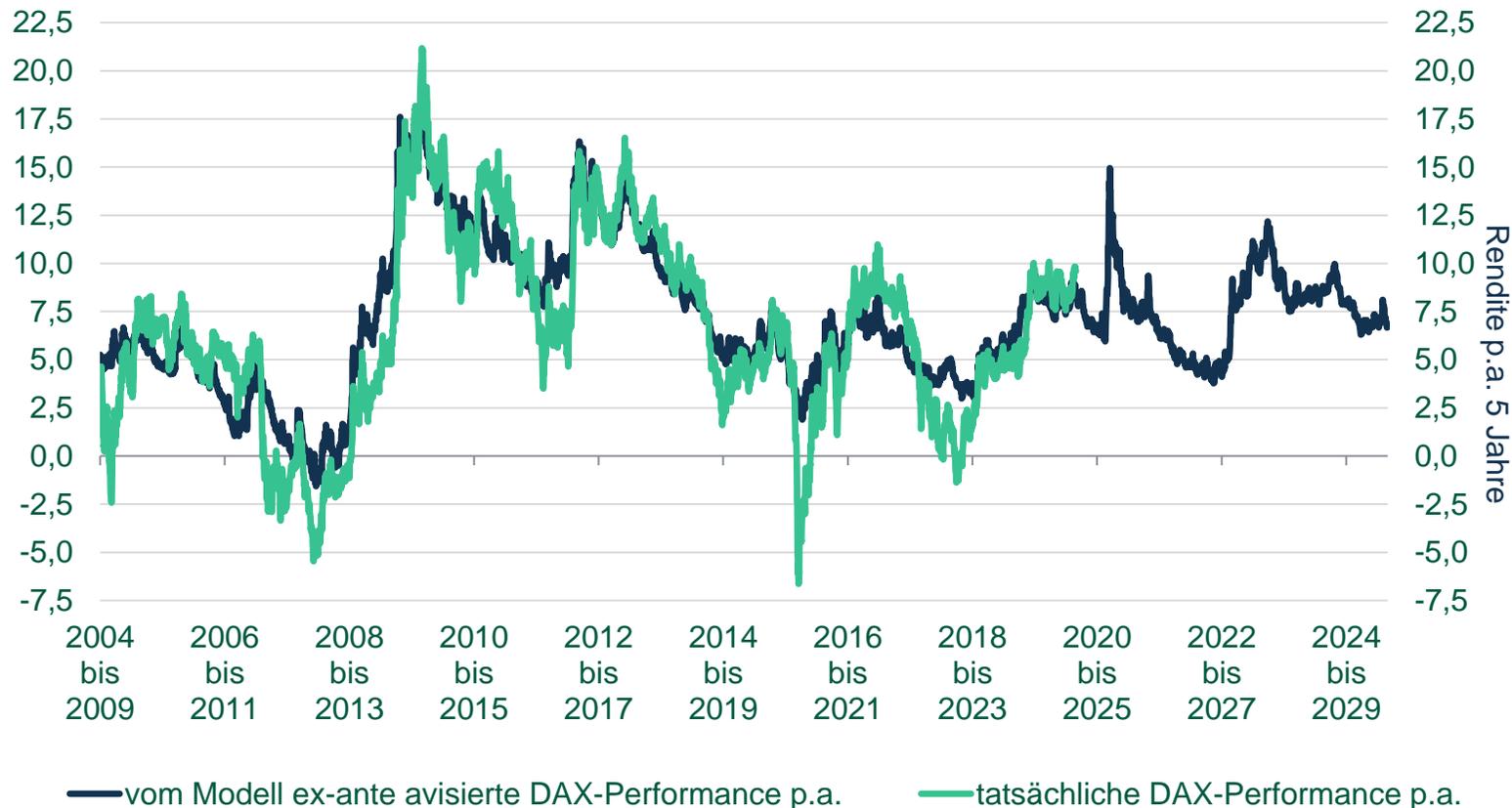
# Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	2-Sep-2024	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	76.85	-0.09	-2.11	-13.29	-1.08	96.60	73.56
Crude Oil WTI	USD/bbl	74.52	-0.63	-0.98	-12.89	3.66	93.68	68.27
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 501	3.60	6.92	28.96	21.08	2 524	1 818
Silver	USD/oz	28.62	-1.14	-5.76	16.13	20.30	32.01	21.06
Platinum	USD/oz	928	-4.53	-9.82	-5.60	-7.75	1 065	850
Palladium	USD/oz	976	7.96	6.32	-20.46	-12.78	1 292	852
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 424	7.09	-8.92	8.36	1.68	2 768	2 117
LME Copper	USD/MT	9 183	1.41	-9.46	8.03	7.29	10 889	7 899
LME Lead	USD/MT	2 060	1.80	-9.99	-8.41	-0.44	2 344	1 931
LME Zinc	USD/MT	2 841	7.09	-3.47	14.30	6.88	3 140	2 301
LME Tin	USD/MT	31 384	3.96	-2.99	21.62	23.49	35 582	22 979
LME Nickel	USD/MT	16 625	2.16	-14.40	-21.15	0.13	21 615	15 769

# DAX-Modell avisiert auf Fünf-Jahres-Sicht nur noch eine leicht 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

**6,7 %** p.a. (inkl. Dividenden)  
Renditeerwartung

5 Jahre

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 22.08.2024. 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

29.08.2024	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,70	2,32	2,19	2,14	2,13	2,13	2,14	2,17	2,22	2,27	2,52	2,57	2,52	2,49
France	2,89	2,61	2,57	2,60	2,64	2,70	2,76	2,84	2,91	2,99	3,29	3,44	3,53	3,63
Italy	3,04	2,82	2,84	2,95	3,08	3,22	3,35	3,48	3,59	3,70	4,13	4,29	4,32	4,34
Spain	2,91	2,62	2,56	2,59	2,65	2,72	2,81	2,90	3,00	3,10	3,52	3,70	3,80	3,93
Netherlands	2,82	2,42	2,27	2,26	2,30	2,36	2,42	2,46	2,51	2,55	2,71	2,78	2,77	2,71
Austria	2,82	2,55	2,48	2,48	2,52	2,58	2,64	2,71	2,77	2,83	3,03	3,12	3,15	3,13
Belgium	2,92	2,55	2,41	2,41	2,47	2,54	2,62	2,70	2,78	2,85	3,17	3,40	3,53	3,54
Ireland	2,84	2,46	2,31	2,29	2,33	2,41	2,50	2,61	2,71	2,80	2,93	2,79		
Portugal	2,93	2,49	2,32	2,31	2,39	2,48	2,58	2,69	2,80	2,90	3,28	3,49	3,62	3,71
Finland	2,82	2,52	2,43	2,43	2,47	2,54	2,61	2,68	2,76	2,82	3,03	3,06	3,03	3,06
EUR Swap in %	3,06	2,68	2,54	2,49	2,47	2,46	2,46	2,47	2,49	2,50	2,56	2,51	2,41	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												
29.08.2024	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,40	2,62	2,75	2,84	2,91	2,97	3,02	3,06	3,10	3,13		
AA-	2,69	2,81	2,87	2,92	2,96	2,99	3,02	3,04	3,06	3,08		
A+	2,80	2,92	2,98	3,03	3,07	3,10	3,12	3,14	3,16	3,18		
A	2,84	2,98	3,06	3,11	3,16	3,19	3,22	3,25	3,27	3,29		
A-	2,88	3,01	3,09	3,14	3,18	3,22	3,24	3,27	3,29	3,31		
BBB+	2,89	3,06	3,16	3,23	3,29	3,33	3,37	3,41	3,43	3,46		
BBB	3,04	3,21	3,30	3,37	3,43	3,47	3,51	3,54	3,57	3,59		
BBB-	3,16	3,39	3,52	3,61	3,68	3,74	3,79	3,83	3,87	3,91		
BB+	3,73	3,95	4,07	4,16	4,23	4,29	4,34	4,38	4,42	4,45		
BB	4,17	4,48	4,65	4,78	4,88	4,96	5,03	5,08	5,14	5,18		
BB-	4,51	4,78	4,94	5,05	5,13	5,20	5,26	5,31	5,36	5,40		
B+	5,46	5,78	5,97	6,10	6,21	6,29	6,36	6,43	6,48	6,53		
B	5,96	6,29	6,49	6,63	6,73	6,82	6,90	6,96	7,02	7,07		
B-	6,47	6,87	7,11	7,27	7,40	7,51	7,60	7,67	7,74	7,80		
EUR Swap in %	3,06	2,68	2,54	2,49	2,47	2,46	2,46	2,47	2,49	2,50		

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

29.08.2024	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,11	3,03	2,99	2,96	2,94	2,92	2,90	2,89	2,88	2,86
AA-	3,06	3,11	3,14	3,16	3,17	3,18	3,19	3,20	3,21	3,22
A+	3,15	3,16	3,17	3,17	3,18	3,18	3,18	3,18	3,19	3,19
A	3,24	3,23	3,22	3,22	3,22	3,21	3,21	3,21	3,21	3,21
A-	3,26	3,28	3,28	3,29	3,29	3,29	3,29	3,30	3,30	3,30
BBB+	3,32	3,38	3,41	3,43	3,45	3,46	3,47	3,48	3,49	3,50
BBB	3,42	3,46	3,48	3,50	3,51	3,52	3,53	3,54	3,54	3,55
BBB-	4,54	4,10	3,84	3,66	3,51	3,40	3,30	3,21	3,14	3,07
EUR Swap in %	3,06	2,68	2,54	2,49	2,47	2,46	2,46	2,47	2,49	2,50

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

29.08.2024	Maturity (Call-Date)										
Country	1900	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU		3,22	2,90	2,83	2,78	2,79	2,71				
AT		3,01	2,96	2,82	2,81	2,82	2,81	2,82			
BE		2,97	2,80	2,74	2,78	2,81	2,78	2,82	2,84	2,86	2,98
CA		2,84	2,94	2,89	2,75	2,84	2,74	2,84	2,82	2,86	2,90
DK			3,03	2,78	2,96	2,82	2,84	2,82			
FI		3,05	2,97	2,91	2,80	2,79	2,82	2,90		3,00	
FR		3,00	2,82	2,77	2,78	2,79	2,82	2,86	2,86	2,89	2,91
DE		3,03	2,86	2,76	2,74	2,72	2,71	2,73	2,76	2,78	2,82
GR											
IE											
IT		3,19	3,00	2,99	2,99	2,99	2,92	3,05	3,03	2,98	2,87
LU							2,58				
NL		3,08	2,87	2,80	2,79	2,83	2,92	2,87	2,87	2,76	3,03
NZ			2,98	2,90	2,73	2,89		2,89		2,78	
NO		3,07	2,92	2,85	2,84	2,81	2,70	2,85			2,82
PL											
PT			2,79	2,78	2,91		2,89		2,84		
SG			2,78	2,91				2,77			2,90
ES		3,20	2,94	2,87	2,94	2,90	2,88	2,88	2,98		3,01
SE		2,93	2,89	2,84	2,78	2,77	2,81	2,80	2,74		2,84
CH		2,85				2,78					2,94
UK			2,97	2,78	2,91	2,82	2,84	2,76			2,87
JP			2,96	2,77	2,74						
KR			2,90	2,77	2,81	2,79	2,78				2,78
SK			3,21	3,03	3,00	3,09		2,92			
EUR Sw ap in %	3,06	2,68	2,54	2,49	2,47	2,46	2,46	2,47	2,49	2,50	2,52

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.

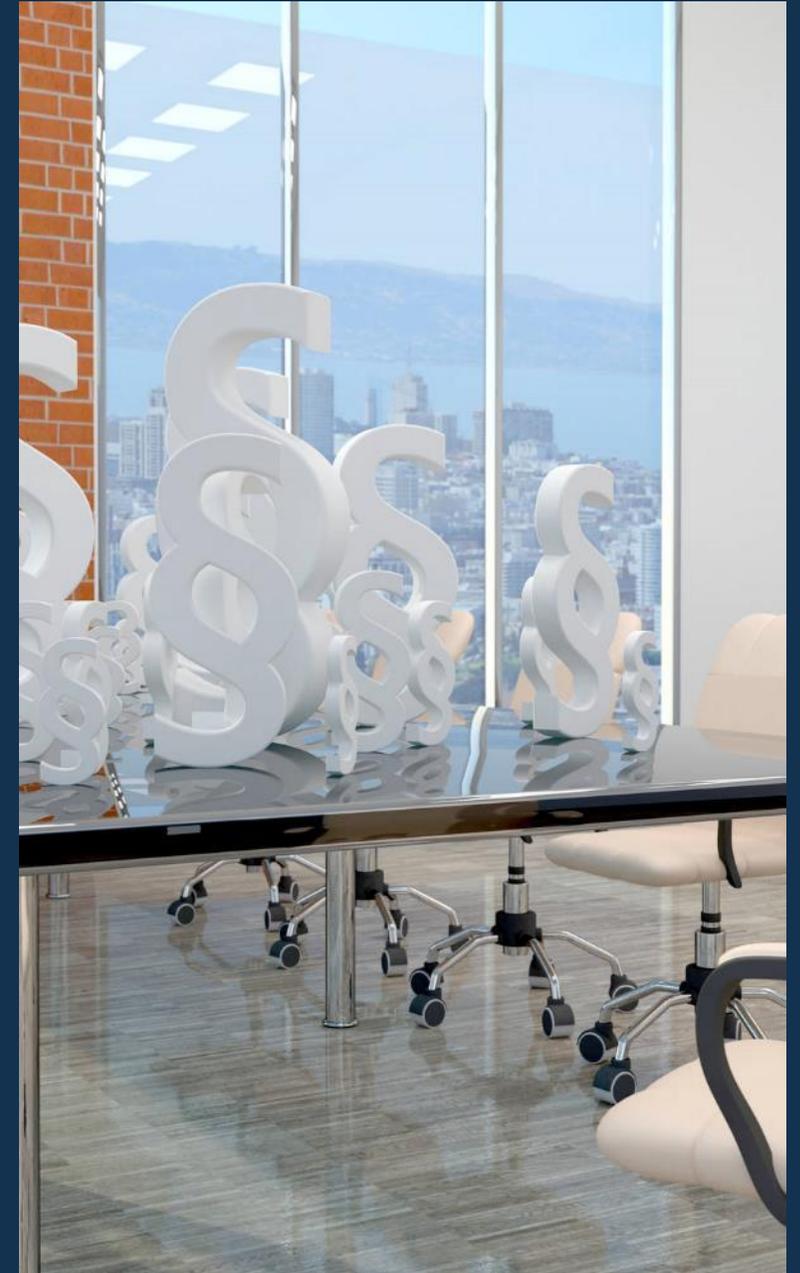
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

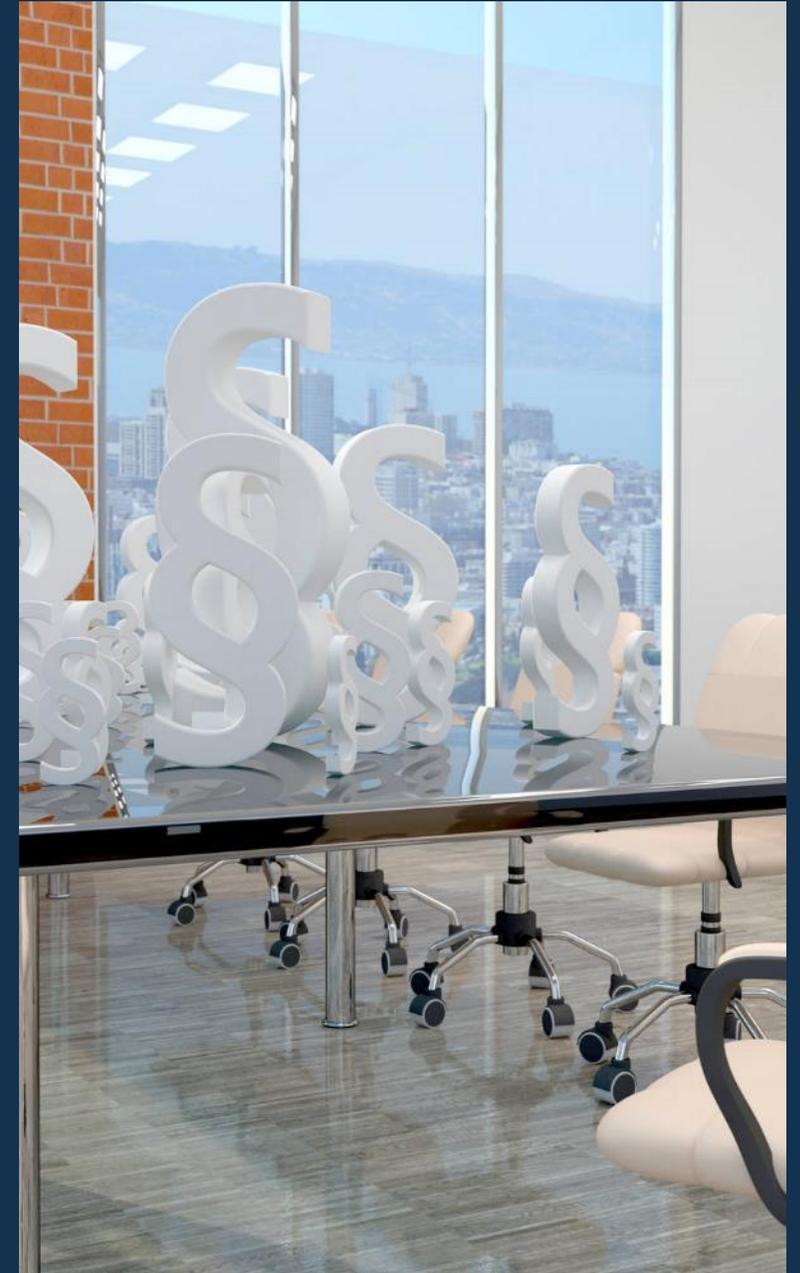
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## 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:

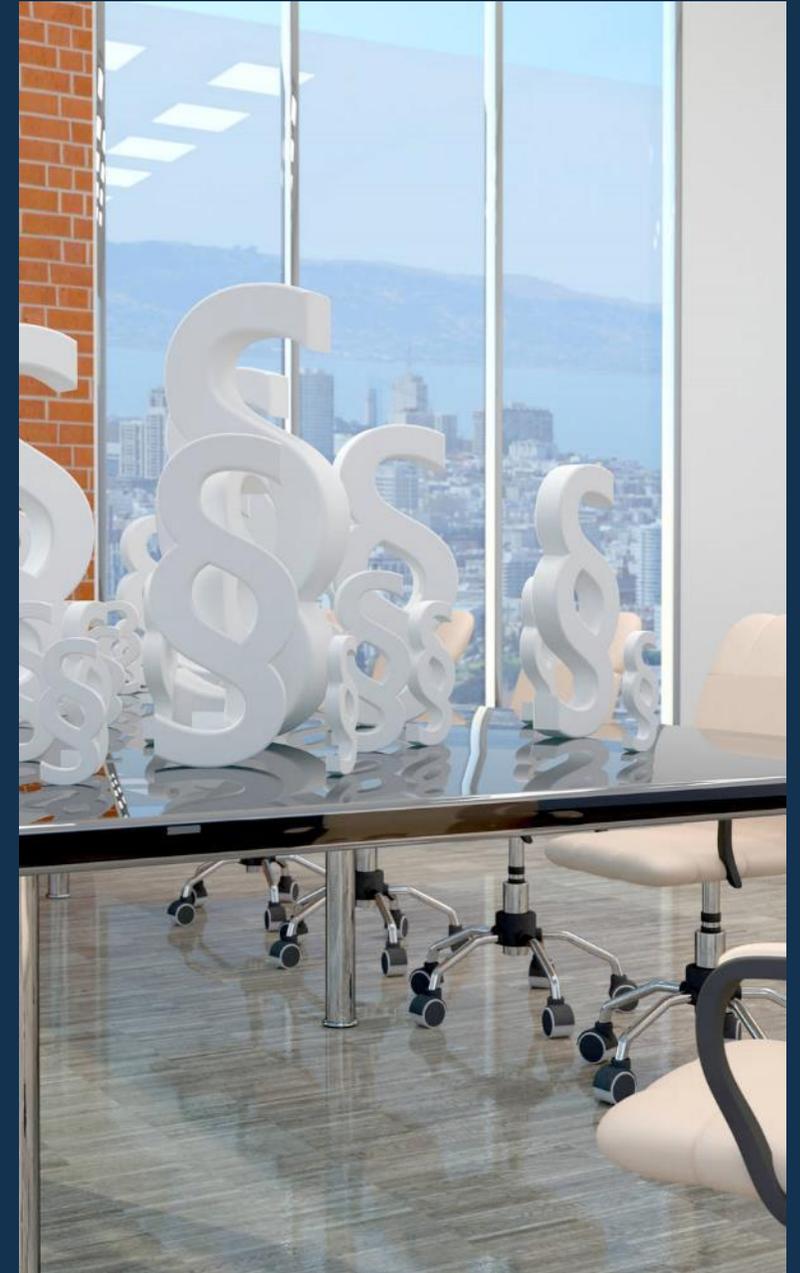
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

