



Bereit für Neues

LB  BW

02.08.2022 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

# Kapitalmarktkompass August

Die Rezession kommt!

Erstellt am: 02.08.2022 10:52

# 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 02.08.2022 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: **2741 097 6632#**
4. Sie brauchen keine Teilnehmer-Nummer. Um der Webkonferenz beizutreten, drücken Sie bitte die Rautetaste: **#**

## Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/onstage/g.php?MTID=e6378eeb87d6e8152aecbc945c9f9953d>

Event-Kennnummer: **2741 097 6632**

Event-Passwort: **LBBW08**

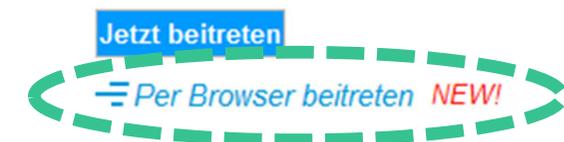
Am komfortabelsten ist die Teilnahme über die Webex-**App** am PC oder am Mobilgerät. Sollten Sie die App nicht nutzen können oder wollen, wählen Sie bitte im **Browser** statt „Jetzt beitreten“ die Option „**Per Browser beitreten**“ (siehe Bild rechts).

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Mit freundlichen Grüßen  
Ihr LBBW Research-Team

## Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 02.08.2022, 14h
- Dienstag, 06.09.2022, 14h
- Dienstag, 20.09.2022, 14h – KMK Update
- Dienstag, 04.10.2022, 14h
- Dienstag, 18.10.2022, 14h – KMK Update



# Agenda

- |    |                                                                                         |          |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 01 | Vorwort und Einleitung                                                                  | Seite 04 |
| 02 | Sonderthema: Die Rezession kommt – Unsere Szenarien im Überblick                        | Seite 09 |
| 03 | Makro: Erhebliche Prognoserevisionen                                                    | Seite 14 |
| 04 | Zinsen: Argumente für Renditetrendwende abwärts nehmen zu                               | Seite 26 |
| 05 | Credits: Unternehmen in der Rezession – Wie meistern sie nach Corona die nächste Krise? | Seite 35 |
| 06 | Aktien: Fed-Erleichterungsrally dürfte wohl bald in weiterer Abwärtswelle münden        | Seite 41 |
| 07 | Prognosen und Asset Allokation: Keinen Wimpernschlag mehr von der Rezession entfernt!   | Seite 47 |
| 08 | Anhang: Devisen, Rohstoffe, Spread- und Renditeübersichten, Publikationsübersicht       | Seite 56 |

# 01

## Vorwort und Einleitung

Dr. Moritz Kraemer  
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research  
+49 (0) 711 – 127 – 73 462  
[moritz.kraemer@LBBW.de](mailto:moritz.kraemer@LBBW.de)

# Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

jetzt ist es also doch passiert: Wir erwarten eine Rezession. Vorigen Monat hatte ich noch darlegen können, warum wir eine Rezession wohl noch knapp abwenden werden. Heute muss ich die Weiße Fahne hissen. Es gab im zurückliegenden Monat einfach zu viele schlechte Nachrichten, die uns sozusagen über die Klippe gestoßen haben. Darüber, ob die Entscheidung der EZB, mit einem großen Schritt ihren Pfad zu höheren Leitzinsen zu betreten, gut oder schlecht war, kann man ja noch geteilter Meinung sein. Der deutliche Fall des ifo-Geschäftsklimas, der Absturz des GfK-Konsumklimas auf ein Allzeittief und weitere Rückgänge von relevanten Frühindikatoren lassen jedoch nichts Gutes ahnen. Die Krone aufgesetzt hat dem dann das weitere Rumspielen Putins am Gashahn. Aber wir werden voraussichtlich nicht einmal Gas-Rationierungen für die Industrie brauchen, um in eine Rezession – je nachdem – zu rutschen oder zu stürzen.

Das hat Folgen für die Assetmärkte. Radikal hat sich vor allem unsere Renditeprognose für die Benchmark 10 Jahre Bund geändert. Statt eines Vorstoßes auf knapp 2% erwarten wir, dass die Renditen wieder sinken werden (auf 0,60%). Zwar dürfte die Geldpolitik in den USA und im Euroraum angesichts der hohen Inflation zunächst „auf Autopilot“ gestrafft werden. Doch trübt sich die Konjunktur derzeit so schnell ein, dass die Märkte für die USA schon wieder auf Lockerung umschalten, wenn auch erst mit Blick auf Ende 2023 oder später. Voraussetzung dafür ist, dass die Inflation im kommenden Jahr unter dem Eindruck der beginnenden Rezession wirklich sinkt. Anzeichen dafür gibt es. Das ifo-Institut hat berichtet, dass der Anteil derjenigen Unternehmen, die ihre Absatzpreise erhöhen wollen, seit drei Monaten sinkt. Dennoch mussten wir die Inflationsprognose angesichts des weiter steigenden Drucks der Preise für Haushaltsenergie und inzwischen auch Lebensmittel erneut anheben. Für die Aktienmärkte muss all das nicht in einer Dauerbaisse enden. Hier sehen wir nach dem Kursrutsch in der ersten Jahreshälfte das Schlimmste schon hinter uns. Aber verwechseln Sie diese Aussage bitte nicht mit Optimismus!

Eine gewinnbringende Lektüre wünscht  
Ihr Dr. Moritz Kraemer



Dr. Moritz Kraemer  
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

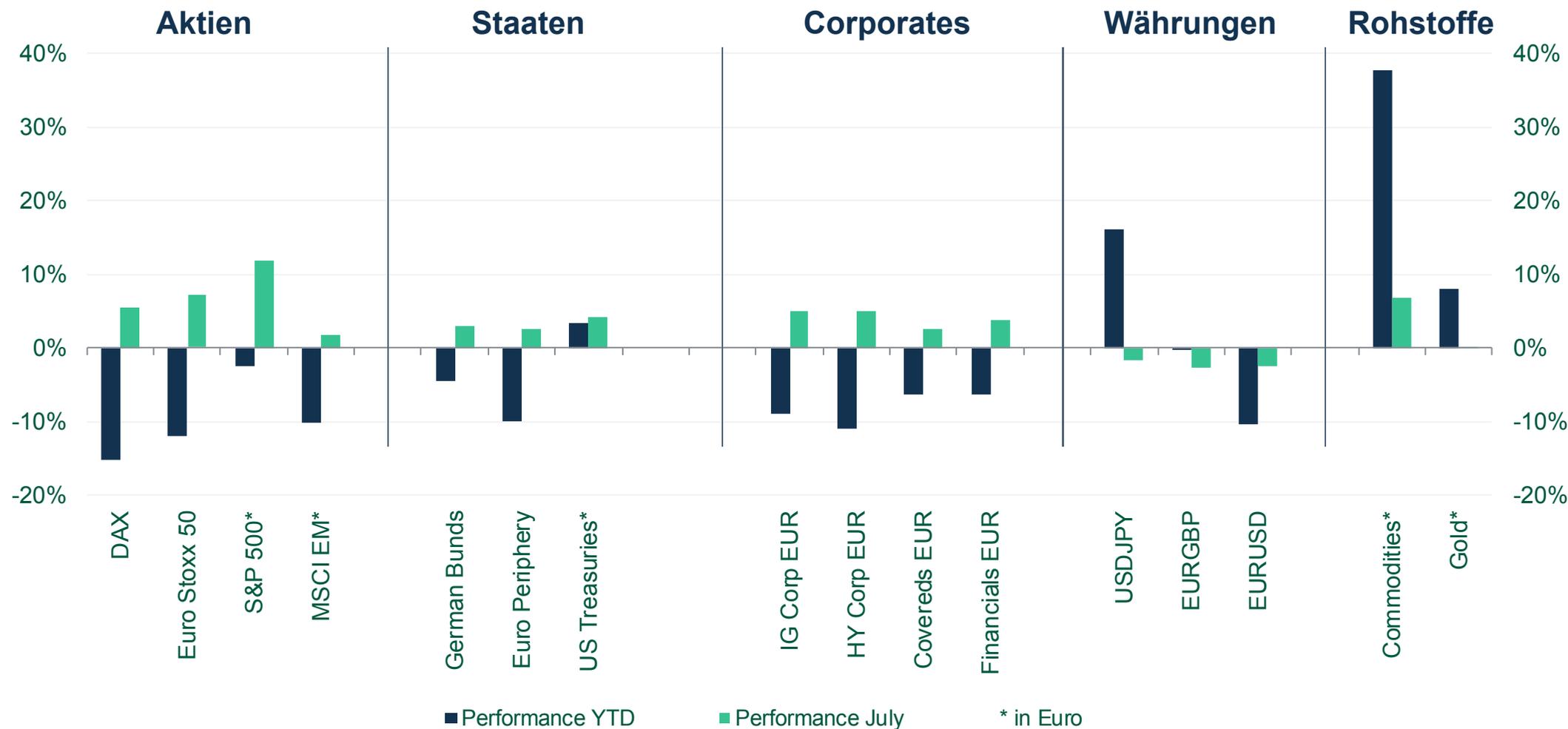
+49 (0) 711 – 127 – 734 62  
[moritz.kraemer@LBBW.de](mailto:moritz.kraemer@LBBW.de)



# Rebound bei Aktien und Bonds

## Ausgewählte Assets

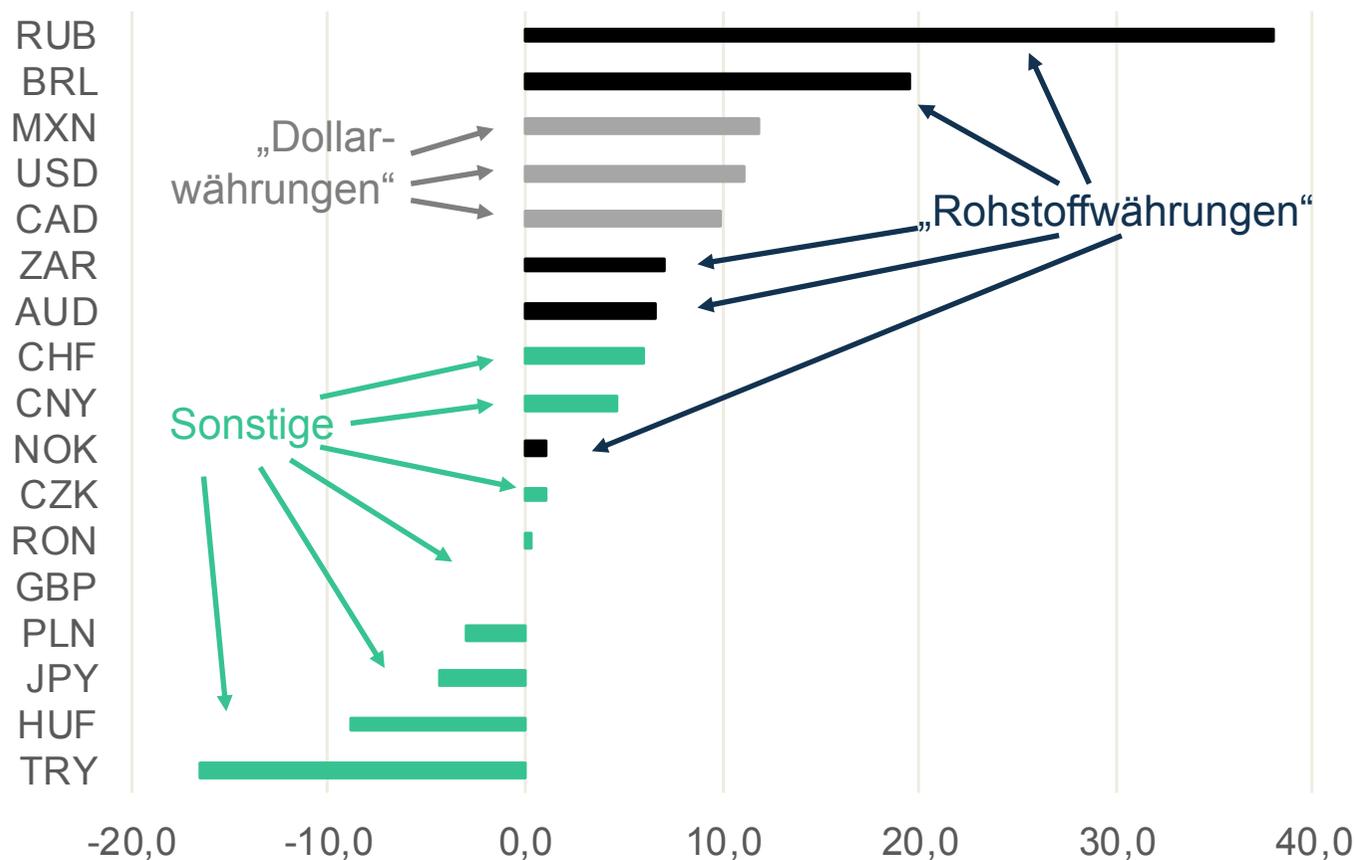
in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Graph des Monats: Euro unter Druck – aus verschiedenen Gründen

**Entwicklung ausgewählter Währungen gegenüber Euro**  
(Veränderung im bilateralen Verhältnis seit Jahresbeginn (in %))



- Gerechnet für den Zeitraum seit Beginn des laufenden Jahres hat der Euro gegenüber vielen Währungen abgewertet. Zwar leiden Europas Devisen dieser Tage generell unter der „Gaskrise“. Großen Anteil an der Euro-Schwäche hat aber die EZB, die nur zögerlich ihre Leitzinsen erhöht hat.
- Weitaus agiler in der Zinspolitik zeigt sich die US-Notenbank. Kein Wunder, dass sich der „Greenback“ aktuell stark präsentiert. Dies stützt auch solche Währungen, die sich in den Euro-Korrelationen an den US-Dollar anlehnen: Mexiko-Peso, Kanada-, Austral-Dollar.
- Dem Austral-Dollar kam 2022 anfangs auch eine ausgeprägte Rohstoffpreishausse zugute. Diese scheint, von den Preisen für Energieträger abgesehen, fürs Erste ausgelaufen zu sein.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# 02

**Sonderthema:  
Die Rezession kommt**

**Unsere Szenarien im Überblick**



Rolf Schäffer, CIIA  
Gruppenleiter Strategy/Macro  
Tel: + 49 711 127-7 65 80  
rolf.schaeffer@LBBW.de

## Main Case

- 1) Ukraine-Krieg: Keine Entspannung, Putin zündelt weiter, Gaslieferungen bis zu einem Waffenstillstand (nicht absehbar) stark reduziert bzw. zeitweise gestoppt
- 2) Inflation bleibt hoch
- 3) **BIP: Rezession nicht mehr zu verhindern, EZB setzt zunächst Straffung fort, stoppt diese 2023 aufgrund Wachstumseinbruch in Europa**
- 4) Zusätzliche Herausforderungen: Wachstumssorgen China, Regierungskrise Italien & Corona,...

50%

## Best Case

- 1) Waffenstillstand noch 2022
- 2) Gas fließt weiter
- 3) Inflation mit Peak im Sommer
- 4) **keine Rezession**

15%

## Worst Case I

- 1) Eskalation im Ukraine-Krieg
- 2) Vollständiger Gasstopp, harte Gasrationierung führt zu Produktionsausfällen
- 3) **Sehr schwere Rezession, EZB bricht Zinswende rasch ab**

25%

- ## Worst Case II
- 1) **Überschießende Inflation**
  - 2) **EZB vollzieht massive Zinswende**
  - 3) **Stabilisierungs-Rezession**

10%

## Gründe für Prognoseanpassungen:

- Frühindikatoren im Sinkflug (ifo, PMI, Wirtschafts- und Konsumentenvertrauen)
- Gasversorgung lastet auf Aussichten in Europa; Putin wird u.E. weiter zündeln; Gaspreis 10x höher als vor der Krise
- Ukraine-Krieg könnte länger dauern, was die Prognosen erschwert
- Rezession in Deutschland (und EWU) u.E. das wahrscheinlichste Ergebnis

## Anpassung unserer Szenarien:

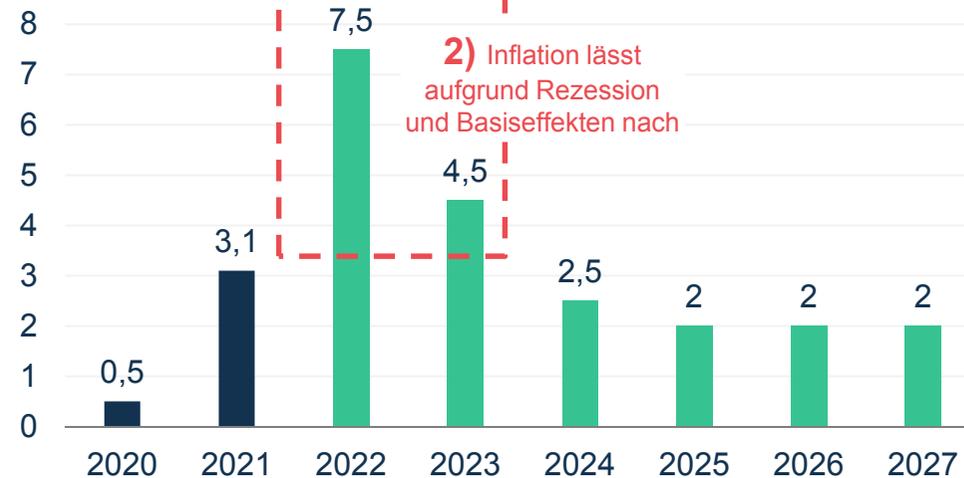
- Teile des Negativszenarios haben wir ins Hauptszenario übernommen
- Das bisherige Hauptszenario ist nun der Best Case
- Die Worst Case-Szenarien haben mit zusammen 35% weiterhin ein hohes Gewicht

# Hauptzenario neu (50%)

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



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



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

# Negativszenario 1) Russland / Gasstopp (25%)

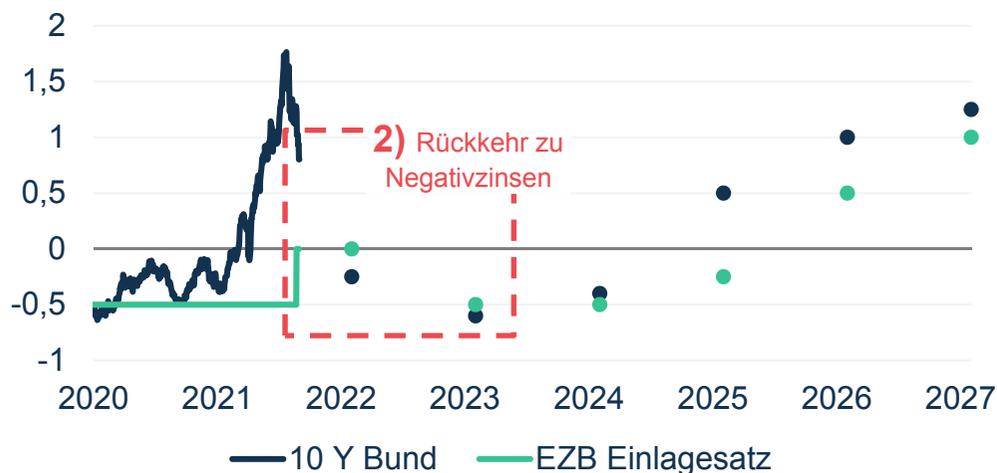
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



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

# Negativszenario 2) Überschießende Inflation (10%)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



Deutschland Inflation (J/J)\*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



Euro Stoxx 50\*



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

# 03

**Makro:**

**Erhebliche  
Prognoserevisionen**

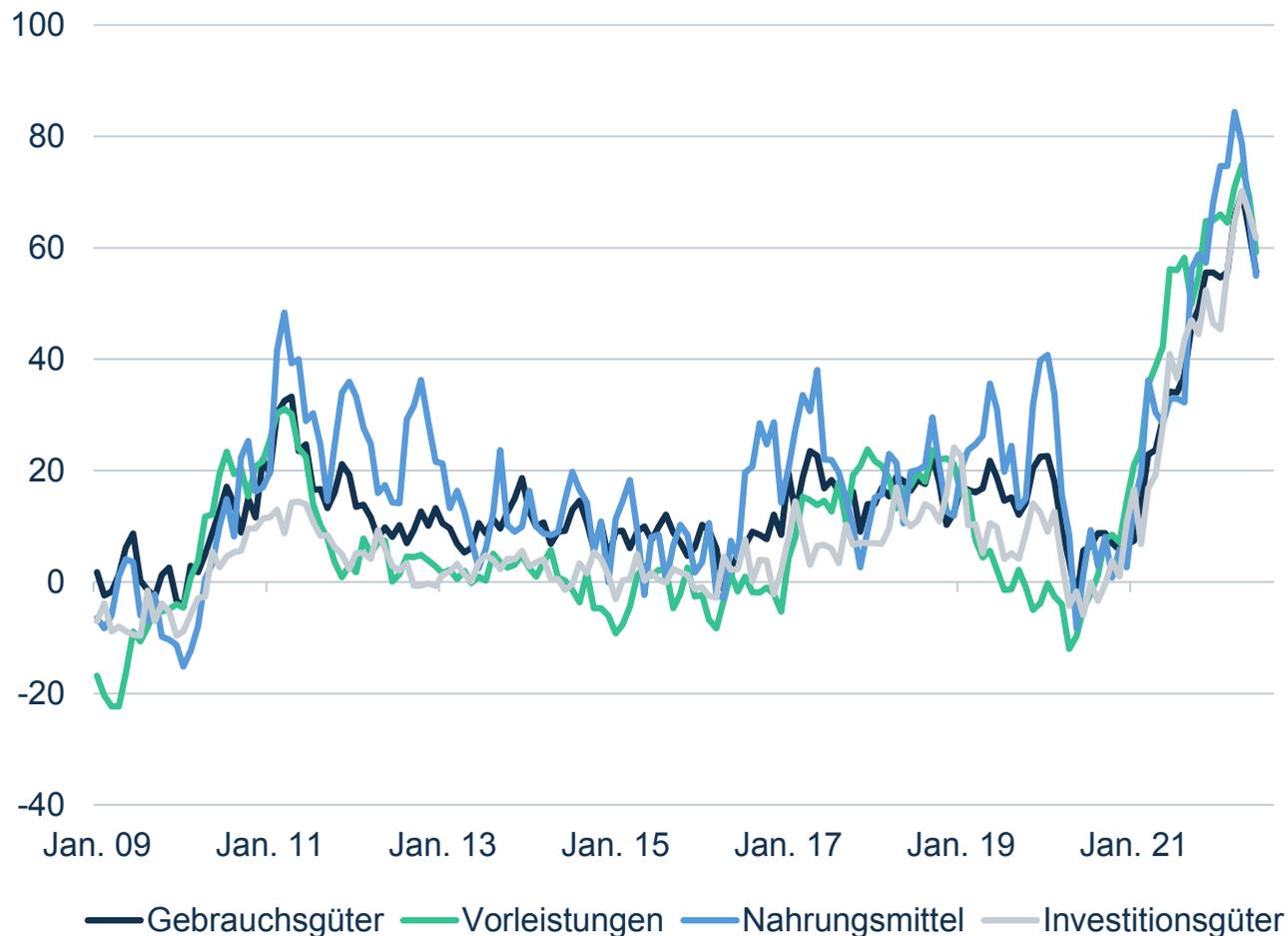
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
dirk.chlench@LBBW.de

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

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

# Deutschland: Preisdruck nachlassend?

## Deutschland: Selling Price Expectations der Unternehmen Indexwerte, Monatsdaten

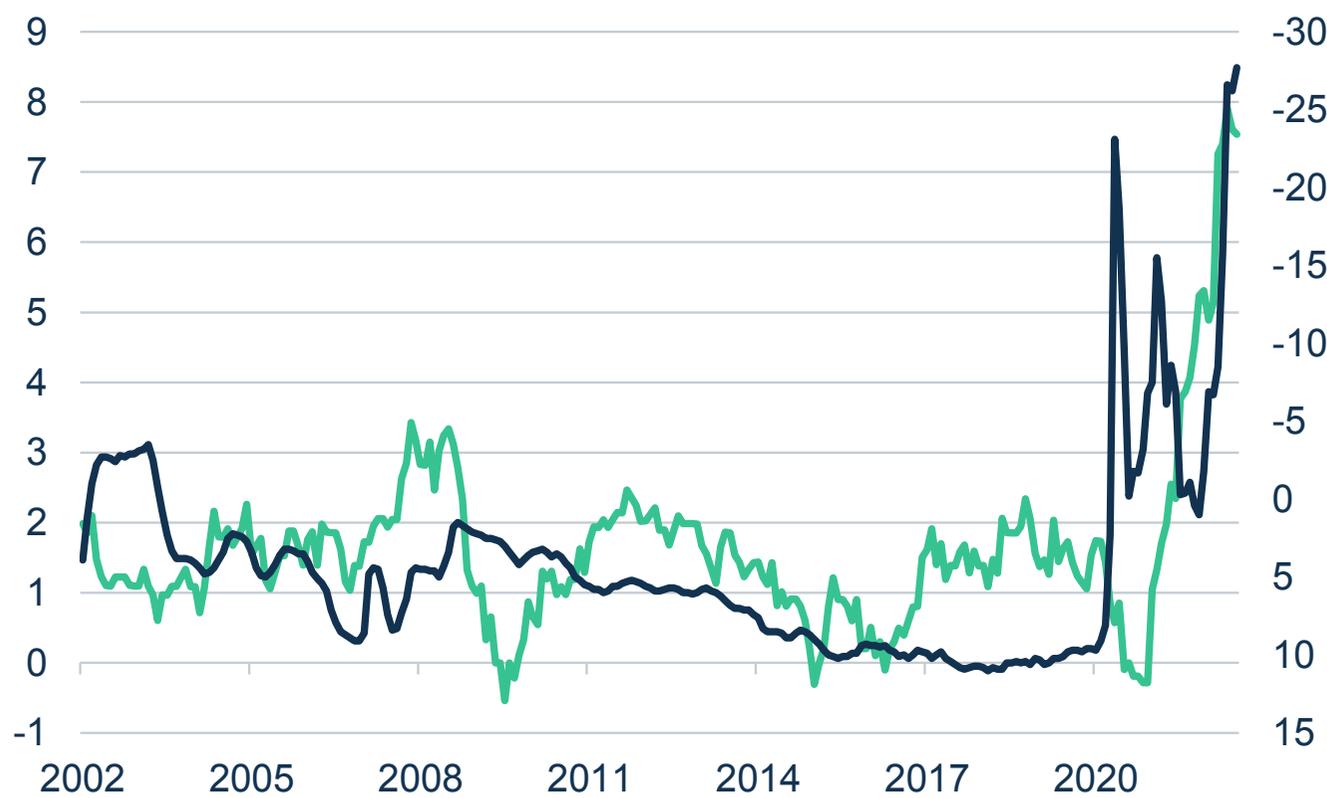


- Das ifo-Institut weist darauf hin, dass der Höhepunkt der Inflation Mitte 2022 womöglich erreicht worden sei. Die bei Unternehmen erhobenen Verkaufserwartungen sind im Juli das dritte Mal in Folge rückläufig gewesen.
- Hierin zeigt sich womöglich der Einfluss einer nachlassenden Konjunktur auf die Erzeugerstufe. Auf der Verbraucherstufe könnte diese Erwartung trügen. Nach dem Wegfall des „Entlastungspakets“ Ende August und mit dem Anstieg der Gaspreise ab Oktober könnte die Inflation auf der Verbraucherstufe nochmals ansteigen.

# Deutschland: Konsumenten leiden unter Inflation

## Inflation (nat. CPI) und Konsumklima

Monatsdaten



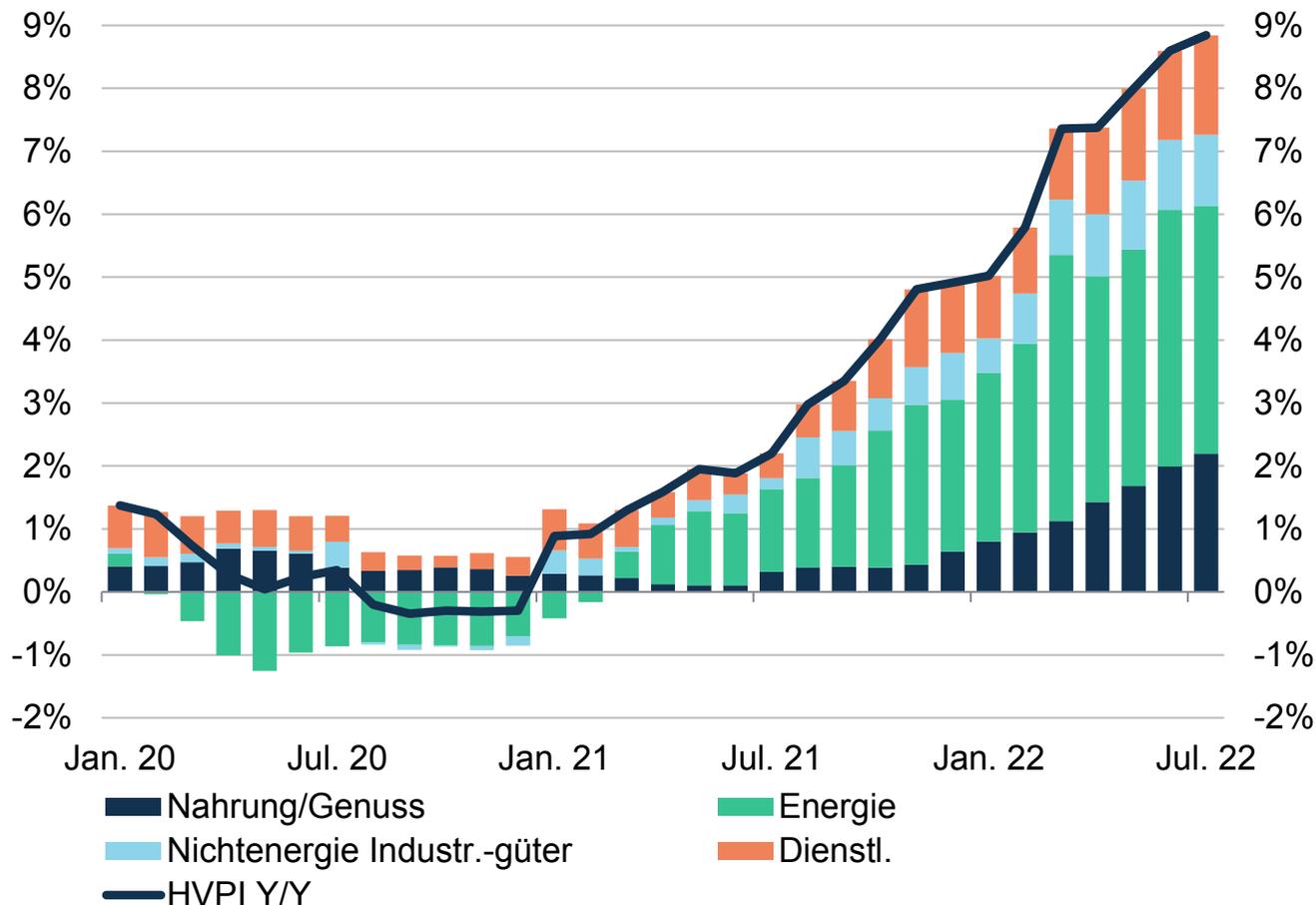
— Inflation nat. CPI (LHS)  
 — GfK Consumption climate (RHS, inverted scale)

- Die hohe Inflation nagt am Real-einkommen der privaten Haushalte. Infolgedessen hat sich das Konsumklima verschlechtert.
- Der von der Gesellschaft für Konsumforschung ermittelte GfK-Konsumklimaindex ist auf den tiefsten Stand (Skala im Chart invertiert) seit Beginn der Erhebungen gefallen. In vergangenen Krisen (Finanzkrise, Corona) war kein Zusammenhang zu erkennen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# EWU: Inflation gewinnt an Breite

## HVPI Y/Y und Beiträge n. Gütergruppen Monatswerte

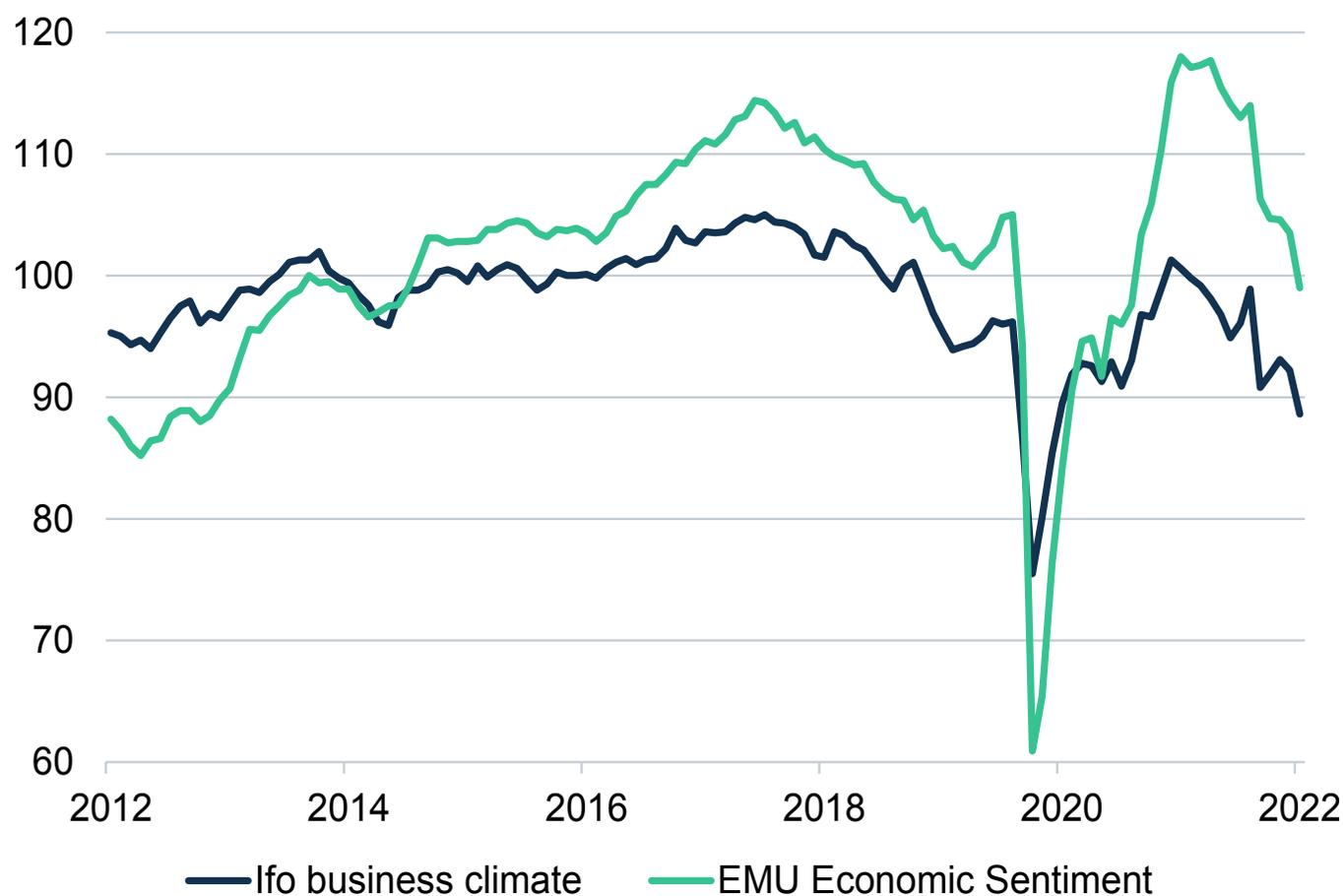


- Im Juli ging es mit der Inflation im Euroraum weiter aufwärts. Inzwischen sind wir bei 8,9% Y/Y angelangt, und die Erwartungen wurden wieder einmal übertroffen.
- Dabei gewinnt die Inflation zunehmend an Breite. Energie liefert den höchsten Beitrag zur Inflation. Gleich danach kommen die Lebensmittel mit mehr als zwei Prozentpunkten.
- Angesichts der Zahlen heben wir unsere **Prognosen für 2022 für Deutschland von 7,2% auf 7,5% und für den Euroraum von 7,5% auf 8,0% an.**

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Frühindikatoren nehmen Kurs auf Rezession

## ifo-Geschäftsklima und Econ. Sentiment für den Euroraum Indexstände, Monatsdaten

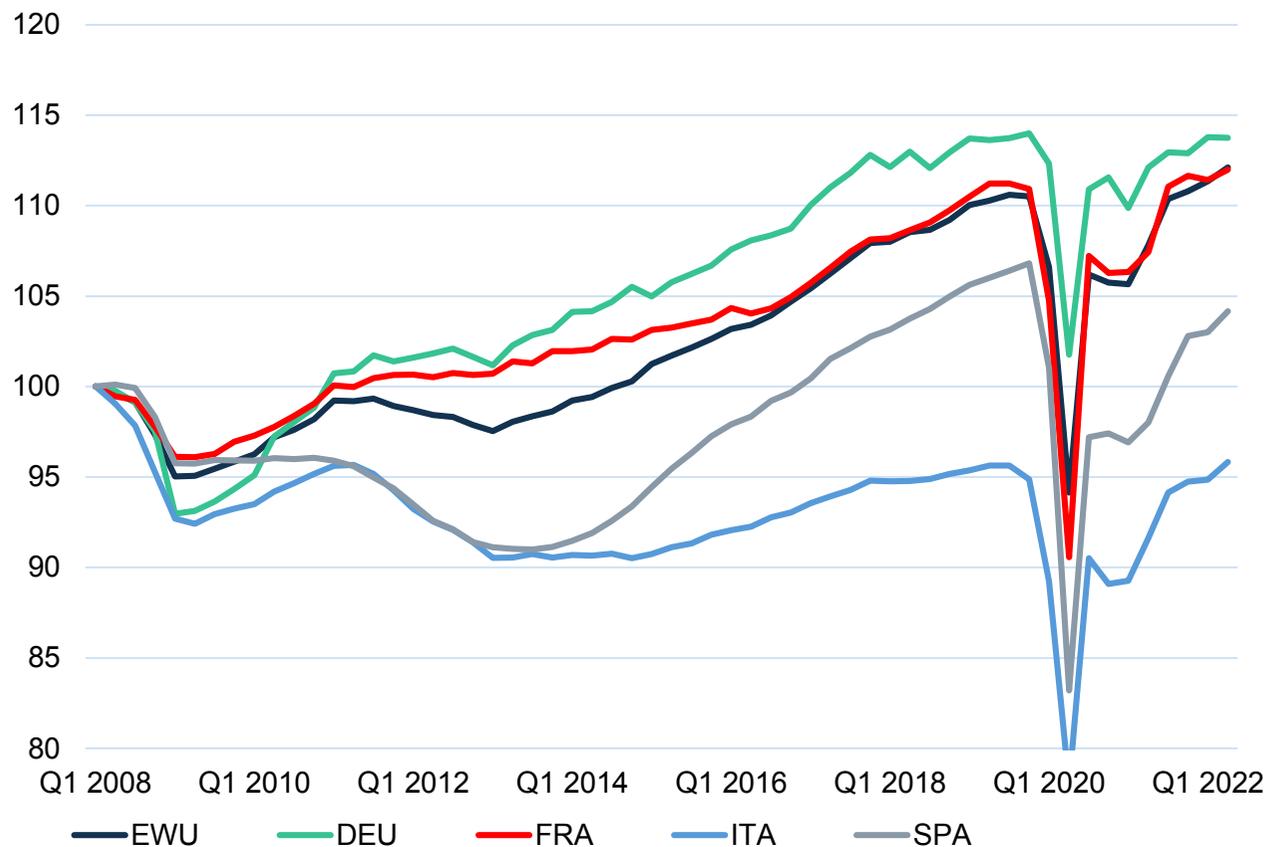


- Zunehmend besorgniserregend gerät der Fall der Frühindikatoren. Das ifo-Geschäftsklima ist im Juli auf 88,6 Punkte zurückgefallen. Vor allem die Talfahrt der Erwartungen bereitet Sorgen.
- Das Economic Sentiment für den Euroraum befindet sich ebenfalls in einem scharfen Sinkflug. Zuletzt ging es mit 99 Punkten unter die „magische“ Marke von 100 Zählern, die den langfristigen Mittelwert markiert. Eine Trendwende ist nicht in Sicht.

# BIP Q2: Prognoserevision nach Datenrevision

## BIP-Index für ausgewählte Euro-Staaten

(1/2008 = 100, Quartalswerte)



- Stagnation im Norden, Wachstum am Mittelmeer. Insgesamt legte das BIP im Euroraum um mehr als ordentliche 0,7% zum Vorquartal zu, womit das Auftaktquartal (+0,5%) noch übertroffen wurde.
- In Deutschland geriet die Konjunktur ins Stottern. Das BIP-Wachstum bremste von 0,8% (deutliche Aufwärtsrevision ggü. der ursprünglichen +0,2%) auf 0,0% ab.
- Zudem gab es **erhebliche Revisionen der Vorquartale**, per saldo aufwärts. Dies führt dazu, dass wir unsere BIP-Prognosen 2022 bei unveränderten Prognosen für das zweite Halbjahr anpassen. **Für Deutschland erwarten wir 1,4% (statt 1,0%) und für den Euroraum 2,8% (statt 2,0%).**

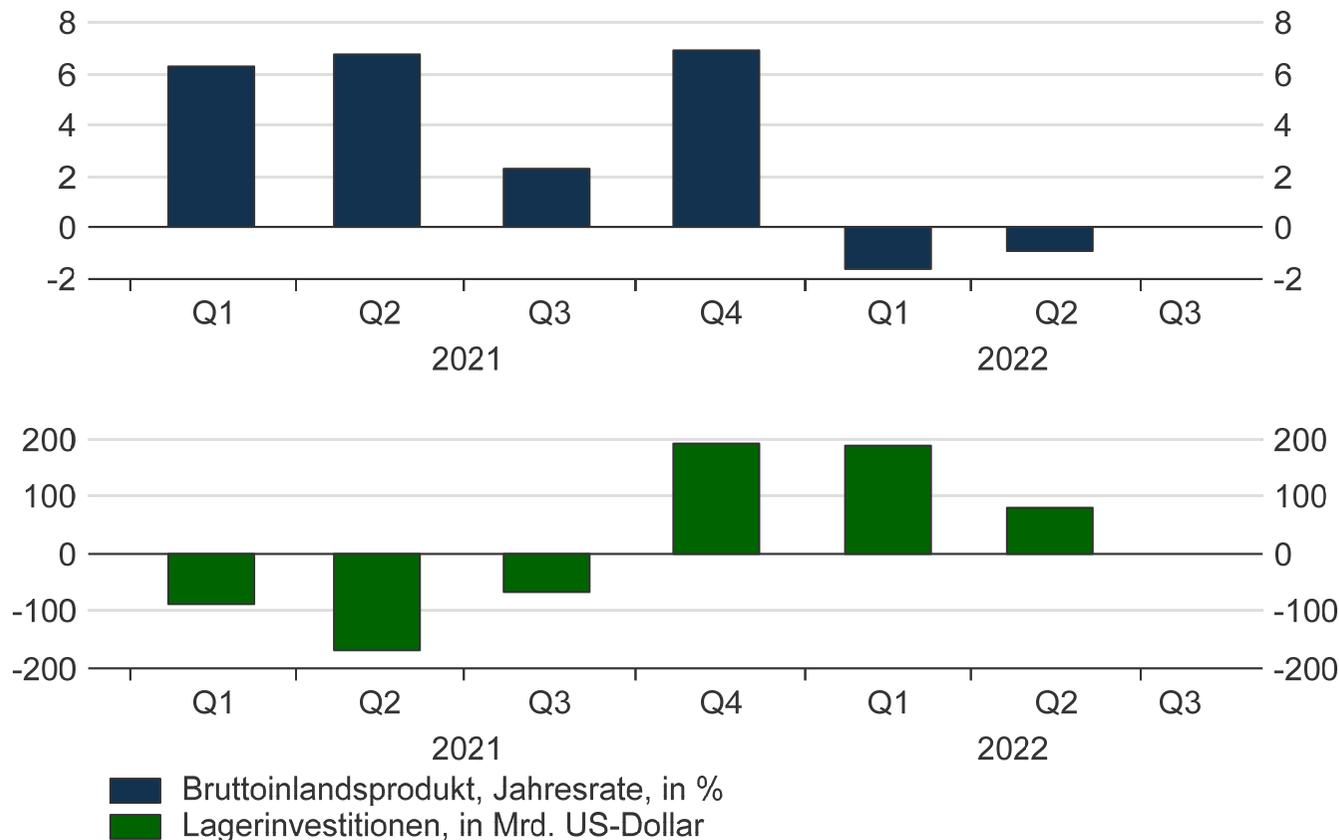
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Italien: Nach dem Draghi-Rücktritt

- **Neuwahlen am 25. September**; hätten bis spätestens 1. Juni 2023 sowieso abgehalten werden müssen. Bisherige Regierung bleibt geschäftsführend im Amt
- Das komplizierte Wahlrecht belohnt Kooperation. Rund 3/8 der Parlamentssitze werden nach Mehrheitswahlrecht vergeben. In den Umfragen liegen PD und Fratelli d'Italia gleichauf. Die bisherige Regierungspartei M5S wird aller Voraussicht nach deutlich verlieren.
- Mit Blick auf die Neuwahlen kooperieren die Mitte-Rechts-Parteien Lega, Forza d'Italia und Fratelli d'Italia. Inzwischen wurde die Kooperation der drei Parteien offiziell besiegelt.
- **Die erste Herausforderung einer neuen Regierung wird der Haushalt 2023 sein. Außerdem stehen an:**
  - Rentenreform (Erhöhung der Lebensarbeitszeit)
  - Steuerreform (Absenkung der Unternehmenssteuern)
  - Wettbewerbsreform (in Richtung von mehr Wettbewerb an den Gütermärkten)
  - Schon viel erreicht hat Draghi für das Justizwesen und die öffentliche Verwaltung
- Am **Rentenmarkt** sind die Spreads Italiens ggü. Bunds (10 Jahre) per saldo um rund 30 Bp. gestiegen. Bislang ist die Lage noch nicht besorgniserregend.

# Vereinigte Staaten: Daumenregel für Rezession erfüllt

## Bruttoinlandsprodukt Saisonbereinigte Quartalswerte



- Die US-Wirtschaft schrumpfte im 2. Q. 2022 mit einer Jahresrate von 0,9 %. Damit verzeichnete die US-Wirtschaft ihren zweiten Rückgang in Folge, womit die Daumenregel für das Vorliegen einer Rezession erfüllt ist.
- Die Unternehmen erhöhten ihre Lagerbestände im 2. Quartal nicht mehr im gleichen Ausmaß wie im Vorquartal. Die Lagerinvestitionen belasteten das Wachstum im abgelaufenen Quartal mit 2 %-Punkten.
- Angesichts der merklichen Eintrübung der Stimmungsindikatoren wird die US-Wirtschaft im laufenden Quartal wahrscheinlich abermals schrumpfen.
- Wir haben in Antizipation schwacher Q2-Zahlen unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2022 von 2,5 % auf 1,5 % gesenkt.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Vereinigte Staaten: Wirklich schon in der Rezession? Eher Nein!

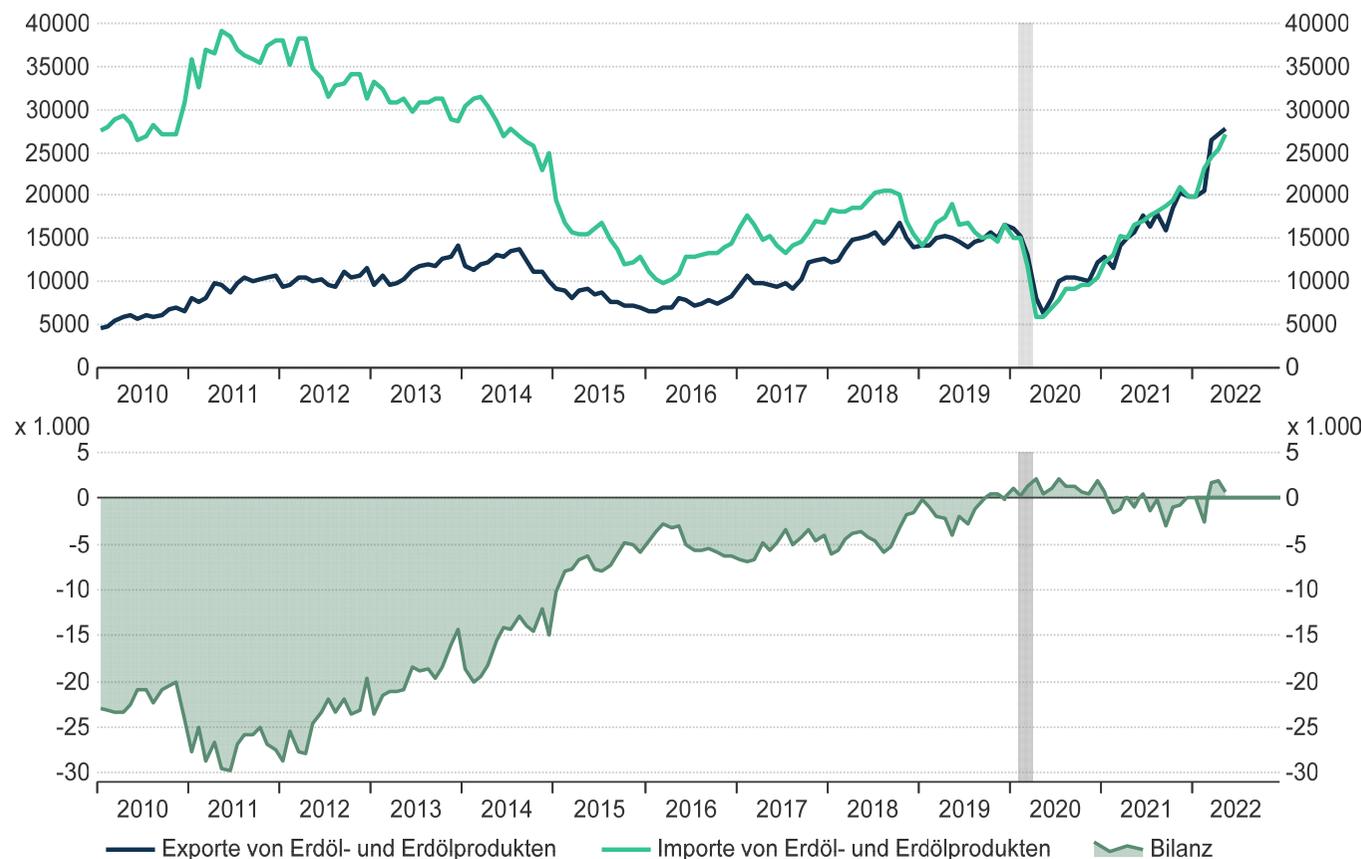
## Vom NBER beobachtete Indikatoren

Indikator	Periode	Richtung
Persönliches Einkommen abzüglich Transfers (real)	Juni	fällt
Beschäftigung (Unternehmensumfrage)	Juni	steigt
Persönlicher Verbrauch (real)	Juni	steigt
Einzelhandelsumsätze (real)	Juni	fällt
Großhandelsumsätze (real)	Mai	fällt
Beschäftigung (Haushaltsumfrage)	Juni	fällt
Industrieproduktion	Juni	fällt

- In den Vereinigten Staaten werden Hoch- und Tiefpunkte im Konjunkturzyklus durch das National Bureau of Economic Research (NBER) festgelegt.
- Das NBER beobachtet zur Festlegung der Konjunkturphasen insbesondere die Entwicklung der nebenstehend genannten Konjunkturindikatoren.
- Dabei messen die NBER-Volkswirte der Entwicklung des realen persönlichen Einkommens (ohne Transfers) und der Beschäftigung besonderes Gewicht bei.
- Aufgrund einer weiter steigenden Beschäftigung teilen wir die Ansicht des Fed-Präsidenten Jerome Powell, dass die Vereinigten Staaten noch nicht in einer Rezession sind.

# Vereinigte Staaten: Energieunabhängigkeit sollte US-Konjunktur 2023 stützen

## US-Handelsbilanz für Erdöl- und Erdölprodukte Saisonbereinigte Monatswerte, in Mio. US-Dollar

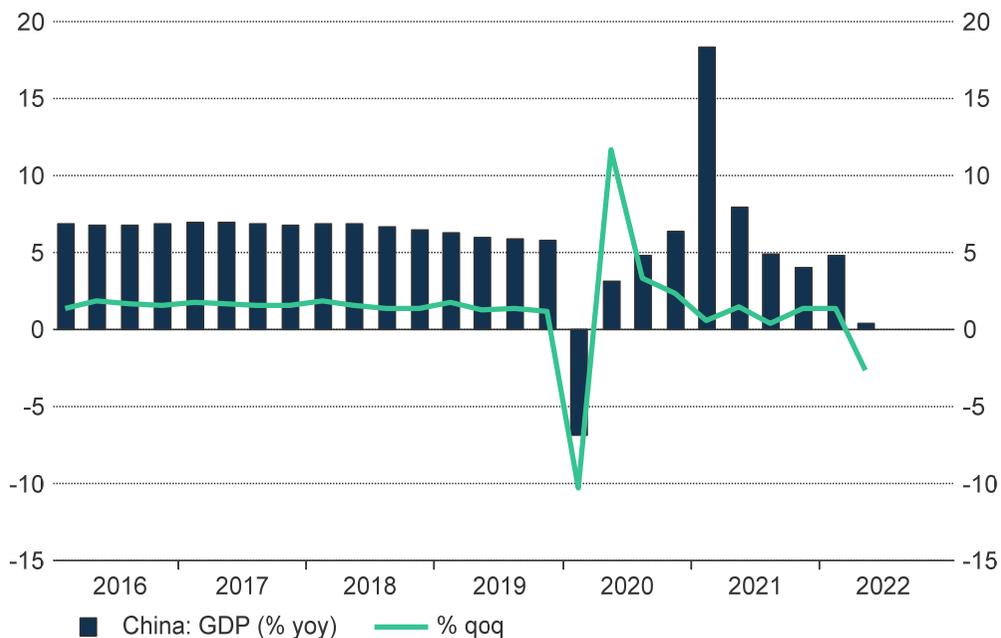


- Derzeit stellen hohe Energiepreise aufgrund damit einhergehender Reallohneinbußen eine Belastung für die US-Konjunktur dar. Bei allem gibt es auch eine andere Seite der Medaille.
- Die Vereinigten Staaten sind dank des Einsatzes der Fracking-Technologie zum weltgrößten Rohölförderer aufgestiegen. Die Vereinigten Staaten waren im Mai 2022 Netto-Exporteur von Rohöl- und Rohölprodukten.
- In den Vereinigten Staaten kostet Gas nur einen Bruchteil dessen, was es in Deutschland kostet. Diese vergleichsweise niedrigen Preise stellen für die US-Industrie einen Wettbewerbsvorteil dar.
- Die hohen Rohölpreise stellen für die US-Ölunternehmen einen Anreiz dar, ihre Förderung hochzufahren.

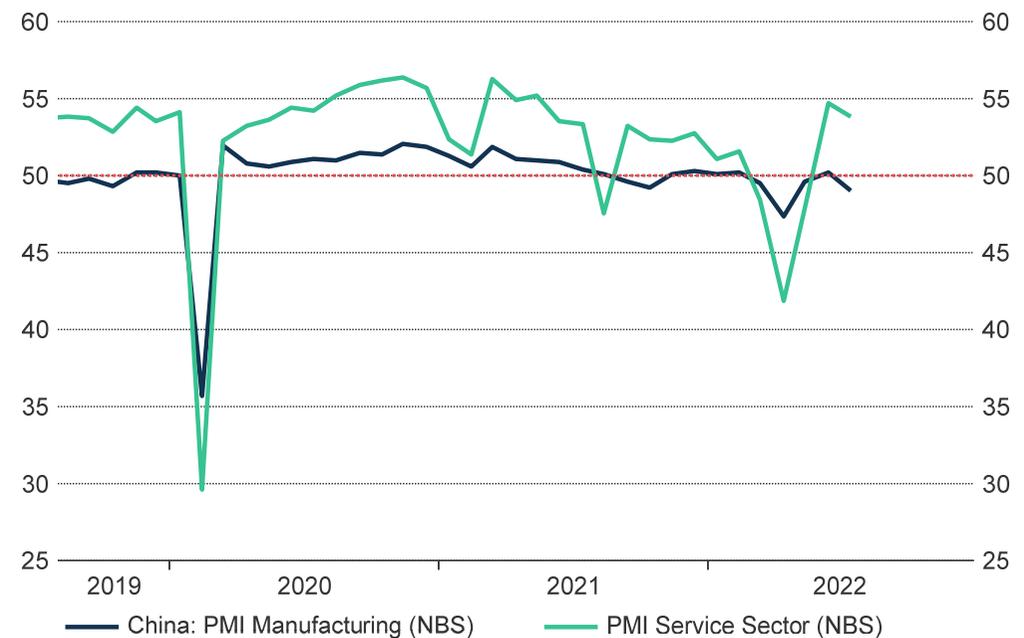
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# China: „Lockdowns“ setzen die Wirtschaft stark unter Druck

## China: BIP-Wachstum in % Y-Y / in % Q-Q



## PMIs: Manufacturing und Services Indexwerte



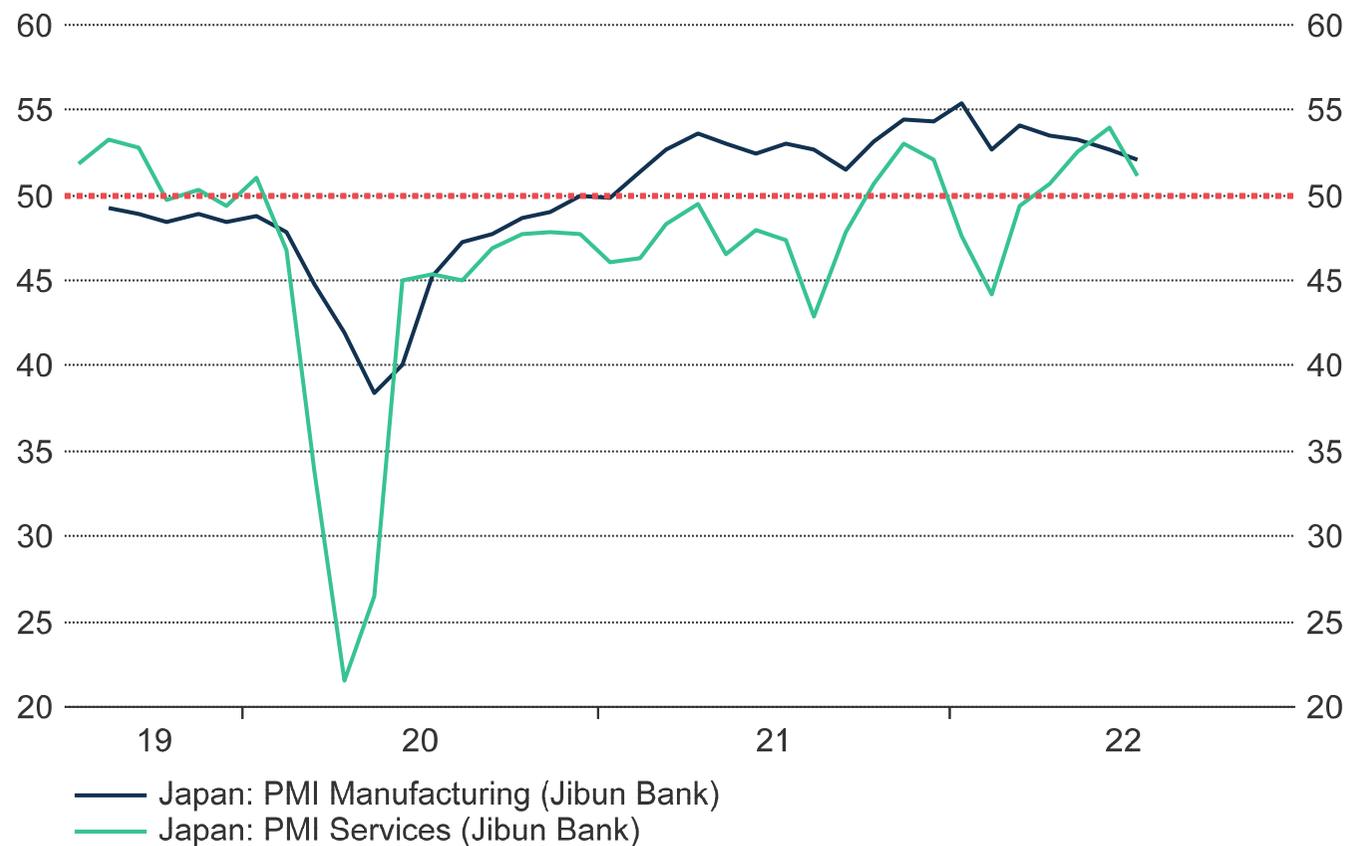
- Die jüngsten „Lockdowns“ haben die Wirtschaft in China schwer belastet,
- Im zweiten Quartal fiel die Wirtschaftsleistung auf Quartalsbasis um 2,6 %. Auf Jahresbasis stand noch ein marginales Plus von 0,4 % zu Buche.

- Nachdem die meisten Lockdown-Maßnahmen aufgehoben bzw. gelockert wurden und die Regierung wieder auf Konjunkturstützung setzt, hatten die PMIs zunächst nach oben gedreht. Der PMI Manufacturing fiel im Juli aber schon wieder unter die 50er-Marke.
- Die Zeichen stehen vorerst gleichwohl eher auf „Erholung“ – sofern es nicht zu neuen Corona-Ausbrüchen kommt.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Japan: Revision bei der BIP-Prognose

## PMIs: Manufacturing und Services Indexwerte



- Die nun zu erwartende starke konjunkturelle Abschwächung in Europa und in den USA dürfte auch an der japanischen Wirtschaft nicht spurlos vorübergehen, zumal der wichtige Handelspartner China ebenfalls mit Problemen kämpft.
- Außerdem sind auch in Japan die Infektionszahlen wieder angestiegen.
- Die PMIs liegen zwar noch über der kritischen Marke von 50 Zählern, tendierten zuletzt aber nach unten.
- Vor diesem Hintergrund haben wir unsere BIP-Prognosen für Japan für 2023 von 0,9 % auf 0,4 % und für 2024 von 0,8 % auf 0,6 % nach unten revidiert.

# 04

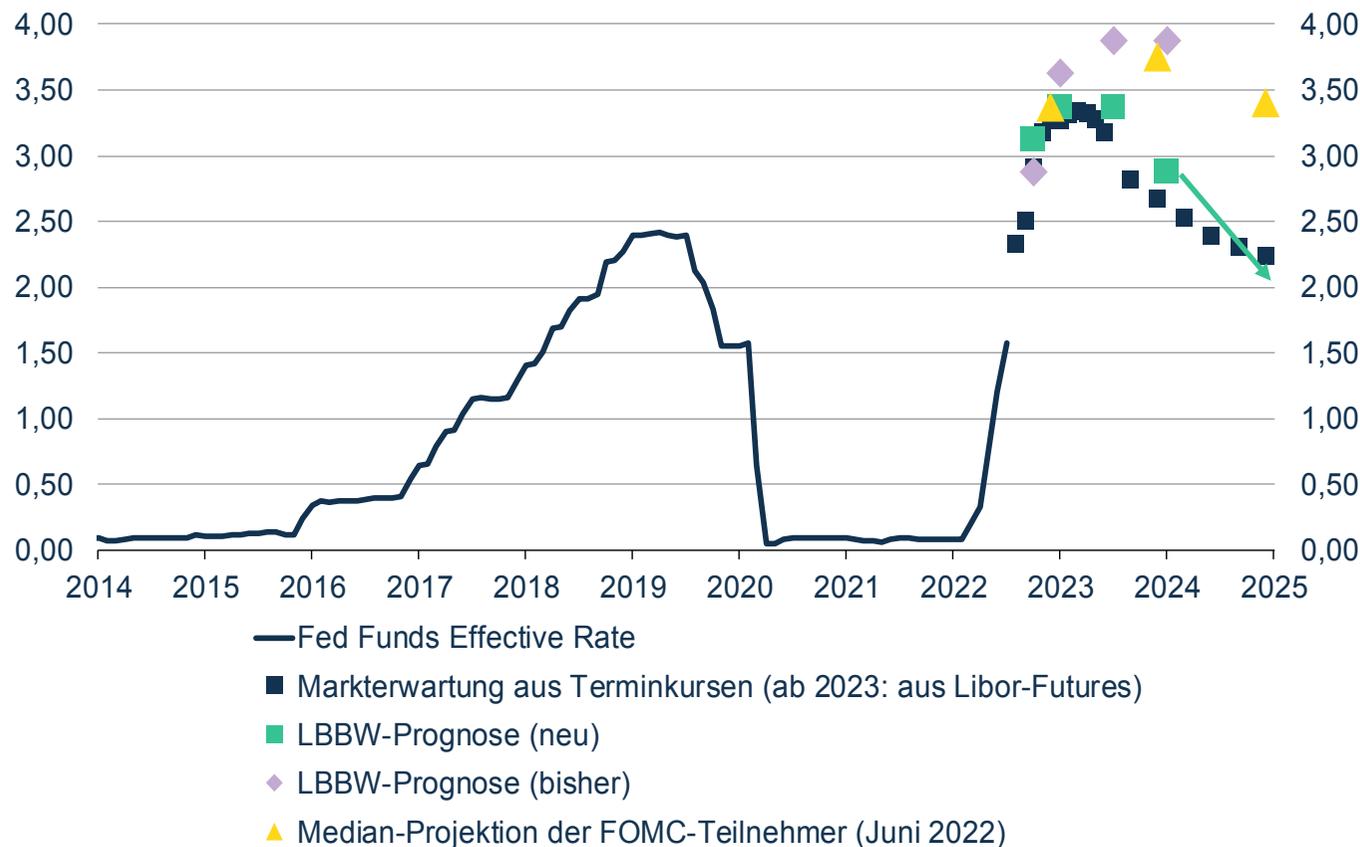
Zinsen:

Argumente für  
Renditetrendwende  
abwärts nehmen zu

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

# Fed-Prognose: Rezessionssorgen dürften Zinserhöhungsphase frühzeitig stoppen

## USD-Tagesgeldsatz mit Forwards und Fed-Projektionen sowie LBBW-Prognose

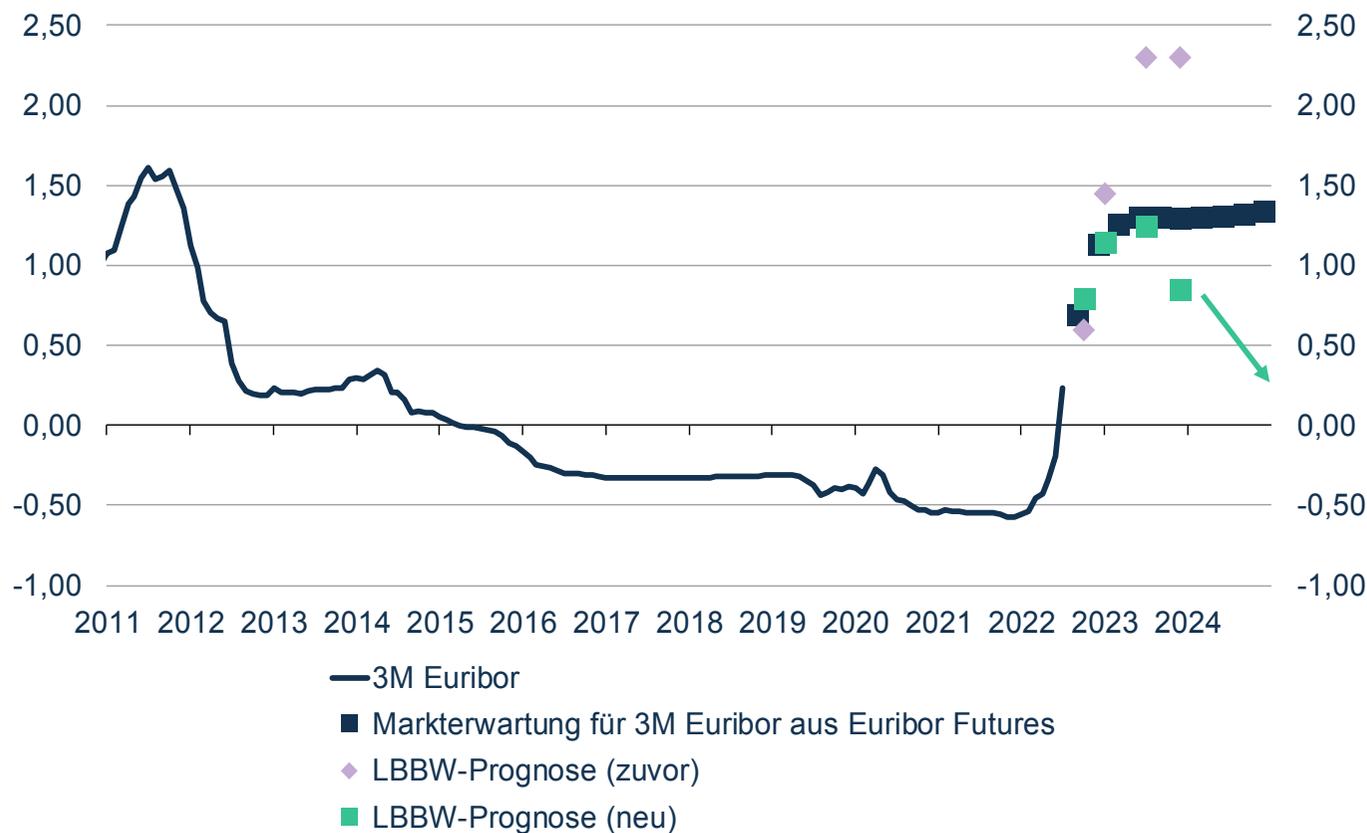


- Zweiter „Jumbo“-Zinsschritt in Folge am 27.07.
- **Kurzfristig:** Keine Alternative zu Fokus auf Inflationsbekämpfung – zumindest solange, bis Leitzins über neutralem Niveau ist.
- **Mittelfristig:** Richtung Herbst 2022 dürften wachsende Rezessionssorgen die geldpolitische Abwägung stärker beeinflussen, so dass die Fed zumindest eine Pause bei den Zinserhöhungen andeutet.
- => **Neue Prognose:** Wir erwarten nach 75 Bp im Juli nochmals 50-75 Bp im September sowie einen „kleineren“ Schritt im November. Danach Pause, die in dauerhaftes Zinsplateau übergeht. **Zins-Peak bereits bei 3,50 % (bisher: 4 %), erste Senkung gegen Ende 2023.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# EZB: Zwei weitere „große“ Zinsschritte, dann vorzeitiger Stopp

## 3M Euribor mit Markterwartungen aus Terminalsätzen sowie LBBW-Prognosen

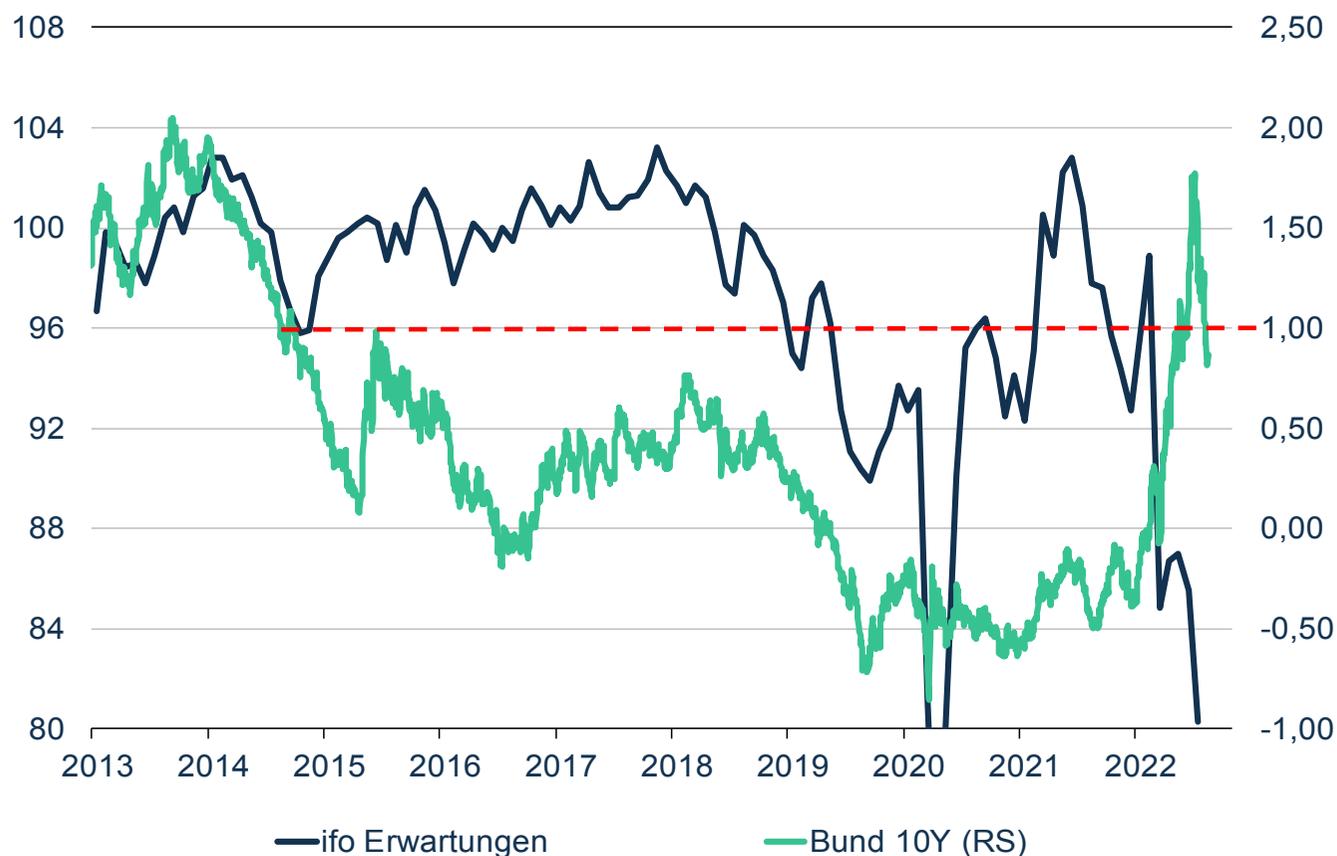


- EZB hat „Forward Guidance“ beendet und rückt von „graduellem“ Ansatz ab.
- In Kombination mit weiter steigender Inflation im Spätsommer dürfte dies u.E. zwei weitere „große“ Zinsschritte im September und Oktober erzwingen.
- Mittelfristig: Rezession, v.a. in Deutschland, fordert ihren Tribut und sorgt für frühzeitige Abkehr von Straffung, noch unterhalb des neutralen Zinses (ca. 1,5 %, Einlagesatz).
- => Neue EZB-Prognose: Leitzins-Peak bereits bei 1 % (Einlagesatz; bisher: 2,25 %) bzw. 1,50 % (Hauptrefisatz). Erste Senkung gegen Ende 2023. 3M Euribor dürfte bis Ende 2024 auf Niveaus knapp über null (0,2 % - 0,5 %, abhängig vom Einfluss der Überschussliquidität) zurückfallen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Flucht in die Sicherheit und abebbende Leitzinsspekulation könnten Bundrendite dauerhaft unter 1 % drücken

## Rendite 10-jähriger Bunds und ifo-Erwartungskomponente



- Rezessionsorgen stechen Inflationsorgen derzeit am Rentenmarkt aus – und diese dürften ihren Höhepunkt noch vor sich haben!
- Flucht in die Sicherheit dürfte durch weitere schlechte Konjunkturnachrichten und Sorgen über Entwicklung in Italien hochgehalten werden.
- Wachsende Spekulation, dass Notenbanken bald in ihrer Straffung der Geldpolitik ausgebremst werden.
- In diesem Umfeld wird nachhaltiger Rückfall der Bundrendite unter 1 % wahrscheinlicher.  
Aber: kein Ansteuern der Jahresanfangsstände, solange lang anhaltende schwere Krise ausbleibt.

# EUR-Zinskurve: Was passiert, falls das „Sorgenpendel“ wieder in Richtung Inflation schwingt?

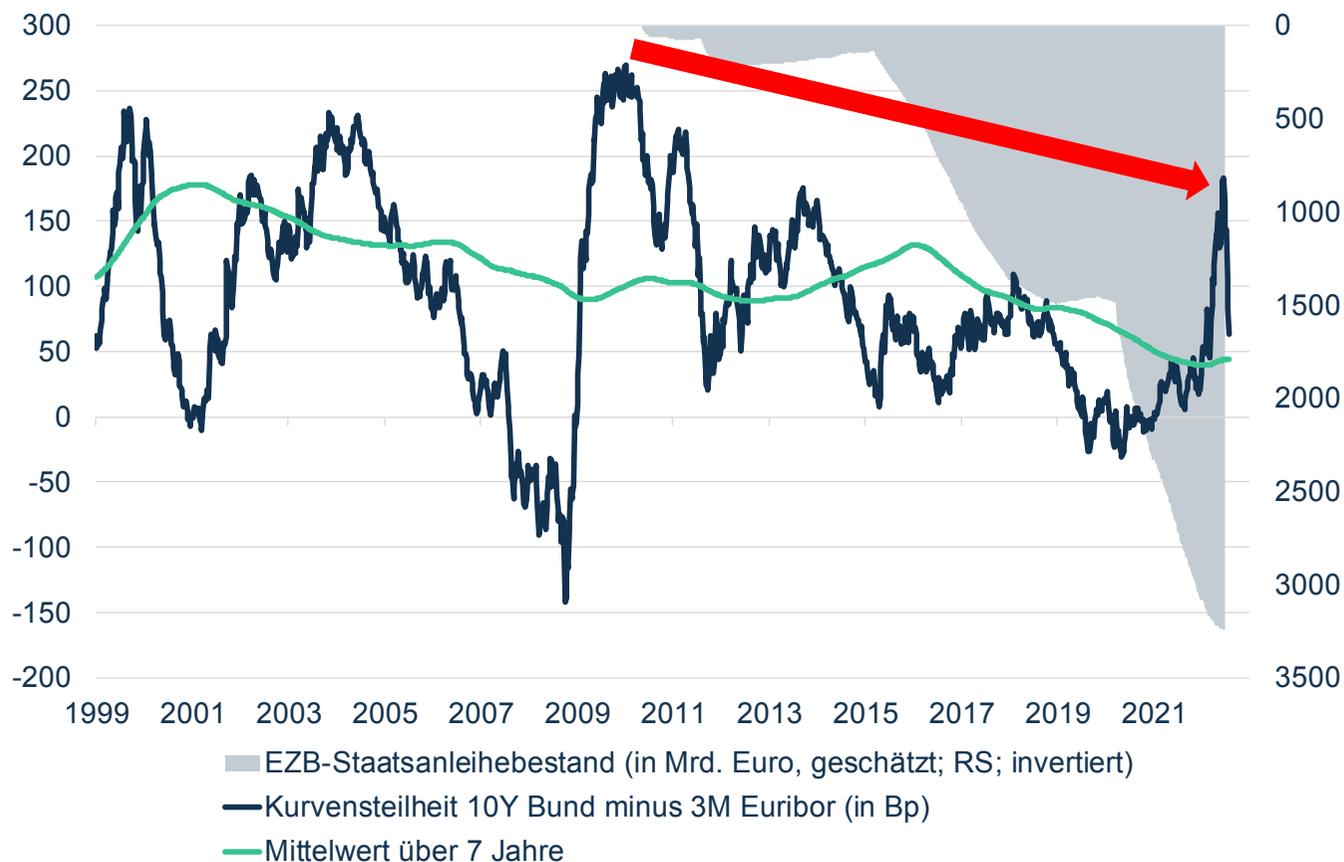
## Steilheit 10Y-2Y auf der EUR-Swapkurve und 5Y5Y Forward-Inflationserwartungen



- Weitere Ursache für starken Rücksetzer der Euro-Langfristzinsen: Langfristige Inflationserwartungen substantiell gesunken, für 5 Jahre in 5 Jahren wieder nahe 2 %.
- Aber: „Besiegt“ die Rezession tatsächlich die Inflation?
- Zwei Risiken, dass Inflationserwartungen wieder anziehen und neuen Versteilerungsdruck auf der Zinskurve auslösen:
  1. Rezessionsorgen werden durch geopolitische Signale oder konjunkturelle Stabilisierungszeichen zurückgedrängt.
  2. Inflationsspirale dreht sich (v.a. bei Kernrate) über die nächsten Monate hartnäckig weiter nach oben.

# EUR-Zinskurve: Hohe Anleihebestände der Notenbank als dauerhafter Dämpfer für Steilheit?

## Steilheit der EUR-Zinskurve (10Y Bund minus 3M Euribor) und Staatsanleihebestand bei der EZB (in Mrd. Euro, geschätzt)



- EUR-Zinskurve aktuell zwar so steil wie zuletzt vor gut 10 Jahren – aber: Kurvensteilheit im Trend der vergangenen 7-10 Jahre deutlich geringer als in der längeren Historie!
- Trend zu flacherer Kurve v.a. seit 2014/15, also mit Start von EZB-Anleihekaufprogrammen + Forward Guidance.
- Verflachungstrend deutet auf stark gesunkene (oder gar negative) Laufzeitprämie am Rentenmarkt.
- EZB-Anleihebestände also als Ursache für dauerhafte Marktverzerrung? Zwar noch zu früh für endgültiges Urteil, aber falls ja, dürfte dies das Potenzial für eine „Zins-Normalisierung“ spürbar hemmen.

# EUR-Zinskurve: Verflachung dürfte sich fortsetzen, Tiefpunkt bei Steilheit früher als bisher erwartet

## Rendite 2-jähriger und 10-jähriger Bunds mit Prognosen



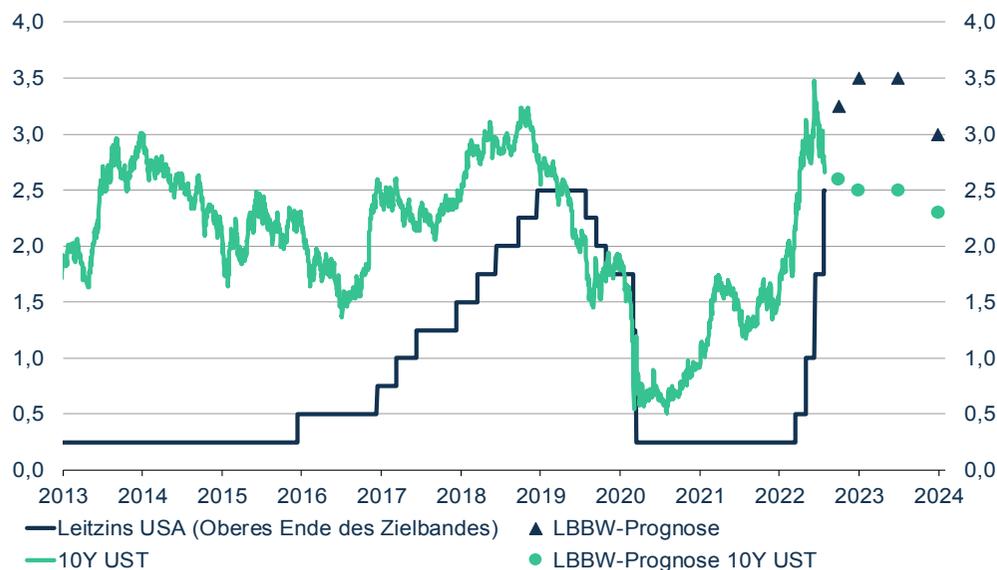
- Mit zunächst fortgesetzter EZB-Straffung bei gleichzeitig wachsenden Rezessionsgefahren bleibt deutliche Kurvenverflachung in den kommenden Monaten im Euroraum wahrscheinlich.
- **Komplette Abflachung der (Bund-) Kurve oder temporäre Inversion bleibt reelles Szenario; Eintritt früher als bisher prognostiziert (eher schon gegen Ende 2022 statt erst Mitte 2023).**
- Im Jahr 2023 dürfte Kurve wieder steiler werden, mit näher rückender Zinswende nach unten.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Fazit: Weiterhin hohe Prognoseunsicherheit – Rezession als Haupttriebfeder am Rentenmarkt

## USD-Zinsen und Prognose

in %

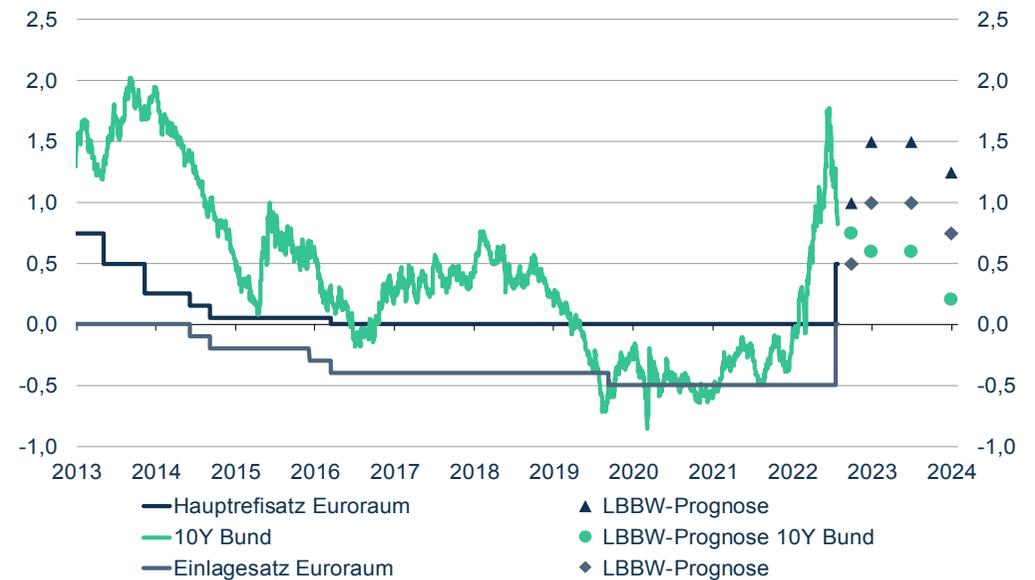


- Zwei weitere Zinsschritte bis Herbst 2022, in Summe 100-125 Bp bis Jahresende. Dann Plateau auf moderat restriktivem Niveau für ca. zwölf Monate.
- Leitzins-Peak zwischen 3,5 % und 4 %.
- Geopolitik sorgt für zusätzliche Unsicherheit am USD-Rentenmarkt. Hohe Nachfrage nach Sicherheit dürfte Kurse für einige Zeit beflügeln.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

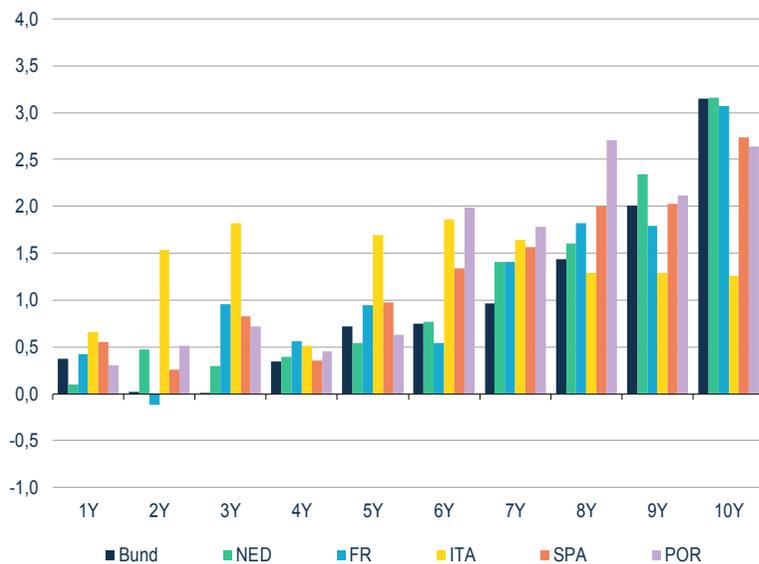


- Zwei weitere „große“ Leitzinsanhebungen um insgesamt 100 Bp bis Herbst 2022.
- EZB setzt Zinserhöhung mit Einsetzen einer Rezession zunächst aus, Einlagesatz steigt nicht über neutrales Niveau (rd. 1,5 %), erste Zinssenkung gegen Ende 2023.
- Rezessionsängste sorgen für weiteren Renditeabwärtsdruck. 10Y Bundrendite bleibt angesichts anhaltender Nachfrage nach Sicherheit tendenziell unter 1 %.

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

## Euro-Staatsanleihen

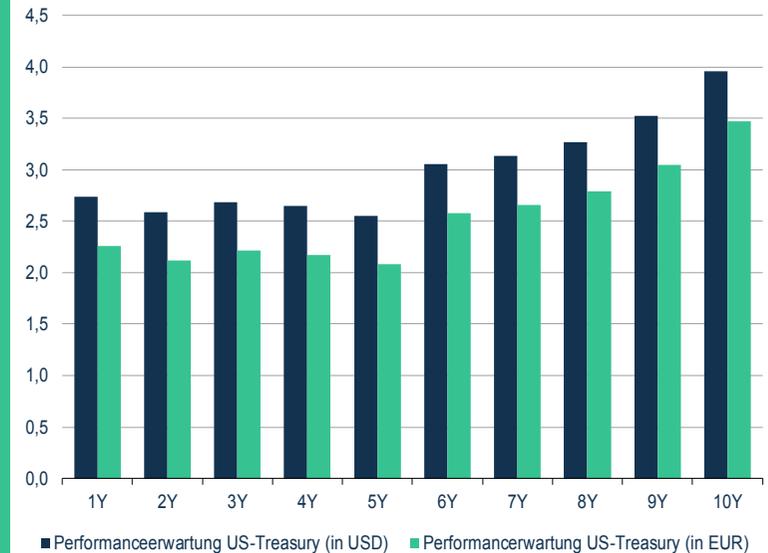
(Annahme: Spreads weiten sich um ein Fünftel aus)



Nach Rendite-Achterbahnfahrt: 12M-Performanceerwartungen für Euro-Anleihen aufgeteilt, Peripherie mit politischen Risiken. Lang-laufende US-Treasuries mit Kurschancen und -risiken.

- Kerneuropäische Staatsanleihen: Rezessionsgefahren könnten Nachfrage weiter beflügeln.
- Peripherie: Carry nochmals verbessert. Spreadrisiken wachsen für Italien mit Blick auf Neuwahl, EZB-Instrument als Gegengewicht. Allokation „neutral“.

## US-Treasuries



- US-Dollar: Hohe Zinsdifferenz weiterhin Stütze, weiteres Aufwertungspotenzial vor allem auf kurze Sicht.
- Allokationsempfehlung zwar auf „leicht übergewichten“ hochgestuft.
- Inflationsentwicklung bleibt gleichwohl ein „Damoklesschwert“.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# 05

Credits:

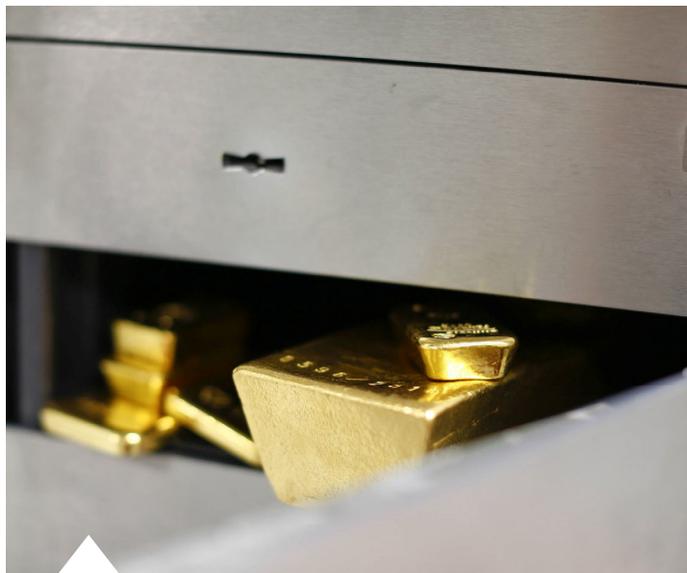
Unternehmen in der Rezession

Wie meistern sie nach Corona  
die nächste Krise?

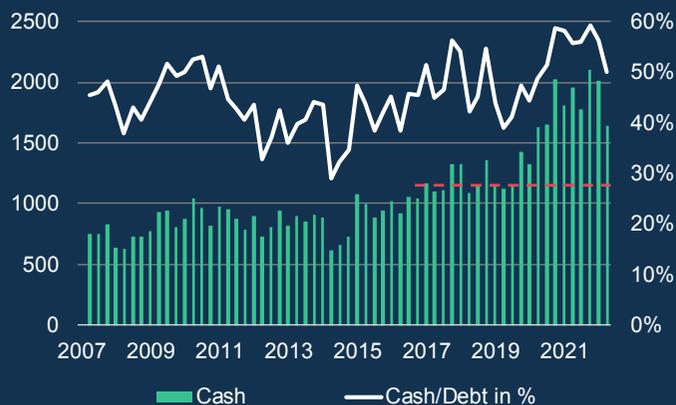
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

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

# Hohe Cash-Bestände vor der Ukraine-Krise



**Cash und Cash/Debt**  
Median im STOXX Europe 600



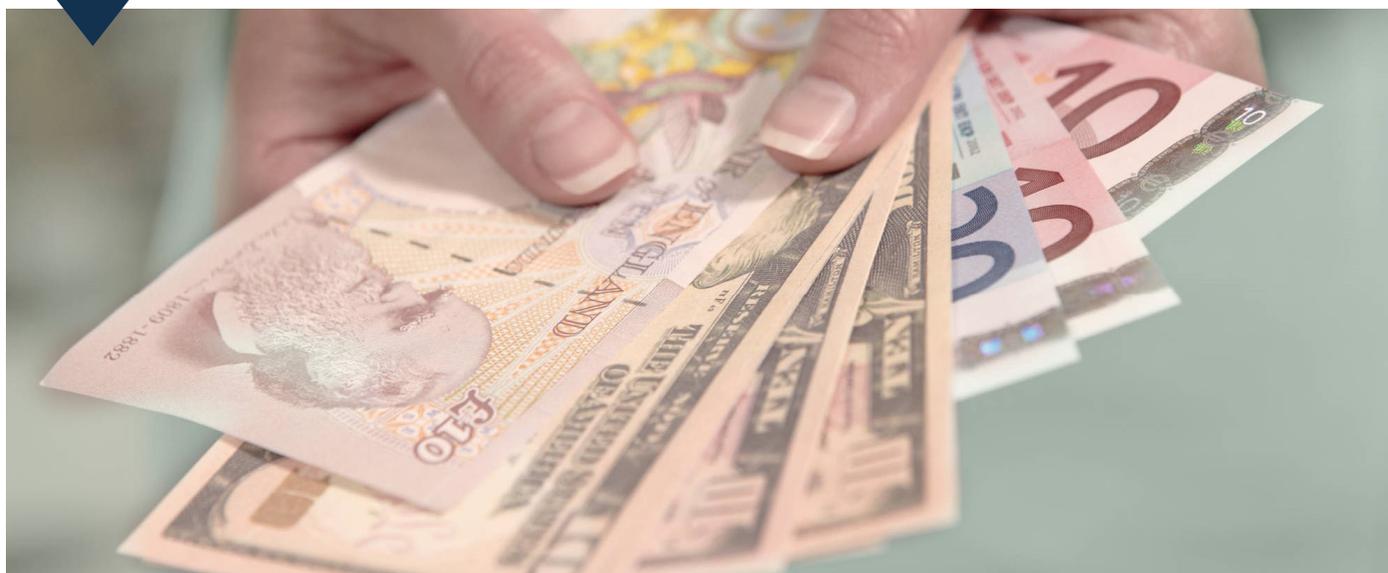
2021 kletterten die Cash-Bestände der Unternehmen auf Rekordhoch, auch ggü. den Brutto-Finanzschulden.

Auch zum Halbjahr 2022 lagen die Cash-Bestände deutlich über Vorkrisen-Niveau.

## Cash gibt Sicherheit

2020/21 hatten die Unternehmen ein Rekordvolumen an EUR-Neuemissionen von Corporate Bonds begeben und u.a. damit ihre Cash-Bestände auf neue Höchstwerte aufgestockt. Damit verschafften sie sich eine komfortable Ausgangsposition.

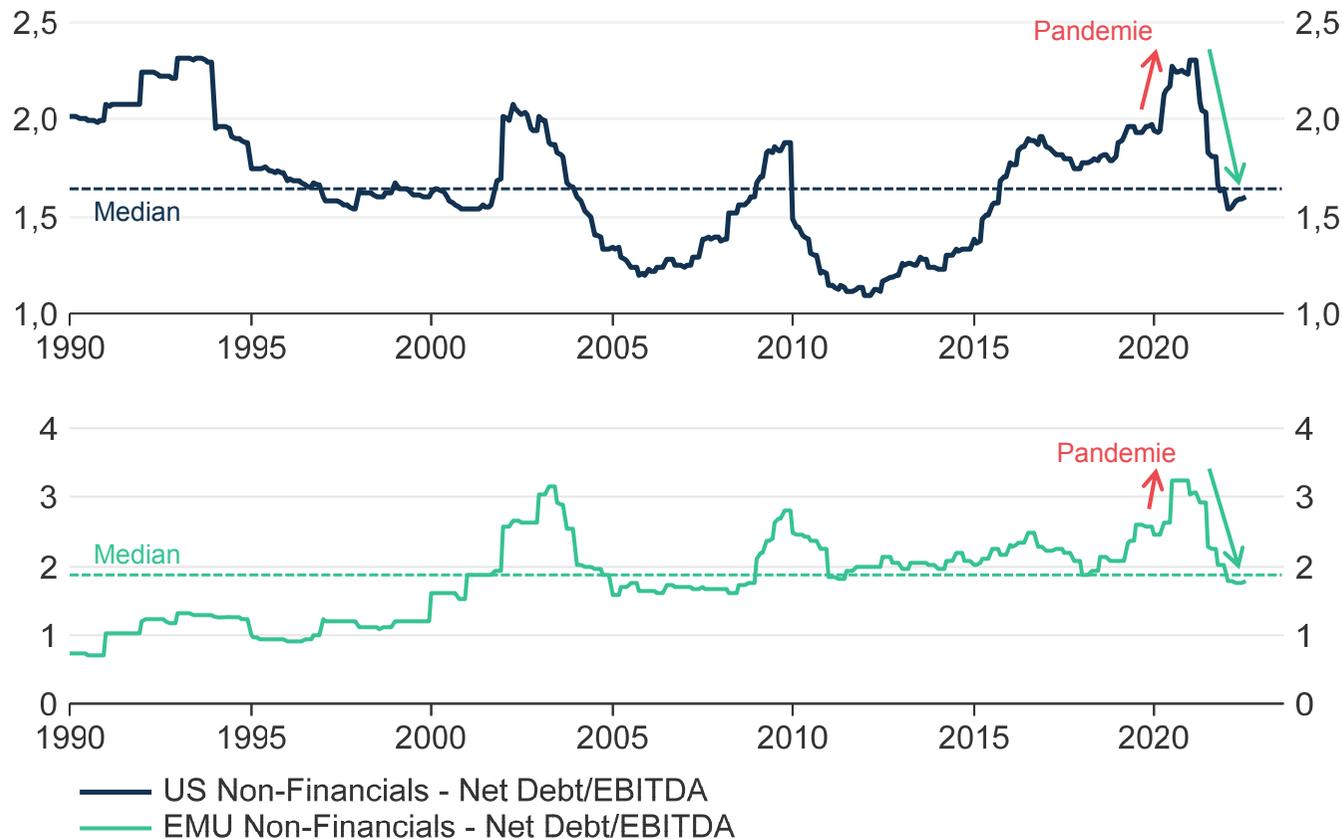
Quellen: Bloomberg, LBBW Research



# Verschuldungsgrad unter langfristigem Median

## Unternehmensverschuldung USA vs. Europa

Net Debt / EBITDA



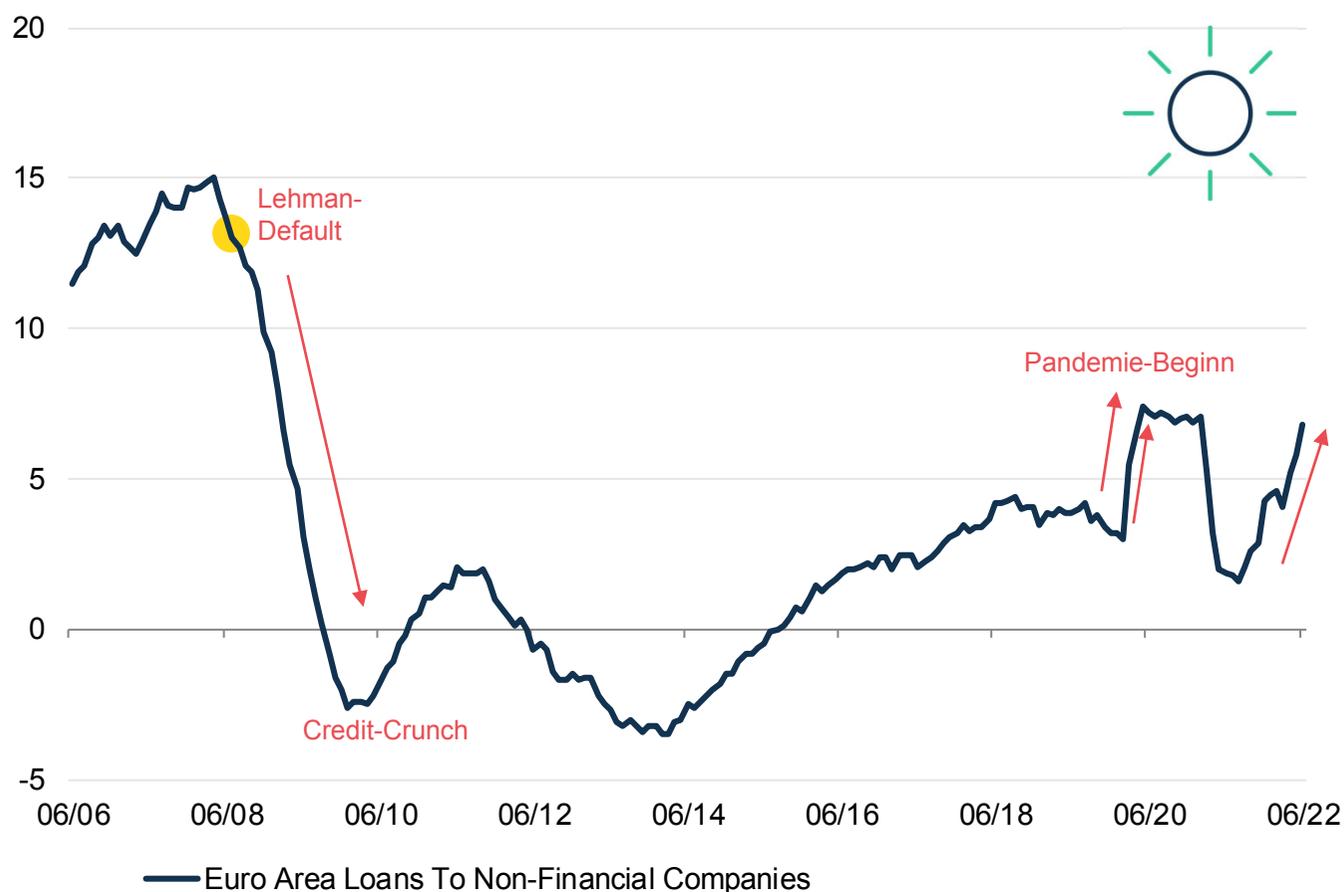
- Bereits vor Ausbruch der Corona-Pandemie lag die Nettoverschuldung in Relation zum EBITDA im Bereich der Höchststände früherer Zyklen.
- Im Zuge des durch die Pandemie ausgelösten Konjunktur- und Ergebniseinbruchs sprangen die Verschuldungskennziffern deutlich an und überstiegen sowohl in den USA als auch in Europa die Höchststände früherer Zyklen.
- Die sich anschließende konjunkturelle Erholung wurde von den Unternehmen genutzt, um die Verschuldungslevels wieder unter den langjährigen Median zu bringen.
- Damit wäre aktuell wieder Spielraum für eine mögliche Ausweitung in der Rezession vorhanden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research (Ratio aus aggregierten Daten eines Samples von rd. 800 US-Unternehmen und rd. 1.000 in Europa)

# Kein Credit-Crunch zu erkennen

## Kreditvergabe

in Prozent ggü. Vorjahr

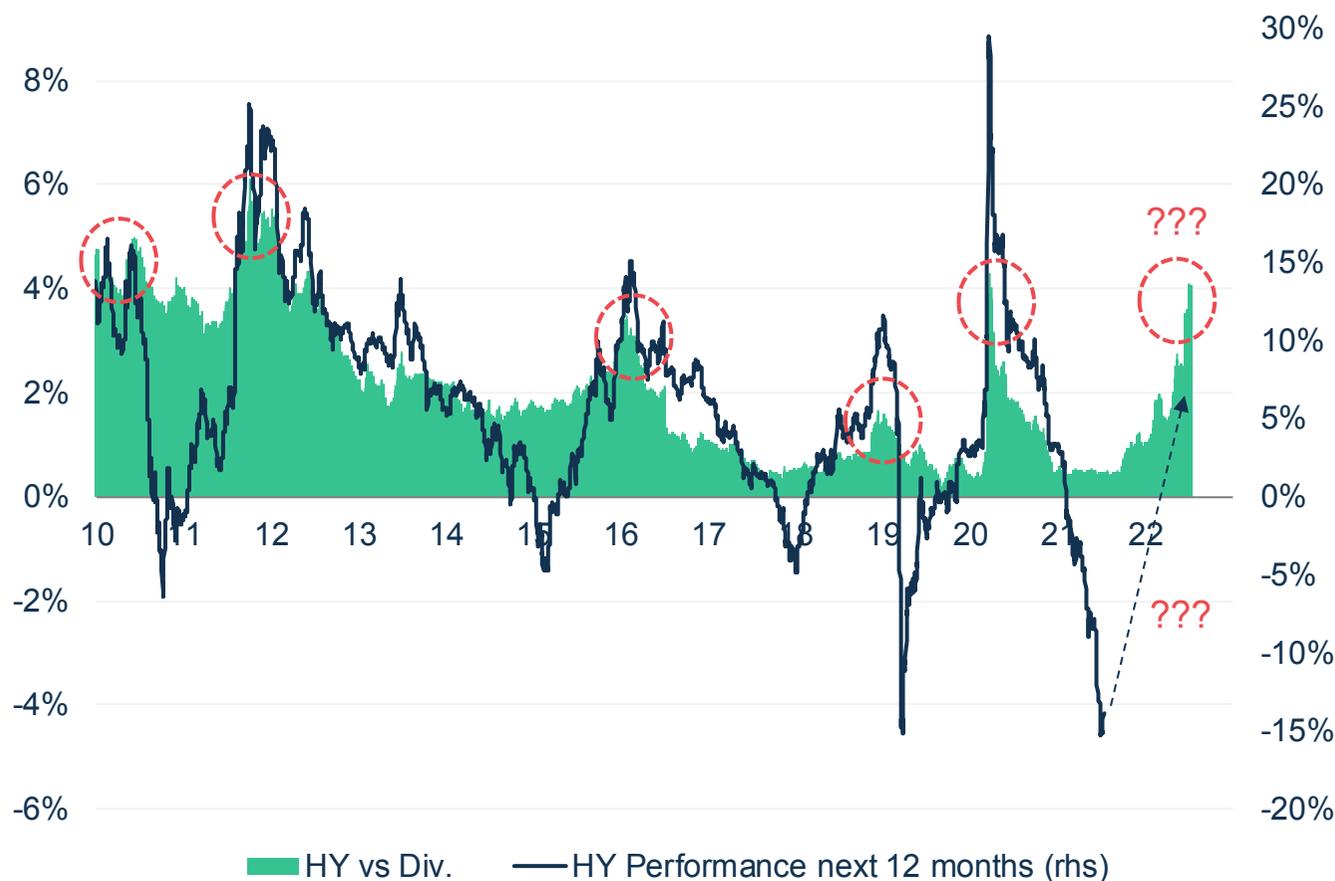


- Trotz massiv eingetrübter Perspektiven haben die Unternehmen offensichtlich weiterhin guten Zugang zu Bankkrediten. Die Kreditvergabe im Euroraum stieg im Juni ggü. dem Vorjahr um 6,8% an.
- Im Unterschied zur Finanzkrise 2008/09 droht aktuell offensichtlich kein Liquiditätsentzug in der Breite – auch wenn es bei einer Verschlechterung der ökonomischen Rahmenbedingungen für einzelne Unternehmen eng werden könnte.
- Eine ähnliche Entwicklung war zu Beginn der Pandemie 2020 beobachtbar. Auch damals reagierten die Unternehmen mit einem Aufbau von Liquidität, um sich „wetterfest“ zu machen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Performance-Chancen für High-Yield?

## Rendite-Vorsprung HY-Index ggü. DAX-Dividenden mit anschließender 1-Jahres-Performance



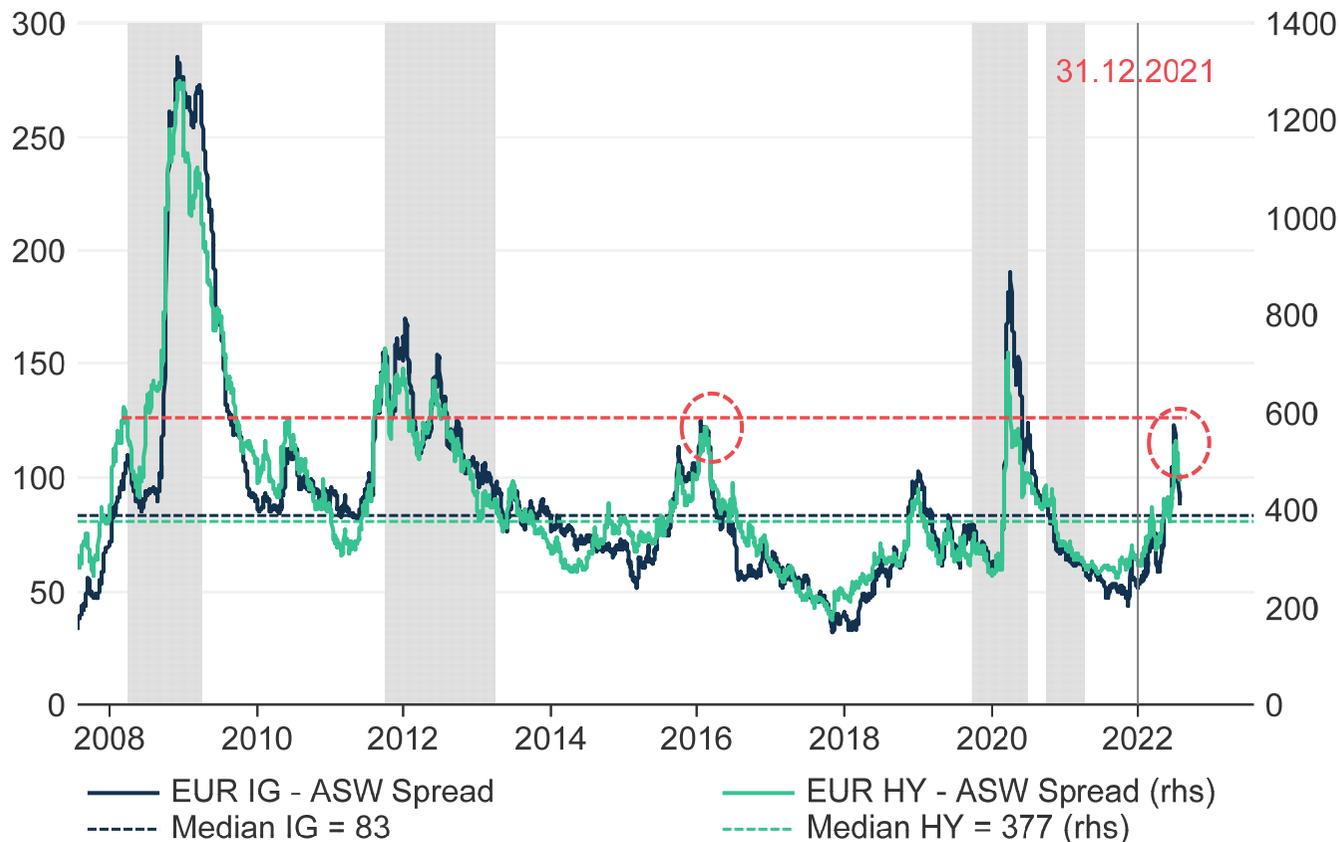
- Die Rendite im High-Yield-Index für EUR-Unternehmensanleihen notierte Anfang Juli 2022 im Hoch bei über 7,5% und damit ca. 4 Prozentpunkte höher als die Dividenden-Rendite des Aktien-Index DAX (ca. 3,5%).
- In nebenstehender Analyse haben wir diesen Rendite-Vorsprung verglichen mit der Performance, die der High-Yield-Index ein Jahr später erreichte.
- Dabei zeigt sich, dass die Hochpunkte des Rendite-Vorsprungs eine gute Chance für eine hohe positive Performance darstellten. Insofern kann das aktuell hohe Niveau (mittelfristig) gute Performance-Chancen bieten.
- In Krisen-Szenarien mit nochmals sprunghaft steigenden High-Yield-Renditen wären allerdings (kurzfristig) weitere deutliche Verluste möglich.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Risiko-Spreads am Hoch von 2016 abgeprallt

## Investmentgrade- u. High-Yield-Spreads

Asset Swap Spreads für Unternehmensanleihen-Indizes in Basispunkten



Ein ausführliches Update zu Corporate Bonds finden Sie in unserem LBBW Credit Outlook vom 02.08.2022

- In der ersten Jahreshälfte 2022 sind die Risiko-Spreads von niedrigen Niveaus aus bis in den Bereich des Hochs von 2016 angestiegen.
- Im Juli folgte eine kräftige Erholung, so dass kurzfristig aufgrund der steigenden Rezessionsorgen wieder Ausweitungsrissen in Richtung der Jahreshöchststände bestehen.
- Bei Eintreten der Risiko-Szenarien (vgl. S. 10) wäre u.E. mit noch deutlicheren Spread-Anstiegen zu rechnen (z.B. Corona-Hoch 2020).
- Mittelfristig gehen wir von einer Rückkehr zum Median aus.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

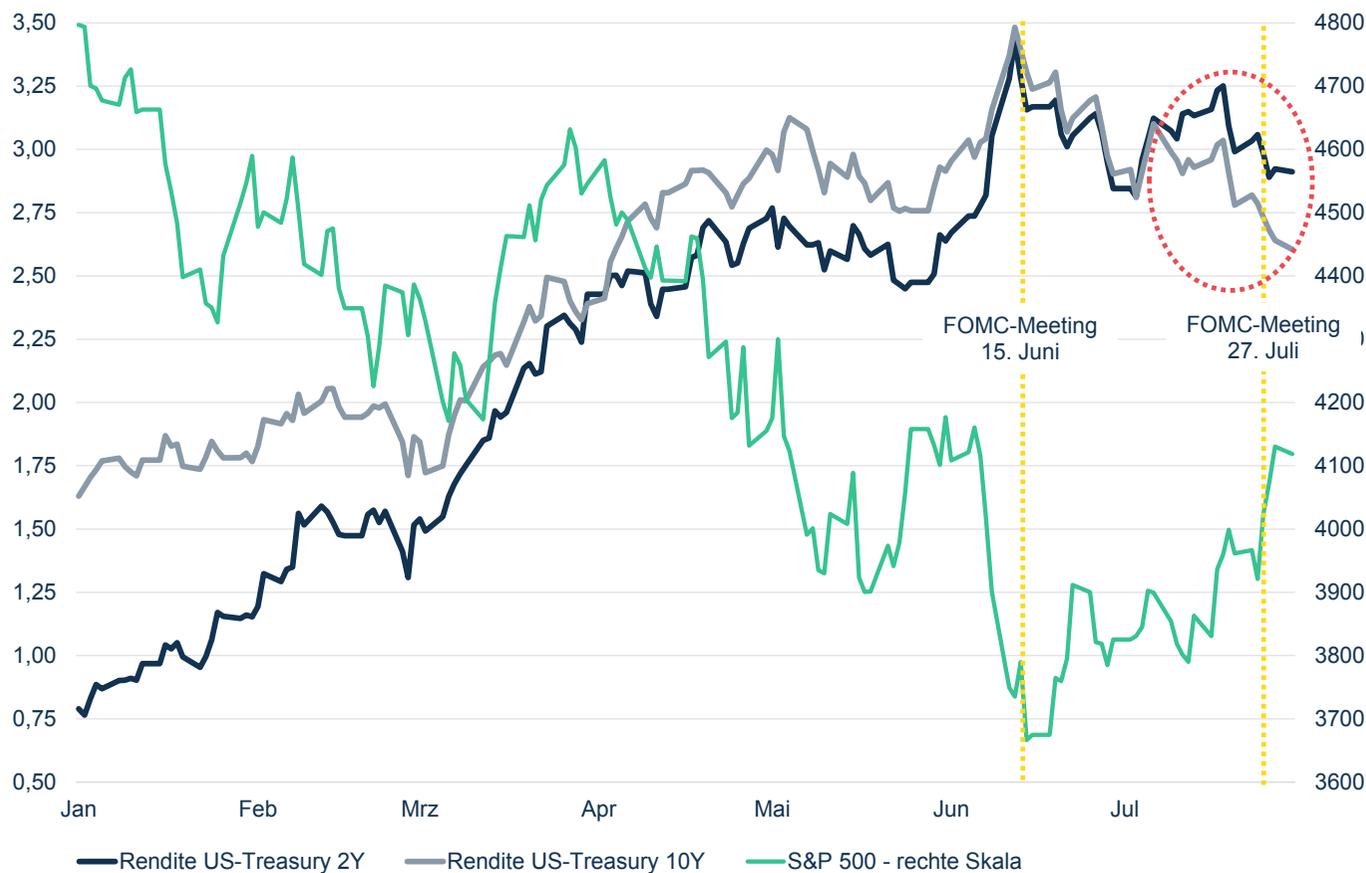
# 06

**Fed-Erleichterungsrally  
dürfte wohl bald in eine von  
Gewinnsorgen geprägte  
weitere Abwärtswelle münden**

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

# Sorgen um eine zu harsche Fed-Politik mündeten in Konjunkturängste

## US-Treasury-Rendite 2 bzw. 10 Jahre vs. S&P 500 in Prozent bzw. Indexpunkten



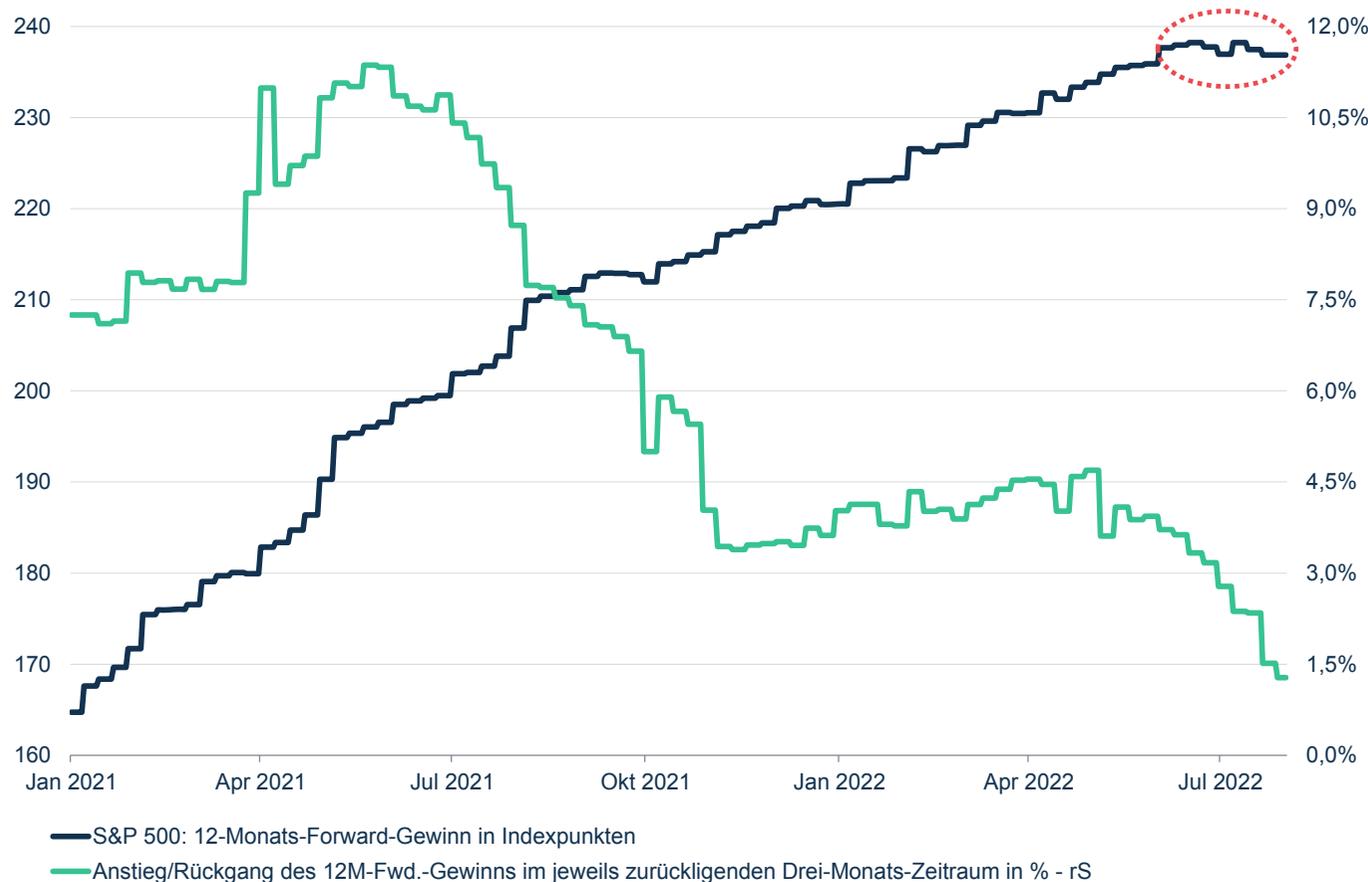
- Mit der Fed-Sitzung Mitte Juni scheint ein Paradigmenwechsel einhergegangen zu sein: Bis dahin gingen die Anleger im Kampf gegen eine immer höhere Inflation von einer besonders „hawkish“ eingestellten Fed aus.
- Die bereits wenige Tage vor dieser Sitzung zu beobachtende markante Verflachung der Zinsstrukturkurve deutete jedoch bereits an, dass die Anleger inzwischen auch vermehrt von Konjunktursorgen geplagt wurden.
- Inzwischen fällt die Strukturkurve sogar invers aus – und die USA vermeldete das zweite Quartal mit negativem BIP-Wachstum in Folge. Der Aktien-Erleichterungsrally könnten schon bald ernste Sorgen um die Verfassung der Unternehmen folgen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Trendwende bei den US-Gewinnschätzungen zeichnet sich ab

## S&P 500: 12-Monats-Forward-Gewinne und Prognosedynamik (3M)

in Indexpunkten bzw. Prozent

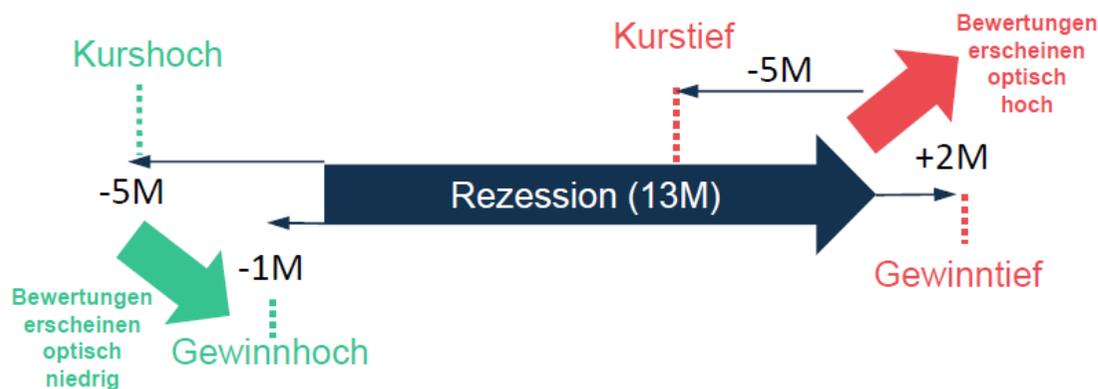


- Die US-Q2-Berichtssaison ist in vollem Gange: Nach einem schwachen Q1 legt der Q2-Gewinn nun zwar wieder zu, allerdings längst nicht so stark wie vor kurzem noch erwartet. Mitte Mai war ein sattes Plus von 16% QoQ prognostiziert worden: Per Ende Juni waren es noch 12%. Tatsächlich werden es wohl nicht einmal ganz 2% werden.
- Trotz, in rückwärtiger Betrachtung, noch leicht steigenden Gewinnen scheinen die Analysten inzwischen nicht mehr dazu bereit, mit den höheren rückwärtigen Daten auch ihre Zukunftserwartungen reflexartig nach oben anzupassen.
- Im Gegenteil: Seit zwei Monaten treten die 12-Monats-Forward-Gewinne des S&P 500 auf der Stelle, seit der Jahresmitte sind sie sogar leicht rückläufig.

Quellen: I/B/E/S, Refinitiv, LBBW Research

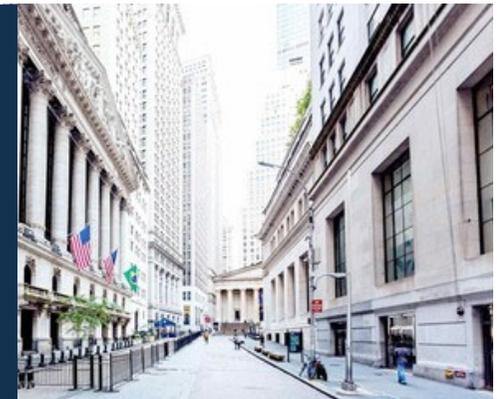
# Aktienmärkte nehmen konjunkturelle Entwicklungen vorweg

## Kurs- und Gewinnentwicklung im Umfeld von Rezessionen schematische Darstellung



Im Median der letzten  
30 US-Rezessionen

(Daten von  
Robert J. Shiller,  
welche bis in das Jahr  
1871 zurückreichen)

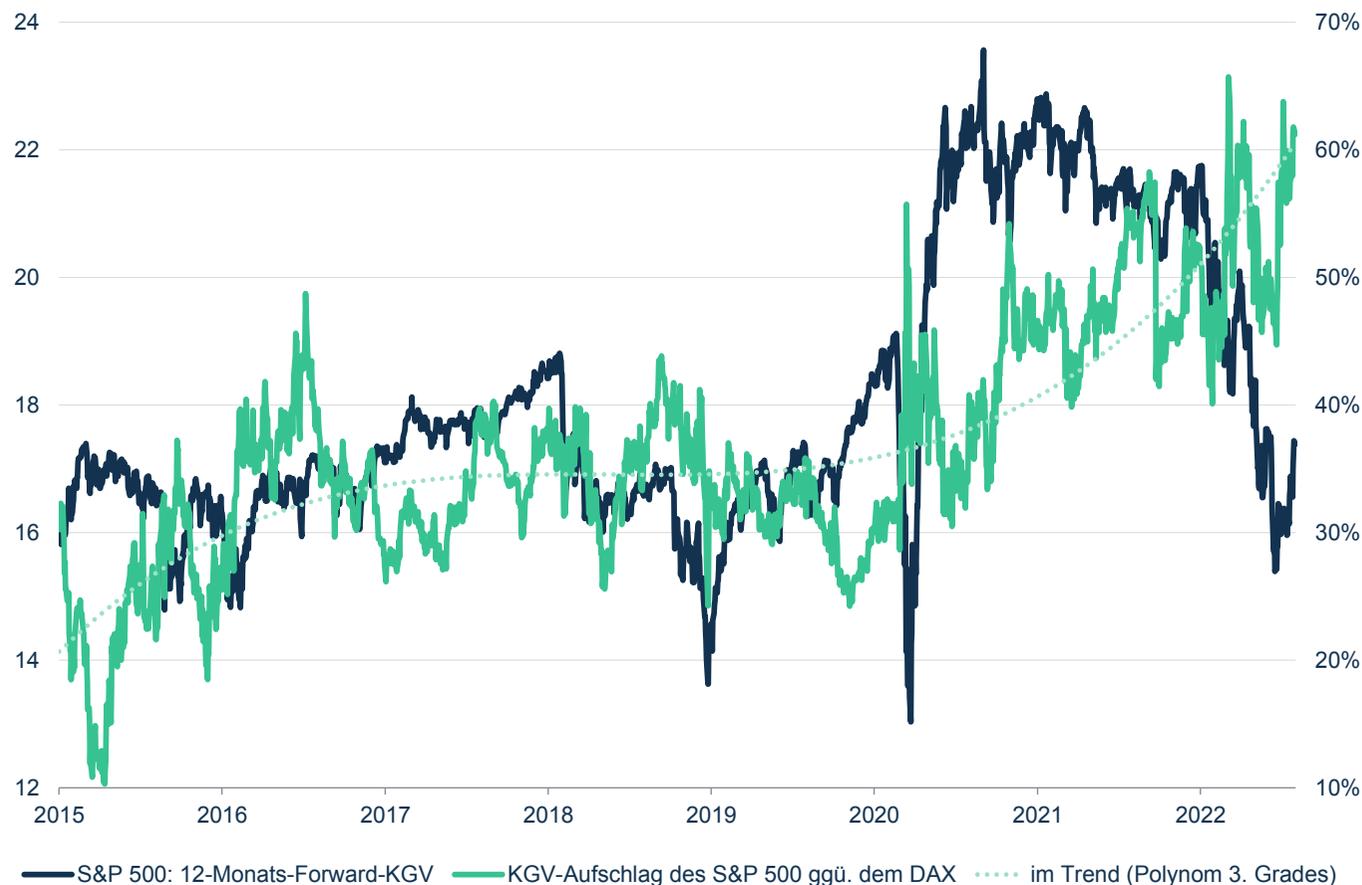


- Seit seinem Hoch am 3.1. hat der S&P 500 in Summe rund 14% verloren. In der Spitze waren es sogar schon gut 23%.
- Wie die historische Beobachtung zeigt, ist es üblich, dass die Aktienmärkte eine konjunkturelle Eintrübung mehrere Monate vorwegnehmen, während die Gewinnschätzungen zunächst noch weiter steigen.
- Im Gegenzug markieren die Aktienindizes ihr Tief typischerweise nicht erst gegen Ende einer Rezession, sondern steigen bereits schon wieder, sobald die Anleger das baldige Ende des Tunnels wittern. Die Gewinnschätzungen sind in dieser Phase noch längere Zeit von Abwärtsrevisionen geprägt.
- Dies hat massive Konsequenzen für die richtige Interpretation der Aktienmarktbewertungen: Die Kombination aus bereits stark gedrückten Kursen und noch (viel) zu hohen Gewinnschätzungen lassen die KGVs zu Rezessionsbeginn günstiger erscheinen, als sie tatsächlich sind. Andererseits wirken die Bewertungen nach Beginn einer Erholungsrally schnell übersteuert. Schließlich sind die steigenden Kurse in jener Phase nichts anderes als Vorschusslorbeeren auf eine wieder bessere Konjunktur und damit höhere Gewinne.

Quellen: LBBW Research

# Trotz Rückgang: Dass US-Aktien günstig bewertet sind, ist eine Mär

## S&P 500: 12-Monats-Forward-KGV vs. KGV-Aufschlag zum DAX als Multiple bzw. in Prozent

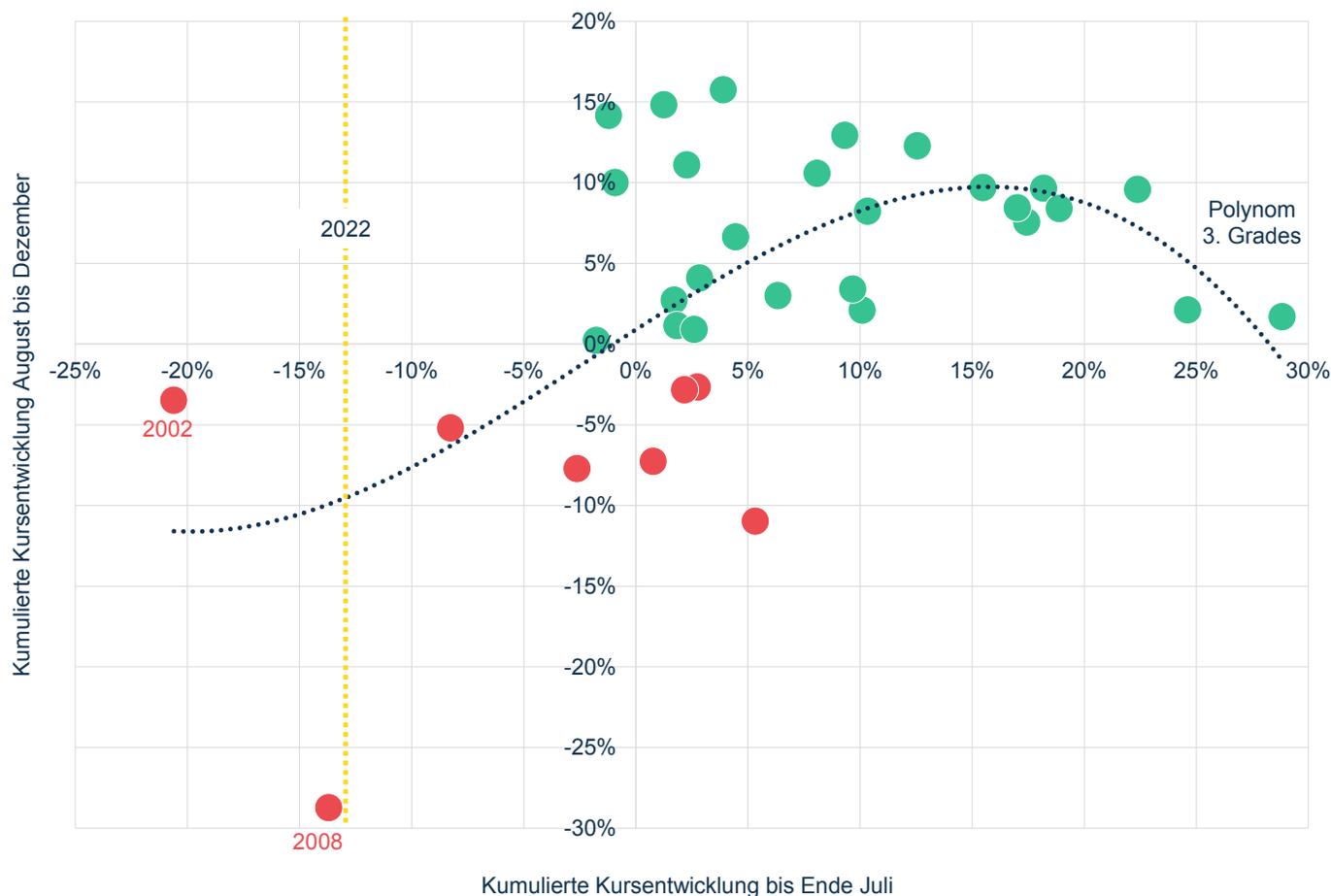


- Die Kombination aus markant gesunkenen Kursen und weiter gestiegenen Gewinnschätzungen ließ das 12M-Fwd.-KGV des S&P 500 seit seinem Kurshoch zu Jahresbeginn um 20% einbrechen. Trotzdem waren US-Aktien seit 1988 noch immer an 72% aller Tage günstiger bewertet als nun. Und dies, obwohl das KGV auf Basis der wohl noch zu hohen Gewinnschätzungen ermittelt wurde.
- Der KGV-Aufschlag der US-Titel ggü. dem DAX weitete sich mit Beginn des Kriegs in der Ukraine weiter aus; inzwischen liegt er sogar leicht über der 60%-Marke. Dabei existieren hier wie da Konjunkturrisiken: eine hohe deutsche Energieabhängigkeit von Russland, ein höheres Risiko einer restriktiven Notenbank in den Vereinigten Staaten.

Quellen: I/B/E/S, Refinitiv, LBBW Research

# Schwache Entwicklung wirkt nach – schwierige Monate ante portas

## S&P 500: Kumulierte Kursentwicklung per Ende Juli vs. im Restjahr in Prozent (seit 1988)



- Bis Ende Juli sank der S&P 500 2022 um 13,3%. Nur im Umfeld der Finanzkrise 2008 bzw. der platzenden Dot-com-Bubble 2002 verliefen die ersten sieben Monate noch schwächer. In beiden Jahren konnten sich US-Aktien in den verbleibenden fünf Monaten nicht mehr erholen. 2002 sank der S&P 500 um weitere 4%, 2008 sogar um 29%.
- Gemäß dem Motto „the trend is your friend (or even foe)“ wirkte die Entwicklung im Restjahr zumeist nach. In 89% (24/27) aller Plussituationen stieg der S&P 500 in den verbleibenden fünf Monaten weiter. In den Minusjahren lag die Quote hingegen nur bei 43% (3/7).
- Entsprechend fiel in den Minusjahren auch der kumulierte Verlust in den Problemmonaten August & September um 3,5 Prozentpunkte höher und die Endrally um 4,9 Zähler schwächer aus.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# 07

**Prognosen und  
Asset Allokation:**

**Keinen Wimperschlag mehr  
von der Rezession entfernt!**



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

# Prognosen und Asset Allokation

Keinen Wimpernschlag mehr von der Rezession entfernt! Noch vor kurzem hatten wir die Möglichkeit gesehen, dass eine Rezession in Deutschland vermieden werden könnte. Diese Sichtweise haben wir nun aufgegeben. Die in den vergangenen Wochen veröffentlichten Frühindikatoren (ifo und Einkaufsmanagerindizes für Deutschland sowie Wirtschafts- und Konsumentenvertrauen im Euroraum) deuten für die deutsche und die europäische Wirtschaft auf einen Wachstumseinbruch hin. Zudem lastet die unsichere Gasversorgung auf den Aussichten in Europa. Putin wird u.E. weiter zündeln. Der Gaspreis liegt aktuell rund 10x höher als vor der Krise Anfang 2021. Des Weiteren könnte der Ukraine-Krieg länger andauern. Wir sehen deshalb eine Rezession in Deutschland und im Euroraum als das wahrscheinlichste Ergebnis an.

A circular icon of a compass with a green needle pointing towards the top-right, symbolizing direction or navigation.

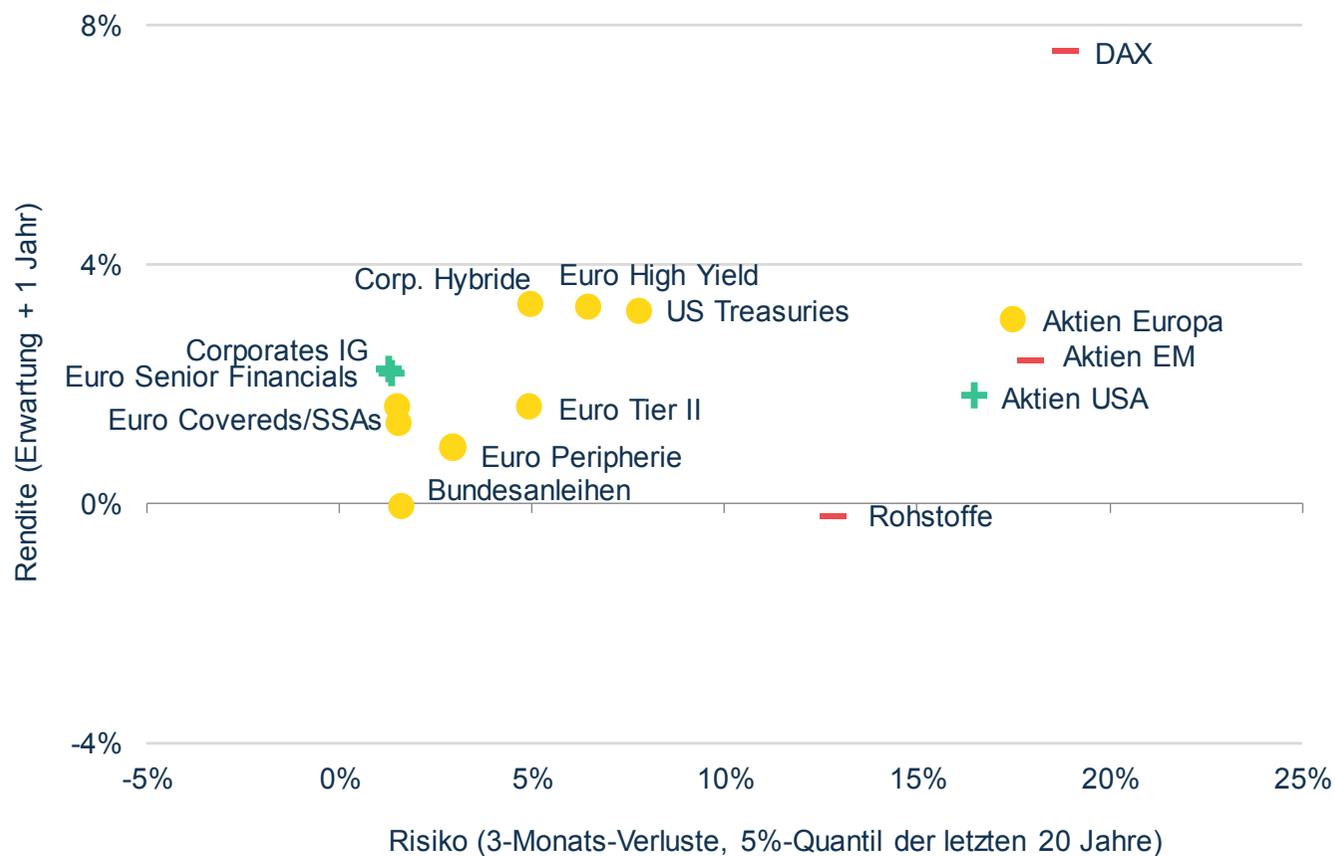
Gleichzeitig lässt der Inflationsdruck noch immer nicht nach. Im Euroraum stieg die Inflationsrate mit 8,9% auf einen neuen Rekordwert. Der Druck auf die Notenbanken, auf beiden Seiten des Atlantiks entschieden gegenzusteuern, bleibt hoch. Vor dem Hintergrund der sich deutlich abschwächenden Konjunktur in Deutschland/Europa rechnen wir damit, dass die EZB ihre geldpolitische Straffung nur bis Ende 2022 bzw. Anfang 2023 fortsetzen wird. Der Peak bei den Leitzinsen dürfte niedriger liegen als bisher erwartet (Einlagesatz: 1% statt bisher 2,25%).

Aufgrund der gestiegenen Konjunktursorgen für Deutschland und Europa insgesamt ist die 10j. Bundrendite in den vergangenen vier Wochen vom Hoch bei 1,92% um mehr als 1%-Punkt zurückgefallen. Ebenfalls stark korrigiert hat die Rendite 2j. Bundesanleihen. Diese liegt nur noch bei gut 0,2%. Der Markt bezweifelt vor dem Hintergrund der gestiegenen Rezessionswahrscheinlichkeit mehr und mehr die Dauerhaftigkeit der Zinswende der EZB.

Unsere Szenarien haben wir überarbeitet: Teile des Negativszenarios haben wir ins Hauptszenario übernommen (weiterhin 50% Eintrittswahrscheinlichkeit). Eine Rezession ist nun Teil des Hauptszenarios. Das bisherige Hauptszenario ist nun der Best Case (15%). Die Worst-Case-Szenarien haben mit zusammen 35% weiterhin ein hohes Gewicht. Alles in allem bleibt die Belastung für die Konjunktur und für die Kapitalmärkte sehr hoch. Wir halten an unserer taktisch vorsichtigen Haltung im Hinblick auf Risikoassets fest.

# Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Wir erwarten eine fortgesetzt erhöhte Volatilität an den Märkten. Mit weiteren Rückschlägen für Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen ist zu rechnen.
- Vor dem Hintergrund der aktuellen Neubewertung an den Märkten sehen wir trotz der erwarteten Konjunkturabschwächung mittelfristig für Risiko-Assets Einstiegschancen. Das richtige Timing wird entscheidend sein.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Asset Allokation: Einschätzungen auf einen Blick

Allokation im Überblick (auf Sicht von 6 - 12 Monate)						
Exposure	Einschätzung	Segmente		Regionen		Strategien
Kasse	+					
Zins	0/+	0/-	1-3 Jahre	0	Euro-Peripherie	synthetische Staatsanleihen
		0	4-7 Jahre	0/+	Bund	Multi Callables
		0/+	8-10 Jahre	0/+	USD-Bonds	Inflations-Linker
Credit	0	0/+	Corporate Inv. Grade	0/-	Emerging Markets Debt	Overweight: Autos, Oil & Gas
		0	Corporate High Yield			
		0	Corporate Hybride			
		0/+	Senior Financials			
		0/+	Covered Bonds/SSAs			
	0	Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.				
Aktien	0	+	Automobil, Energie (Öl & Gas)	+	USA	Value Dividendenstrategien
			Versicherer, Telekom	0	Japan	
			Versorger, Pharma	0	Europa ex D	
				-	Deutschland	
				0	EMMA Asia	
		0	EMMA ex Asia			
Währungen	0	gegenüber Euro		+	GBP	Selektiv
				0	CHF, CNY, USD	
				-	JPY	
Rohstoffe	0/-	0/-	Edelmetalle	0/-	Gold	LBBW Rohstoffe 2
		0/-	Industriemetalle	0/-	Silber	
		0/-	Energie	0/-	Brent	
Immobilien	0	0/+	Nahversorger, Wohnen	0/+	Deutschland	
		0	Logistik			
		0/-	Büro, "High Street" Einzelhandel			

# LBBW-Prognosen

(Veränderungen seit Kapitalmarktkompass Juli)

<b>Konjunktur</b>					
in %		2021	2022e	2023e	2024e
Deutschland	BIP	2,6	1,4 <span style="color:red">-</span>	-1,0 <span style="color:red">-</span>	-0,3 <span style="color:red">-</span>
	Inflation	3,1	7,5 <span style="color:green">+</span>	4,5	2,5 <span style="color:red">-</span>
Euroraum	BIP	5,2	2,8 <span style="color:green">+</span>	-0,6 <span style="color:red">-</span>	0,0 <span style="color:red">-</span>
	Inflation	2,6	8,0 <span style="color:green">+</span>	4,5	2,5 <span style="color:red">-</span>
USA	BIP	5,7	1,5 <span style="color:red">-</span>	0,5 <span style="color:red">-</span>	1,2 <span style="color:green">+</span>
	Inflation	4,7	7,5	4,0	2,3 <span style="color:red">-</span>
China	BIP	8,1	3,4	4,0	4,0
	Inflation	0,9	2,8	2,3	2,5
Welt	BIP	5,8	3,0 <span style="color:red">-</span>	2,2 <span style="color:red">-</span>	2,6 <span style="color:red">-</span>
	Inflation	3,7	5,4	3,3	2,8

<b>Zinsen</b>					
in %		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23
EZB Einlagesatz		0,00	0,50 <span style="color:green">+</span>	1,00	1,00 <span style="color:red">-</span>
Bund 10 Jahre		0,70	0,75 <span style="color:red">-</span>	0,60 <span style="color:red">-</span>	0,60 <span style="color:red">-</span>
Fed Funds		2,50	3,25 <span style="color:green">+</span>	3,50 <span style="color:red">-</span>	3,50 <span style="color:red">-</span>
Treasury 10 Jahre		2,61	2,60 <span style="color:red">-</span>	2,50 <span style="color:red">-</span>	2,50 <span style="color:red">-</span>

Quelle: LBBW Research

<b>Aktienmarkt</b>					
in Punkten		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23
DAX		13 480	12 500	13 500	14 500
Euro Stoxx 50		3 707	3 200	3 500	3 700
S&P 500		4 119	3 450	3 750	4 100
Nikkei 225		27 993	24 500	26 500	27 500

<b>Rohstoffe und Währungen</b>					
		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23
US-Dollar je Euro		1,03	0,98 <span style="color:red">-</span>	1,00 <span style="color:red">-</span>	1,02 <span style="color:red">-</span>
Franken je Euro		0,97	0,97 <span style="color:red">-</span>	0,97 <span style="color:red">-</span>	0,98 <span style="color:red">-</span>
Gold (USD/Feinunze)		1766	1700 <span style="color:red">-</span>	1650 <span style="color:red">-</span>	1600 <span style="color:red">-</span>
Öl (Brent - USD/Barrel)		100	110	100	90

+ Angehoben  
- Gesenkt

# Szenarien Konjunktur und Märkte:

## Hauptzenario 50 % (zuvor 50%)

### Prognosen

	30.09.2022	31.12.2022
<b>Aktien</b>		
DAX	12 500	13 500
Euro Stoxx 50	3 200	3 500
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	0,80	1,15
10 Jahre Bund	0,75	0,60
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↗	↗
High Yield	↗	↗

### Entwicklungen

- **Kein Blitzkrieg / extreme Sanktions- und Kriegskosten:** Der Kreml realisiert, dass er die Ukraine nicht vollständig kontrollieren kann. Die Kosten einer Besetzung sind angesichts der Wirkung westlicher Sanktionen für Russland auf Dauer untragbar.
- Die Besetzung von Teilen der Ost- und Südukraine (Krim, Donezk, ...) wird von Russland als „Erfolg und Ziel der Operationen“ verkündet. Der Westen erkennt die Eroberungen nicht an, die Ukraine ist für eine Rückeroberung militärisch zu schwach, **der Krieg „friert ein“**. Die Gaslieferungen werden bis zu einem Waffenstillstand (derzeit nicht absehbar) stark reduziert bzw. zeitweise gestoppt; Rohölpreis fällt wieder unter 100 USD.
- **Die Konjunktur in den westlichen Industriestaaten wird 2022 durch erhöhte Unsicherheit, hohe Energiepreise und negative Effekte der Sanktionen belastet.** Lieferschwierigkeiten für Rohstoffe und Vorleistungen bleiben ein Hemmnis. Der private Konsum wird insbesondere durch die hohe Inflation belastet.
- Zusätzlich belastet die **chinesische Zero-Covid-Strategie** die weltweiten Handelsströme, da die Epidemie immer wieder in den Industriezentren Chinas aufflackert und dort zu Lockdowns führt.
- Die **Notenbanken straffen ihre Geldpolitik** angesichts einer hohen Inflation. Aktien werden nach wie vor von niedrigen Renditen gestützt.

# Szenarien Konjunktur u. Märkte:

## Optimistisches Szenario 15 % (zuvor 10%)

### Prognosen

	30.09.2022	31.12.2022
<b>Aktien</b>		
DAX	<b>15 000</b>	<b>16 500</b>
Euro Stoxx 50	<b>4 100</b>	<b>4 400</b>
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	<b>0,85</b>	<b>1,30</b>
10 Jahre Bund	<b>1,40</b>	<b>1,65</b>
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

### Entwicklungen

- Der **Ukraine-Krieg endet schnell**, Verhandlungen führen zu einem dauerhaften Waffenstillstand. Energiepreise entspannen sich. Risikotitel werden wieder verstärkt gesucht.
- Die Industriestaaten ernten die Früchte einer beschleunigten Digitalisierung aus der Zeit der Corona-Pandemie. Auch steigen die Potentialwachstumsraten über das jeweilige Vor-Pandemie-Niveau, was die zunehmenden demographischen Kosten nennenswert kompensiert. In den Emerging Markets sorgen umfassende Impfungen für ein Ende breit angelegter „Lockdowns“.
- Die **Inflationsrate in den Industrieländern fällt zügig** in den „Wohlfühlbereich“ der Notenbanken zurück. In den USA kann die US-Notenbank ihre Geldpolitik noch eine Weile tendenziell expansiv gestalten, im Euroraum kann die EZB den Kurs einer sehr expansiven Geldpolitik auf längere Sicht beibehalten.
- Die Renditen steigen stärker als im Hauptszenario, bleiben jedoch im Rahmen des übergeordneten Niedrigzinsumfelds. Die Aktienmärkte erleben eine spannungsfreie Hausse.

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Negativszenario 1) Russland/Gas-Stopp (25%)

## Prognosen

	30.09.2022	31.12.2022
<b>Aktien</b>		
DAX	10 500	9 500
Euro Stoxx 50	2 700	2 500
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	0,50	0,05
10 Jahre Bund	0,25	-0,25
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

## Entwicklungen

- **Der Krieg in der Ukraine findet kein Ende und eskaliert zusehends.** Putin setzt Gas als politische Waffe ein. Früher oder später so starke Einschränkungen der Gaslieferungen, dass es in der Industrie zu Produktionsausfällen kommt. Entweder durch physische Knappheiten oder staatliche Eingriffe des Gasverbrauchs.
- **Notenbanken reagieren mit einer Pause der Zinsanhebungen oder sogar wieder mit Zinssenkungen.** Inflation bleibt hoch durch den starken Anstieg der Energiepreise. In diesem Szenario Überwälzung der steigenden Energiepreise auf andere Güter, allgemein aber sinkender Preisdruck.
- **Renditen fallen wegen Konjunkturangst und Stopp der Zinsanhebungen der Notenbanken. Aktienkurse fallen aufgrund Produktionsausfällen.**

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Negativszenario 2) Überschießende Inflation (10%)

## Prognosen

	30.09.2022	31.12.2022
<b>Aktien</b>		
DAX	<b>10 500</b>	<b>9 500</b>
Euro Stoxx 50	<b>2 700</b>	<b>2 500</b>
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	<b>1,00</b>	<b>1,75</b>
10 Jahre Bund	<b>1,75</b>	<b>2,10</b>
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

## Entwicklungen

- Inflation steigt weiter und über die Breite des Warenkorbs hinweg. Zweirunden-Effekte, **Lohn-Preis-Spirale**. Notenbanken brechen die Inflationserwartungen durch starke Zinserhöhungen und führen **Stabilisierungsrezession** herbei.
- Krieg in der Ukraine und Gaslieferungen können Inflationstrend verstärken, aber **keine Produktionsausfälle durch Gas-Rationierungen**.
- **Renditen steigen aufgrund der Zentralbankpolitik und der steigenden Inflationsrisikoprämien an. Aktien schwächer aufgrund der anhaltend restriktiven Geldpolitik.**

# 08

**Anhang:**

**Devisen, Rohstoffe, Spread-  
und Renditeübersichten**

**Publikationsübersicht**

# Devisenmärkte im Überblick – Hauptwährungen

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURUSD	1,01	1,00	1,02	<ul style="list-style-type: none"> <li>EZB-Erhöhungen des Einlagesatzes dürften schon bei Niveau von 1 % enden</li> <li>Der US-Dollar profitiert immer noch von seiner Rolle als „sicherer Hafen“.</li> <li>Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet.</li> </ul>
EURJPY	138	138	141	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die BoJ will ihre bisherige Geldpolitik trotz höherer Inflationsraten fortsetzen und ihre JGB-Käufe bei Bedarf ausweiten. Die divergierenden Notenbankpolitiken dürften den Yen mittel- bis längerfristig tendenziell unter Druck halten.</li> <li>Mit Blick auf die nun drohende Rezession in Europa sollte sich die Konsolidierung bei EURJPY aber zunächst fortsetzen.</li> </ul>
EURGBP	0,84	0,81	0,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>EZB-Erhöhungen des Einlagesatzes dürften schon bei Niveau von 1 % enden</li> <li>Pfund Sterling ist nach der Kaufkraftparität ggü. dem Euro unterbewertet.</li> <li>Britische Wirtschaft ist weniger von Energieimporten abhängig als die Wirtschaft des Euroraumes.</li> </ul>
EURCHF	0,98	0,97	0,98	<ul style="list-style-type: none"> <li>SNB begrüßt nun sogar eine gewisse Frankenstärke zur Eindämmung der Inflation.</li> <li>Franken gemäß Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.</li> <li>Extrem nervöses Marktumfeld dürfte Nachfrage nach CHF weiter befeuern.</li> <li>Zinsnachteil ggü. Euro dürfte geringer ausfallen als bislang von uns angenommen.</li> </ul>
EURCNY	6,88	6,80	7,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Rückkehr des Corona-Virus nach China und die damit einhergehende Gefahr erneuter Lockdowns belasten Konjunktur und Währung.</li> <li>Die nun drohende Rezession in Europa und ein deswegen wohl eher kurzer Zinserhöhungszyklus dürften den Euro aber vorerst unter Druck halten.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURBRL	5,30	6,30	6,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir erwarten im August und September eine weitere Anhebung des Leitzinssatzes um jeweils 25 Basispunkte, was die Wirtschaft zunehmend ausbremsen wird.</li> <li>Ein Wahlsieg des linksgerichteten Herausforderers bei den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2022 würde zu einer Abkühlung des Investitionsklimas führen.</li> </ul>
EURHUF	403	380	375	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ungarns Zentralbank erhöht mit deutlichen Zinsschritten innerhalb kurzer Zeit den Leitzinssatz um 485 Basispunkte auf 10,75 % - weitere Anhebungen werden folgen.</li> <li>Trotz der weiter provokanten Rhetorik scheint Staatspräsident Orban zu Zugeständnissen gegenüber der EU bereit.</li> </ul>
EURMXN	20,80	22,50	23,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nach der letzten Leitzinsanhebung im Juni auf 7,75 % signalisierte die Notenbank ihre Bereitschaft, sofern notwendig weitere Zinserhöhungen zu beschließen.</li> <li>Der Inflationsanstieg setzte sich auch zu Beginn des Juli weiter fort. Trotz des Anti-Inflationsprogrammes der Regierung betrug der Preisanstieg 8,16 %.</li> </ul>
EURPLN	4,74	4,65	4,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die aufkommende Rezession in Europa wird das positive Wachstum in der ersten Jahreshälfte, welches von Sondereffekten wie dem Konjunkturprogramm der Regierung und der erhöhten Binnennachfrage durch den Flüchtlingsstrom aus der Ukraine angetrieben war, deutlich abbremsen.</li> </ul>
EURRON	4,93	5,08	5,14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sofern es der rumänischen Regierung gelingt, ihre Politik der Haushaltskonsolidierung fortzusetzen, erwarten wir keine Veränderung der Bonitätseinschätzung durch die Ratingagenturen.</li> <li>Rumäniens Notenbank hob im Juli den Leitzins um 100 Basispunkte auf 4,75 % an.</li> </ul>

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURRUB	62,15	75,00	90,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hohe Exporterlöse aus dem Verkauf von Öl und Gas in Rubel führen zu ein Leistungsbilanzüberschuss, welcher den Kurs des Rubels aktuell bestimmt.</li> <li>Mit der Senkung des Leitzinssatzes auf 8 % – ein tieferes Niveau als vor dem Ukrainekrieg – stemmt sich die Notenbank gegen die starke Rubelaufwertung.</li> </ul>
EURTRY	18,42	21,00	22,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate erreichte im Juni 2022 mit 78,62 % einen neuen Höchststand. Dennoch behielt die Notenbank der Türkei den Leitzinssatz bei ihrer letzten Sitzung im Juli unverändert bei 14 %.</li> <li>Die Notenbank hob ihre Inflationsprognose zuletzt um 18 % auf 60 % an</li> </ul>
EURZAR	16,91	18,50	18,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Südafrikas Notenbank hob den Leitzinssatz im Juli um 75 Basispunkte an und schraubte ihn damit auf 9,00 %. Dies wird die ersten Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung in den kommenden Monaten weiter verstärken.</li> <li>Die hohe Schuldenquote macht den Rand für eine weitere Abwertung anfällig.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2022, 11:05 Uhr

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURAUD	1,46	1,47	1,48	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank Australiens folgte ihren Ankündigungen und hob den Leitzinssatz im Juli um 50 Basispunkte auf 1,35 % an.</li> <li>Durch die Aufhebung der Lockdowns in China erfuhr der australische Dollar in den vergangenen Wochen eine Aufwertung.</li> </ul>
EURCAD	1,31	1,35	1,36	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Rezessionsgefahren in der Eurozone geben dem kanadischen Dollar zunächst noch Auftrieb. Im letzten Quartal rechnen wir jedoch mit einer Verbesserung des Sentiments für den Euro, welches die Aufwertung des kanadischen Dollars stoppt.</li> <li>Die restriktive Geldpolitik der Bank of Canada bleibt eine wichtige Stütze.</li> </ul>
EURCZK	24,63	25,80	26,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die tschechische Inflationsrate hat ihren Aufwärtstrend im Juni fortgesetzt und erreichte bei 17,2 % einen neuen Höchststand.</li> <li>Der Markt wartet gespannt auf die erste Sitzung des neu zusammengestellten Zentralbankrats, der künftig eine weniger restriktive Geldpolitik verfolgen könnte.</li> </ul>
EURNOK	9,91	9,40	9,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Krone profitierte in den letzten Wochen von der starken Binnenwirtschaft, die mit einer Arbeitslosenquote von weiter unter 2 % wichtige Impulse lieferte.</li> <li>Die erwartete Gas-Knappheit in Europa lässt weiter hohe Energiepreise erwarten, welche die norwegische Krone weiter stützen werden.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.08.2022, 11:05 Uhr

# Knappes Angebot hält Öl auf hohem Niveau!

## Ölpreis Brent mit Prognose in US-Dollar je Barrel



Quelle: LBBW Research



### Pro

1. EU beschließt Ölembargo gegen Russland
2. Öl wird verstärkt als Substitut für Gas genutzt
3. Starke Backwardation signalisiert knappes Angebot



### Contra

1. Ukraine-Krise dämpft Konjunktur und Ölnachfrage
2. Saudi-Arabien und VAE vor Ausweitung der Förderung
3. US Rig Count steigt 2021 um 82 % und 2022 um 25 %

# Gold-ETCs mit massiven Verkäufen

## Goldpreis mit Prognose in US-Dollar je Feinunze




**Pro**

1. Hohe Inflationsraten und niedrige Realrenditen
2. Ukraine-Krieg sorgt für Nachfrage nach „sicherem Hafen“
3. Schmucknachfrage erholt sich



**Contra**

1. Steigende Zinsen und fester US-Dollar belasten
2. Minenproduktion und Recycling legen zu
3. ETCs seit Ende April mit massiven Verkäufen

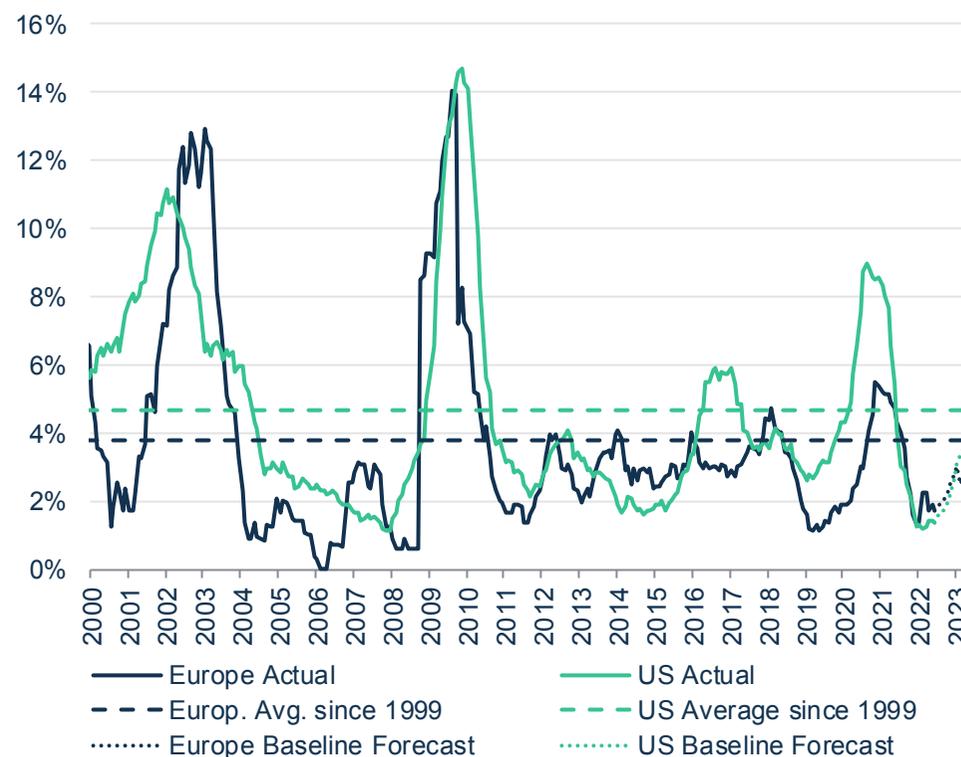
Quelle: LBBW Research

# Spreadprognosen und Ausfallraten

## Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2022
Euro Non-Financial Index	178	↗
Euro Unsubordinated Financial Index	173	↗
Euro High Yield Index	577	↗
Euro Lower Tier 2 Index	251	↗
Euro Pfandbrief Index	88	↔
Euro Covered Bond Index	94	↔
1-10 Year Euro Government Index	60	↔
Euro Quasi-Government Index	88	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	536	↔

## HY-Ausfallraten und Prognose von Moody's in Prozent



Quelle: BofAML, Moody's®, Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Sovereigns

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
01.08.2022	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	0.16	0.19	0.28	0.37	0.46	0.53	0.59	0.65	0.72	0.78	1.05	1.10	1.06	1.05
France	0.21	0.37	0.54	0.66	0.77	0.88	0.99	1.10	1.22	1.33	1.75	1.93	1.99	2.10
Italy	0.88	1.39	1.73	2.00	2.24	2.45	2.64	2.80	2.94	3.05	3.34	3.38	3.38	3.45
Spain	0.45	0.60	0.77	0.95	1.11	1.26	1.42	1.58	1.73	1.86	2.28	2.42	2.50	2.68
Netherlands	0.22	0.33	0.44	0.55	0.66	0.76	0.86	0.94	1.02	1.09	1.33	1.43	1.43	1.36
Austria	0.26	0.40	0.49	0.62	0.76	0.92	1.07	1.21	1.34	1.45	1.74	1.76	1.78	1.85
Belgium	0.33	0.42	0.50	0.60	0.73	0.87	1.01	1.15	1.29	1.42	1.93	2.15	2.20	2.16
Ireland	0.21	0.40	0.55	0.68	0.81	0.94	1.06	1.18	1.29	1.39	1.70	1.87	-	-
Portugal	0.15	0.45	0.67	0.84	1.00	1.17	1.35	1.51	1.67	1.81	2.22	2.38	2.47	2.55
Finland	0.20	0.36	0.50	0.64	0.77	0.89	1.00	1.10	1.20	1.30	1.64	1.76	1.70	1.58
EUR Swap in %	0.96	1.12	1.19	1.26	1.34	1.41	1.48	1.54	1.60	1.65	1.81	1.74	1.63	1.52

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Non-Financials

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

### Average Yield EUR Non-Financials

01.08.2022	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	0.14	0.66	0.96	1.18	1.35	1.48	1.60	1.70	1.79	1.86
AA-	0.49	0.93	1.19	1.37	1.51	1.63	1.73	1.81	1.89	1.96
A+	0.58	1.02	1.28	1.46	1.60	1.72	1.82	1.90	1.98	2.04
A	0.59	1.13	1.44	1.66	1.80	1.91	1.99	2.10	2.19	2.25
A-	0.80	1.24	1.50	1.68	1.82	1.94	2.04	2.12	2.20	2.27
BBB+	0.93	1.45	1.75	1.96	2.13	2.27	2.38	2.48	2.57	2.65
BBB	1.17	1.69	1.99	2.21	2.37	2.51	2.63	2.73	2.82	2.90
BBB-	1.83	2.46	2.82	3.08	3.29	3.45	3.59	3.71	3.82	3.91
BB+	2.84	3.80	4.36	4.76	5.08	5.33	5.54	5.73	5.89	6.04
BB	4.39	5.12	5.55	5.85	6.08	6.27	6.43	6.57	6.70	6.81
BB-	4.17	5.20	5.81	6.24	6.57	6.84	7.07	7.27	7.45	7.61
B+	5.67	6.62	7.18	7.57	7.88	8.00	8.04	8.52	8.69	8.83
B	8.53	8.38	8.30	8.23	8.19	8.15	8.11	8.08	8.06	8.04
B-	10.44	11.08	11.45	11.72	11.93	12.09	12.24	12.36	12.47	12.56
EUR Swap in %	0.96	1.12	1.19	1.26	1.34	1.41	1.48	1.54	1.60	1.65

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

### Average Yield EUR Banks Senior Preferred

01.08.2022	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	0.90	1.31	1.47	1.58	1.67	1.74	1.80	1.85	1.90	1.94
AA-	0.91	1.32	1.53	1.69	1.81	1.92	2.00	2.08	2.14	2.20
A+	0.96	1.37	1.62	1.79	1.92	2.03	2.12	2.20	2.27	2.33
A	1.15	1.72	1.94	2.10	2.22	2.32	2.40	2.48	2.54	2.60
A-	1.18	1.79	2.14	2.39	2.59	2.75	2.89	3.00	3.11	3.20
BBB+	1.25	2.07	2.50	2.66	2.79	3.01	3.20	3.29	3.41	3.50
BBB	1.38	2.11	2.54	2.85	3.09	3.28	3.44	3.59	3.71	3.82
BBB-	1.99	2.54	2.86	3.09	3.27	3.41	3.53	3.64	3.73	3.81
EUR Swap in %	0.96	1.12	1.19	1.26	1.34	1.41	1.48	1.54	1.60	1.65

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covereds

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
01.08.2022	Maturity (Call-Date)										
Country	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
AU	0.92	1.13	1.23	1.19	1.38	1.67	1.58	-	-	-	1.78
AT	0.96	1.09	1.24	1.39	1.45	1.50	1.62	1.66	1.74	-	1.90
BE	0.94	1.10	1.19	1.28	1.37	1.44	1.57	1.61	1.73	-	-
CA	1.01	1.07	1.22	1.32	1.44	1.52	1.57	1.70	1.71	1.73	-
DK	-	1.21	-	1.34	-	1.75	1.52	-	1.71	-	-
FI	0.95	1.11	1.20	1.31	1.46	1.55	1.58	1.72	-	1.74	-
FR	0.93	1.08	1.20	1.30	1.42	1.50	1.61	1.66	1.74	1.81	1.87
DE	0.92	1.06	1.18	1.26	1.35	1.43	1.50	1.56	1.63	1.70	1.79
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-	-	1.24	-	-	-	-	-	-	-	-
IT	1.07	1.26	1.36	1.51	1.57	1.70	1.81	1.70	2.00	2.18	2.28
LU	-	-	-	1.21	1.45	-	-	-	-	-	-
NL	0.98	1.09	1.26	1.34	1.46	1.49	1.63	1.64	1.75	1.78	1.77
NZ	1.01	1.11	1.26	1.34	1.37	-	1.62	1.63	1.73	1.83	-
NO	0.91	1.15	1.31	1.33	1.43	1.48	1.62	1.60	1.75	1.78	-
PL	-	1.18	1.22	-	-	-	-	-	-	-	-
PT	-	1.10	-	-	1.44	-	-	-	-	-	-
SG	-	1.15	1.26	1.33	1.40	1.56	1.72	-	1.84	-	1.88
ES	1.11	1.17	1.29	1.33	1.51	1.60	1.78	1.85	1.89	2.01	-
SE	1.04	1.15	1.19	1.31	1.35	1.53	1.59	1.64	-	-	-
CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	1.01	1.11	1.17	1.42	1.46	1.46	1.62	-	-	-	1.95
JP	1.01	-	-	1.39	1.40	-	1.61	-	-	-	-
KR	1.21	-	1.22	-	1.46	1.59	1.73	1.62	1.74	-	-
SK	-	1.27	1.35	1.41	1.55	-	1.73	-	-	-	-
EUR Swap in %	0.96	1.12	1.19	1.26	1.34	1.41	1.48	1.54	1.60	1.65	1.70

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# LBBW Research-Veröffentlichungen in den letzten vier Wochen (Auswahl).

DATUM	PUBLIKATIONEN
01.07.2022	Klartext: Postkarte aus Dubai - Der Golf als Krisengewinner muss die sich öffnende Chance ergreifen
04.07.2022	Blickpunkt Corporates Telekommunikation: Auftrieb bei Glasfaser - Gut für Angebot und Nachfrage
05.07.2022	Blickpunkt Financials: Neues EBARisk Dashboard veröffentlicht
05.07.2022	Blickpunkt: Die Visionen der BIZ für digitale Gelder
05.07.2022	Blickpunkt Financials: Bankenmarkt Schweden: Erste Preiskorrekturen am Immobilienmarkt spiegeln aktuelle Unsicherheiten wider
06.07.2022	Strategy Alert Renten: Linker: Chance auf neue Outperformance nach Marktkorrektur?
08.07.2022	Strategy Alert Renten: US-Wirtschaft baut weiter Beschäftigung auf
08.07.2022	Klartext: Konzertierte Aktion: Back to the Seventies! - Berlin sollte Tarifverhandlungen nicht direkt beeinflussen
08.07.2022	Blickpunkt: Auftrieb bei Glasfaser - Gut für Angebot und Nachfrage
11.07.2022	Blickpunkt Strategie: Zinsanstieg bremst Unternehmen bei neuen Anleihen aus
11.07.2022	Blickpunkt Financials: Klima-Stresstest der EZB-Bankenaufsicht
15.07.2022	Klartext: Die rote 1! - Deutschlands Handelsbilanz im Defizit! Kein Grund zur Panik!
18.07.2022	EURHUF FX Flash: In den Händen der Politik - das Schicksal des Ungarischen Forint
19.07.2022	Blickpunkt Strategie: Kein Gas aus Russland? Mögliche Folgen für die deutsche Konjunktur
21.07.2022	Blickpunkt Financials: Italiens Banken und Staatsschulden - Doom ohne Loop?
22.07.2022	Blickpunkt Strategie: Wie können KMU ein KI-Projekt starten?
22.07.2022	Klartext: Gas sparen jetzt! - Wir müssen verhindern, dass Putin uns in die Rezession stürzt
26.07.2022	Blickpunkt Corporates: Windkraftanlagenhersteller in der Bredouille - hohe Wachstumschancen treffen auf schwache Renditen
27.07.2022	Strategy Alert Renten: Fed beschließt weiteren "Jumbo"-Zinsschritt
27.07.2022	EURUSD FX Flash: Mit dem Euro ist kein Blumentopf zu gewinnen
28.07.2022	Strategy Alert Renten: US-Wirtschaft schrumpft im 2. Q. 2022 um 0,9 %
28.07.2022	EURCNY FX Flash: Druck auf den chinesischen Yuan dürfte vorerst nachlassen
28.07.2022	EURCHF FX Flash : EURCHF dürfte unter Parität bleiben
29.07.2022	Klartext: Die Welt ist nicht genug - Die Menschheit macht nicht genug Fortschritt bei der Nachhaltigkeit
29.07.2022	Blickpunkt Financials: Chartbook französischer Immobilienmarkt

# Publikationen des LBBW Strategy Research im Überblick

## Publikationen LBBW Strategy Research

Täglich	
LBBW Morgeninfo	Täglicher Marktkommentar, aktuelle Einschätzungen
Wöchentlich	
FITS	Trends und Analysen zu Konjunktur, Zinsen, Währungen und Rohstoffen
LBBW Credits	Aktuelle Entwicklungen und Einschätzungen zu den Credit- Märkten
LBBW Equity Weekly	Analyse zu Aktienstrategie, Technik und Sentiment, sowie aktuelles Einzeltitel- Research im Überblick
Märkte im Blick	Kurzeinschätzungen zu Konjunktur, Zinsumfeld, Aktienmärkte, Währungen und Rohstoffen
Monatlich	
Kapitalmarktkompass	Flagship- Publikation für institutionelle Investoren zu Makro, Zinsen, Credits und Aktien
Corporate Treasury Radar	Marktüberblick mit Fokus auf Zins-, Währungs- und Rohstoffmanagement
Factbook	Chartpool mit Kommentierungen zu Geld- und Kapitalmarkt, Währungen, Rohstoffen und Aktien
Index Kompakt	Indexanalyse zu DAX und Euro Stoxx 50
Anlassbezogen	
Strategy Alert	Kurzanalyse zu aktuellen Themen
Blickpunkt	Ausführliche Studie zu kapitalmarktrelevanten Themen
Commodity Research Fokus	Analyse zu einzelnen Rohstoffen
FX Flash	Analyse zu einzelnen Währungen/Ländern

Auf unsere Publikationen können Sie über unser Portal ([www.lbbw-markets.de](http://www.lbbw-markets.de)) bzw. über Bloomberg mit dem Code „LBBK“ zugreifen. Für weitere Möglichkeiten, die Publikationen einzusehen, bitten wir Sie, Ihren Ansprechpartner im Research- oder Sales-Team bzw. die Gruppe Research- und Analyseservices unter der Durchwahl +49711 127-76450 zu kontaktieren.

# 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.