

05.07.2022 Makro | Zinsen | Credits | Aktien

# Kapitalmarktkompass Juli

Nur noch  
einen Wimpernschlag  
von einer Rezession entfernt!

# 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 05.07.2022 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: **2743 908 8873#**
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=efe116117443647145c5c2b6f0c971c9a>

Event-Kennnummer: **2743 908 8873**

Event-Passwort: **KMKJuli**

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, 19.07.2022, 14h – KMK Update
- Dienstag, 02.08.2022, 14h
- Dienstag, 06.09.2022, 14h
- Dienstag, 20.09.2022, 14h – KMK Update



# Agenda

01	Vorwort und Einleitung	Seite 04
02	Sonderthema: Gasstopp – Wie wahrscheinlich ist eine Rationierung im Winter?	Seite 09
03	Makro: Industriestaaten nur noch einen Wimpernschlag von einer Rezession entfernt	Seite 17
04	Zinsen: Spannungsfeld „Inflation vs. Rezession“ spitzt sich weiter zu	Seite 40
05	Credits: Steigende Renditen bremsen Unternehmen bei Neuemissionen aus	Seite 50
06	Aktien: Aktien im Bärenmarkt	Seite 56
07	Prognosen und Asset Allokation: Gasstopp ist das Risiko Nr. 1	Seite 63
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Spread- und Renditeübersichten, Publikationsübersicht	Seite 72

# 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

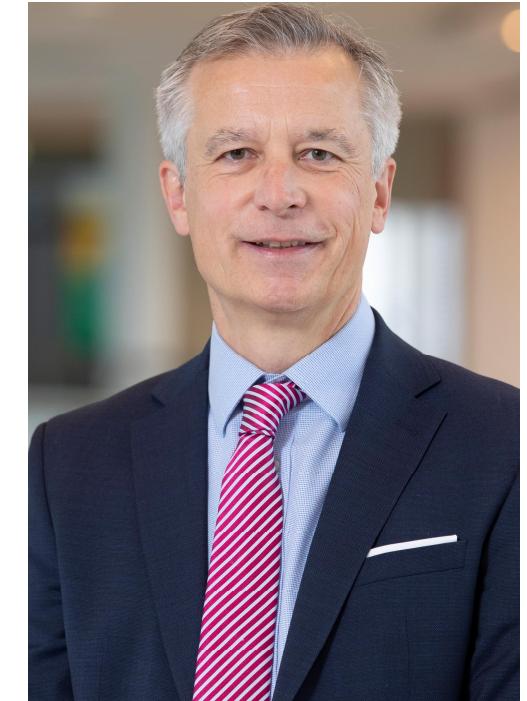
Liebe Leserinnen, liebe Leser,

Hand aufs Herz, ich bin froh, dass der Juni vorbei ist. An den Finanzmärkten war der Monat tiefrot. Aktien hatten ihr schlechtestes Auftakthalbjahr im DAX seit Bestehen, auch an den Anleihemärkten ging es weiter abwärts. Im Euroraum liefen Spreads für Staatsanleihen phasenweise so weit raus, dass über eine „EWU-Schuldenkrise 2.0“ gemunkelt werde. Nur Cash war fesch, und auch das nur, wenn man dabei die fiebernde Inflation unberücksichtigt lässt. Apropos Inflation: In Deutschland war das Entlastungspaket im Juni tatsächlich für einen leichten Rückgang der Inflation gut, aber warten Sie bis September, dann ist die Schminke wieder ab.

Jetzt sind zunächst die Notenbanken am Zug. Diesen Juli eröffnet die EZB ihre Partie mit der ersten Zinserhöhung seit 2011, sie wird ihre Leitzinsen um 25 Bp. anheben. Die Fed dürfte sogar um 75 Bp. straffen. Beide Notenbanken stemmen sich damit gegen den Preisauftrieb in ihren Heimatregionen, Länge und Höhe des Zinsgebirges sind noch ungewiss. Das zweite Halbjahr wird kaum weniger volatil als das erste werden.

Das Wohl und Wehe an den Assetmärkten dürfte indes nicht allein von den Notenbanken abhängen. Zentral wird sein, ob in der Ukraine die russischen Waffen endlich schweigen werden. Solange geschossen wird, schwert das Damoklesschwert eines russischen Gaslieferstopps über Konjunktur und Märkten. Russland hat mit der Drosselung der Zufuhr Mitte Juni den Einsatz weiter erhöht. Deutschland und seine Partner in der EU sind derweil nicht untätig geblieben. Die Gasspeicherstände haben schneller als gedacht zugelegt, an der Nordseeküste entstehen zwei LNG-Terminals, über die ab Anfang 2023 zusätzliches Erdgas ins Land kommen soll. Europa ist im Krieg um das Gas nicht wehrlos. Eine tiefe Rezession, beginnend in diesem zweiten Halbjahr, bleibt zwar eine reale Gefahr, ist aber keine ausgemachte Sache und nach heutigem Stand knapp abzuwenden. Richten wir den Blick dennoch nicht zu weit voraus. In diesen Zeiten kann man nur Monat für Monat planen. Hoffen wir zunächst auf den Juli und dass uns kein neuer Schock trifft. Denn der nächste Tiefschlag würde uns endgültig in die Rezession stoßen.

Eine gewinnbringende Lektüre wünscht dennoch  
Ihr Dr. Moritz Kraemer



Dr. Moritz Kraemer  
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

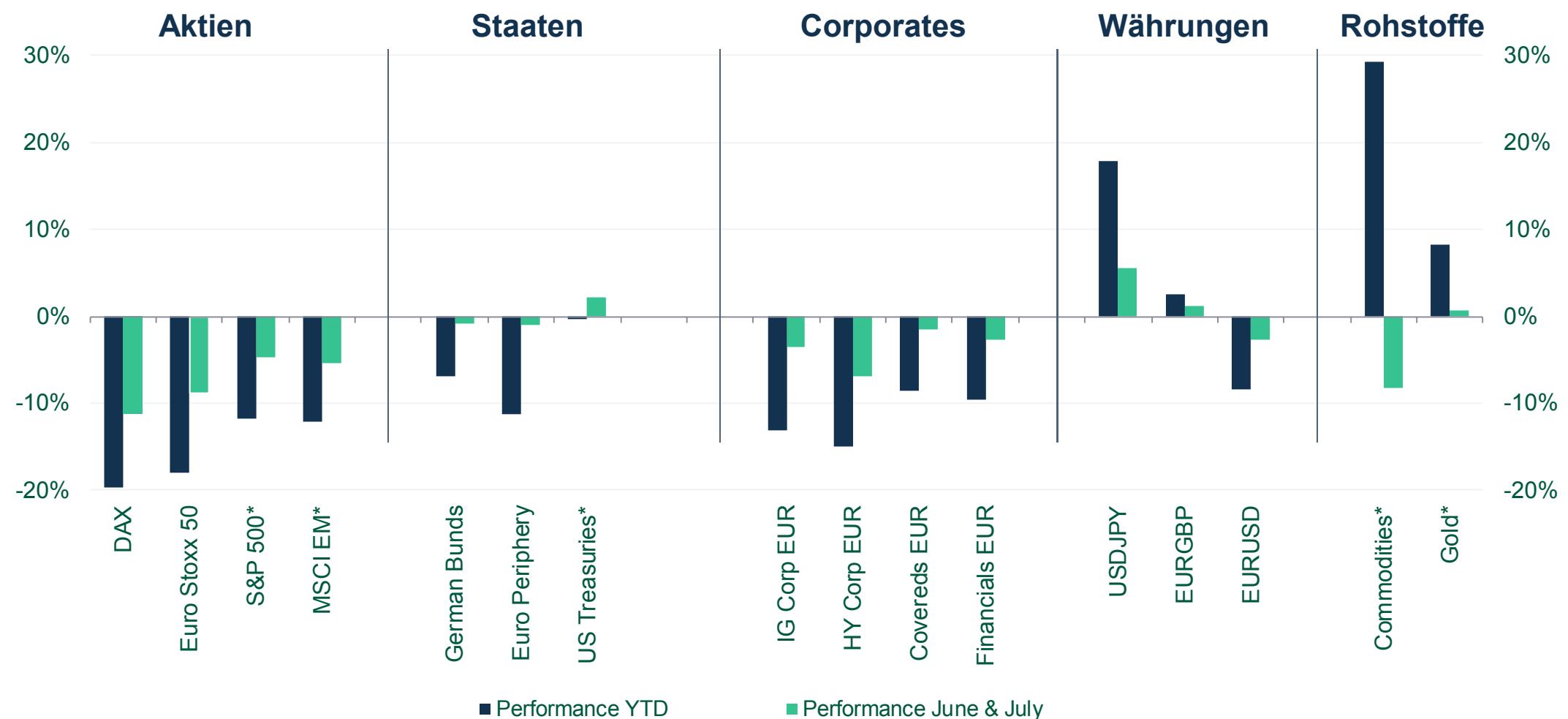
+49 (0) 711 – 127 – 734 62  
moritz.kraemer@LBBW.de

## Die wichtigsten Termine im Juli

- Die EZB hat ihre erste Leitzinsanhebung seit 2011 für die Juli-Sitzung fest avisiert. Der Einlagesatz soll demnach um 25 Bp auf -0,25 % steigen. Der Plan für eine weitere Erhöhung im September, dann mutmaßlich um 50 Bp, dürfte bekräftigt werden.
  - Die US-Notenbank steht vor einem zweiten „Mega-Zinsschritt“ um 75 Basispunkte, mit 2,25 %-2,50 % dürfte das Tagesgeldzielband somit in etwa „neutrales“ Niveau erreichen. Die Fed dürfte zudem eine weitere Anhebung um 50 Bp per September avisieren
  - Auf der Makro-Seite dürften die Inflationsdaten und die BIP-Daten aus dem Euroraum und den USA im Fokus stehen: Wann erreicht die Teuerung ihr Peak? Das US-BIP dürfte nach einer Schrumpfung in Q1 wohl in Q2 allenfalls schwach zugelegt haben.
  - Auf politischer Ebene dominieren der Ukraine-Krieg und die Gaskrise voraussichtlich über die Sommermonate die Agenda. Wird Moskau den Gasfluss durch die Pipeline Nordstream1 nach der turnusmäßigen Wartung überhaupt wieder hochfahren?

# Märkte spielen Rezessionsgefahr durch

## Ausgewählte Assets in %

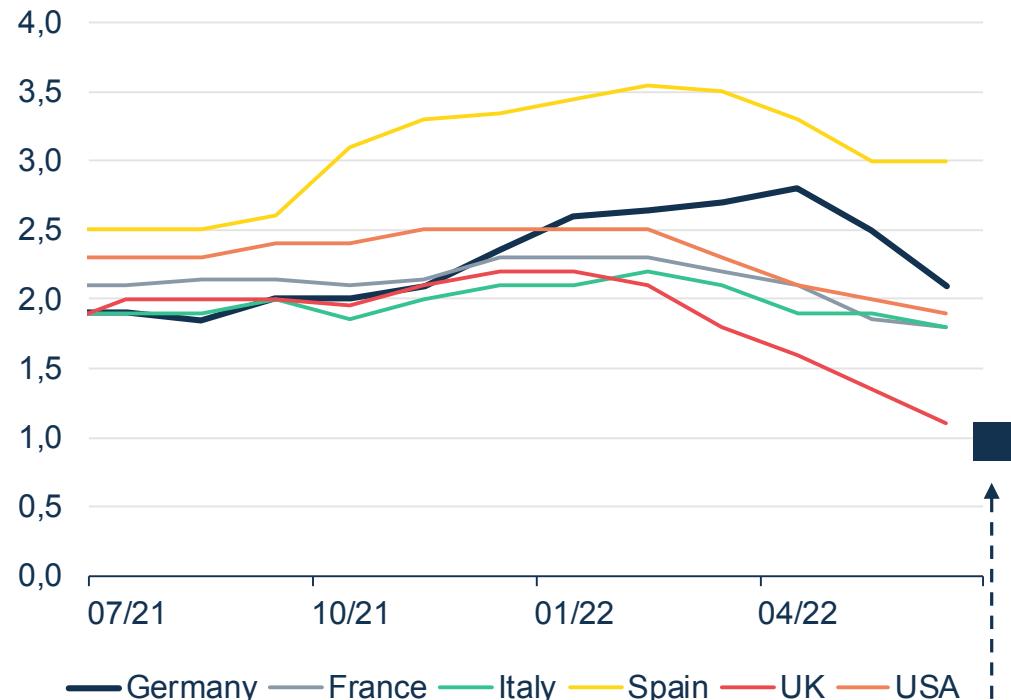


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Chart des Monats:

## Revisionstrend Konsensprognosen 2023

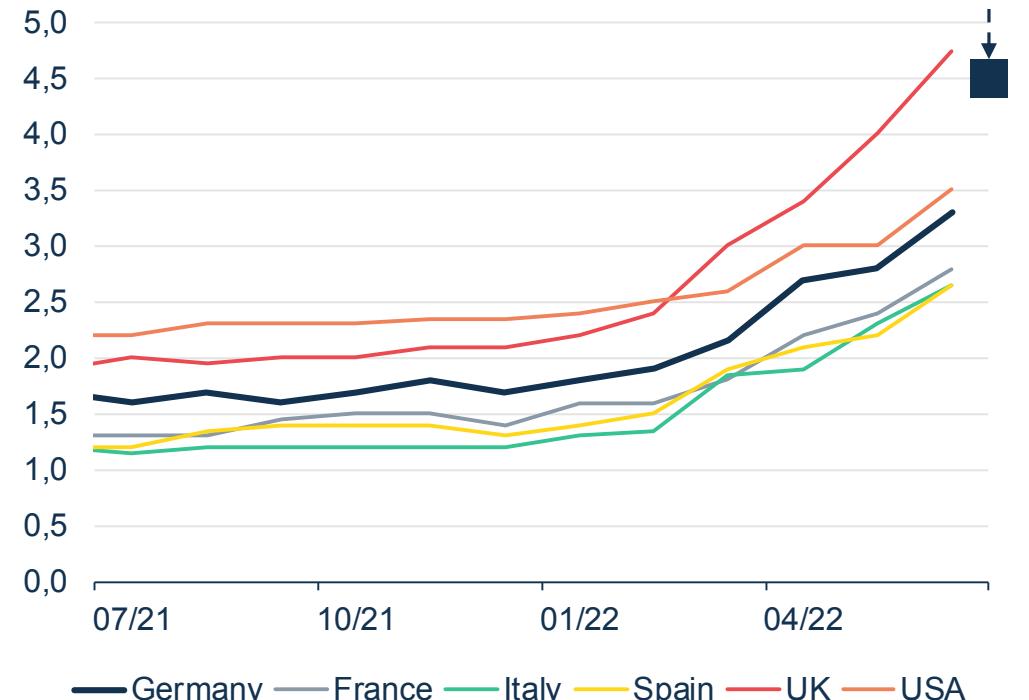
### Konsensprognosen BIP-Wachstum 2023 in Prozent



- LBBW-Research: BIP-Prognose deutlich unter dem aktuellen Konsens der von Bloomberg befragten Volkswirte.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

### Konsensprognosen Inflation 2023 in Prozent



- LBBW-Research: Inflations-Prognose deutlich über dem aktuellen Konsens der von Bloomberg befragten Volkswirte.

Deutschland  
LBBW-  
Research

# 02

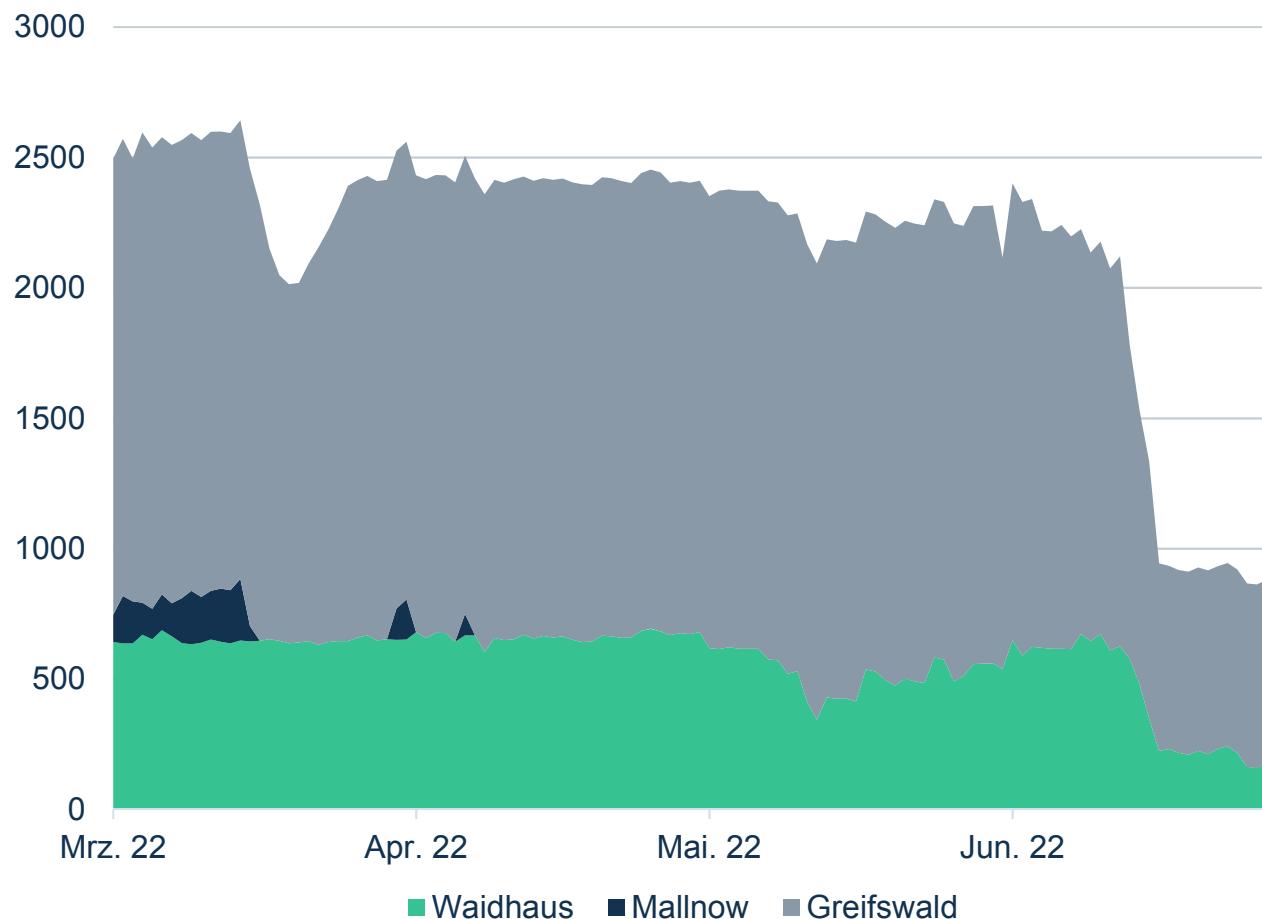
## Sonderthema Gasstopp: Wie wahrscheinlich ist eine Rationierung im Winter, und was wären die Konsequenzen?

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

# Russland dreht das Gas ab, ...

## Tägliche Lieferungen über Pipelines

GWh/Tag



- Der tägliche Gaszustrom aus Russland hat sich seit Mitte Juni mehr als halbiert.
- Russland gibt Reparaturarbeiten als Grund an. Dies dürfte frei erfunden sein.
- **Ab 11. Juli** kommt für zehn Tage wegen Routinearbeiten kein Gas mehr durch Nordstream 1.  
**Die Frage ist, ob und wie es danach weitergeht.**

# Erdgaspreise ziehen wieder an

## Erdgaspreis Spot next day

Euro/je MWh, Tagesdaten

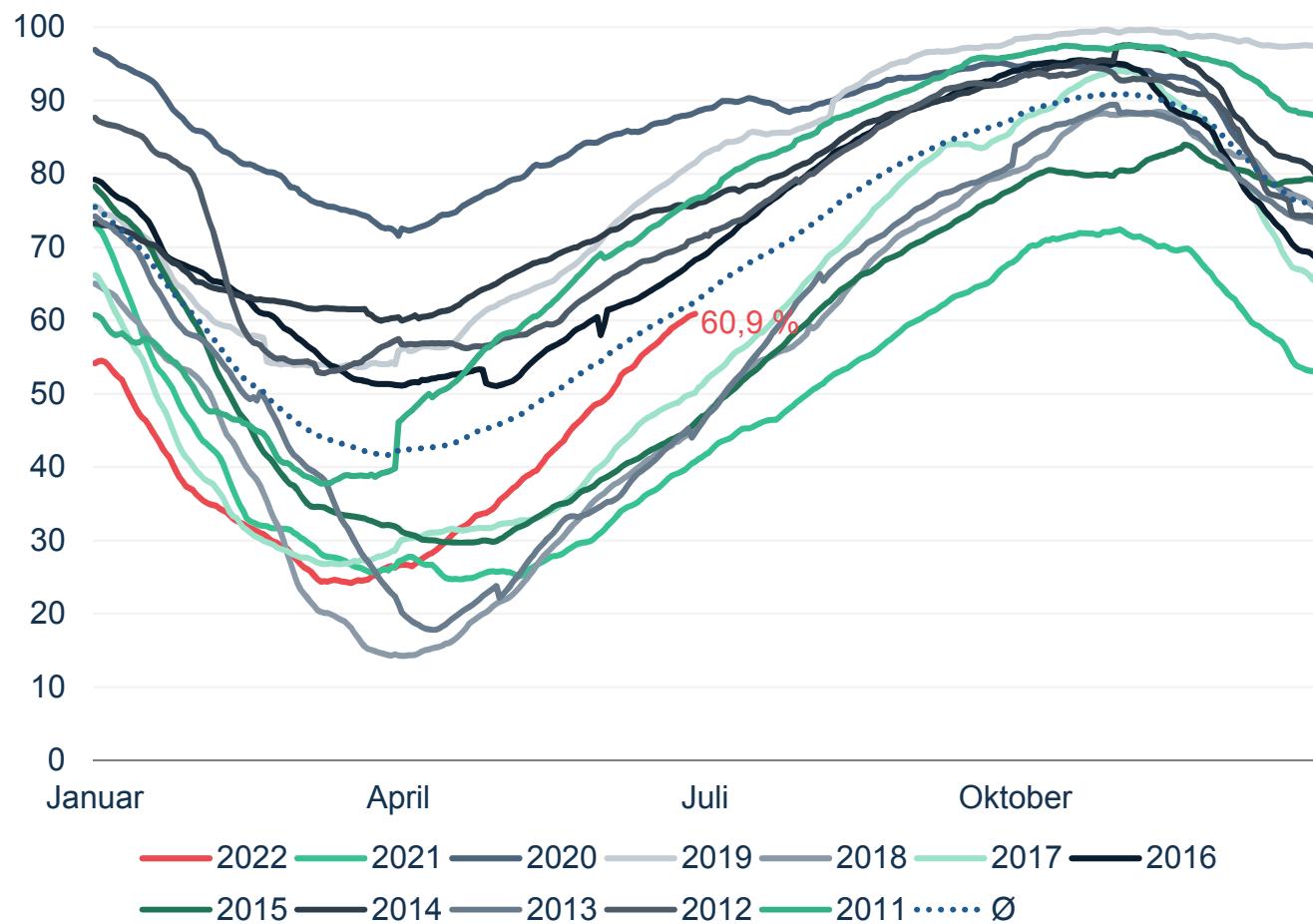


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Mit der Drosselung der Lieferung aus Russland hat der Gaspreis wieder deutlich angezogen.
- Die zweite Stufe („Alarmstufe“) des Notfallplan Gas ist aktiviert. D.h. „marktliche Maßnahmen“ greifen. Sprich: Für die Kunden steigen die Preise weiter.
- Es ist davon auszugehen, dass sich dies in den kommenden Monaten auch in der Inflationsrate niederschlägt.

# Deutsche Gasspeicher füllen sich

## Speicherfüllstand in % der Kapazität, Tageswerte

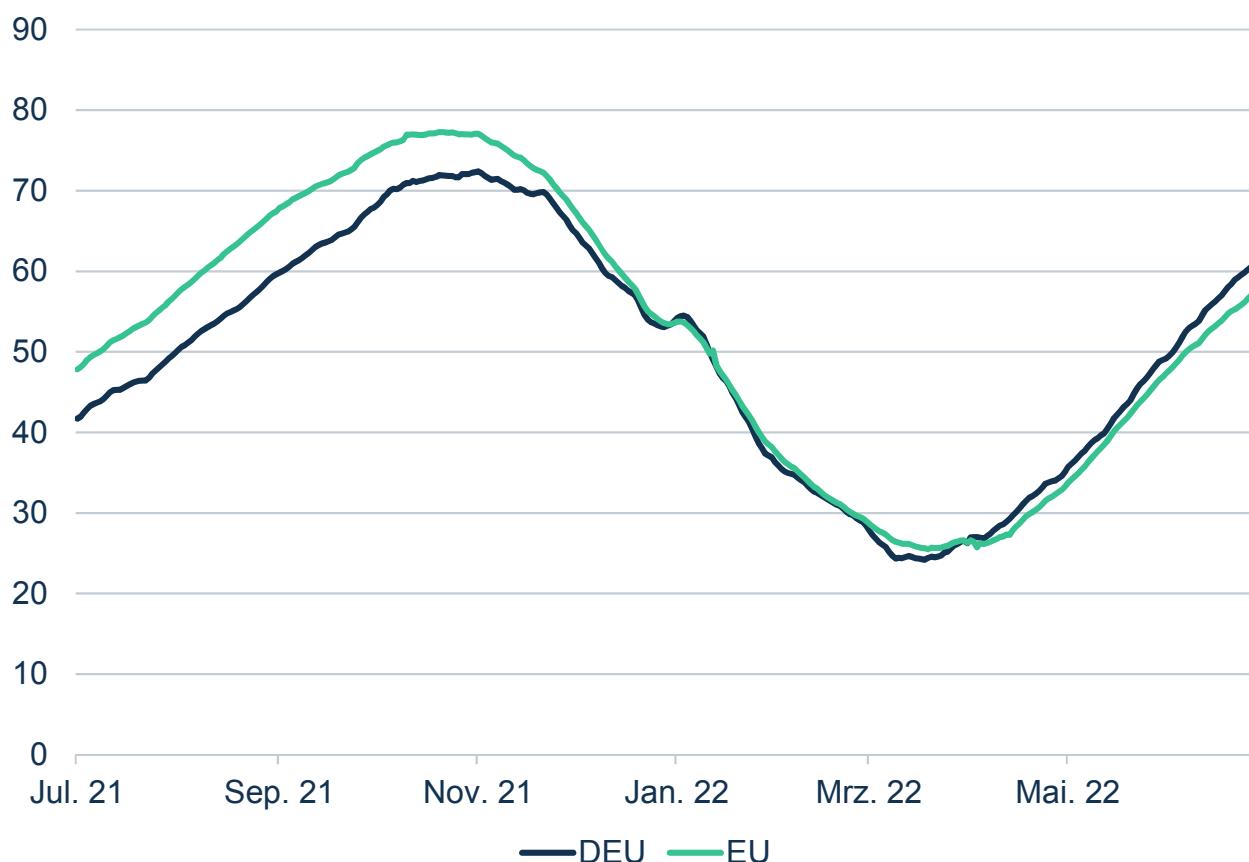


- Der starke Preisanstieg dürfte zuletzt zu Verbrauchsreduktionen geführt haben.
- Ungeachtet eines gedrosselten Zuflusses hat die Befüllung der Speicher seit Ende April überproportional zugenommen, so dass inzwischen der langjährige Mittelwert zu dem Zeitpunkt nahezu erreicht wurde.

# EWU: Speicherstände zwar höher als vor einem Jahr, aber ...

## Gasspeicher: Füllstände in DEU und EU

% der Kapazität



- Die GIE erfasst nicht alle vorhandenen Speicher.  
Von den 228 TWh in Deutschland sind lt. GIE 147,8 TWh erfasst.
- Die größten Speicher in der EU haben (lt. GIE):

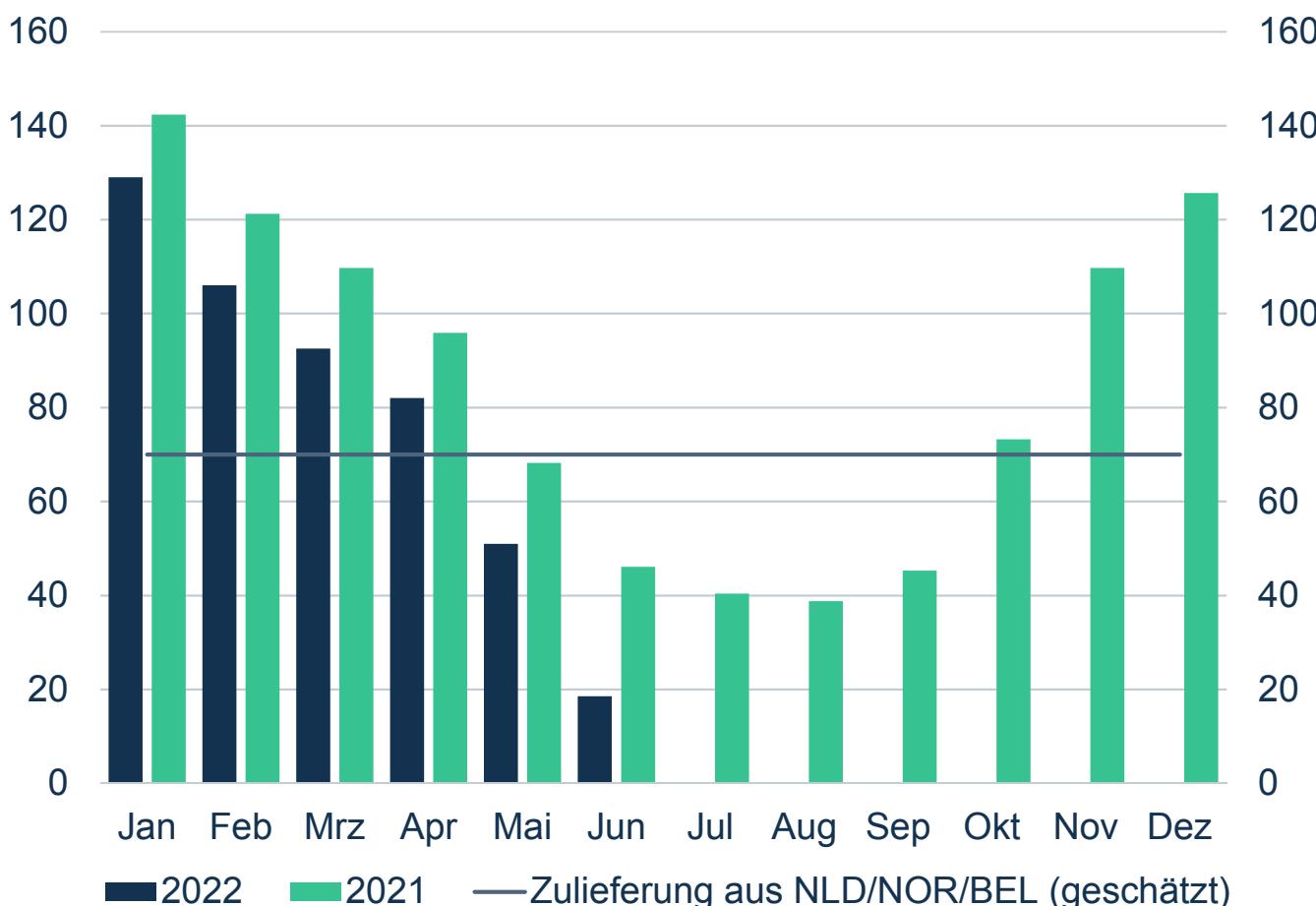
	EU	DE	IT	FR	NL	PL	AT
Volumen in TWh	640	148	112	81	74	35	43
Füllstand in %	58	61	58	62	52	97	45



# ... halten wir einen Gaslieferstopp durch?

## Monatlicher Gasverbrauch

TWh/Monat



- Die gesamte Speicherkapazität liegt laut INES (Initiative Erdgasspeicher) bei **228,2 TWh**. Von der GIE werden davon Speicher mit einer Kapazität von 147,8 TWh erfasst.
- Derzeit liefern die Pipelines aus Norwegen, den Niederlanden und Belgien rund 70 TWh pro Monat.
- Ab November liegt der übliche monatliche Verbrauch über diesem Wert.
- Mit 61% Speicherfüllung (aktuell) sind 139 TWh (von 228 TWh) verfügbar, mit 90% (Zielwert bis November) sind es 205 TWh. Das würde je nachdem bis **Mitte Januar/Ende Februar 2023** reichen. Bis Ende April werden die Speicher als Reserve gebraucht.

Quelle: Bundesnetzagentur, LBBW Research

# Stichwort „LNG“



## LNG-Tankerflotte ist Engpass

„Nach Angaben des ISL sind derzeit weltweit 680 LNG-Tanker mit einem Transportvolumen von 103 Mio. m<sup>3</sup> in Fahrt sowie 182 LNG-Tanker bestellt und werden bis 2025 die LNG-Flotte ergänzen.“

Quelle: [www.tga-fachplaner.de](http://www.tga-fachplaner.de)

Aktuell verfügt Deutschland über kein LNG-Terminal

In Wilhelmshaven und Brunsbüttel entstehen zwei schwimmende LNG-Terminals. **Fertigstellung Ende 2022 geplant.** Kapazität könnte je 7,5 Mrd. m<sup>3</sup> Pipelinegas (ca. 8,5% des deutschen Jahresverbrauchs) sein. Erforderlich ist zudem eine Anbindung an die Hauptpipeline

## LNG = Liquid Natural Gas

- 450 kg/m<sup>3</sup> und damit rund 600 mal dichter als Pipeline-Erdgas
- Tanker haben Kapazität bis 250.000 m<sup>3</sup>. Russlands Lieferung per Pipeline lag 2021 bei ca. 55 Mrd. m<sup>3</sup>.
- $(55 \text{ Mrd. m}^3 / 600) / 250.000 \text{ m}^3 = 367 \text{ Tankerfahrten pro Jahr.}$

# 380 Mio. t

Weltweiter Handel von LNG im Jahr 2021; entspricht ca. 500 Mrd. m<sup>3</sup> Gas per Pipeline, d.h. fast das zehnfache der Lieferung von Gas aus Russland nach Deutschland. Allerdings wird LNG v.a. über längerfristige Kontrakte gehandelt.



# Zwei Studien: Reicht es – oder reicht es nicht?

## „Sonderauswertung Gaslücke“ (Institute)

- Annahmen: „monatliche Gasverfügbarkeit in Deutschland [wird] mit Hilfe eines stochastischen Simulationsmodells ermittelt, das mögliche Einsparpotenziale und zusätzliche Liefermengen berücksichtigt.“
- Aussage: Speicher derzeit mehr als halbvoll, Preisanstieg reduziert den Verbrauch. Ab Winter 2023/24 Ersatzlösungen verfügbar. Nur bei ungünstigem Verlauf (früher Stopp, hoher Verbrauch) droht Gasmangellage und BIP-Verlust von 50 bis 250 Mrd. Euro. Im Hauptszenario ist die Gaslücke derzeit geschlossen.
- Einschätzung LBBW Research: Es bleiben viele Unsicherheiten. Die Gaspreise stiegen stark und dürften schon dadurch das BIP deutlich belasten. Das Szenario spricht deshalb nicht unbedingt gegen eine Rezession.

- Ein Gas-Stopp ist nur eines der Risiken, die zu einer Rezession führen können.
- Die Rezessionswahrscheinlichkeit liegt schon jetzt bei 40%.
- Jeder weitere Schock bringt uns von jetzt ab in eine Rezession.

## Gas-Mengengerüst (Bundesnetzagentur)

- Fragen / Annahmen:
  - Was liefert Russland (0% ab 11.7. oder 40% ab 25.7.)?
  - Beliefert Deutschland seine Nachbarn weiter?
  - Wird der inländische Verbrauch um 20% reduziert?
  - LNG-Terminals betriebsbereit ab 1.1.2023?
- Kernaussage: “Entscheidend ist die inländische Verbrauchsreduktion zur Sicherstellung der eigenen Versorgungssicherheit und zur notwendigen Versorgung der Nachbarländer.“
- Einschätzung LBBW Research: Die für eine hohe Verbrauchsreduktion erforderliche Annahme, dass wir Nachbarn nicht mehr beliefern, ist unrealistisch; LNG-Szenario mit hoher Unwägbarkeit. Gasmangellage ist in dieser Rechnung wahrscheinlich. Die Frage ist, ab wann? Dezember, Januar oder Februar?

# 03

Makro:

**Industriestaaten sind nur noch  
einen Wimpernschlag  
von einer Rezession entfernt**

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

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

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

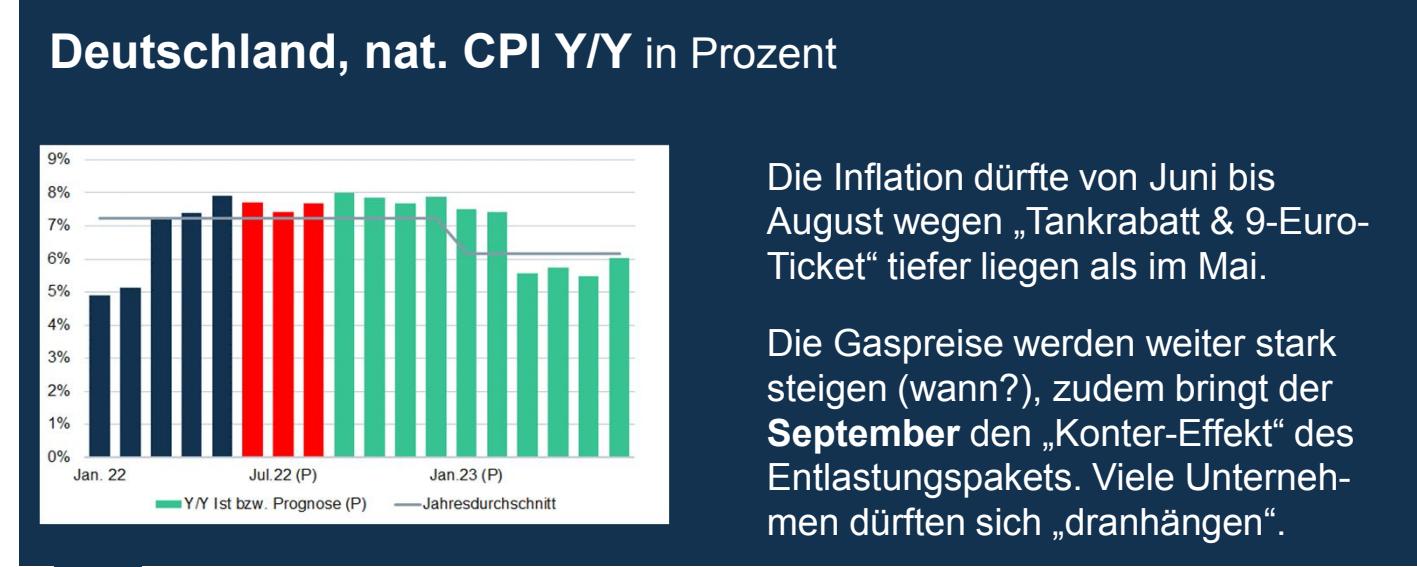
# Inflation außer Rand und Band?



## Welche Rolle spielt das Geld?

Das nominale BIP im Euroraum ist seit 1999 um 200% gewachsen, die Geldmenge M3 um 350%. Besonders stark ging es seit 2020 aufwärts.

Bislang ist der Erklärungsgehalt der Geldmenge für die Inflation nur gering. Zumindest wäre (nicht nur im Euroraum) genug Geld vorhanden, um die Inflation eine Weile am Laufen zu halten



Die Inflation dürfte von Juni bis August wegen „Tankrabatt & 9-Euro-Ticket“ tiefer liegen als im Mai.

Die Gaspreise werden weiter stark steigen (wann?), zudem bringt der **September** den „Konter-Effekt“ des Entlastungspakets. Viele Unternehmen dürften sich „dranhängen“.

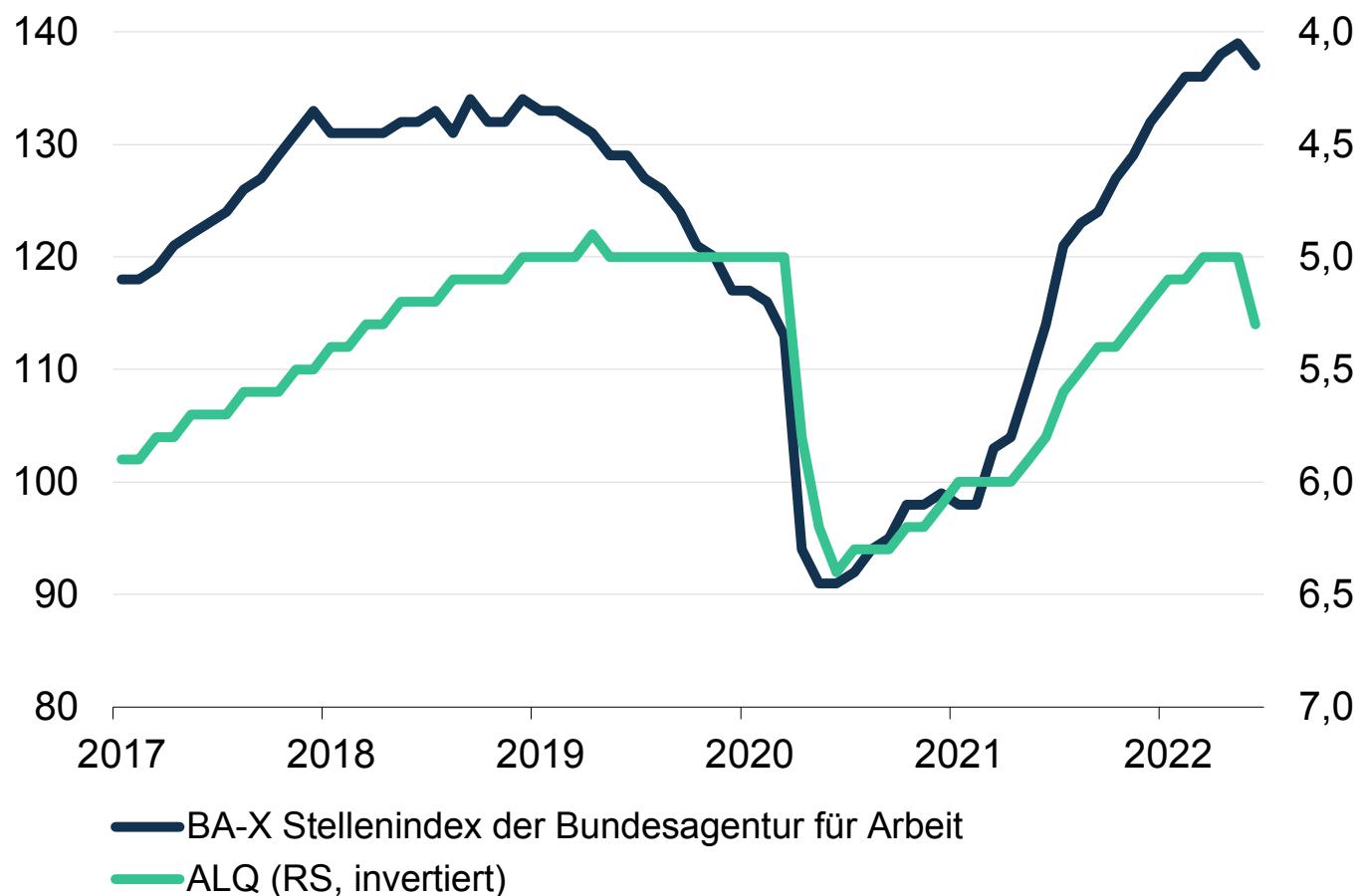
## Stagflationswarnung!

„Ich denke, es besteht eine gute Chance, dass wir in Europa in einer Stagflation enden werden: einer Kombination aus ziemlich hoher Inflation und niedrigem Wachstum. Das ist das Schlimmste, was passieren könnte.“ Peter Praet, Ex-Chefvolkswirt der EZB (Quelle: NZZ vom 29.06.2022)

# Deutschland: Arbeitsmarkt „leergefegt“?

## Arbeitslosenquote und BA-X

Monatswerte



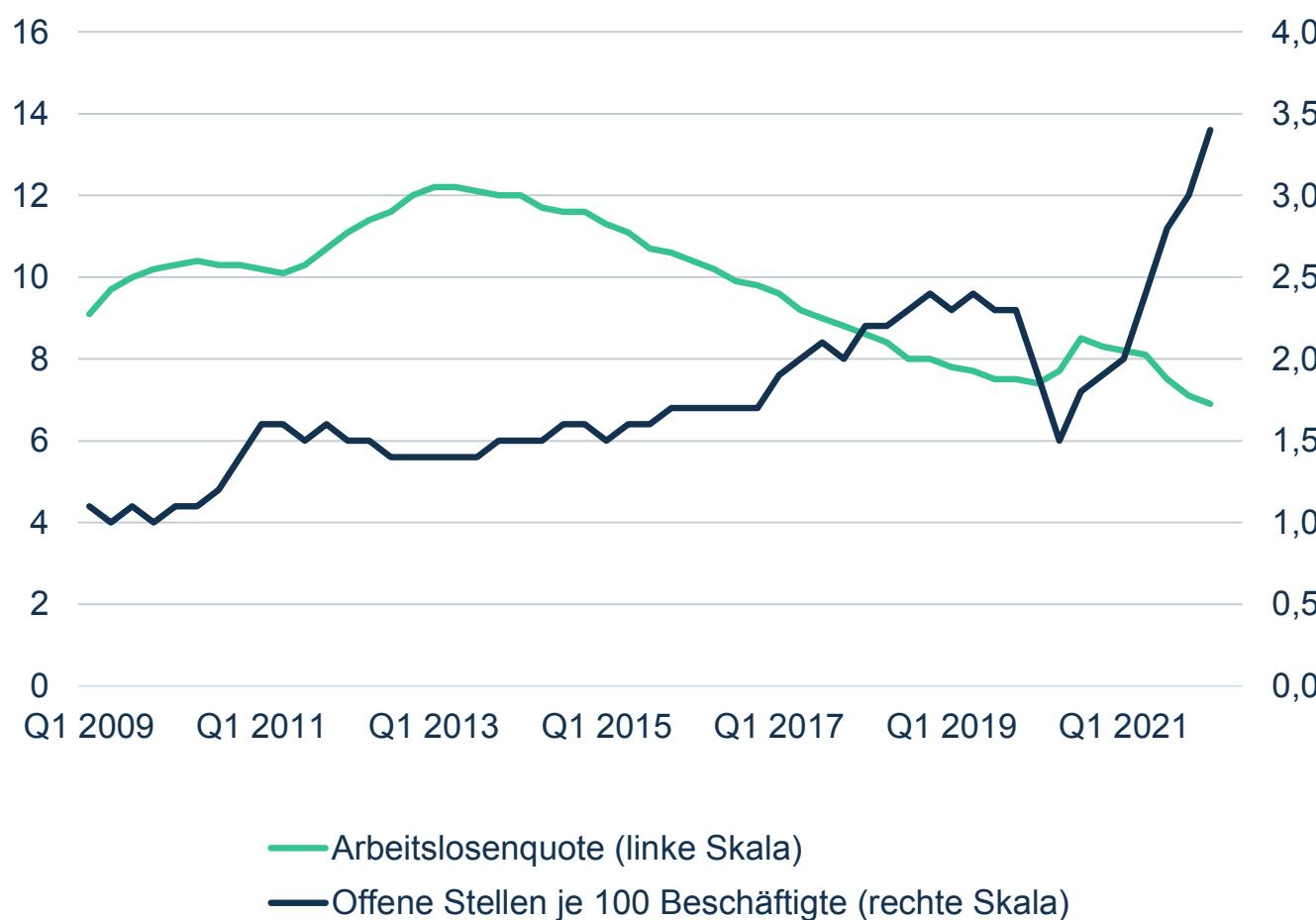
- Trotz Corona und Ukraine-Krieg ist der Arbeitsmarkt weiterhin robust.
- Die Schlagzeilen werden dominiert von einem Arbeitskräftemangel z.B. in der Gastronomie oder auf den Flughäfen.
- Der Anstieg um 230 Tsd. Arbeitslose ist auf die Erfassung ukrainischer Kriegsflüchtlinge in der Statistik zurückzuführen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# EWU: Arbeitsmarkt so angespannt wie nie

## EWU: ALQ und Quote der offenen Stellen

Monatswerte

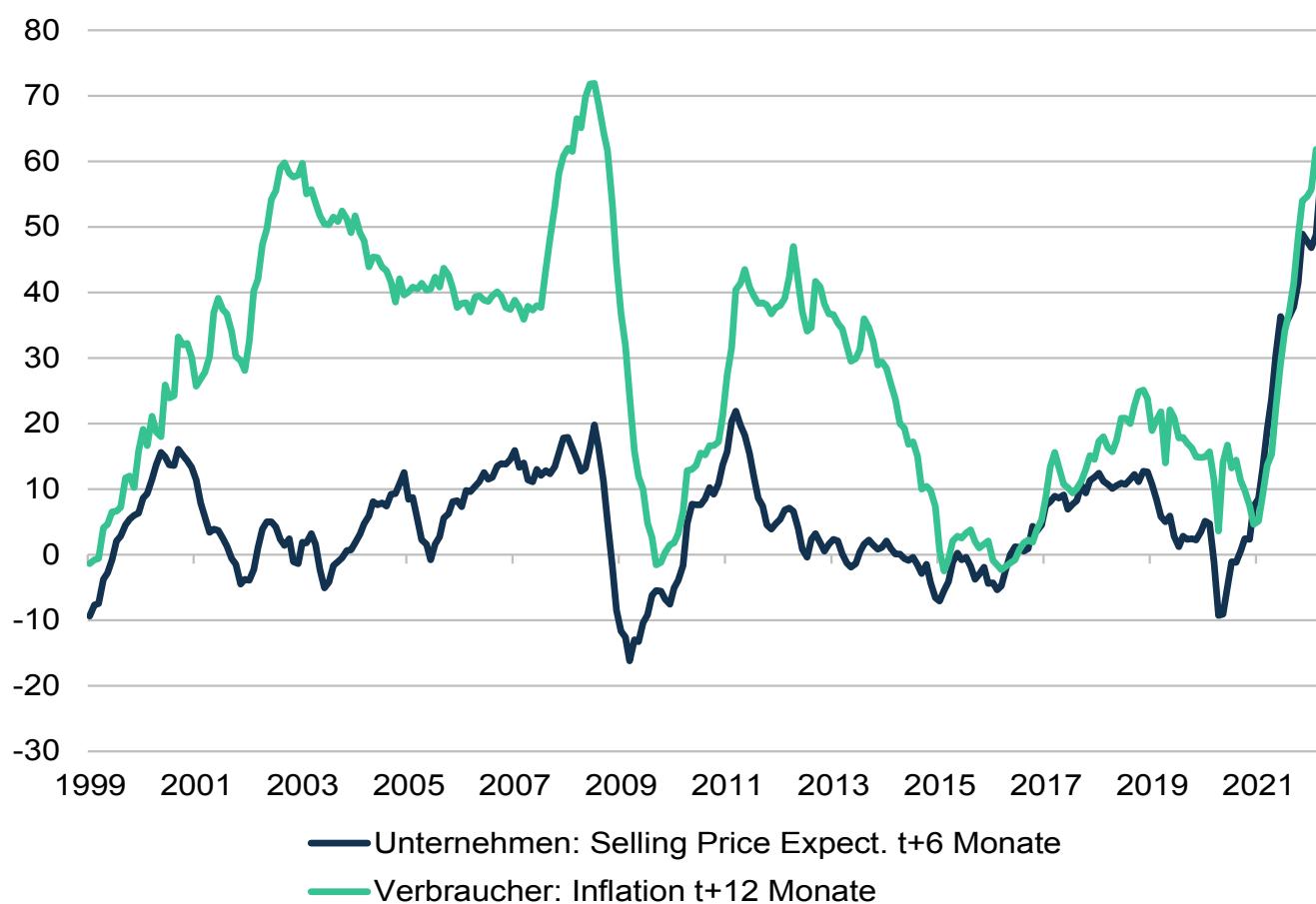


- Bis Ende 2021 war der Anstieg der Tariflöhne moderat. Im ersten Quartal 2022 lag der Anstieg der Tariflöhne mit 2,8%, u.a. bedingt durch Corona-Prämien, so hoch wie seit der Finanzkrise nicht mehr.
- Die hohe Inflation und die Lage am Arbeitsmarkt sprechen für eine zunehmende Schärfe der Tarifauseinandersetzungen.

# EWU: Gute Chance auf hohe Lohnsteigerungen?

## EU-Kommission Monthly Survey

Salden der Umfragen

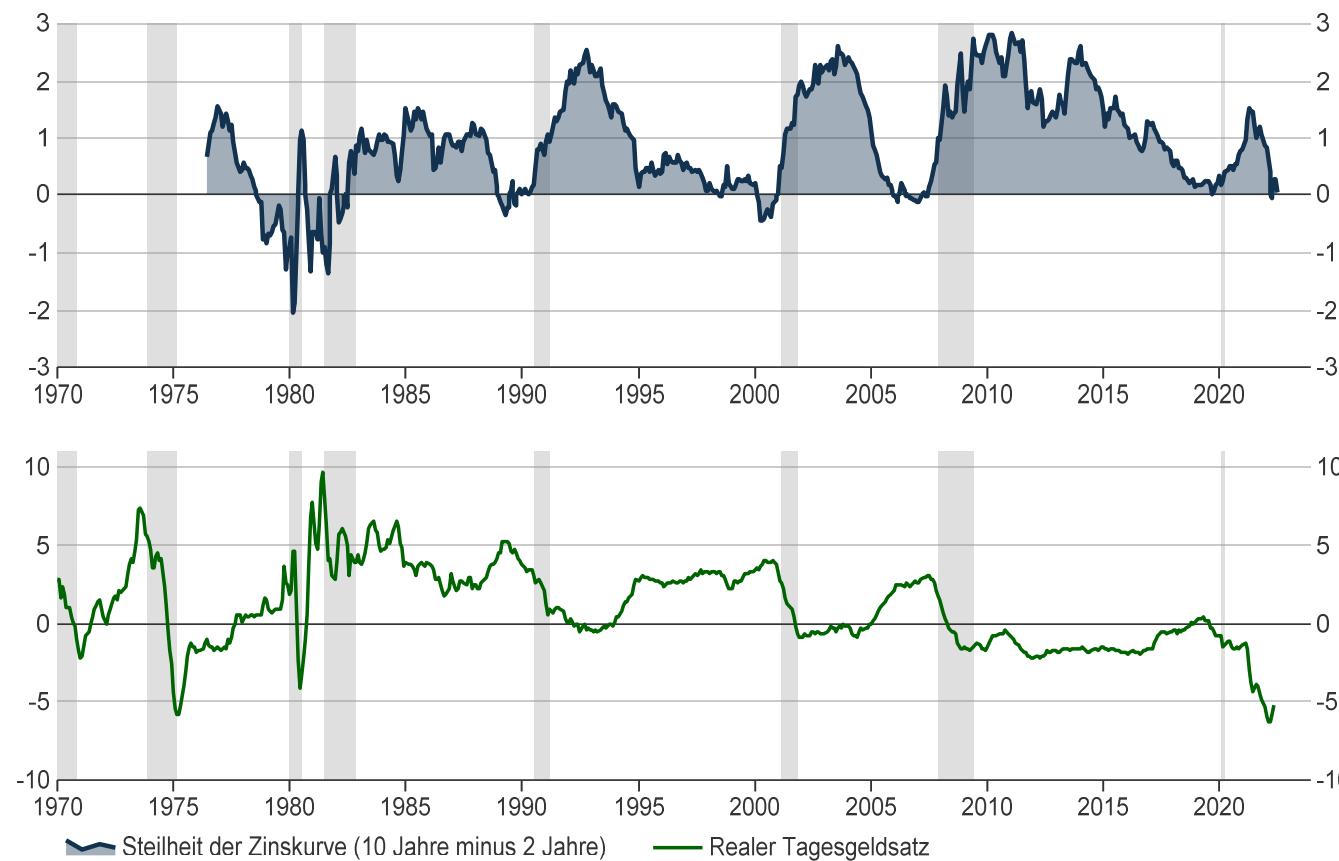


- Für Verbraucher und Unternehmen sind die Erwartungen bzgl. ihrer Lebenshaltungskosten bzw. Absatzpreise so hoch wie nie zuvor.
- Bemerkenswert: Die Unternehmen haben in vorangehenden Inflationsphasen keine annähernd so hohen Verkaufspreiserwartungen gehabt.
- Eine Lohn-Preis-Spirale rückt in den Bereich des Wahrscheinlichen. Konkrete Anhaltspunkte hierfür gibt es (noch) nicht.

# USA: Inverse Zinsstruktur Vorbote einer Rezession?

## Steilheit der Zinskurve und realer Tagesgeldsatz

Monatswerte



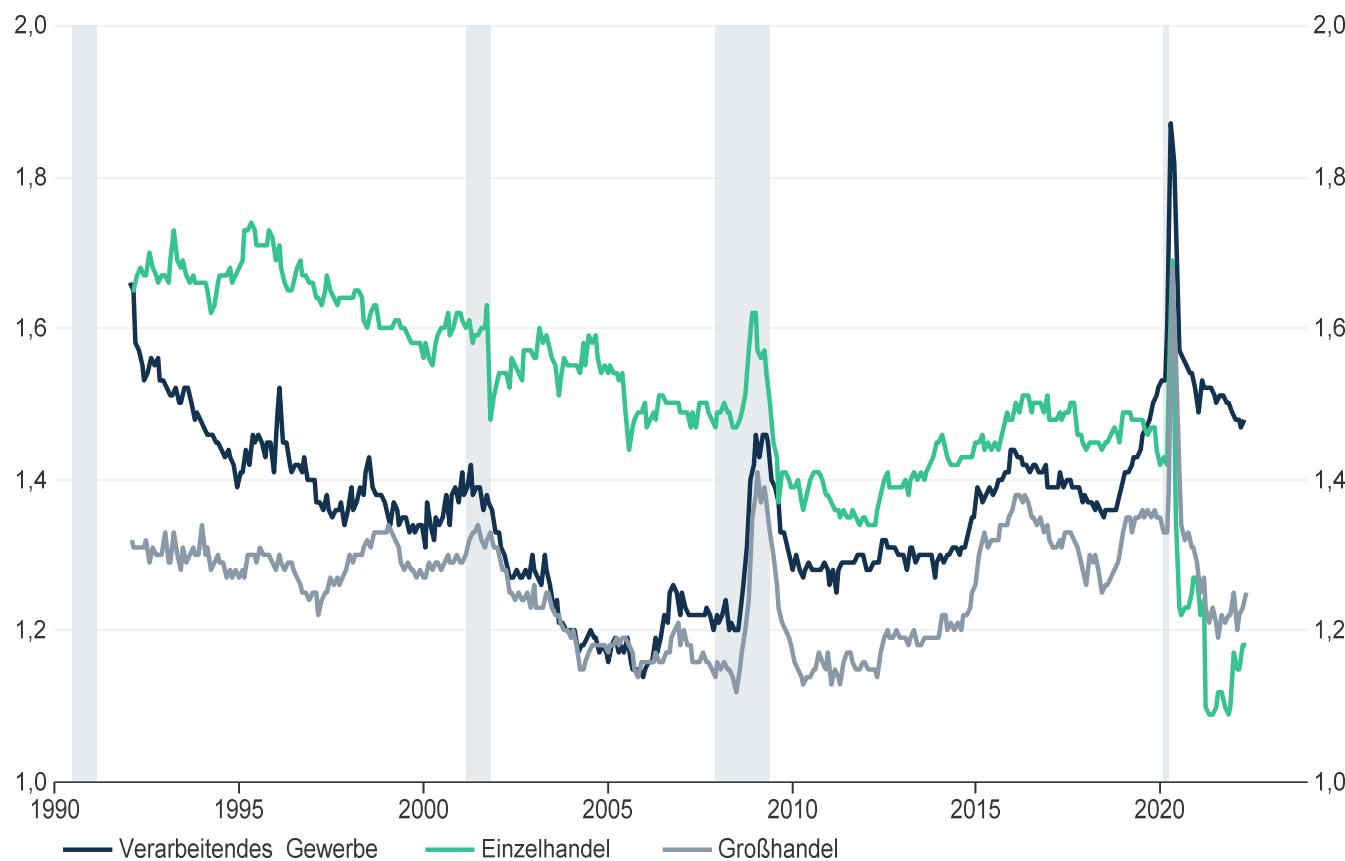
- In der Vergangenheit ging einer Rezession immer eine inverse oder zumindest sehr flache Zinsstruktur voraus.
- Eine flache Zinsstruktur ging in der Regel jedoch mit einem realen Leitzins von deutlich über 2 % einher.
- Im Mai 2022 belief sich der reale Tagesgeldsatz auf -5,3 %.
- Es lässt sich auch schwerlich argumentieren, dass die Rentenmarktteilnehmer im Jahr 2019 die Corona-bedingte Rezession im Jahr 2020 vorausgesagt haben.
- Eine inverse Zinskurve macht den Banken eine Fristentransformation unmöglich. Dies sollte die Kreditvergabe der Banken hemmen. Bislang ist dies jedoch noch nicht festzustellen.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# USA: Zwar kein Lagerüberhang in der Gesamtwirtschaft, aber ...

## Verhältnis von Lagerbestand zu Umsätzen

Saisonbereinigte Monatswerte

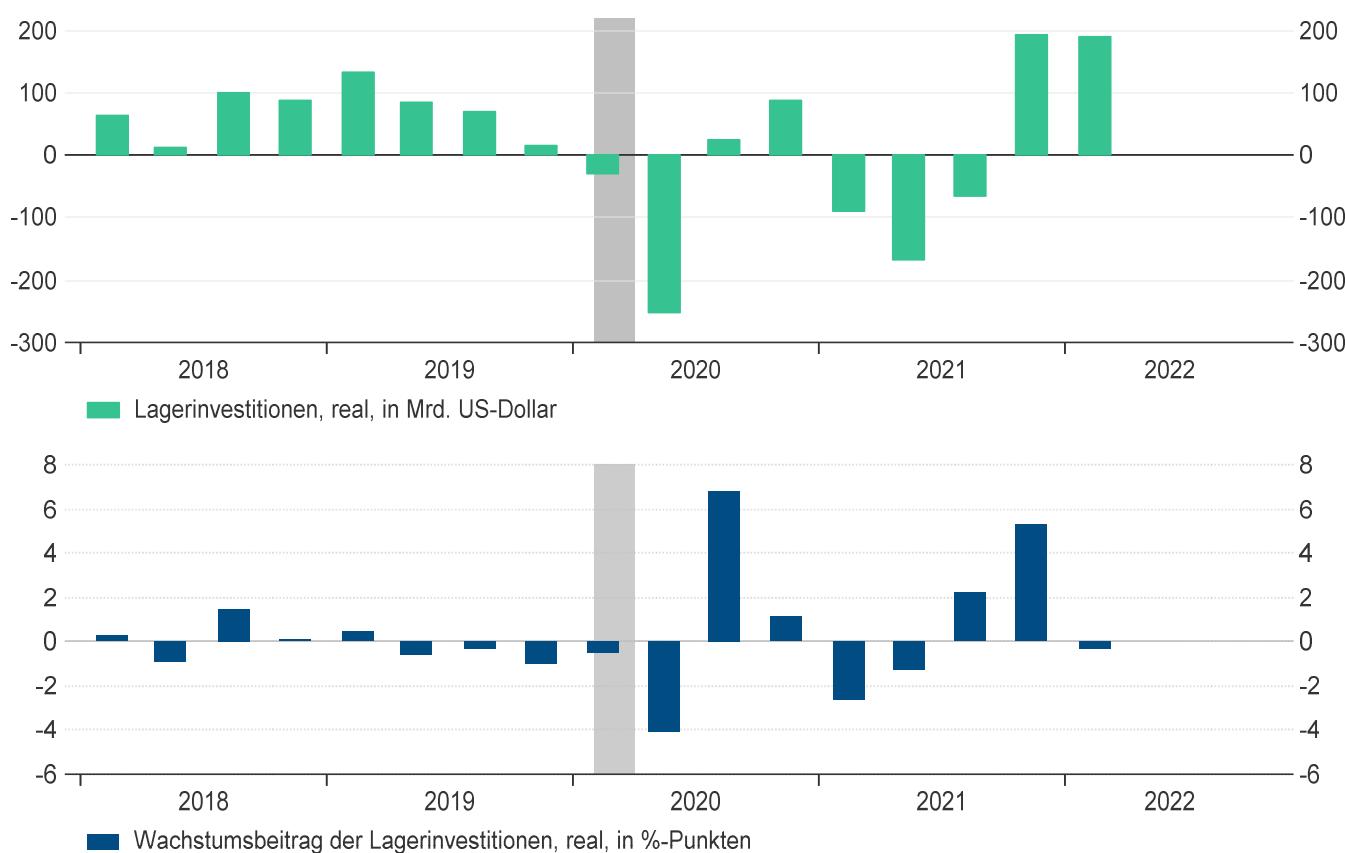


- Sieht man von der Situation im Verarbeitenden Gewerbe ab, sind in den Vereinigten Staaten die Lagerbestände der Unternehmen im Verhältnis zum Umsatz gering.
- Aus diesen Grund können wir die durch die Gazetten geisternden Warnungen vor einer überfälligen Lagerkorrektur nicht nachvollziehen.
- Daraus ist jedoch nicht der Schluss zu ziehen, dass von den Lagerinvestitionen keine Wachstumsbelastung ausgehen wird.

# ... Lagerinvestitionen dürften Wachstum gleichwohl belasten

## Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen

Saisonbereinigte Monatswerte



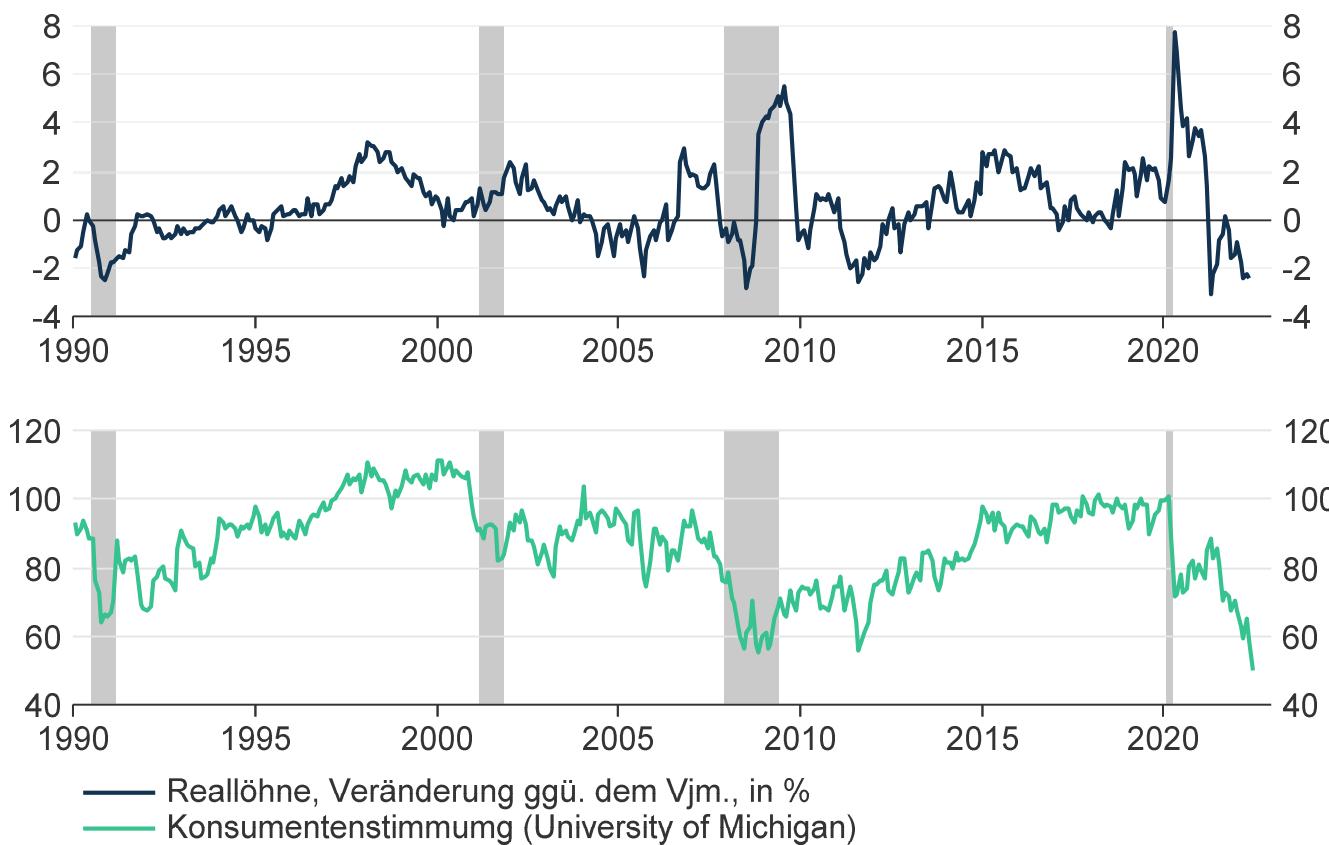
- Die US-Unternehmen bauten ihre Lagerbestände im 4 Q. 2021 um 193 Mrd. US-Dollar aus. Das war bislang der größte Lageraufbau seit Beginn der Datenaufzeichnungen. Im 1. Q 2023 erhöhten die Unternehmen ihre Lagerbestände erneut sehr kräftig, und zwar um 189 Mrd. US-Dollar.
- Dieser ausgesprochen hohe Lageraufbau in den beiden zurückliegenden Quartalen ist im Lichte des vorangegangenen Lagerabbaus zu sehen. Ein Lagerabbau in einer Aufschwungphase ist ungewöhnlich und Ausdruck von Lieferschwierigkeiten.
- Damit von den Lagerinvestitionen keine Wachstumsbelastung ausgeht, müssten diese weiterhin so hoch ausfallen wie zuletzt. Dies ist eher unwahrscheinlich.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# USA: Inflation führt zu Reallohneinbußen und drückt Stimmung

## Reallöhne und Konsumentenstimmung

Monatswerte

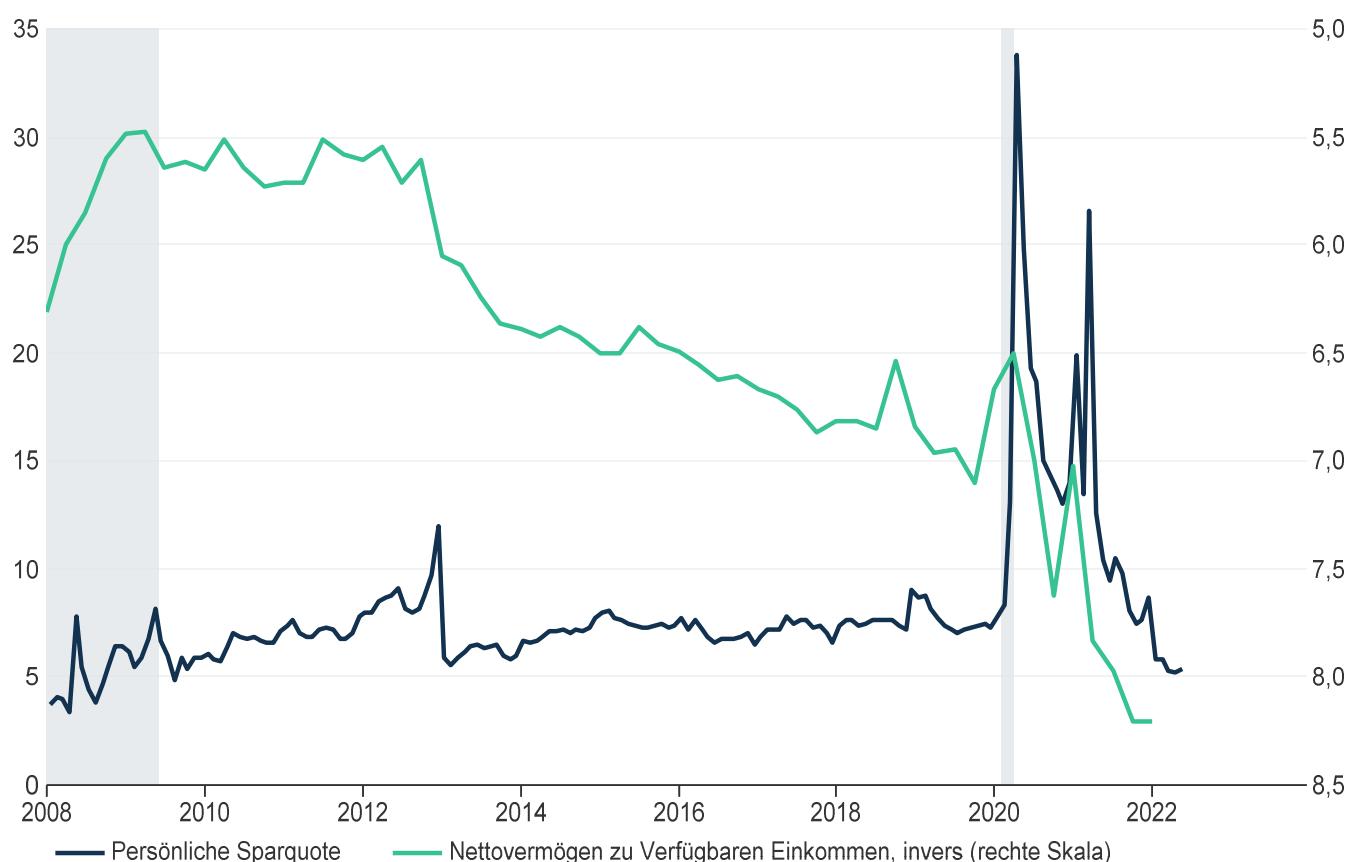


- Trotz stetig steigender Beschäftigung und kräftiger Lohnzuwächse stagnierte im April 2022 das real verfügbare Einkommen.
- Eine emporgeschoßene Inflation sorgt für Reallohneinbußen (siehe obere Graphik).
- Vor diesem Hintergrund stürzte die Konsumentenstimmung (University of Michigan) im Juni auf 50 Punkte ab und verzeichnete damit ein Allzeittief.

# USA: „Überersparnis“ aus 2020/21 wird nicht der Retter sein

## Persönliche Sparquote und Nettovermögen

Monats- bzw. Quartalswerte



- Anlass zur Hoffnung, dass die US-Verbraucher nun ihre während der Pandemie gebildete „Überersparnis“ mit vollen Händen ausgeben werden, besteht nicht.
- Die Leitzinserhöhungen der US-Notenbank dürften mitursächlich für die Baisse am US-Aktienmarkt sein. Auch am Wohnimmobilienmarkt zeichnet sich infolge der Fed-Erhöhungen eine Topbildung ab. Das Nettovermögen der Verbraucher dürfte angesichts dessen sinken. Dies lässt eher eine steigende als eine fallende Sparquote erwarten, zumal die Sparquote im Mai 2022 bereits deutlich unterhalb ihres Niveaus der zurückliegenden Jahre lag.

# Ist die US-Wirtschaft schon in einer Rezession? Nein!

## Vom NBER beobachtete Indikatoren

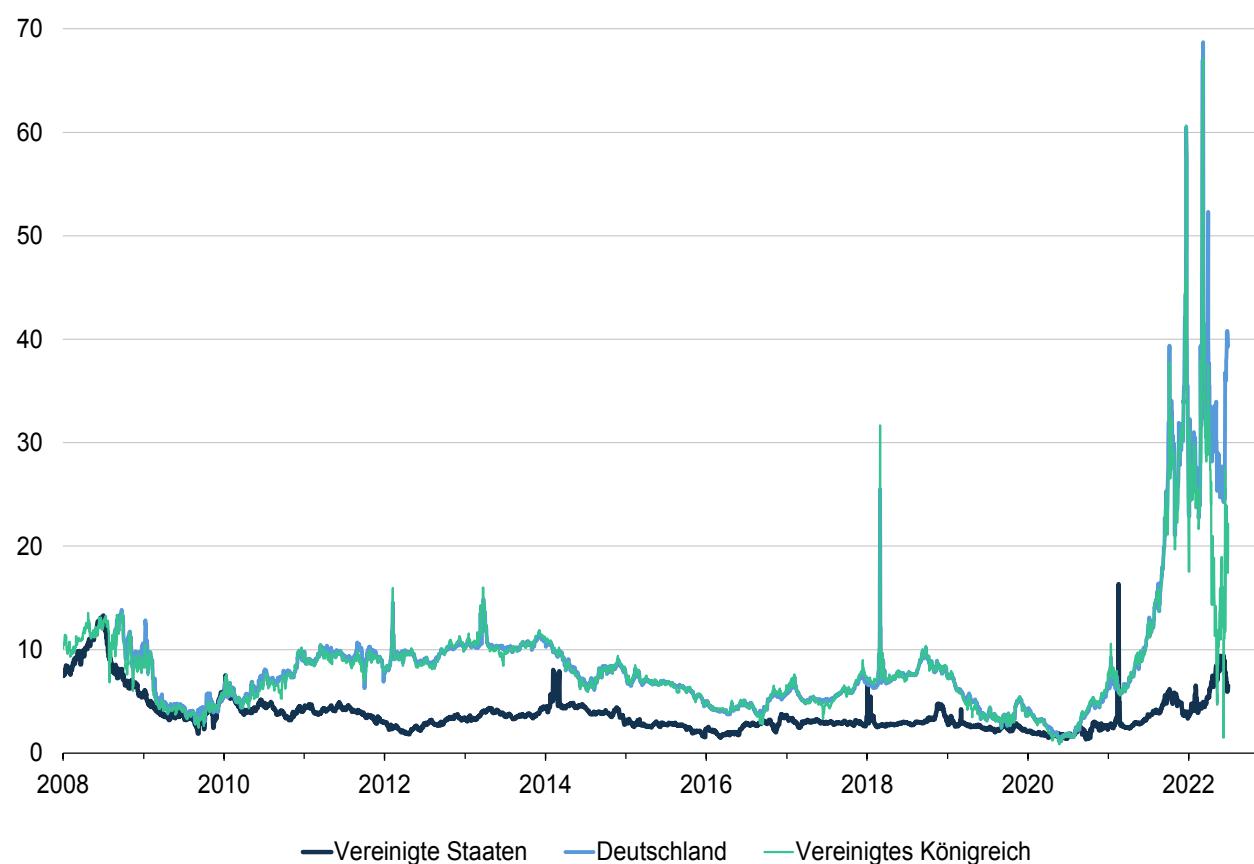
Indikator	Periode	Richtung
Persönliches Einkommen abzüglich Transfers (real)	Mai	steigt
Beschäftigung (Unternehmensumfrage)	Mai	steigt
Persönlicher Verbrauch (real)	Mai	fällt
Einzelhandelsumsätze (real)	Mai	fällt
Großhandelsumsätze (real)	April	steigt
Beschäftigung (Haushaltsumfrage)	Mai	steigt
Industrieproduktion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

- In den Vereinigten Staaten werden Hoch- und Tiefpunkte im Konjunkturzyklus durch das National Bureau of Economic Research (NBER) festgelegt.
- Eine Rezession ist nach Definition des NBER ein deutlicher Rückgang der Wirtschaftsleistung, welcher sich über die gesamte Volkswirtschaft erstreckt und länger als ein paar Monate dauert.
- Die Festlegung der Hoch- und Tiefpunkte erfolgt auf Basis einer Reihe von Indikatoren, darunter die nebenstehend aufgeführten Indikatoren.
- In der Vergangenheit hat das NBER der Entwicklung des persönlichen Einkommens und der Beschäftigung gemäß Unternehmensumfrage das größte Gewicht beigemessen.

# USA: Gas kostet nur ein Bruchteil deutscher Preise

## Gaspreise in ausgewählten Staaten

Tageswerte, in US-Dollar pro 1 Mio. britische Wärmeeinheiten



- Die Vereinigten Staaten sind dank des Einsatzes der Fracking-Technologie zum weltgrößten Rohölförderer aufgestiegen.
- Die Vereinigten Staaten waren im April 2022 Netto-Exporteur von Rohöl- und Rohölprodukten.
- In den Vereinigten Staaten waren Ende Juni 2022 für Gas im Äquivalent einer Mio. britischer Wärmeeinheiten 6,5 US-Dollar zu bezahlen. Dies vergleicht sich mit Preisen von umgerechnet 22,2 US-Dollar im Vereinigten Königreich und 39,3 US-Dollar in Deutschland.
- Die vergleichsweise niedrigen Preise für Gas stellen für die US-Industrie einen Wettbewerbsvorteil dar.

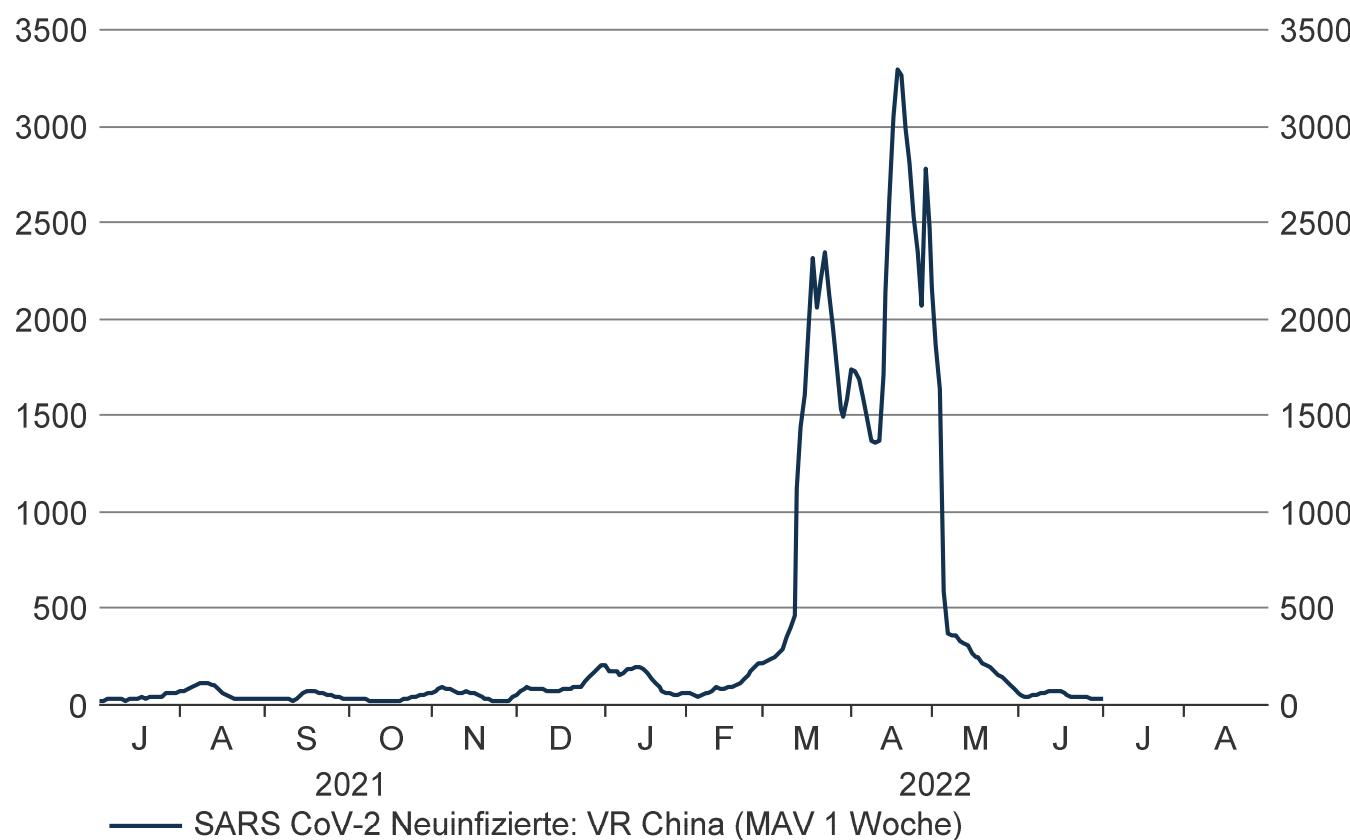
# Fazit US-Konjunktur: Wie wahrscheinlich ist nun eine US-Rezession?

- Die **Achillesferse** der US-Konjunktur dürfte der **persönliche Verbrauch** sein. Trotz stetig steigender Beschäftigung und kräftiger Lohnzuwächse stagniert das real verfügbare Einkommen. Die empor schießende Inflation sorgt für **Reallohnverluste**.
- Anlass zur Hoffnung, dass die US-Verbraucher ihre während der Pandemie gebildete „Überersparnis“ mit vollen Händen ausgeben werden, besteht aus mehreren Gründen nicht. Erstens liegt die aktuelle **Sparquote** bereits **unterhalb ihres Durchschnitts** der vorangegangenen Jahre. Zweitens dürfte das Nettovermögen der Verbraucher angesichts hoher Verluste am Aktienmarkt abnehmen. Auch sieht der **Wohnimmobilienmarkt** insbesondere vor dem Hintergrund der jüngsten Leitzinserhöhungen durch das Federal Reserve System „**toppish**“ aus. Diese Änderungen der Vermögenswerte sollten die Sparquote eher ansteigen lassen. Drittens ist die Stimmung der Verbraucher gemäß der Erhebung der University of Michigan so schlecht wie nie zuvor in der US-Wirtschaftsgeschichte.
- Verschiedene Umfragen unter Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes deuten auf ein Abbruch des Auftragseinganges im Juni hin.
- **Gegen eine Rezession** sprechen weiterhin **negative Realzinsen** am kurzen Ende. Zudem ging einer Rezession in der Regel eine deutliche Einengung der Gewinnmargen voraus. Dies ist bislang nicht zu konstatieren.
- Zum Zeitpunkt einer möglichen Rezession: Die US-Unternehmen haben im 1. Q. 2022 ihre Lagerinvestitionen um annualisiert 189 Mrd. US-Dollar erhöht, nach einem Plus von 193 Mrd. im Schlussquartal 2021. Für das 2. Quartal 2022 erwarten wir Lagerinvestitionen in Höhe von 120 Mrd. US-Dollar. Dieser Lageraufbau ist außerordentlich hoch, erklärt sich jedoch durch den vorangegangen Lagerabbau in bislang nicht bekannten Dimensionen. Dies bedeutet jedoch auch, dass die Unternehmen auch im dritten und vierten Quartal 2022 Lagerinvestitionen in dieser Größenordnung vornehmen müssen, damit von den Lagerinvestitionen rechnerisch keine Wachstumsbelastung ausgeht. Dies erachten wir als unrealistisch. **Somit sollte eine Rezession eher früher als später erfolgen.**
- Zusammenfassend taxieren wir die **Wahrscheinlichkeit**, dass die **US-Wirtschaft** in der zweiten Jahreshälfte 2022 in eine **Rezession** abrutscht, auf rund **35 %**.
- **Aber:** Die US-Wirtschaft hat so gut wie kein Russland-Geschäft, die Vereinigten Staaten sind der größte Erdölförderer der Welt, und die US-Unternehmen genießen aufgrund billigen Gases einen Wettbewerbsvorteil.

# VR China: Corona-Ausbrüche offenbar unter Kontrolle

## Anzahl der Neuinfizierten mit Symptomen

MAV 7 Tage

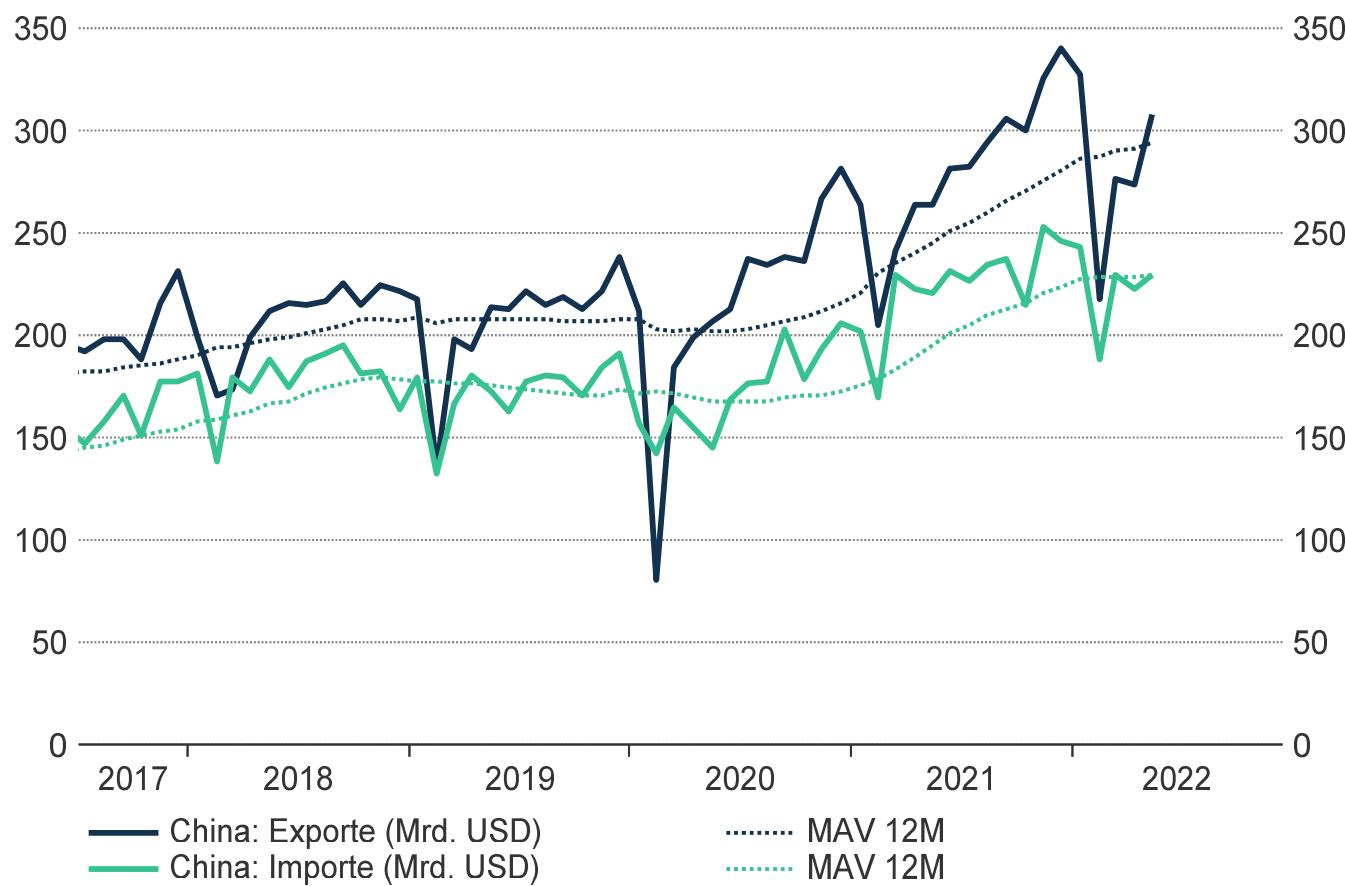


- Die Anzahl der Corona-Neuinfizierten mit Symptomen ist in China zuletzt kräftig gesunken. Die jüngsten Corona-Ausbrüche scheinen unter Kontrolle. Lockdowns in Shanghai und Beijing wurden weitestgehend aufgehoben.
- Dies schafft Raum für eine wirtschaftliche Erholung in China und für eine Entspannung bei den internationalen Lieferketten.
- Nach wie vor gilt allerdings die „Zero-Covid-Strategie“, d.h. angesichts extremer Ansteckungsgefahr bei der Omikron-Variante kann es hier jederzeit zu erneuten Lockdowns mit entsprechenden wirtschaftlichen Rückschlägen kommen.

# VR China: Außenhandel im Plus

## Exporte und Importe Chinas

in Mrd. USD/Monat mit MAV 12M

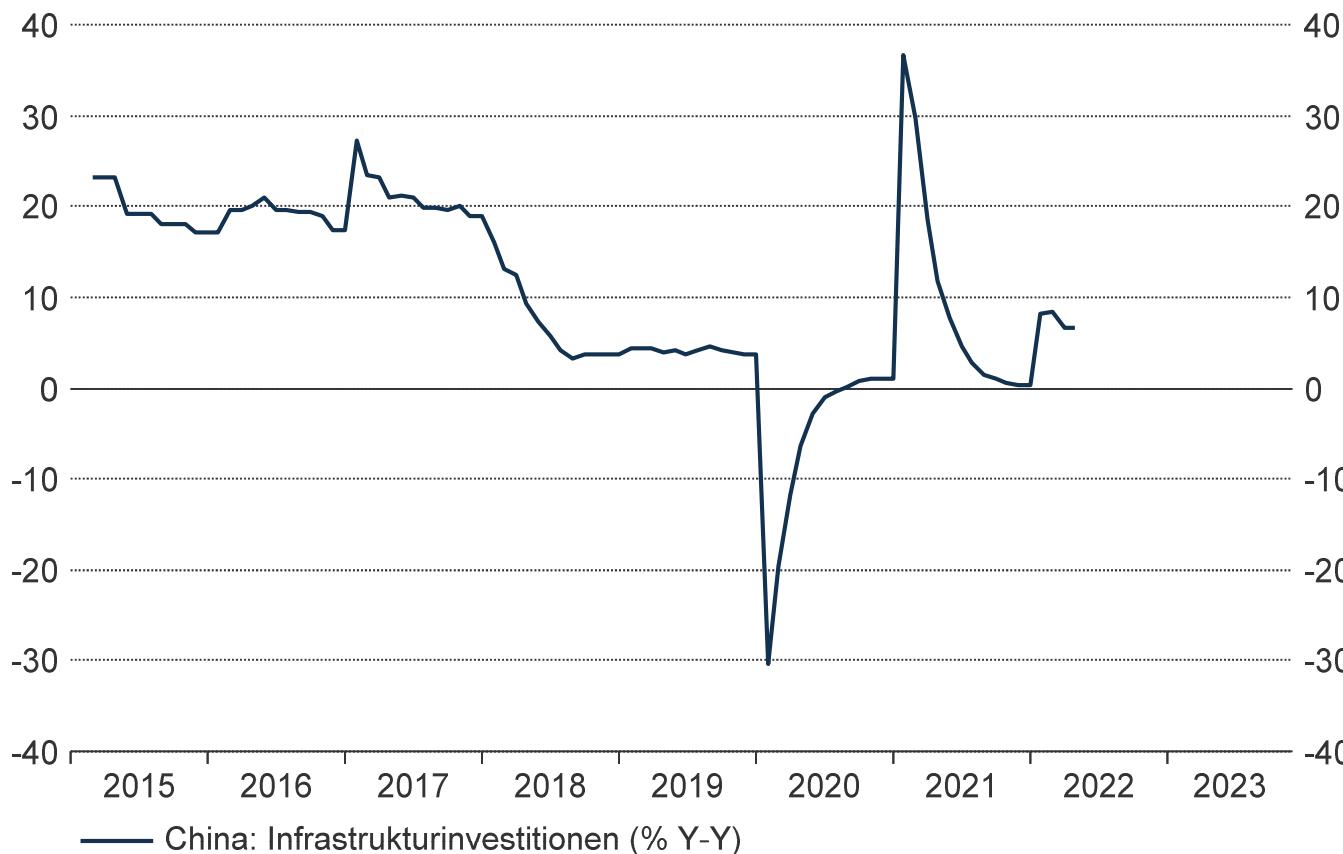


- Nach dem durch umfangreiche Lock-downs bedingten Einbruch vor allem im April stabilisierten sich wichtige Konjunkturindikatoren wie z.B. die Industrieproduktion (Mai: +0,7 % Y-Y) zuletzt wieder etwas.
- Getragen wird die Erholung u.a. von den Ausfuhren. Die Exporte und auch die Netto-Exporte legten zuletzt signifikant zu. Die internationale Nachfrage nach chinesischen Gütern bleibt hoch.

# VR China: Staatliche Konjunkturstützung hält an

## Staatliche Infrastrukturinvestitionen

in % Y-Y

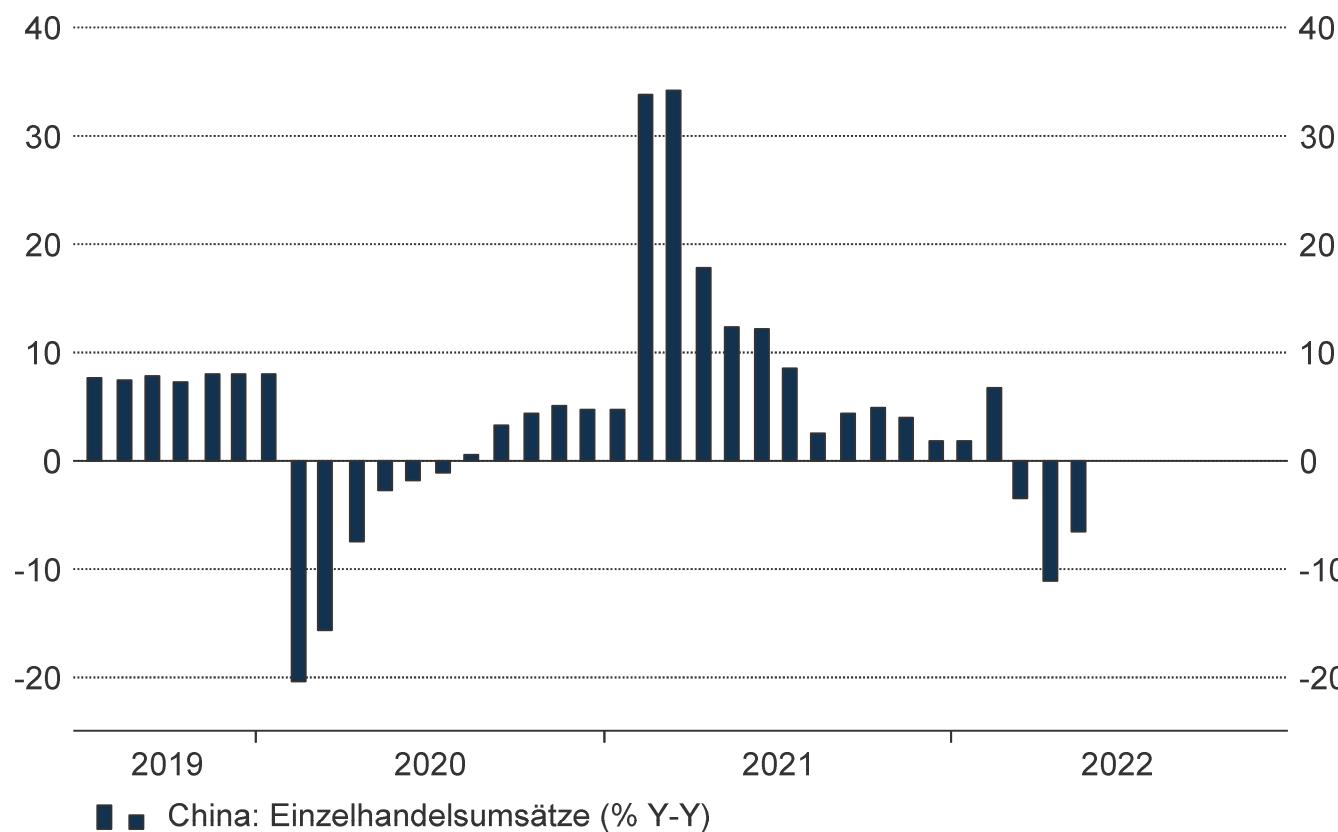


- Hinzu kommen staatliche Stützungsmaßnahmen wie z.B. eine Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen.
- Darüber hinaus lockert die Notenbank, zwar langsam, aber doch Schritt für Schritt, ihre Geldpolitik.

# VR China: Privater Konsum dämpft die Erholung

## Einzelhandelsumsätze

in % Y-Y

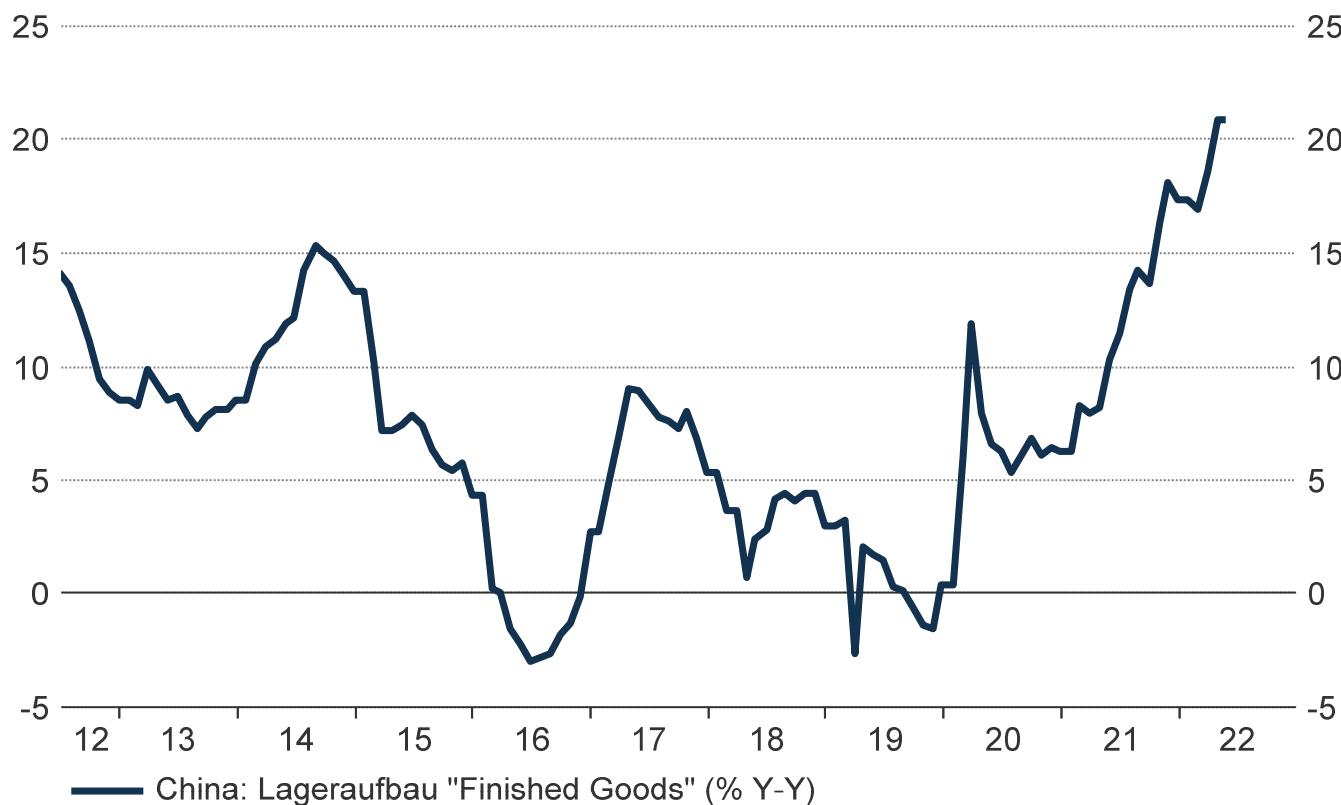


- Das Konsumentenvertrauen bleibt angesichts für viele Verbraucher traumatischer Erfahrungen mit den jüngsten brachialen Lockdowns im Keller.
- Die Einzelhandelsumsätze waren auf Jahresbasis auch im Mai noch deutlich rückläufig.
- Da die chinesische Regierung an ihrer rigorosen „Zero-Covid-Strategy“ festhält, dürfte der Konsum auch in den kommenden Monaten eher unter Druck bleiben und das Aufwärtspotenzial der chinesischen Wirtschaft somit nachhaltig limitieren.

# VR China: Lageraufbau unterstreicht Konsumschwäche und Lieferprobleme

## Lageraufbau („Finished Goods“)

in % Y-Y

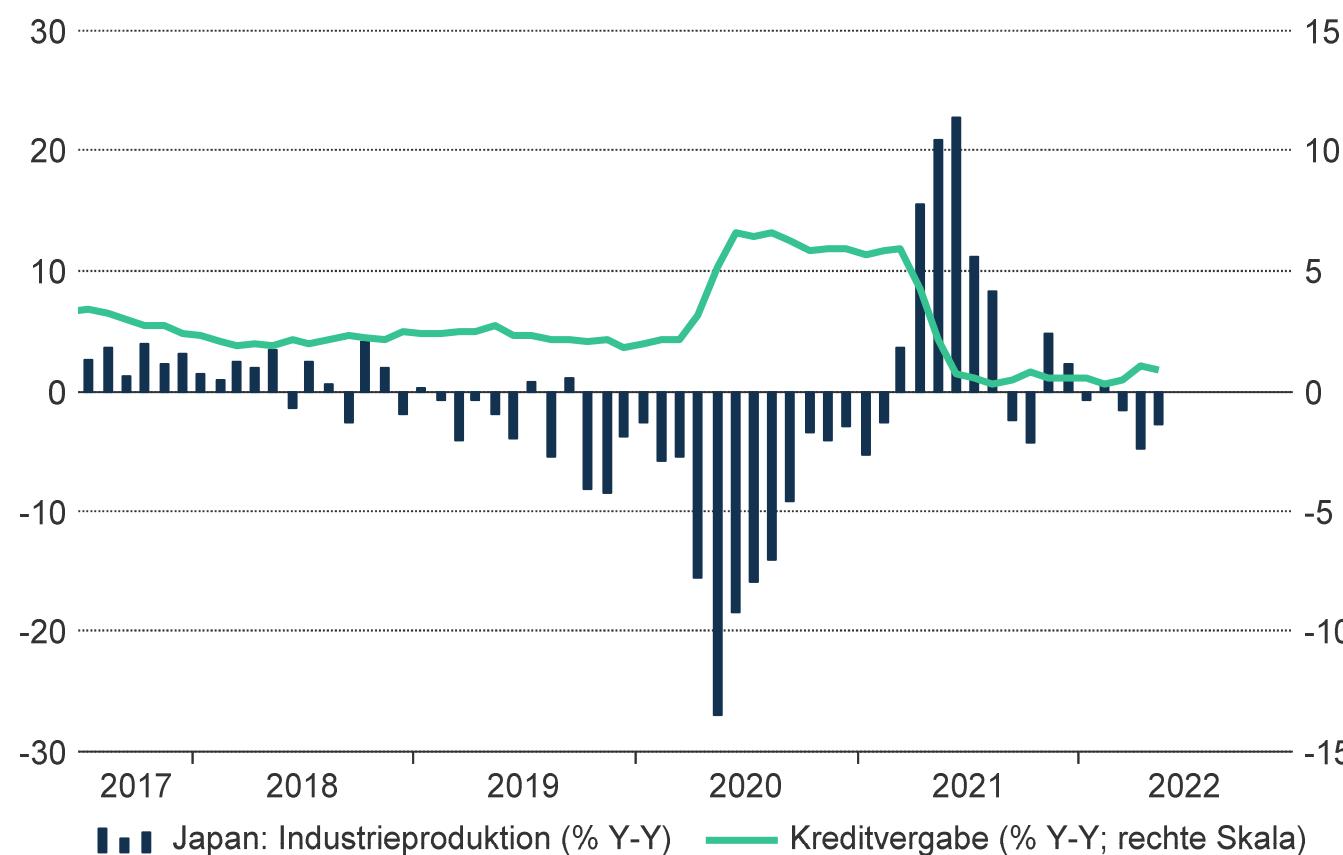


- Ein kräftiger Lageraufbau bei Endprodukten unterstreicht zum einen eine Konsumschwäche in China selbst und zum anderen aus Lockdowns resultierende Probleme bei der Lieferung chinesischer Güter ins Ausland.
- Wir rechnen 2022 nur noch mit einem BIP-Zuwachs von 3,4 %.
- 2023 und 2024 dürfte die chinesische Wirtschaft dann um jeweils rund 4 % zulegen.

# Japan: Erholung bleibt ohne Schwung

## Industrieproduktion und Kreditvergabe

in % Y-Y

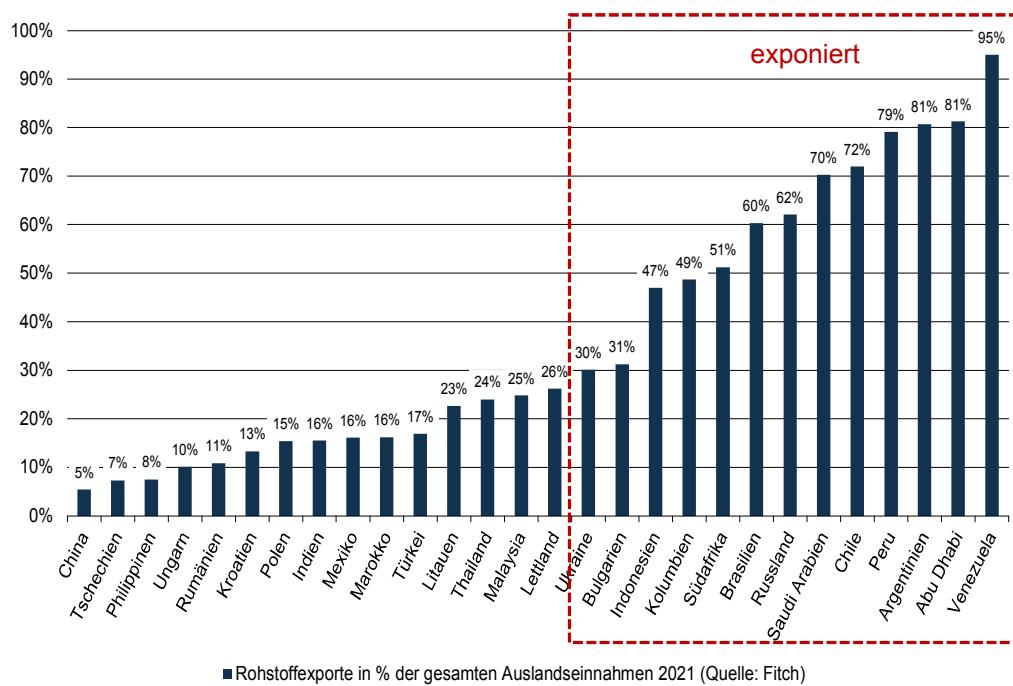


Quellen: Refinitiv, LBBW Research

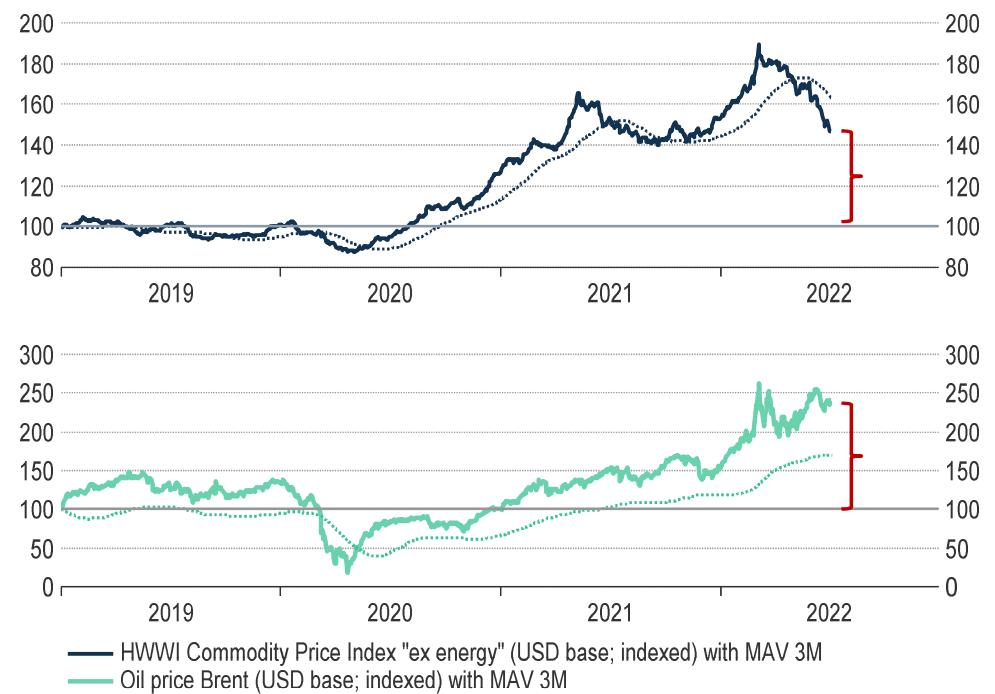
- Japans Wirtschaft geht schon wieder die Luft aus. Die Schwäche beim wichtigen Handelspartner China belastet ebenso wie stark gestiegene Preise für Energie und andere Rohstoffe. Die Industrieproduktion war zuletzt rückläufig, die Kreditvergabe dümpelte zeitweise wenig über der Nulllinie.
- Darüber hinaus leidet das Land wie andere Staaten auch unter Zulieferproblemen bei wichtigen Vorprodukten.
- Der schwache Yen bringt da nur wenig Rückenwind. Denn Güter, die wegen Materialmangels oder wegen fehlender Vorprodukte nicht produziert werden, können trotz währungsbedingter Wettbewerbsvorteile auch nicht auf dem Weltmarkt verkauft werden.
- Die japanische Wirtschaft dürfte u.E. 2023 und 2024 nur etwas unter 1 % p.a. zulegen.

# Emerging Markets: Hohe Rohstoffpreise stützen Rohstoffländer

## Anteil der Einnahmen aus Rohstoffexporten in % der Auslandseinnahmen (Deviseneinnahmen)



## Rohstoffpreise „ex Energy“ und Ölpreis indexiert auf 100 (per 01.01.2019)



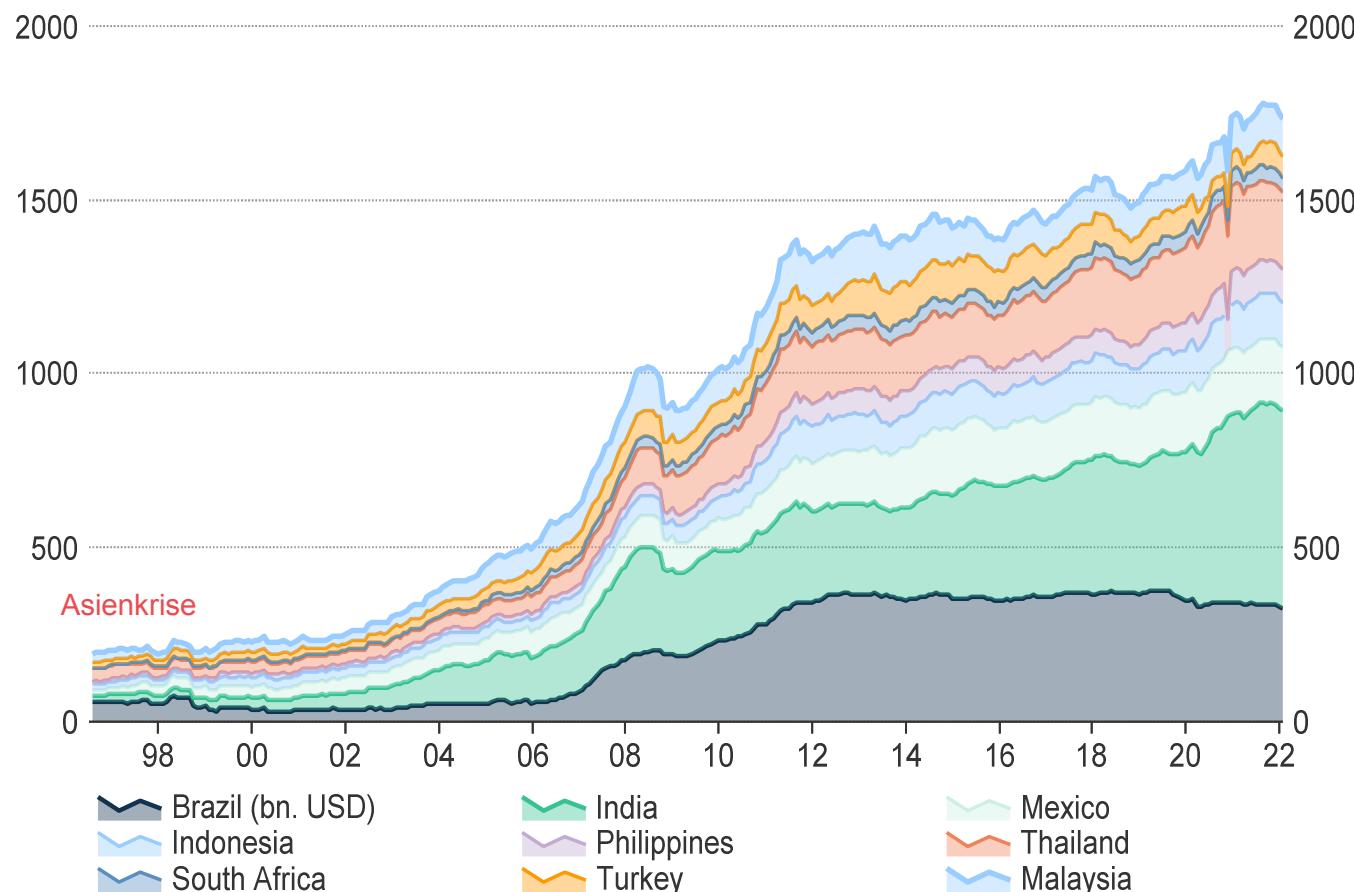
- Zahlreiche Schwellenländer sind mehr oder weniger stark abhängig vom Export von Rohstoffen.
- Fallende Einnahmen können hier unter Umständen zu Problemen bis hin zu Zahlungsausfällen führen.

- Die Rohstoffpreise „ex Energy“ und die Energierohstoffe sind aber selbst im Vergleich zu den Werten noch vor Beginn der Pandemie unterm Strich deutlich gestiegen.
- Dies stützt die Konjunktur und die Zahlungsfähigkeit dieser Staaten.

Quellen: Fitch, LBBW Research

# Emerging Markets: Hohe Reserven reduzieren das Risiko

## Internationale Reserven großer Emerging Markets („ex China“) in Mrd. USD

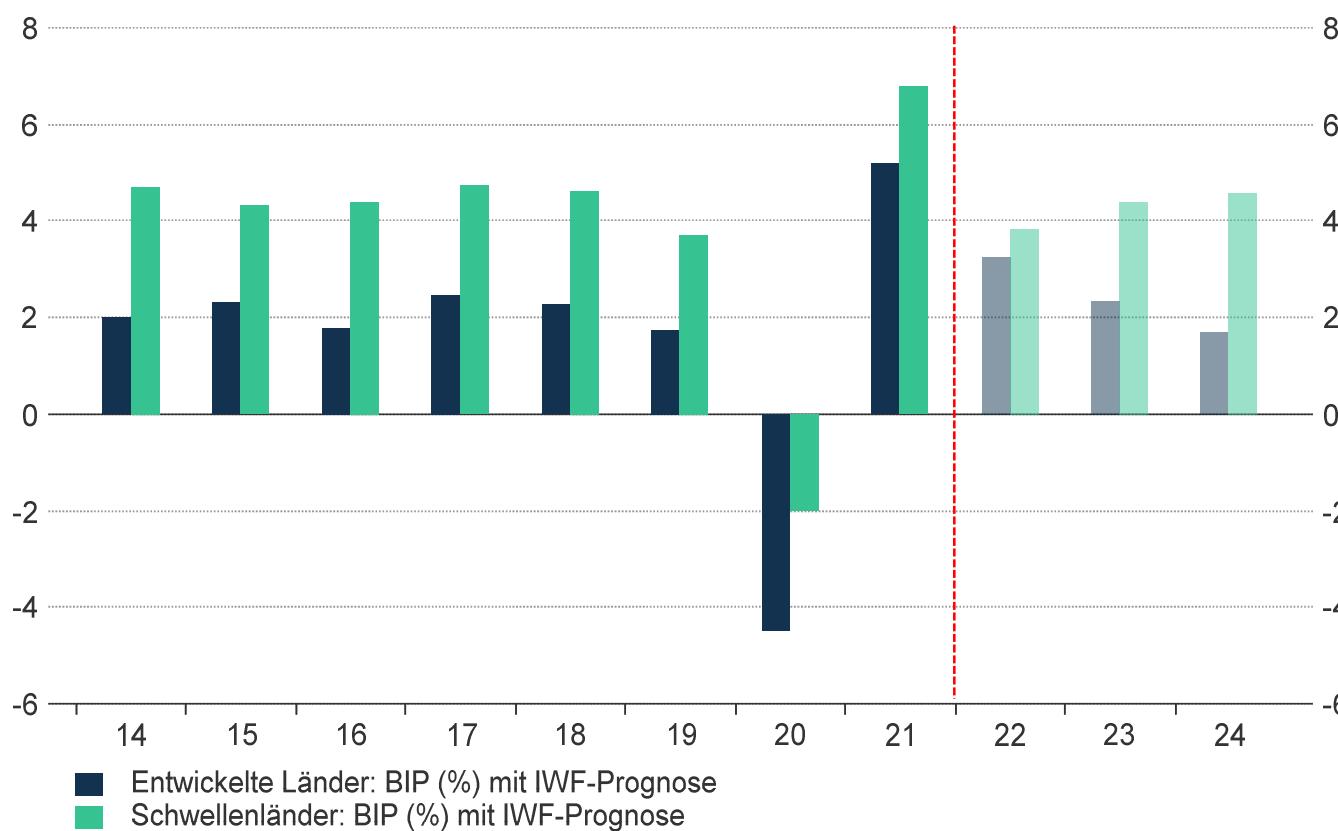


- Da sich die Fundamentaldaten vieler Schwellenländer seit der Asienkrise 1997/98 deutlich verbessert haben, sollte auch ein moderater weiterer Anstieg der USD-Zinsen hier nicht zu einer krisenhaften Zuspitzung führen.
- Zwar verteuert ein USD-Zinsanstieg im Zeitablauf den Schuldendienst für auf USD lautende Verbindlichkeiten.
- Die meisten größeren Staaten haben ihre Abhängigkeit von FX-Finanzierungen aber deutlich reduziert und sogar z.T. dicke Polster an Reserven aufgebaut.
- Eine Emerging-Markets-Krise ist vor diesem Hintergrund und mit Blick auf die hohen Rohstoffpreise derzeit unwahrscheinlich, was allerdings nicht ausschließt, dass einzelne Länder in Schwierigkeiten kommen könnten.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Emerging Markets: Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung

## BIP-Wachstum mit IWF-Prognosen: Schwellenländer versus Industriestaaten in %



- Laut IWF wird sich das BIP-Wachstum der Schwellenländer in den Jahren 2023 und 2024 in etwa dem Niveau der Zeit vor Beginn der Pandemie annähern.
- Wir gehen zwar davon aus, dass die aktuellen wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Europa, in den USA und in China nicht spurlos an den Emerging Markets vorübergehen werden und sind mit Blick auf die Wachstumsperspektiven dieser Staaten etwas pessimistischer.
- Ein Abgleiten dieser Ländergruppe in eine Rezession halten wir aber für wenig wahrscheinlich.

# Zusammenfassung: BIP-Wachstum und Inflation

## BIP-Wachstum und Inflation mit Prognosen LBBW Research bis 2024 in %

BIP und Inflation mit LBBW-Prognosen					
	in %	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Deutschland</b>	BIP	2,9	1,5	1,0	0,8
	Inflation	3,1	7,2	4,5	3,0
<b>Euroraum</b>	BIP	5,2	2,3	1,0	0,9
	Inflation	2,6	7,5	4,5	3,0
<b>USA</b>	BIP	5,7	2,5	1,0	0,8
	Inflation	4,7	7,5	4,0	2,7
<b>China</b>	BIP	8,1	3,4	4,0	4,0
	Inflation	0,9	2,8	2,3	2,5
<b>Japan</b>	BIP	1,7	1,5	0,9	0,8
	Inflation	-0,2	1,8	1,1	0,8
<b>Welt</b>	BIP	5,8	3,2	2,9	2,9
	Inflation	3,7	5,4	3,3	2,8

p = Prognose

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

05.07.2022 • Kapitalmarktkompass Juli 2022. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Eine ganze Reihe von Belastungsfaktoren dürfte das wirtschaftliche Wachstum der Welt in den kommenden beiden Jahren belasten.

Hierzu zählen insbesondere:

- hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise / ungewohnt hohe Inflationsraten
- steigende Zinsen und Renditen
- anhaltende Lieferengpässe (Baumaterial, Halbleiter, Rohstoffe ...)
- Pandemie: immer wieder auftretende Infektionscluster, z.B. in China

Vor diesem Hintergrund fallen unsere Prognosen für das Wachstum der Weltwirtschaft bzw. zentraler Staaten 2023/24 entsprechend niedrig aus.

# 04

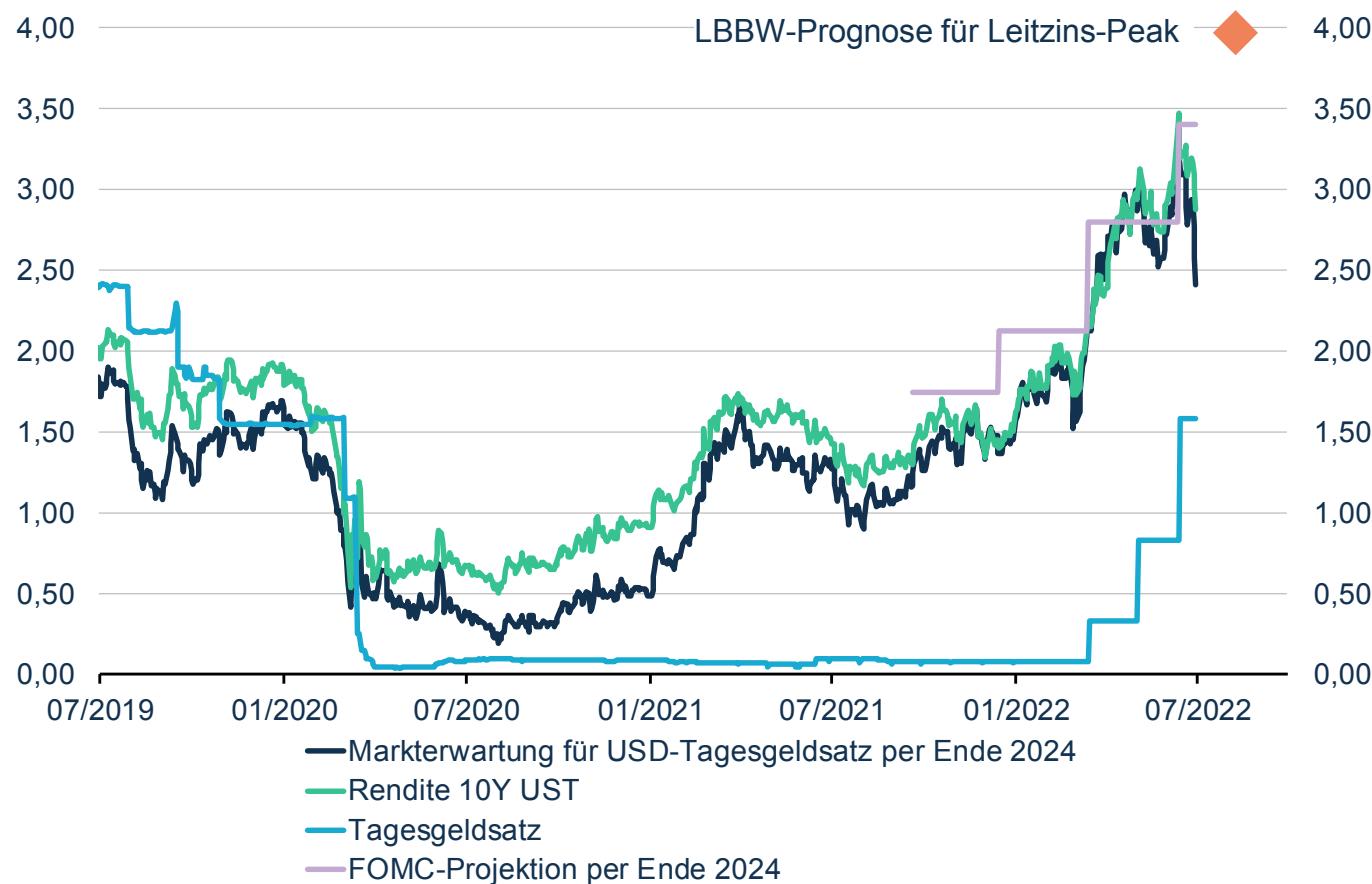
Zinsen:

**Spannungsfeld  
„Inflation vs.  
Rezession“ spitzt  
sich weiter zu**

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

# Fed-Prognose: Leitzins-Peak bei 4 % erwartet – lieber Rezession als Inflation?

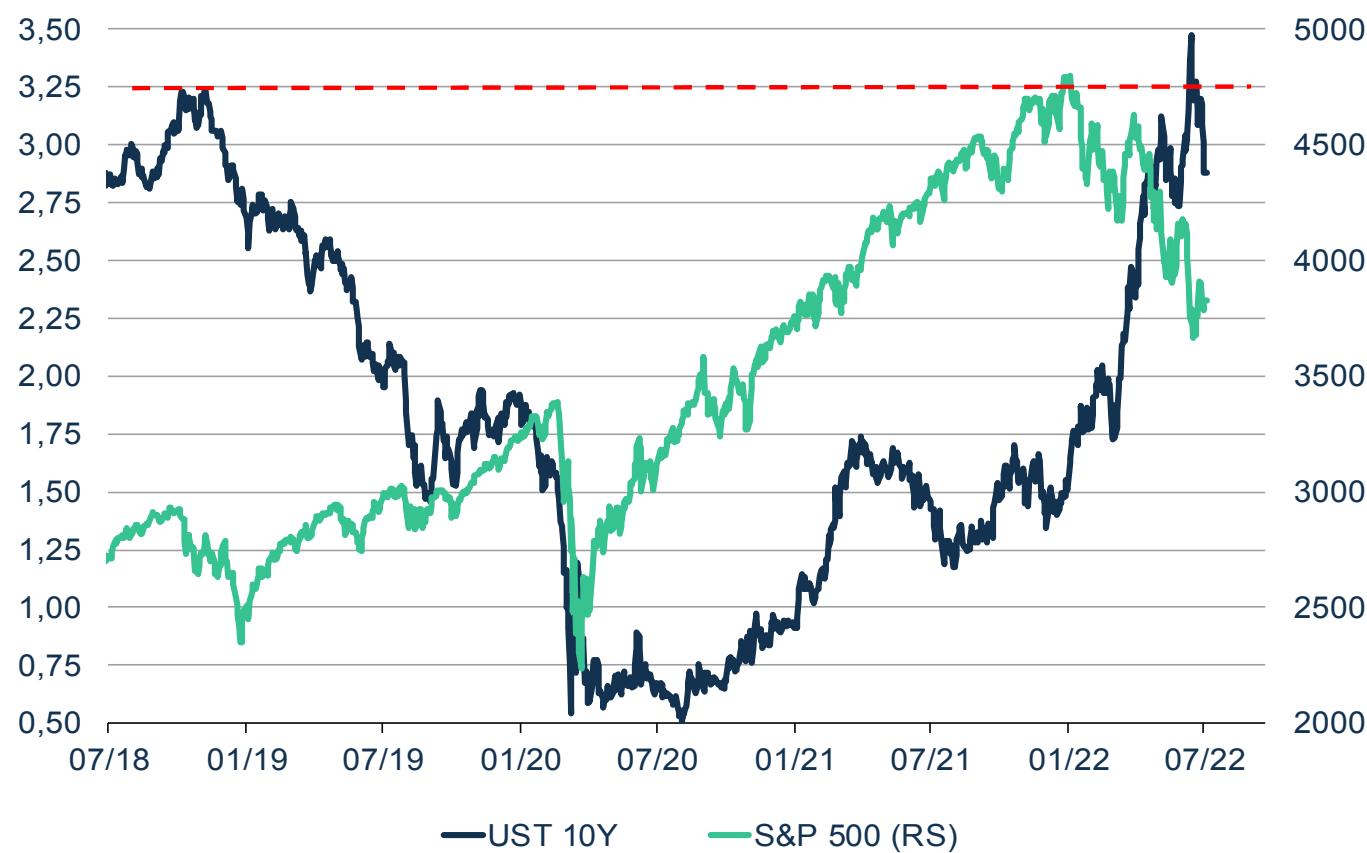
## USD-Tagesgeldsatz mit Markterwartungen und FOMC-Projektion per Ende 2024



- Fed bestätigt Kurs zügiger Normalisierung der Geldpolitik.
- Mehrere Fed-Vertreter für weiteren 75-Bp-Schritt im Juli, im Einklang mit unserer Prognose.
- Markterwartungen für Leitzins-Peak zuletzt wegen Rezessionssorgen wieder spürbar gesunken auf knapp 3,5 %; Antizipation einer frühzeitig einsetzenden Lockerung: ab Mitte 2023!
- => Unsere Prognose: Wir erwarten drei weitere „große“ Zinsschritte um 75 bzw. 50 Bp (Jul. – Nov.); Peak bei rund 4 %; moderat restriktive Geldpolitik für längere Zeit wegen anhaltend hoher Inflation; Gefahr wächst jedoch, dass Geldpolitik „überzieht bzw. überziehen muss“ und somit rezessive Tendenzen forciert werden.

# USD-Zinsmarkt: Beginn einer Trendwende oder nur Ruhe vor dem nächsten Sturm?

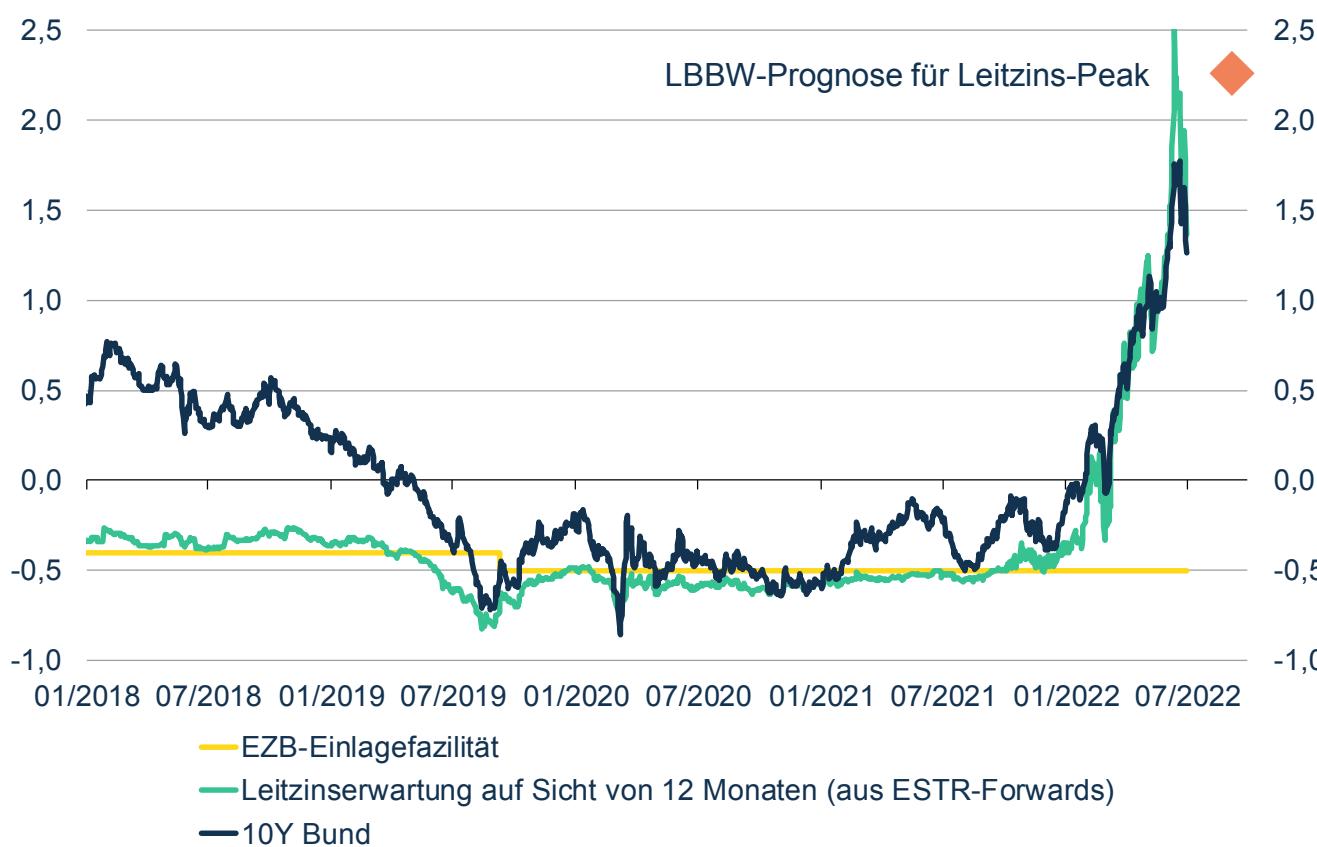
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Aktienindex S&P 500



- Drohendes „Überschießen“ der geldpolitischen Reaktion ist seit Mitte Juni sukzessive zum dominierenden Thema an den Finanzmärkten geworden.
- => Regelrechter „Erholungs-Kick“ am US-Rentenmarkt. Zum Ersten: Marktteilnehmer spekulieren bereits auf geldpolitische Gegenbewegung, um „Asset-Crash“ abzuwenden (doch wieder „Fed Put“?).
- Zum Zweiten: Nachfrage nach Sicherheit schnell empor.
- Wir halten den plötzlichen Kurssprung in Teilen für eine technische Reaktion auf den vorherigen Ausverkauf => Erholung ist u.E. fragil; Gefahr einer „Bärenmarkt-Rally“ (wie im Mai) ist hoch, solange keine klare Indikation für Inflations-Trendwende!

# EZB: Sie folgt den Spuren der Fed; Leitzins-Peak bei 2 – 2,5 %

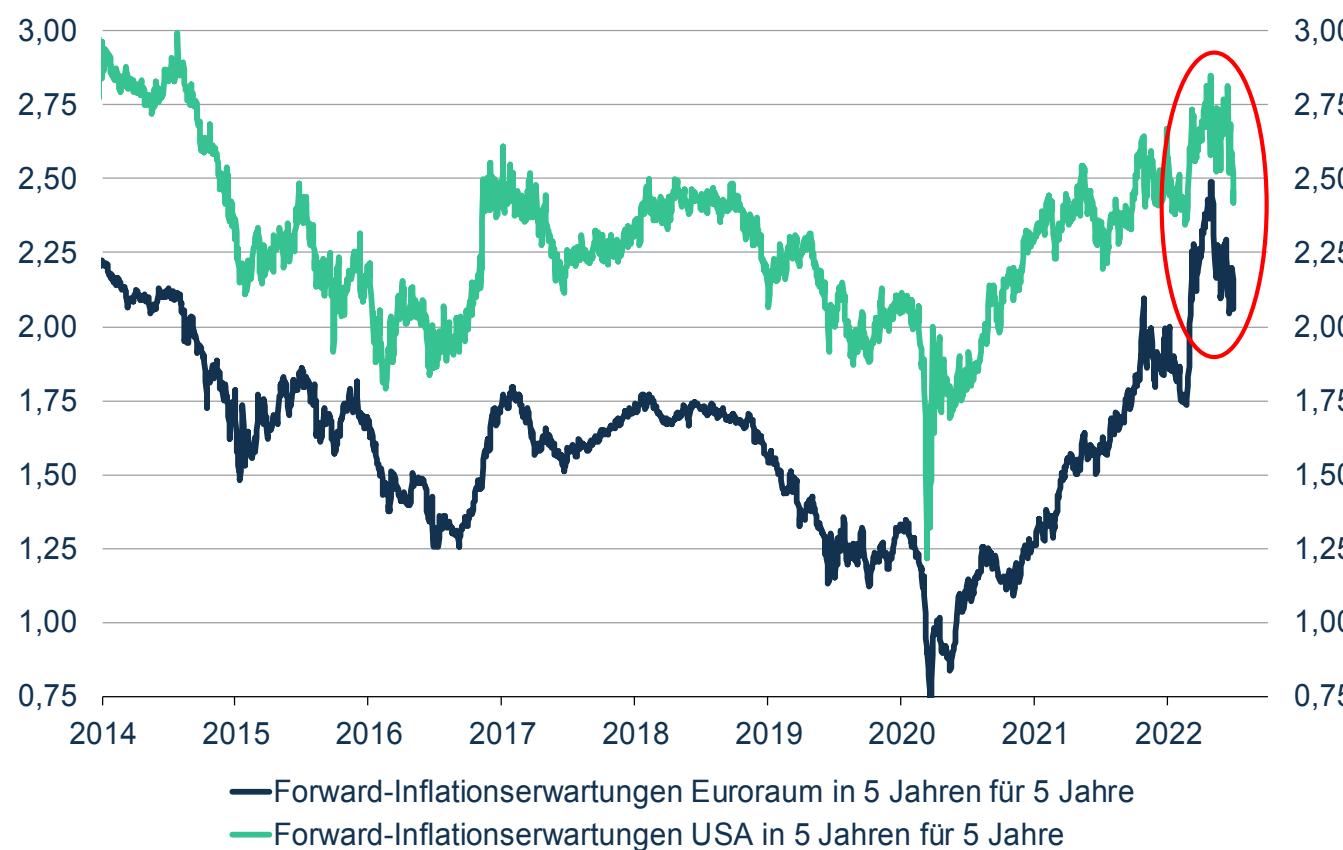
## EZB-Einlagesatz und Leitzinserwartungen auf Sicht von zwölf Monaten sowie Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



- Nach „Auftakt-Anhebung“ um 25 Bp erscheinen zwei „große“ Schritte um je 50 Bp realistisch.
- Wie es danach weitergeht, hängt davon ab, ob Inflation ab Spätherbst nachlässt. Best Guess aktuell: Folge von 25-Bp-Schritten ab Dezember bis mind. Mitte 2023.
- Mittelfristige Leitzinserwartungen zuletzt mit herbem Dämpfer: „Peak“-Erwartungen von gut 2,50 % auf knapp unter 1,50 % gesunken.
- => Unsere mittelfristige EZB-Prognose liegt aktuell über der Markterwartung; Prognoserisiken jetzt auf beiden Seiten; Übergewicht wegen Inflation noch immer auf der Oberseite; Neigung mit Blick auf Langfristzinsen mithin zu einer Wiederaufnahme des Aufwärtstrends.

# EUR-Rentenmarkt: Langfristige Inflationserwartungen als ausschlaggebender Faktor für Baisse-Potenzial?

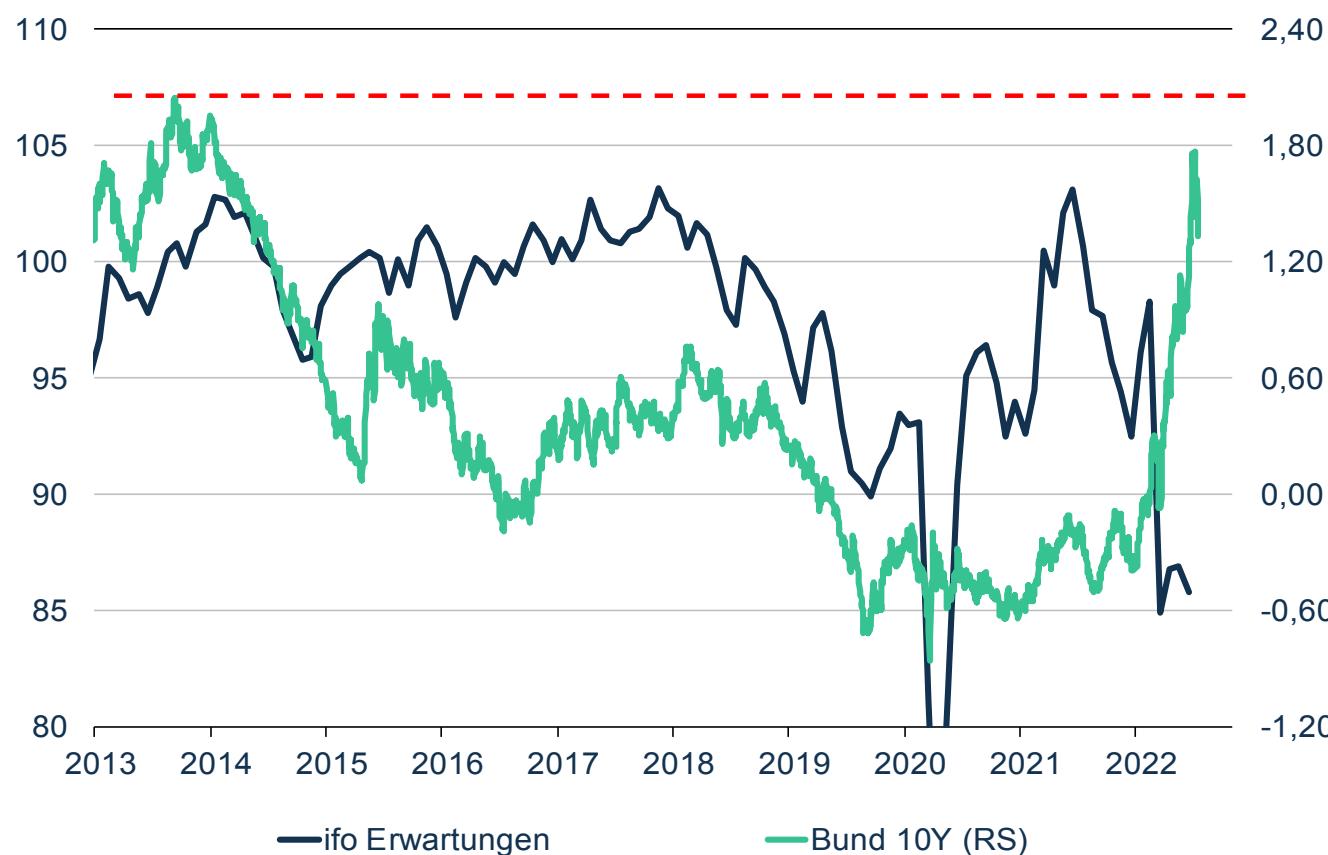
## Langfristige Forward-Inflationserwartungen (in 5Y für 5Y) für Euroraum und USA



- Langfristige Forward-Inflationserwartungen sind wichtiges Barometer für Sorgen, dass Inflation dauerhaft außer Kontrolle gerät.
- Im Euroraum Anstieg bis auf mehrjähriges Hoch von 2,5 % im Mai.
- Seitdem Korrektur auf zuletzt knapp über 2 %, also wieder nahe EZB-Zielwert.
- => „Hawkishere“ EZB-Rhetorik scheint Wirkung zu zeigen, zudem könnten wachsende Rezessionssorgen die Inflationsangst in Schach halten.
- Entscheidende Frage für kommende Monate: Ist die Stabilisierung nachhaltig? Falls nein, könnten die Anleiherenditen erneut massiv emporschnellen!

# Zinsspekulationen schlagen wiederholt um in wachsende Rezessionssorgen

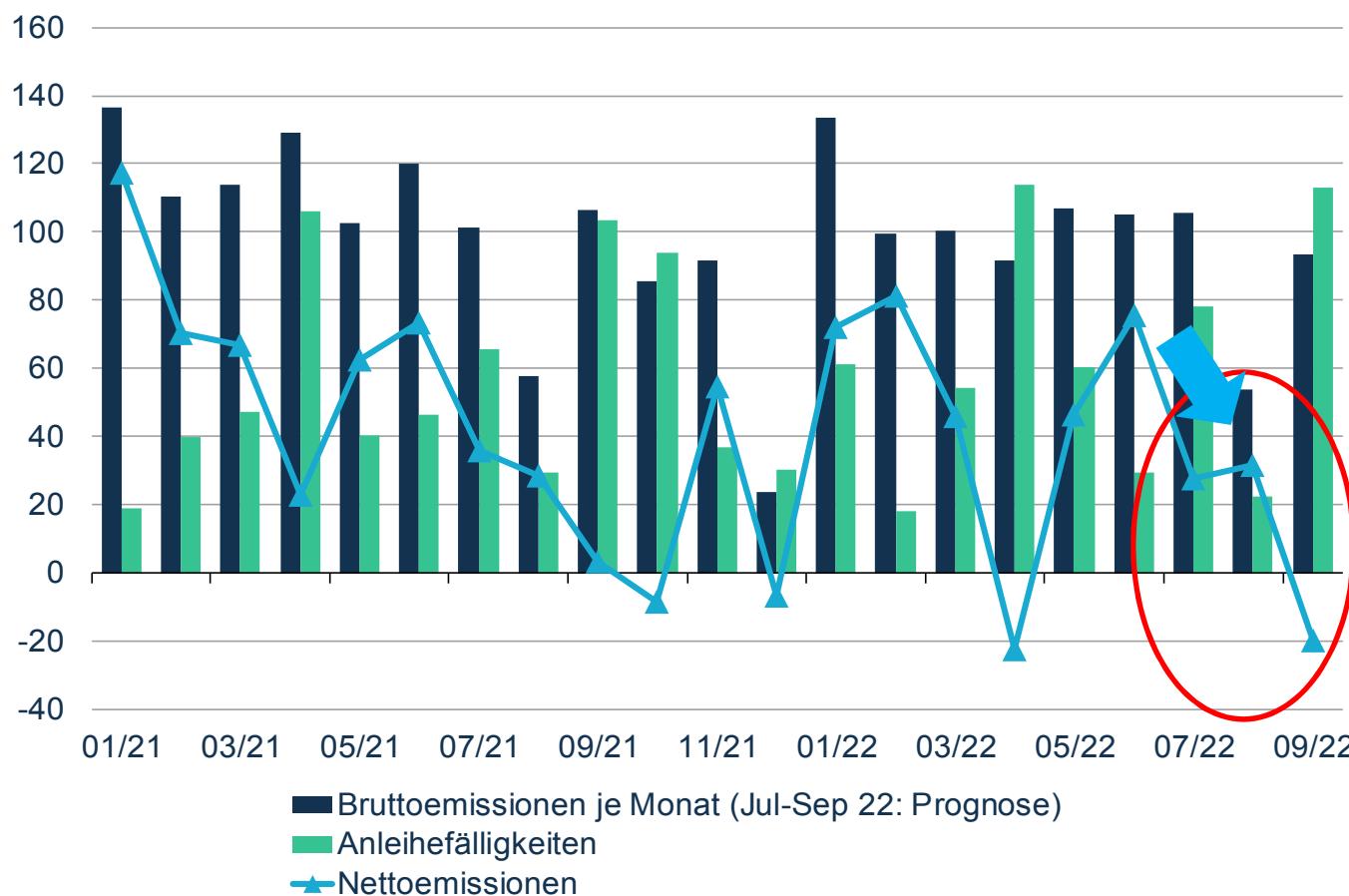
## Rendite 10-jähriger Bunds und ifo-Erwartungskomponente



- Die andere Seite des Spannungsfelds: Risiken für die Konjunkturerholung werden immer bedrohlicher (hohe Inflation, Lieferketten, Gaskrise, (bald) steigende Zinsen...).
- Negative Überraschung zuletzt auf der Makro-Seite durch unerwartet starken Einbruch der Markit-PMIs. ifo-Erwartungen nach zweimaliger Erholung überdies wieder gesunken.
- Notenbanken könnten frühzeitig in ihrer Straffung der Geldpolitik ausgebremst werden.
- Erhöhte Nachfrage nach Sicherheit ebenfalls ein Faktor, der die Kurse von Bundesanleihen stützt.

# EUR-Rentenmarkt: Angebotskonstellation im Sommer weniger belastend

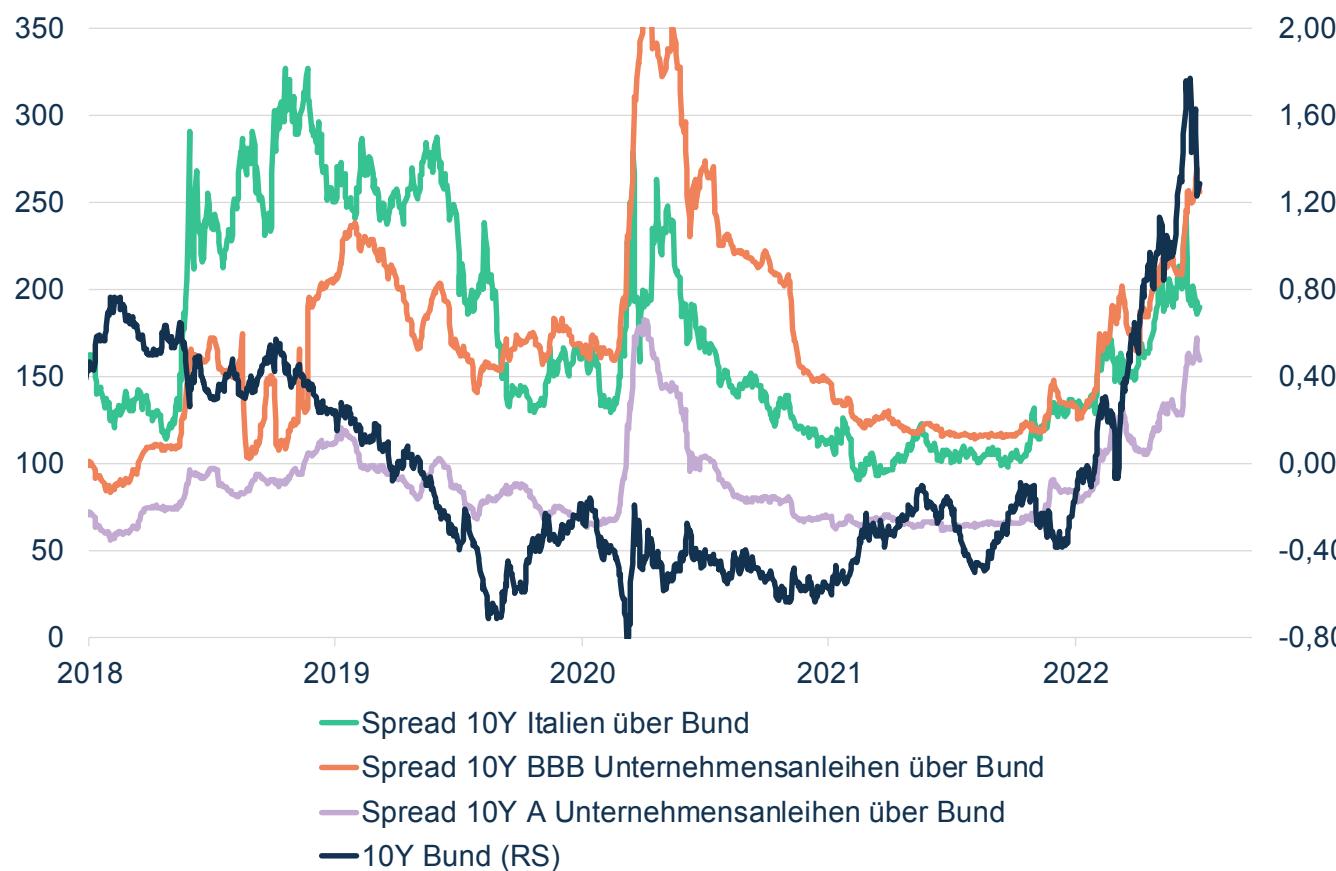
## Brutto- und Nettoangebot an EUR-Staatsanleihen je Monat (in Mrd. Euro; Q3 2022: LBBW-Prognose)



- Im langjährigen historischen Mittel bilden die Sommermonate die freundlichste Phase des Jahres am Euro-Staatsanleihemarkt.
- Ein Grund für dieses Muster dürfte sein, dass der Angebotsdruck in der Regel geringer ausfällt als in den ersten Monaten des Jahres.
- Diese rentenfreundliche Primärmarkttendenz schlägt u.E. im laufenden Jahr relativ deutlich zu Buche: Die Bruttoemissionen dürften zwar in Q3 laut unserer Prognose „nur“ um rund 17 % ggü. Q2 sinken. Bei den Nettoemissionen erwarten wir ein Minus um fast 50 % Q/Q.
- Absolut gesehen dürfte die geschätzte Netto-Angebotsentlastung in etwa die Belastung durch den Wegfall der EZB-Nettoanleihekäufe kompensieren.

# Droht tatsächlich „Fragmentierung“ des Anleihemarktes?

## Renditeaufschläge 10-jähriger italienischer Staatsanleihen über Bund und BBB Corporate-Spreads



- EZB-Sondersitzung zur Gefahr einer Markt-Fragmentierung vom 15.06. rückt Fokus erneut auf Italien und mögliche Neuauflage einer Schuldenkrise.
- Italien-Spread 10Y über Bund in der Spur knapp 250 Bp. Gefährlich?
- Einerseits höchster Spread seit Höhepunkt der Corona-Krise.
- Andererseits nur halb so hoch wie 2011/12 und zudem nicht höher als Corporate-Spreads mit vergleichbarem Rating.
- => Notwendigkeit eines neuen Instruments daher fragwürdig. Dennoch dürfte die EZB „liefern“ aus Sorge vor Kontrollverlust (Märkte treiben sie vor sich her) und vor Einengung des Spielraums zur Inflationsbekämpfung!

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Fazit: Hohe Prognoseunsicherheit; Rezessionsängste könnten Renditeanstieg ausbremsen

## USD-Zinsen und Prognose in %

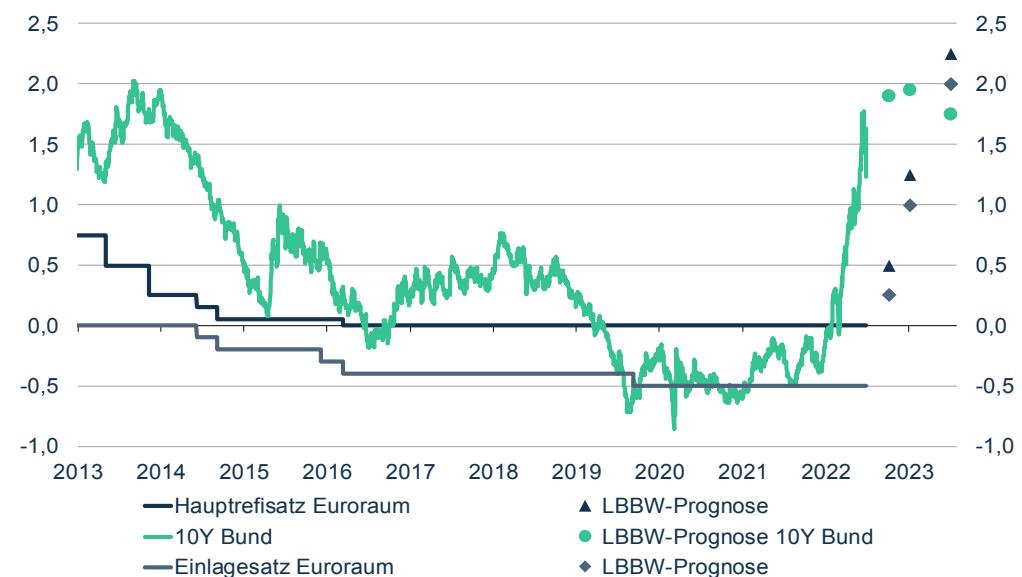


- Mindestens drei weitere „große“ Zinsschritte bis Herbst 2022, in Summe 175-200 Bp bis Jahresende. **Neutrales Niveau (2,5 %) dürfte im Juli 2022 erreicht werden.**
- Leitzins-Peak bei 4 % oder knapp darüber.
- Rezessionssorgen zunehmend als Kursstütze. Relative Attraktivität im internationalen Vergleich könnte Renditeanstieg abbremsen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

05.07.2022 • Kapitalmarktkompass Juli 2022. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

## EUR-Zinsen und Prognose in %

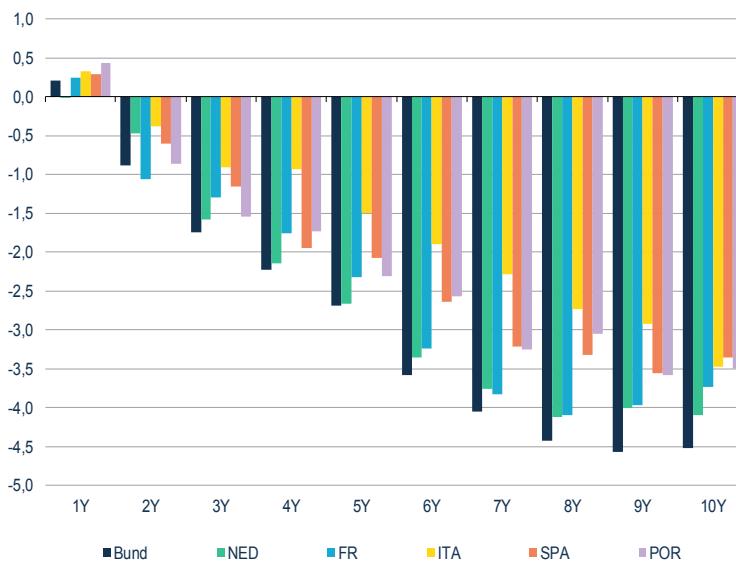


- Anleihekäufe enden zur Jahresmitte 2022. Zinswende im Juli, Anhebungen um 150 Bp bis Ende 2022.
- Negativzinspolitik endet in Q3 2022, Einlagesatz erreicht bis Frühjahr 2023 neutrales Niveau (rd. 1,5 %).
- Renditeaufwärtsdruck durch Inflationsgefahren stehen zunehmende Risiken für den Konjunkturaufschwung gegenüber. Bundrendite dürfte Niveau von 2 % vorerst nicht nachhaltig überschreiten.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/US Treasuries bis Ende 2022: Schon Einstiegsgelegenheit nach Kurssturz?

## Euro-Staatsanleihen

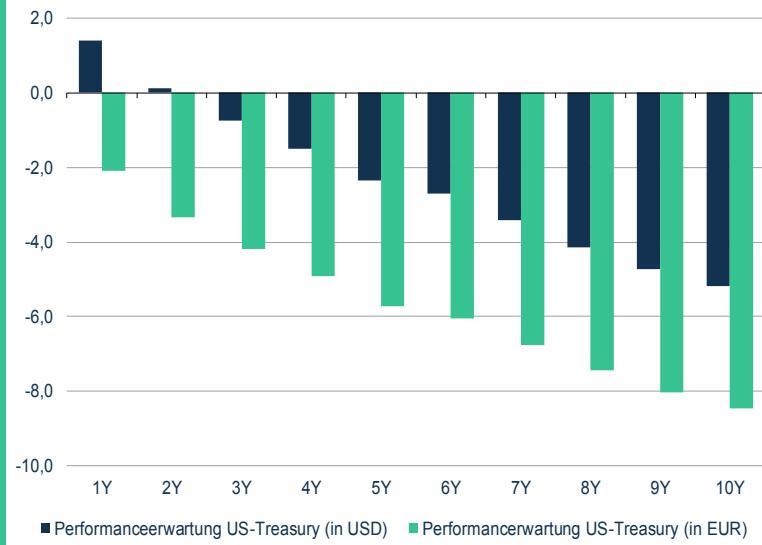
(Annahme: Spreads unverändert)



- Kerneuropäische Staatsanleihen: Überbewertung deutlich abgebaut, dennoch überwiegen Risiken.
- Peripherie: Carry deutlich verbessert. Spreadrisiken bleiben, aber neues EZB-Instrument könnte für Begrenzung sorgen, **Allokation vorerst weiter „neutral“**.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries



**Nach steilem Renditeanstieg:** 6M-Performanceerwartungen für Euro-Anleihen weiterhin negativ, mit Ausnahme sehr kurzlaufender Anleihen. Bei langlaufenden US-Treasuries dominieren ebenfalls die Risiken.

- US-Dollar: Hohe Zinsdifferenz weiterhin Stütze, aber Aufwertungspotenzial wohl ausgereizt.
- Allokationsempfehlung weiterhin bei „leicht untergewichteten“.
- Relativ günstigstes Chance/Risiko-Profil derzeit nur bei kurzen Laufzeiten.

# 05

## Credits:

### Steigende Renditen bremsen Unternehmen bei Neuemissionen aus

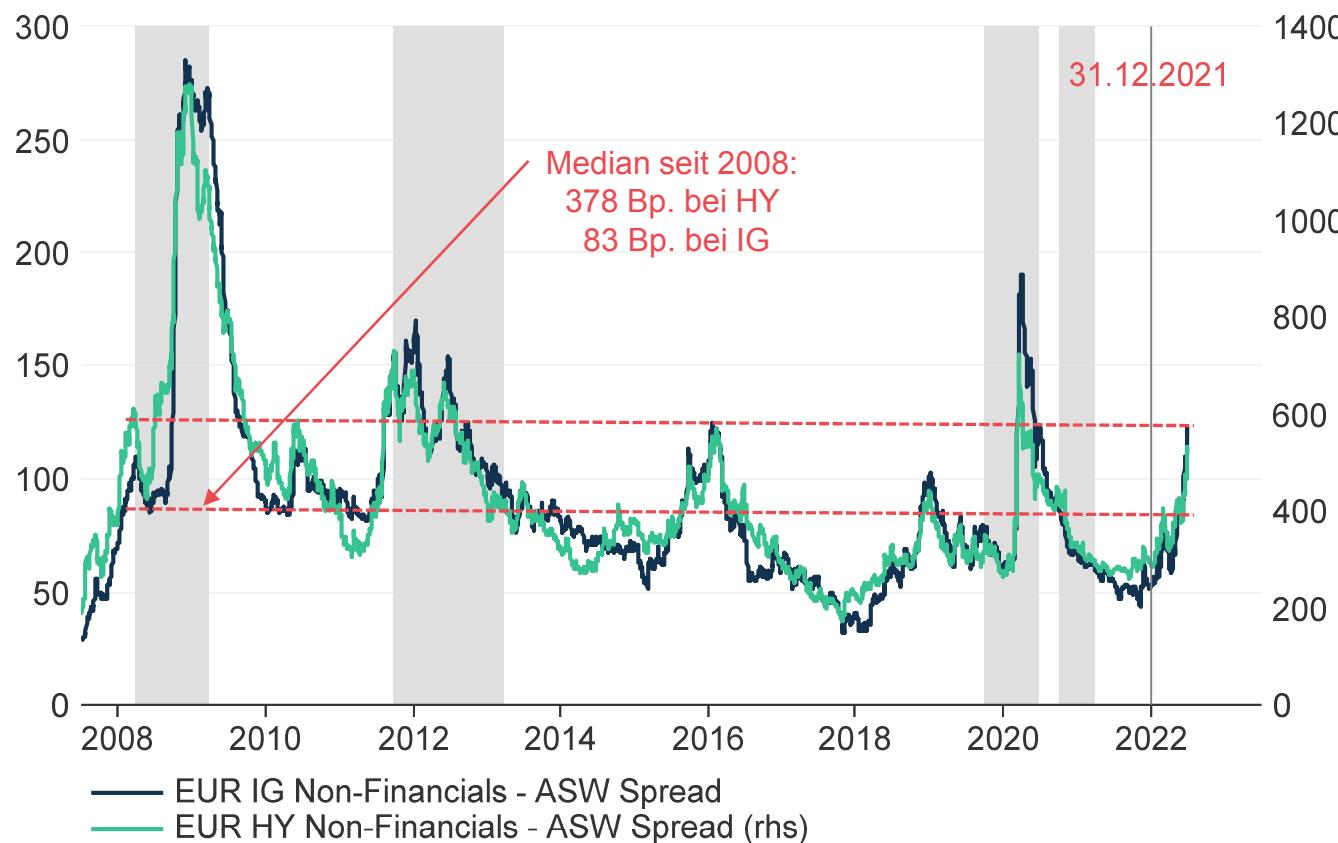
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
[matthias.schell@LBBW.de](mailto:matthias.schell@LBBW.de)

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

# Risiko-Spreads nahe am Hoch von 2016

## Investmentgrade- u. High-Yield-Spreads

Asset Swap Spreads für Unternehmensanleihen-Indizes in Basispunkten

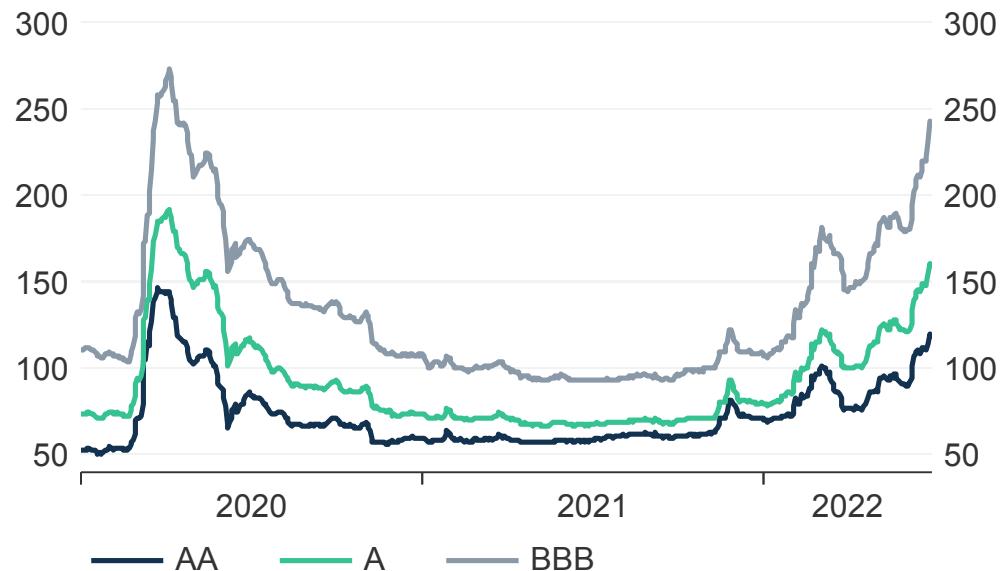


- Seit Jahresanfang 2022 sind die Risiko-Spreads von niedrigen Niveaus aus stark angestiegen und notieren deutlich über dem längerfristigen Median (hier seit 2008).
- Insofern bestünde mittelfristig Potenzial für Spread-Einengungen, falls sich die Probleme rund um Lieferketten, Inflation und Russland-Ukraine-Krieg beruhigen sollten.
- Für Risiko-Szenarien wie einem Gaslieferstopp bzw. einer Stagflation oder Rezession wäre mit weiteren deutlichen Spread-Anstiegen über die Hochs von 2016 zu rechnen.

# Spreads in allen Ratingkategorien auf Jahres-Hoch

## Investmentgrade-Spreads

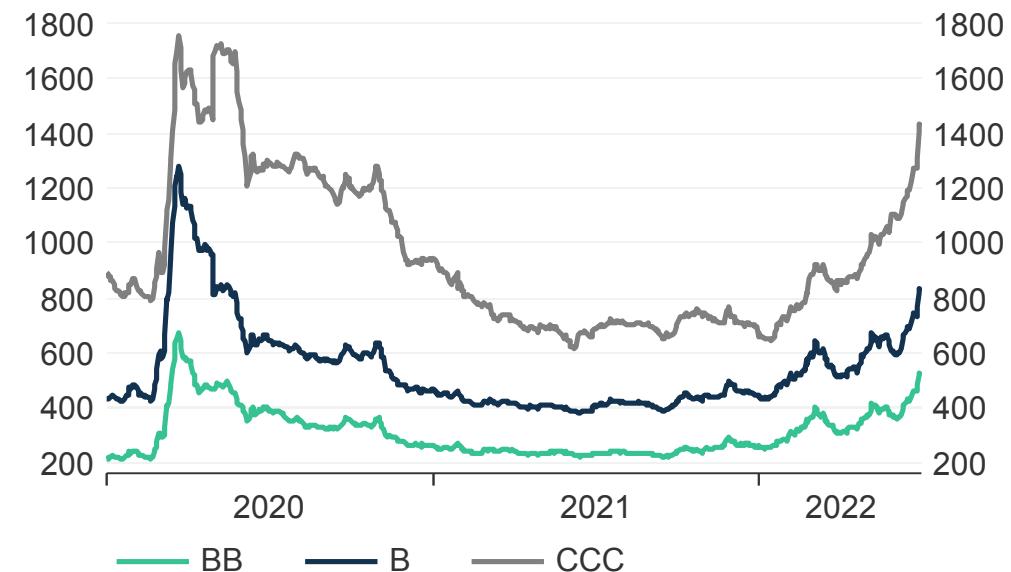
Corporates-Index EN00, Bundspreads in Bp.



- Seit Jahresanfang sind die Risiko-Spreads in allen Ratingkategorien stark angestiegen und haben zum Ende des 1. Halbjahrs neue Jahres-Höhe erreicht.
- In manchen Ratingkategorien (z.B. BBB) liegt sogar das Corona-Hoch von 2020 in greifbarer Nähe.

## High-Yield-Spreads

Corporates-Index HE00, Bundspreads in Bp.

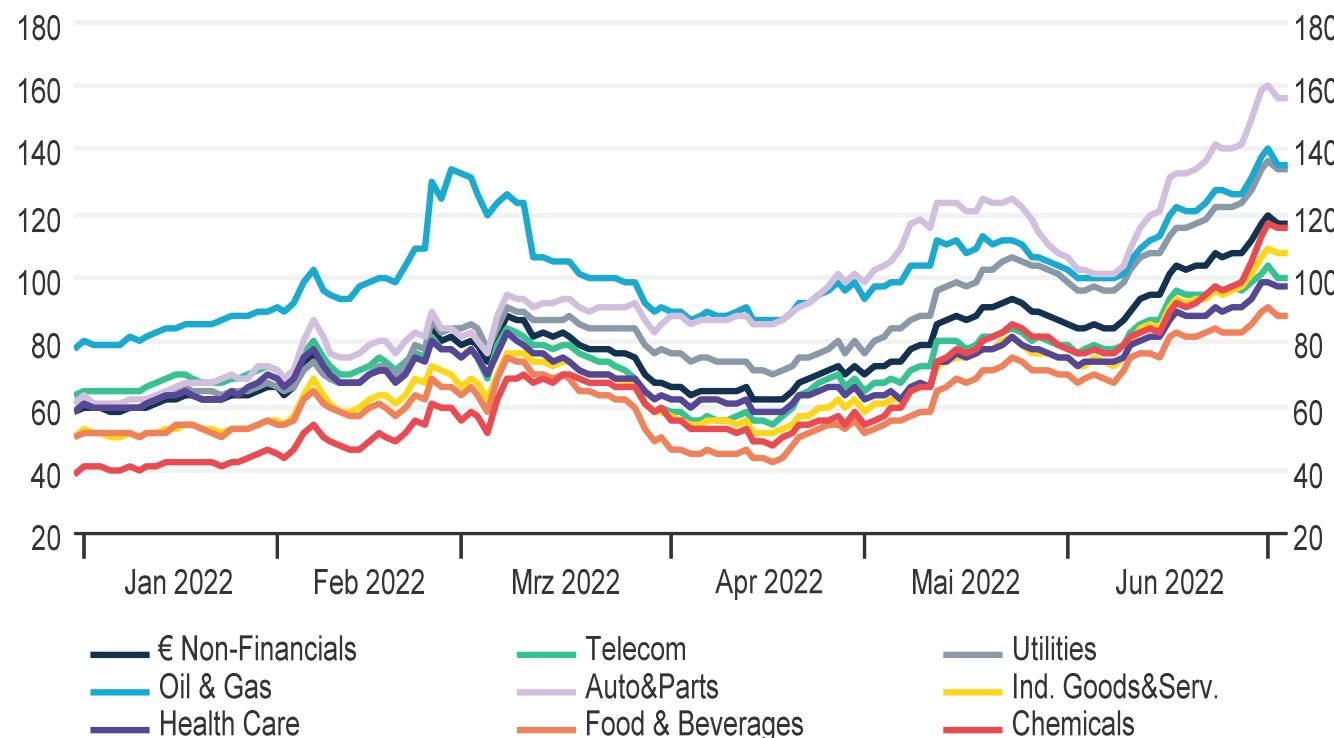


- Bei prozentualer Betrachtung stiegen die High-Yield-Spreads weniger stark an als die Investmentgrade-Spreads, während die absoluten Spread-Ausweiterungen im HY-Segment erwartungsgemäß deutlich stärker ausfielen.

# Alle Sektoren vom Spread-Anstieg betroffen

## ASW Spreads nach Sektoren

Investmentgrade-Indizes, Spreads in Bp.

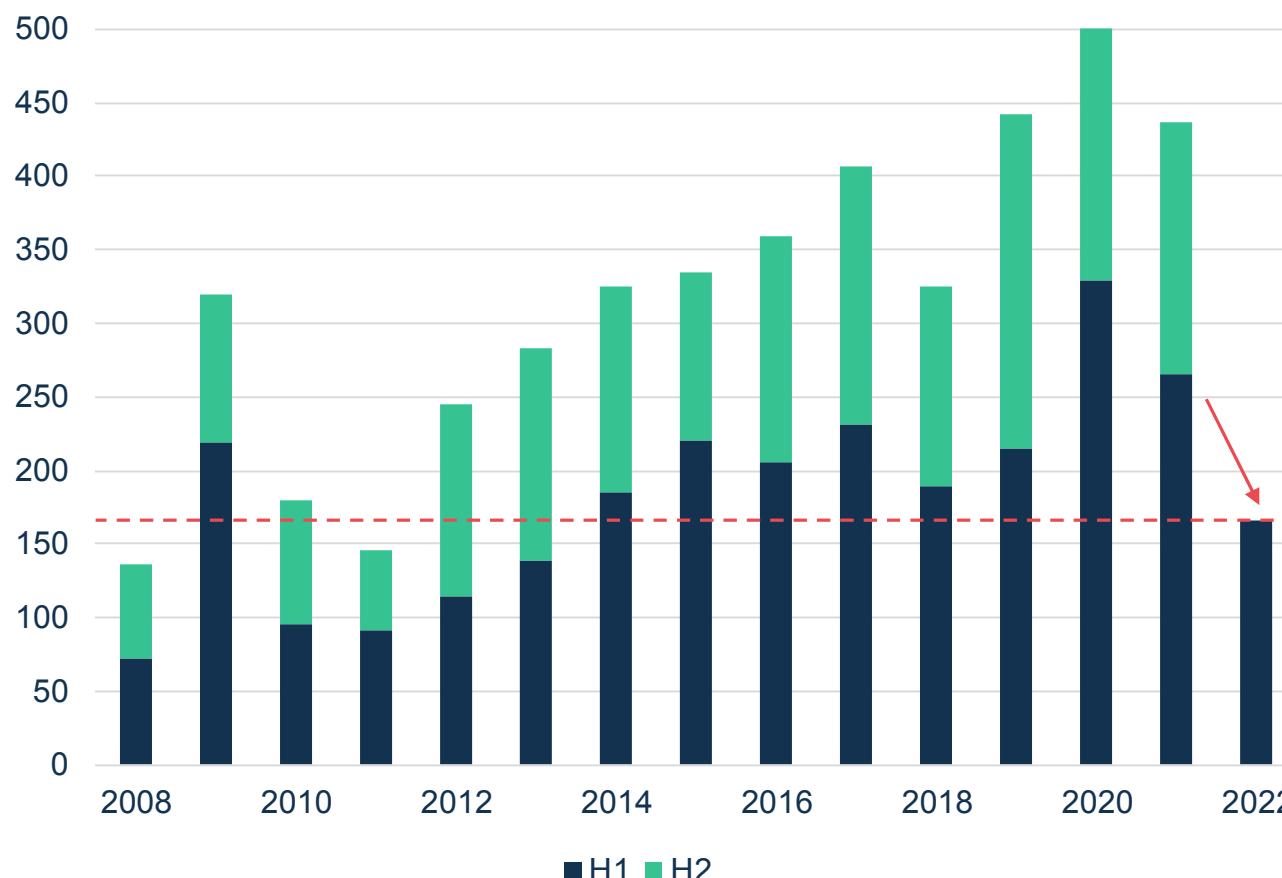


- Der Sektor Oil & Gas wurde bis zum 11. März 2022 durch die Gazprom-Bonds verzerrt. Seitdem wurden diese aufgrund des Länderrisikos Russland nicht mehr in die Bewertung der iBoxx-Indizes einbezogen.
- Der Auto-Sektor musste gegenüber dem Jahresanfang die größten Spread-Ausweitungen verzeichnen. Die Risiko-Spreads liegen dadurch wieder über denen des Sektors Oil & Gas.
- Die Entwicklung seit Jahresanfang zeigt, dass alle Sektoren von Spread-Anstiegen betroffen waren.

# Unternehmen begeben weniger Neuemissionen

## EUR-Neuemissionen von Corporate Bonds

Volumen nach Halbjahren, in Mrd. Euro

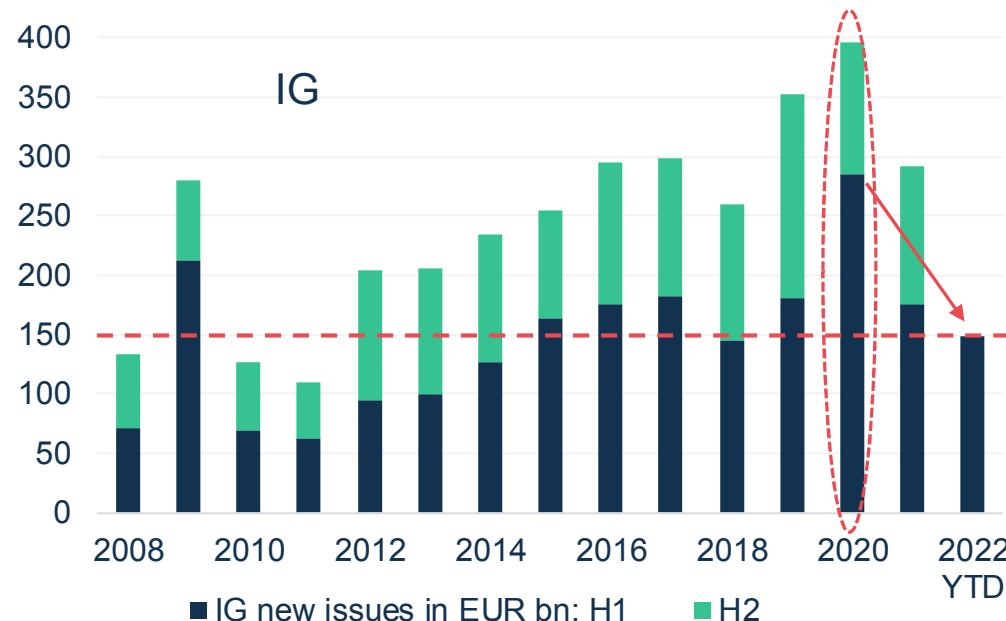


- Im 1. Halbjahr 2022 begaben die Unternehmen 166,2 Mrd. Euro an neuen EUR-Anleihen (-37% ggü. dem starken Vorjahreszeitraum).
- Damit fiel das Volumen geringer aus als in den Vorjahren – H1/2022 war das schwächste 1. Halbjahr seit 2014.
- Auch im 2. Halbjahr dürften ein schwieriges Marktumfeld mit hohen Spread-Aufschlägen und stark angestiegenen Renditen für Zurückhaltung bei den Unternehmen sorgen.
- Seitens der Investoren bieten sich mittelfristig gute Rendite-Chancen bei den Neuemissionen, während andererseits Rezessionsrisiken die Nachfrage und die Performance zunächst weiter belasten können.

# High Yield hatte im Vorjahr gut vorgesorgt

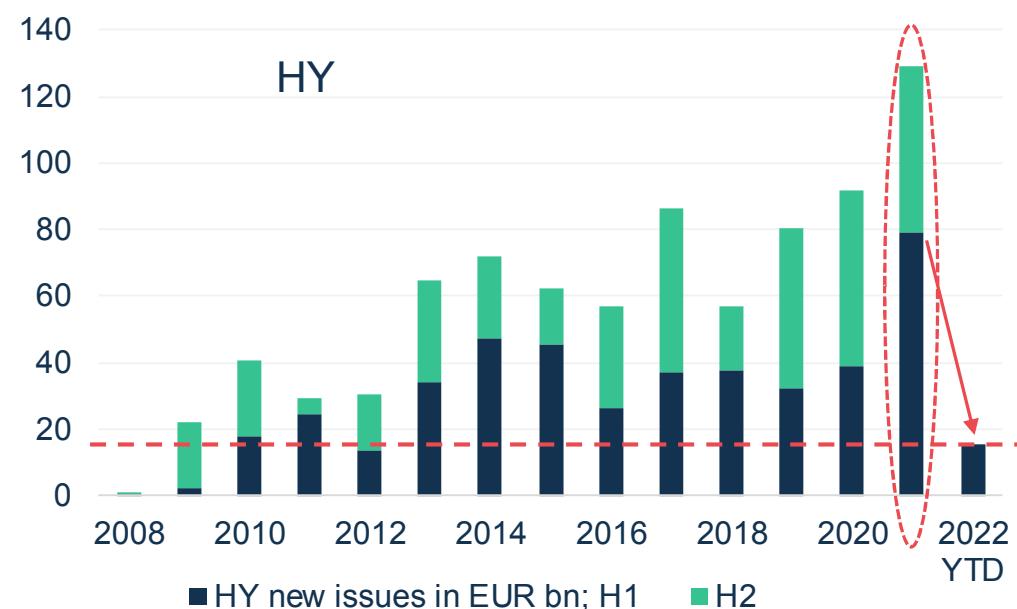
## Investmentgrade-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



## High-Yield-Neuemissionen

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



- Die IG-Unternehmen begaben in H1/2021 EUR-Anleihen im Volumen von knapp 150 Mrd. Euro (-15% yoy).
- Im Rekordjahr 2020 hatten die Unternehmen aufgrund der Corona-Krise hohe Cash-Bestände aufgebaut, so dass der Rückgang eher als Normalisierung erscheint.

- Im HY-Segment gab es einen Einbruch um 80% yoy, allerdings war H1/2021 ein auffälliges Rekord-Halbjahr.
- Die HY-Unternehmen nutzten das niedrige Rendite-Niveau und die hohe Investoren-Nachfrage in den Vorjahren zur günstigen Refinanzierung. Für HY-Unternehmen mit hohem akuten Refinanzierungsbedarf dürfte es nun deutlich schwieriger und teurer werden.

Quellen: IGM, Bloomberg, LBBW Research

# 06

## Aktien im Bärenmarkt



Frank Klumpp, CFA  
Equity Strategist  
Tel: +49(711)127-75894  
[frank.klumpp@LBBW.de](mailto:frank.klumpp@LBBW.de)

# Fast synchron abwärts wegen Krieg, Inflation und Rezessionssorgen

## Aktienindizes international 2022

indexiert, 01.01.2022=100



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Im ersten Halbjahr entwickelten sich die Aktienmärkte sehr schwach. Anfangs tendierten US-Aktien am schwächsten, weil dort Wachstumstitel am höchsten gewichtet sind.
- Nach dem kriegsbedingten Ausverkauf flüchteten Anleger in vom Kriegsgeschehen entferntere Regionen, weshalb u.a. US-Titel wieder aufholten.
- Im zweiten Quartal fielen die globalen Märkte wieder in ihr voriges Muster zurück: Wachstumstitel und US-Märkte gleichermaßen unter Druck.
- Der Nikkei 225 hielt sich bei alledem vergleichsweise gut. Allerdings müssen internationale Investoren bei ihren Japan-Investments Währungsverluste kompensieren.

# Value vs. Growth: Bewertungsschere weiter geöffnet

Jahrelang profitierten Wachstumstitel von einer lockeren Geldpolitik und von einem Trend sinkender Renditen.

Die auch als „Long-Duration“-Assets geltenden Wachstums-werte leiden nun unter steigenden Renditeniveaus.

Relative Stärke Value vs. Growth MSCI World



Bewertung Value vs. Growth



Die Bewertungsschere zwischen Wachstums- und Value-Titeln auf Basis der Daten zum US-Markt hat sich etwas geschlossen. Trotzdem beträgt in den USA der Aufschlag zu „Value“ noch nahezu 40%.

→ weiteres Korrekturpotenzial

# Niedrige Bewertungen fußen wohl auf zu hohen Gewinnerwartungen



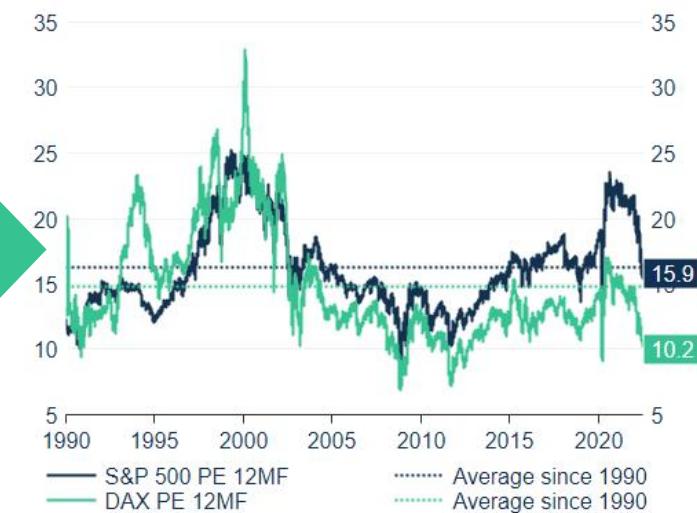
DAX-Gewinn in Indexpunkten



Die Kursverluste von jeweils rund 20% im ersten Halbjahr waren vor allem auf Bewertungs-Kontraktionen zurückzuführen, sowohl beim DAX also auch beim S&P 500.

Inzwischen liegt beim DAX das KGV auf Basis von 12-Monats-Forward-Gewinnen auf dem langjährigen Durchschnitt:

KGV DAX und S&P 500



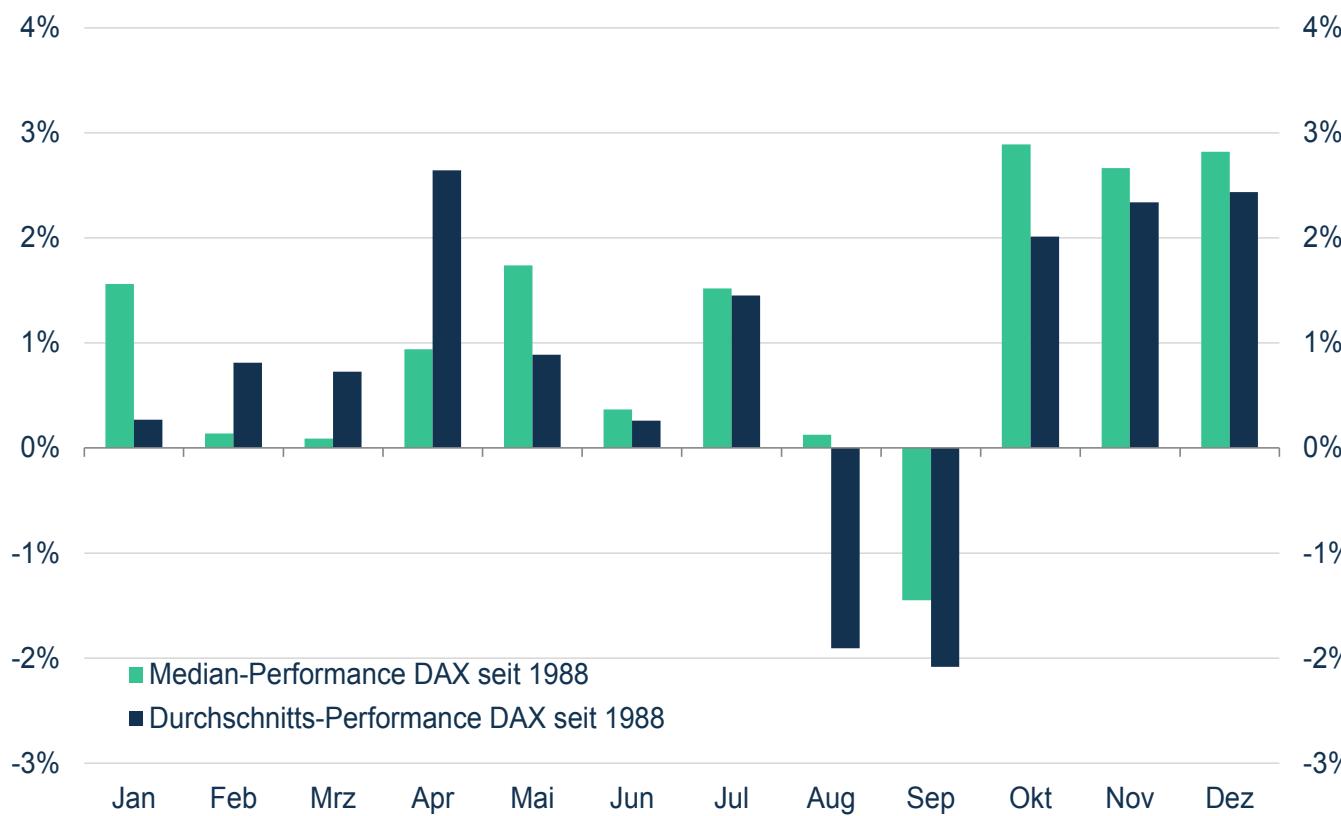
Wenn man auf die günstigen KGVs des DAX blickt, könnte man den Eindruck gewinnen, ein Rezessionsszenario sei bereits „eingepreist“. Allerdings wurden die Gewinnschätzungen noch nicht entsprechend revidiert, im Gegenteil.

Im bisherigen Jahresverlauf tendierten diese weiter aufwärts, weil die Unternehmen bis dato gut mit den Herausforderungen umgehen konnten. Hier besteht durchaus Korrekturpotenzial. Vor diesem Hintergrund wird die nun anstehende Berichtssaison mit Spannung erwartet.

# Saisonale Schwäche ab August – schwaches Halbjahr eine Bürde

## Saisonalität DAX

Monatsperformance seit 1988



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

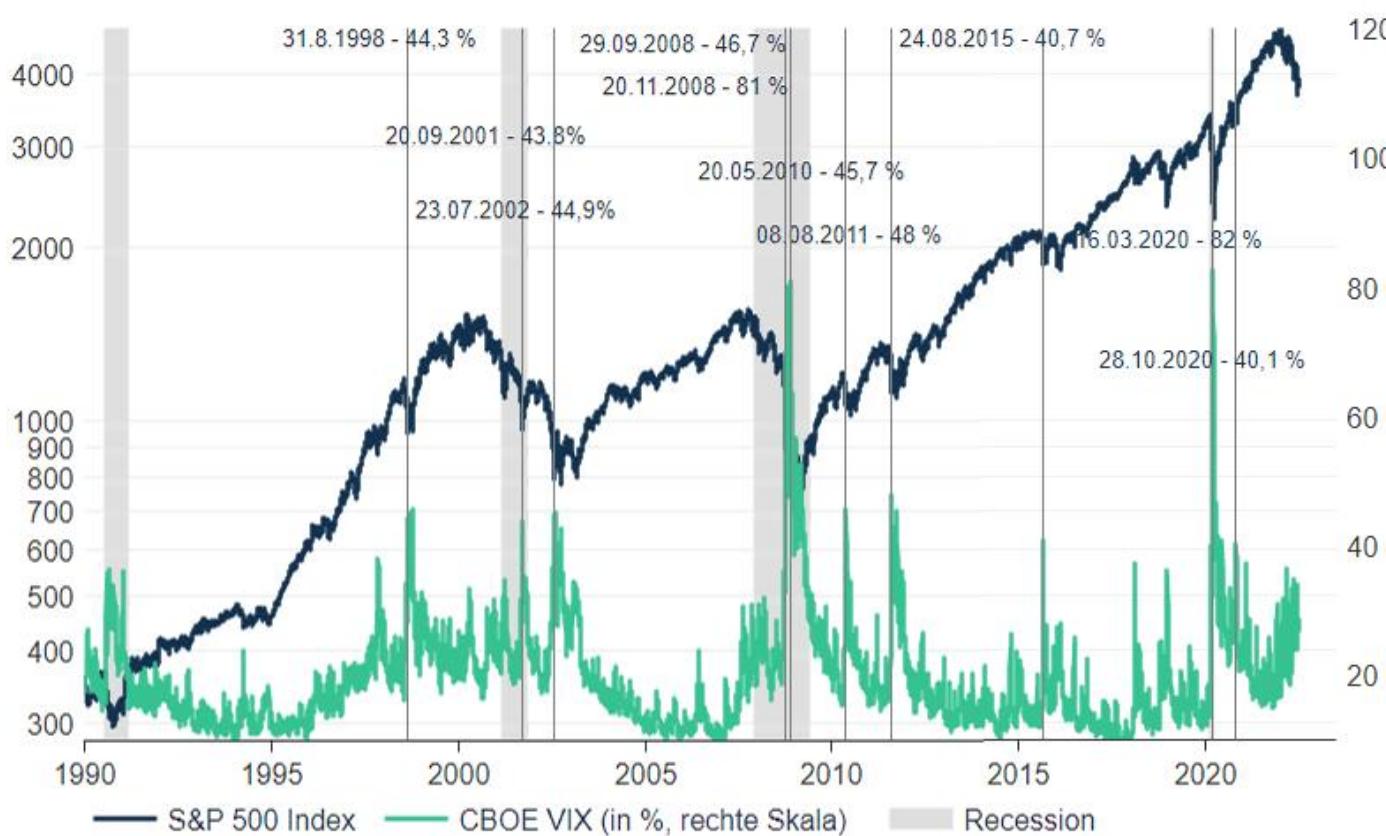
- Vor den saisonal schwächsten Monaten August und September macht der Juli zumindest etwas Hoffnung, der ein positives saisonales Muster aufweist.
- Mit Blick auf das Jahresende gilt allerdings: Ein schwaches erstes Halbjahr ist eine Bürde für den verbleibenden Jahresverlauf.
- So entwickelte sich der deutsche Leitindex nur in der Hälfte der Fälle bis zum Jahresende positiv, wenn das erste Halbjahr Verluste brachte.

DAX-Performance in den Perioden	Juli bis Dezember (H2)			
	+	-		
Januar bis Juni (H1)	+	17 71%	7 29%	24
	-	5 50%	5 50%	10
		22 65%	12 35%	34

# Noch keine „echte“ Kapitulation mit finalem Ausverkauf

## CBOE VIX

„Angstbarometer“ für den US-Aktienmarkt

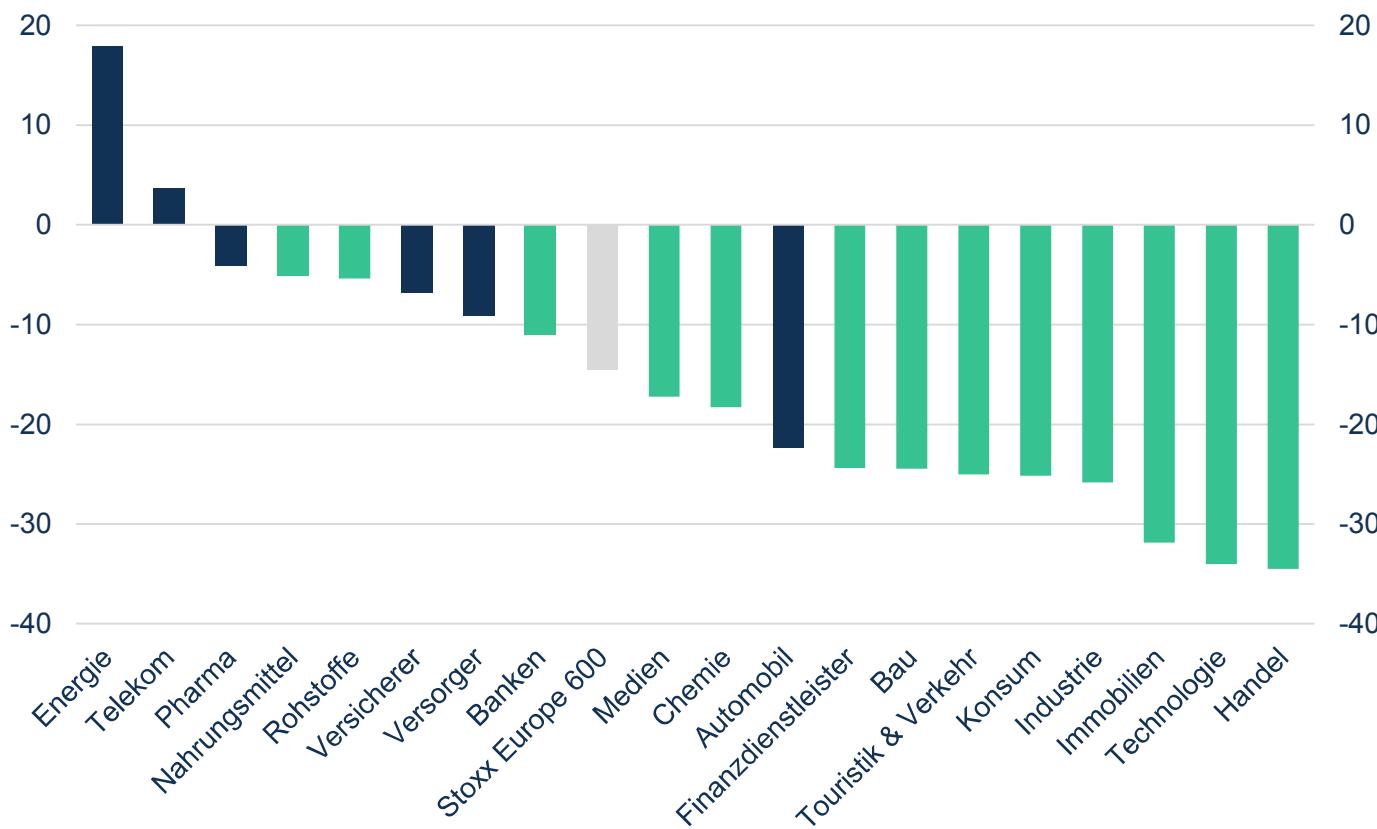


- Für eine echte Bodenbildung fehlen u.E. Kapitulationssignale, wenn das Gros der Anleger buchstäblich das Handtuch wirft und sich maximal von Aktieninvestments distanziert.
- Dies lässt sich etwa an einem VIX-Niveau von mehr als 40% ablesen, wie sie in den Ausverkaufsphasen der vergangenen Bärenmärkte der jüngeren Vergangenheit (2000-2002, 2008-2009, 2020) zu beobachten waren.
- Im laufenden Jahr belief sich der maximale Wert auf 36,5 % (per 7. März, Tagesdaten); zuletzt lag der VIX unter 30 % p.a.

# Nur noch Energie und Telekom mit Pluszeichen

## Branchenperformance Stoxx 2022

Total Return in %



- Die einzigen beiden Stoxx-Sektoren, die im laufenden Jahr bis dato im Plus liegen, sind Energie (Öl & Gas) und Telekommunikation.
- Schlusslichter sind Immobilien, Technologie und Handel.
- Insgesamt leiden konjunktursensitive Branchen wie Konsum, Industrie und Bau, die überbewerteten Tech-Titel sowie jene, die steigende Zinsen bzw. Refinanzierungskosten besonders treffen (Immobilien).
- Unsere derzeitigen Branchen-Empfehlungen sind Energie, Telekom, Pharma, Versicherer, Versorger und Automobile.

# 07

Prognosen und  
Asset Allokation:

Gasstopp Risiko Nr. 1



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

# Prognosen und Asset Allokation

Dem Negativszenario eines Stopps der Gaslieferungen aus Russland sind wir in den vergangenen Wochen deutlich nähergekommen. Die Gaslieferungen wurden seitens Russland stark reduziert. Ein vollständiger Gasliefererstopp ist zu befürchten. Damit ist eine Rezession in Deutschland und im Euroraum wohl nur noch einen Wimpernschlag entfernt.

Gleichzeitig lässt der Inflationsdruck noch immer nicht nach. Im Euroraum stieg die Inflationsrate im Juni auf 8,6%. Der Druck auf die Notenbanken, entschieden gegenzusteuern, bleibt hoch.

Vor dem Hintergrund der negativen Entwicklungen der vergangenen Wochen (Einbruch bei den Gaslieferungen und neue Höchststände bei der Inflation) haben wir unsere Konjunkturprognosen im Hauptszenario erneut deutlich reduziert und stehen jetzt nur noch kurz vor der Prognose einer Rezession in Deutschland, Europa und den USA. Gleichzeitig haben wir die Eintrittswahrscheinlichkeit für unser Negativszenario wieder auf 40% erhöht und entsprechend die Wahrscheinlichkeit für unser Hauptszenario von 60% auf 50% reduziert.



Alles in allem bleibt die Belastung für die Konjunktur und für die Kapitalmärkte sehr hoch. Gerade die nächsten Wochen sind in Bezug auf die Gaslieferungen entscheidend. Bleibt es „nur“ bei reduzierten Gaslieferungen, oder werden diese dauerhaft und vollständig gestoppt?

Asset Allocation: Wir halten vor dem Hintergrund einer extremen Unsicherheiten an unserer taktisch vorsichtigen Haltung im Hinblick auf Risikoassets fest.

Hinweis: Erstmals zeigen wir in dieser Ausgabe des Kapitalmarktkompass auf unserer Asset Allocation-Übersicht die Assetklasse „Kasse“. Diese Position empfehlen wir aktuell, vor dem Hintergrund hoher Unsicherheiten, „überzugewichteten“.

# Zwei Wege in die Rezession (Prognosen für Deutschland)

## Weg Nr. 1: Ukraine-Krieg u. Stopp der Gaslieferungen

**Trigger:** Stopp der Gaslieferungen,  
Produktion in der Industrie sinkt

Inflation steigt aufgrund der Energiepreise,  
**EZB unterbricht Straffung, Fed hält Kurs**

**Stagflation** (Angebotsrückgang bei anhaltender  
Nachfrage)

BIP: 2022 0%	2023 -4,5%
Inflation: 2022 8%	2023 5,5%

**Assetmärkte:** „Save haven“-Reaktion stützt  
Staatsanleihen, Aktien bleiben schwach

## Weg Nr. 2: Inflation hartnäckiger, Notenbanken erhöhen Leitzinsen massiv

**Trigger:** Inflation überschreißt

**Notenbanken: aggressive Leitzinserhöhungen  
(inverse Zinskurve)**

„**Stabilisierungs**“-Rezession

BIP: 2022 1,2%	2023 -0,2%
Inflation: 2022 9,5%	2023 6,5%

**Assetmärkte:** Bund-Renditen steigen weiter, Aktien  
schwach bis Aussicht auf Rezessionsende

# 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 muss vor allem in den nächsten Wochen und Monaten gerechnet werden.
- Sollte das Gas weiter fließen und der Höhepunkt der Inflation im Sommer überschritten werden, sehen wir auf mittlere Sicht für Risikoassets wieder Potenzial.
- US-Dollar-Assets (US-Aktien, EM-Aktien, Rohstoffe und US-Treasuries) dürften, in Euro gerechnet, unter einem perspektivisch schwächeren US-Dollar leiden (enthaltene USD-Auswirkung auf 12M-Performance: -5,2%).

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

# LBBW-Prognosen

(Veränderungen seit Kapitalmarktkompass Juni)

		Konjunktur			
in %		2021	2022e	2023e	2024e
Deutschland	BIP	2,9	1,5	1,0	0,8
	Inflation	3,1	7,2	4,5	3,0
Euroraum	BIP	5,2	2,3	1,0	0,9
	Inflation	2,6	7,5	4,5	3,0
USA	BIP	5,7	2,5	1,0	0,8
	Inflation	4,7	7,5	4,0	2,7
China	BIP	8,1	3,4	4,0	4,0
	Inflation	0,9	2,8	2,3	2,5
Welt	BIP	5,8	3,2	2,9	2,9
	Inflation	3,7	5,4	3,3	2,8

Zinsen					
in %		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23
EZB Einlagesatz	-0,50	0,25	+	1,00	+
Bund 10 Jahre	1,23	1,90	+	1,95	+
Fed Funds	1,75	3,00	+	3,75	+
Treasury 10 Jahre	2,90	3,60	+	3,70	+

Quelle: LBBW Research

Aktienmarkt								
in Punkten		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23			
DAX		12 813	12 500	-	13 500	-	14 500	-
Euro Stoxx 50		3 448	3 200	-	3 500	-	3 700	-
S&P 500		3 825	3 450	-	3 750	-	4 100	-
Nikkei 225		25 936	24 500	-	26 500	-	27 500	

Rohstoffe und Währungen								
		aktuell	30.09.22	31.12.22	30.06.23			
US-Dollar je Euro		1,04	1,06	1,08	1,10			
Franken je Euro		1,00	1,02	-	1,02	-	1,03	-
Gold (USD/Feinunze)		1808	1850	1850	1800			
Öl (Brent - USD/Barrel)		115	110	100	90			

Angehoben

Gesenkt

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Hauptszenario 50 % (zuvor 60%)

## 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	0,60	1,45
10 Jahre Bund	1,90	1,95
<b>Credits</b>		
Investment Grade	Spread ↘	Spread →
High Yield	Spread ↘	Spread →

## Entwicklungen

- **Kein Blitzkrieg / extreme Sanktions- und Kriegskosten:** Der Kreml realisiert, dass er die Ukraine nicht vollständig kontrollieren kann. Die Kosten einer Besatzung sind angesichts der Wirkung westlicher Sanktionen für Russland auf Dauer untragbar.
- **Waffenstillstand im weiteren Jahresverlauf:** 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“. Gaslieferungen Russlands in den Westen werden nicht 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 von nach wie vor niedrigen Renditen gestützt.

# Szenarien Konjunktur u. Märkte: Optimistisches Szenario 10 % (zuvor 10%)

## Prognosen

	30.09.2022	31.12.2022
<b>Aktien</b>		
DAX	15 000	16 500
Euro Stoxx 50	4 100	4 400
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	0,50	1,10
10 Jahre Bund	1,50	1,75
<b>Credits</b>		
Investment Grade	Spread ↓	Spread →
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 Hause.

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Risikoszenario 40 % (zuvor 30%)

## 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	0,45	0,10
10 Jahre Bund	0,70	-0,20
<b>Credits</b>		
Investment Grade	Spread 	Spread 
High Yield		

## Entwicklungen

- Der Krieg in der Ukraine findet kein Ende und eskaliert zusehends. Putin strebt eine Neuauflage der Sowjetunion an, der Westen weitet seine Unterstützung für die Ukraine aus.
- Die Energielieferungen von Russland nach Europa werden unterbrochen. Je früher dies geschieht, desto gravierender sind die Auswirkungen auf Konjunktur und Inflation. Falls schneller Ersatz für Erdöl und Erdgas nicht zu beschaffen ist, kommt es zu Versorgungsengpässen und einem starken Preisniveauanstieg. Die Inflation beschleunigt sich weiter; die Produktion fällt.
- Stagflation wie in den 1970er Jahren: Die hohe Inflation muss von den Zentralbanken ungeachtet eines langsameren BIP-Wachstums mit zunehmend höheren Leitzinsen bekämpft werden. Die Zinsanhebungen führen zu einer Stabilisierungsrezession.
- Krieg und Stagflation können gleichzeitig auftreten, müssen dies aber nicht tun.
- Am langen Ende sinken die Renditen Mitte 2022 wieder aufgrund der Konjunkturerwartungen und der Erwartungen auf eine später wieder lockere Geldpolitik. Diese Erwartungen zusammen mit einer Flucht aus Risikoassets sorgt ungeachtet einer zunächst hohen Inflation für fallende Renditen am Markt für Staatsanleihen guter Bonität. Die Aktienkurse geben deutlich nach. Einen möglichen Halt könnten die Buchwerte liefern. Beim DAX liegt der aggregierte Buchwert derzeit bei knapp 9.000 Punkten.

# 08

Anhang:

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

**Publikationsübersicht**

# Devisenmärkte im Überblick – Hauptwährungen

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURUSD	1,04	1,08	1,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Spekulationen auf mehrere EZB-Zinsschritte größeren Ausmaßes nehmen zu.</li> <li>▪ Der US-Dollar profitiert noch von seiner Rolle als „sicherer Hafen“.</li> <li>▪ Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet.</li> </ul>
EURJPY	142	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 tendenziell unter Druck halten.</li> <li>▪ Vorerst steht nach der starken jüngsten Yen-Abwertung und mit Blick auf die steigende Rezessionsgefahr in Europa aber wohl erst einmal eine Konsolidierung an.</li> </ul>
EURGBP	0,86	0,81	0,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Spekulationen auf mehrere EZB-Zinsschritte größeren Ausmaßes nehmen zu.</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	1,00	1,02	1,03	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SNB hat Zinswende eingeleitet und begrüßt nun sogar eine gewisse Frankenstärke zur Eindämmung der Inflation.</li> <li>▪ Franken gemäß Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.</li> <li>▪ Zinsvorteil des Euro dürfte bestehen bleiben.</li> </ul>
EURCNY	6,99	7,25	7,20	<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>▪ Hinzu kommen Probleme in Chinas Immobiliensektor.</li> <li>▪ Die Unterstützung Chinas für das Putin-Regime und der zunehmende Konflikt mit dem „Westen“ könnte Investoren von CNY-Engagements abschrecken.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURBRL	5,56	6,30	6,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Im zweiten Quartal deutet sich eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums an, da die restriktive Geldpolitik Brasiliens mit einem Leitzinssatz von 13,75 % bremszt.</li> <li>▪ Im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im Oktober 2022 halten sich Investoren zurück, da der linksgerichtete Herausforderer die Umfragen anführt.</li> </ul>
EURHUF	400	380	375	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durch das Disziplinarverfahren, welches die EU gegen Ungarn eingeleitet hatte, droht eine Kürzung der EU-Mittel, was den Forint zuletzt belastet hat.</li> <li>▪ Bereits im ersten Quartal 2022 wuchs die ungarische Wirtschaft um 8,2 % und wird auch für das Gesamtjahr deutlich über dem Wachstum in der EU liegen.</li> </ul>
EURMXN	21,19	22,50	23,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Trotz des Maßnahmenpaketes der Regierung droht die mexikanische Inflationsrate, welche im Mai 7,65 % erreichte, weiter anzusteigen.</li> <li>▪ Der Inflationsanstieg macht weitere Leitzinsanhebungen erforderlich, welche ein Abbremsen des ohnehin schwache Wachstums erwarten lässt.</li> </ul>
EURPLN	4,70	4,65	4,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Das fulminante Wachstum von 8,5 % im ersten Quartal droht sich abzuschwächen, weshalb die Regierung umfangreiche Konjunkturprogramme in Gang setzte.</li> <li>▪ Die restriktive Notenbankpolitik, welche zu einem Leitzinssatz von 6,00 % geführt hat, soll den Inflationsanstieg der zuletzt 13,9 % erreichte, eindämmen.</li> </ul>
EURRON	4,95	5,08	5,14	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Im ersten Quartal überraschte das Wachstum mit 6,5 % und könnte es der Regierung ermöglichen, das Haushaltsdefizit auf unter 6 % zu begrenzen.</li> <li>▪ Die Stabilität des Leu ist für die Notenbank entscheidend, damit die Inflationsrate, welche im Mai 14,49 % erreichte, nicht zusätzlich an Dynamik gewinnt.</li> </ul>

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURRUB	56,33	75,00	90,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hohe Exporterlöse aus dem Verkauf von Öl und Gas in Rubel führen zu einem Leistungsbilanzüberschuss, welcher den Kurs des Rubels aktuell bestimmt.</li> <li>▪ Russland konnte sanktionsbedingt Zinszahlungen auf Anleihen in US-Dollar nicht erbringen und gilt damit zum ersten Mal seit 1918 als zahlungsunfähig.</li> </ul>
EURTRY	17,56	21,00	22,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Insbesondere der Anstieg von Energie- und Lebensmittelpreisen hat die Inflationsrate im Mai auf 73,5 % ansteigen lassen. Da die Türkei Nettoimporteur von Energie ist, hat die Schwäche der Lira diesen Trend verstärkt.</li> <li>▪ Vom Anstieg des globalen Zinsniveaus wird die Lira besonders betroffen sein.</li> </ul>
EURZAR	17,07	18,50	18,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Trotz der positiven Wirtschaftsentwicklung im ersten Quartal, welche sich positiv auf die Staatsfinanzen auswirkt, steigt die Schuldenquote in den nächsten Jahren auf über 90 % und macht die Währung bei einem globalen Zinsanstieg anfällig.</li> <li>▪ Der Inflationsanstieg wird die Notenbank zu einer weiteren Straffung zwingen.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.07.2022, 11:05 Uhr

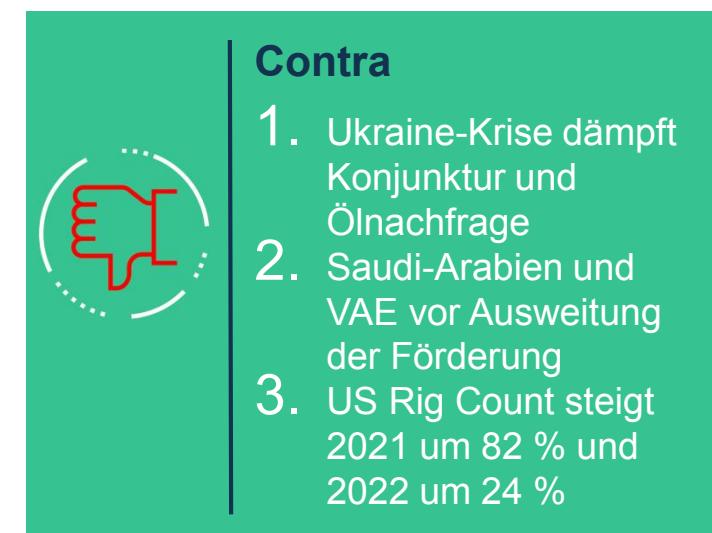
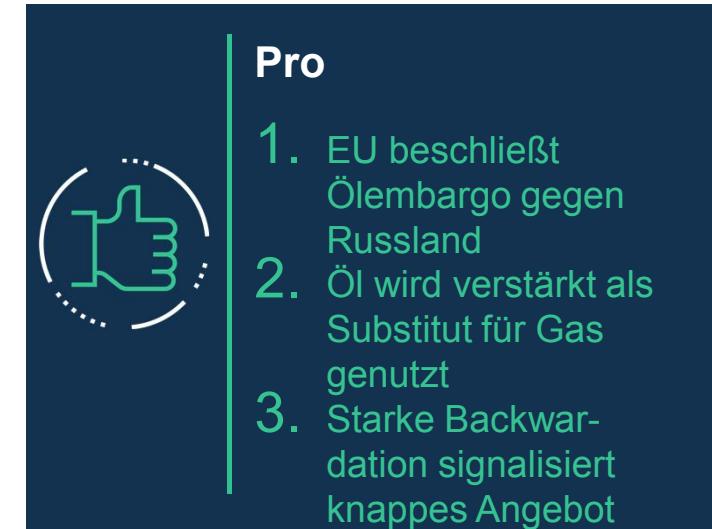
# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 22	Progn. Q2 23	Einschätzung
EURAUD	1,52	1,47	1,48	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Notenbank setzte die Straffung ihrer Geldpolitik mit einer Leitzinsanhebung auf 0,85 % weiter fort und signalisierte für die kommenden Monate weiter Schritte.</li> <li>▪ Durch die Aufhebung der Lockdowns in China wird Australien wieder stärker vom Rohstoffexport profitieren und damit weiter eine positive Handelsbilanz aufweisen.</li> </ul>
EURCAD	1,34	1,35	1,36	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kanadas Wirtschaftswachstum lag im ersten Quartal bei 3,1 % und auch im zweiten Quartal stärken der private Konsum und die Exporte das Wachstum.</li> <li>▪ Die Notenbank zeigte sich zuletzt sehr entschlossen, den Leitzinssatz weiter anzuheben, was den Renditevorteil zum Euro weiter ausdehnen sollte.</li> </ul>
EURCZK	24,75	25,80	26,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vor dem am 1. Juli vollzogenen Wechsel an der Notenbankspitze hob die Notenbank im Juni den Leitzinssatz um 125 Basispunkte auf 7,00 % an.</li> <li>▪ Mit der Neubesetzung des Entscheidungsgremiums der Notenbank fürchten Anleger künftig eine weniger restriktive Ausrichtung der Notenbankpolitik.</li> </ul>
EURNOK	10,33	9,40	9,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Sorge vor einer Abkühlung der Weltkonjunktur hat die norwegische Krone, welche eine sehr zyklische Währung ist, belastet.</li> <li>▪ Norwegens Notenbank kündigte an, den Leitzinssatz schneller und auch deutlicher als bisher kommuniziert anzuheben.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.07.2022, 11:05 Uhr

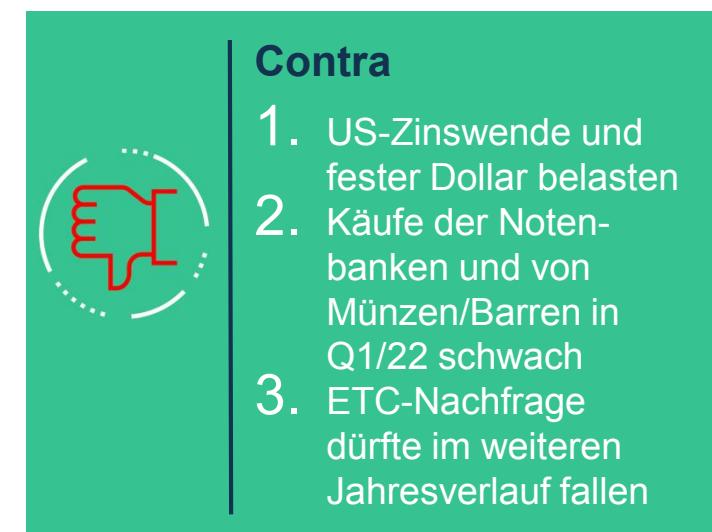
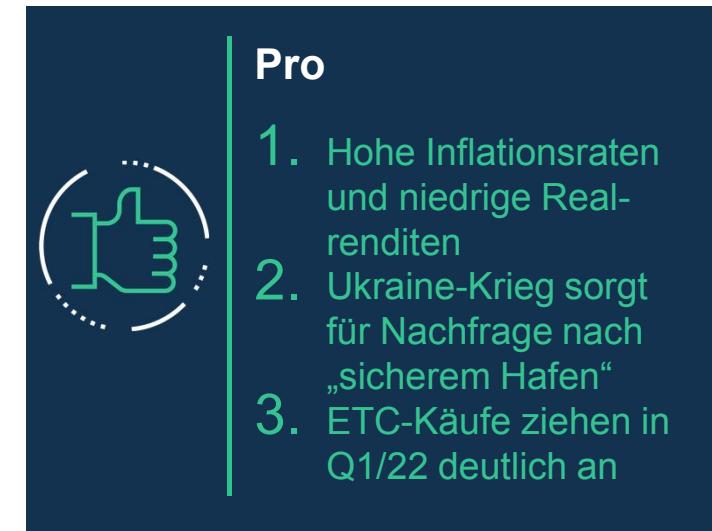
# Ukraine-Krieg hält Öl auf hohem Niveau!

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



# US-Zinswende und starker US-Dollar belasten Gold

**Goldpreis mit Prognose**  
in US-Dollar je Feinunze



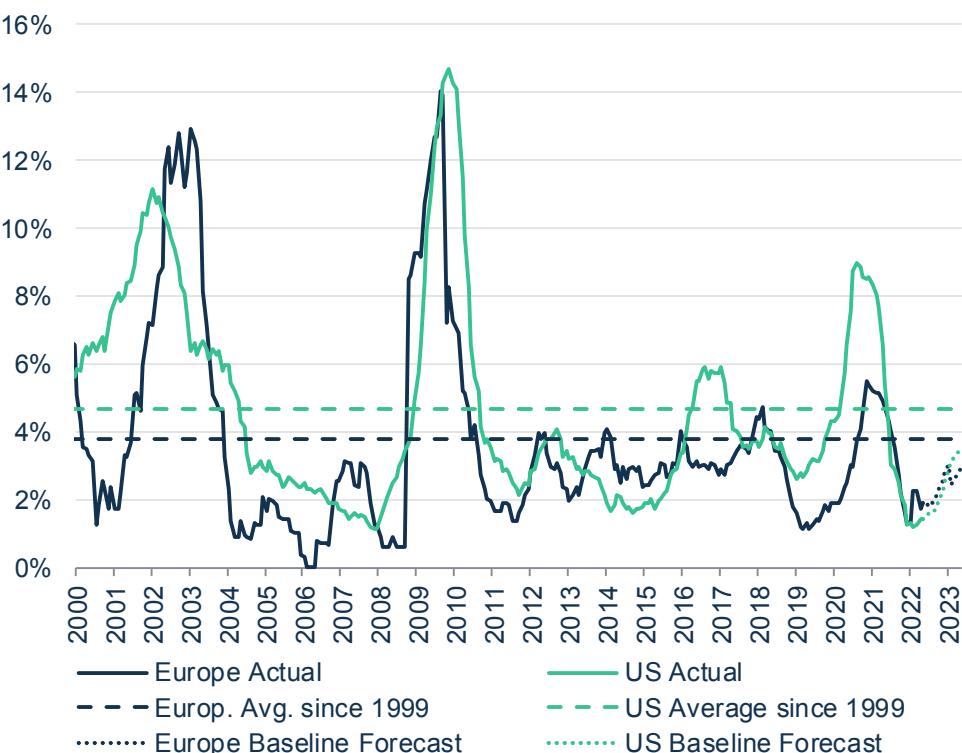
Quelle: LBBW Research

# Spreadprognosen und Ausfallraten

## Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview		Forecast
	Current Bund Spread	31.12.2022
Euro Non-Financial Index	199	↗
Euro Unsubordinated Financial Index	188	↗
Euro High Yield Index	601	↗
Euro Lower Tier 2 Index	275	↗
Euro Pfandbrief Index	76	⇒
Euro Covered Bond Index	80	⇒
1-10 Year Euro Government Index	49	⇒
Euro Quasi-Government Index	78	⇒
Emerging Markets Corporate Plus Index	520	⇒

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



# Renditekurven EUR Sovereigns

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
30.06.2022	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	0,38	0,77	0,98	1,12	1,22	1,29	1,35	1,41	1,47	1,53	1,77	1,79	1,73	1,71
France	0,38	0,90	1,20	1,38	1,52	1,64	1,75	1,86	1,97	2,07	2,42	2,55	2,60	2,68
Italy	0,80	1,56	2,00	2,31	2,57	2,80	3,01	3,20	3,35	3,47	3,73	3,76	3,77	3,81
Spain	0,58	1,18	1,50	1,72	1,89	2,04	2,19	2,34	2,48	2,61	2,97	3,09	3,19	3,38
Netherlands	0,24	0,80	1,13	1,32	1,43	1,52	1,61	1,69	1,76	1,83	2,07	2,16	2,12	2,00
Austria	0,41	0,87	1,15	1,37	1,54	1,70	1,83	1,95	2,06	2,14	2,38	2,41	2,43	2,50
Belgium	0,48	0,96	1,18	1,34	1,47	1,61	1,74	1,87	1,99	2,11	2,56	2,75	2,79	2,76
Ireland	0,60	0,98	1,16	1,31	1,47	1,62	1,75	1,88	1,99	2,09	2,39	2,52	-	-
Portugal	0,63	1,11	1,40	1,59	1,76	1,92	2,08	2,24	2,38	2,51	2,90	3,05	3,16	3,27
Finland	0,42	0,85	1,12	1,33	1,50	1,63	1,75	1,86	1,96	2,04	2,31	2,39	2,34	2,23
EUR Swap in %	0,94	1,55	1,75	1,88	1,99	2,08	2,15	2,22	2,28	2,35	2,51	2,41	2,26	2,12

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,1%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Non-Financials

**Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit**  
in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
Rating	Maturity in Years (Call-Date)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	0,74	1,38	1,75	2,01	2,22	2,39	2,53	2,65	2,76	2,86
AA-	1,02	1,60	1,94	2,18	2,36	2,51	2,64	2,75	2,85	2,94
A+	1,15	1,74	2,08	2,32	2,51	2,66	2,79	2,91	3,01	3,10
A	1,20	1,84	2,22	2,49	2,69	2,86	3,01	3,13	3,24	3,34
A-	1,34	1,93	2,27	2,52	2,70	2,90	3,05	3,17	3,29	3,39
BBB+	1,47	2,12	2,51	2,78	2,99	3,17	3,31	3,44	3,55	3,65
BBB	1,66	2,33	2,73	3,00	3,22	3,40	3,55	3,67	3,79	3,89
BBB-	2,23	3,02	3,48	3,80	4,06	4,26	4,44	4,59	4,73	4,85
BB+	3,73	4,72	5,30	5,71	6,02	6,28	6,50	6,70	6,86	7,01
BB	4,66	5,65	6,24	6,65	6,97	7,23	7,45	7,64	7,81	7,96
BB-	5,50	6,34	6,83	7,18	7,45	7,67	7,85	8,01	8,16	8,28
B+	6,33	7,35	7,95	8,38	8,71	8,97	9,20	9,40	9,57	9,73
B	9,50	9,27	9,14	9,04	8,97	8,91	8,86	8,81	8,77	8,74
B-	12,35	12,10	11,95	11,85	11,77	11,70	11,65	11,60	11,55	11,52
EUR Swap in %	0,94	1,55	1,75	1,88	1,99	2,08	2,15	2,22	2,28	2,35

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,1%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

**Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit**  
in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
Rating	Maturity in Years (Call-Date)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	1,23	1,87	2,25	2,51	2,72	2,89	3,03	3,15	3,26	3,36
AA-	1,26	1,91	2,29	2,56	2,77	2,94	3,08	3,21	3,32	3,42
A+	1,30	1,92	2,36	2,67	2,91	3,11	3,28	3,42	3,55	3,66
A	1,55	2,23	2,63	2,91	3,13	3,31	3,46	3,60	3,71	3,81
A-	1,56	2,34	2,80	3,12	3,37	3,58	3,75	3,90	4,03	4,15
BBB+	1,56	2,46	3,22	3,66	3,70	3,92	4,11	4,25	4,33	4,50
BBB	1,54	2,50	3,25	3,70	3,76	4,02	4,23	4,41	4,58	4,72
BBB-	1,76	2,74	3,32	3,73	4,04	4,30	4,52	4,71	4,88	5,03
EUR Swap in %	0,94	1,55	1,75	1,88	1,99	2,08	2,15	2,22	2,28	2,35

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,1%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covereds

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds												
30.06.2022 Country	Maturity (Call-Date)											
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
AU	1,02	1,39	1,60	1,76	2,02	2,33	2,20	-	-	-	2,48	
AT	1,14	1,41	1,67	1,88	2,01	2,06	2,18	2,22	2,34	-	2,48	
BE	1,16	1,55	1,75	1,88	2,03	2,13	2,25	2,29	2,41	-	-	
CA	1,14	1,33	1,72	1,87	2,05	2,16	2,25	2,25	2,36	2,41	-	
DK	0,93	1,52	-	-	-	2,43	2,20	-	2,29	-	-	
FI	1,04	1,48	1,56	1,85	2,03	2,17	2,20	2,39	-	2,43	-	
FR	1,00	1,34	1,58	1,75	1,92	2,04	2,16	2,24	2,32	2,38	2,45	
DE	1,04	1,45	1,70	1,86	1,99	2,09	2,18	2,25	2,32	2,40	2,48	
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
IE	-	-	1,61	-	-	-	-	-	-	-	-	
IT	1,04	1,50	1,77	2,07	2,07	2,32	2,31	2,23	2,52	2,81	2,83	
LU	-	-	-	1,86	1,99	-	-	-	-	-	-	
NL	1,08	1,41	1,73	1,89	2,08	2,10	2,24	2,33	2,37	2,46	2,43	
NZ	0,97	1,25	1,79	1,80	2,01	-	2,30	2,30	2,40	2,49	-	
NO	0,90	1,44	1,81	1,88	2,05	2,12	2,24	2,30	2,46	2,46	-	
PL	-	1,48	1,75	-	-	-	-	-	-	-	-	
PT	-	1,44	-	-	2,07	-	-	-	-	-	-	
SG	-	1,48	1,61	1,89	1,90	2,28	2,39	-	2,52	-	2,47	
ES	1,25	1,57	1,79	1,91	2,12	2,22	2,38	2,46	2,52	2,63	-	
SE	1,23	1,44	1,56	1,86	1,91	2,13	2,13	2,30	-	-	-	
CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
UK	1,08	1,42	1,71	1,93	2,06	2,06	2,21	-	-	-	2,50	
JP	1,07	-	-	1,98	1,98	-	2,23	-	-	-	-	
KR	1,25	-	1,77	-	2,06	2,25	2,40	2,28	2,42	-	-	
SK	-	1,72	1,87	2,00	2,16	-	2,40	-	-	-	-	
EUR Swap in %	0,94	1,55	1,75	1,88	1,99	2,08	2,15	2,22	2,28	2,35	2,40	

Wo gibt es 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 8,1%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
08.06.2022	EURTRY FX Flash: Währungsverfall und Dämpfer für die Wirtschaft drohen
08.06.2022	EURRUB FX Flash: Leistungsbilanzüberschuss treibt Rubel in die Höhe
08.06.2022	Strategy Alert Renten: EZB Kaufprogramm: Nettokäufe nähern sich planmäßig dem Endpunkt
09.06.2022	Strategy Alert Renten: EZB: Zögerliche Zäsur
10.06.2022	Blickpunkt Strategie: DLT als Basis der zukünftigen Struktur der Finanzmärkte?
10.06.2022	Blickpunkt Private Debt: Eine interessante Alternative
10.06.2022	Klartext: Die EZB braucht kein neues Instrument! - Der Versuch, Zinsen für Staatsanleihen zu deckeln ist gefährlich
13.06.2022	Blickpunkt Strategie: Stablecoins oder Wholesale-CBDCs für den Interbankenhandel?
14.06.2022	FX Flash EURCZK: Unterstützung durch Notenbankpolitik schwindet
14.06.2022	FX Flash EURMXN: Restriktive Geldpolitik steht vor der Bewährung
14.06.2022	FX Flash EURZAR: Globaler Zinsanstieg bedroht die Stärke des Rand
15.06.2022	Strategy Alert Renten: Fed stemmt sich mit "Mega-Zinsschritt" gegen die Inflation
17.06.2022	Klartext: Alarm in Frankfurt!
20.06.2022	EURBRL FX Flash: Hohes Zinsniveau droht Konjunktur auszubremsen
21.06.2022	EURCHF FX Flash: SNB leitet Zinswende ein
22.06.2022	Blickpunkt Investmentstory: Was bedeutet die Zinswende für Verbraucher?
23.06.2022	UK Strategy Alert Renten: UK-Wachstumsprognosen nach unten angepasst
24.06.2022	Strategy Alert Renten: Ifo-Index: Der Sprung der toten Katze
24.06.2022	Klartext: Aus Rückenwind wurde Gegenwind
28.06.2022	Blickpunkt Financials: Bankenmarkt Spanien: Banken blicken nach Einsetzen der Pandemie-Erhölung neuen Unsicherheiten entgegen
29.06.2022	Blickpunkt Financials: Ein erstes Halbjahr zum vergessen
29.06.2022	Blickpunkt Strategie: Schuldenscheinmarkt im ersten Halbjahr attraktiv
29.06.2022	Blickpunkt Pharmaceuticals: Fundamentale Trends intakt - Digitalisierung bleibt Herausforderung
30.06.2022	Blickpunkt Strategie: Gewerbeimmobilienmarkt in Konsolidierungsphase
01.07.2022	Klartext: Postkarte aus Dubai - Der Golf als Krisengewinner muss die sich öffnende Chance ergreifen

# Publikationen des LBBW Strategy Research im Überblick

## Publikationen LBBW Strategy Research

### Täglich

LBBW Morgeninfo

Täglicher Marktkommentar, aktuelle Einschätzungen

### Wöchentlich

FITS

LBBW Credits

LBBW Equity Weekly

Märkte im Blick

Trends und Analysen zu Konjunktur, Zinsen, Währungen und Rohstoffen

Aktuelle Entwicklungen und Einschätzungen zu den Credit- Märkten

Analyse zu Aktienstrategie, Technik und Sentiment, sowie aktuelles Einzeltitel- Research im Überblick

Kurzeinschätzungen zu Konjunktur, Zinsumfeld, Aktienmärkte, Währungen und Rohstoffen

### Monatlich

Kapitalmarktkompass

Corporate Treasury Radar

Factbook

Index Kompakt

Flagship- Publikation für institutionelle Investoren zu Makro, Zinsen, Credits und Aktien

Marktüberblick mit Fokus auf Zins-, Währungs- und Rohstoffmanagement

Chartpool mit Kommentierungen zu Geld- und Kapitalmarkt, Währungen, Rohstoffen und Aktien

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