

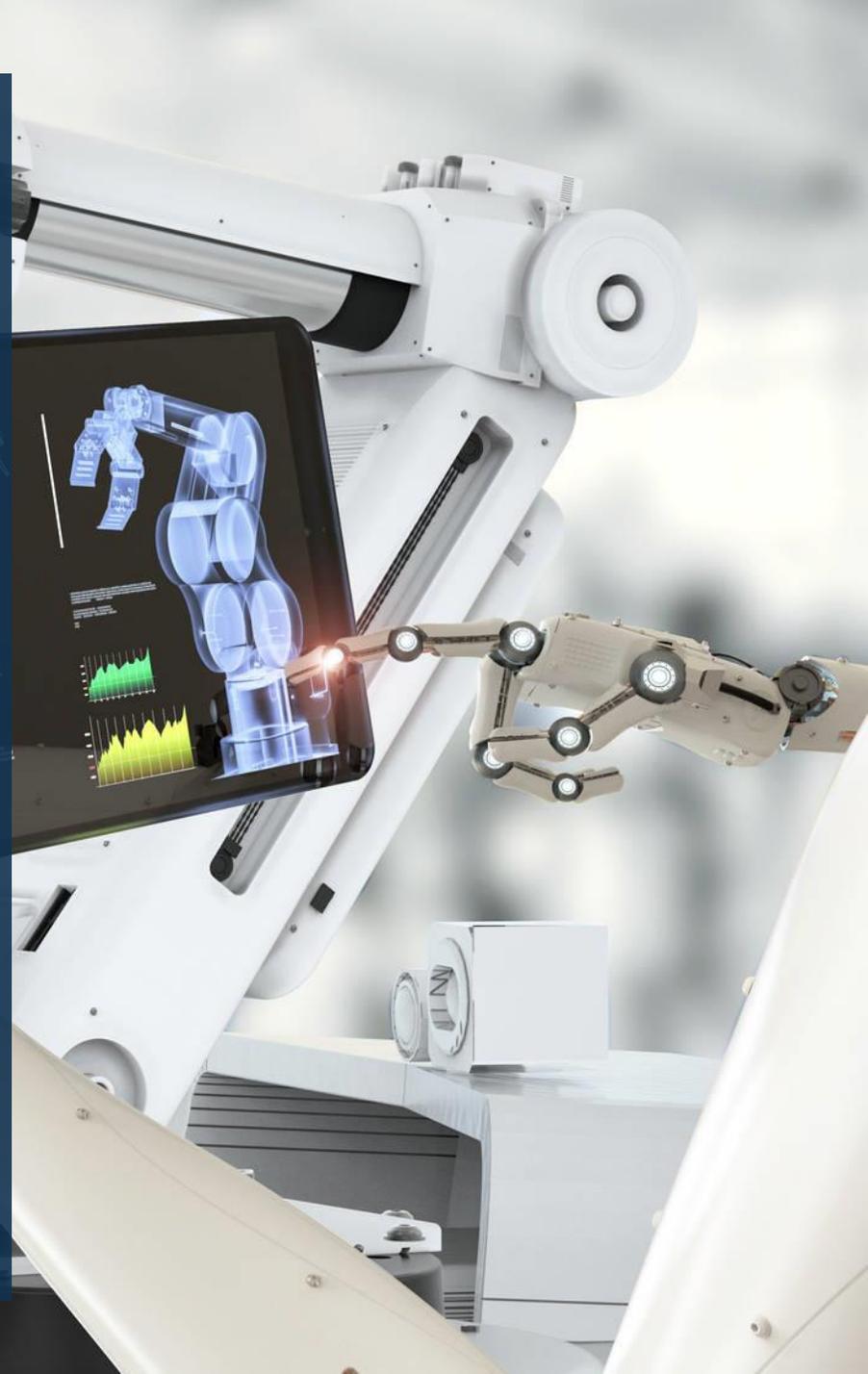
Bereit für Neues

LB  BW

Kapitalmarktkompass April

Künstliche Intelligenz – eine disruptive Technologie

04.04.2023 Makro | Zinsen | Credits | Aktien



Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

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

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 04.04.2023 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: **2730 232 7239#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56504#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=mb84346d08609cb65ba5fcd58834afe81>

Event-Kennnummer: **2730 232 7239**

Event-Passwort: **KMK04** (56504 über Telefone)

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

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

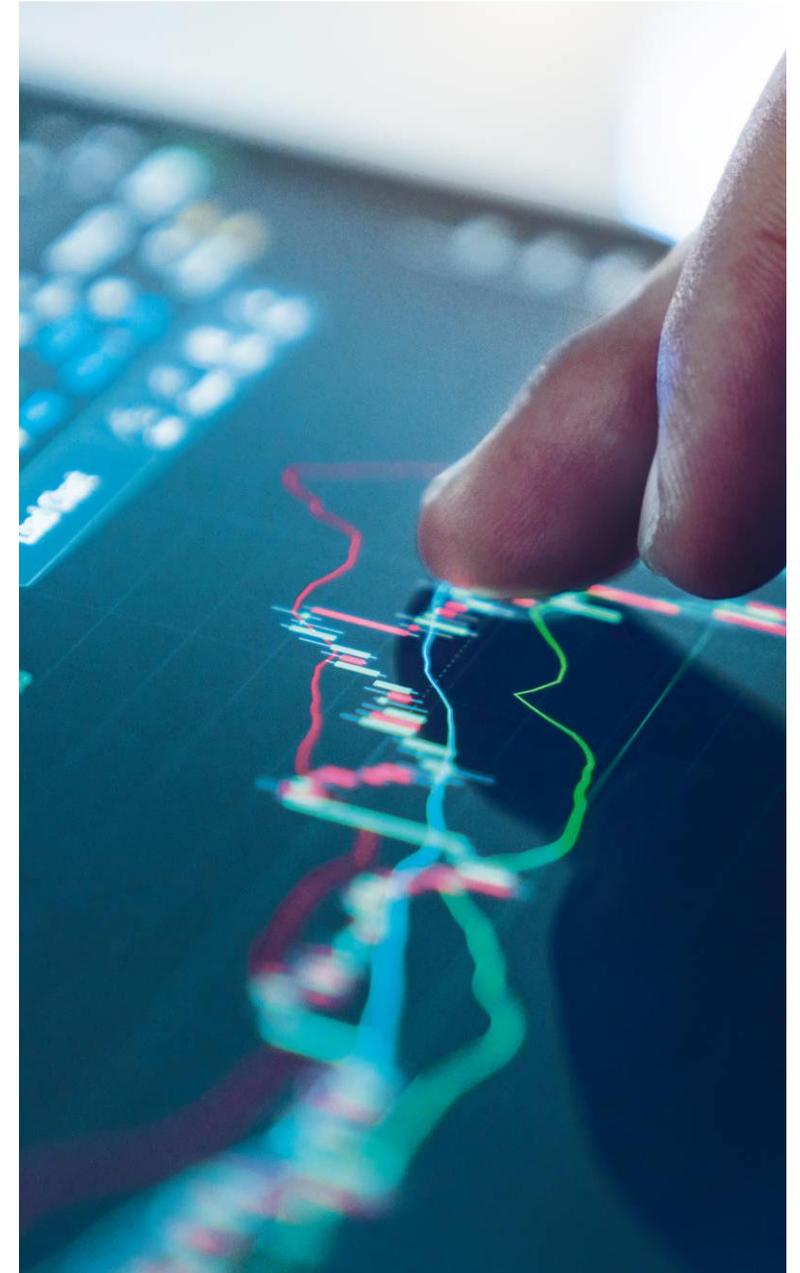
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 04.04.2023, 14h
- Dienstag, 18.04.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 02.05.2023, 14h
- Dienstag, 16.05.2023, 14h – KMK Update



Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: KI und der Arbeitsmarkt	09
03	Makro: Zwar Entspannung bei der Inflation, aber neue Risiken	18
04	Zinsen: Kursrisiken, sofern Bankenbeben abebbt	31
05	Credits: Unternehmen hielten sich im März gut	42
06	Aktien: Dividendenrekord voraus!	47
07	Prognosen und Asset Allokation: Von TINA zu TARA	55
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	68



01

Vorwort und Einleitung





Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

» Bankenkrise und Inflation werden aktuell als etwas weniger bedrohlich wahrgenommen. «

Werden aktuell Schrift, Buchdruck und Internet neu erfunden? Künstliche Intelligenz könnte das Tor zu neuen Welten aufstoßen. Der Nutzen scheint gewaltig, die Gefahr auch. Grund genug, uns der KI in unserem Sonderthema zu widmen, einer disruptiven Technologie. Gleichwohl: Dieses Vorwort wurde mit guter, alter natürlicher Intelligenz geschrieben. Auch vom alten Schlage: die vordringlichen Themen an den Kapitalmärkten. Die Bankenkrise hat sich etwas beruhigt, die Inflation ist zwar noch da, lässt aber nach. An den Märkten wächst die Zuversicht, obgleich die Leitzinsen noch etwas steigen werden. Diese Kombination spricht für Volatilität: Die Marktakteure müssen ihre Positionen neu bestimmen.

Aktien mit erfolgreichem Start ins Jahr

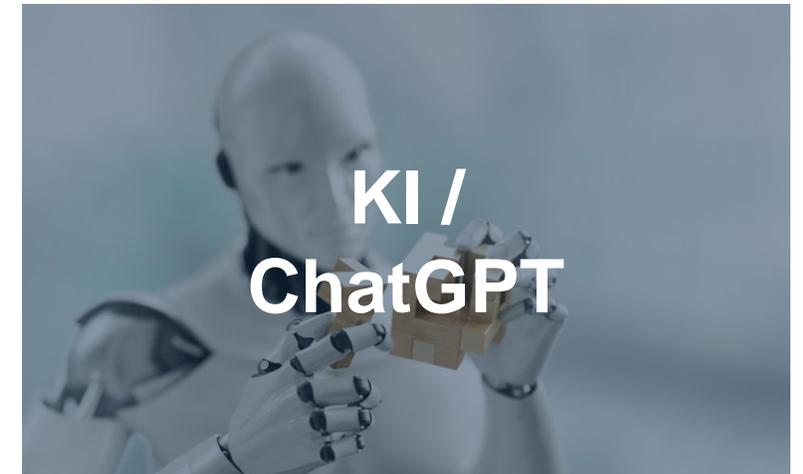
Ausgewählte Assets

in Prozent



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Schwarze Schwäne – manche gehen, neue kommen



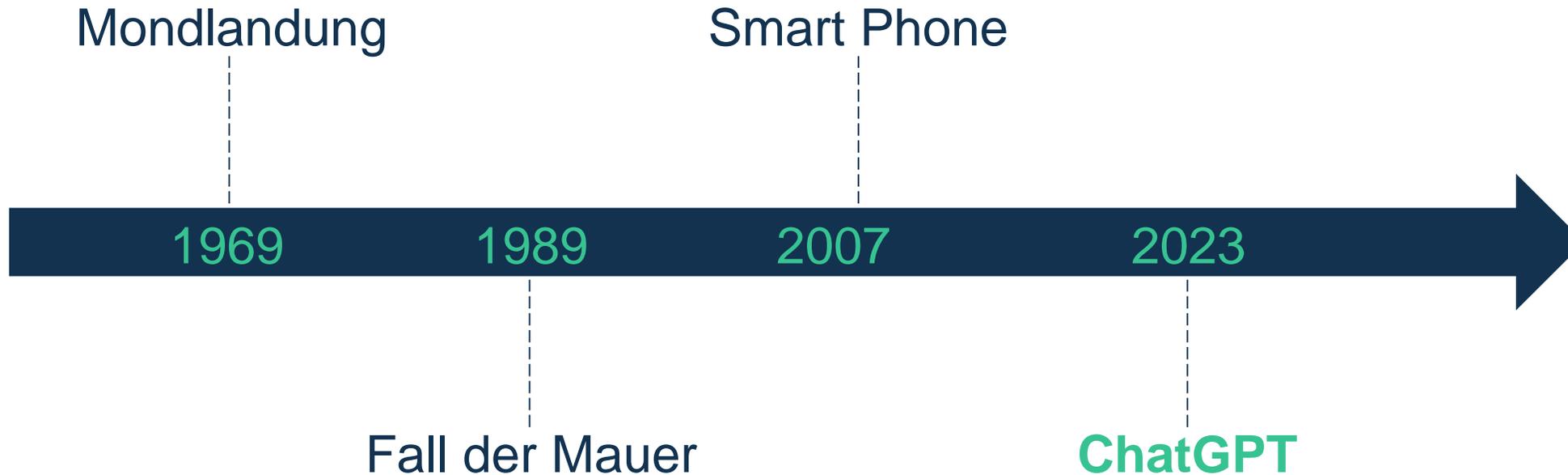
02

KI und der Arbeitsmarkt

Dr. Guido Zimmermann
Senior Economist
Tel: +49 711 127-71 640
guido.zimmermann@LBBW.de

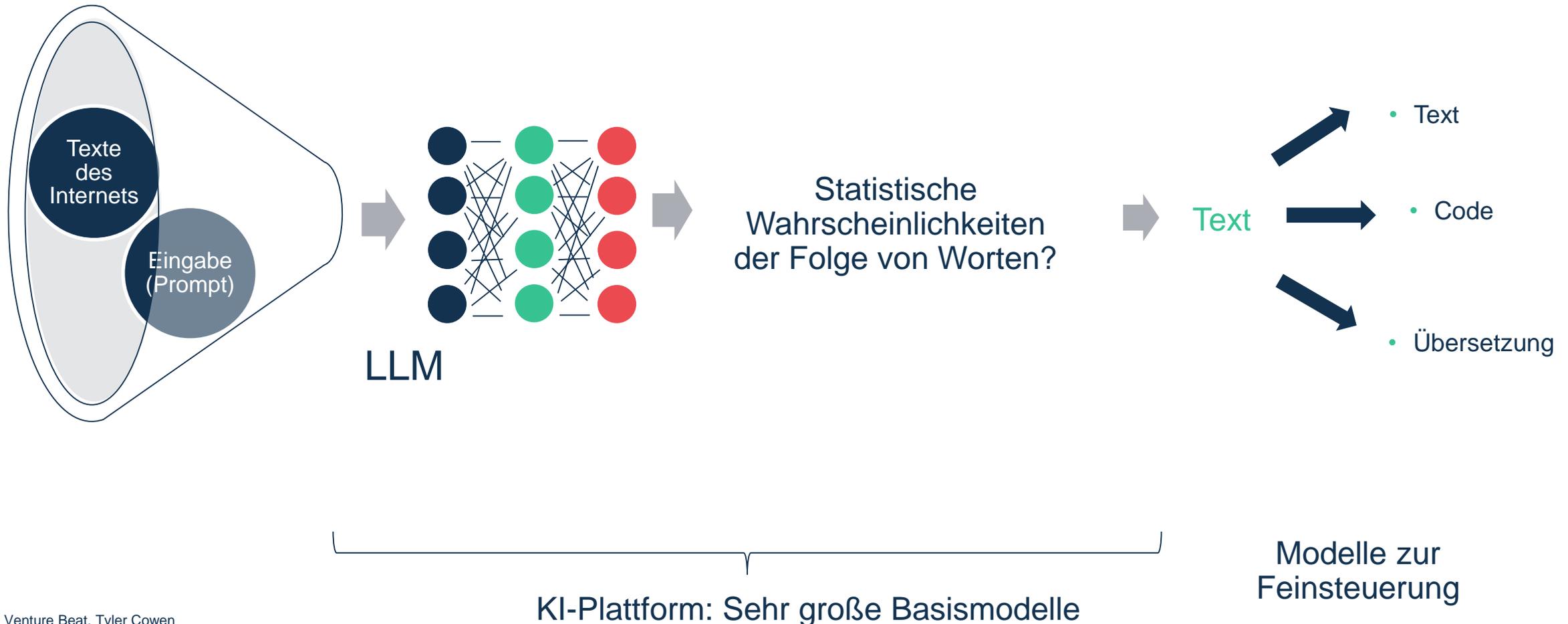
ChatGPT: Das KI-Zeitalter hat begonnen

Epochale Ereignisse



ChatGPT als „Co-Pilot“ kognitiv Arbeitender

Stilisierte Darstellung von Large Language Models (LLMs)



Wie verändern sich die Unternehmen?

- Jeder Nutzer hat über ChatGPT Zugang zu einem quasi **individualisierten Tutor oder „Co-Piloten“**, der durch Eingaben im Zeitablauf den Nutzer immer besser kennenlernt.
- ChatGPT basiert auf sehr großen Sprachmodellen (Large Language Models). Zu den Sprachen gehören auch Programmiersprachen. Generative KI (GenAI) hilft in starkem Maße bei der **Programmierung**. In Zukunft wird ein Gutteil von Computerprogrammen durch GenAI-Modelle geschrieben werden, und GenAI wird gerade Semilaien Hilfestellung bei der Programmierung liefern können.
- **GenAI senkt die Kosten der Erstellung von Software.**
- **GenAI wird die Organisation von Daten in den Unternehmen stark verändern.** Die Daten dürften in Zukunft in privatwirtschaftlichen LLM-basierten Systemen gespeichert sein, bei denen die Beschäftigten mit Hilfe nutzerfreundlicher Portale Abfragen machen können.
- KI senkt die Kosten von Prognosen. Prognosen können falsch sein. Insbesondere etablierte Unternehmen und solche in regulierten Branchen müssen bei alledem verlässlich arbeiten. **Das Ausrollen von GenAI in regulierten Unternehmen kann sich verzögern.**

Was ist bei ChatGPT anders?

- Einfacher Zugang für „Alle“.
- Menschen haben Zugang zu gesammeltem Wissen im Internet.
- ChatGPT kreiert Inhalte „wie vom Menschen gemacht“.
- ChatGPT adaptiver als frühere KI. Damit leichter zugänglich für Automatisierung.
- ChatGPT kann schnell ausgerollt werden.
- Amateure können schnell auf ein Niveau von Experten gehievt werden.

Anwendungsfälle von Large Language Models

Research-
Assistenz

Content-
Generierung

Bildung

Program-
mierung

Wissens-
extraktion

Finance

Zeit- und
Projekt-
management

Design

Welche Berufe und Branchen sind betroffen?

Durch LLMs betroffene Berufe und Branchen

% Betroffenheit	Beruf
100	Buchhalter
100	Journalisten
100	Rechtsfachgehilfen
100	Manager klinischer Daten
100	Klimaanalysten
100	Finanzanalysten
100	Mathematiker
13	Investmentfondsmanager
13	Finanzberater
13	Grafikdesigner

- Die ersten Studien, die die Arbeitsmarkteffekte von LLMs untersuchen, unterscheiden sich zwar durch die verwendeten Methoden, kommen aber zu ähnlichen Ergebnissen.
- Der Großteil kognitiver Arbeit wird in der einen oder anderen Art durch LLMs betroffen sein.
- Besonders betroffen sind Berufe, die Texte und Bilder erstellen sowie strukturierte Daten analysieren und bearbeiten.
- Die Finanzbranche, der Bildungssektor, die Rechtsprechung und die Computerwissenschaften haben potentiell die höchste Betroffenheit.

Welche Berufe und Branchen sind betroffen?

Durch LLMs betroffene Berufe und Branchen

Rang	Beruf	Branche
1	Telemarketing	Recht
2	Englischlehrer	Finanzdienstleistungen
3	Geschichtslehrer	Management für Künstler
4	Lehre des Rechts	Buchhaltung
5	Lehrer anderer geisteswissenschaftlicher Fächer	Unternehmensberatung
6	Soziologen	Softwareanbieter
7	Politologen	Copyright-Verwalter
8	Mediatoren	Reisemanagement
9	Richter	Hochschulen
10	Psychologen	IT-Systemanbieter

- Die ersten Studien, die die Arbeitsmarkteffekte von LLMs untersuchen, unterscheiden sich durch die Methoden, kommen aber zu ähnlichen Ergebnissen:
- **Der Großteil kognitiver Arbeit wird in der ein oder anderen Art durch LLMs betroffen sein.**
- Besonders betroffen sind Berufe, die Texte und Bilder erstellen sowie strukturierte Daten analysieren und bearbeiten.
- Die Finanzbranche, der Bildungssektor, die Rechtsprechung und die Computerwissenschaften haben die höchste Betroffenheit.

Fazit

- Disruption der Märkte für kognitive Arbeit zu erwarten.
- Keine Stellenverluste, aber große Änderungen der Tätigkeiten von Berufen.
- Bildungs- und Arbeitsmarktpolitik müssen sich neu aufstellen.
- Kognitiv Arbeitende werden lauter aufschreien als manuell Arbeitende angesichts der bevorstehenden Automatisierung.

03

Makro: Zwar Entspannung bei der Inflation, aber neue Risiken

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

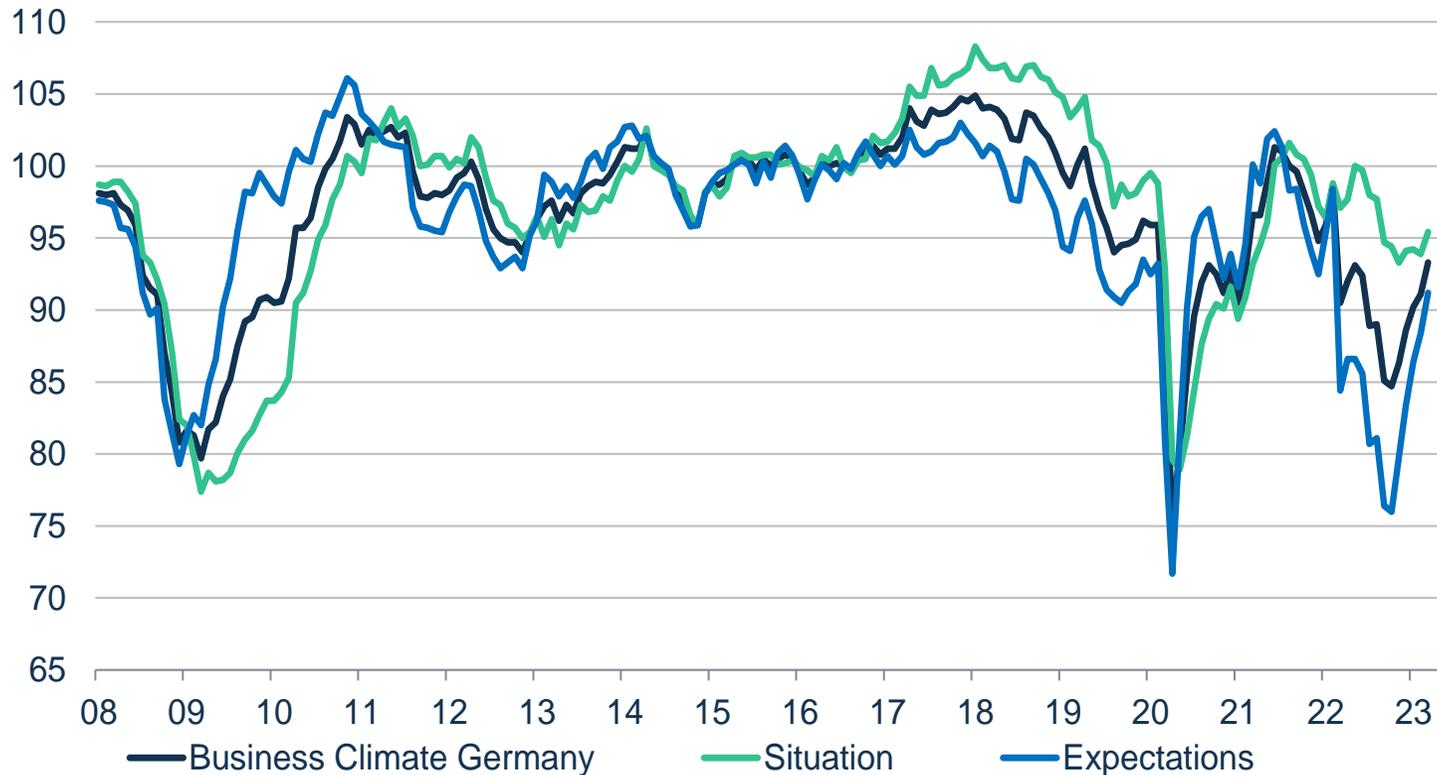
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

Lichtblick ifo-Geschäftsklima

ifo-Geschäftsklima

Monatswerte

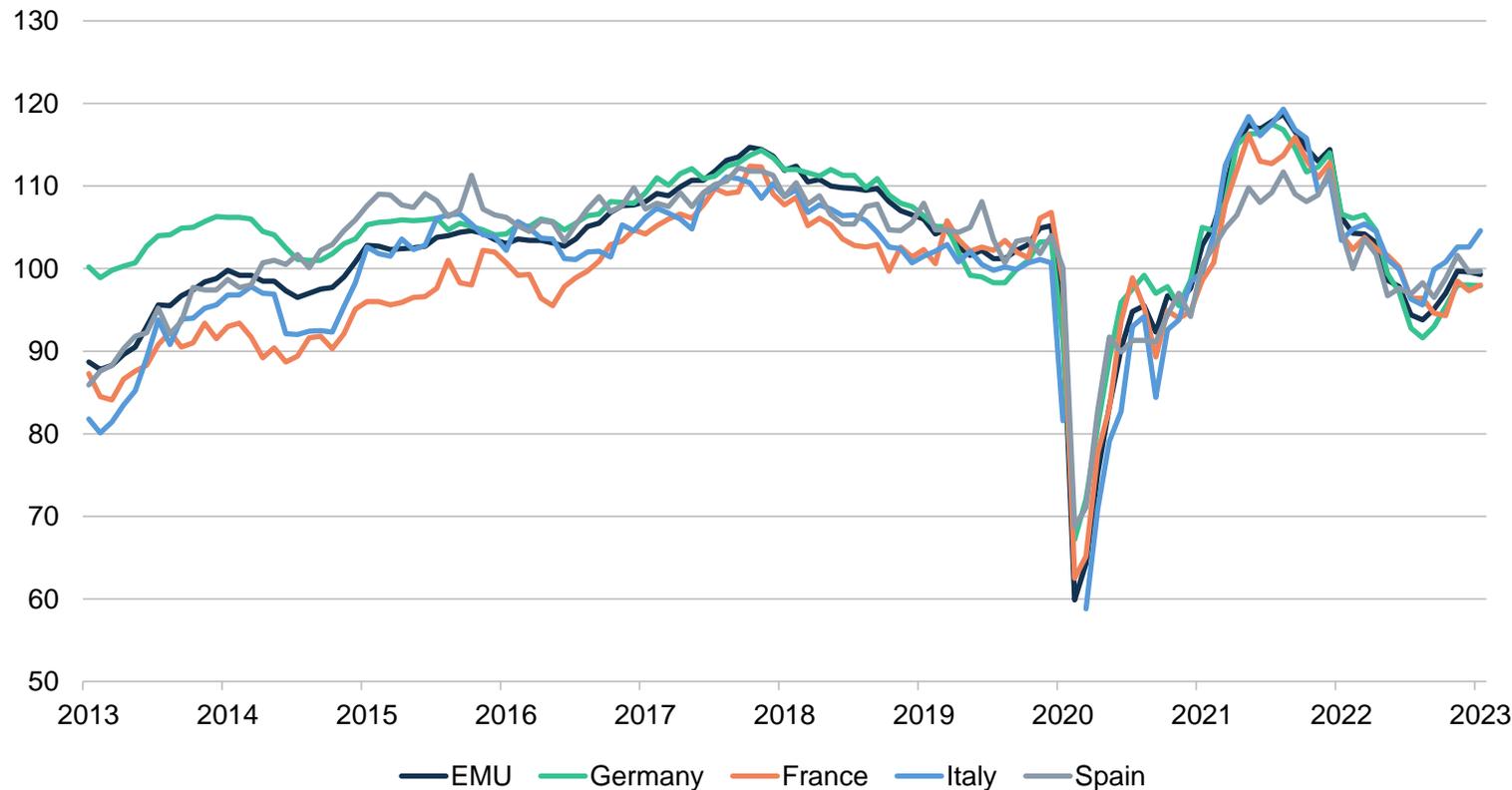


- Das Geschäftsklima für Deutschland legte zum fünften Mal in Folge zu.
- Im März kamen sowohl die Erwartungen als auch die Lagebeurteilung voran.
- Der Index für das ifo-Geschäftsklima stieg von 91,1 Punkten auf 93,3 Zähler.

EWU: Economic Sentiment gibt Rätsel auf

Economic Sentiment EWU und ausgewählte Staaten

Monatswerte, Indexstand

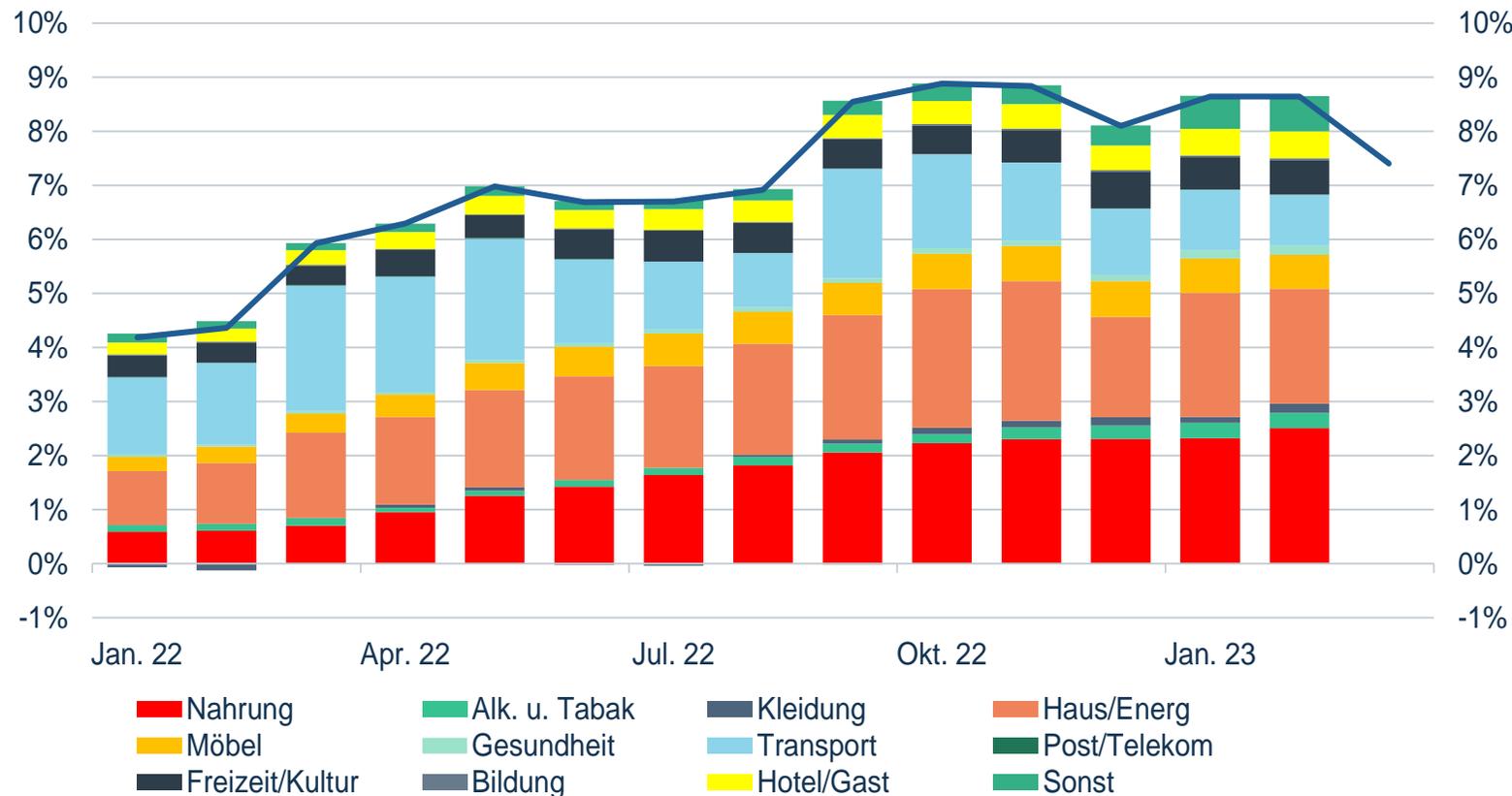


- Die Frühindikatoren entwickeln sich weiter uneinheitlich. Im März legte das Economic Sentiment im Euroraum überraschend den Rückwärtsgang ein. Es sank von 99,6 Punkten auf 99,3 Punkte.
- Unter den vier größten Mitgliedstaaten war nur in Italien ein Anstieg zu verzeichnen, ansonsten ging es bergab.
- Die Konjunktur im Euroraum dürfte sich vorerst weiter nur zaghafte beleben oder sogar nochmal an Dynamik einbüßen.

Deutsche Inflation im März stark gefallen

Deutscher CPI und Warengruppen

Monatswerte Y/Y bzw. Beitrag in %-Punkten

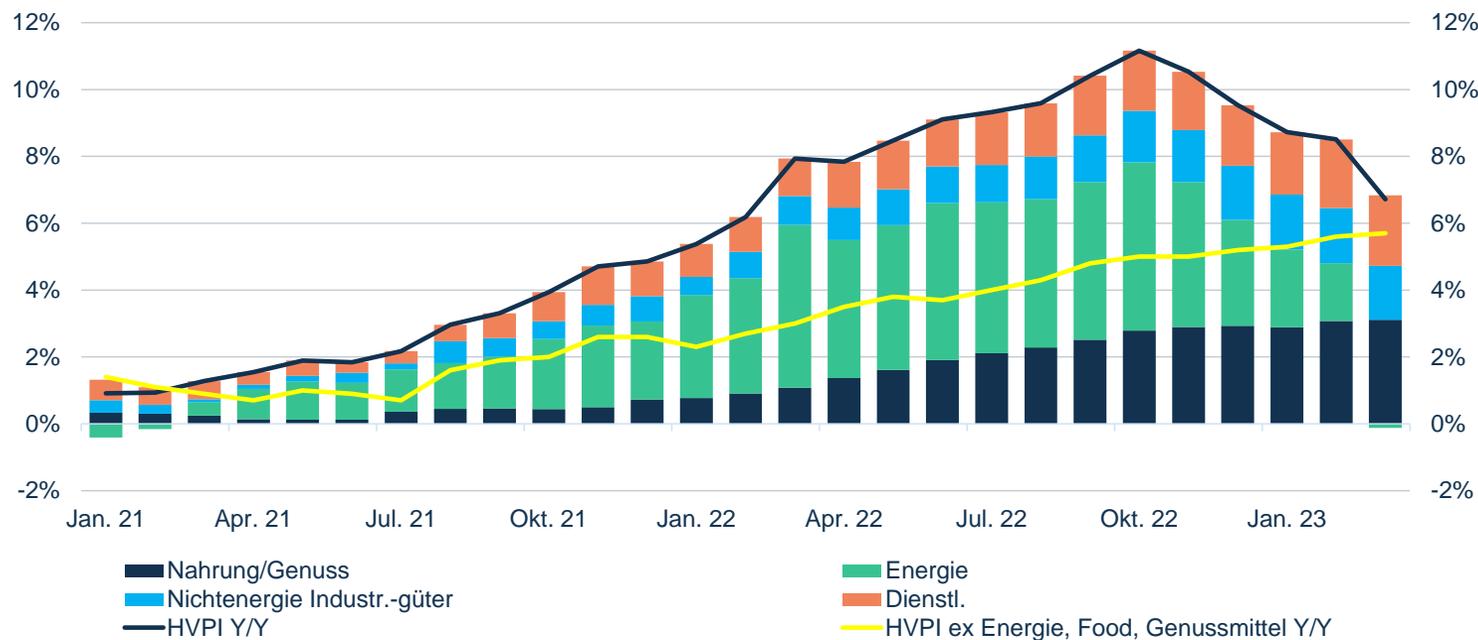


- Wie vorhergesagt fiel die Inflationsrate im März mit 7,4% stark, nach 8,7% im Monat zuvor. Grund war ein Basiseffekt. Der Anstieg der Energiepreise verlangsamte sich von 19,1% auf 3,5%.
- „Alles außer Energie“ wird weiter deutlich teurer: Nahrungsmittel +22,3% nach 21,8%; Dienstleistungen +4,8% nach +4,7%.

EWU: Inflation fällt im März kräftig

EWU HVPI Inflation und Beiträge der Gütergruppen

Monatswerte % und %-Punkte

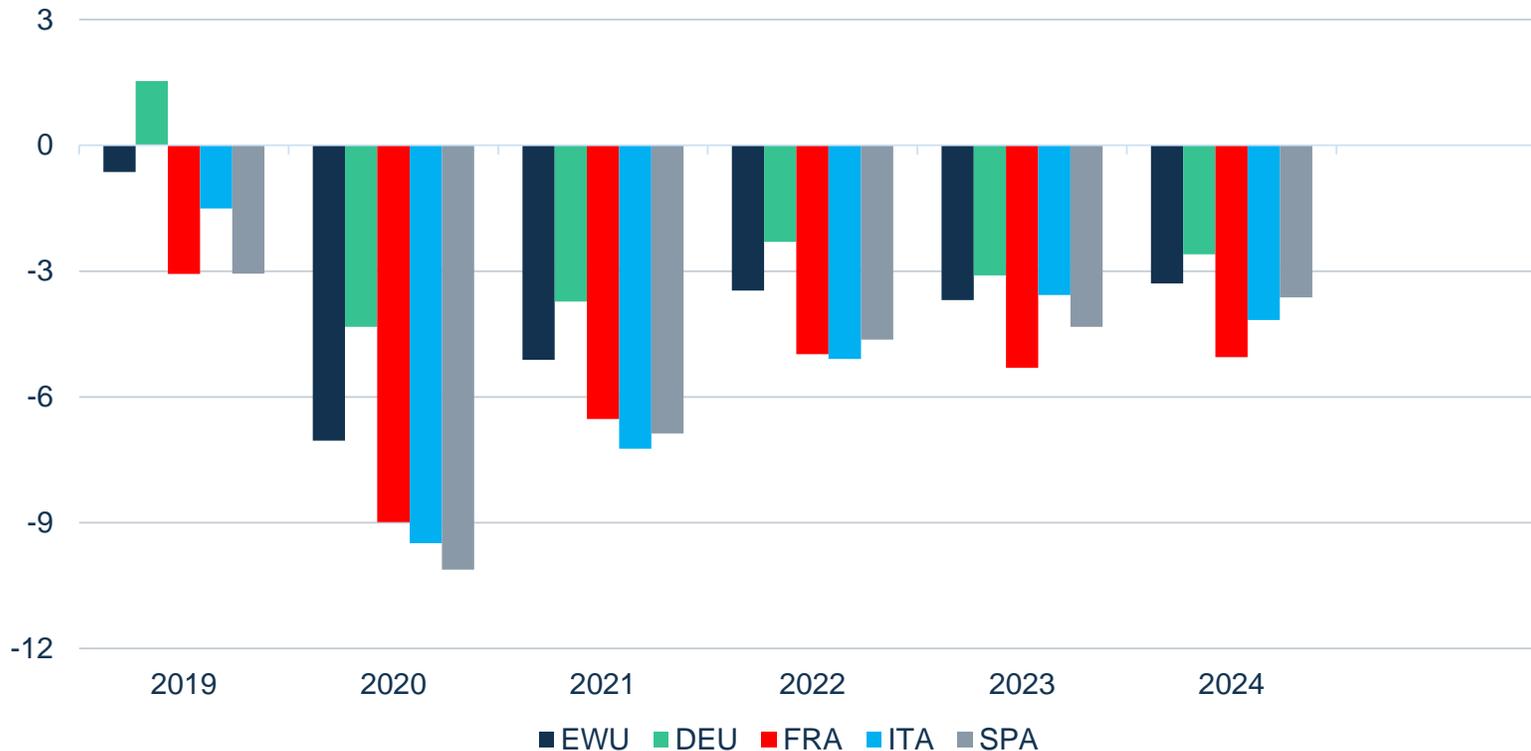


- Deutlich abwärts ging es auch im Euroraum insgesamt mit der Inflation im März. Basiseffekte sorgten für einen Rückgang von 8,5% auf 6,9%. Der Beitrag der Energiepreise war sogar schon leicht negativ.
- Die Kernraten zogen weiter an. In der engsten Abgrenzung „ex Energie, Nahrungs- und Genussmittel“ stieg die Kernrate von 5,6% auf 5,7%. Bei der Betrachtung „ex Energie“ ging es von 7,8% auf 7,9% aufwärts.

EWU: Anhaltend expansive Fiskalpolitik

Saldo der öffentlichen Gesamthaushalte

in % des BIP, Jahreswerte

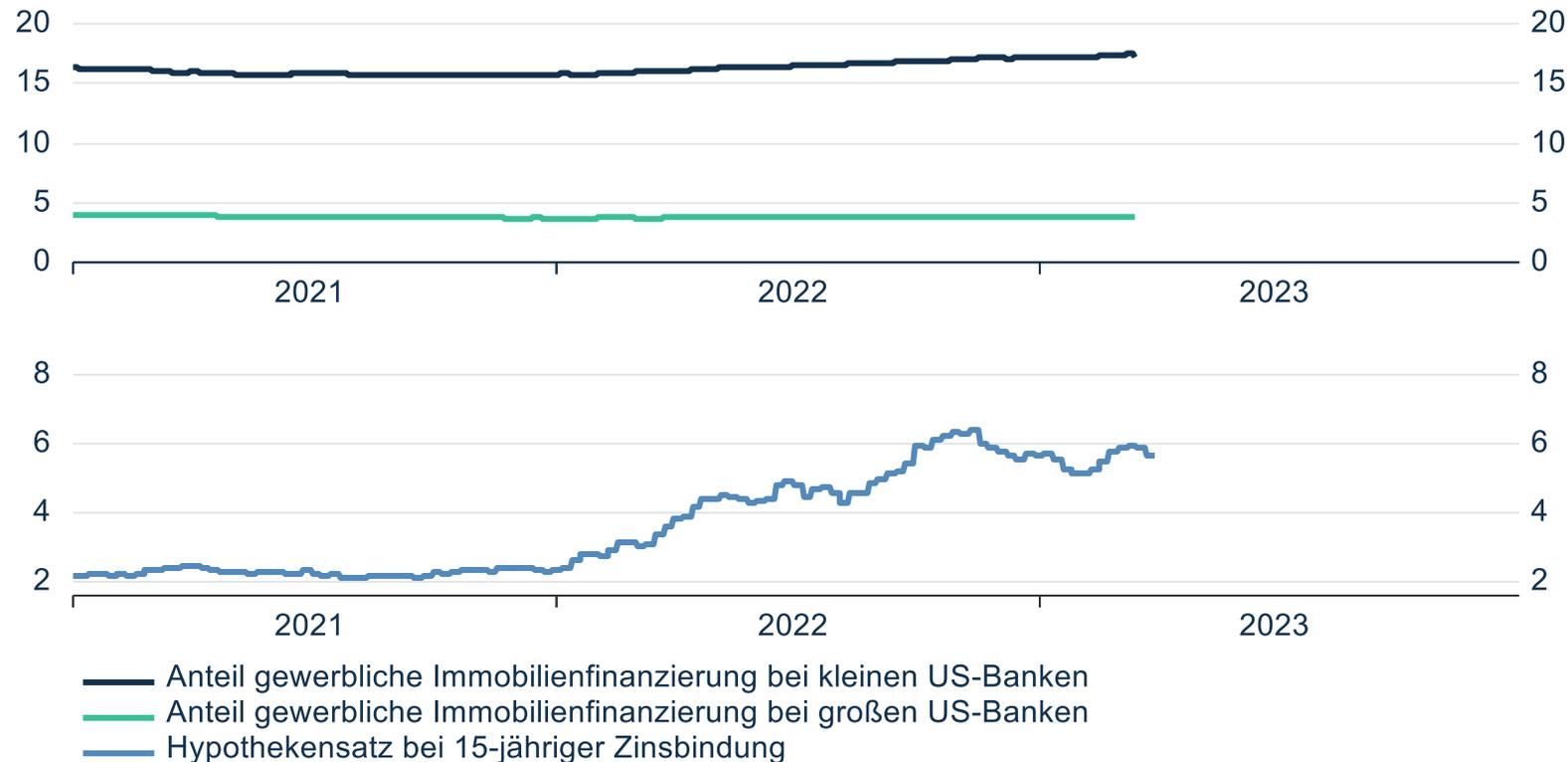


- Die expansive Fiskalpolitik in der EWU war angezeigt durch die Corona-Pandemie und die Folgen des Ukraine-Kriegs für die EWU.
- Inzwischen wird sie aus Sicht der EZB zunehmend zu einem Risikofaktor, sofern sie nach dem „Gießkannenprinzip“ vorgeht. Die EZB fordert die Staaten zu mehr Zurückhaltung auf.
- Für 2024 sind derzeit weiterhin hohe Defizite im Euroraum vorgesehen. Dabei dürften steigende Zinskosten noch nicht berücksichtigt sein.
- Die Defizitregeln des Maastrichter Vertrages hat die EU-Kommission bis Ende 2023 ausgesetzt.

Bei kleinen US-Banken drohen neue Einschläge

Gewerbliche Immobilienfinanzierung und Hypothekensätze

Wochenwerte

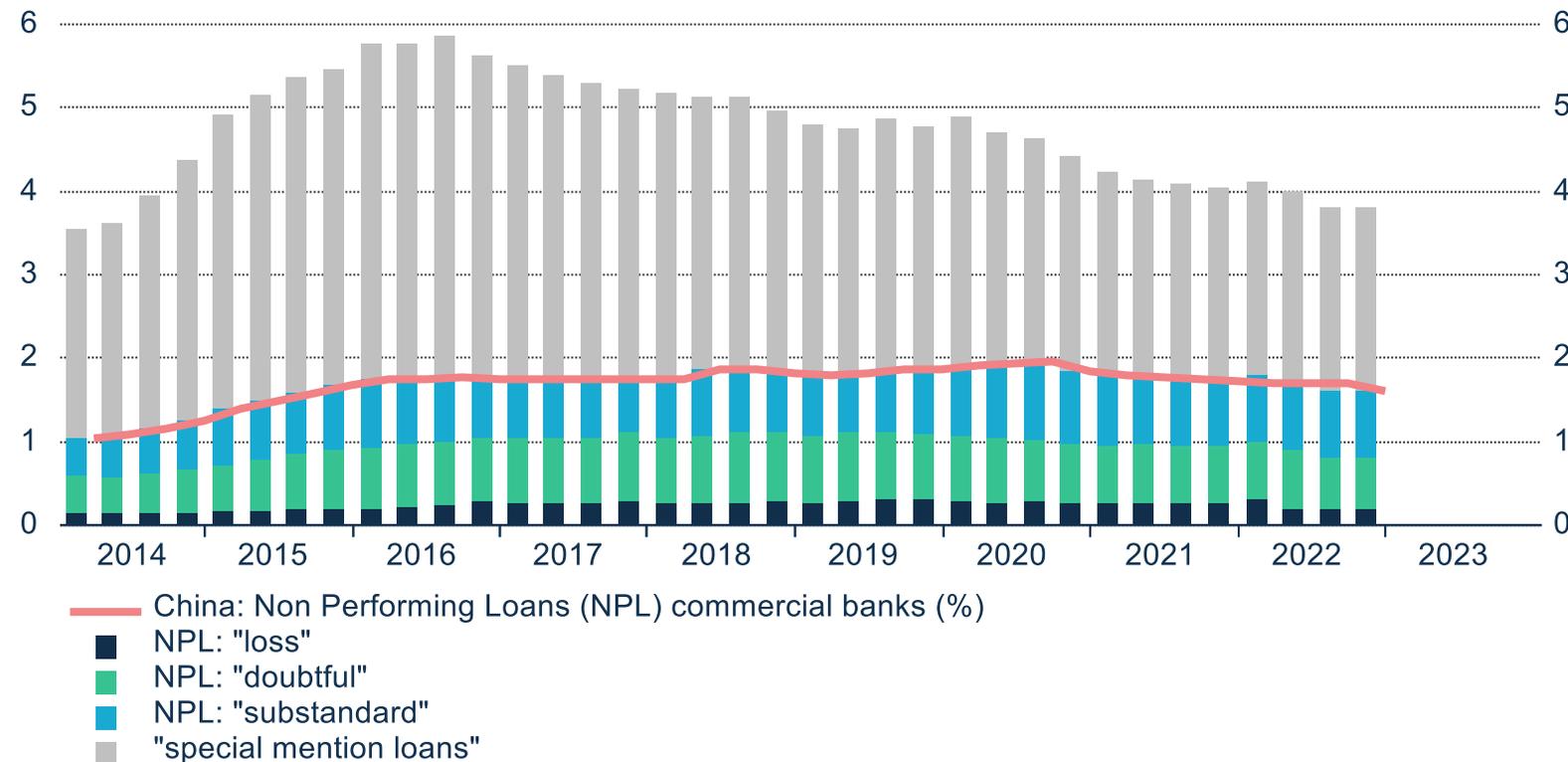


- Nach einer Erhebung des Verbandes der US-Hypothekenbanken werden im laufenden Jahr 728 Mrd. US-Dollar an auslaufenden Gewerbeimmobilien (einschließlich Mehrfamilienhäuser) fällig werden. Dies entspricht 16 % des ausstehenden Volumens.
- Es steht zu vermuten, dass ein Großteil der Kreditnehmer den jeweils auslaufenden Kredit prolongieren wird. Dies wird jedoch angesichts einer Verdreifachung der Hypothekensätze im zurückliegenden Jahr nur zu schlechteren Konditionen möglich sein.
- In der Folge sind Kreditausfälle zu befürchten, was insbesondere kleinere US-Banken aufgrund ihres höheren Exposures empfindlich treffen dürfte.

China: Bankensystem derzeit nicht gefährdet

Chinesische Banken: Notleidende und „zweifelhafte“ Kredite

in % des Kreditvolumens

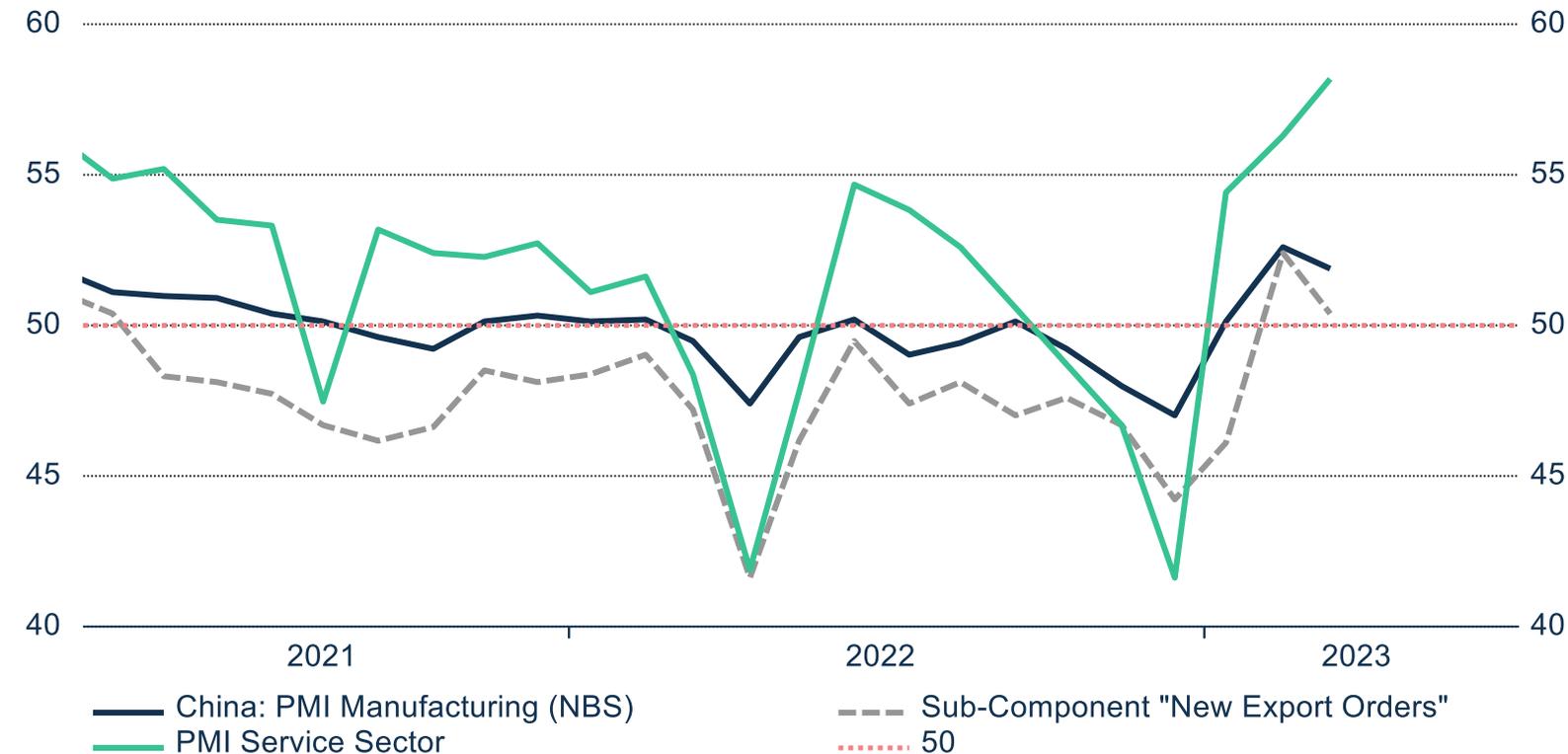


- Die wiederaufgeflamte Sorge um das internationale Finanzsystem dürfte China weitgehend ausschließen: Der Anteil notleidender oder „zweifelhafter“ Kredite am gesamten Kreditvolumen ist hier nach offiziellen Angaben moderat.
- Zweifel an den offiziellen Daten mögen zwar berechtigt sein. Hier ist aber zu bedenken, dass sich die Banken in China zum allergrößten Teil über inländische Ersparnisse refinanzieren, die Kredite weitestgehend in Landeswährung vergeben werden und fast alle Banken sich in staatlichem Eigentum befinden.
- Mit Rückendeckung der Notenbank als „lender of last resort“ (die PBoC ist nicht unabhängig) sind Liquiditätsengpässe im Bankensystem Chinas trotz aller Probleme z.B. im Immobiliensektor unwahrscheinlich.

China: PMIs wieder im Expansionsbereich

PMIs: Manufacturing, New Export Orders und Services

Indexwerte

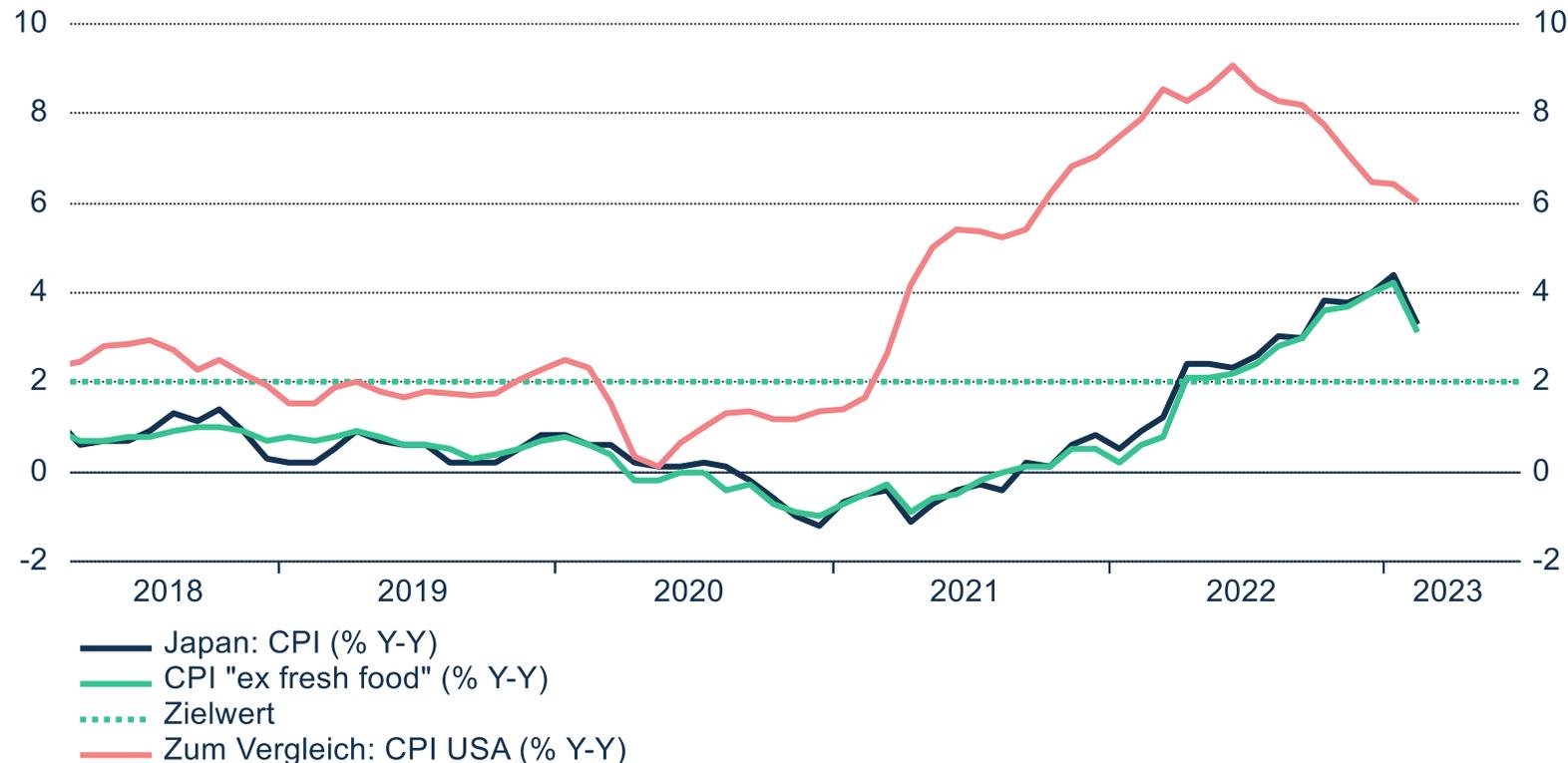


- Nach dem Ende der „Zero-Covid-Strategy“ zeigen die Einkaufsmanagerindizes wieder nach oben und haben allesamt die „kritische Schwelle“ von 50 Zählern überschritten.
- Sowohl die Zuwächse bei den Einzelhandelsumsätzen als auch bei der Industrieproduktion sind zwar noch immer eher anämisch. Immerhin hat aber der Trend inzwischen nach oben gedreht.

Japan: Inflationsrate dreht nach unten

Konsumentenpreise: „Landesweit“ und „ohne frische Nahrungsmittel“

in % Y-Y

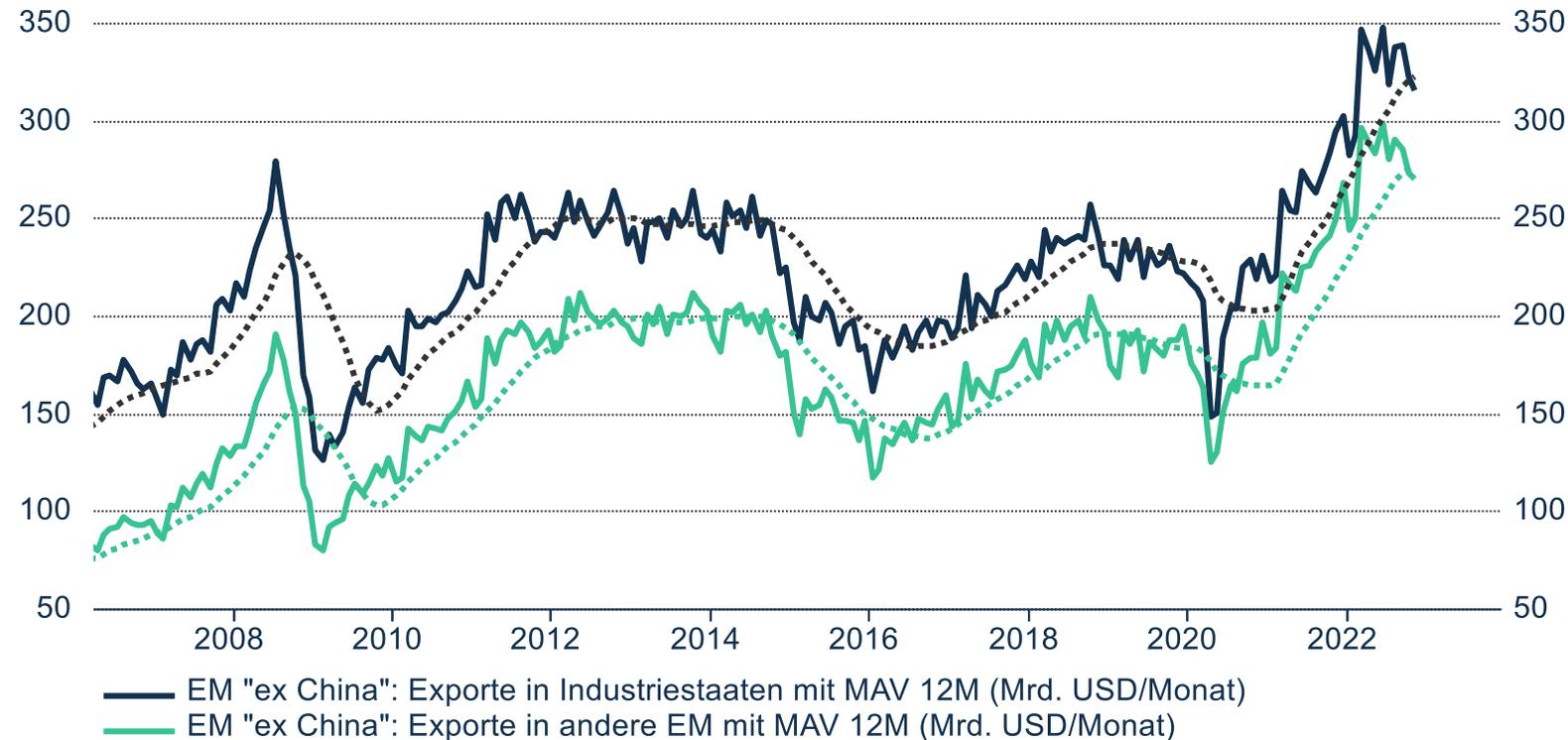


- Sowohl die landesweite Inflationsrate als auch die von der BoJ anvisierte Rate ohne frische Nahrungsmittel haben zuletzt nach unten gedreht.
- Die Gefahr eines nachhaltigen Trends zu stärkeren Preisniveausteigerungen erachten wir weiterhin als ziemlich gering.
- Vor diesem Hintergrund dürfte die BoJ sehr vorsichtig bei geldpolitischen Straffungen bleiben. Eine „echte“ Zinswende erwarten wir in Japan nach wie vor nicht.
- Dies auch deswegen, weil die zuletzt wieder aufgekeimte Sorge um das Finanzsystem in den USA und in Europa den Yen eher stützt und daher Zinserhöhungen zur Verteidigung des Außenwertes des Yen vorerst kaum notwendig erscheinen.

Emerging Markets: Hohe Nachfrage nach Gütern aus Schwellenländern

Emerging Markets ohne China: Exporte in Industrie- und Schwellenländer

in Mrd. USD pro Monat (mit MAV 12 Monate)

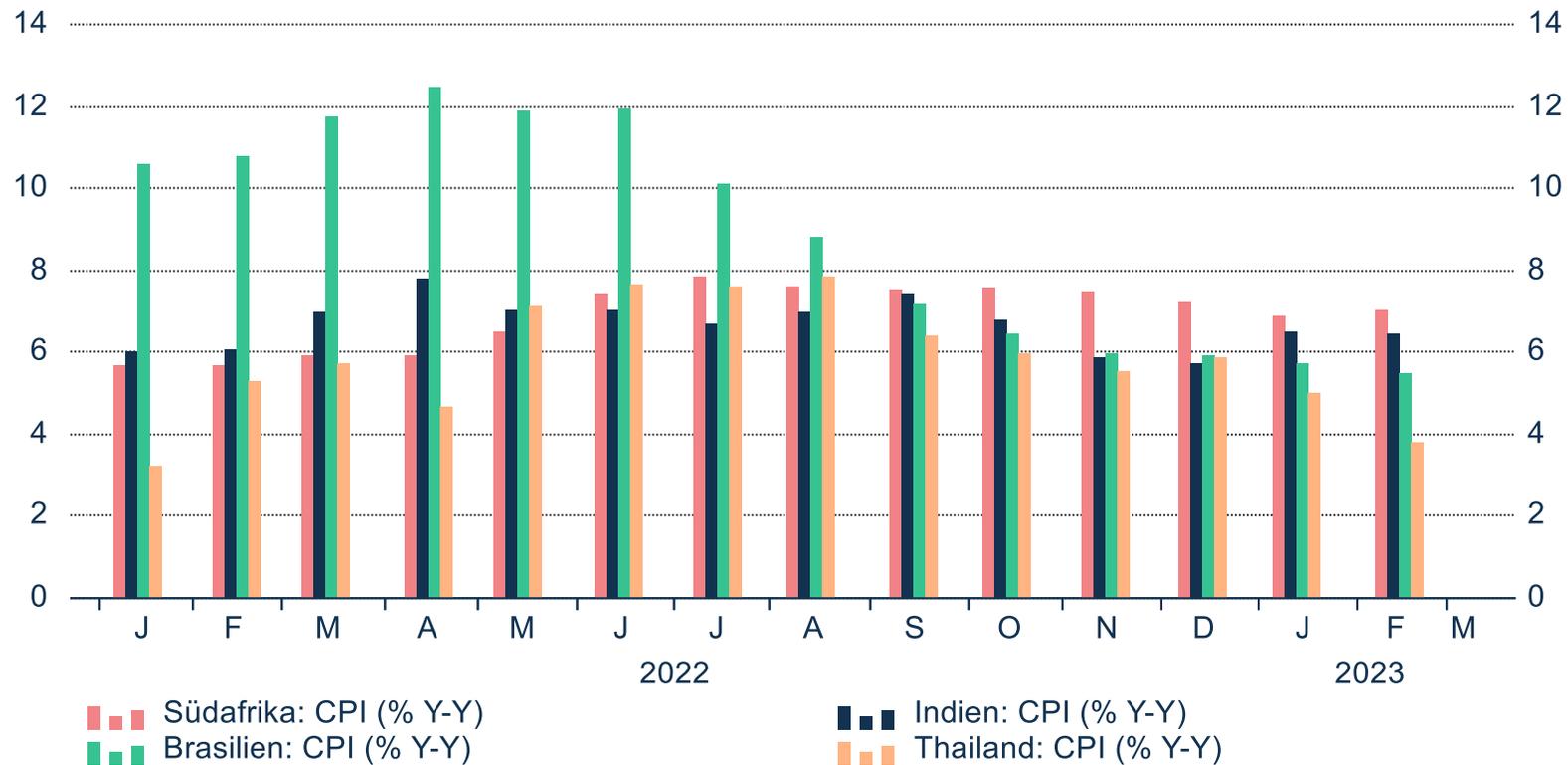


- Der hohe Nachholbedarf bei Konsum und Investitionen im Nachgang der Pandemie generiert aktuell eine starke Nachfrage auch nach Gütern aus Schwellenländern.
- Die konjunkturellen Perspektiven dieser Staatengruppe sind auch angesichts noch immer recht hoher Rohstoffpreise und mit Blick auf die zahlreichen Rohstoffexporteure unter den Emerging Markets weiterhin gut.
- Wir verweisen an dieser Stelle auf unseren **LBBW Emerging-Markets-Blickpunkt vom 10. März 2023**.

Welt: Inflationsprognose nach oben revidiert

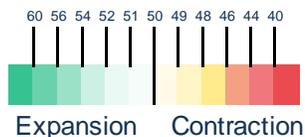
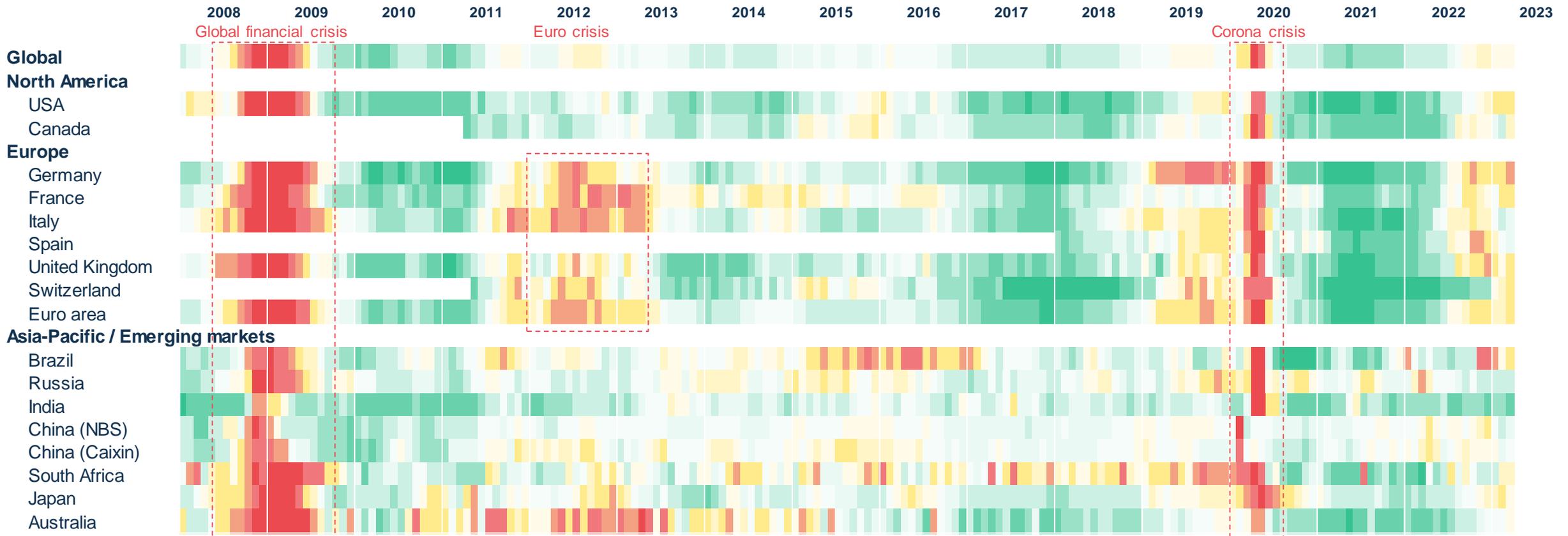
Inflationsraten: Brasilien, Indien, Südafrika und Thailand

in % Y-Y



- Die Inflationsraten in großen Schwellenländern haben zuletzt im Trend nach unten gedreht oder zumindest konsolidiert.
- Vor dem Hintergrund auch hier deutlich gestiegener Leitzinsen und weltweit eher wieder sinkender Energiepreise lässt dies im weiteren Jahresverlauf eine weitere Entspannung an der Preisfront erwarten.
- Allerdings sind wir bei unseren CPI-Prognosen für die Emerging Markets „ex China“ etwas „behind the curve“ geraten. Wir passen die Prognosen für 2023/24 nach oben an.
- Für die **Prognose der Welt-Inflation** bedeutet dies eine Aufwärtsrevision für 2023 von zuvor 3,7 % auf nunmehr 4,4 % und für 2024 von 2,7 % auf 3,0 %.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, LBBW Research

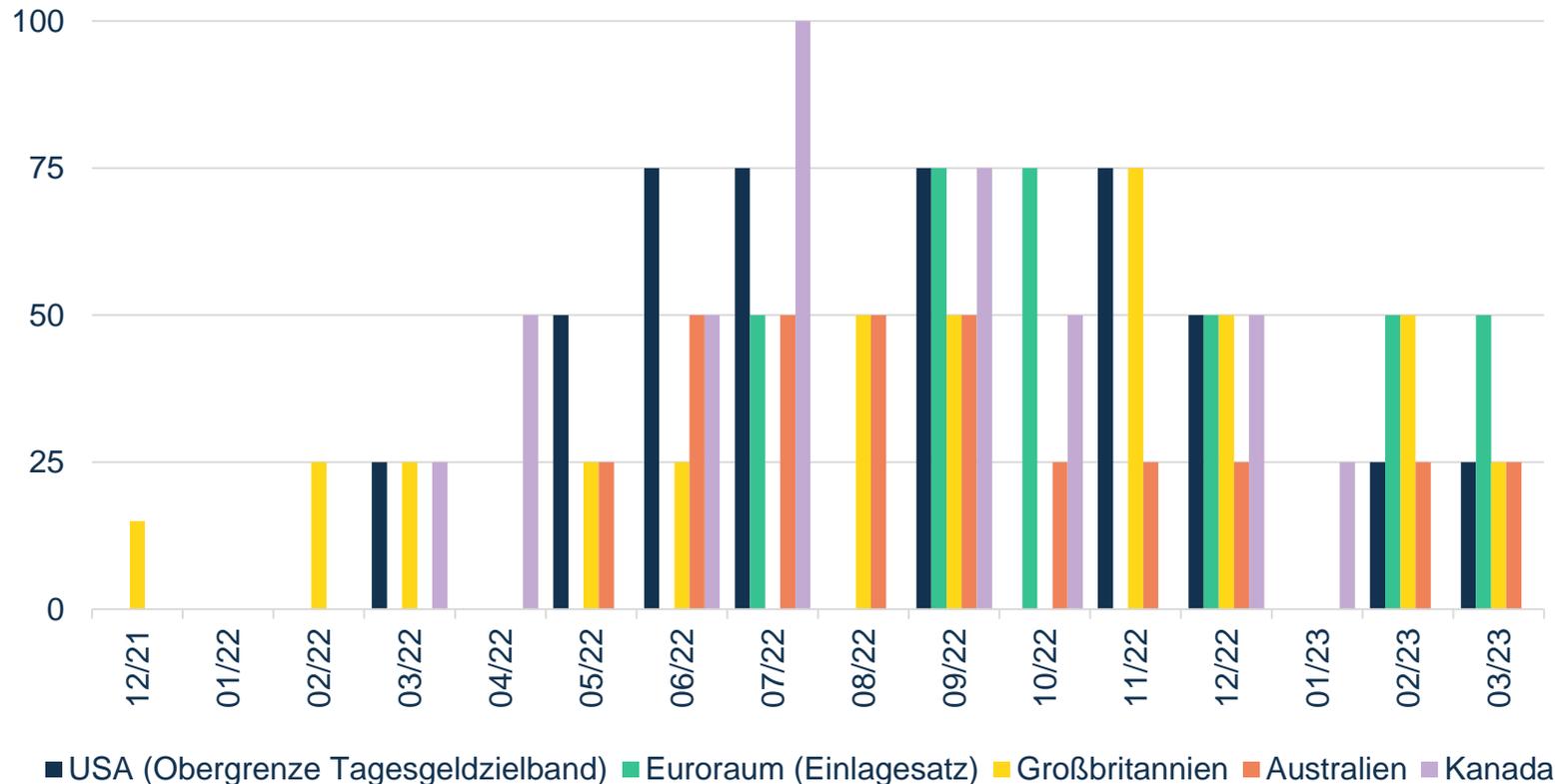
04

Zinsen: Kursrisiken, sofern Bankenbeben abebbt

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

Rentenmärkte: „Rate Peak“-Spekulation durch Krisenangst forciert!

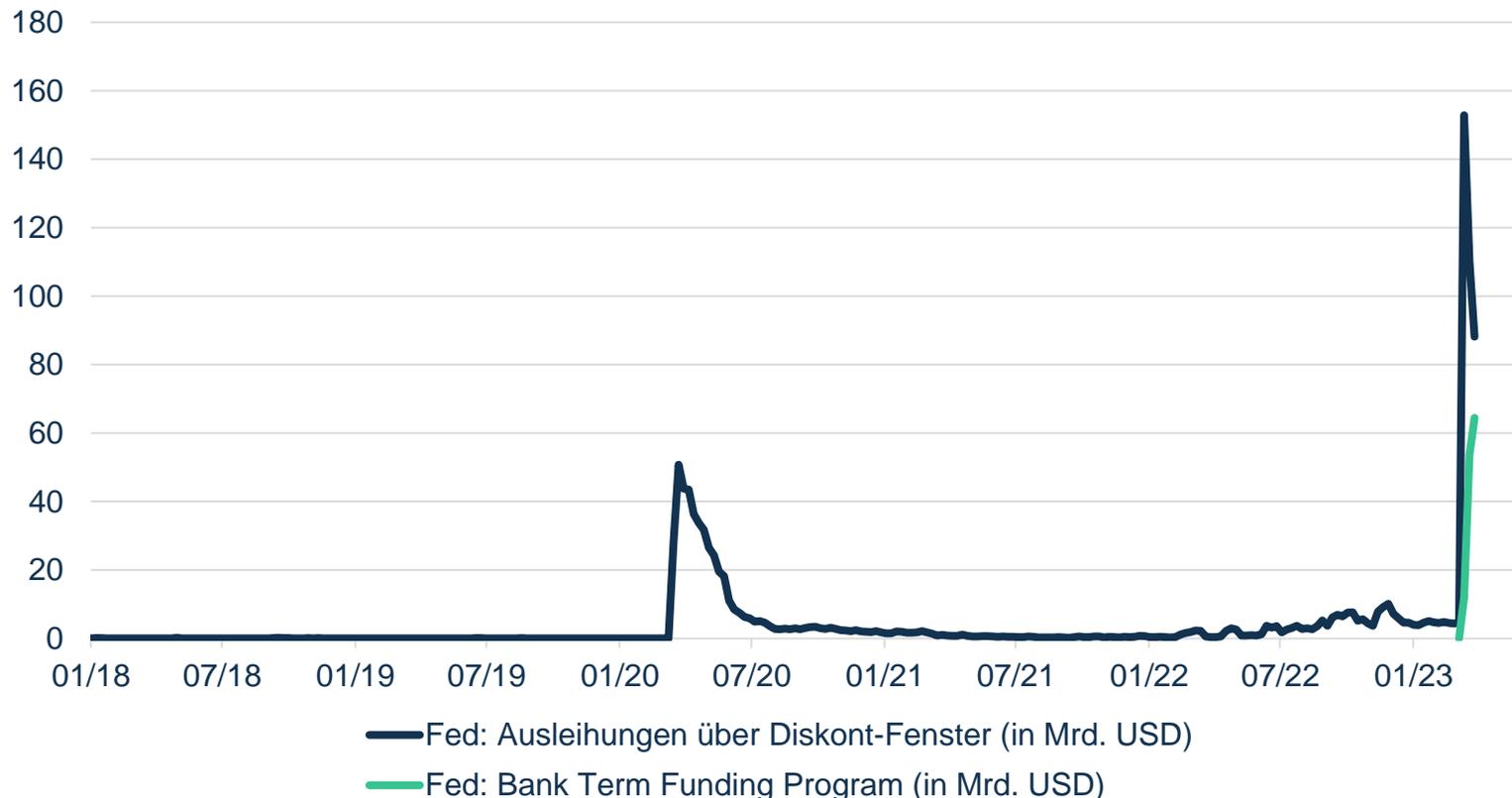
Zinserhöhungsschritte ausgewählter Notenbanken seit Dezember 2021 (in Bp, je Monat)



- EZB: Keine Guidance mehr für künftige Zinsschritte – Fahren auf Sicht!
- Fed: Nur noch leichte Neigung zu weiteren Zinsanhebungen. Powell: Haben über Pause diskutiert.
- BoE: Weitere Anhebungen nötig, falls Inflation persistent.
- Kanada: BoC legt Zinspause ein. Tür für weitere Anhebungen offen.
- Schweiz: SNB macht trotz Credit Suisse „großen“ Schritt.
- Norwegen „gegen den Trend“: Norges Bank beendet Zinspause, weitere Anhebungen zudem in Aussicht gestellt.

Fed: Diskontfenster so stark beansprucht wie zuletzt 2008

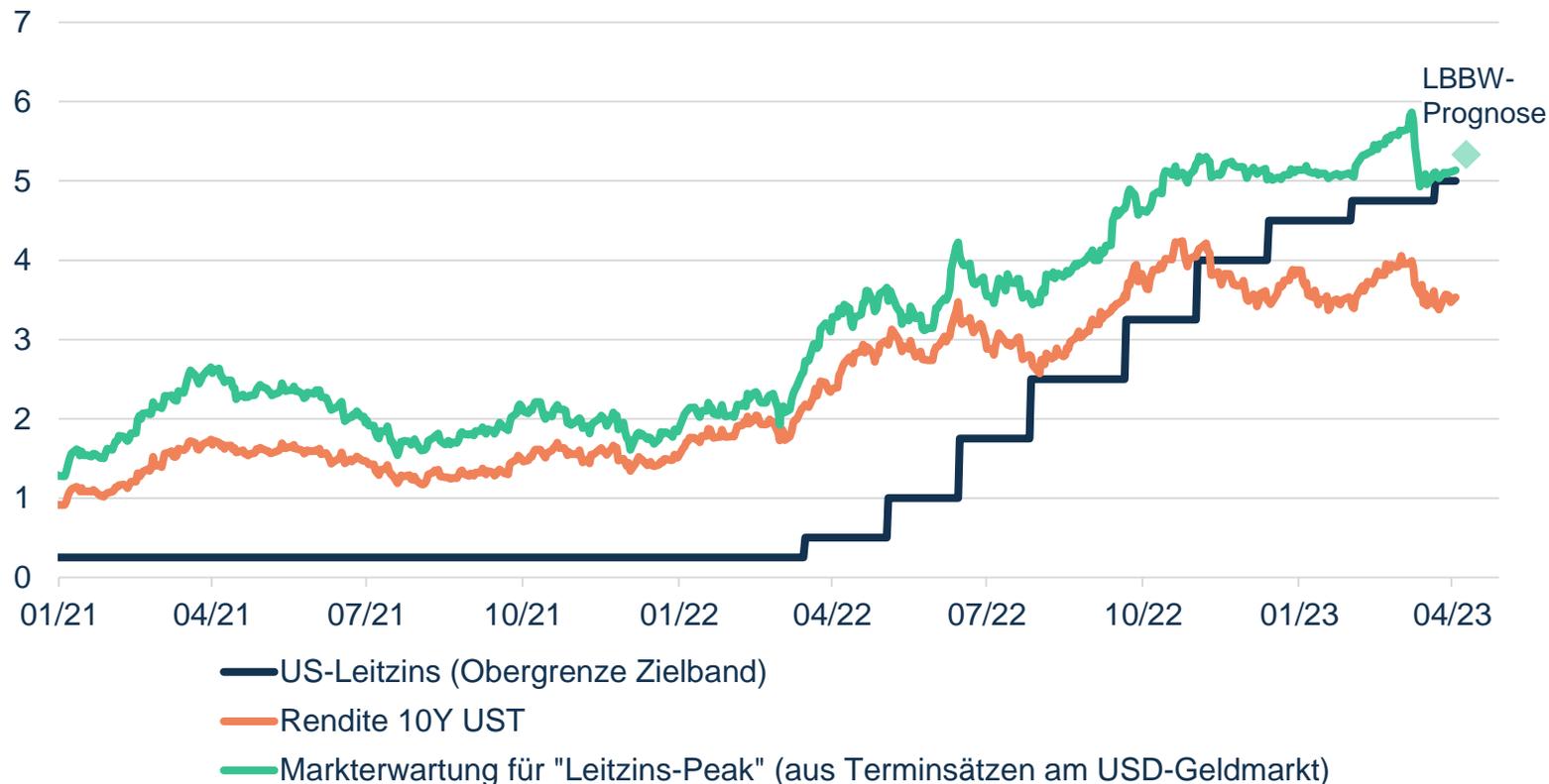
Inanspruchnahme des Fed-Diskontfensters und des Bank Term Funding Programs (BTFP; in Mrd. USD)



- In der Woche vom 15. März haben sich Banken 152 Mrd. USD über das Diskontfenster der Fed geliehen – ein neuer Rekordwert. Seitdem ging die Inanspruchnahme schrittweise wieder auf zuletzt 88 Mrd. USD zurück.
- Die neu geschaffene Liqui-Fazität (BTFP) wurde mit 64 Mrd. USD beansprucht.
- Implikationen der Bankenturbulenzen auf die Geldpolitik laut Fed-Einschätzung:
- **Straffung der Financial Conditions + schärfere Kreditvergabebedingungen = c.p. weniger Straffung der Geldpolitik nötig, um Preisniveaustabilitätsziel zu erreichen.**
- Neue Guidance weniger „hawkish“ als zuvor: „Etwas zusätzliche Straffung“ könnte angemessen sein.

Fed: Eine weitere Anhebung, und das war's!

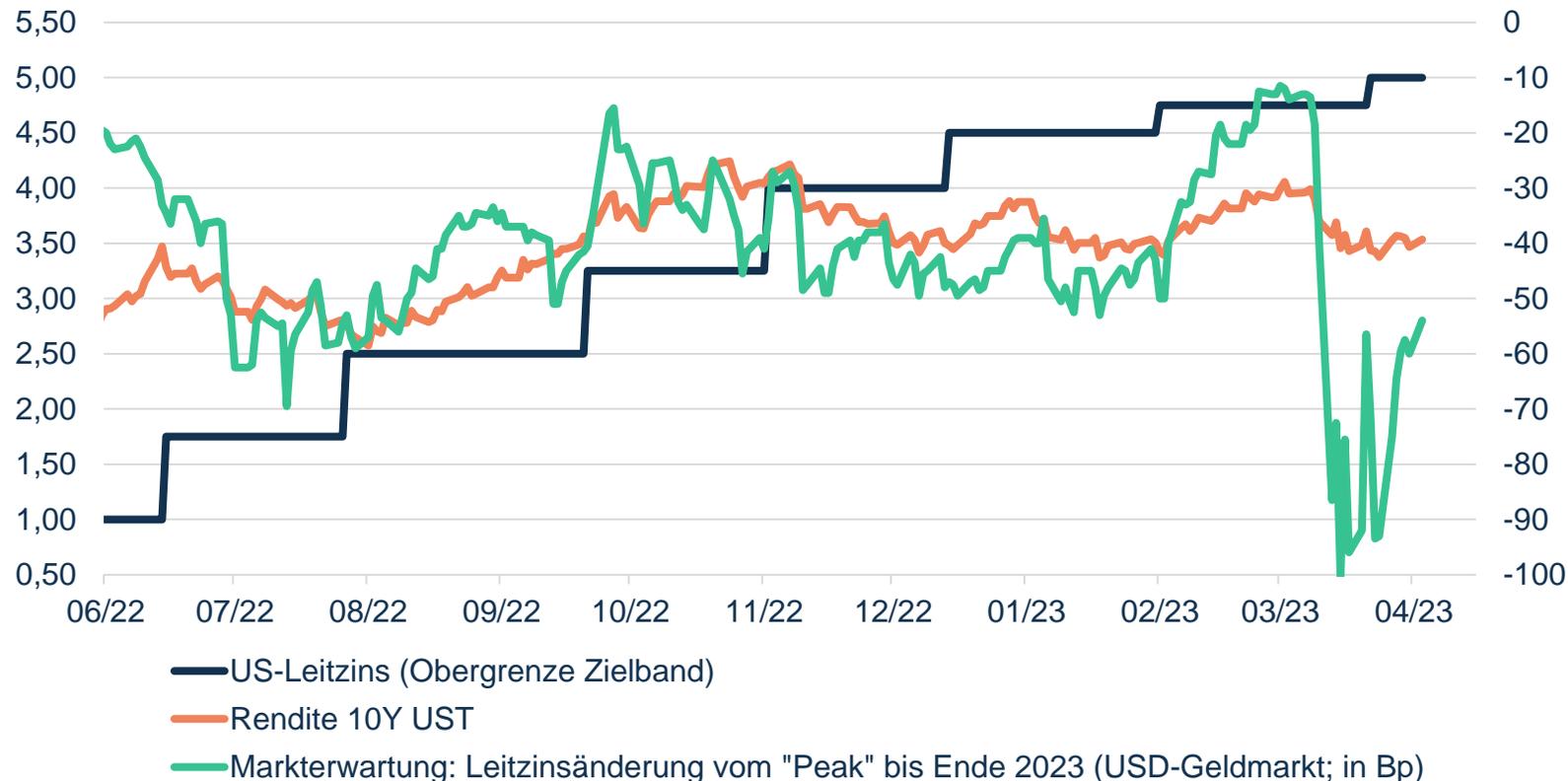
Obergrenze Tagesgeldzielband, Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Markterwartung für „Peak“-Leitzins



- Terminalsätze am USD-Geldmarkt: Peak-Leitzins bei 5,10 %.
- Leitzinsprojektion der Fed per Ende 2023 unverändert bei 5,10 % (entspricht Zielband-Obergrenze von 5,25 %) = ein weiterer Zinsschritt von 25 Bp.
- „Dot Plot“ unterschwellig etwas „hawkischer“: Sieben von 18 Notenbankern sind für mehr als einen weiteren Zinsschritt.
- Mehr als ein Zinsschritt u.E. noch immer denkbar, falls Kerninflation persistent bleibt (Jahresrate dürfte bis Juni indes fallen) und Bankenbeben schnell vollständig abebbt.
- => Wir senken unsere Peak-Leitzinsprognose von 5,5 % auf 5,25 %. Unsicherheitsmarge noch immer sehr groß!

USD-Rentenmarkt: Markt setzt auf „bewährtes“ Krisenreaktionsmuster – beträchtliches Kursrisiko!

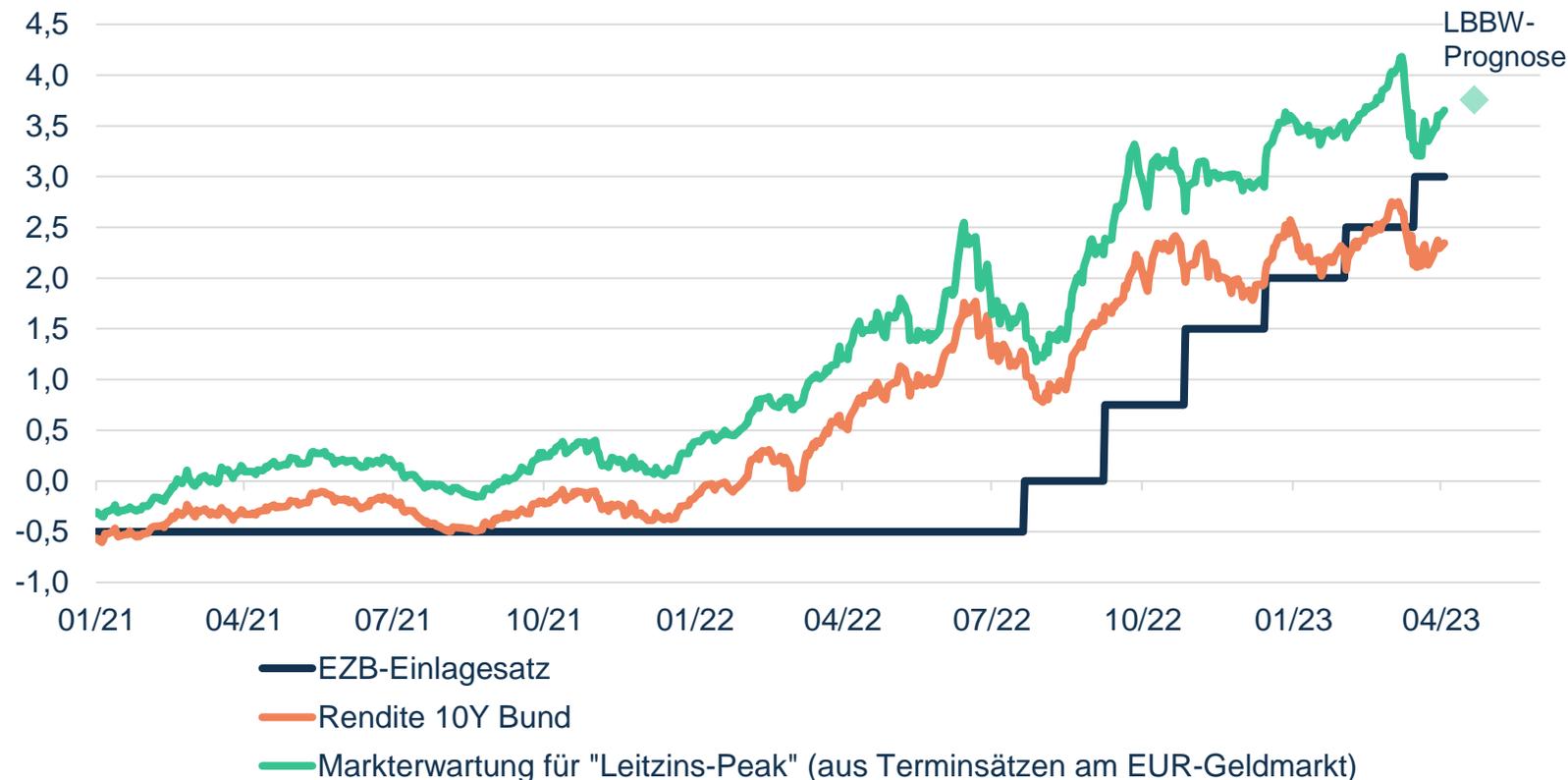
USD-Leitzins, Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Zinssenkungserwartung ab „Peak Leitzins“ bis Ende 2023



- 10Y UST: Finanzmarktstress zuletzt Haupttreiber. Weitgehende Korrektur des Februar-Spikes, erstens aufgrund „Flight to Quality“; zweitens extreme Kehrtwende bei Zinssenkungsspekulation.
- Markt preist ab Q3 Zinssenkungen ein, aktuell rund 55 Bp bis Ende 2023 (ab Zins-Peak) = mehr als 25 Bp pro Quartal!
- Powell hat erneut bekräftigt, er rechne nicht mit Zinssenkungen dieses Jahr. Dot Plot für 2024 sogar etwas höher als im Dezember.
- => Markt lehnt sich weit aus dem Fenster mit Zinswende: setzt darauf, dass sich Faktor Finanzstabilität durchsetzt. Falls **Separationsansatz** (reichliche Liquidität + straffe Geldpolitik) gelingt, sind die Renditen deutlich zu tief gefallen!

EZB: Markt preist Peak-Einlagesatz von 3,50 % ein

EZB-Einlagesatz, Rendite 10-jähriger Bunds und Markterwartung für „Peak“-Leitzins



- Banken-Schock hat zu massiver Abwärts-Verschiebung des erwarteten Leitzinspfads geführt!
- Peak-Leitzinserwartung in der Spitze um rund 100 Bp gefallen. Moderate Erholung zuletzt; Markt extrem instabil.
- Makro-Daten legen u.E. noch immer mehrere weitere Zinsschritte nahe: Kerninflation hat noch nicht gedreht, und Konjunkturstimmung hellt sich auf (Services PMI, ifo).
- => Aktuelle Peak-Leitzinsprognose von 3,75 % (Einlagesatz) jetzt zwar eher mit leichten Abwärtsrisiken, aber Markt (zwei Zinsschritte) u.E. etwas zu vorsichtig.

EUR-Rentenmarkt: Hält der mittelfristige Renditeaufwärtstrend?

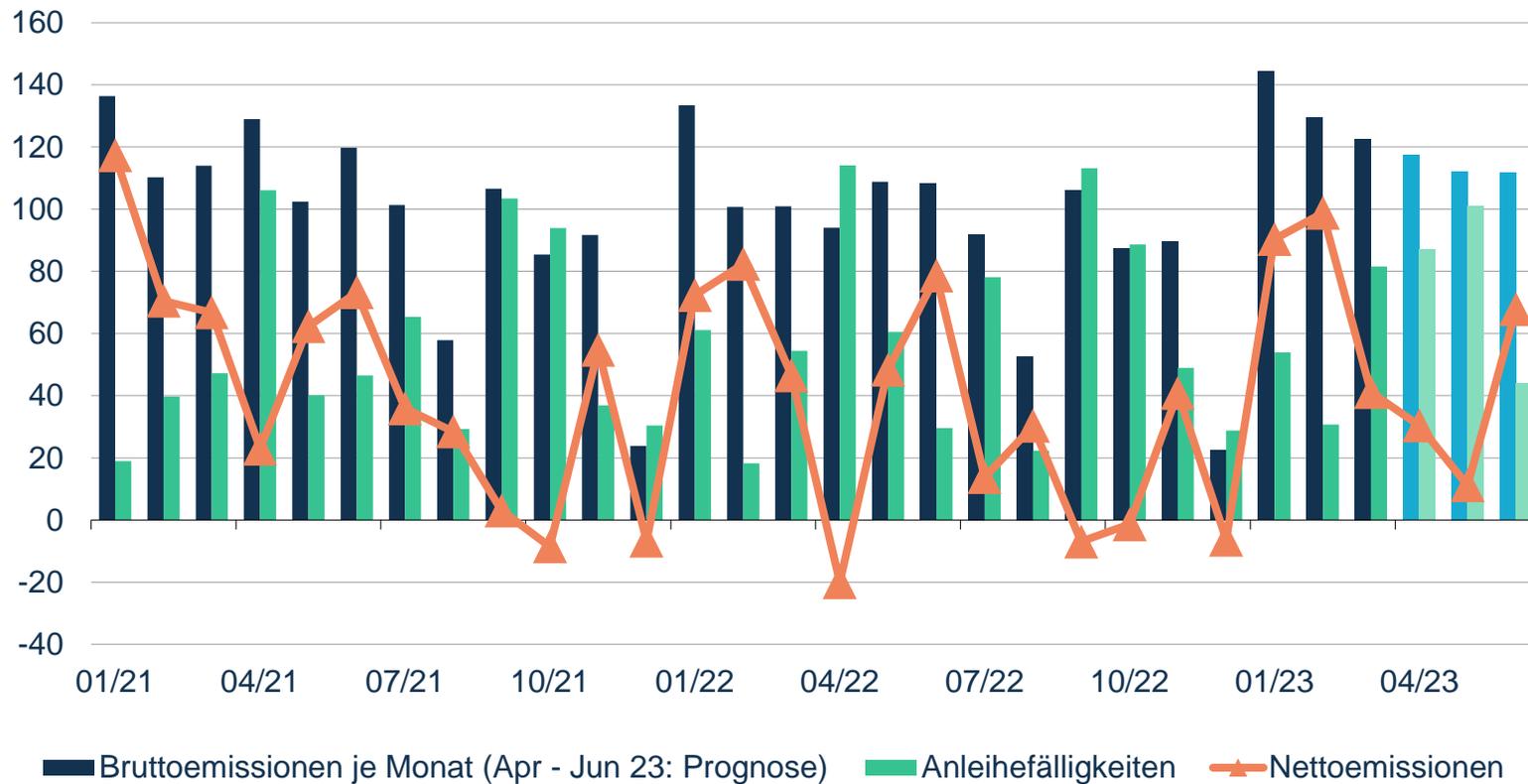
Renditen 10-jähriger Bundesanleihen und DAX



- Rendite 10Y Bund aktuell fast 50 Bp unter Zyklushoch.
- Weiterhin extreme Ausschläge: Vola in Folge der Bankenturbulenzen nochmals gestiegen, zeitweise auf historische Spitzenwerte (tägliche Handelsspannen).
- Dünne Marktliquidität v.a. in Stressphasen ist bekanntes Problem und wirkt verstärkend auf Vola/Momentum (-> Herdentrieb!)
- Renditeaufwärtstrend seit März 2022 getestet, verläuft aktuell knapp über 2 %.
- Trendbruch könnte bullishes Momentum verstärken. Aber Achtung: „False Break“ bzw. „Bullenfalle“ als Gefahr!
- Wir haben unsere Renditeprognose mit Verweis auf latente Finanzstabilitätsrisiken moderat gesenkt.

EUR-Staatsanleihemarkt: Nettoangebot dürfte sich im zweiten Quartal halbieren

Brutto- und Nettoangebot an Euro-Staatsanleihen je Monat seit Anfang 2021 (in Mrd. Euro; Q2 2023: LBBW-Prognose)



- Der Nettoangebotsdruck am EUR-Staatsanleihemarkt halbiert sich Q/Q im zweiten Quartal. Dies wirkt c.p. leicht kursstützend.
- Letzteres spricht dafür, dass der positive Start ins Rentenjahr 2023 wieder sticht. Statistisch gesehen sollten die Renditen bis in den Sommer hinein weiter sinken.
- Andererseits: Das Bankenbeben könnte nur eine temporäre Verwerfung sein, ähnlich wie beim Ausbruch des Ukraine-Kriegs vor einem Jahr.
- Das idealtypische Saisonmuster, basierend auf der gesamten Historie, spiegelt ein eher rentenschwaches Frühjahr wider.

Fazit: Renditeaufwärtsrisiken, sofern Bankensorgen abebben

USD-Zinsen und Prognose

in %

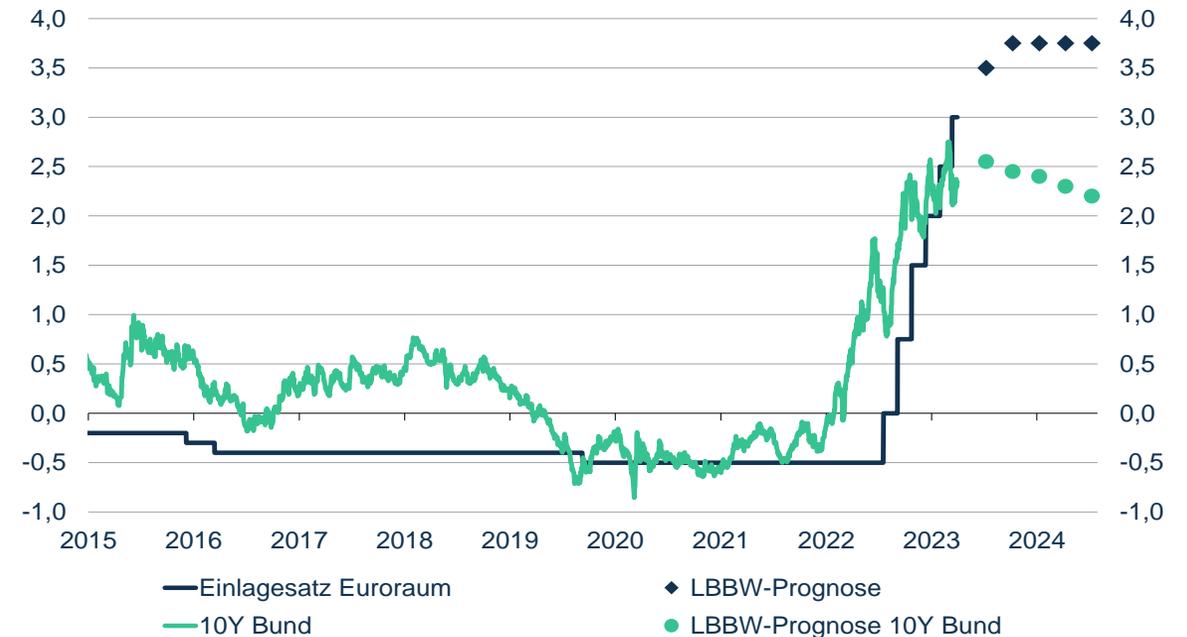


- Eine weitere Zinserhöhung um 25 Bp im Mai 2023. Danach Plateau auf erheblich restriktivem Niveau für 6-9 Monate.
- Leitzins-Peak bei 5,25 %. Erste Senkung im März 2024, Lockerungsschritte um jeweils 25 Bp pro Sitzung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

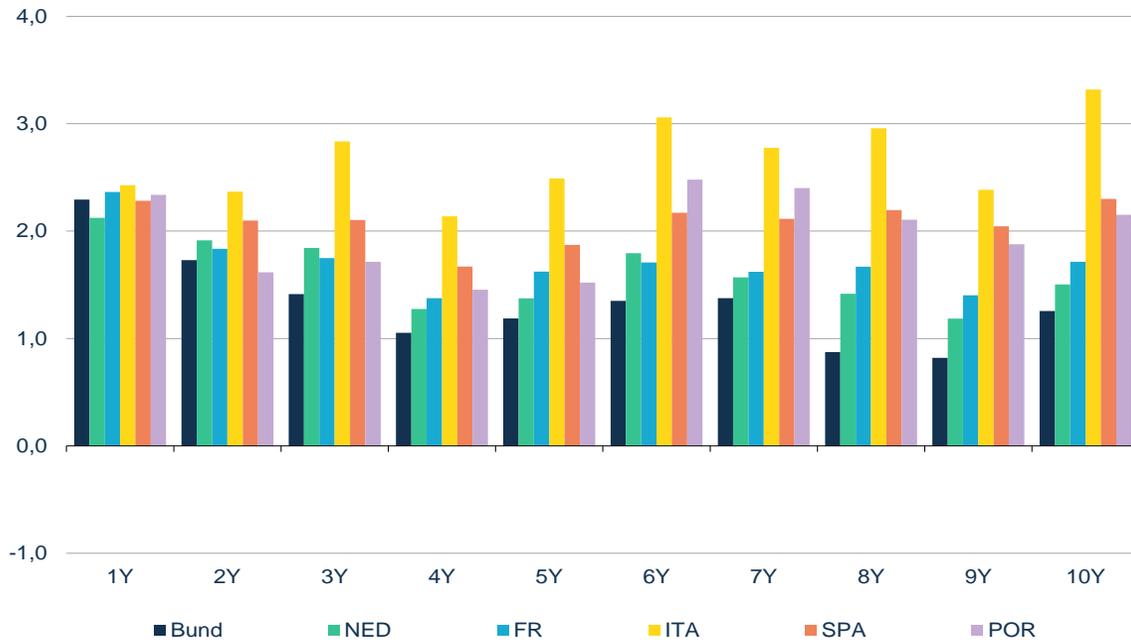


- Noch zwei bis drei Zinserhöhungen zu je 25 Bp bis Q3 2023. Einlagesatz-Peak bei 3,75 %. Erste Senkung nicht vor H2 2024.
- Langfristzinsen kurzfristig mit Aufwärtsrisiken, sobald Finanzstabilitätssorgen abebben. Mittelfristig Trendwende erwartet.

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries bis Jahresende 2023

Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: unveränderte Spreads)

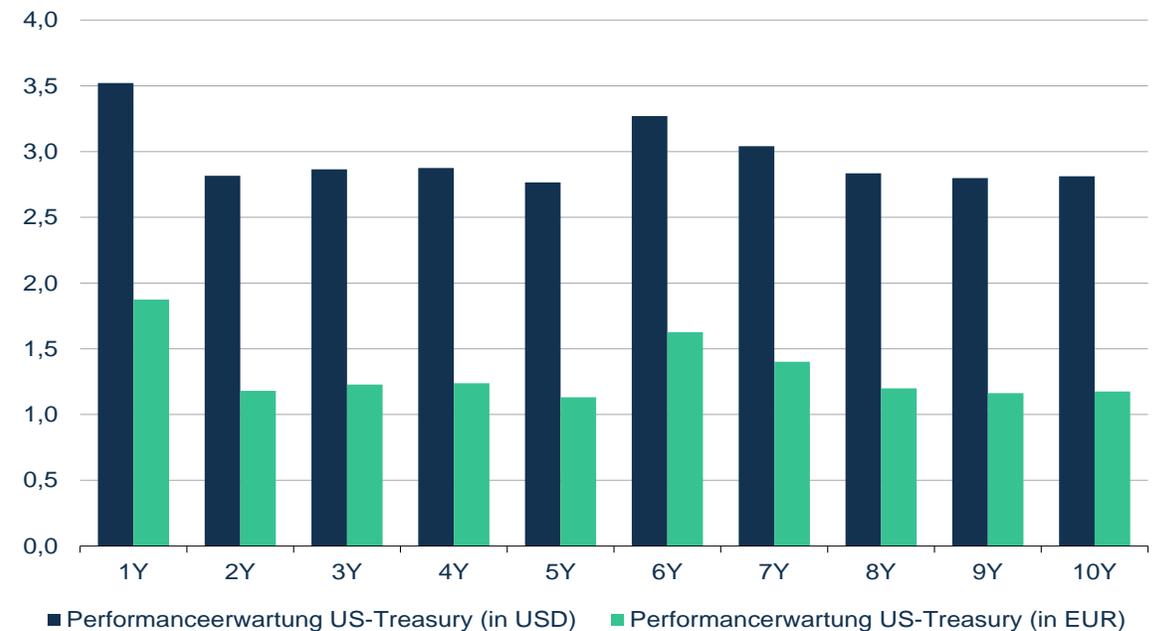


- Kurzfristig Übergewicht bei Kursrisiken. Mittelfristiges Performancepotenzial durch jüngste Rally teilweise „verfrühstückt“.
- Positive Performanceerwartung in der Peripherie unter Annahme stabiler Spreads.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Hoher Zinsvorsprung stützt kurzfristig. Mittelfristig dürfte sinkende Zinsdifferenz zur Belastung werden.
- Allokationsempfehlung auf „neutral“ belassen.

Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Jun-23	Forecast 31-Dec-23	30-Jun-24	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	3.50	4.00	4.25	4.25	
ECB Deposit Rate	3.00	3.50	3.75	3.75	
Overnight Rate (€STR)	2.88	3.45	3.75	3.75	
3M Euribor	3.05	3.65	3.75	3.65	
Swap 2Y	3.39	3.65	3.30	2.85	
Swap 5Y	3.01	3.25	2.95	2.65	
Swap 10Y	2.92	3.15	2.90	2.70	
Bund 2Y	2.70	3.00	2.75	2.35	
Bund 5Y	2.27	2.60	2.40	2.15	
Bund 10Y	2.24	2.55	2.40	2.20	
USA					
Fed Funds Target Rate	5.00	5.25	5.25	4.50	
Overnight Rate (SOFR)	4.87	5.10	5.10	4.35	
3M Money Market	5.19	5.10	5.00	4.25	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.01	4.50	3.95	3.35	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.28	3.75	3.35	3.10	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.13	3.50	3.25	3.10	
Treasury 2Y	4.08	4.45	3.90	3.30	
Treasury 5Y	3.55	3.95	3.55	3.25	
Treasury 10Y	3.42	3.75	3.50	3.30	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.01	0.00	0.10	0.20
Japan	10Y Government Bond	0.37	0.35	0.45	0.75
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.18	4.20	4.20	3.95
UK	10Y Government Bond	3.43	3.55	3.30	3.15
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.42	1.55	1.55	1.55
Switzerland	10Y Government Bond	1.23	1.40	1.15	0.95

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

05

Credits:
Unternehmen
hielten sich im
März gut



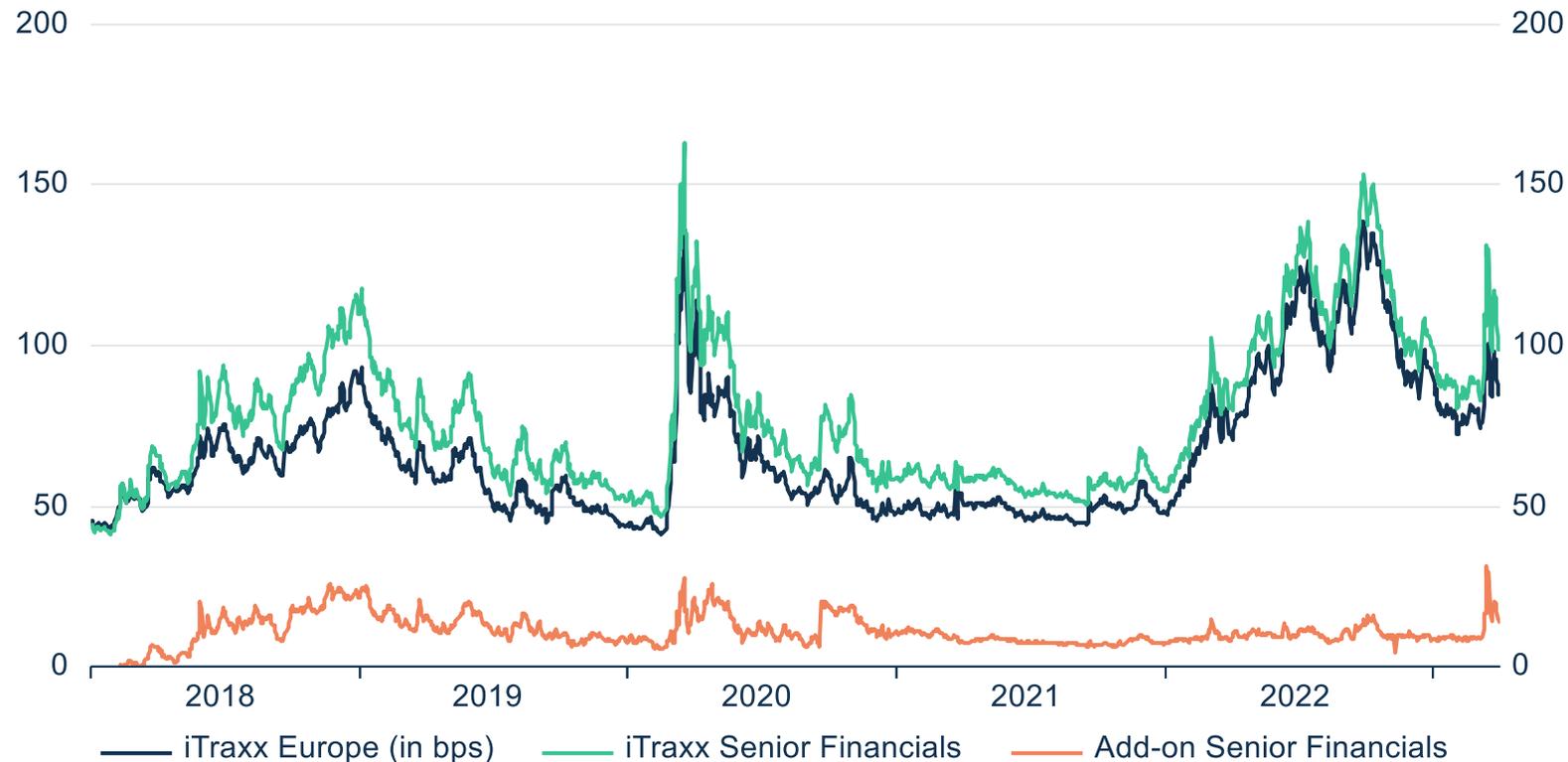
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

Rodger Rinke, CFA
Senior Investment Analyst
Tel: +49 711 127- 4 68 60
rodger.rinke@LBBW.de

Sprung v.a. bei CDS für Financials

CDS Corporates versus Financials

Investmentgrade-Indizes für 5Y CDS (Ausfallversicherungs-Prämie in Basispunkten)



- Die Credit Default Swaps für Banken stiegen im März 2023 im Zuge der Bankenkrise deutlich stärker an als die CDS für Unternehmen.
- Der iTraxx Europe enthält neben 95 CDS für Unternehmen auch 30 Financials-CDS. Insofern wurde dieser Index sogar direkt von Ausweitungen bei Banken betroffen.
- Die CDS-Prämie für den Banken-Index Senior Financials lag in den vergangenen Jahren meist 10-20 Basispunkte über dem iTraxx Europe.
- Mit dem zwischenzeitlichen Sprung bei diesem „Add-on“ auf ca. 30 Basispunkte wurde das höchste Niveau seit 2018 erreicht. Nur im Zuge der Euro-Krise herrschte längere Zeit eine deutlich höhere Differenz vor (2011/12 sogar über 100 Bp.).

Anleihe-Spreads von Unternehmen kaum betroffen

Anleihe-Spreads Banken versus Unternehmen

Investmentgrade-Indizes für EUR-Bonds

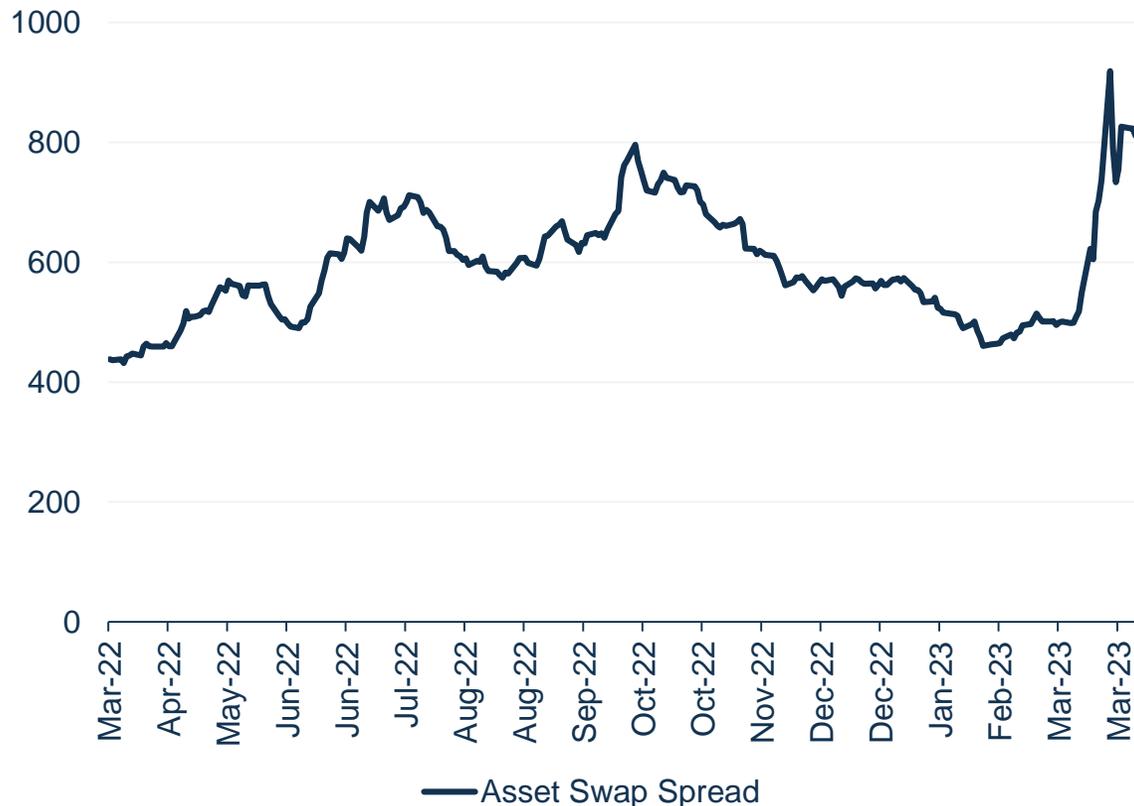


- Die Spreads der Unternehmensanleihen (Non-Financials) wurden nur in geringem Ausmaß durch die Bankenturbulenzen belastet.
- Aktuell liegen die Corporates Spreads in etwa auf dem Stand vom Jahresanfang.
- Höhere Ausschläge gab es bei den Bankanleihen, insbesondere bei nachrangigen Papieren. Auch hier setzte nach dem kurzzeitigen Schock eine Erholung ein.

Verwerfungen am AT1-Markt: Sonderweg der FINMA und die Folgen

Nachrangige Bankanleihen AT1

ASW-Spread in Bp.



Quelle: Markit, LBBW Research

- Schweizer Finanzaufsicht (FINMA) hebt bei Übernahme von Credit Suisse (CS) durch UBS **Haftungskaskade** aus: Vollständige Abschreibung des Nennwerts aller AT1-Anleihen der CS; Aktionäre „nur“ mit Verlusten.
- Verbindung AT1-Abschreibungen mit Liquiditätshilfen über **kurzfristiges „Notgesetz“**.
- **AT1-Markt** (rund 250 Mrd. USD) in grundsätzlicher Sorge: Ist ein Präzedenzfall geschaffen worden?
- Daraufhin haben die Behörden EBA / EZB-Aufsicht explizit klargestellt, dass dies **nicht exemplarisch ist für das Vorgehen bei den EU-Banken**.
- **Marktkonvention der Rückzahlung zum 1. Termin wird stark in Frage gestellt.** 18 Mrd. USD an europ. CoCos mit 1. Call-Termin in 2023. Calls jedoch nicht unwahrscheinlich, da hohe Resets!
- **AT1-Markt für Neuemissionen aktuell geschlossen**; deutliche Verteuerung des Fundings – selbst für Top-Tier-Banken.
- **Rückzug** einiger Investoren wahrscheinlich: z.B. Private Wealth.

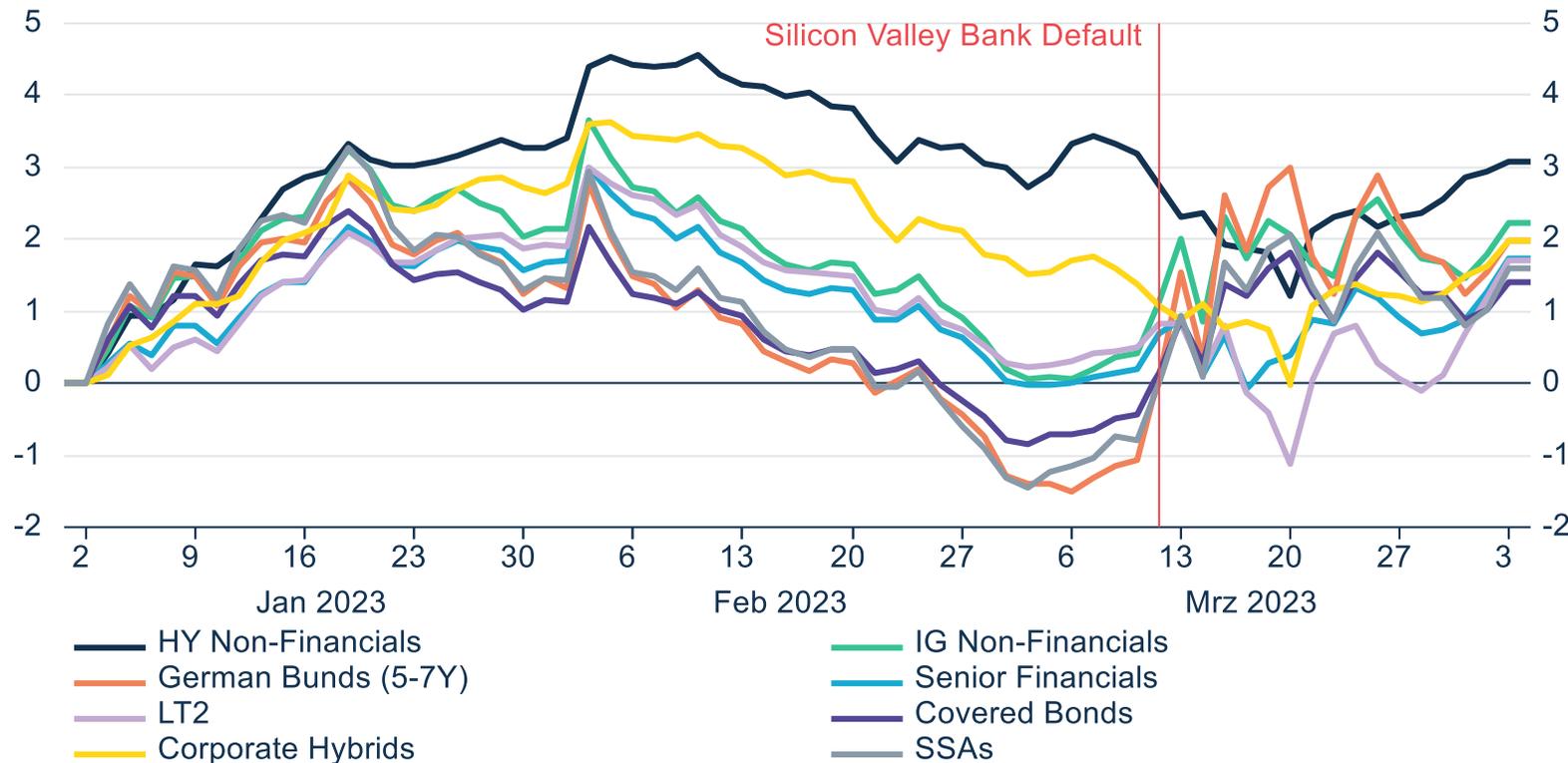


Ausverkauf des Marktes, u.a. durch deutliche Auspreisung der Call-Wahrscheinlichkeit und höhere Risikoprämie.

Credits trotz Unruhe mit positiver YTD-Performance

Total Return seit Jahresanfang 2023

in Prozent



- In Bezug auf den Total Return gab es für die Investoren keinen Anlass zur Panik.
- Ein durch Unsicherheit im März verursachter starker Rückgang der Bund-Renditen bewirkte einen gegenläufigen (positiven) Effekt zu (negativen) Spreadausweitungen.
- Für die Zeit seit Jahresanfang liegen alle hier dargestellten Credit-Assetklassen im Plus – sogar die nachrangigen LT2-Bankanleihen.

06

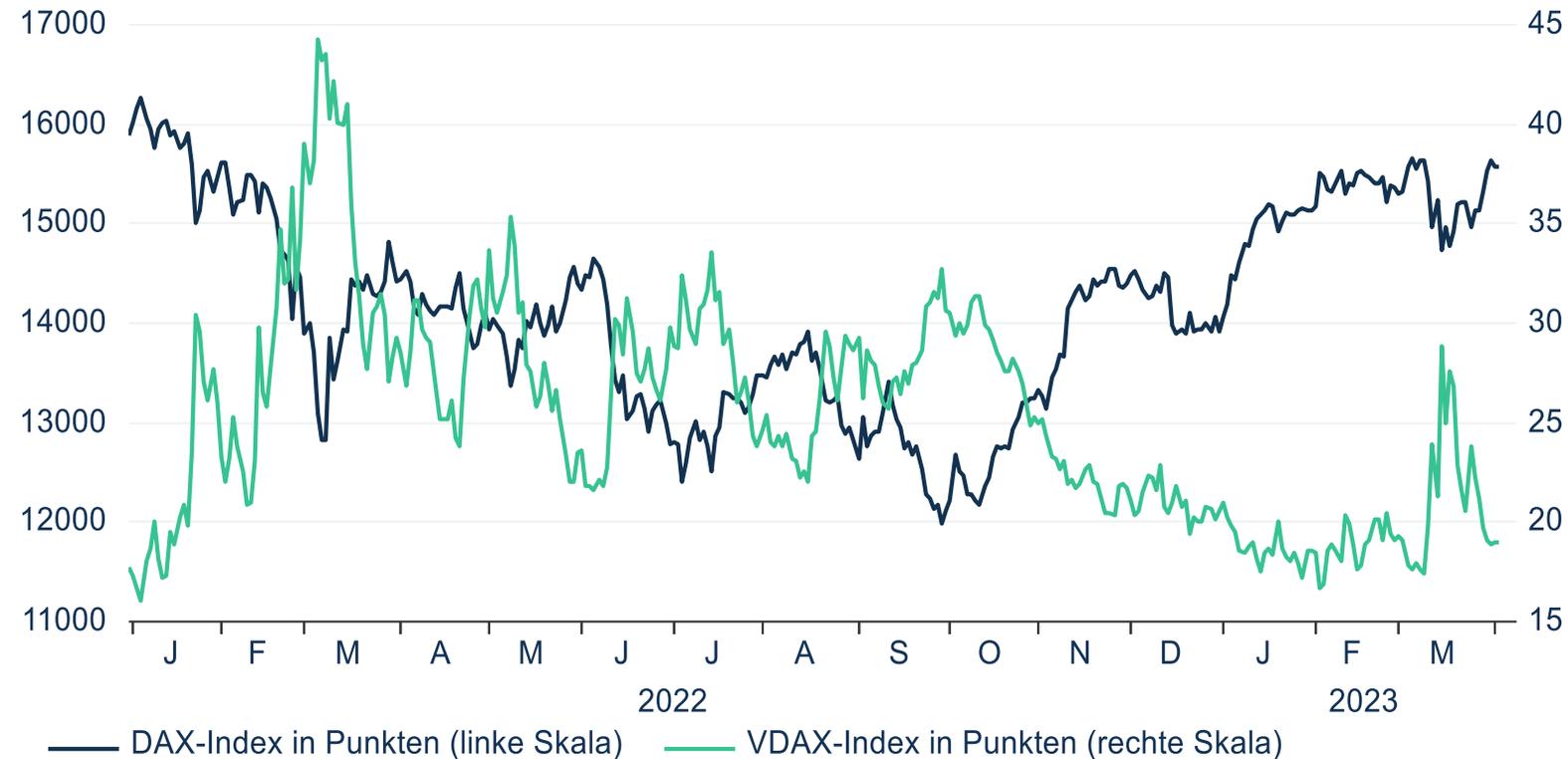
**Aktien:
Dividenden-
rekord
voraus!**

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

Aktienmärkte lassen Bankenstress hinter sich

DAX und VDAX

seit Jahresbeginn 2022

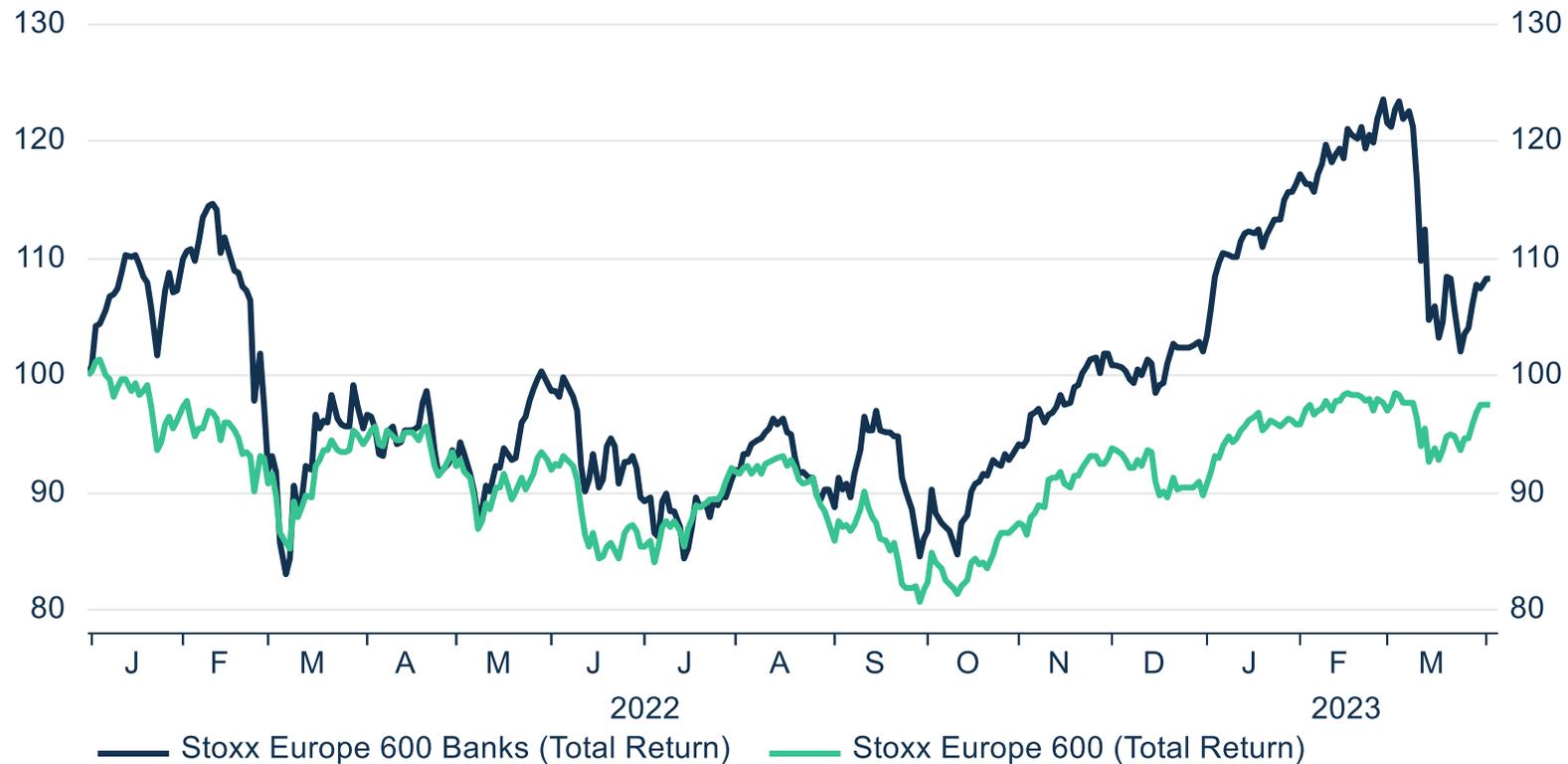


- Die Aktienmärkte starteten bis Ende Februar fulminant ins neue Jahr. Die konjunkturelle Verfassung in Europa erwies sich als deutlich besser als befürchtet, eine Gasmangellage wurde vermieden, und das Reopening der VR China half insbesondere dem DAX. Hinzu kam die Aussicht auf „Peak Inflation“ in Verbindung mit einer Wette auf einen nahenden Zinsgipfel.
- Der Kollaps der Silicon Valley Bank und die spektakuläre Übernahme der Credit Suisse durch die UBS brachten die Märkte kurz aus dem Tritt.
- Ende März scheint der Sturm fürs Erste überstanden. Der DAX ist wieder zurück auf dem Niveau vor Ausbruch des Bankenstress. Auch die Volatilitäten zeigen wieder Normalität an.

Europäische Banken lassen Federn

Stoxx Europe Banken und Stoxx Europe 600

indexiert, 1.1.2022=100

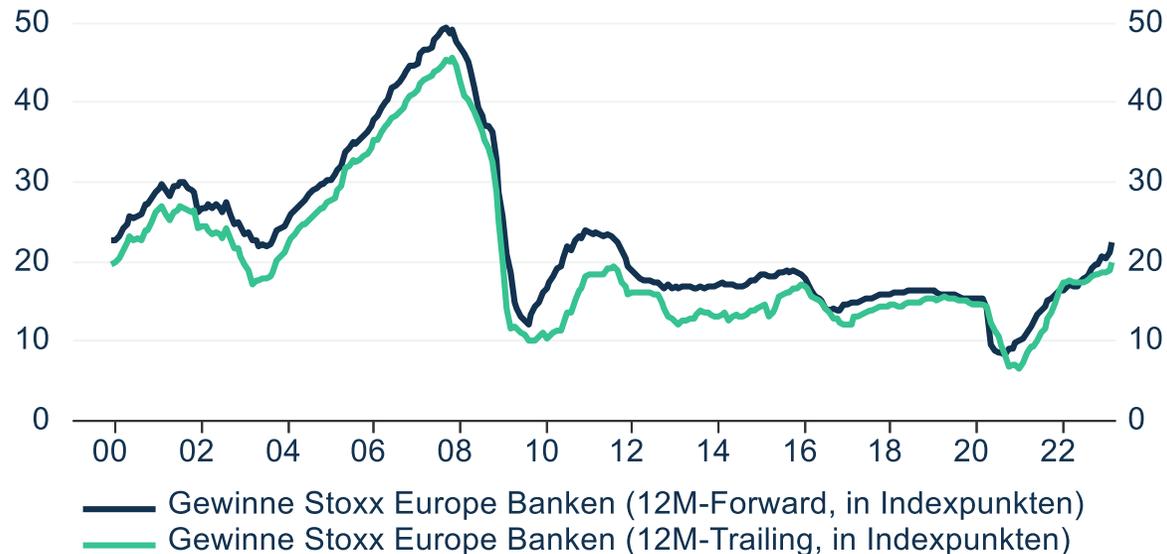


- Wir hatten den Sektor seit September 2022 auf „übergewichten“. Schon 2022 zählten Banken zu den Outperformern an den Aktienmärkten. 2023 beschleunigte sich die Dynamik sogar noch, ehe der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank zu deutlichen Abverkäufen führte.
- Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass Banken in den Portfolien der Fondsmanager besonders übergewichtet waren. Der Sektor war im Februar der „most crowded trade“ in der monatlichen Fondsmanagerumfrage der Bank of America.
- Das Chance-Risikoprofil hatte sich nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank jäh eingetrübt. Wir haben den Sektor auf „neutral“ heruntergestuft.

Aufwärtstrend der Bankgewinne dürfte auslaufen

Gewinne Stoxx Europe Banken

in Indexpunkten

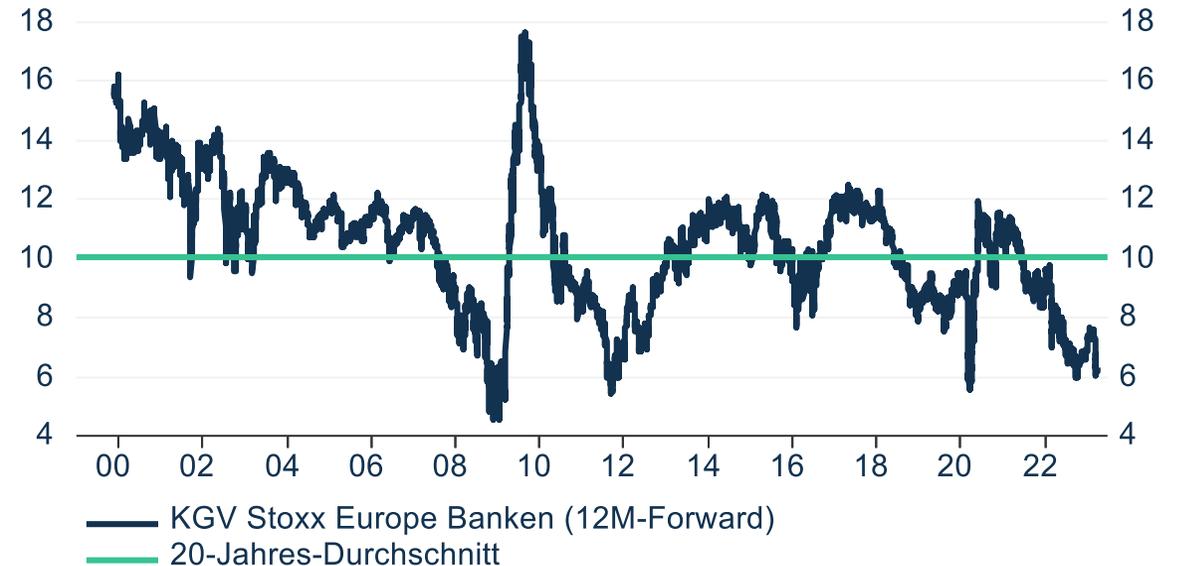


- Der Gewinntrend seit dem Ende der Corona-Krise dürfte erlahmen:
(1) Geringere Erträge aus dem Neugeschäft, weil die Häuser risikoaverser werden und damit die Kreditvergabe restriktiver handhaben, (2) drohende Wertpapierabschreibungen, (3) höhere Risikovorsorge wegen unsicherer Konjunkturlage. (4) zu erwartende Verschärfung durch Regulierung

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

Bewertung Stoxx Europe Banken

in Indexpunkten



- Die aggregierte KGV-Bewertung der europäischen Banken lag zuletzt bei gut 6 auf Basis der aggregierten 12-Monats-Forward-Gewinnschätzungen.
- Die KGVs fallen wegen zu erwartender Gewinnrevisionen wohl eher optisch günstiger aus, als sie es tatsächlich sind.

Technologiebranche attraktiv

Relative Stärke Technology

im Vergleich zum Gesamtmarkt (Stoxx Europe 600)



- Die europäische Branche wurde 2022 vom allgemeinen Trend von „Growth“ hin zu „Value“-Titeln belastet. Wachstumstitel litten als „Long-Duration-Assets“ unter einem massiven Renditeanstieg. Ende des vorigen Jahres stabilisierten sich Tech-Titel nach den markanten Verlusten. Seitdem hat sich der Sektor besser entwickelt als der Gesamtmarkt.

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

Bewertung Stoxx Europe Technology

20-Jahres-Historie

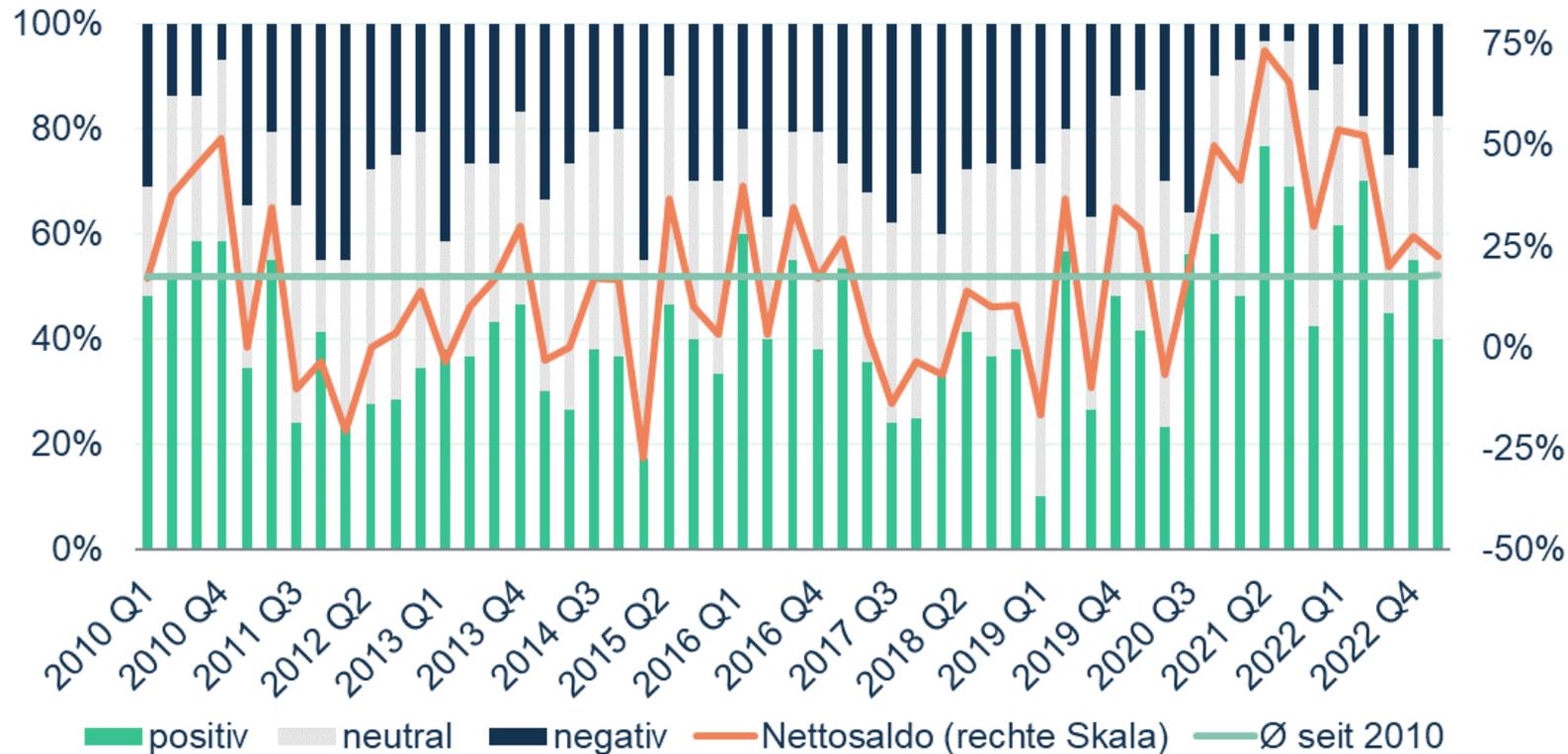


- Technologieaktien sind mit einem KGV von 23 zwar nicht günstig. Gepaart mit intakten Branchentreibern wie IoT, KI oder allgemein der fortschreitenden Digitalisierung der Industrie und des öffentlichen Sektors erachten wir ausgewählte Unternehmen im Software- und Halbleiterbereich wie auch Player im Segment Telekommunikationsequipment für aussichtsreich.

Berichtssaison zwar wenig spektakulär, ...

DAX Berichtssaison

Historie Earnings Surprises

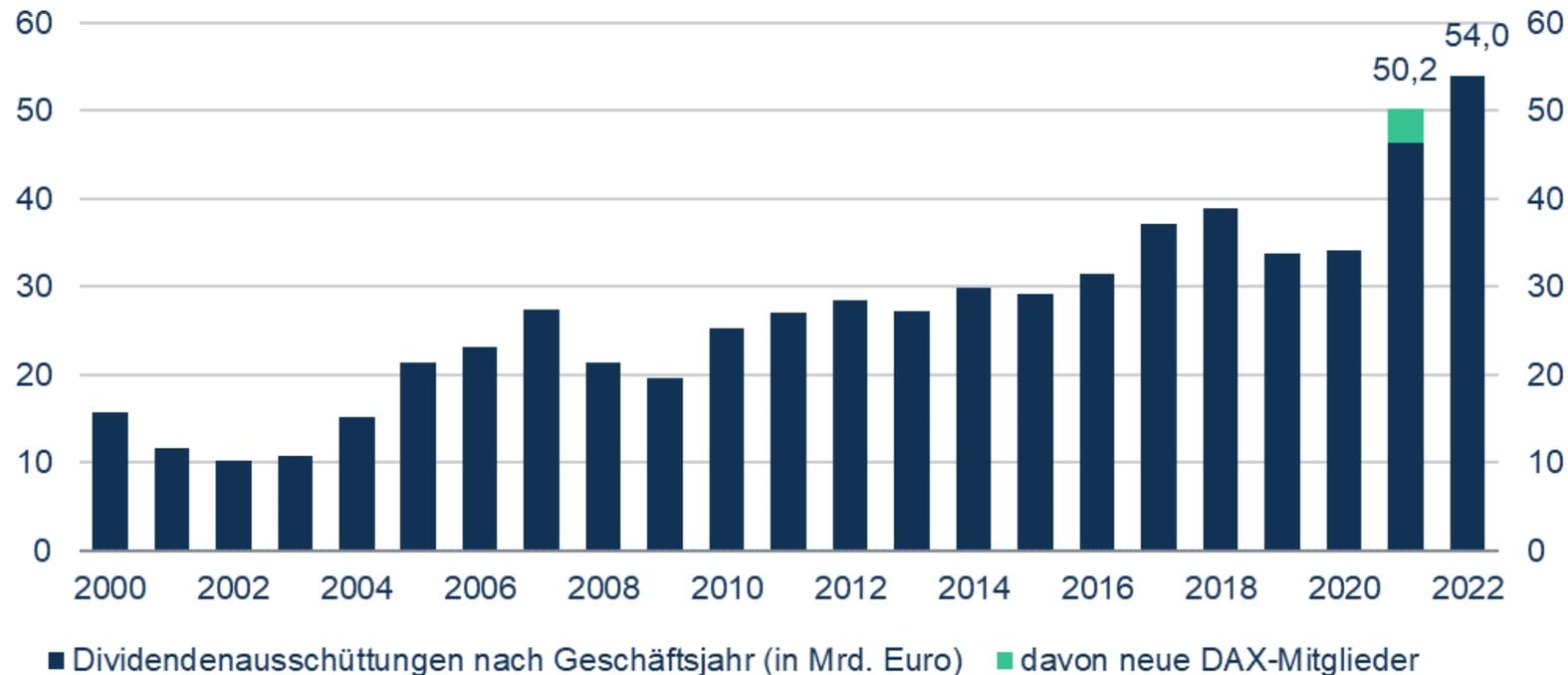


- Die Berichtssaison zum abgelaufenen Geschäftsjahr bzw. zum vierten Quartal zeigte einmal mehr, dass die Unternehmen die vielerlei Herausforderungen gut managen. Abgesehen von einzelnen Ausreißern verlief die Q4-Saison auf aggregierter DAX-Ebene weitgehend unspektakulär.
- 16 der 40 Unternehmen legten besser als erwartete Zahlen vor, nur sieben fielen schwächer als erwartet aus.
- 40 % positive Überraschungen stehen also 18 % negativen Überraschungen gegenüber.
- Dieser „Überschuss“ an positiven Surprises entspricht weitgehend dem historischen Durchschnittswert.

... aber Dividendenrekorde beim DAX 40

Dividendensumme DAX

in Mrd. Euro

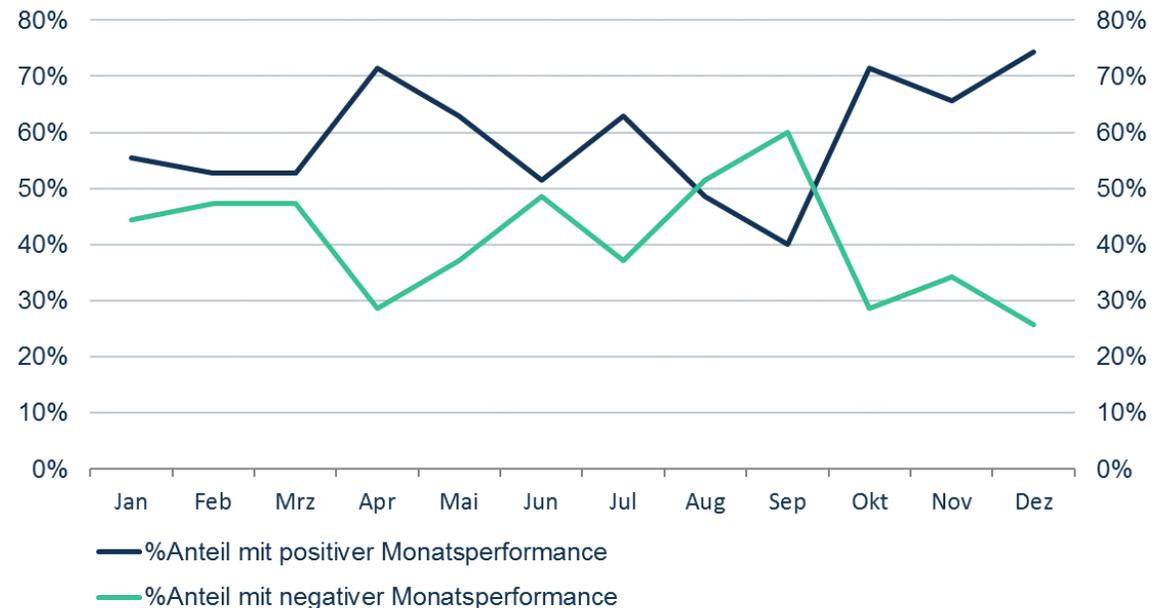


- Nach Abschluss der Berichtssaison liegen nun auch sämtliche Dividendenvorschläge vor.
- Vorbehaltlich der Zustimmung durch die Hauptversammlungen werden die DAX-Konzerne – wie von uns auf Basis der Schätzungen unserer Einzeltitelanalysten erwartet – in der bevorstehenden Dividendensaison mit 54 Mrd. Euro eine neue Rekordsumme an die Aktionäre auskehren.
- Dies dürfte dem DAX in den Monaten April und Mai aufgrund seines Charakters als Performanceindex helfen: Nahezu 300 DAX-Punkte werden in diesen beiden Monaten auf das Konto von Dividendenzahlungen gehen.

Saisonalität spricht für freundlichen April

Saisonalität DAX

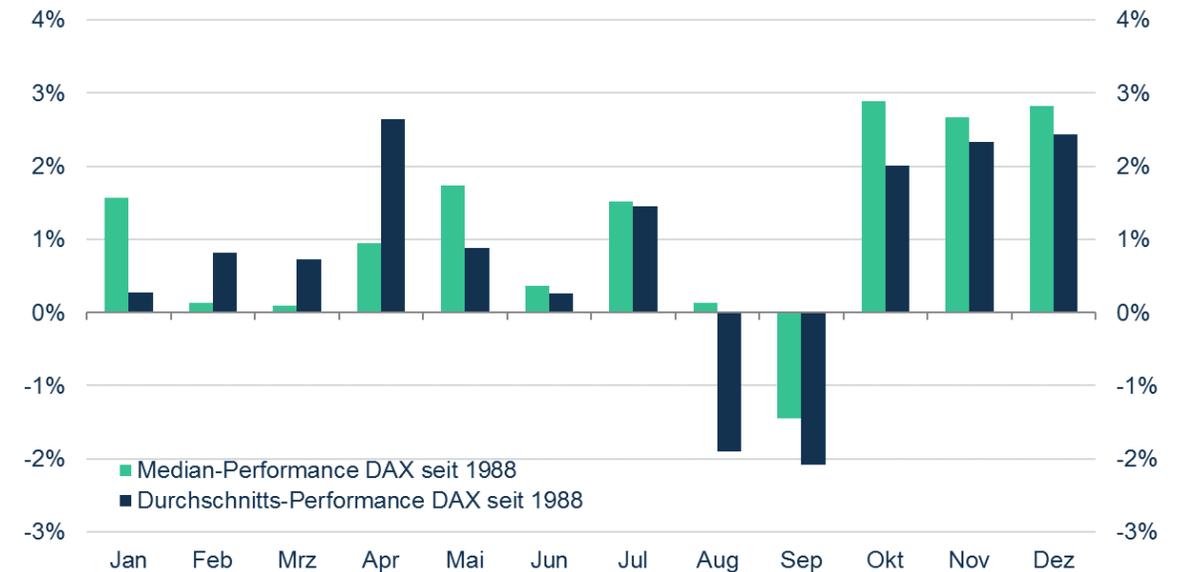
prozentualer Anteil positive und negative Performance



- Der April zählt saisonal gesehen zu den besten Börsenmonaten. In 71,4% der Fälle seit Gründung des DAX im Jahr 1988 erzielte der DAX eine positive Performance.

Performance DAX nach Monaten

Median und Durchschnitt seit 1988



- Im April erzielte der DAX seit 1988 eine durchschnittliche Performance von 2,7%. Im Median liegt diese bei 0,9%.

07

Prognosen und Asset Allokation – Von TINA zu TARA

(TINA = There Is No Alternative
TARA = There Are Reasonable Alternatives)

A person's hand is shown holding a smartphone. The phone's screen displays a financial chart with multiple lines and a bar chart at the bottom. The background is a blurred city street at night with bokeh light effects.

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

Unser großes Bild in Kürze



Konjunktur



- Deutsches BIP im Schlussquartal minus 0,4%; es droht die Gefahr einer technischen Rezession
- Hohe Inflation bremst reale Kaufkraft
- Gasversorgung bleibt Risiko für Europa
- Notenbanken ziehen Zinszügel weiter an



Aktienmärkte



- Risikowahrnehmung der Anleger wegen Bankenbeben erhöht
- Vorsichtige Positionierung empfohlen



Zinsumfeld



Geldmarkt/Notenbanken

- Fed: Ein weiterer Zinsschritt um 25 Basispunkte im Mai 2023; Leitzins-Peak bei 5,25%; erste Senkung in Q1 2024
- EZB: zwei bis drei weitere Zinsschritte; Leitzins-Peak bei 3,75%; erste Senkung nicht vor Q2 2024



Devisen



- Ganz aktuell Euro mit „Oberwasser“, da EZB wohl weiter entfernt von „terminal rate“ als Fed



Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- Sorgen vor neuer Finanzkrise bringen Goldpreis nach oben
- Ängste vor einem Einbruch der Ölnachfrage als Folge einer Finanzkrise lassen Brent auf 15-Monatstief fallen

Renditen

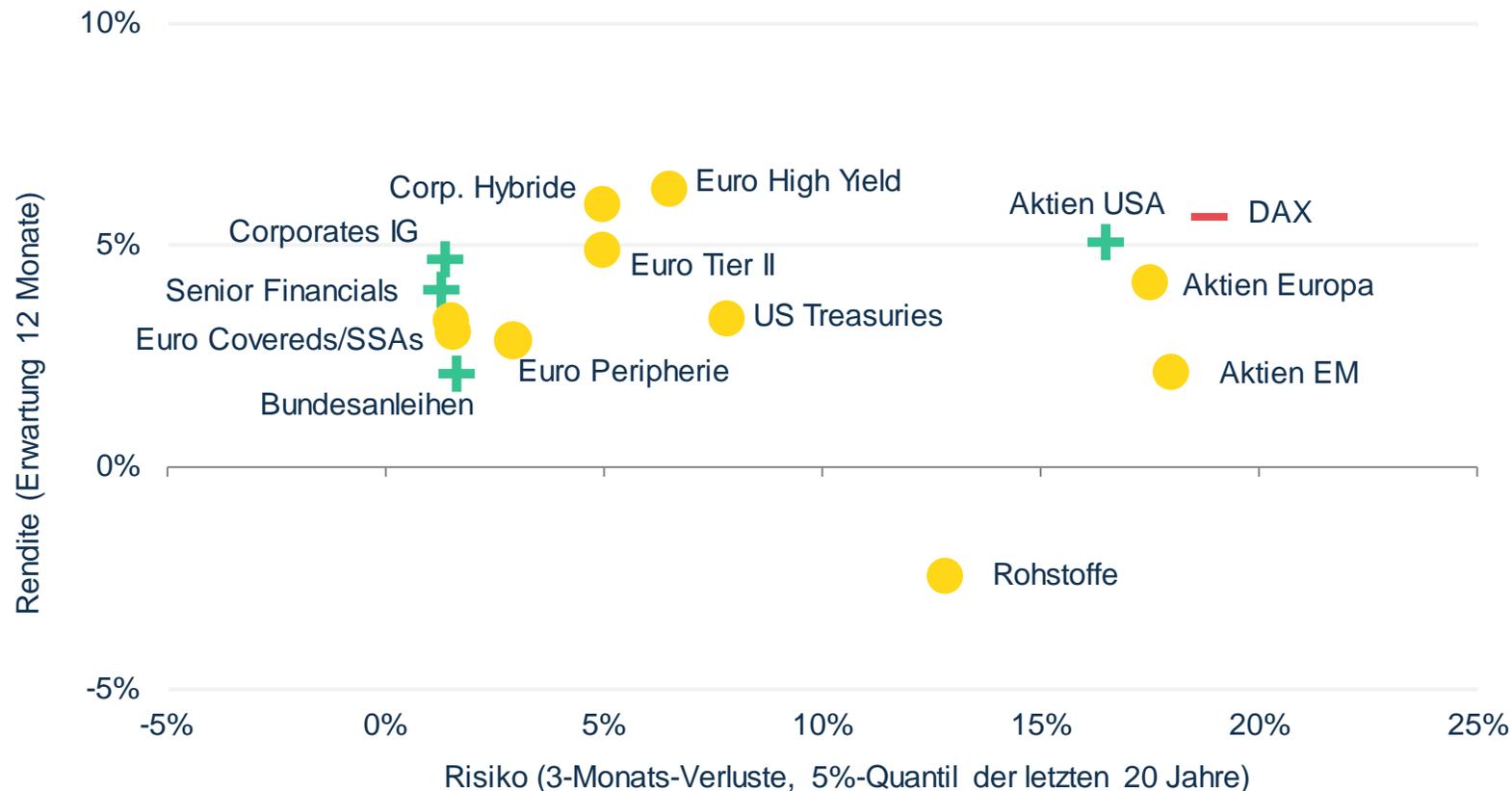


- Renditetrend dürfte nach Abebben des „Bankenschocks“ wieder nach oben drehen; auf eine mittlere Frist, im Zuge nachlassender Inflation, Gegenbewegung erwartet

Asset Allokation auf 12-Monatssicht: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



- Wir erwarten eine fortgesetzt erhöhte Volatilität an den Märkten.
- Mit Rückschlägen für Risiko-Assets, insbesondere Aktien, ist zu rechnen.
- Anleihen haben deutlich an Attraktivität gewonnen. Innerhalb des Fixed-Income-Segments sind u.E. Credits interessant bewertet.

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

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

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Kasse	0			
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/+ 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: Food & Beverages, Technology, Telecoms, Oil & Gas
Aktien	0	+ Automobil Technologie Versicherer Versorger	0/+ USA 0/- Japan 0/+ Europa ex D 0 Deutschland 0/- EMMA Asia 0/+ EMMA ex Asia	Value Dividendenstrategien
Währungen	0/-	gegenüber Euro	+ GBP 0 CNY - JPY, USD, CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/- Edelmetalle 0/+ Industriemetalle 0 Energie	0 Gold - Silber 0 Brent	LBBW Rohstoffe 1
Immobilien	0/-	0/+ Nahversorger, Wohnen 0 Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

LBBW-Prognosen

Konjunktur

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

Zinsen und Spreads

in %	aktuell	30.06.23	31.12.23	30.06.24
EZB Einlagesatz	3,00	3,50	3,75	3,75
Bund 10 Jahre	2,24	2,55 -	2,40 -	2,20 -
Fed Funds	5,00	5,25 -	5,25 -	4,50 -
Treasury 10 Jahre	3,42	3,75 -	3,50 -	3,30 -
BBB Bundspread (in Bp.)	181	170	150	140

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.06.23	31.12.23	30.06.24
DAX	15 581	14 500	16 000	17 000
Euro Stoxx 50	4 311	4 000	4 250	4 500
S&P 500	4 125	3 900	4 250	4 350
Nikkei 225	28 188	26 000	28 000 +	29 000

Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.06.23	31.12.23	30.06.24
US-Dollar je Euro	1,09	1,08	1,10	1,10
Franken je Euro	0,99	0,99	1,01	1,01
Pfund je Euro	0,88	0,88	0,87	0,86
Gold (USD/Feinunze)	1 986	1 900	1 950	2 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	80	80 -	80 -	80

+ Anhoben
- Gesenkt

Kurzübersicht Szenarien

15% Positivszenario

- 1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken beenden Zinsanhebungen, eine Rezession wird vermieden.
- 2) Der Ukraine-Krieg nimmt an Intensität ab, Verhandlungen zwischen den Kriegsparteien werden aufgenommen.
- 3) Russland nimmt Gaslieferungen über noch funktionierende Pipelines zumindest teilweise wieder auf, Energiepreise fallen stark.
- 4) **Risk-On-Modus** an den Kapitalmärkten.

65% Hauptszenario

- 1) Konjunktur durch schwachen Konsum und steigende Leitzinsen belastet.
- 2) Unsicherheiten im Bankensektor lassen wieder nach, verschwinden aber nicht vollständig.
- 3) Ukraine: Waffenstillstand nicht in Sicht, Gasrationierung für Industrie und Haushalte in EU aber unwahrscheinlich.
- 4) Abschwung und EZB-Zinserhöhungen zusammen sorgen im Jahresverlauf 2023 für sukzessiven Rückgang der Inflation.

10% Downside Inflation überschießt

- 1) Inflation steigt weiter, über die Breite des Warenkorbs hinweg. Zweitrunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken brechen die Inflationserwartungen durch **starke Zinserhöhungen** auch in die Rezession hinein.
- 3) **Renditen steigen** aufgrund der Zentralbankpolitik und steigender Inflationsprämien.
- 4) **„Risk off“**: Breiter Ausverkauf an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

10% Downside Finanzkrisen / geopolitische Eskalation

- 1) Trigger: Vertrauenskrise im Bankensektor, erneute Euro-Schuldenkrise, geopolitische Eskalation (Ukraine, Taiwan,...).
- 2) Schwere Rezession, **EZB bricht Zinswende ab, Liquiditätsspritzen und/oder Zinssenkungen**.
- 3) **Renditen von hochwertigen Staatsanleihen fallen** wegen Konjunkturangst und Stopp der Zinsanhebungen der Notenbanken.
- 4) **„Risk off“**: Aktien fallen, Credit Spreads steigen deutlich an.

Szenarien Konjunktur u. Märkte:

Positivszenario 15 % (zuvor 15%)

Prognosen

	30.06.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	18 000	20 000
Euro Stoxx 50	4 850	5 400
Zinsen		
3M Euribor	3,10	3,25
10 Jahre Bund	2,30	2,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Quelle: LBBW Research

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.
- Die **Inflationsraten in den Industrieländern fallen 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 expansiven Geldpolitik auf längere Sicht beibehalten.
- Die Renditen steigen stärker als im Hauptszenario, bleiben jedoch im Rahmen des übergeordneten Niedrigzinsumfelds. Die Aktienmärkte erleben eine spannungsfreie Hausse.

Szenarien Konjunktur und Märkte:

Hauptszenario 65 % (zuvor 65%)

Prognosen

	30.06.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	14 500	16 000
Euro Stoxx 50	4 000	4 250
Zinsen		
3M Euribor	3,65	3,75
10 Jahre Bund	2,55	2,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Die **Konjunktur** in den westlichen Industriestaaten wird durch weiterhin hohe Energiepreise und steigende Leitzinsen **belastet**. Lieferschwierigkeiten für Rohstoffe und Vorleistungen bleiben ein Hemmnis, nehmen aber ab. Auf der Habenseite stehen ein komfortables Auftragspolster nach dem „Corona-Reopening“ sowie eine expansive Fiskalpolitik.
- Der **Ukraine-Krieg bleibt ein hohes Risiko** für den Verlauf der Konjunktur. Ein Waffenstillstand ist nicht in Sicht. Allerdings können die Lieferungen von Energie- und sonstigen Rohstoffen aus Russland zum großen Teil anderweitig kompensiert werden.
- Das **Ende der Zero-Covid-Politik** in China verbessert die Stabilität der Lieferketten. Eine Rückkehr zur alten Corona-Eindämmungspolitik ist unwahrscheinlich.
- Hinsichtlich der **relativen Attraktivität** (Deutschland über-, USA jedoch unterdurchschnittlich) sowie dem absoluten Bewertungsniveau (Deutschland günstig, USA teuer) existieren zwischen DAX und S&P 500 derzeit große Unterschiede. Die relativiert sich dies jedoch, da der Prozess der Gewinnabwärtsrevisionen jenseits des „Großen Teichs“ bereits fortgeschritten ist, während er diesseits des Atlantiks noch nicht in Gang gekommen ist.

Hauptszenario (65%)

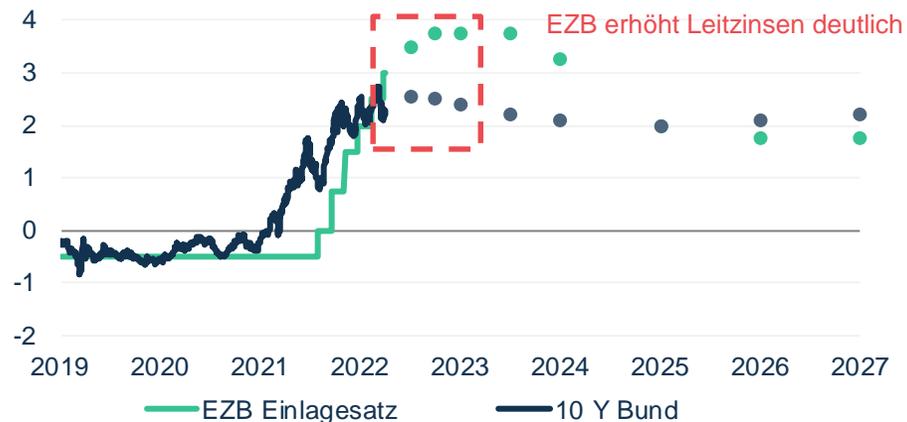
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

Szenarien Konjunktur und Märkte: Negativszenario 1) Überschießende Inflation 10% (zuvor 10%)

Prognosen

	30.06.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	13 000	11 500
Euro Stoxx 50	3 500	3 100
Zinsen		
3M Euribor	3,85	4,80
10 Jahre Bund	3,25	4,20
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

Entwicklungen

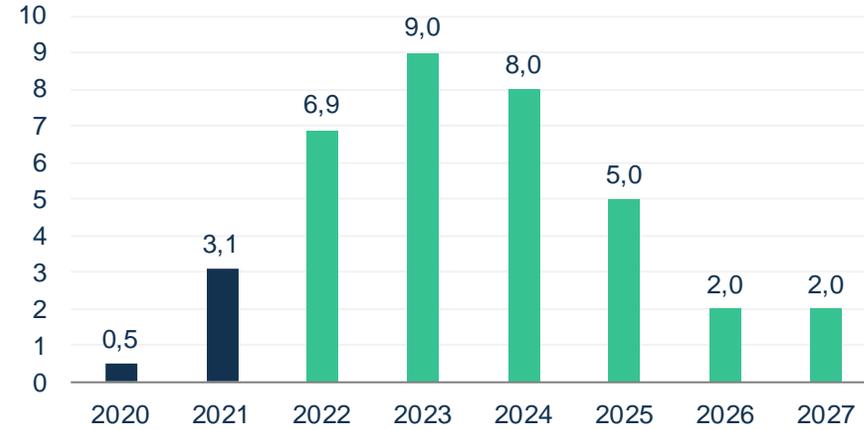
- Inflation steigt erneut und über die Breite des Warenkorbs hinweg. Zweitunden-Effekte, **Lohn-Preis-Spirale**. Notenbanken brechen die Inflationserwartungen durch starke Zinserhöhungen auch in die schon beginnende Rezession hinein.
- Krieg in der Ukraine und knappe Gaslieferungen können Inflationstrend verstärken, aber **keine Produktionsausfälle durch Gas-Rationierungen**.
- **Renditen steigen aufgrund der Zentralbankpolitik und steigender Inflationsrisikoprämien an. Aktien schwächer aufgrund einer anhaltend restriktiven Geldpolitik. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt**

Negativszenario 1) Überschießende Inflation (10%)

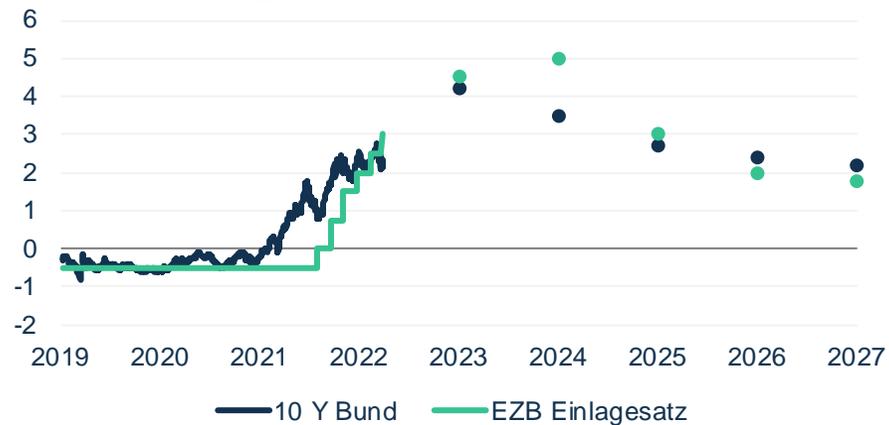
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



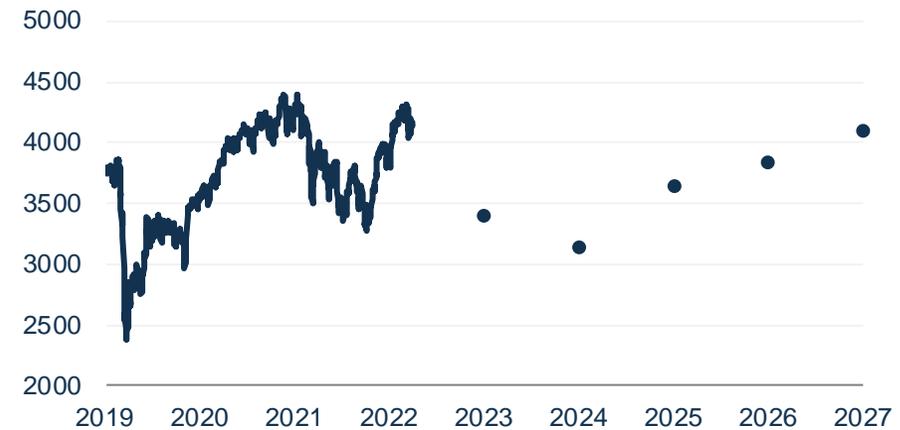
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Szenarien Konjunktur und Märkte:

Negativszenario 2) Finanzkrise/Geopolitik 10% (zuvor 10%)

Prognosen

	30.06.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	13 500	12 500
Euro Stoxx 50	3 700	3 300
Zinsen		
3M Euribor	2,70	1,50
10 Jahre Bund	1,70	0,75
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

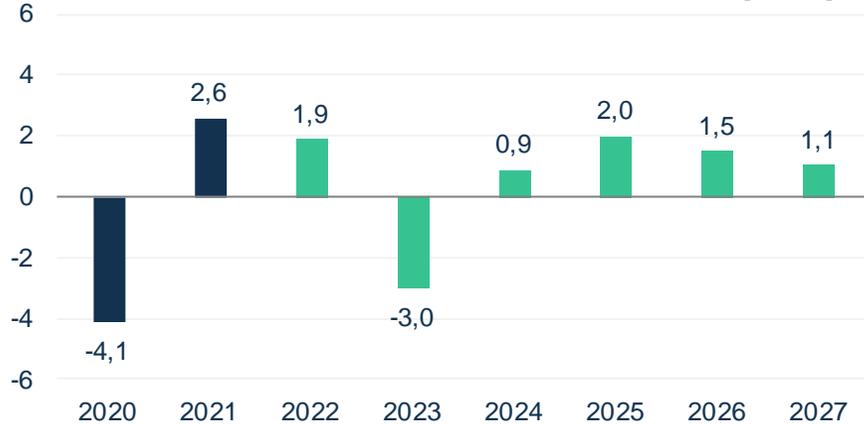
Entwicklungen

- **Risk-off-Szenario:** Erneute Risikovermeidung an den Finanzmärkten durch Vertrauensverlust ins Finanzsystem oder geopolitischen Schock (Ukraine, Taiwan).
- **Notenbanken reagieren mit einer Pause der Zinsanhebungen, partiell auch mit Zinssenkungen.** Inflation fällt durch Nachfragerückgang. Bei geopolitischem Schock temporärer Inflationsanstieg durch Anstieg der Preise für Energierohstoffe möglich.
- Renditen hochwertiger Staatsanleihen fallen deutlich. Risiko-Assets werden verkauft. Aktienkurse sinken, Credit-Spreads steigen deutlich.

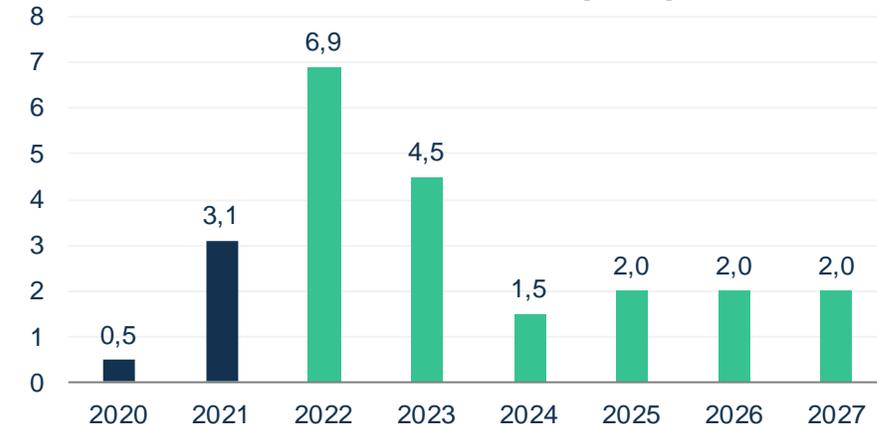
Quelle: LBBW Research

Negativszenario 2) Finanzkrise / Geopolitischer Schock (10%)

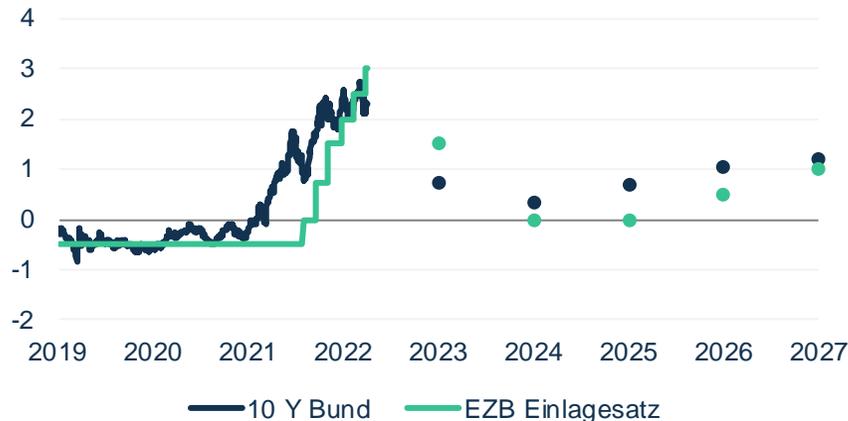
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



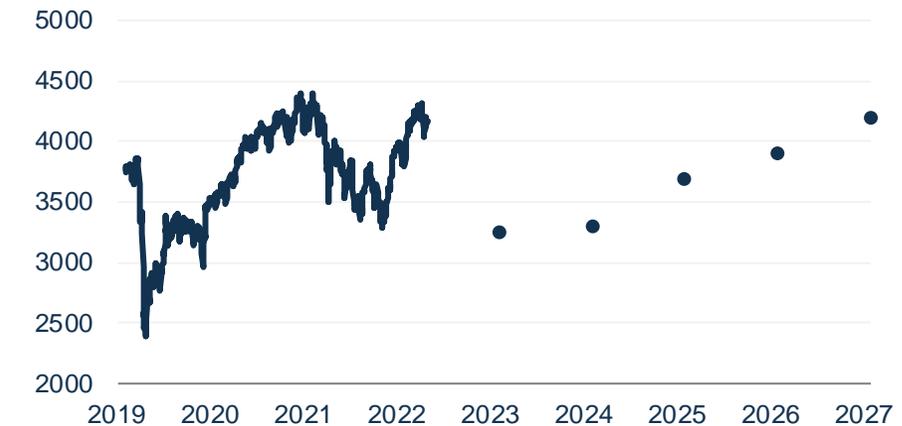
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

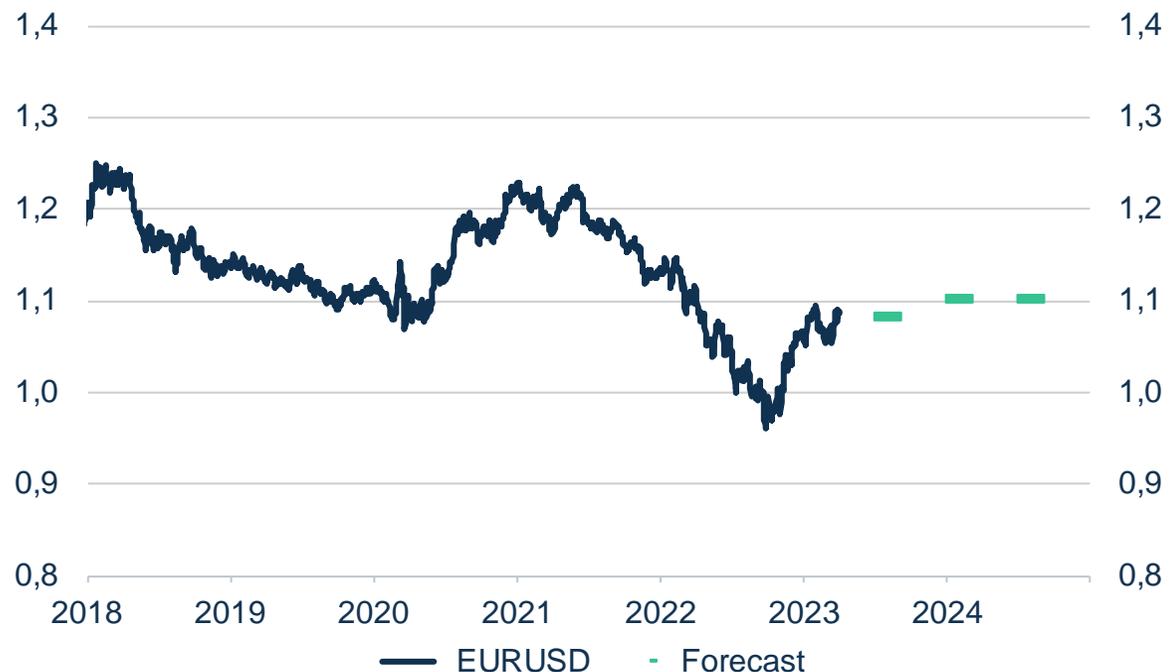
08

Anhang



EURUSD: EZB-Erhöhungen helfen Eurokurs

FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURUSD	1.09	1.05	1.07	1.01	1.08	1.10	1.10

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

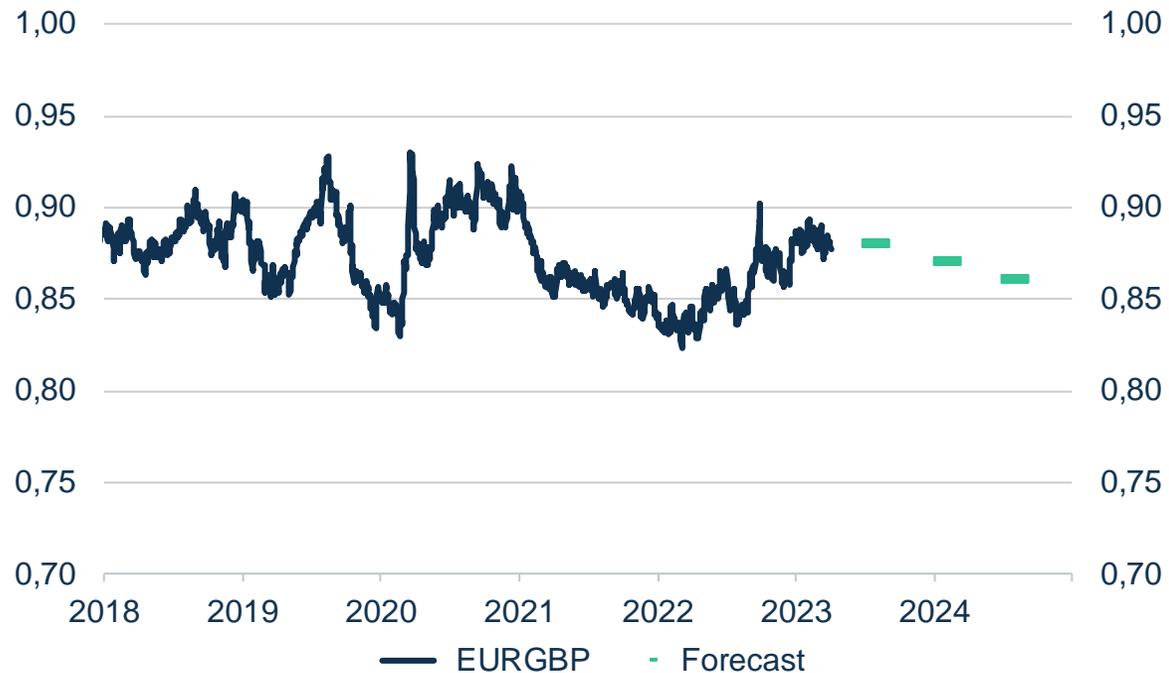
- Die EZB stemmt sich gegen die „Fragmentierung“ der Staatsanleihemärkte innerhalb des Euroraums.
- Nach unserer Prognose wird EZB ihren Einlagensatz bis Jahresende noch dreimal um jeweils 25 BP erhöhen. Die Fed dürfte indes ihren Leitzins lediglich nur noch einmal anheben, und zwar um ein Viertelprozentpunkt.

Contra EUR

- Nach unserer Prognose werden die Aktienkurse im 1. HJ. 2023 nachgeben. Hierunter dürfte der Euro leiden.
- Die US-Wirtschaft hat angesichts ihrer günstigen und sicheren Energieversorgung einen Wettbewerbsvorteil.

EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

FX EUR/GBP



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURGBP	0.88	0.85	0.89	0.86	0.88	0.87	0.86

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

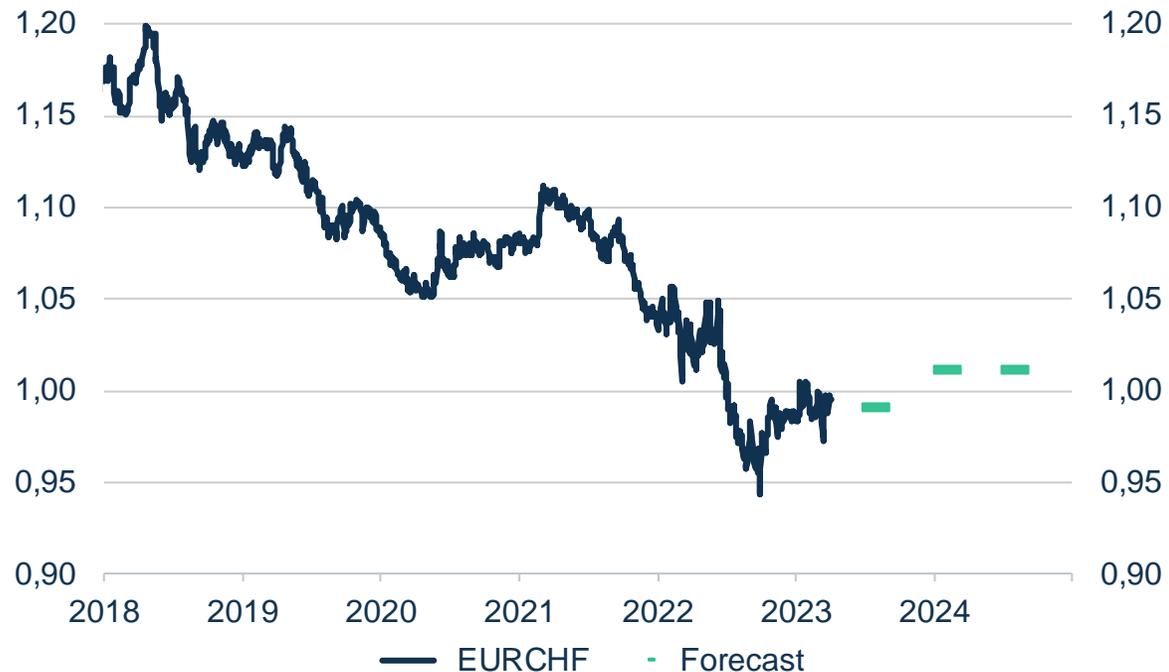
- Die EZB dürfte ihren Einlagensatz von derzeit 3,00 % bis auf 3,75 % per Ende 2023 hochhieven.
- Die EZB stemmt sich gegen die „Fragmentierung“ der Staatsanleihemärkte innerhalb des Euroraums.

Contra EUR

- UK-Premierminister Rishi Sunak verspricht eine auf Solidität bedachte Haushaltsführung.
- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Das LB-Defizit des Vereinigten Königreichs hat sich verringert.

EURCHF: SNB erhöht Leitzins um 50 Bp.

FX EUR/CHF



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURCHF	0.99	1.00	0.98	0.98	0.99	1.01	1.01

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro CHF

- Extrem nervöses Marktumfeld dürfte Nachfrage nach Franken weiter befeuern.
- Franken ist gemäß Kaufkraftparität ggü. dem Euro unterbewertet.
- SNB begrüßt nun sogar eine gewisse Frankenstärke zur Eindämmung der Inflation. Bei Bedarf stützen die Währungshüter den Franken über Interventionen.

Contra CHF

- SNB hob den Leitzins und Einlagesatz im März 2023 auf +1,5% an. Der Zinsvorteil des Euro gegenüber dem Franken dürfte sich aber im Jahresverlauf weiter ausweiten.
- Mit nachlassendem Inflationsdruck dürfte die SNB wieder einen schwächeren CHF akzeptieren.
- Mit sinkender Risikoaversion sollte CHF schwächer notieren.

EURJPY: Banken-Turbulenzen stützen den Yen

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURJPY	144.51	138.03	140.66	141.66	146.00	148.00	149.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

- In den USA und im Euroraum wird die Geldpolitik restriktiver.
- Der neue BoJ-Präsident Ueda verspricht Kontinuität in der Geldpolitik. Japans Zinsen dürften daher auf Dauer deutlich niedriger bleiben als in den USA und im Euroraum.
- Die Inflationsraten im Euroraum dürften ihren Hochpunkt überschritten haben.

Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes wird dieses Jahr sehr wahrscheinlich mit rezessiven Tendenzen kämpfen.
- Lieferkettenprobleme, Kriegsfolgen und eine konjunkturelle Abschwächung in den USA könnten die Risikoaversion wieder „pro Yen“ erhöhen.
- Kurzfristig stützen die Sorgen um angeschlagene Banken in den USA und Europa den Yen.

USDCNY: CNY-Zinsen sinken und konjunkturelle Belastungsfaktoren bleiben

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
USDCNY	6.88	6.73	6.90	6.98	6.81	6.82	6.86
EURCNY	7.49	7.08	7.37	7.08	7.35	7.50	7.55

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro USD

- Die US-Fed dürfte die Zinsen noch etwas erhöhen.
- Das BIP-Wachstum in China dürfte trotz Ende der Pandemie relativ schwach bleiben.
- Die PBoC dürfte ihre Zinsen daher weiter senken.
- Verschuldungsprobleme bei Unternehmen (z.B. „Evergrande“) verunsichern die Investoren.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. China“ stützt eher den USD.

Contra USD

- Die VR China ist noch immer ein großer Wachstumsmarkt.
- Chinas Währungsbehörden kontrollieren den CNY-Außenwert.
- Der US-Zinserhöhungszyklus dürfte bald enden.
- Die US-Wirtschaft könnte sich 2024 deutlicher abschwächen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURBRL	5,49	6,00	6,20	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank behält ihren restriktiven Kurs bei. Der hohe Leitzinssatz stütze den Real bis November 2022, jedoch bremst diese Politik die Konjunktur in Brasilien nun zunehmend aus. Die amtierende Regierung plant die aktuell gültige Ausgabenbeschränkung aufzuheben. Dies führte in den vergangenen Monaten zu einem Konflikt mit der Notenbank.
EURHUF	379	390	380	<ul style="list-style-type: none"> In Ungarn bleibt die Inflationsrate die höchste in Osteuropa. Im Februar gab diese nur marginal auf 25,4 % nach und wird voraussichtlich erst im zweiten Halbjahr deutlicher abklingen. Der private Konsum wird durch die hohe Inflationsrate ausgebremst. Daher erwarten wir, dass die Wirtschaft in diesem Jahr kaum um mehr als 1 % wachsen wird.
EURMXN	19,49	21,00	21,20	<ul style="list-style-type: none"> Der Peso weist eine der höchsten Realverzinsungen unter den Schwellenländern auf, wovon die Währung profitierte. Zudem sprechen solide Staatsfinanzen für die mexikanische Währung. Eine weniger restriktive Notenbank und die Sorge vor einer Abkühlung der US-Konjunktur werden den Peso im Jahresverlauf jedoch belasten.
EURPLN	4,68	4,85	4,65	<ul style="list-style-type: none"> Der Streit mit der EU über die polnische Justizreform blockiert weiterhin die Auszahlung von bis zu 35 Milliarden Euro. Eine Annäherung sehen wir erst nach der Parlamentswahl im November. Die Notenbank behielt den Leitzinssatz unverändert bei 6,75 %. Die Inflationsrate bleibt mit 18,4 % weiter auf einem hohen Niveau. Daher erwarten wir 2023 keine Zinssenkungen.
EURRON	4,94	5,02	5,15	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate verharrte im Februar mit 15,52 % weiter auf einem hohen Niveau. Erst im zweiten Halbjahr wird sie voraussichtlich stärker sinken und den privaten Konsum stützen. Wir erwarten, dass die Notenbank mit dem Abklingen der Inflationsrate ihre Politik einer kontrollierten Abwertung des Leu gegenüber dem Euro fortsetzen wird.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.04.2023, 11:35 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURRUB	84,39	82,00	88,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Exporterlöse aus Öl und Gas sind 2023 gegenüber dem Vorjahr um über 40 % eingebrochen. Westliche Sanktionen und der Rückgang der Energiepreise haben dazu geführt. Russlands Staatshaushalt wird durch die Mindereinnahmen deutlich belastet. Das Haushaltsdefizit wie geplant auf 2 % zu beschränken, dürfte daher kaum zu schaffen sein.
EURTRY	20,82	22,00	23,00	<ul style="list-style-type: none"> Als Reaktion auf das Erdbeben im Südosten der Türkei senkte die Notenbank den Leitzinssatz auf 8,50 %. Damit wird es umso schwieriger, die hohe Inflationsrate von 55 % einzudämmen. Im Mai finden die Parlaments- und Präsidentschaftswahlen statt. Umfragen zufolge ist der Wahlausgang völlig offen, was zusätzlich Unsicherheit unter den Anlegern verursacht.
EURZAR	19,40	19,50	18,00	<ul style="list-style-type: none"> Der neue Haushaltsplan sieht eine Entschuldung des staatlichen Stromversorgers vor. Damit sollen notwendige Investitionen bei der Stromversorgung in Angriff genommen werden. Der Rand bleibt weiter stark von der Entwicklung der Rohstoffmärkte abhängig. Daher würde die Währung von einer Belebung der Weltkonjunktur in der zweiten Jahreshälfte profitieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.04.2023, 11:35 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURAUD	1,62	1,54	1,50	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank signalisierte zuletzt, den Leitzinssatz weiter angeben zu wollen. Marktteilnehmer hatten bisher das Ende des Zinsanhebungszyklus im ersten Quartal 2023 erwartet. Die Erholung der Wirtschaft in China wird sich erst verzögert auf den australischen Dollar auswirken. Denn die Bautätigkeit hinkt dem allgemeinen Wirtschaftswachstum hinterher.
EURCAD	1,46	1,50	1,40	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate erreichte im Februar 5,2 % und ist damit von ihrem Hoch im Juni des vergangenen Jahres bei 8,1 % deutlich gesunken. Dies ermöglicht der Notenbank, ihre Geldpolitik etwas zu lockern. Daher erwarten wir noch in diesem Jahr die erste Leitzinssenkung, was der Wirtschaft neue Impulse liefern wird.
EURCZK	23,44	24,50	24,20	<ul style="list-style-type: none"> Die geringe Nachfrage der privaten Haushalte hat die Wirtschaft in den vergangenen Monaten deutlich belastet. Eine Wiederbelebung erwarten wir erst mit dem Sinken der Inflationsrate. Die Notenbank stützte die Krone mit Interventionen am Devisenmarkt. Die Währungsreserven sind dadurch um über 20 % abgeschmolzen, weshalb wir das Ende der Käufe erwarten.
EURNOK	11,28	11,00	9,80	<ul style="list-style-type: none"> Die weiterhin straffe Geldpolitik der US-Notenbank hat die Stimmung für die Weltwirtschaft zuletzt eingetrübt. Die konjunktursensible norwegische Krone wurde dadurch zusätzlich zu den fallenden Öl- und Gaspreisen belastet. Die Notenbank signalisierte, die Straffung der Geldpolitik länger als bisher geplant fortzuführen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.04.2023, 11:35 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	3-Apr-2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.61	-2.11	-2.50	-8.22	-1.97	1.63	1.43
BRL	5.51	0.25	3.35	-5.90	2.26	5.79	4.98
GBP	0.88	0.73	0.09	-4.14	1.01	0.90	0.83
CNY	7.50	-2.54	-2.86	-6.45	-1.10	7.51	6.75
JPY	144.09	0.27	-4.22	-5.90	-2.27	147.34	133.40
CAD	1.46	-1.43	-1.73	-5.80	-1.28	1.49	1.29
NZD	1.73	-1.20	-2.44	-7.66	-2.49	1.75	1.57
NOK	11.22	-1.39	-5.54	-13.90	-6.31	11.47	9.50
PLN	4.67	0.74	0.09	-0.73	0.19	4.88	4.57
RUB	85.39	-6.38	-9.80	9.37	-8.76	92.78	55.60
SEK	11.31	-1.49	-1.52	-8.63	-1.65	11.40	10.25
CHF	0.99	0.19	-0.34	2.85	-0.64	1.05	0.95
ZAR	19.39	-0.58	-7.62	-16.64	-6.37	20.01	15.75
CZK	23.43	0.21	2.67	4.06	3.11	25.30	23.38
TRY	20.91	-4.23	-5.44	-22.46	-4.44	20.92	15.55
HUF	377.61	0.39	6.01	-2.60	6.05	432.68	368.98
USD	1.09	-2.67	-3.06	1.36	-1.98	1.10	0.96
Exchange rates to USD							
JPY	132.34	3.03	-1.19	-7.16	-0.29	149.99	122.73
CNY	6.88	0.42	0.53	-7.49	0.30	7.30	6.36

FX: at-the-money volatility

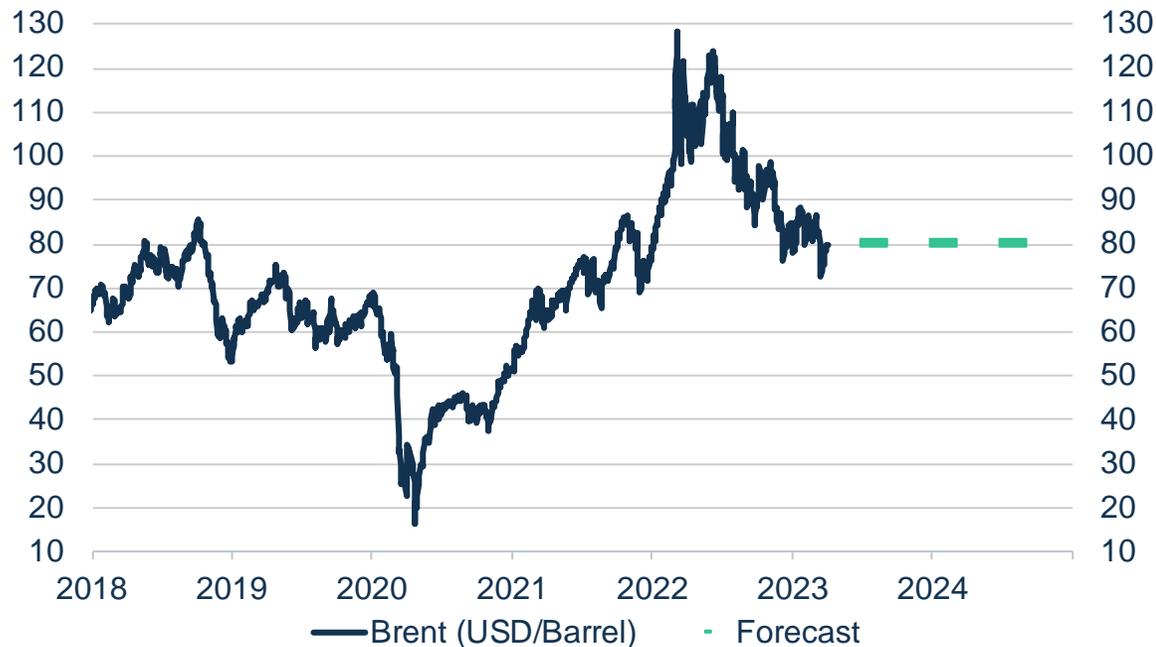
Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	8.10	8.30	5.58	5.98	12.41	12.96	5.49	5.89	13.12	14.27	5.36	6.16	4.96	6.11	5.55	8.40	6.13	6.53
2 months	7.88	8.08	5.63	6.03	11.38	11.93	5.80	6.20	13.47	14.52	5.68	6.38	4.88	6.03	5.73	8.58	6.12	6.47
3 months	7.83	8.03	5.68	6.23	11.52	11.87	5.96	6.36	13.54	14.54	5.93	6.58	4.83	5.98	6.07	8.37	6.14	6.44
6 months	7.81	8.01	5.83	6.38	11.05	11.55	6.37	6.77	13.80	14.80	6.44	7.09	5.03	5.88	6.15	8.45	6.08	6.33
9 months	7.80	8.00	5.88	6.38	10.79	11.29	6.61	6.96	13.86	14.86	6.77	7.37	4.98	5.93	6.19	8.44	6.11	6.41
1 year	7.78	7.98	5.93	6.43	10.60	11.10	6.68	7.03	13.91	14.91	7.01	7.56	5.08	5.93	6.20	8.45	6.04	6.34
2 years	7.84	8.14	6.00	6.65	10.44	11.04	7.01	7.56	13.75	14.90	7.02	7.62	5.15	6.35	6.81	9.46	6.19	6.59
3 years	8.01	8.36	6.13	7.03	10.00	11.30	6.96	8.16							6.65	9.95	6.19	6.74
5 years	8.39	8.84	6.65	7.75	9.82	11.22	7.47	8.77									6.29	6.89

Data as of: 04/04/2023 7:33 AM

Brent: Furcht vor Bankenkrise lässt Brent fallen

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
Brent (USD/Barrel)	79.76	99.10	84.92	93.22	80.00	80.00	80.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland ab Dezember 2022.
- OPEC+ hat Ölförderung im November/Dezember 2022 massiv gekürzt, weitere deutliche Kürzung ab Mai angekündigt.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Ölproduktion 2022 nur mit magerem Plus.
- China-Reopening erhöht Ölnachfrage.

Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Niedrigere Gaspreise machen Gas-to-Oil-Switch weniger lukrativ.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Weltwirtschaft dürfte auch 2024 mit +2,3 % nur schwach zulegen.

Gold: Schwacher US-Dollar bringt Gold nach oben

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
Gold (USD/Ounce)	1 974	1 802	1 816	1 730	1 900	1 950	2 000

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro

- Niedrige Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- Notenbanken in 2022 mit rekordhohen Goldkäufen.
- Hohe Inflation treibt Nachfrage nach Münzen und Barren.
- US-Dollar dürfte weiter abwerten.
- US-Leitzinsen dürften Höhepunkt Mitte 2023 erreicht haben.

Contra

- ETCs auch seit Jahresbeginn 2023 mit Verkäufen.
- Weitere Zinserhöhungen durch die US-Notenbank erhöhen Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Trübe Konjunkturperspektiven dürften Schmucknachfrage dämpfen.
- Notenbanken dürften Rekordkäufe des Vorjahres kaum wiederholen können.

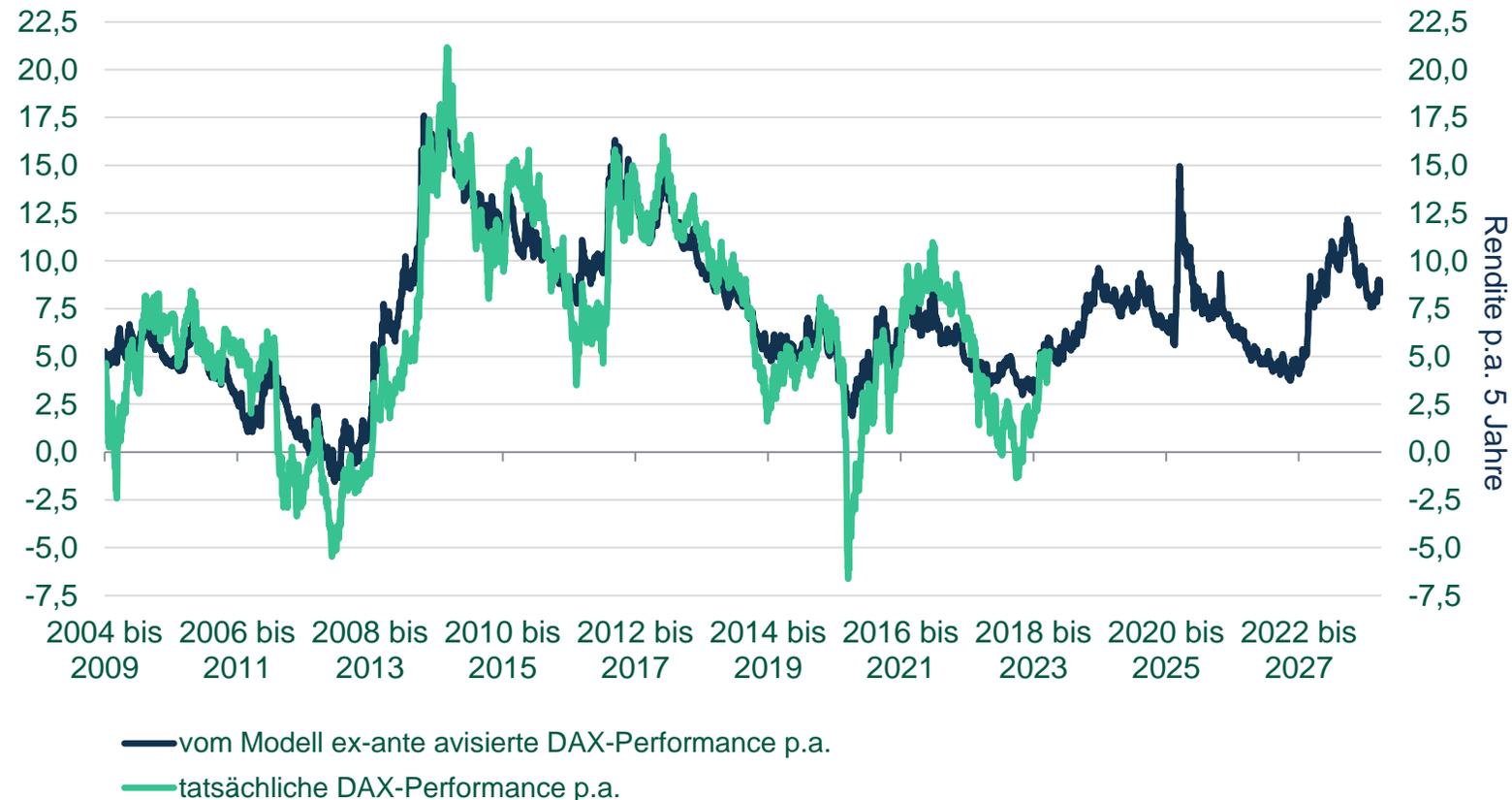
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Gen. 1st Future)	Unit	3-Apr-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
NYMEX Crude Oil	USD/bbl	80.42	1.06	4.54	-18.99	0.24	122.11	66.64
ICE Brent Oil	USD/bbl	79.76	-7.25	-2.80	-23.70	-6.08	123.65	72.63
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	1 986	7.59	8.54	3.05	9.40	1 993	1 628
Silver	USD/oz	23.93	13.44	-1.52	-3.10	-0.08	25.92	17.77
Platinum	USD/oz	990	1.23	-8.50	-0.50	-3.98	1 100	831
Palladium	USD/oz	1 482	2.14	-17.44	-36.20	-16.51	2 495	1 361
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 398	-0.31	3.74	-30.51	0.82	3 465	2 114
LME Copper	USD/MT	8 917	-0.74	7.16	-13.87	6.51	10 469	7 170
LME Lead	USD/MT	2 116	-0.19	-7.21	-13.64	-7.74	2 448	1 749
LME Zinc	USD/MT	2 899	-5.82	-3.45	-33.20	-2.49	4 499	2 697
LME Tin	USD/MT	26 040	5.21	2.23	-41.83	4.97	44 174	17 631
LME Nickel	USD/MT	23 372	-4.98	-24.89	-29.65	-22.22	33 911	19 385

Auf Sicht lohnen sich Aktien

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zwei Einflussfaktoren

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

Modellavis

Seit über 19 Jahren sehr zuverlässige Prognose der geometrischen DAX-Durchschnitts-Performance

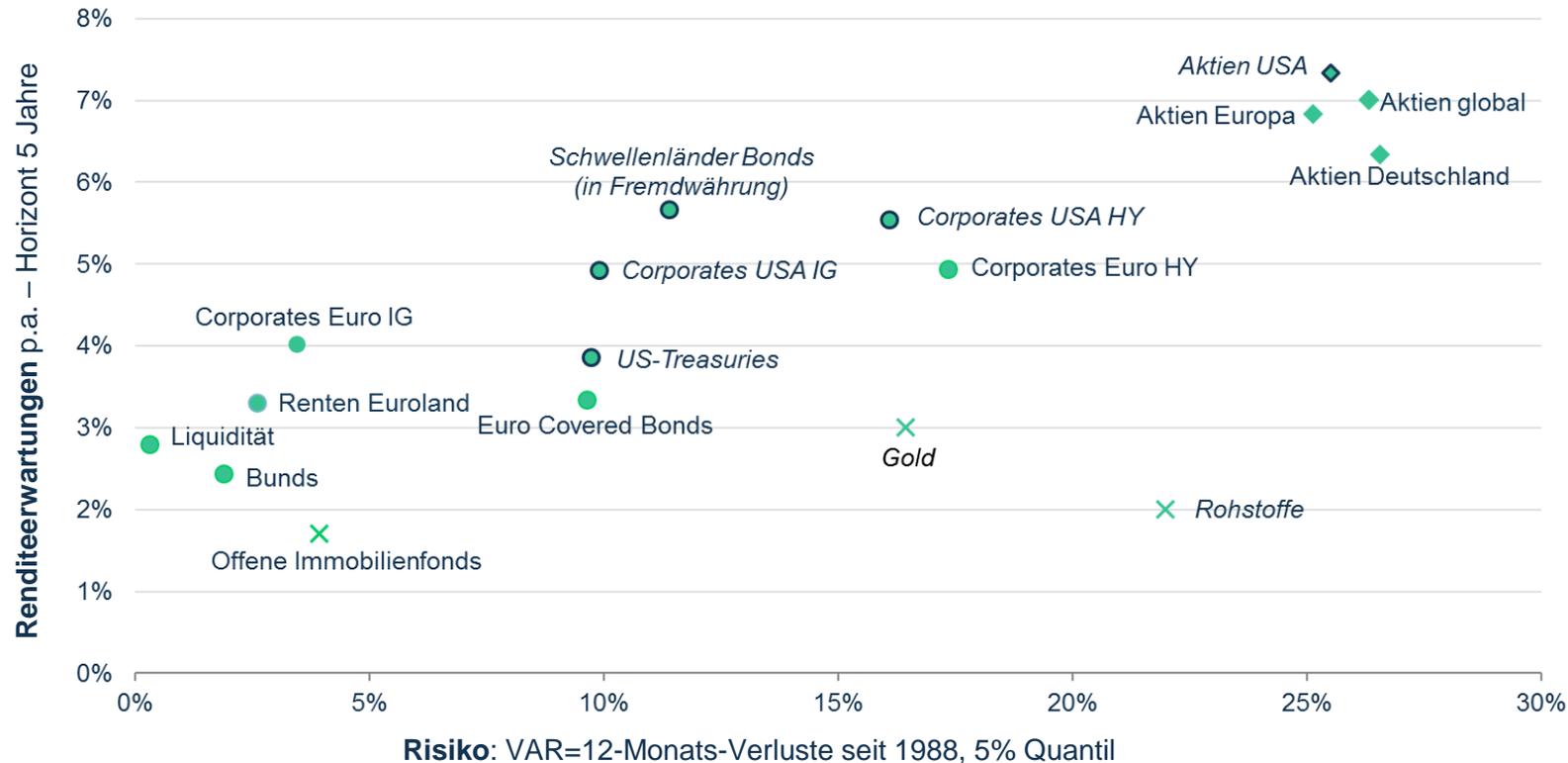
8,3% p.a.
Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 03.04.2023. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: Risiko/VAR: In einem von 20 Fällen gab der jeweilige Total-Return-Index als Proxy für ein Portfolio dieser Assetklasse in den vergangenen 20 Jahren um X % oder mehr nach.

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns

03.04.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,79	2,61	2,44	2,34	2,27	2,24	2,22	2,23	2,24	2,27	2,42	2,40	2,31	2,30
France	2,96	2,77	2,66	2,62	2,61	2,62	2,65	2,70	2,76	2,83	3,14	3,22	3,23	3,27
Italy	3,22	3,26	3,35	3,45	3,55	3,67	3,78	3,90	4,01	4,11	4,41	4,47	4,43	4,44
Spain	2,94	2,86	2,85	2,87	2,92	2,97	3,04	3,12	3,21	3,30	3,68	3,79	3,81	3,89
Netherlands	2,81	2,67	2,57	2,52	2,50	2,51	2,52	2,55	2,58	2,61	2,72	2,75	2,70	2,57
Austria	2,86	2,74	2,70	2,71	2,75	2,81	2,87	2,93	2,98	3,02	3,09	3,07	3,04	3,02
Belgium	2,97	2,80	2,68	2,63	2,63	2,68	2,74	2,81	2,89	2,96	3,26	3,39	3,38	3,31
Ireland	2,87	2,64	2,57	2,56	2,57	2,58	2,61	2,66	2,71	2,78	3,05	3,16	-	-
Portugal	2,82	2,71	2,66	2,67	2,72	2,80	2,90	3,00	3,10	3,19	3,52	3,64	3,68	3,67
Finland	2,90	2,74	2,64	2,61	2,64	2,68	2,74	2,80	2,86	2,92	3,09	3,01	2,84	2,71
EUR Swap in %	3,57	3,42	3,24	3,12	3,04	3,00	2,97	2,96	2,95	2,96	2,96	2,82	2,65	2,50

Rendite über 4,0%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials												
03.04.2023	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	2,98	3,10	3,16	3,21	3,25	3,28	3,30	3,33	3,35	3,36		
AA-	3,11	3,20	3,25	3,28	3,31	3,33	3,35	3,36	3,38	3,39		
A+	3,20	3,34	3,39	3,42	3,44	3,46	3,47	3,49	3,50	3,51		
A	3,24	3,35	3,40	3,44	3,47	3,49	3,51	3,53	3,54	3,55		
A-	3,27	3,37	3,43	3,47	3,50	3,53	3,55	3,57	3,58	3,60		
BBB+	3,35	3,50	3,59	3,65	3,70	3,74	3,77	3,80	3,83	3,85		
BBB	3,47	3,65	3,76	3,83	3,89	3,94	3,98	4,01	4,04	4,07		
BBB-	3,79	4,06	4,21	4,32	4,40	4,47	4,53	4,58	4,62	4,66		
BB+	4,35	5,02	5,14	5,22	5,28	5,33	5,37	5,41	5,44	5,47		
BB	4,55	5,31	5,76	6,08	6,33	6,53	6,70	6,85	6,98	7,09		
BB-	5,11	5,83	6,25	6,54	6,78	6,96	7,12	7,26	7,38	7,49		
B+	5,20	6,14	6,69	7,08	7,38	7,63	7,83	8,01	8,17	8,32		
B	5,45	6,93	7,79	8,40	8,88	9,27	9,59	9,88	10,13	10,35		
B-	9,21	9,61	9,84	10,01	10,14	10,24	10,33	10,41	10,48	10,54		
EUR Swap in %	3,57	3,42	3,24	3,12	3,04	3,00	2,97	2,96	2,95	2,96		

Rendite über 4,0%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred

03.04.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,40	3,51	3,58	3,62	3,66	3,69	3,71	3,73	3,75	3,77
AA-	3,76	3,74	3,73	3,72	3,71	3,70	3,70	3,69	3,69	3,69
A+	3,78	3,84	3,88	3,90	3,92	3,94	3,95	3,96	3,97	3,98
A	4,02	4,02	4,02	4,02	4,01	4,01	4,01	4,01	4,01	4,01
A-	4,24	4,31	4,31	4,32	4,32	4,33	4,35	4,40	4,47	4,48
BBB+	4,71	4,55	4,44	4,35	4,33	4,35	4,42	4,46	4,49	4,50
BBB	4,90	4,70	4,49	4,50	4,35	4,38	4,44	4,48	4,53	4,56
BBB-	5,56	5,32	5,18	5,08	5,00	4,94	4,89	4,84	4,80	4,76
EUR Swap in %	3,57	3,42	3,24	3,12	3,04	3,00	2,97	2,96	2,95	2,96

Rendite über 4,0%

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

03.04.2023	Maturity (Call-Date)										
Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU	3,52	3,54	3,31	3,30	3,37	3,30	3,29		3,32		
AT	3,55	3,51	3,43	3,43	3,28	3,28	3,26	3,27	3,19	3,34	3,27
BE	3,51	3,39	3,28	3,17	3,17	3,18	3,16	3,28			
CA		3,56	3,49	3,29	3,28	3,38	3,19	3,21	3,17		
DK	3,43		3,30	3,13		3,22					
FI	3,61	3,51	3,35	3,35	3,41	3,34	3,18	3,33	3,26	3,29	3,35
FR	3,47	3,41	3,32	3,27	3,24	3,24	3,23	3,24	3,27	3,29	3,32
DE	3,46	3,32	3,21	3,16	3,10	3,07	3,06	3,05	3,05	3,08	3,13
GR											
IE		3,46									
IT	3,69	3,56	3,47	3,37	3,47	3,44	3,27	3,51	3,26	3,71	
LU		3,50				3,09					
NL	3,55	3,40	3,35	3,36	3,21	3,33	3,16		3,38	3,48	
NZ	3,51	3,34		3,31	3,37						
NO	3,61	3,54	3,49	3,28	3,37	3,20	3,09	3,26	3,24		
PL	3,67		3,62								
PT							3,16		3,16		
SG	3,64		3,59	3,24	3,25			3,23		3,15	
ES	3,62	3,59	3,40	3,37	3,39	3,35	3,37	3,37	3,38		3,43
SE	3,67	3,47	3,39	3,30	3,23	3,08	3,08	3,40	3,43		
CH		4,03									
UK	3,58	3,63	3,57	3,31	3,22	3,25	3,19			3,12	
JP		3,45	3,49	3,26		3,24	3,25				
KR	3,74	3,45	3,72	3,53	3,29		3,16				
SK	3,64	3,73	3,59	3,48		3,48					
EUR Sw ap in %	3,57	3,42	3,24	3,12	3,04	3,00	2,97	2,96	2,95	2,96	2,96

Rendite über 4,0%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Disclaimer

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

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

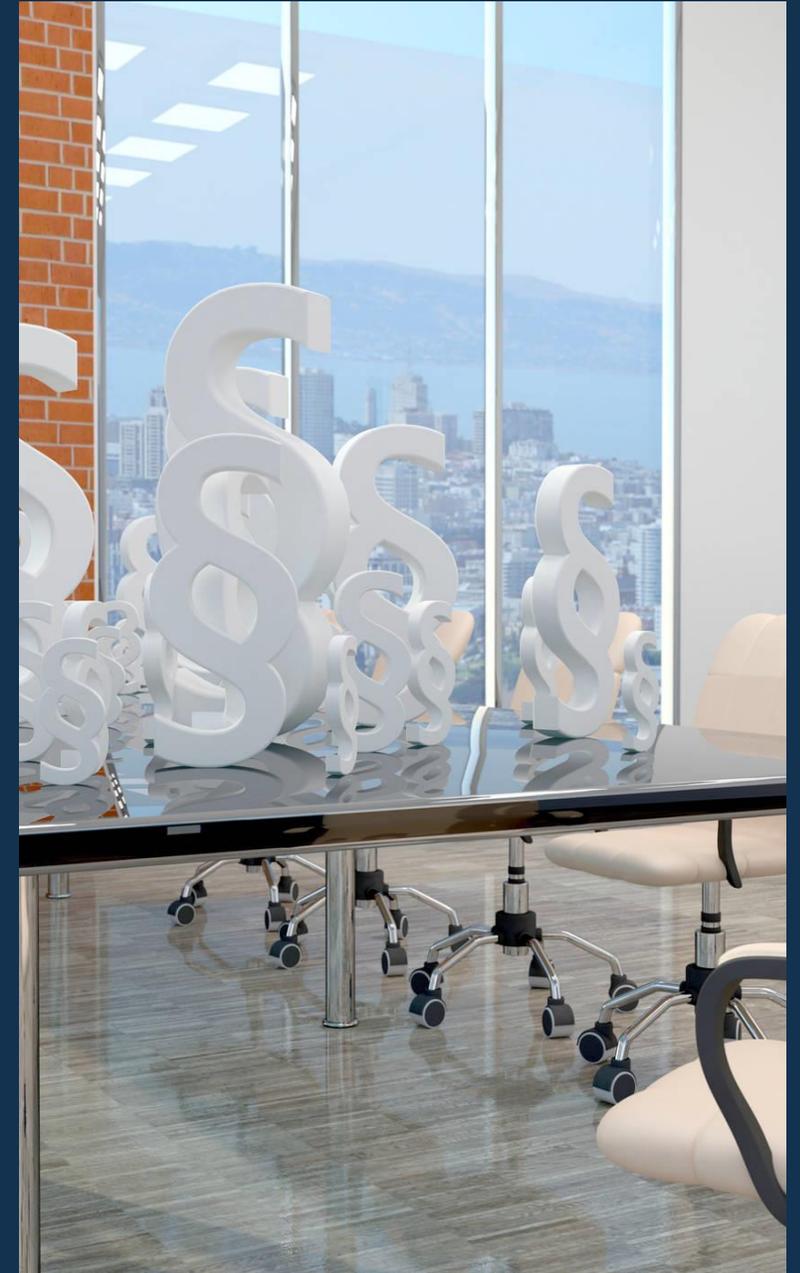
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

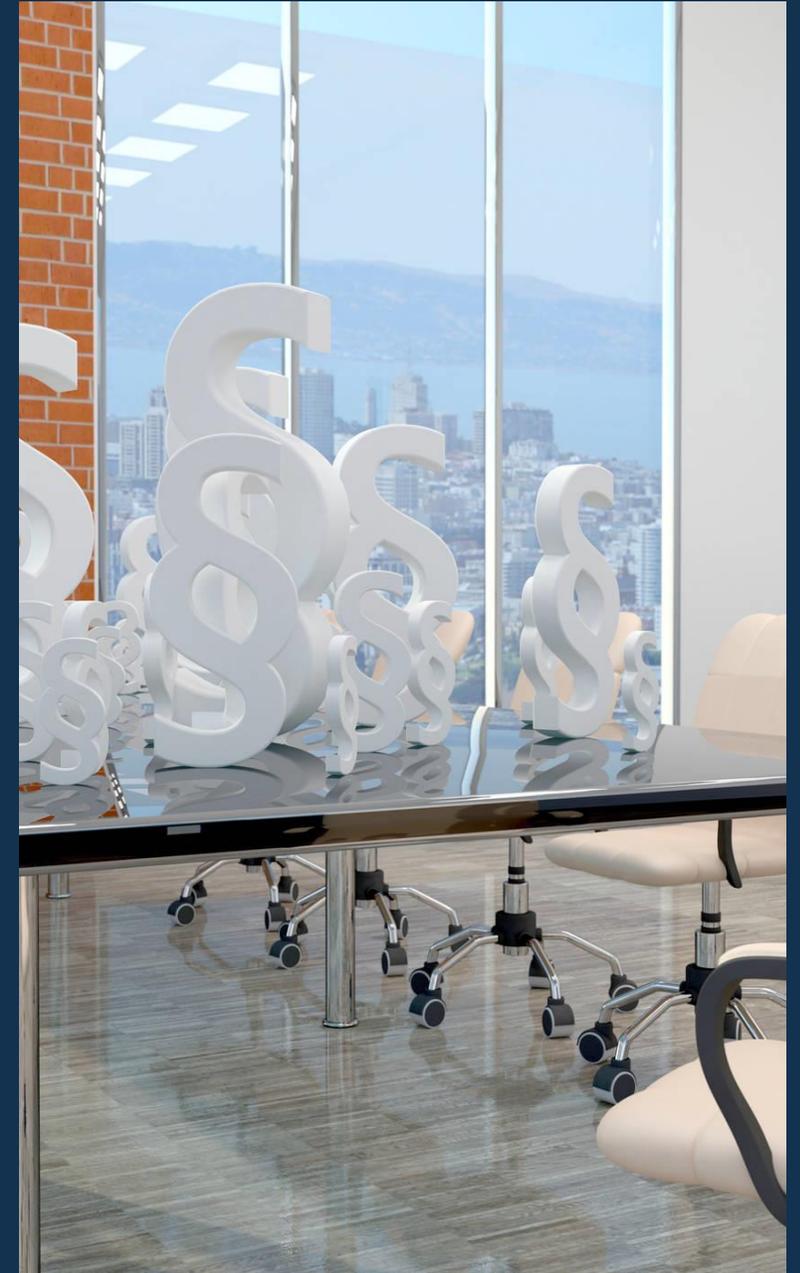
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

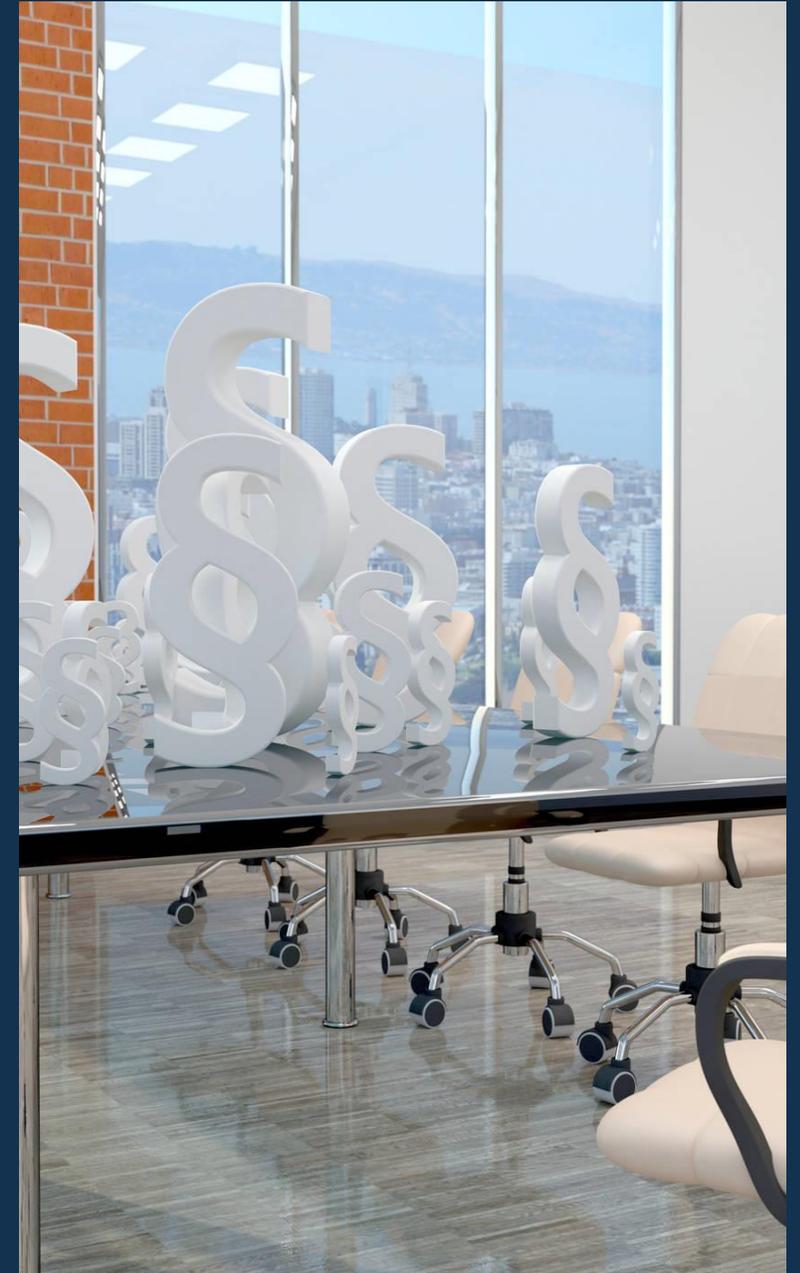
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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



Disclaimer

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

Erstellt am: 04.04.2023 10:20

