

Bereit für Neues

LB  BW

# Kapitalmarktkompass Dezember

Jahresausblick 2024 – Auf ohne Schwung

05.12.2023 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 05.12.2023 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: **2787 969 5656#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56512#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=meca8560d9de867fcd4cb3aad4b18c421>

Event-Kennnummer: **2787 969 5656**

Event-Passwort: **KMK12** (56512 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!

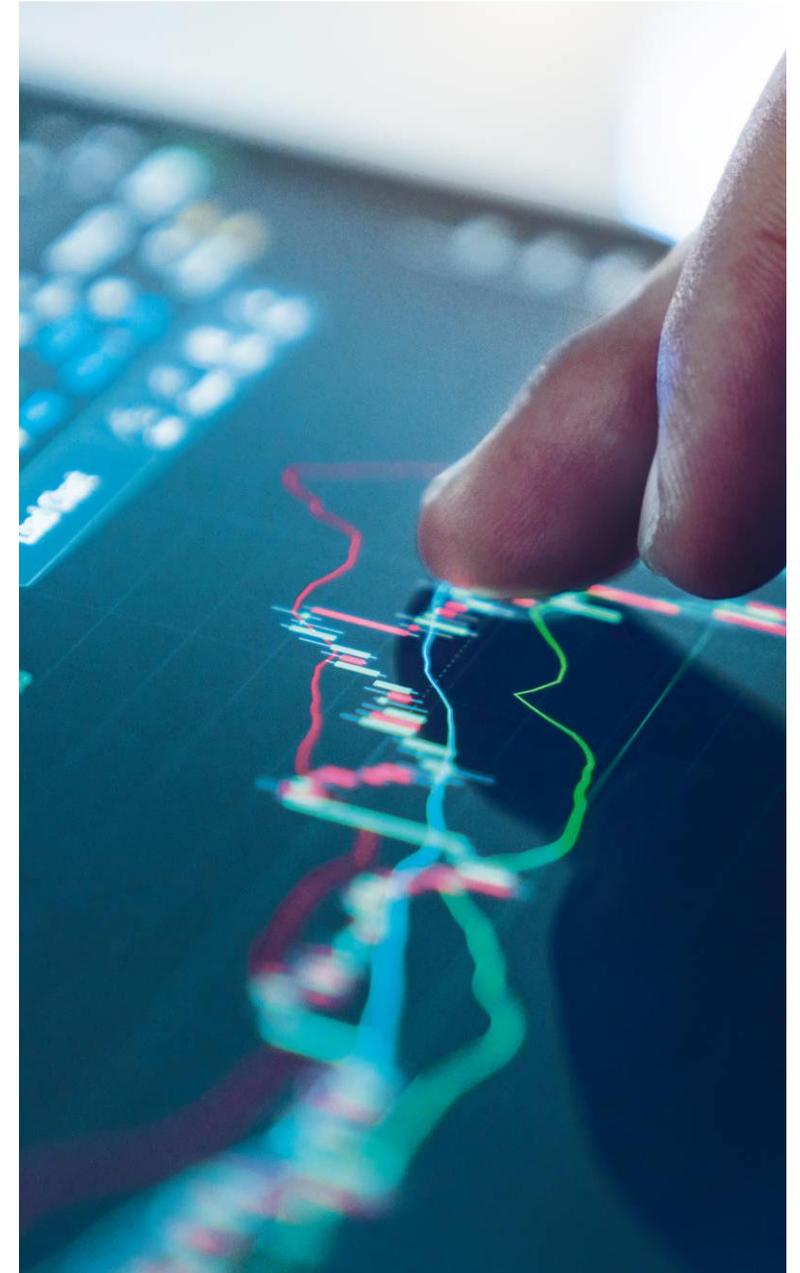
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 05.12.2023, 14h
- Dienstag, 09.01.2024, 14h
- Dienstag, 23.01.2024, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.02.2024, 14h



# Inhalt

01	<b>Vorwort und Einleitung</b>	04
02	<b>Makro: Wirtschaft 2024 – Auf ohne Schwung!</b>	08
03	<b>Zinsen: Warten auf den Abstieg vom Gipfel</b>	22
04	<b>Credits: Gute Aussichten für Corporate Bonds</b>	34
05	<b>Aktien: Ausblick 2024 – Den Widrigkeiten begegnen</b>	40
06	<b>Immobilien: Auch 2024 wird schwierig werden</b>	51
07	<b>Prognosen und Asset Allokation: Szenario-Wahrscheinlichkeiten angepasst</b>	56
08	<b>Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten</b>	66



# 01

## Vorwort und Einleitung

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



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

**»Bei einem ‚Weiter so‘  
droht Dauerstagnation.«**

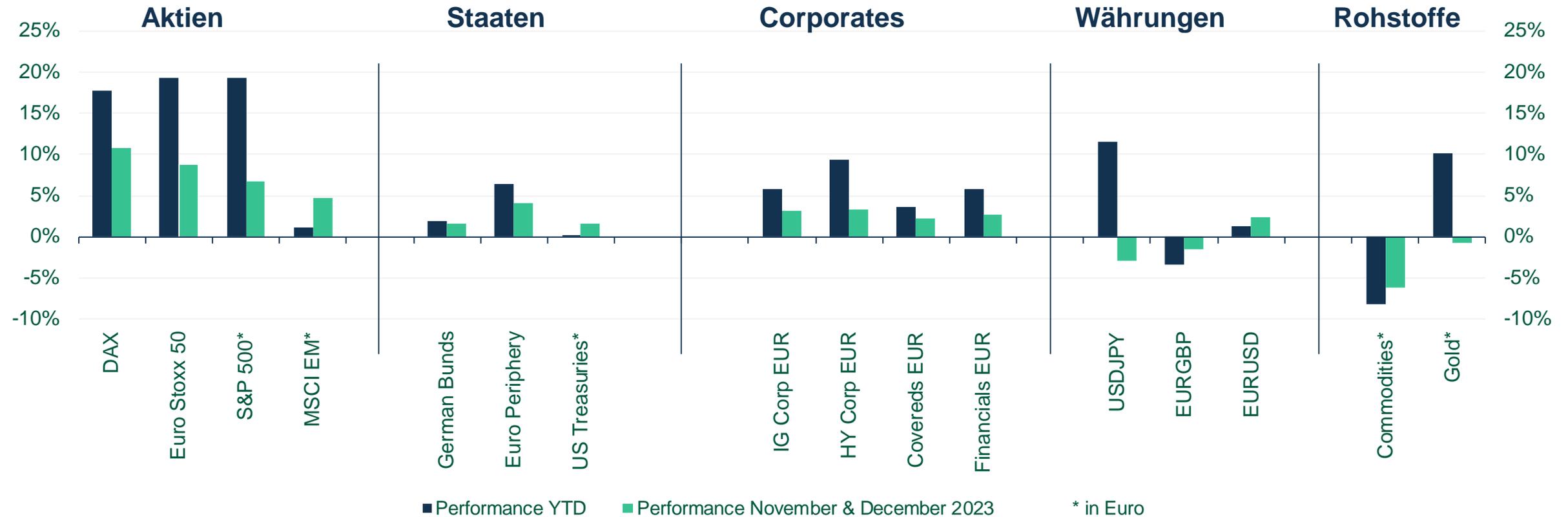
2023 war zwar kein gutes Jahr, aber auch keine Katastrophe, wie vor einem Jahr angesichts drohender Gasrationierungen zu befürchten war. 2024 wird nach oben nicht viel gehen. Die Konjunktur kriecht aus der Rezession. Die Inflation hat nachgelassen; dies wird den privaten Konsum begünstigen, nicht beflügeln. Überall sonst werden die Bremsen nur wenig gelockert. Der Außenhandel tut sich schwer. Die USA und China verlieren Dampf. Die Investitionen leiden unter hohen Zinsen und nebeligen Perspektiven. Hinzu kommt eine Haushaltskrise. Im Staatshaushalt fehlen Milliarden. Schwere Zeiten für Optimisten, gute für Realisten. Wir setzen auf sinkende Leitzinsen und auf eine wettbewerbsstarke, innovative Wirtschaft. Darauf war meistens Verlass.



# Starker November für Aktien und Renten

## Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

# 02

## Wirtschaft 2024: Auf ohne Schwung!

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

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

Dr. Thomas Meißner  
Abteilungsleiter  
Tel: + 49 711 127-7 35 74  
thomas.meissner@LBBW.de

# Konjunktur 2024: Auf ohne Schwung

Deutschland 2024

Privater Konsum



Investitionen ex Bau



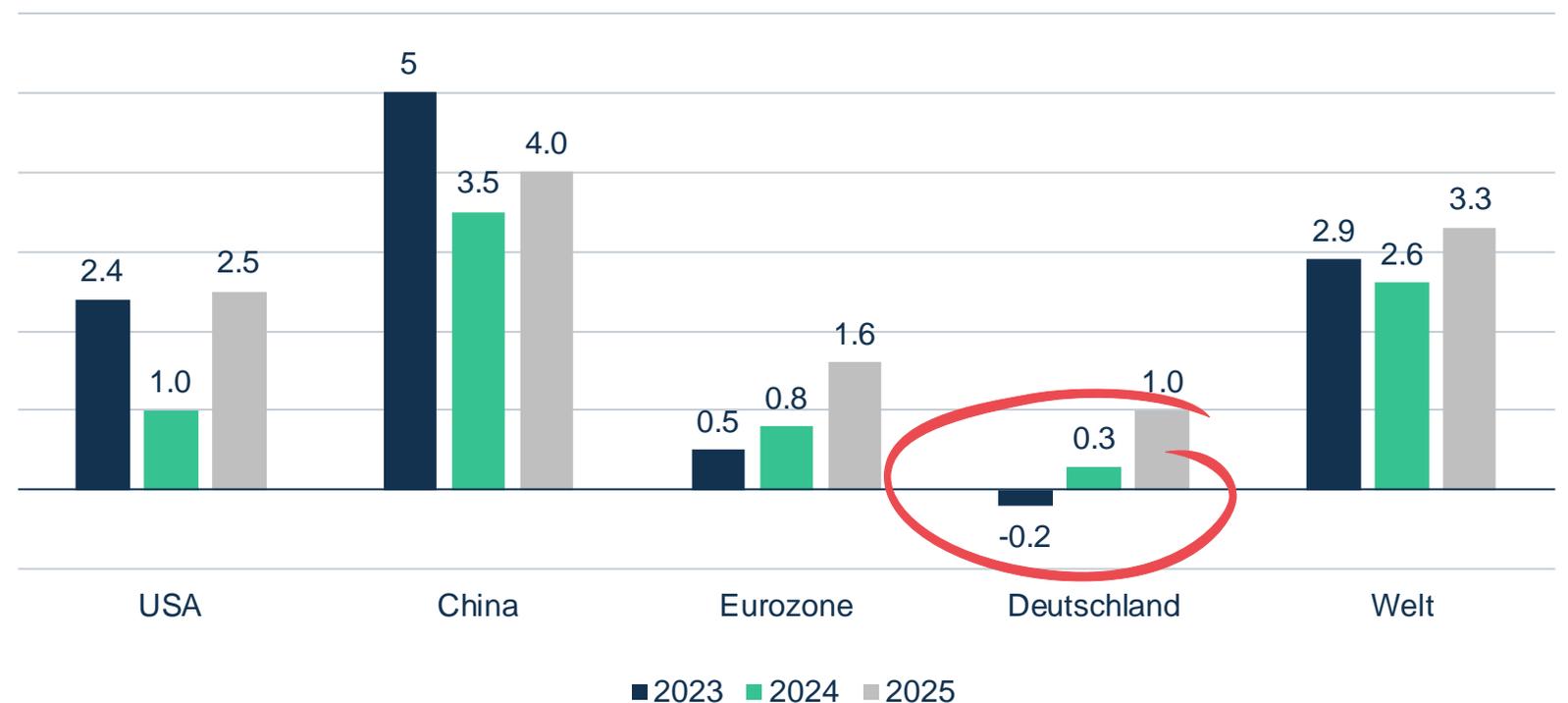
Exporte



Staatsausgaben

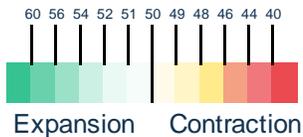
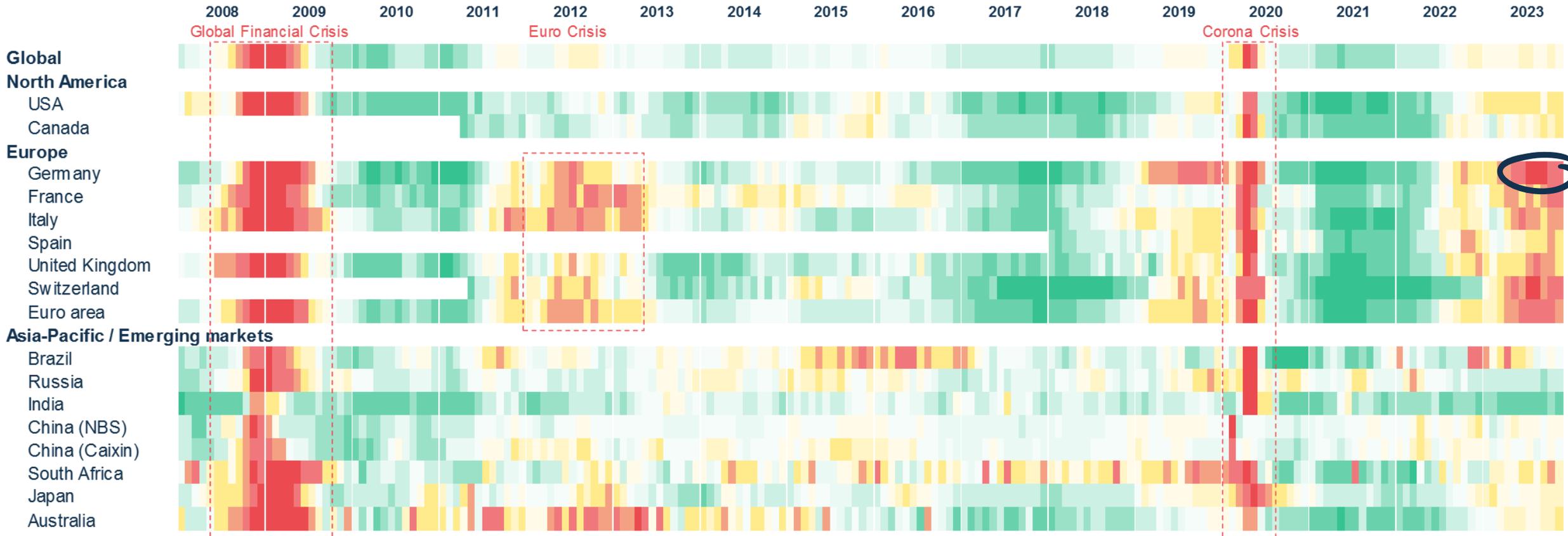


## Prognose zur BIP-Entwicklung ausgewählter Länder



# Deutschland mit ganz speziellen Problemen

## Verarbeitendes Gewerbe, global: Einkaufsmanagerindizes

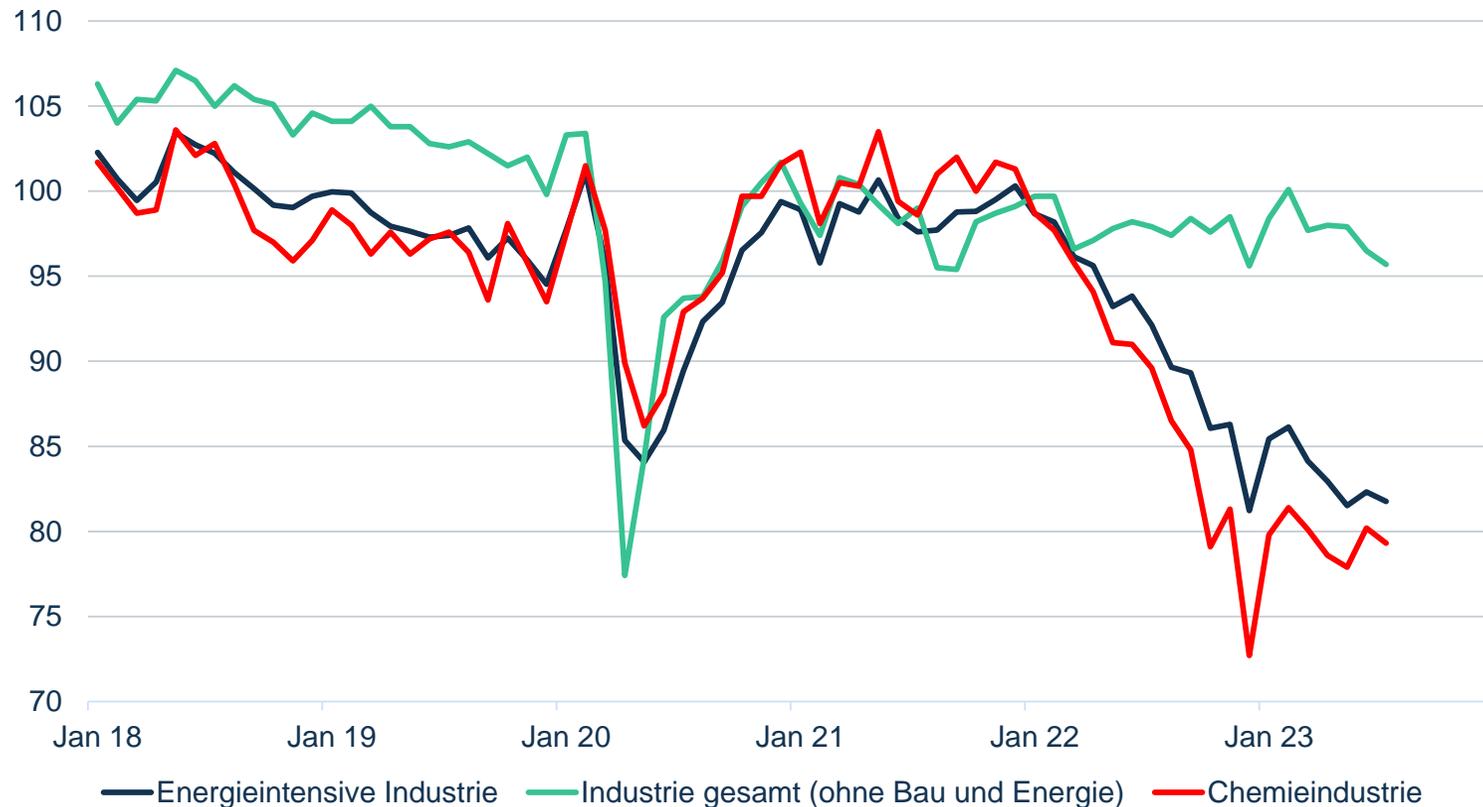


Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

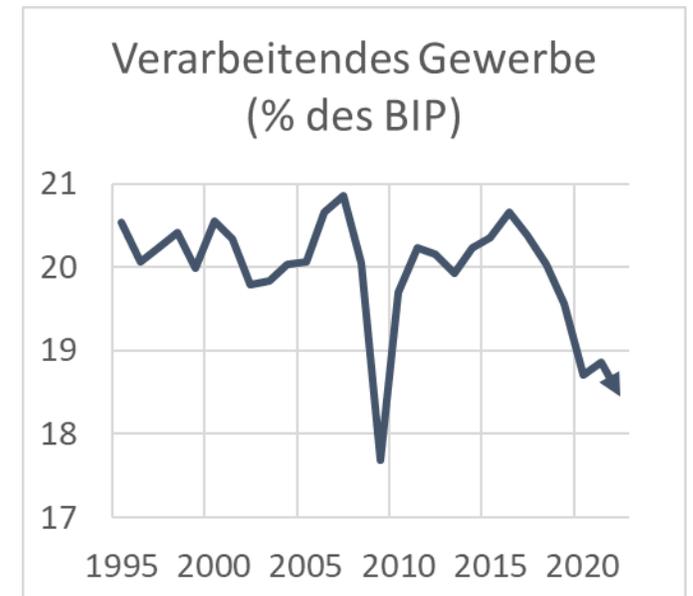
# Hierzulande geht gerade etwas verloren ...

## Industrieproduktion

Indexstände, Industrie ex Bau und Energie sowie Subgruppen



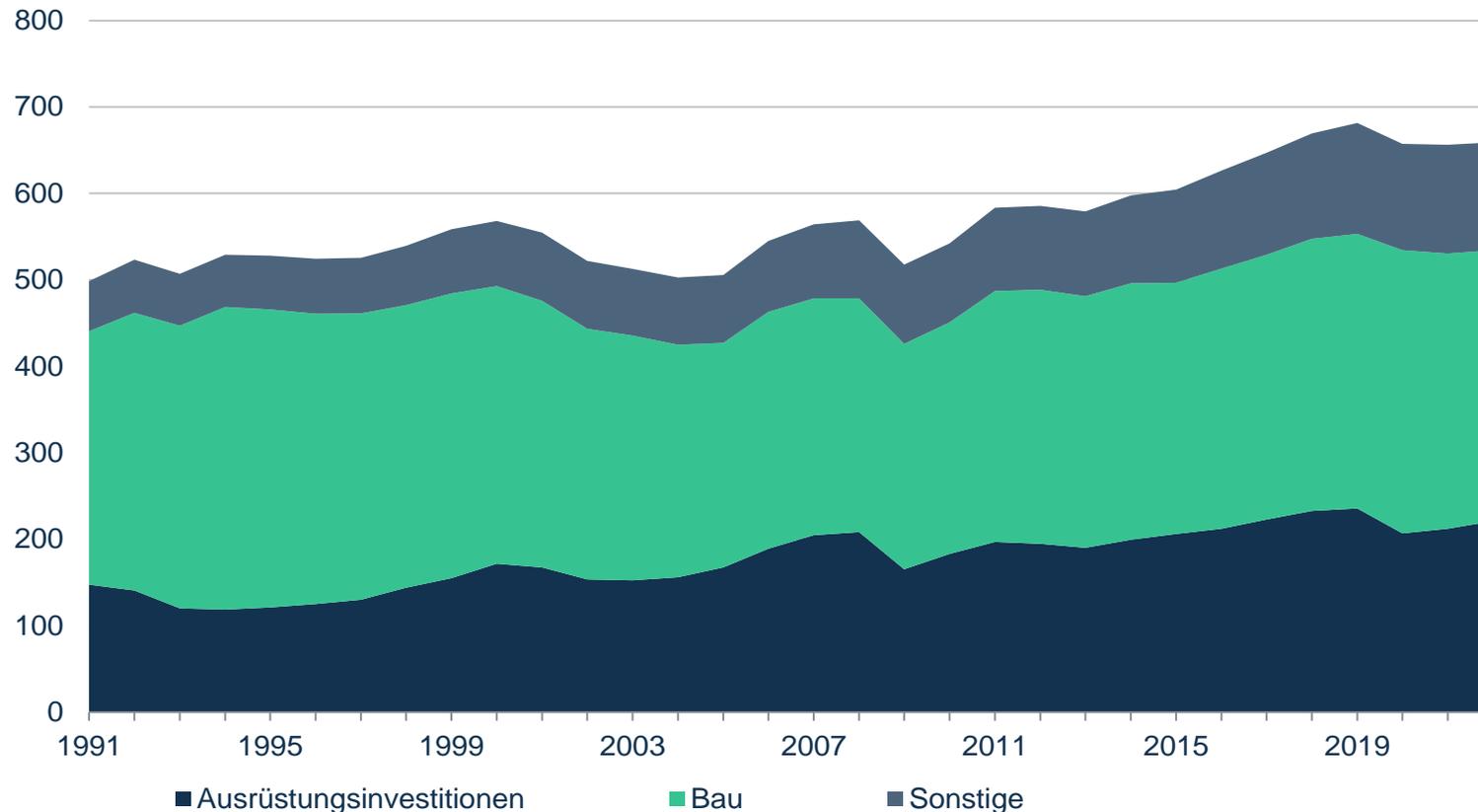
- Die Diskussion um eine mögliche „Deindustrialisierung“ ist in voller Fahrt, wegen hoher Energiepreise und damit verbundener Folgen.



# Deutschland: Die Investitionen der Unternehmen stagnieren bestenfalls!

## Investitionen nach Investitionsarten

Jahreswerte, Mrd. Euro verkettet

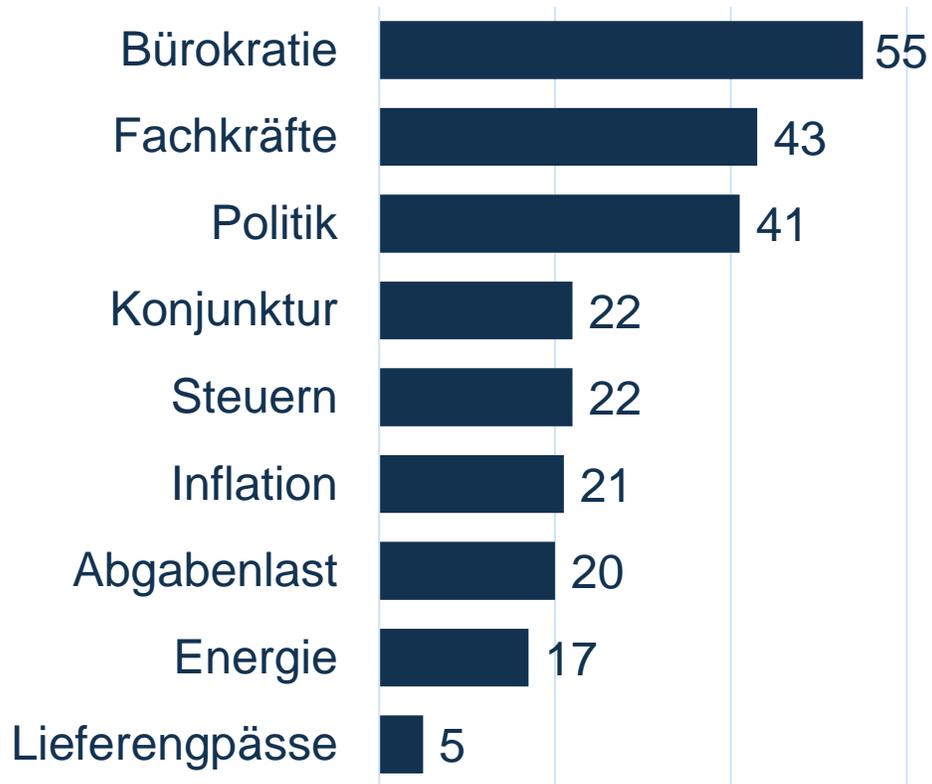


- Die Investitionen weisen seit 2019 eine anhaltende Schwäche auf.
- 2022 wurden 660 Mrd. Euro investiert. Das BIP lag bei ca. 3.300 Mrd. Euro (real in Preisen von 2020). Die Investitionsquote betrug damit rund 20%.
- Staatliche Impulse können zwar helfen. Vorrangig müssen jedoch die Investitionsbedingungen stimmen.

# Unternehmen: Wo drückt der Schuh?

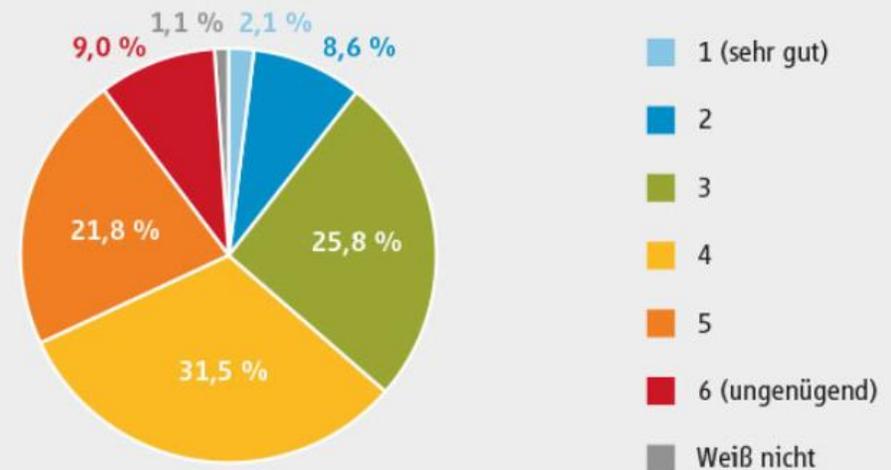
## Was sind die größten Investitionshemmnisse?

Bis zu drei Antworten möglich



Quelle: Die Familienunternehmer, Umfrage 3. Quartal

## Wie bewerten Sie Deutschland als Investitionsstandort für Ihr Unternehmen in Schulnoten von 1-6?



N = 1.200 Familienunternehmen

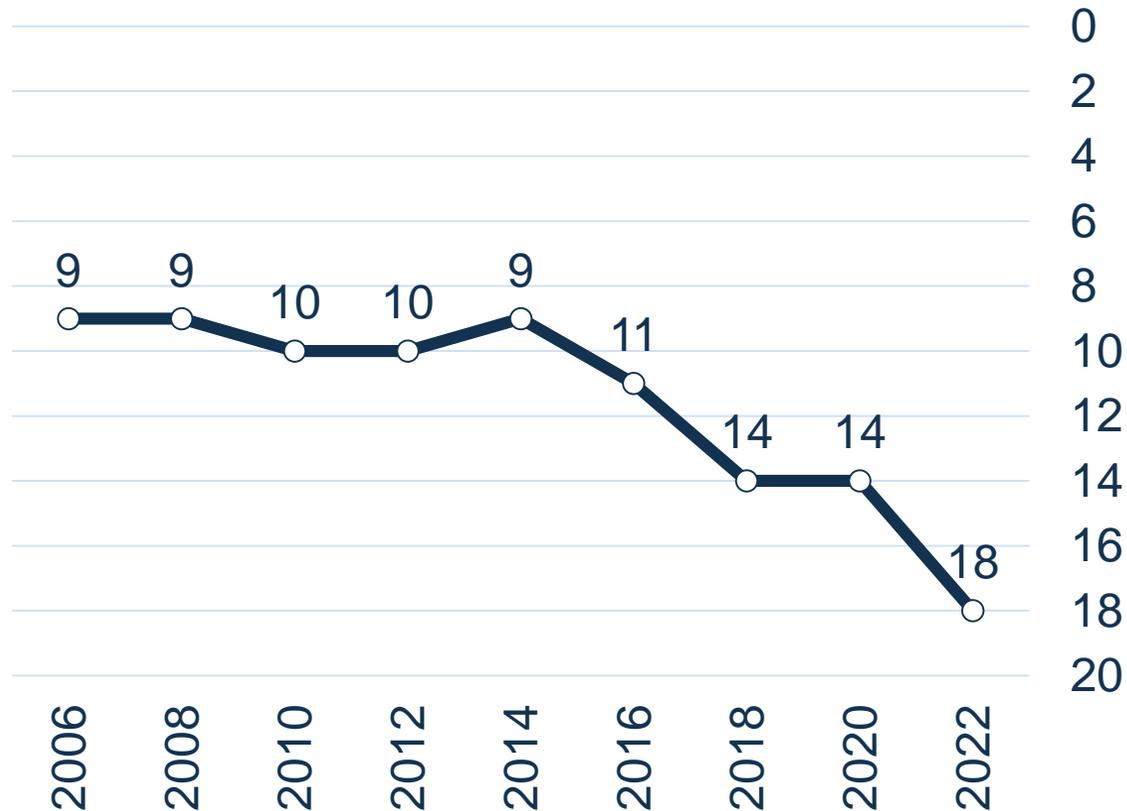
Quelle: Berechnungen ifo Institut.

© Stiftung Familienunternehmen, 2023

# Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit unter Druck

## Rang des Wirtschaftsstandorts Deutschland

Bis 2014: 16 Länder, danach 21 Länder



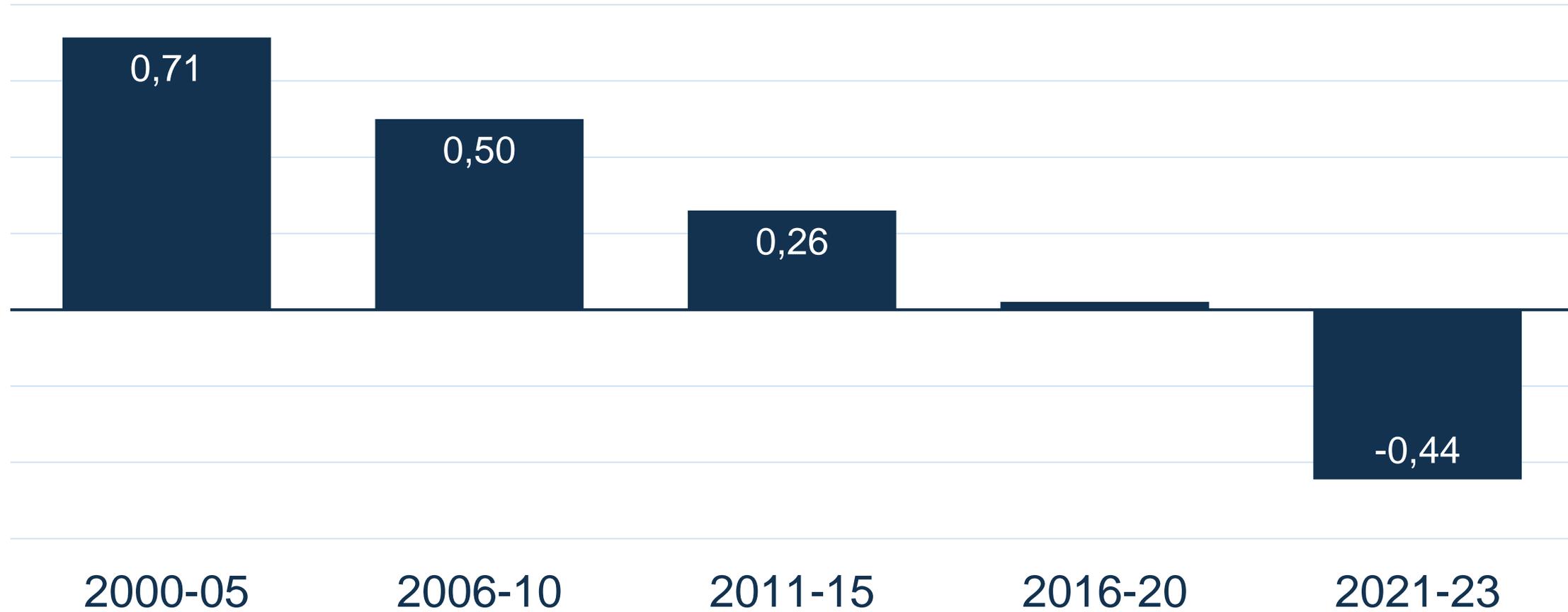
Quelle: [Stiftung Familienunternehmen](#), LBBW Research

### Problemfelder:

- Steuern: zu hoch und zu komplex (Rang 20)
- Regulierung und Bürokratie (Rang 19)
- Arbeitskräfteverfügbarkeit (Rang 19)
- Energiekosten (Rang 18)

# Das deutsche Exportmodell hat sich erschöpft

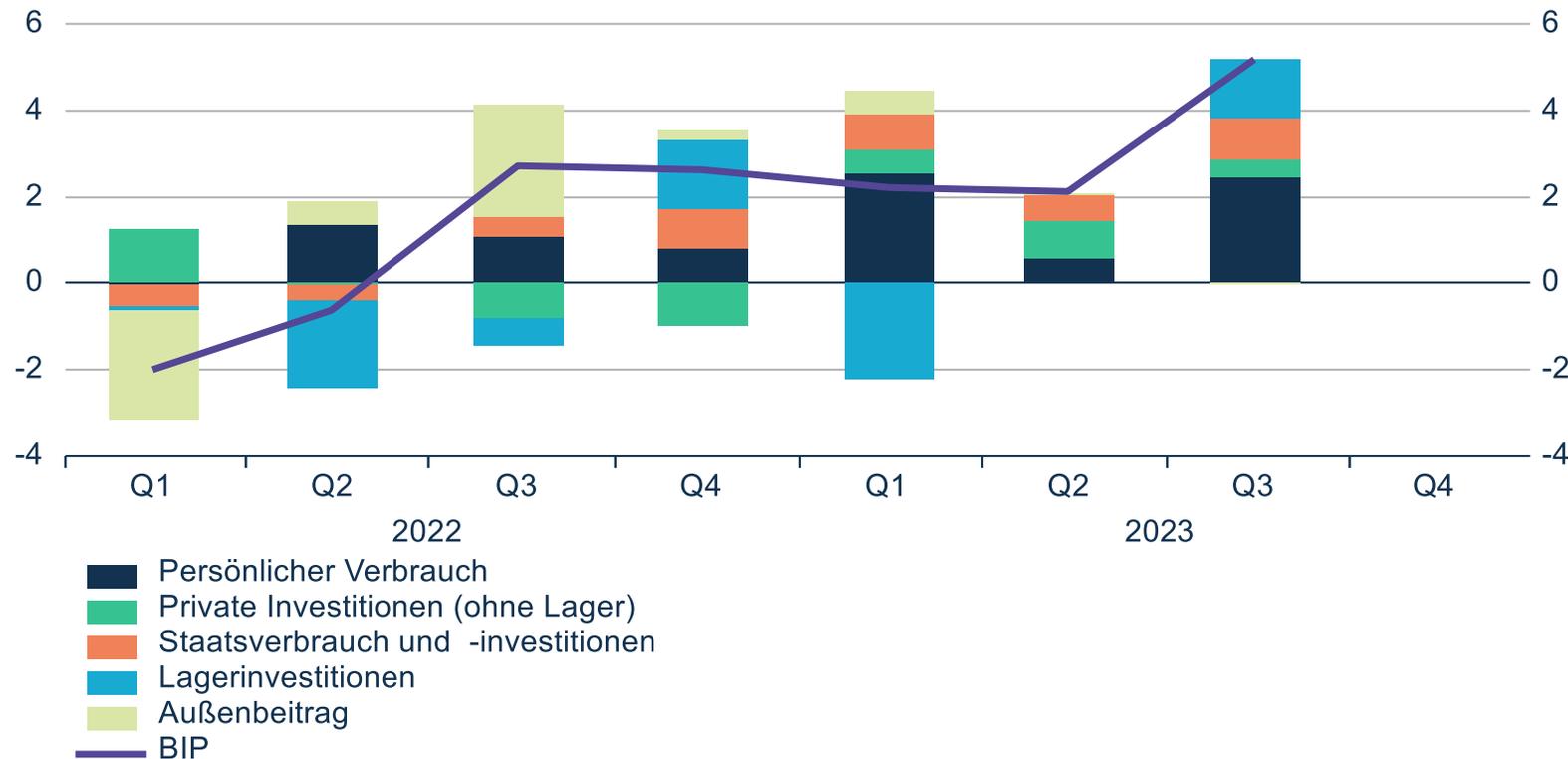
Jährlicher Beitrag des Außenhandels zum deutschen BIP-Zuwachs (in %-Punkten)



# US-Wirtschaft trotzte bislang allen Widrigkeiten

## US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresraten, in % bzw. in %-Punkten



- Im März 2022 hatte die Fed eine geldpolitische Wende eingeläutet. Seither erhöhte sie ihren Tagesgeldsatz in elf Schritten auf zuletzt 5,25 % bis 5,50 %. Trotzdem zeigt die US-Wirtschaft bislang kaum Anzeichen von Schwäche..
- Im Gegenteil: Im dritten Quartal 2023 schnellte die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in einer Betrachtung gegenüber dem Vorquartal, auf annualisiert 5,2 % empor. Im Gesamtjahr 2023 dürfte die US-Wirtschaft um 2,4 % zugelegt haben.
- Die von vielen Auguren prophezeite Rezession der US-Wirtschaft ist 2023 ausgeblieben.

# US-Rezession: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben!

## Der Gegenwind für die US-Wirtschaft wird stärker:

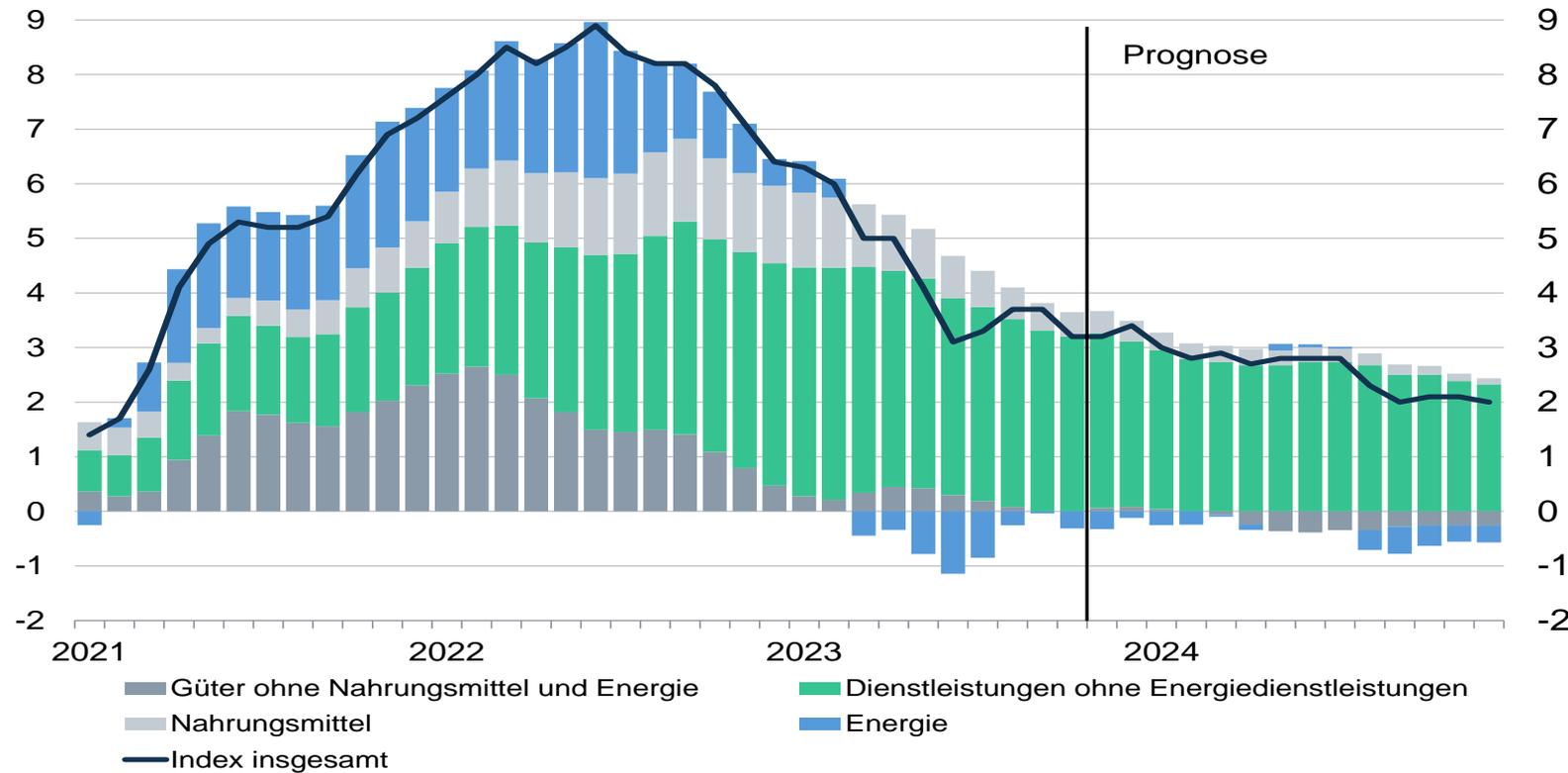
- Die Sätze für Hypotheken mit 15-jähriger Zinsbindung sind auf knapp 7 % emporgeschnellt.
- Die US-Banken haben ihre Kriterien für die Ausreichung von Krediten verschärft.
- Millionen US-Bürger müssen seit Oktober ihre Studiensschulden wieder begleichen.
- Ein fester US-Dollar und eine schwache Weltwirtschaft belasten die US-Exportwirtschaft.
- Die Fiskalpolitik dürfte 2024 der Realwirtschaft keine positiven Impulse mehr liefern.
- Die Läger der Unternehmen sind wieder gut gefüllt. Die Lagerinvestitionen dürften 2024 gering ausfallen.

**All dies zusammengenommen sollte den Wirtschaftstanker USA vom Kurs abbringen.**

# US-Inflation sollte Ende 2024 auf 2,0 % fallen

## US-Konsumentenpreisindex

Veränderung ggü. dem Vorjahresmonat, in % bzw. Beitrag, in %-Punkten\*



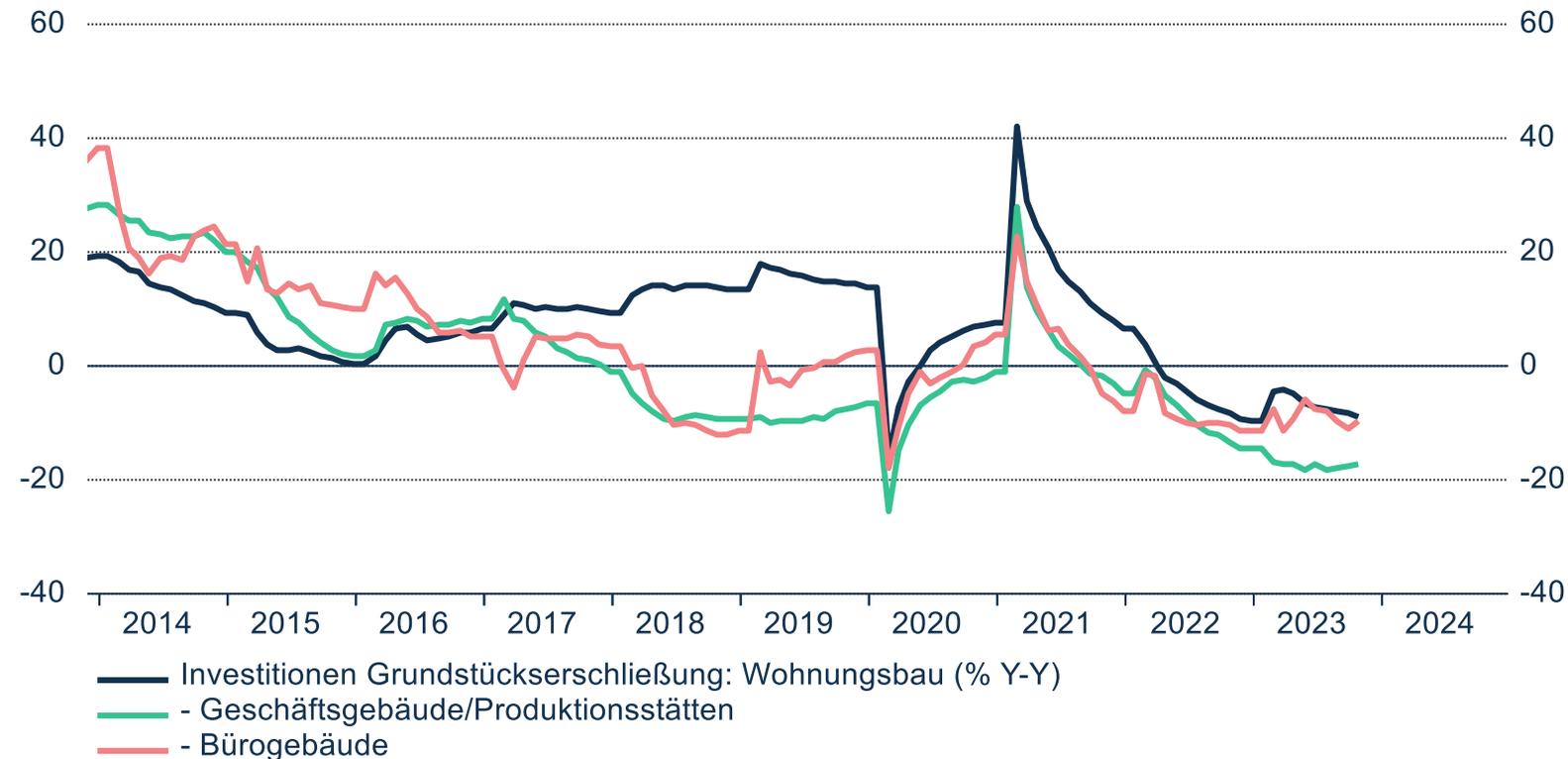
- Da der Rückgang der Hauspreise sowie die Stagnation der Angebotsmieten erwarten lassen, dass der Preisauftrieb für das Wohnen in den nächsten Monaten nachlassen sollte, fühlen wir uns in unserer Auffassung bestärkt, daß die Inflationsrate bis Ende 2024 auf 2,0 % fallen wird.
- Für das Gesamtjahr 2024 prognostizieren wir eine Inflationsrate von 2,5 %, nach einer Rate von 4,2 % im Jahr 2023.

\* Die Summe der Beiträge ergeben nur näherungsweise die Gesamtinflationsrate  
Quelle: LSEG, LBBW Research

# China: Immobiliensektor gibt Anlass zur Sorge

## Investitionen in die Grundstückserschließung

in % Y-Y

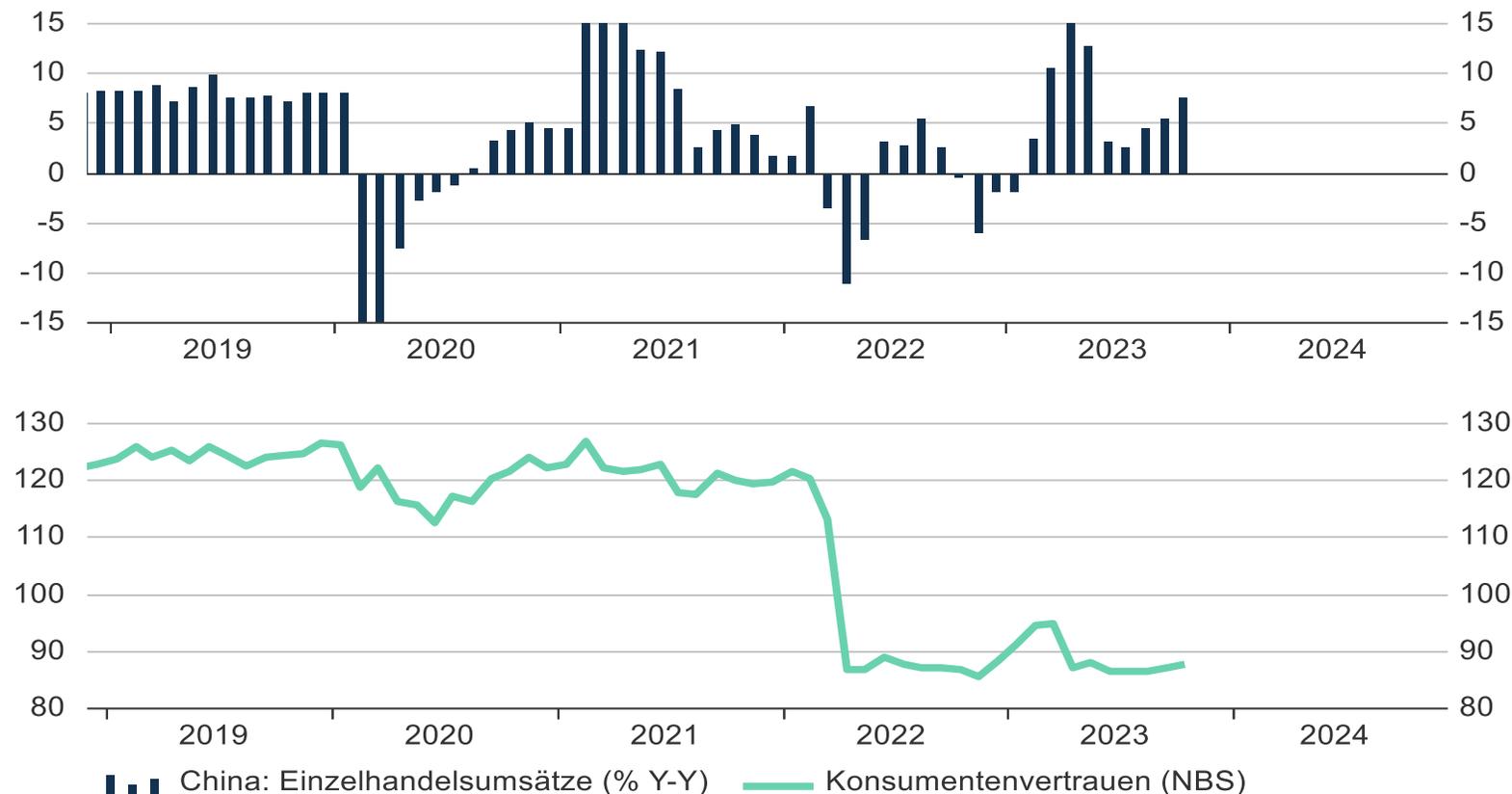


- In China bleibt die Wachstumsrate der Investitionen in die Grundstückserschließung negativ.
- Der Bau- und Immobiliensektor dürfte der chinesischen Wirtschaft kaum Wachstumsimpulse liefern.
- Eher im Gegenteil: Der frühere zentrale Treiber der chinesischen Volkswirtschaft hat sich zu einer Dauerbelastung entwickelt.

# China: BIP-Wachstum dürfte eher anämisch bleiben

## Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen

in % Y-Y / Indexwerte

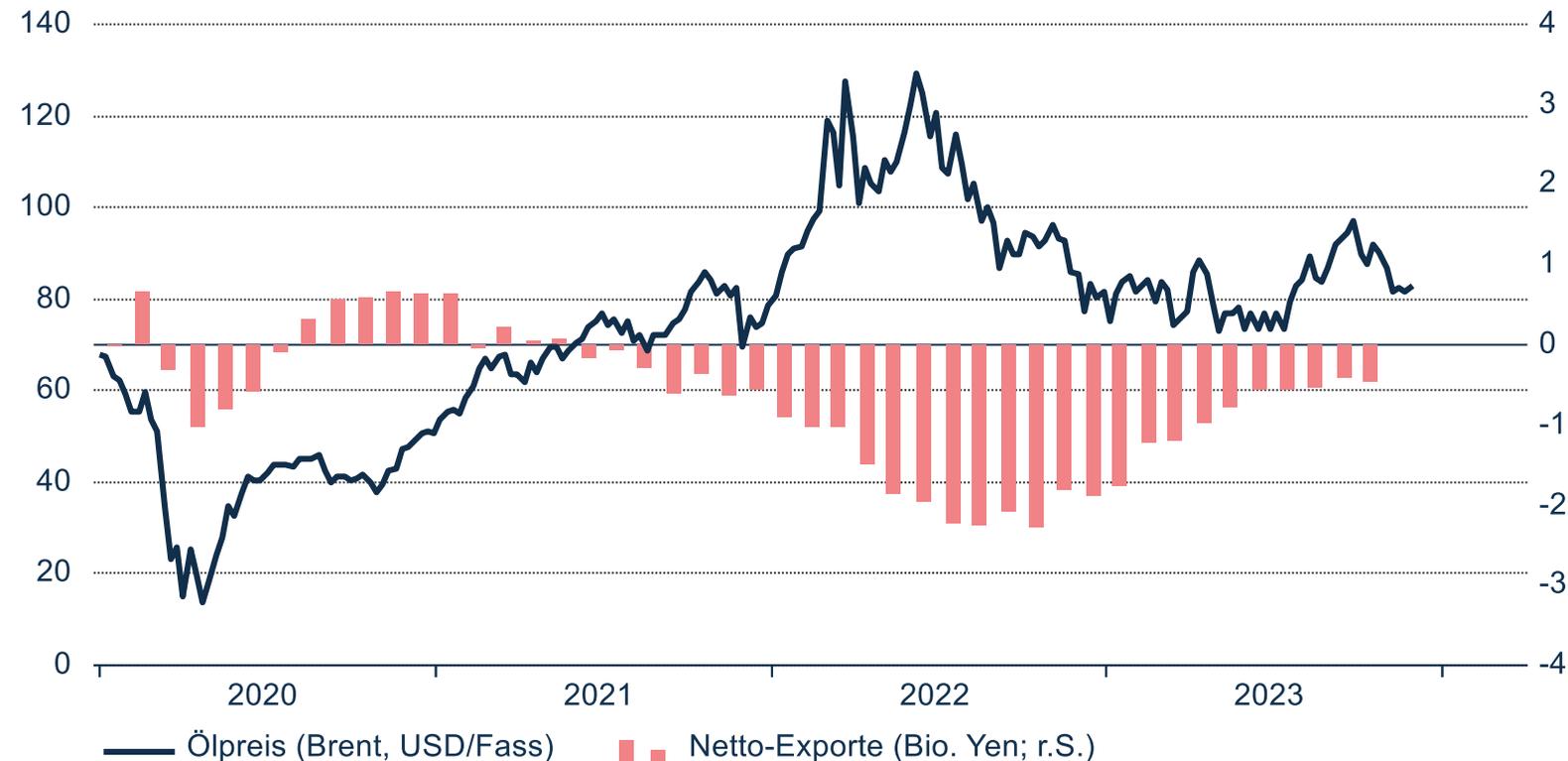


- Immerhin zeigten sich die Einzelhandelsumsätze zuletzt erholt. Niedrigere Zinsen und zahlreiche Steuerentlastungen sorgten in Verbindung mit einer traditionell „konsumstarken“ Ferienwoche „Golden Week“ Anfang Oktober für einen Zuwachs im Oktober um 7,6 % (Y-Y).
- Dessen ungeachtet verharrt das Konsumentenvertrauen äußerst niedrigem Niveau. Eine nachhaltige Erholung des privaten Konsums steht vor diesem Hintergrund vorerst nicht zu erwarten.
- Für das kommende Jahr gehen wir für China von einer BIP-Wachstumsrate in Höhe von lediglich 3,5 % aus.

# Japan: Netto-Exporte im Minus

## Rohölpreis und Netto-Exporte (Saldo)

in USD/Fass / in Bio. Yen



- Der früher chronische Exportüberschuss Japans hat sich in ein Defizit verwandelt.
- Hintergrund sind die bei abwertendem Yen auf USD-Basis teurer gewordenen Energieimporte. Hinzu kommen eine schwache Weltkonjunktur, die die Exporte belastet, sowie demographische Probleme Japans – z.B. ein notorischer Fachkräftemangel.
- Das Defizit hat sich zuletzt zwar wieder verringert – vor allem eine Folge der jüngsten Entspannung an den Ölmärkten.
- Das Defizit per se bleibt aber hartnäckig. Die Netto-Exporte dürften vor dem Hintergrund einer 2024 voraussichtlich recht schwachen Weltkonjunktur und damit auch schwacher japanischer Exporte nur wenig zum BIP-Wachstum beitragen.
- Wir schätzen das japanische BIP-Wachstum für 2024 auf 0,6 %.

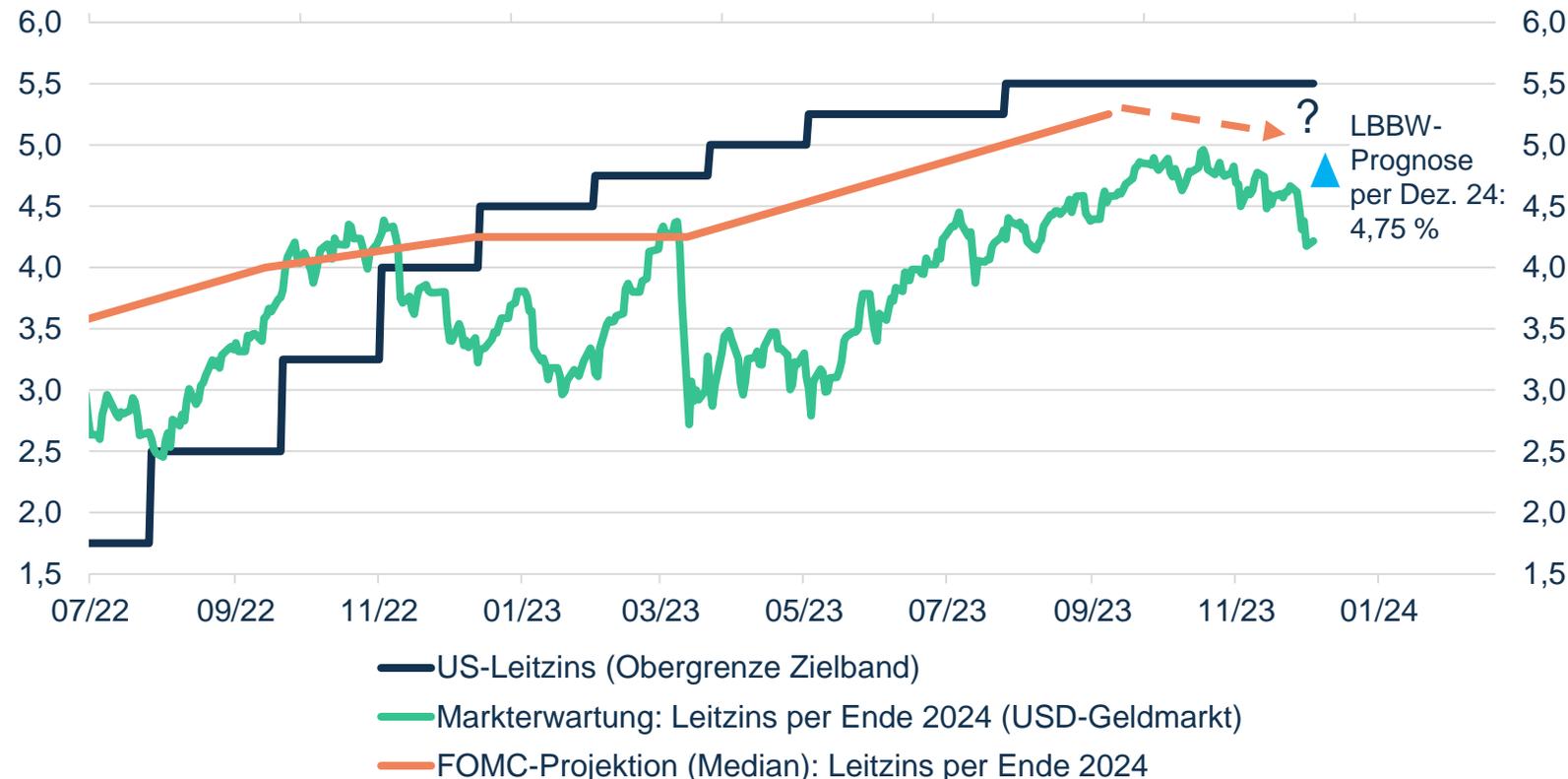
# 03

## Zinsen: Warten auf den Abstieg vom Gipfel

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

# Fed: Macht der „Dot Plot“ die Tür weiter auf für Zinssenkungen?

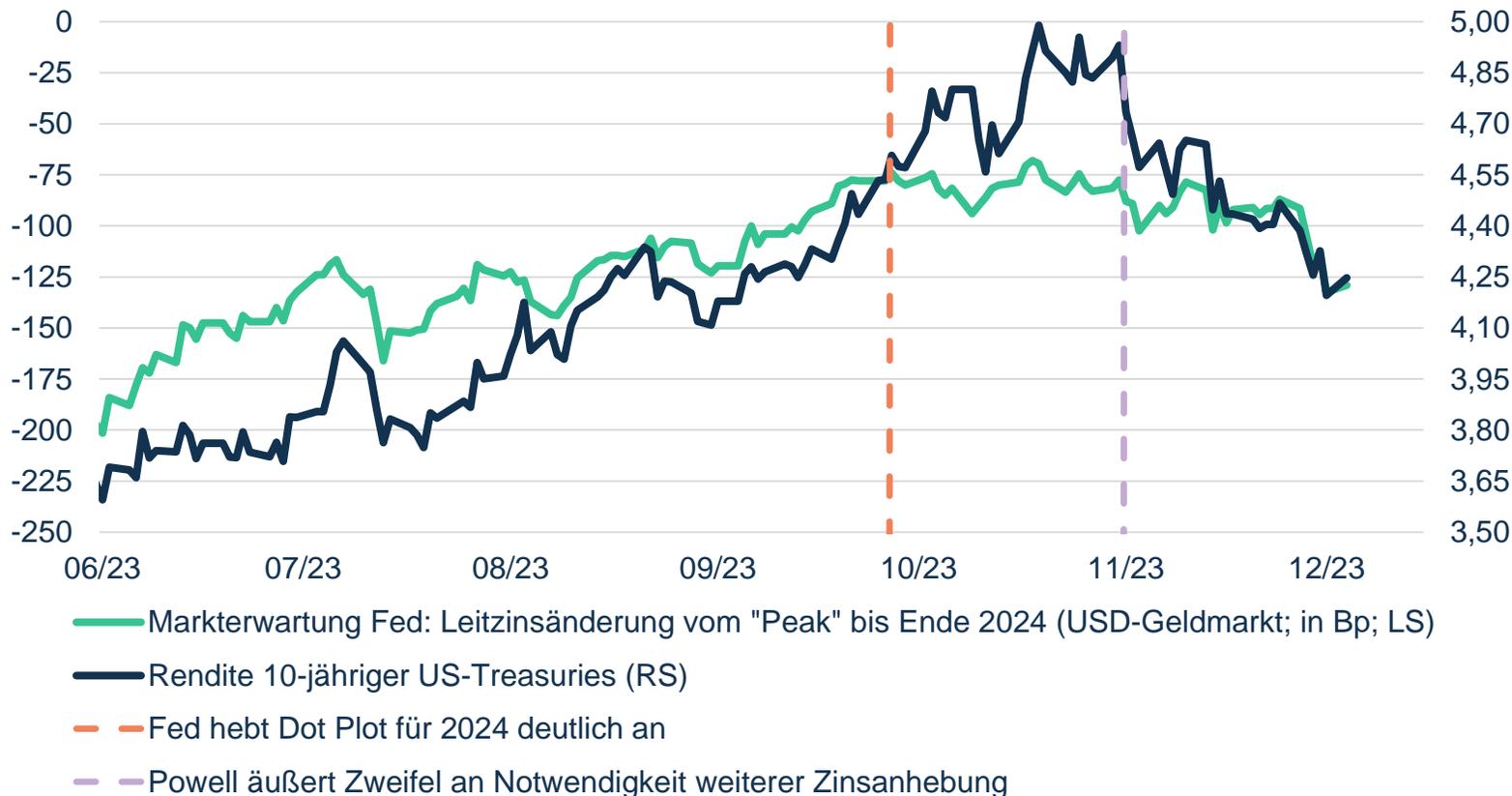
## USD-Leitzins sowie Markterwartung per Ende 2024 und FOMC-Projektion



- Vermehrte Signale konjunktureller Abschwächung und gefestigter Abwärtstrend der Inflation: Fed-Offizielle nehmen mehr und mehr Abstand von weiteren Zinsanhebungen.
- Fed-Sitzung am 13.12.: Wird die Straffungsneigung offiziell fallengelassen?
- Neuer „Dot Plot“ gibt Indikation über Dauer des Zinsplateaus.
- Finanzmärkte mit Zinssenkungserwartung weit vorgeprescht: Erste Lockerung für Mai eskomptiert, fünf Senkungsschritte (à 25 Bp) bis Jahresende 2024.
- **Unsere Fed-Prognose ist vorsichtiger: Erste Zinssenkung im Sommer 2024, bis Jahresende insgesamt drei Schritte auf 4,75 %. Prognoserisiken haben sich zuletzt zur Unterseite verschoben.**

# USD-Rentenmarkt: Forsche Zinswendespekulation birgt Risiken

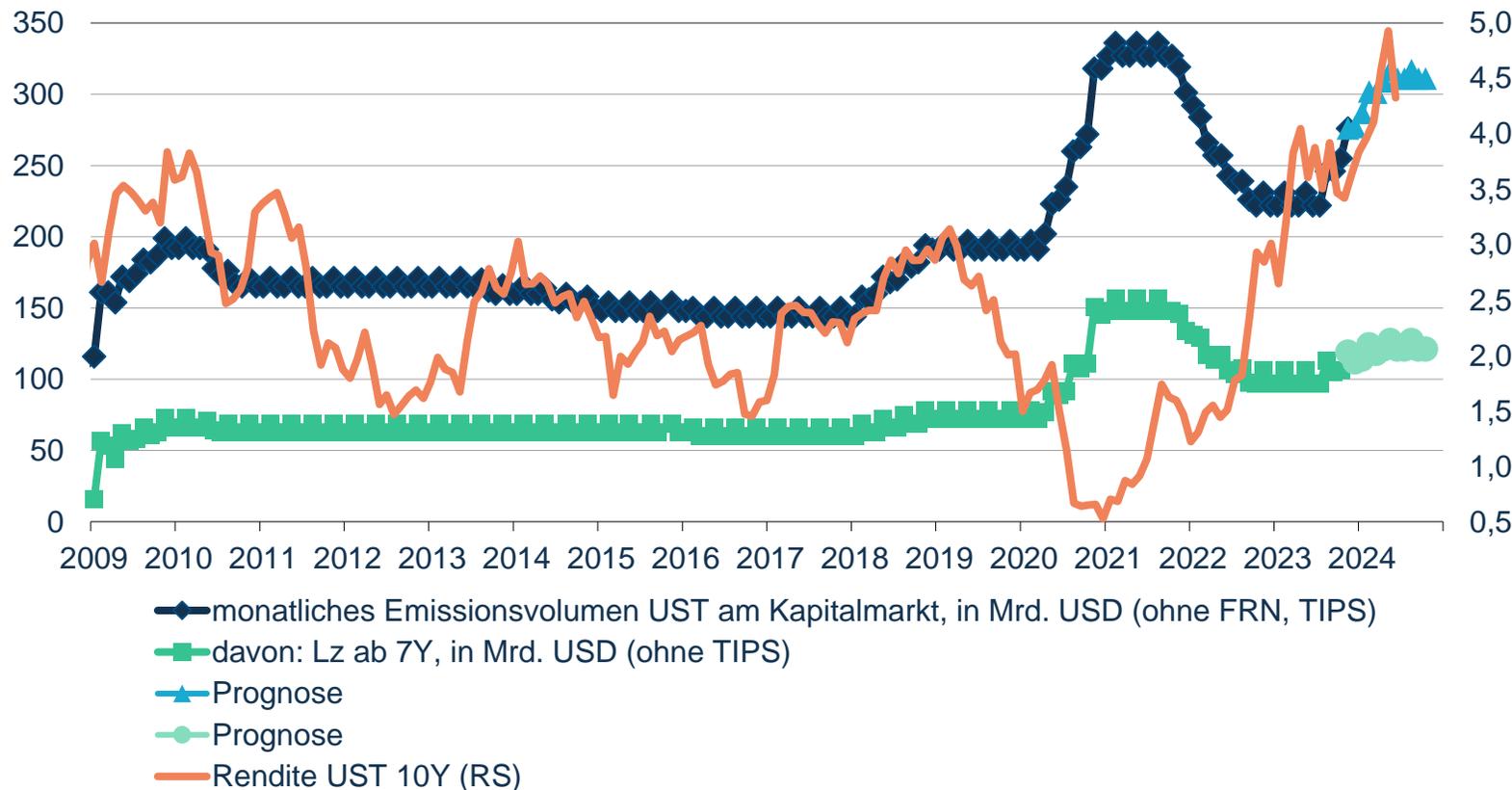
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Zinssenkungserwartung bis Ende 2024 (in Bp)



- Langlaufende US-Staatsanleihen erlebten im Jahr 2023 eine Achterbahnfahrt.
- Das Renditehoch 10-jähriger Treasuries lag mit 5 % um rund 1 %-Punkt über dem Jahresstartwert.
- Wachsende Spekulationen über Zinssenkungen führten zuletzt zu einer starken Gegenbewegung nach unten.
- Die Aussicht auf eine Lockerung der Geldpolitik 2024 ist u.E. nach historischem Muster per se ein rentenpositiver Faktor.
- **Aber Vorsicht: Der Markt hat schon (zu) viel vorweggenommen, so dass Kursrückschläge drohen. „Stockungen“ im Desinflationstrend könnten die Zinswendespekulation zurückwerfen!**

# US-Staatsanleihen: Angebotsflut im Blick behalten

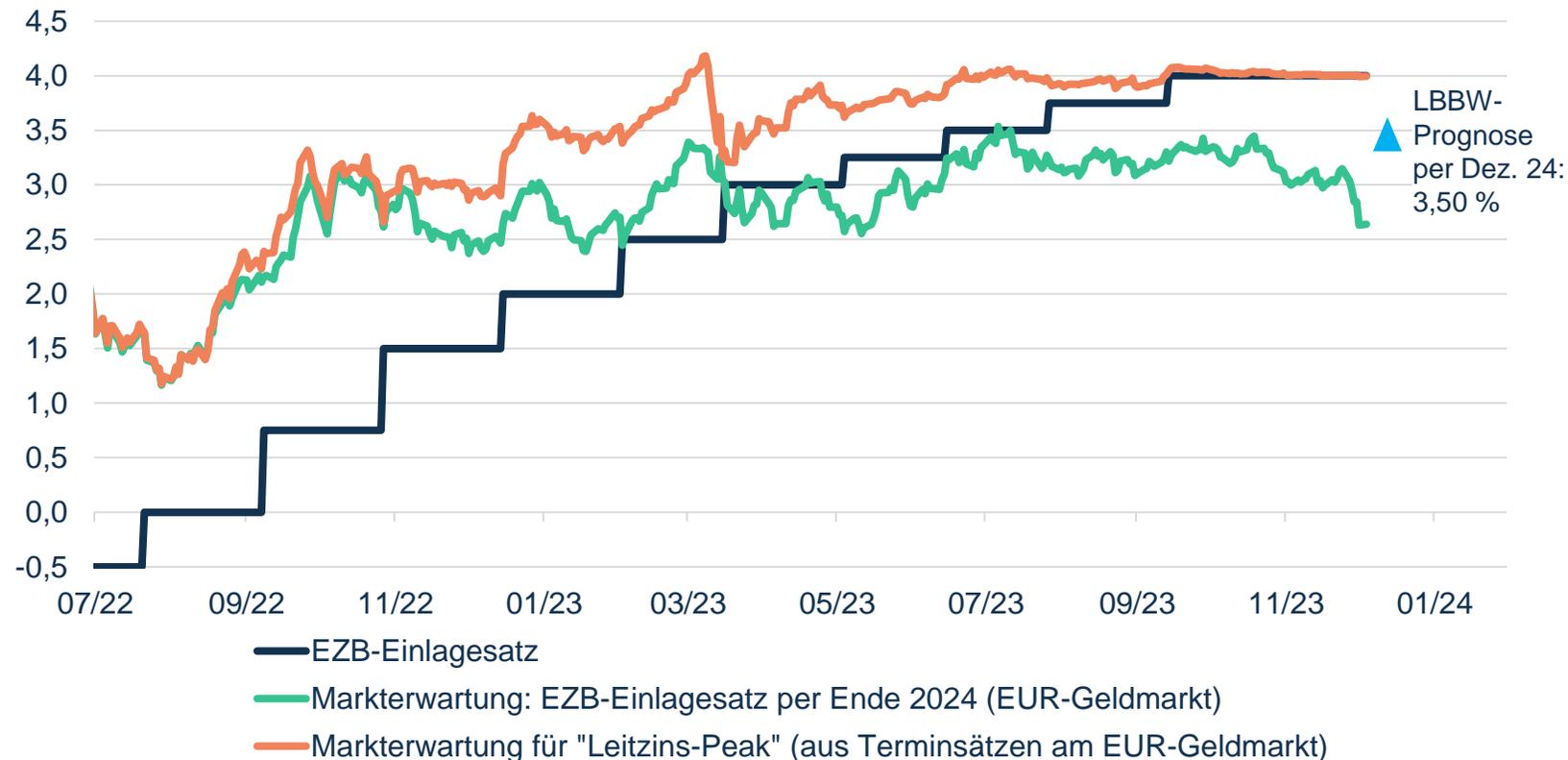
## Monatliches Emissionsvolumen am US-Treasurymarkt (in Mrd. USD, mit Prognose) und 10Y US-Treasuryrendite



- Die laxe Defizitpolitik der US-Regierung hat im laufenden Jahr sowohl die Ratingagenturen auf den Plan gerufen als auch erhebliche Sorgen der Marktteilnehmer ausgelöst.
- Die Angebotsschwemme dürfte sich 2024 fortsetzen. Die monatlichen Emissionsvolumina des US-Schatzamts am Kapitalmarkt dürften nahe an das Corona-Hoch herankommen.
- Da die Fed gar keine Staatsanleihen mehr erwirbt und ausländische Anleger zögerlicher sind als noch vor einigen Jahren, dürften die Laufzeitprämien langlaufender Treasuries unter Aufwärtsdruck bleiben.
- Die Angebotsflut begrenzt daher u.E. das Potenzial für einen Rückgang der Langläuferrenditen.

# EZB: Wie schnell erfolgt der Abstieg vom Gipfel?

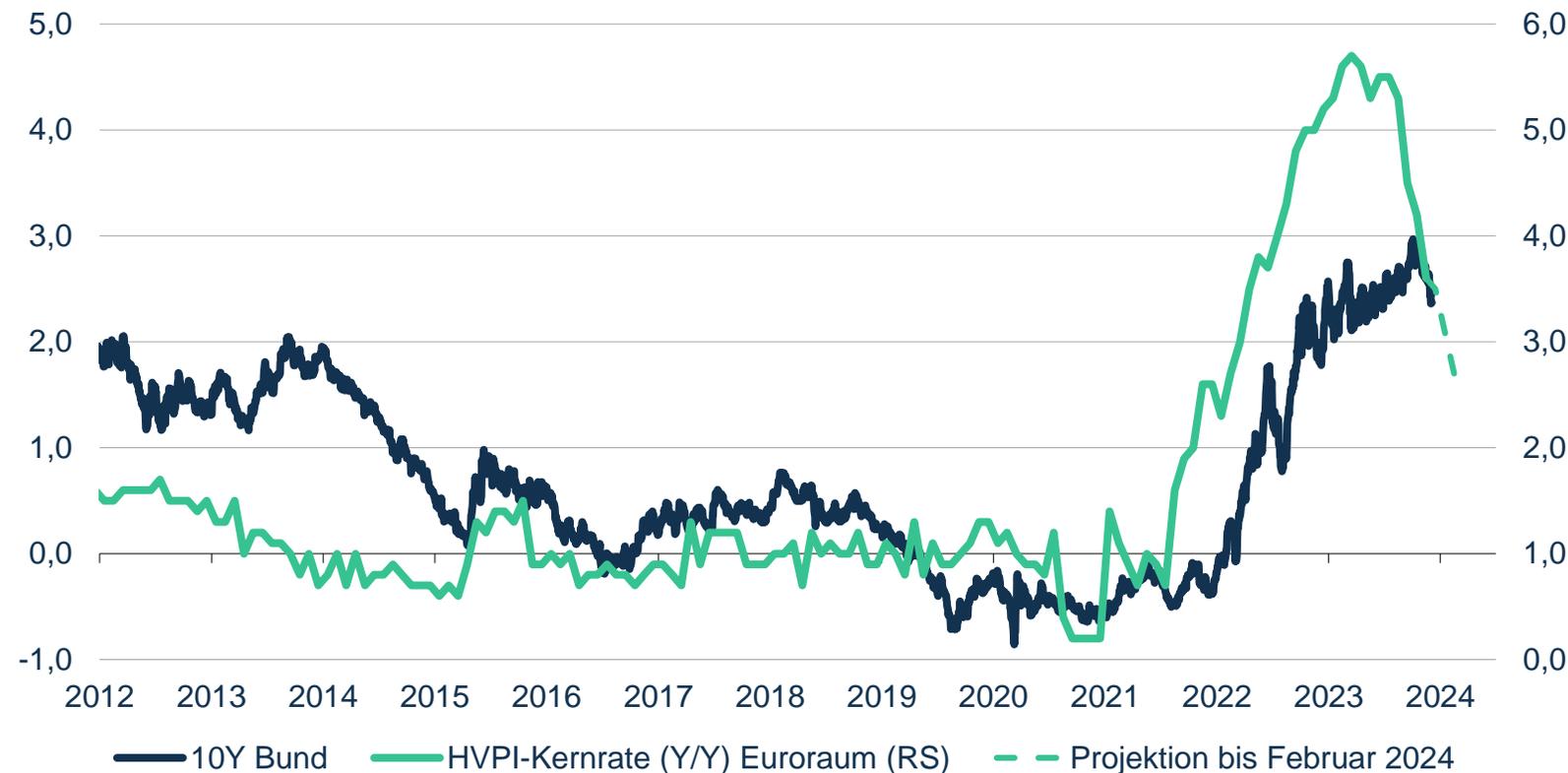
## EZB-Einlagesatz sowie Markterwartung für Leitzins-Peak und Markterwartung per Ende 2024



- EZB-Einlagesatz im Jahr 2023 um 200 Bp gestiegen und damit deutlich stärker als zu Jahresbeginn erwartet.
- Die überwältigende Mehrheit der jüngsten EZB-Kommentare unterstreicht: Mit 4 % ist der Gipfel erreicht.
- Mit konkreten Aussagen zu Zinssenkungen im Jahr 2024 halten sich die Notenbanker bisher noch bedeckt.
- Der wiederholte starke Inflationsrückgang seit September hat die Marktspekulation massiv angeheizt: Erste Zinssenkung im April wäre demnach ausgemacht; mindestens fünf Schritte bis Ende 2024!
- Unser Basisszenario ist mit Zinslockerungen um insgesamt 50 Bp bis Ende 2024 deutlich vorsichtiger. Die Prognoserisiken neigen sich zu stärker/schneller sinkenden Zinsen.

# EUR-Rentenmarkt: Inflationstrend spricht für sinkende Renditen!

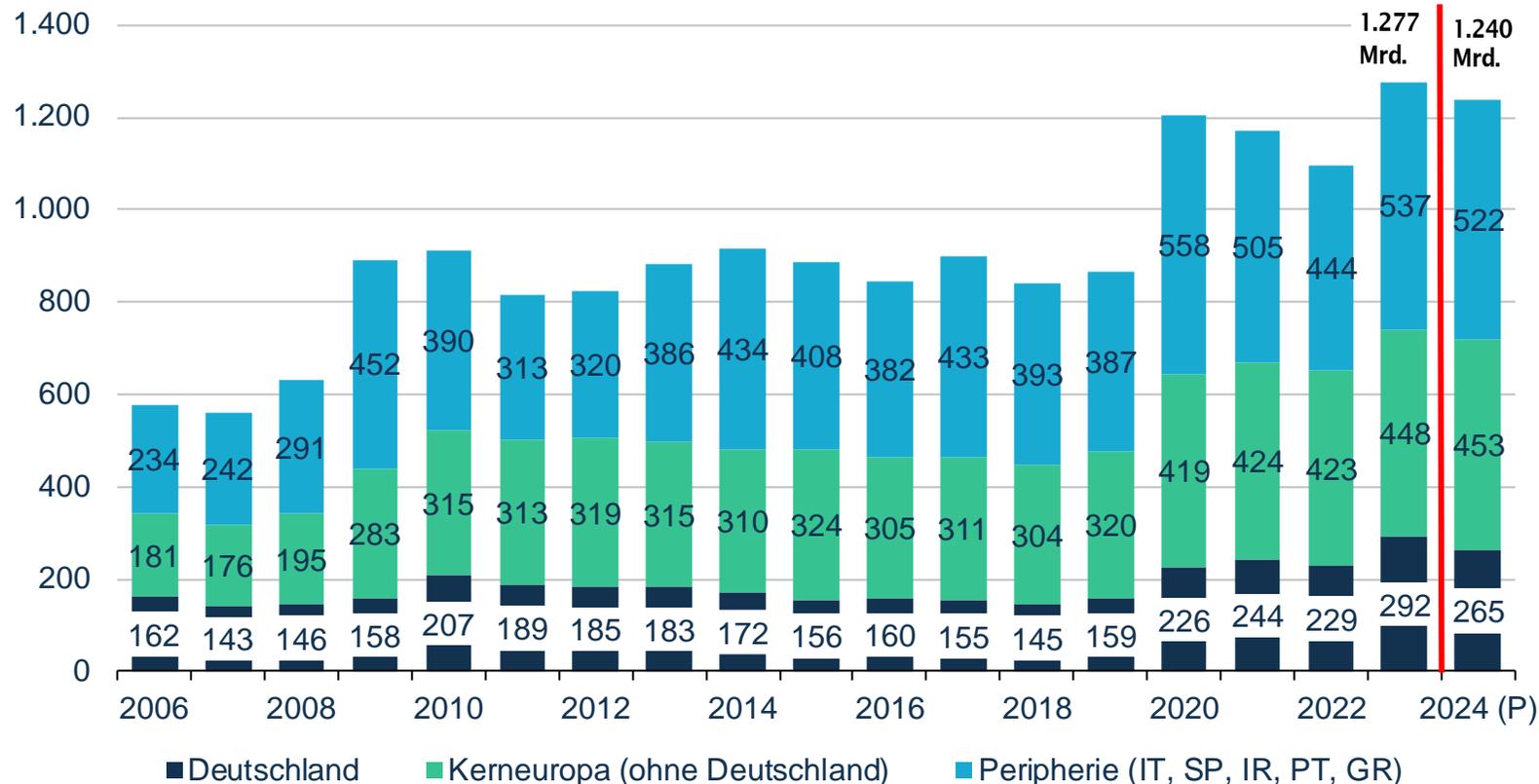
## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und EWU-Kerninflation (Y/Y) mit Projektion bis Februar 2024



- Für den Euro-Rentenmarkt ist der geldpolitische Ausblick ambivalent:
- Die Aussicht auf eine Leitzinswende spricht historisch betrachtet (analog USA) für fallende Anleiherenditen.
- Da der EUR-Geldmarkt bereits ein großes Ausmaß an Senkungen für 2024 (>> 100 Bp) vorwegnimmt, ist die Gefahr (temporärer) Rückschläge gleichwohl hoch.
- Der jüngste steile Abwärtstrend der EWU-Kerninflation auf unter 4 % liefert eine starke Kursstütze. Über den Winter dürfte die Kernrate zudem weiter auf unter 3 % fallen.
- Die 10-jährige Bundrendite hat ihr zyklisches Topp mit hoher Wahrscheinlichkeit bei 3 % ausgebildet.

# EUR-Rentenmarkt: Angebotsdruck nimmt 2024 nur leicht ab

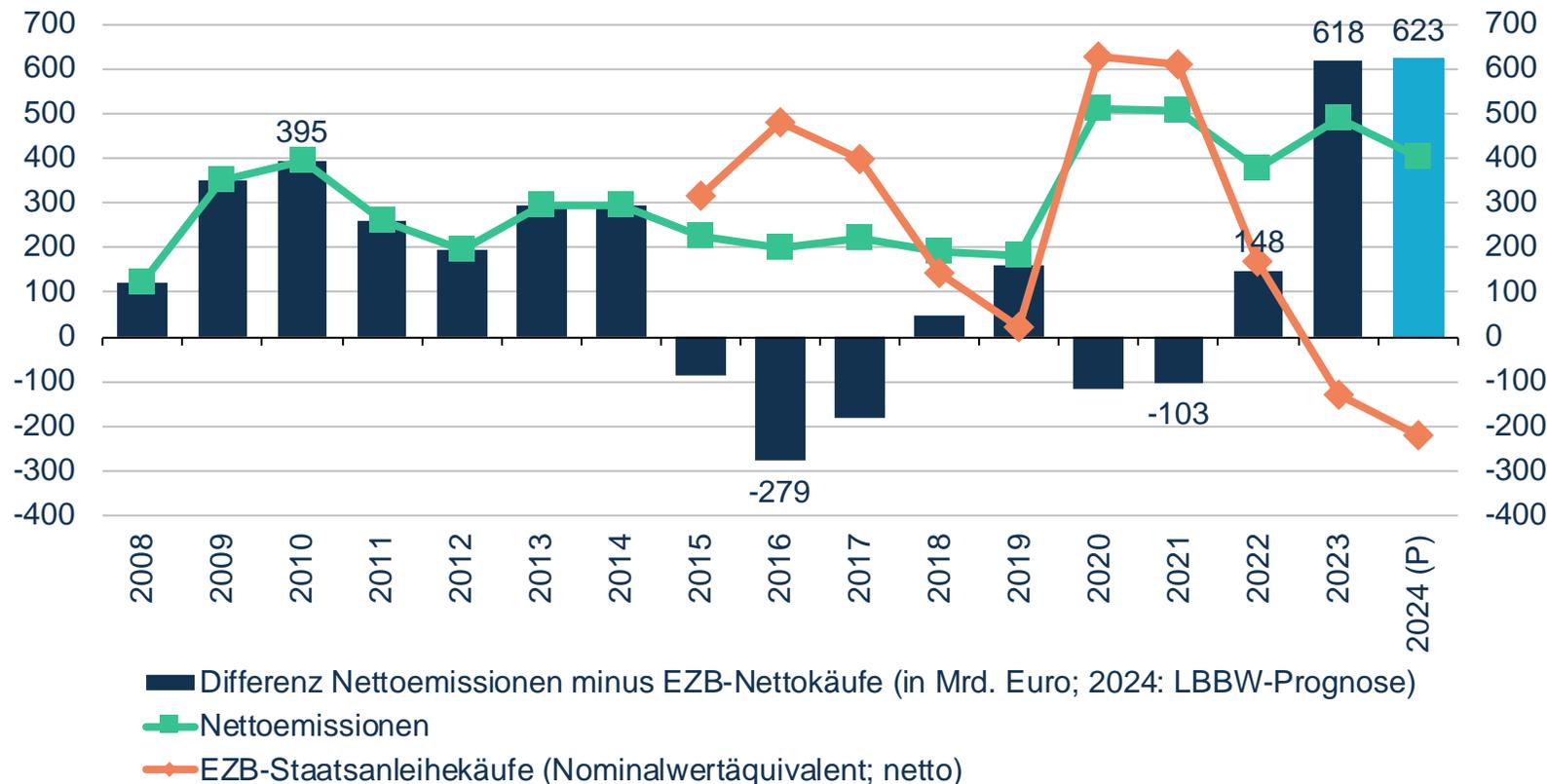
## Bruttoemissionen am Euro-Staatsanleihemarkt seit 2006 nach Segmenten (in Mrd. Euro; 2024: LBBW-Prognose)



- Zur Vorsicht vor überzogenem Kursoptimismus am EUR-Staatsanleihemarkt mahnt u.E. der Angebotsausblick.
- Nach stark ansteigendem Trend im Jahr 2023 dürften die Bruttoemissionen am Kapitalmarkt im Jahr 2024 zwar laut unserer Prognose sinken.
- Ursächlich hierfür ist ein rückläufiger Netto-Finanzbedarf der Staaten, da sich die Energiekrise erheblich entspannt hat.
- In Deutschland könnte das Verdikt des Verfassungsgerichts zu den Schattenhaushalten zudem die Neuverschuldung dämpfen.
- Da die zu refinanzierenden Fälligkeiten gleichzeitig einen Rekordstand erreichen, fällt das Minus beim Bruttoangebot u.E. jedoch mit 3 % Y/Y nur moderat aus.

# EUR-Rentenmarkt: „Effektive“ Nettoemissionen verharren auf Rekordhoch

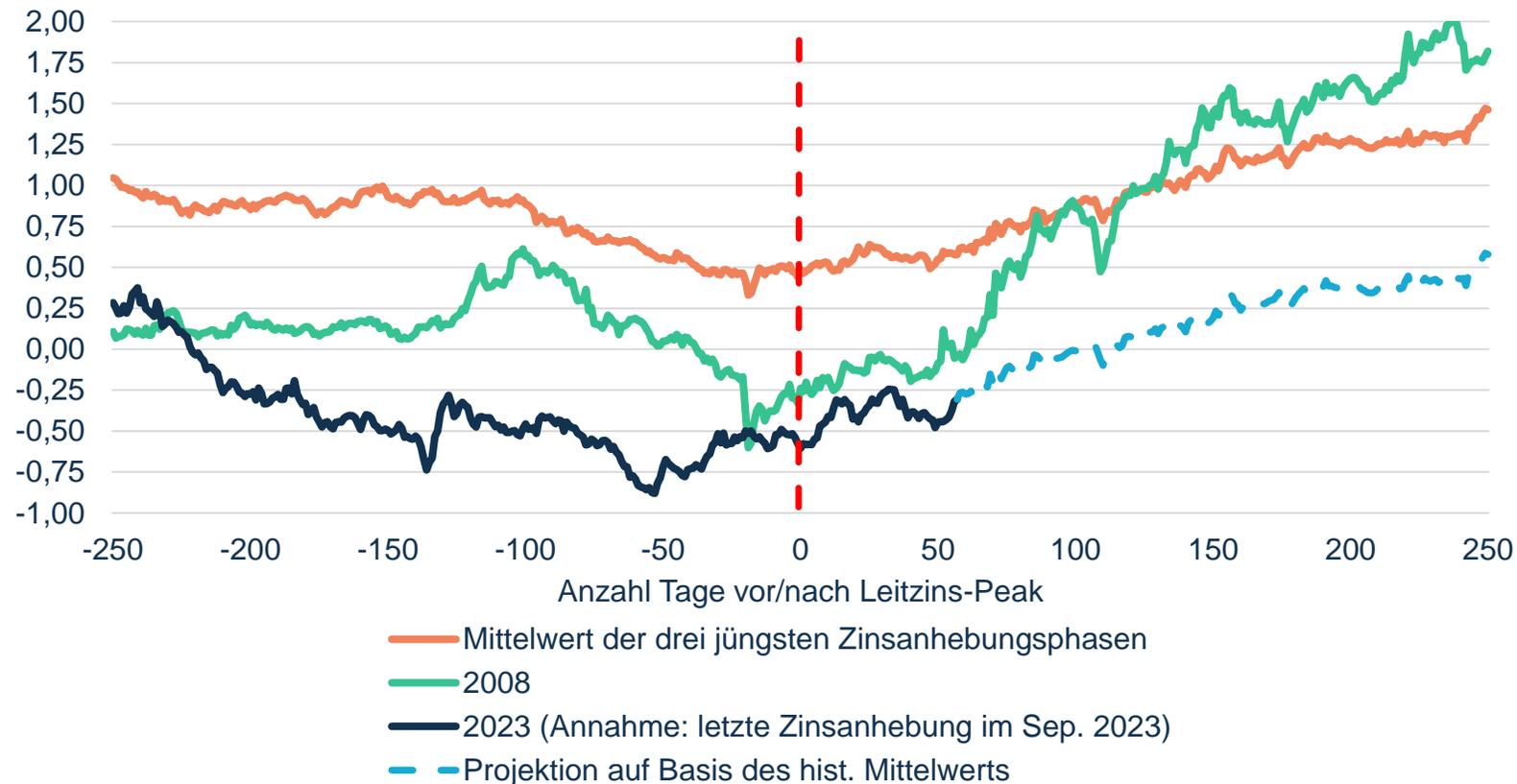
## Netto-Staatsanleiheemissionen und EZB-Nettoanleihekäufe seit 2008 (in Mrd. Euro; 2024: LBBW-Prognose)



- Bzgl. der Netto-Staatsanleiheemissionen aus dem Euroraum rechnen wir für 2024 zwar mit einem spürbaren Rückgang um knapp 20 % auf rund 400 Mrd. Euro.
- Diese Entspannung beim Angebotsumfeld ist bei genauerer Betrachtung u.E. jedoch weniger wirkmächtig als sie scheint.
- Das Quantitative Tightening der EZB entzieht dem Markt im Jahr 2024 in Summe mehr Nachfrage als im Jahr 2023.
- Wir unterstellen zudem, dass die EZB im Jahresverlauf auch die Reinvestitionen aus dem Corona-Programm PEPP zurückfährt.
- Unter Annahme negativer EZB-Nettokäufe von gut 200 Mrd. Euro (an Staatsanleihen) stagnieren die „effektiven“ Nettoemissionen (Nettoemissionen minus EZB-Nettokäufe) im Bereich ihres Rekordniveaus!

# EUR-Zinskurve: Inversion dürfte 2024 enden

## Steilheit 10Y-2Y EUR-Swap im Umfeld historischer Leitzinsgipfelphasen



- Mit zunehmender Gewissheit, dass der EZB-Leitzins seinen zyklischen Hochpunkt erreicht hat, verbessert sich die Aussicht auf eine nachhaltige Versteilerung der EUR-Zinskurve.
- Gemessen am Spread 10Y-2Y ist die EUR-Swapkurve seit November 2022 invers.
- Die Inversion hat nahezu „idealtypisch“ einige Wochen vor dem mutmaßlichen Leitzinsgipfel ihr Maximum erreicht.
- Im Mittel über die drei jüngsten Zinszyklen hat sich Kurve in den ersten 12 Monaten nach dem Leitzinsgipfel ( $t = 0$ ) um rund 100 Bp versteilert.
- Nach dieser Maßgabe ist eine Ende der Inversion im Jahr 2024 wahrscheinlich. „Idealtypisch“ könnte dieser Punkt etwa um die Jahresmitte erreicht werden.

# Fazit: Abstieg vom Zinsgipfel rückt zwar näher, aber Vorsicht vor überzogener Euphorie!

## USD-Zinsen und Prognose

in %

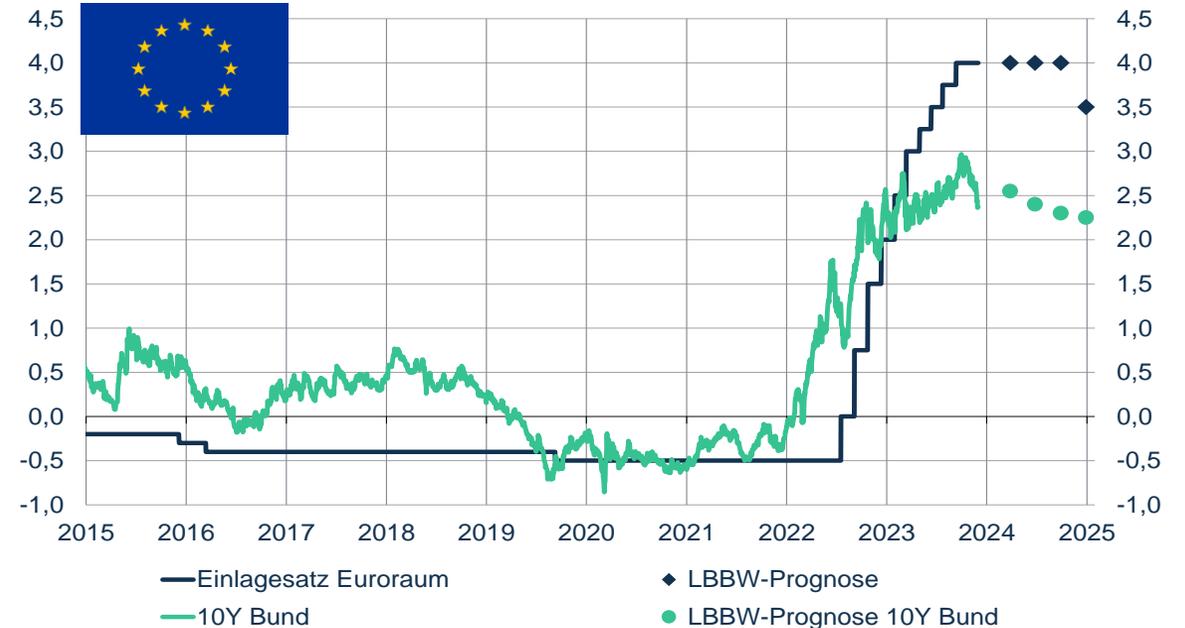


- Leitzinsgipfel auf aktuellem Niveau von 5,50 % erreicht. Spekulation auf schnelle Trendwende verfrüht.
- Erste Leitzinssenkung im Sommer 2024; insgesamt drei Schritte bis Ende 2024; Langfristzinsen dürften mittelfristig weiter sinken.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

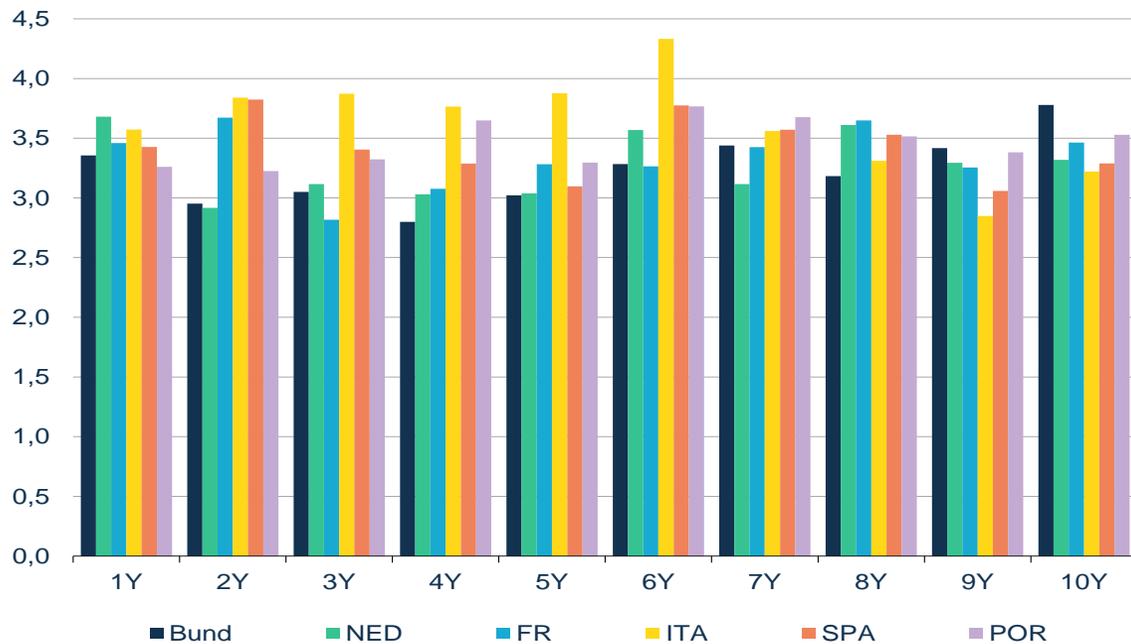


- Leitzinsgipfel auf aktuellem Niveau von 4,00 % erreicht. Erste Senkung im Herbst 2024, Chance auf frühere Wende gestiegen.
- Langfristzinsen: Mittelfristige Trendwende nach unten erwartet, überschießende Zinssenkungserwartungen bergen Risiken.

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

## Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: Spreadausweitung um ein Viertel)

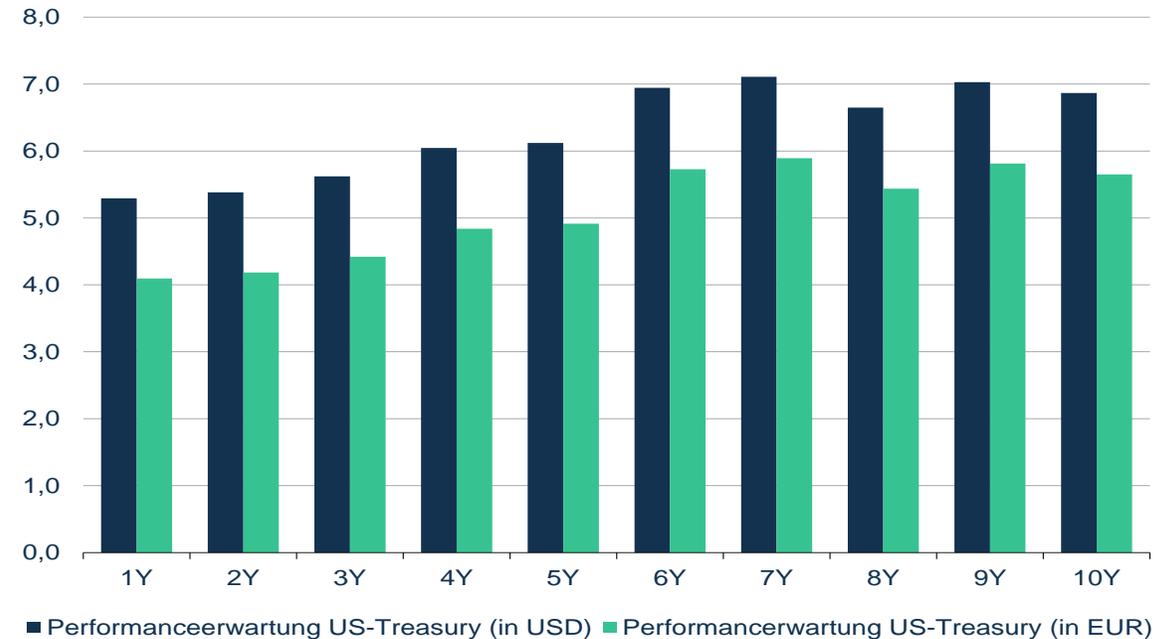


- Kurzfristig Gefahr von Kursrückschlägen. Mittelfristig gute Aussichten auf nachhaltige Erholung, v.a. bei Langläufern.
- Spreadkonsolidierung in der Peripherie, aktuell solider Puffer gegen erneuten Anstieg der Bonitätsrisikoprämien.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



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

# Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Mar-23	Forecast 30-Jun-24	31-Dec-24	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	4.50	4.50	4.50	4.00	
ECB Deposit Rate	4.00	4.00	4.00	3.50	
Overnight Rate (€STR)	3.90	3.95	3.95	3.45	
3M Euribor	3.96	3.95	3.90	3.35	
Swap 2Y	3.15	3.30	3.05	2.60	
Swap 5Y	2.79	3.00	2.80	2.50	
Swap 10Y	2.83	3.05	2.90	2.75	
Bund 2Y	3.15	2.75	2.50	2.05	
Bund 5Y	2.54	2.45	2.25	2.00	
Bund 10Y	2.60	2.55	2.40	2.25	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	5.50	5.50	5.50	4.75	
Overnight Rate (SOFR)	5.39	5.35	5.35	4.60	
3M Money Market	5.65	5.30	5.20	4.50	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.45	4.50	4.20	3.50	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.94	3.90	3.75	3.35	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.91	3.95	3.85	3.60	
Treasury 2Y	4.84	4.55	4.25	3.55	
Treasury 5Y	4.51	4.15	3.95	3.55	
Treasury 10Y	4.57	4.25	4.10	3.85	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.02	-0.05	0.00	0.25
Japan	10Y Government Bond	0.91	0.85	0.95	1.05
UK	Overnight Rate (SONIA)	5.19	5.20	4.95	4.20
UK	10Y Government Bond	4.37	4.15	4.00	3.80
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.70	1.70	1.70	1.45
Switzerland	10Y Government Bond	1.12	1.00	0.90	0.80

Quellen: LSEG, LBBW Research

# 04

## Credits: Gute Aussichten für Corporate Bonds



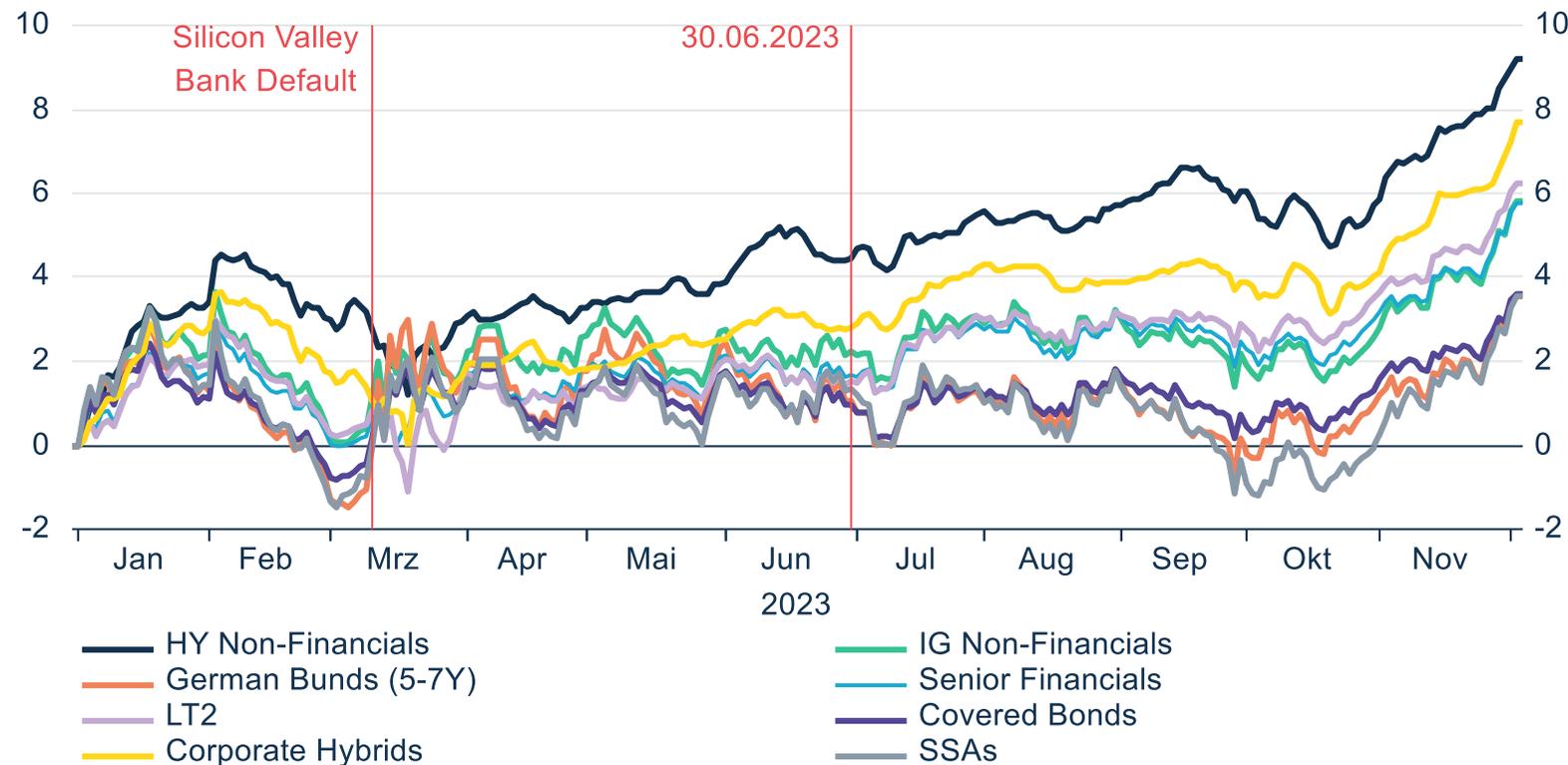
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

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

# Corporate Bonds 2023 mit hohen Gewinnen

## Total Return seit Jahresanfang 2023 (YTD)

In %



- Unternehmensanleihen liegen 2023 – wie von uns vor Jahresfrist erwartet – deutlich im Plus. Investmentgrade-Bonds in EUR brachten bis Ende November +5,0% .
- Von den zwischenzeitlichen Performance-Rückgängen im September und Oktober erholten sich die Anleihen schnell. Ihnen kam dabei vor allem ein Rückgang der Bund-Renditen zugute.
- Trotz vieler Krisen und volatiler Märkte war 2023 für Investoren ein erfolgreiches Anlagejahr.
- **Welche Aussichten bieten sich für 2024?**

Hinweis: Unseren Credit Outlook für Corporate Bonds vom 30.11.2023 finden Sie im LBBW Markets-Portal.

# Anleihe-Renditen noch immer relativ hoch

## Renditen in % p.a. bis zur Fälligkeit

Indizes für Corporate Bonds sowie weitere Asset-Klassen

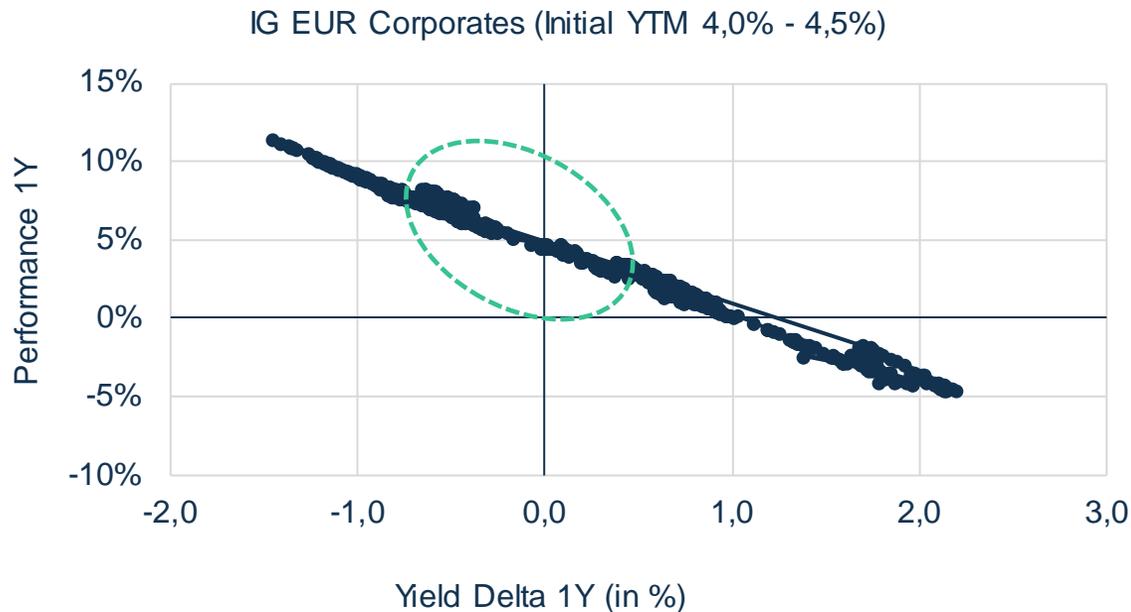


- Seit unserer Heraufstufung der IG-Corporates von 0/+ auf + (siehe LBBW Anleihen Weekly vom 24.11.2023) ist deren durchschnittliche Rendite leicht unter die 4%-Marke gesunken. Ursächlich war der Rückgang der Bund-Renditen.
- Dadurch wurde ein wesentlicher Teil der von uns erwarteten Performance bereits realisiert. Die Aussichten bleiben dennoch gut.
- Nach unserer Einschätzung hat die EZB ihre Phase der Leitzinserhöhungen beendet. Dies spricht dafür, dass die Renditen demnächst keine neuen Hochs mehr ansteuern.
- Dadurch verringern sich die Risiken für Kursverluste. Die hohen Ausgangsrenditen bieten zudem bedeutende Sicherheitspuffer.

# Hohe Renditen bieten gutes Chance-Risiko-Profil

## Historische 1Y-Performance IG-Bonds

EUR Corporate Bonds mit Ausgangsrenditen von 4,0% bis 4,5%

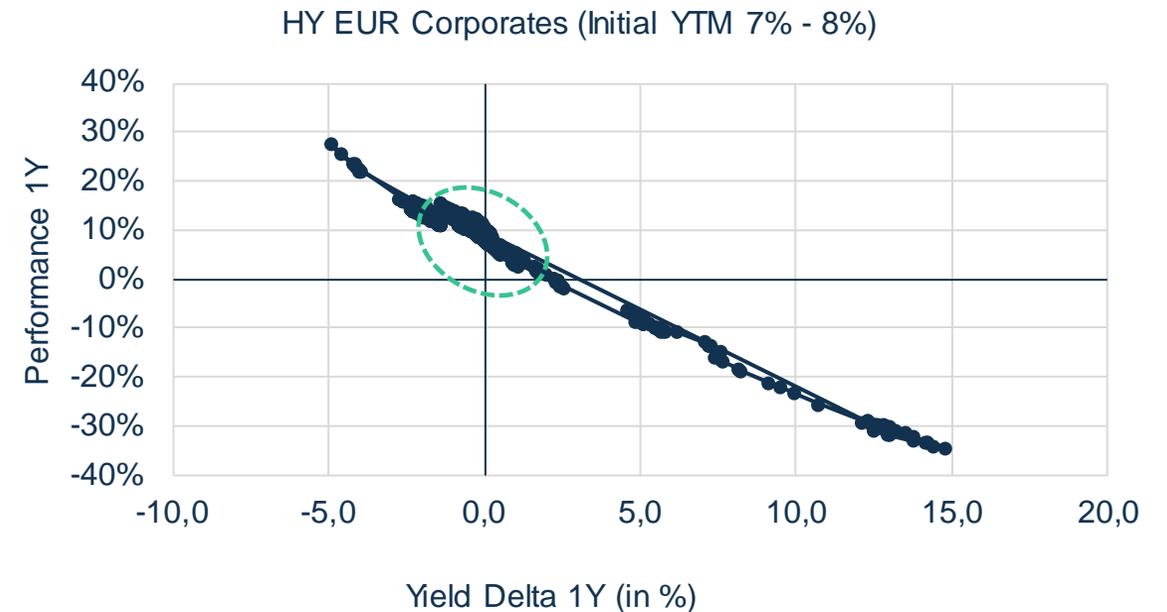


- November 2023: Rendite für IG-Unternehmensanleihen ca. 4,0%.
- Break-Even bei historischem Vergleich: Rendite-Niveau könnte sich in zwölf Monaten um ca. 1 Prozentpunkt erhöhen (auf ca. 5,0%).
- **Bei unverändertem Rendite-Niveau: Return von mind. 4%.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

## Historische 1Y-Performance HY-Bonds

EUR Corporate Bonds mit Ausgangsrenditen von 7% bis 8%

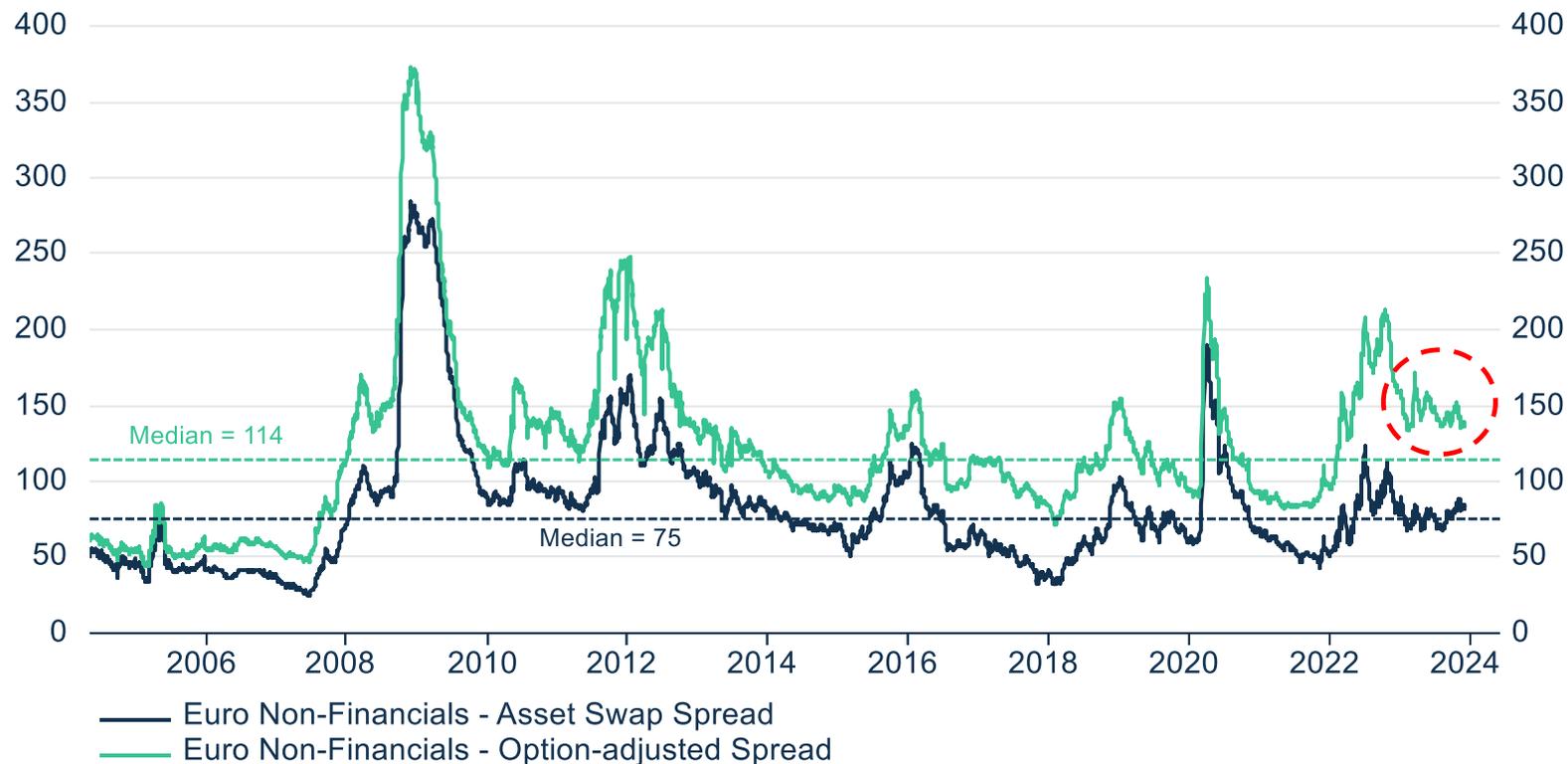


- November 2023: Rendite für HY-Unternehmensanleihen: ca. 7,0%.
- Break-Even bei historischem Vergleich: Rendite-Niveau könnte sich in zwölf Monaten um ca. 2 Prozentpunkte erhöhen (auf ca. 9,0%).
- **Bei unverändertem Rendite-Niveau: Return von mind. 6%.**

# Bund-Spreads noch deutlich über Median

## IG-Spreads: ASW vs. OAS

in Basispunkten

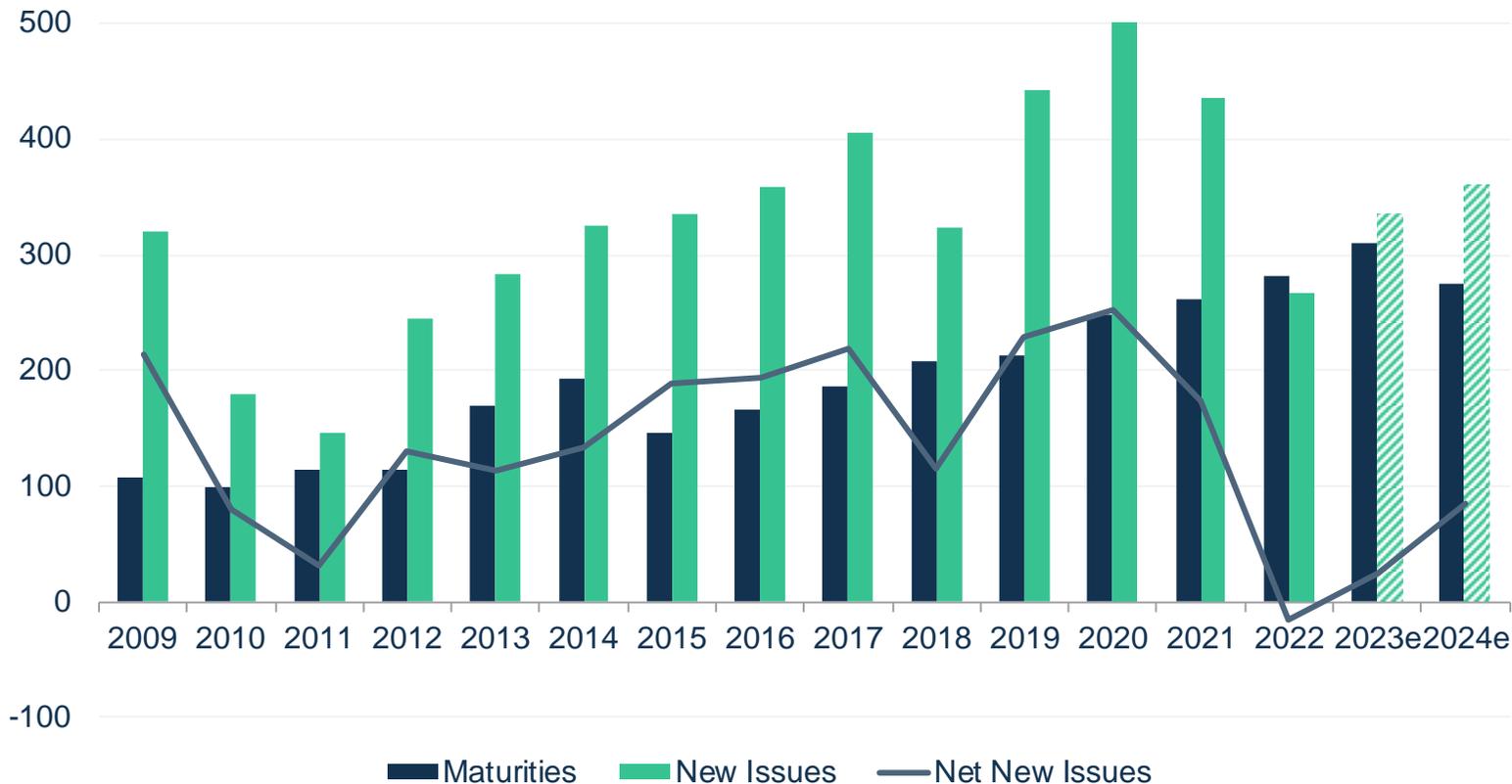


- Die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen (OAS = Option-adjusted Spread) erreichten 2022 das Niveau früherer Krisen (Corona-Pandemie, Eurokrise). Anschließend gab es eine starke Erholung.
- Mittelfristig erscheint uns das Niveau der Median-Spreads als angemessen, sowohl bei den Aufschlägen ggü.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

# Neuemissionen wieder über Bondfälligkeiten

## Corporate Bonds: Fälligkeiten und Neuemissionen in Euro

Volumen in Mrd. Euro



- Der Einbruch des Neuemissionsvolumens im Jahr 2022 um 40% führte dazu, dass die Neuemissionen von Corporate Bonds sogar unter deren Fälligkeiten von 2022 lagen.
- 2023 hat sich der Primärmarkt wieder normalisiert. Das Volumen der Fälligkeiten wurde wieder übertroffen.
- Für 2024 erwarten wir nochmals einen Anstieg des Neuemissionsvolumens. Die Unternehmen haben sich an das höhere Zinsniveau gewöhnt. Zudem richten sie bei ihren Refinanzierungen den Blick auf 2025.
- Die noch ausstehenden Fälligkeiten für 2024 liegen unter dem Wert für 2023, da einige Unternehmen ihre Bonds vorzeitig zurückbezahlt haben. 2025 steigen die Fälligkeiten deutlich auf über 300 Mrd. Euro.

# 05

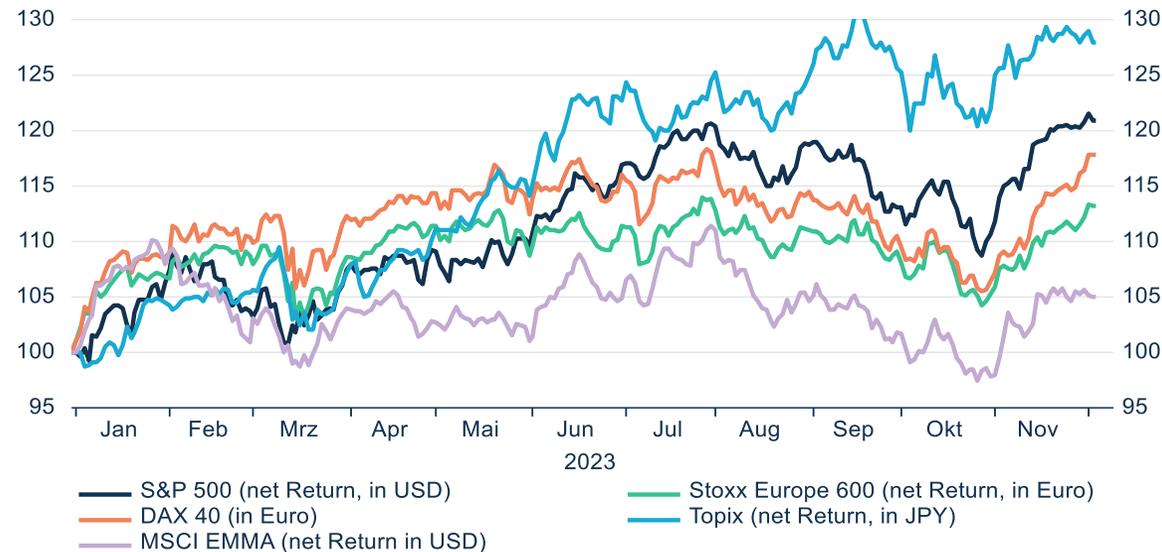
## Ausblick Aktienmarkt 2024: Den Widrigkeiten begegnen

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

# Positiver Jahresverlauf 2023 – Top-Markt Japan, aber nur in Landeswährung

## Aktienmärkte international YTD

indexiert, 31.12.2022=100, in Landeswährung

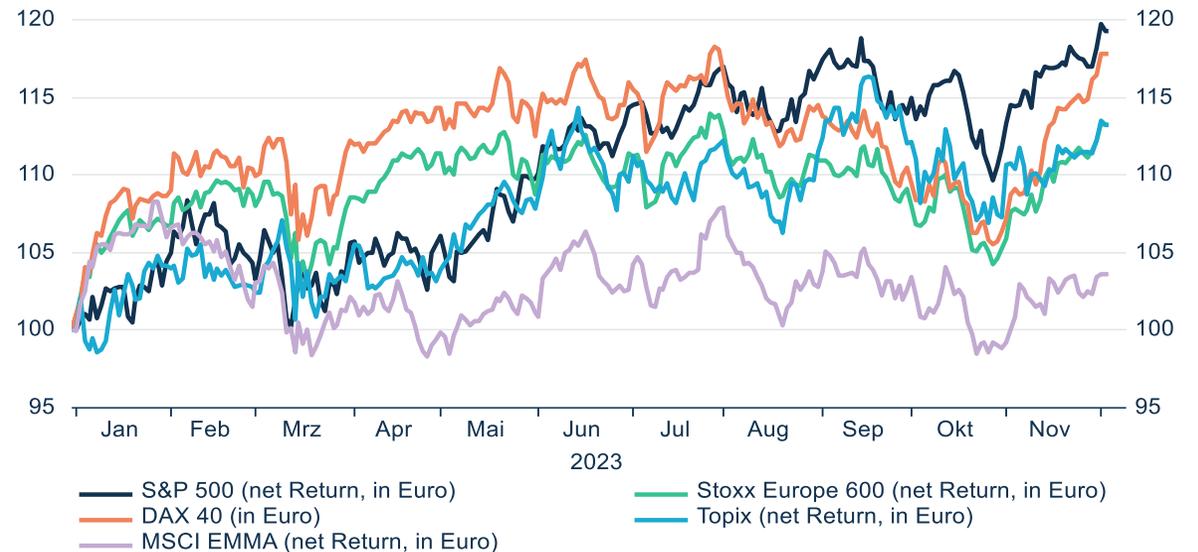


- Die Aktienmärkte haben eine fulminante November-Rally hinter sich. Im Oktober grassierten noch Ängste vor weiteren Zinsanhebungen, und die Kapitalmarkttrenditen erreichten vor sechs Wochen ihr zyklisches Hoch. Inzwischen setzen die Anleger auf erste Zinssenkungen im kommenden Jahr. Zudem haben sich auch die Sorgen um eine unkontrollierte Eskalation in Nahost verflüchtigt.

Quelle: LSEG, LBBW Research

## Aktienmärkte international YTD

indexiert, 31.12.2022=100, in Euro

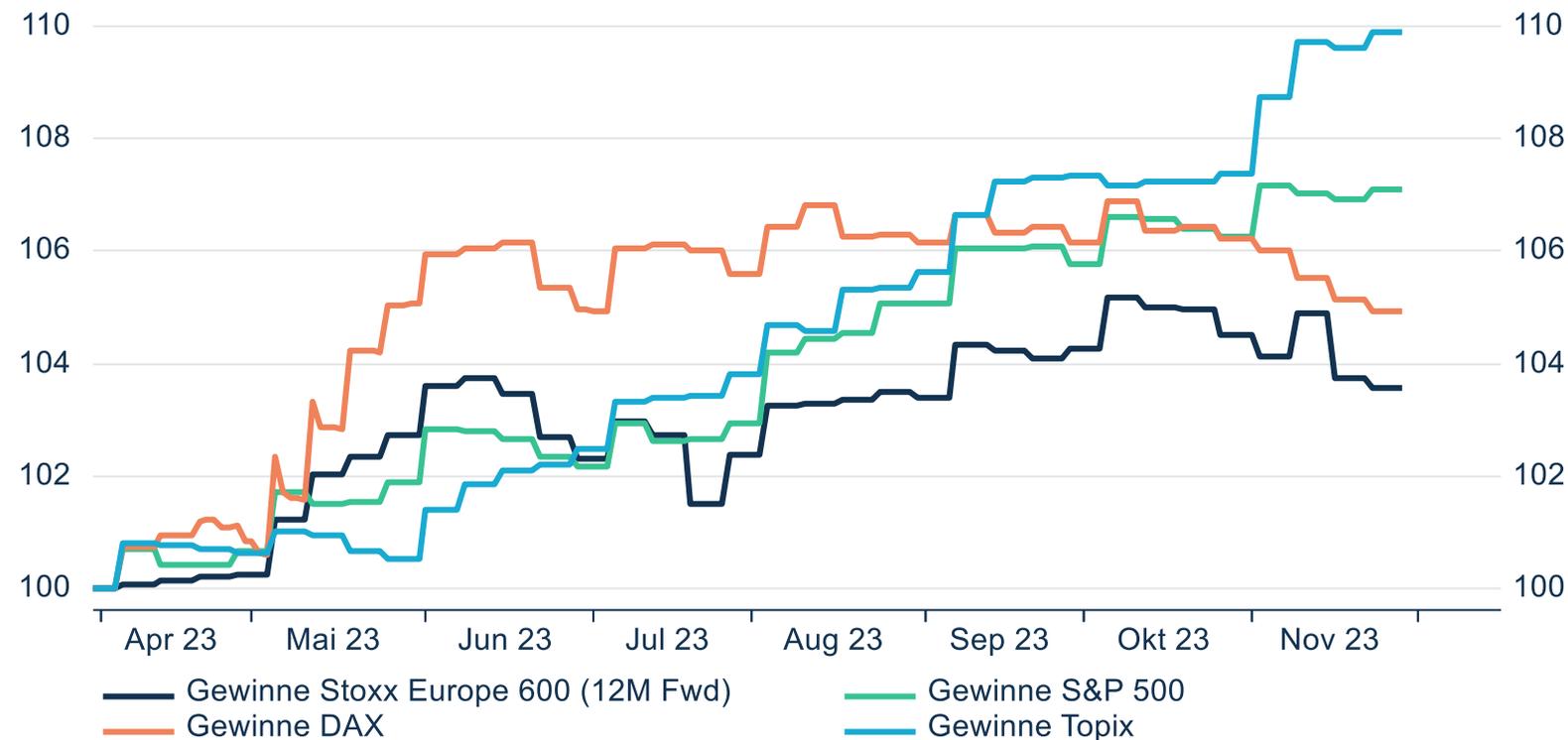


- Japanische Aktien weisen die beste Performance im bisherigen Jahresverlauf auf. Schlusslicht sind Aktien aus Emerging Markets.
- Der schwache Yen relativiert die positive Performance japanischer Titel. Emerging-Markets-Aktien bleiben auch währungsbereinigt Schlusslicht.

# Bisher positiver Gewinntrend – Abwärtsrevisionen dürften bevorstehen – Japan als „bright spot“

## Aktienmärkte international: Gewinnschätzungen

12M-Forward, indexiert, 31.03.2023 = 100

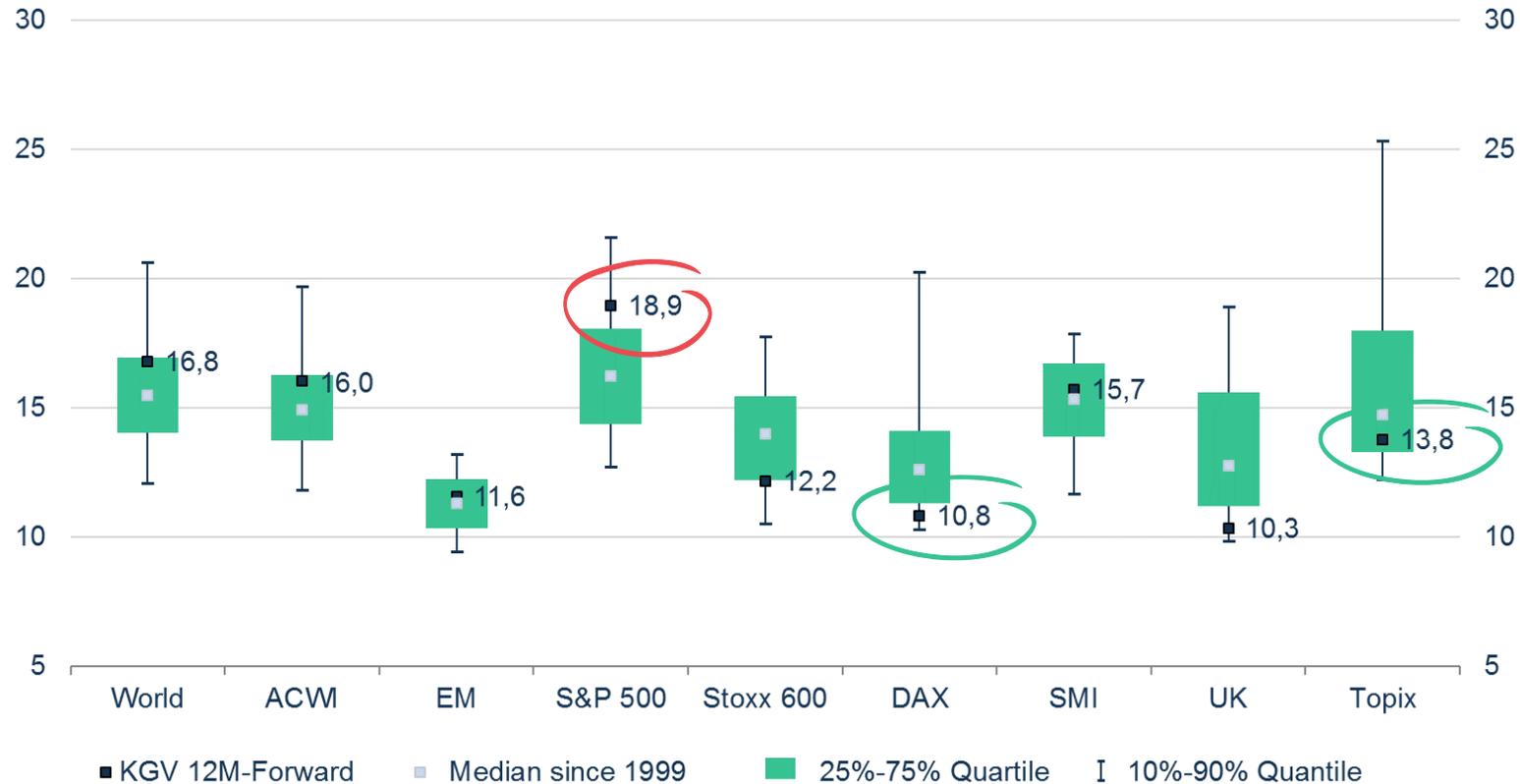


- Die Gewinnschätzungen haben sich aufgrund überraschend guter Konjunktur und einer anhaltenden Inflationierung besser entwickelt als erwartet.
- Die Preissteigerungswelle auf den Vorstufen ist ausgelaufen. Nun anstehende Lohn-erhöhungen drücken auf die Margen, sodass der eine oder andere Finanz-vorstand seine Ziele revidieren dürfte.
- Zudem erwarten wir wenig Dynamik für China und eine Konjunkturdelle für die USA.
- Am Besten verlief die Gewinnentwicklung seit 1. April in Japan: Hier dürfte der schwache Yen zusätzlichen Rückenwind verliehen haben.

# Bewertung Regionen: USA teuer, Europa und Japan günstig

## Bewertung international

12M-Forward-KGV, seit 1999



- Die globalen Aktienmärkte sind, gemessen am MSCI World, mit einem KGV von 16,8 relativ hoch bewertet.
- Dies ist vor allem auf hohe US-Bewertungen zurückzuführen. US-Aktien sind im globalen Aktienportfolio hoch gewichtet.
- Dagegen sind die Regionen „Europa“ (Stoxx Europe 600) und Japan sowohl im historischen als auch im regionalen Vergleich günstig bewertet.
- Das Chance-Risiko-Profil für US-Titel erscheint auf eine mittlere Frist ungünstig.
- Japan und Europa sind aus Bewertungsaspekten dagegen attraktiv.

# US-Aktien mit anhaltender Stärke – Trend dürfte nun an seine Grenzen gelangen

## Relative Stärke USA vs. World

in US-Dollar, MSCI USA vs. MSCI World ex USA

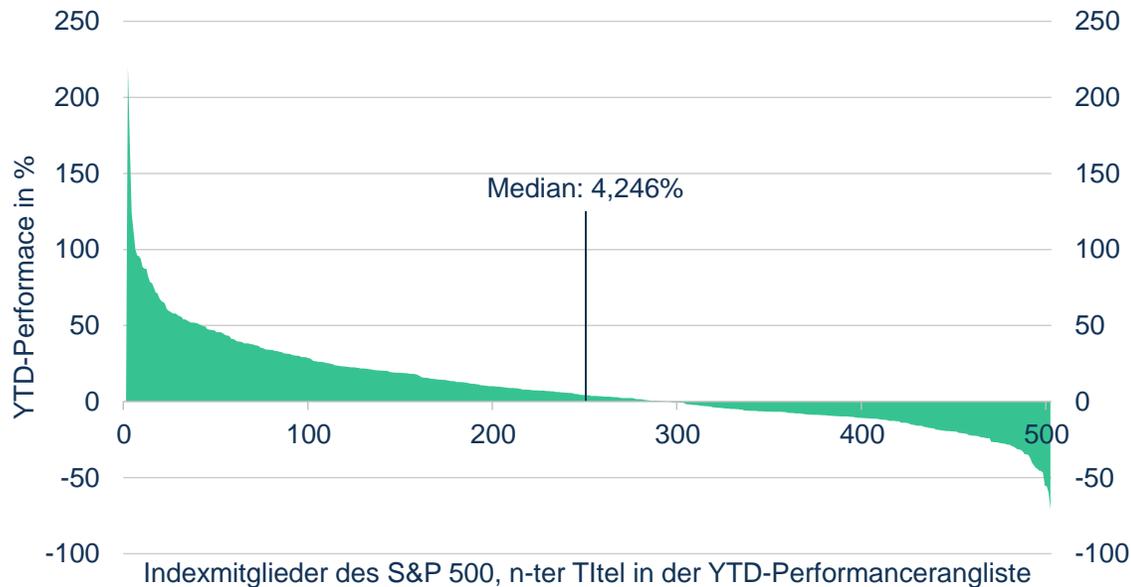


- US-Aktien bewegen sich seit dem Ende der Finanzkrise in einem langjährigen Trend relativer Stärke gegenüber dem Rest der Welt (Phase 4). Kurzzeitig unterbrochen wurde dieser Trend im Jahr 2022, als die in den USA hoch gewichteten Wachstumstitel temporär unter Druck kamen.
- In den 70er und 80er Jahren (Phase 1) tendierten US-Aktien vergleichsweise schwach. In den 80ern waren japanische Aktien besonders gefragt und im Weltportfolio hoch gewichtet.
- In den 90er Jahren (Phase 2) haussierten US-Titel, auch hier getrieben von Wachstumsaktien. Nach dem Platzen der Dot-Com-Bubble folgte ein mehrjähriger Abwärtstrend (3).
- Inzwischen dürfte wieder ein Wendepunkt erreicht worden sein.

# Nur wenige Aktien tragen den US-Aufschwung

## S&P 500: Kursentwicklung Einzeltitel

in Prozent, ytd

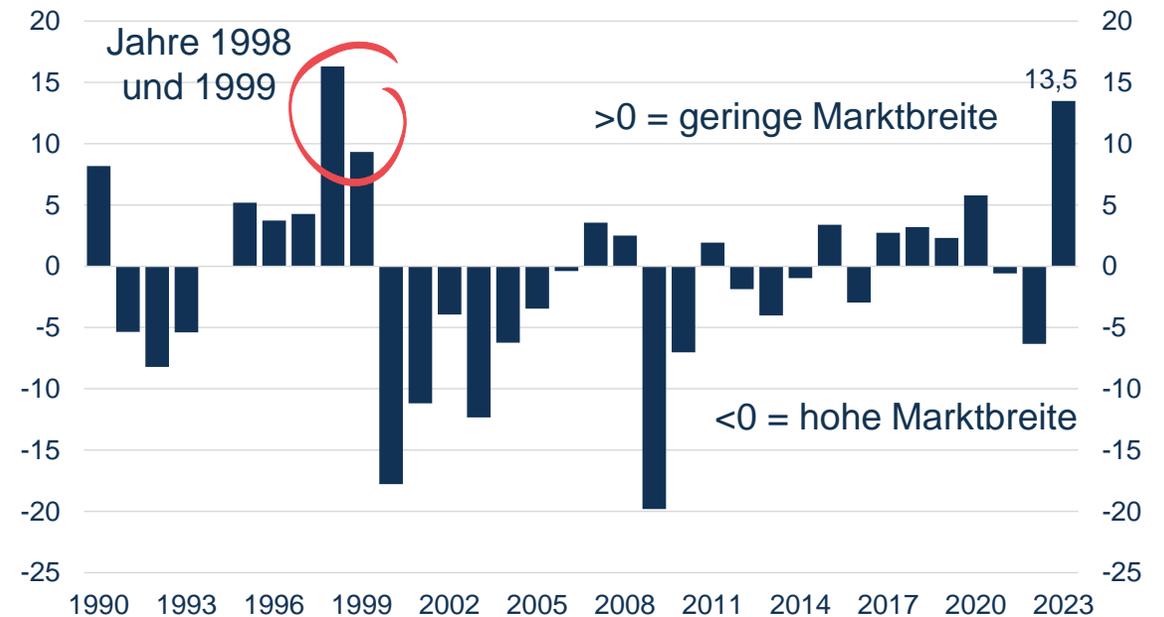


- Die positive Entwicklung an den US-Aktienmärkten ist markant von den „glorreichen Sieben“ geprägt. Der S&P 500 legte ytd nahezu 20% zu. Der Median aller Titel des S&P 500 liegt lediglich bei 4,25%. Diese geringe Marktbreite mahnt zur Vorsicht.

Quelle: LSEG, LBBW Research

## S&P 500 Market Weight vs. Equal Weight

Relative Performance, yearly, in %



- Ein Maß für die Marktbreite im historischen Vergleich ist die relative Kursentwicklung des marktkapitalisierungsgewichteten Index (MW) mit dem gleichgewichteten Pendant (EW). Der Vorsprung des S&P 500 MW vs. EW liegt ytd bei 13,5%. Dieser Wert wurde lediglich während der Dot-Com-Bubble überschritten.

# Blick auf Ende 2024: Unsicherheit bis zu den US-Wahlen im November

## S&P 500 und Performance im Wahlzyklus

Daten seit 1964, in % p.a.

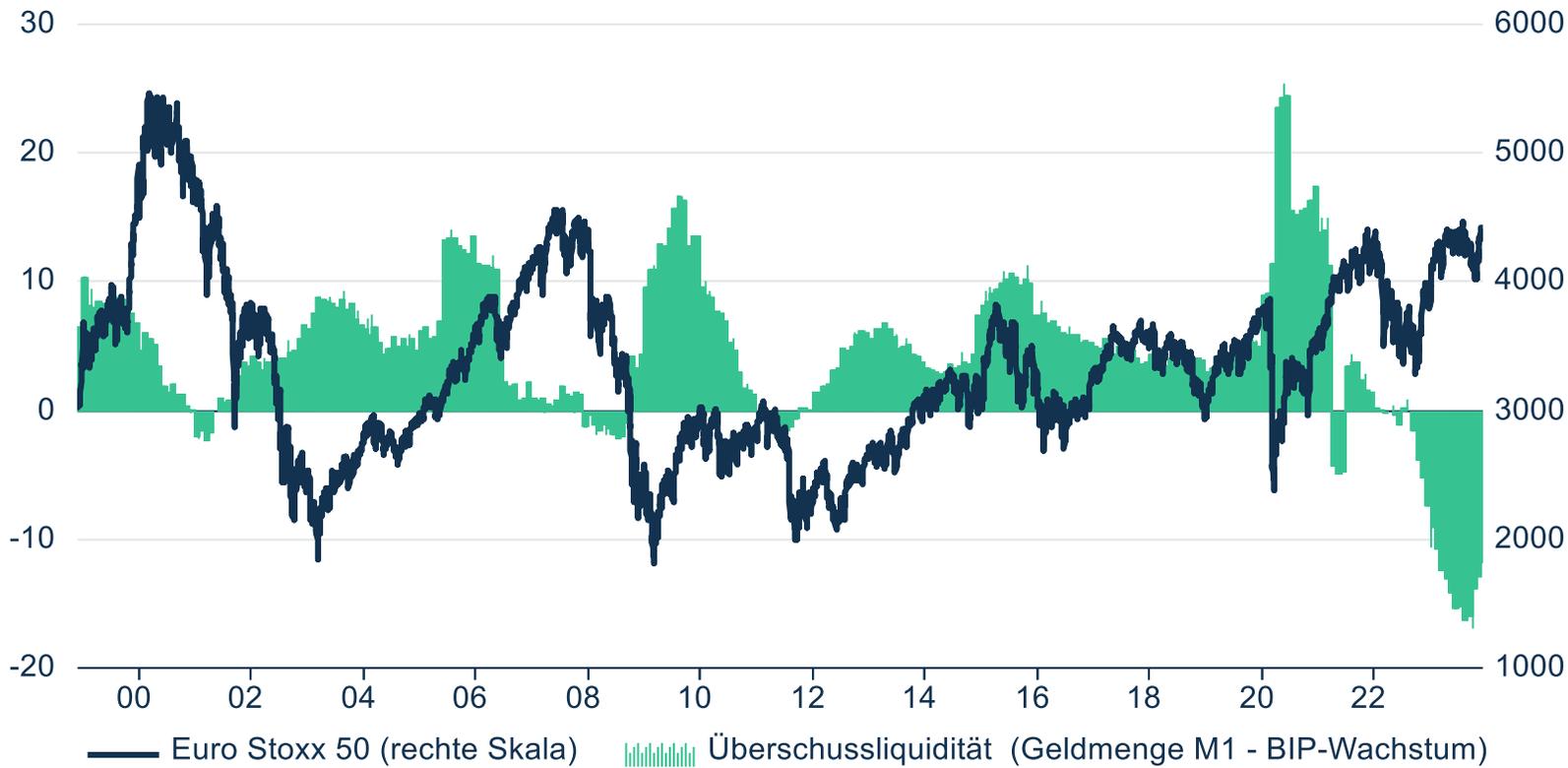


- 2024 ist US-Präsidentschaftswahl.
- Unabhängig von den politischen Implikationen sind dies im Durchschnitt seit 1964 gute Börsenjahre. Innerhalb des Wahlzyklus weisen Wahljahre die zweitbeste Performance auf. Allerdings ist die Streubreite der Jahresperformance des S&P 500 hoch.
- Die aktuelle politische Konstellation dürfte im Wahljahr zu hoher Unsicherheit führen.
- **Erst wenn die Wahl „überstanden“ ist, erscheint eine Erleichterungsrally wahrscheinlich** (siehe bisherige Wahlen mit Trump-Kandidatur).
- 2016: 1.1.-1.11. 3,3 %  
1.11.-31.12. 6,0 %
- 2020: 1.1.-1.11. 1,2 %  
1.11.-31.12. 14,9 %

# Die Notenbanken entziehen den Märkten Liquidität

## Überschussliquidität Europa

in Prozent, YoY

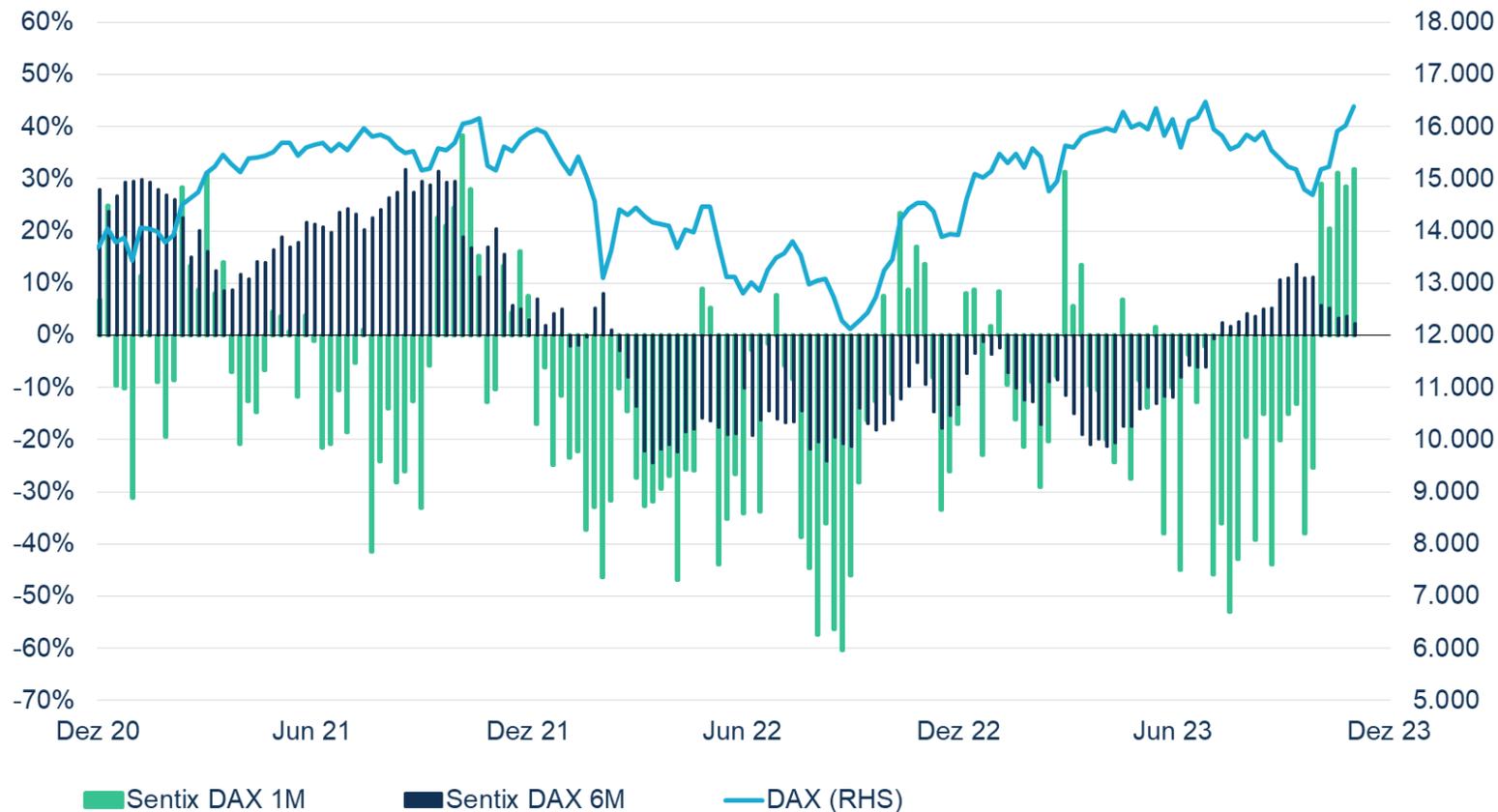


- Dass die großen Notenbanken zur Jahresmitte ihre Leitzinsen senken werden, ist an den Börsen inzwischen Konsens.
- Die Liquiditätsentwicklung an den Kapitalmärkten wird den Effekt der Leitzinssenkungen allerdings abschwächen. Die Notenbanken fahren ihre Anleihekaufprogramme zurück, indem sie Rückflüsse aus fälligen Anleihen nicht wieder anlegen.
- Die Refinanzierung müssen also andere Investoren übernehmen. Die Überschussliquidität der Corona-Zeit wird wieder eingesammelt. Dieser Effekt dürfte die Börsen in der ersten Jahreshälfte 2024 eher bremsen.

# Sentix: Stimmungsimpuls ist vorerst ausgelaufen

## Sentix und DAX

DAX-Sentiment 1 Monat und 6 Monate



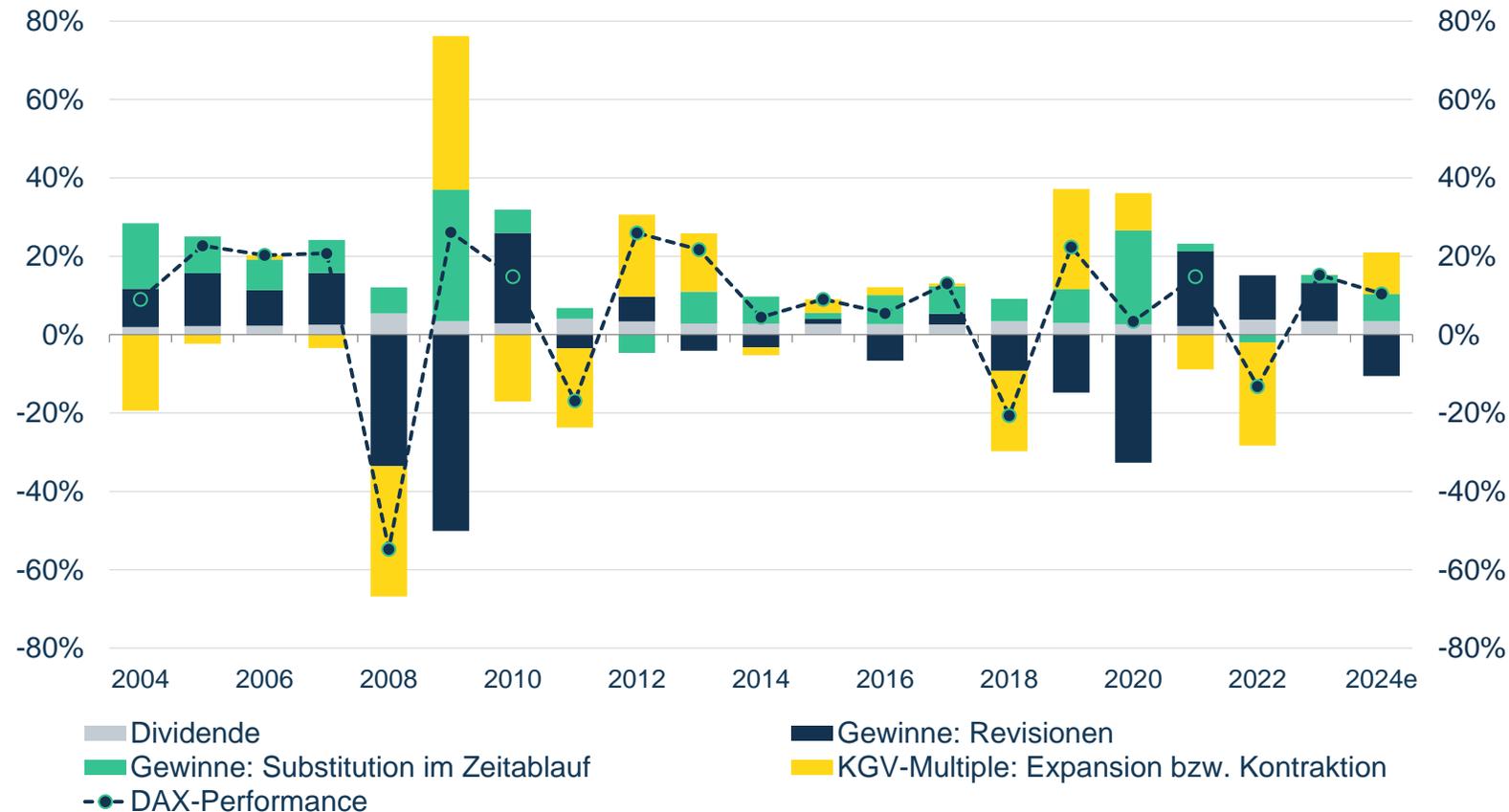
- Die Sentix-Umfrage zeigt, dass die Anleger sehr schnell von Pessimismus auf Optimismus umgeschwenkt sind.
- Die Anleger dürften sich bereits positioniert haben, und der Impuls damit zunächst auslaufen.
- Für die mittelfristige Sicht sind die sinkenden Wertwahrnehmungen (DAX 6M) eine gewisse Hypothek.

Quelle: Sentix, Bloomberg, LBBW Research

# DAX-Performancequellen 2023: Gewinne und Dividenden hoben den DAX nach oben

## DAX-Performance: Kontributionsanalyse

jährliche Performancebeiträge in %



1. Gewinnrevisionen
2. Substitution  
(weiter in die Zukunft schauen)
3. Bewertungs-Veränderung:  
KGV höher/tiefer?
4. Dividende

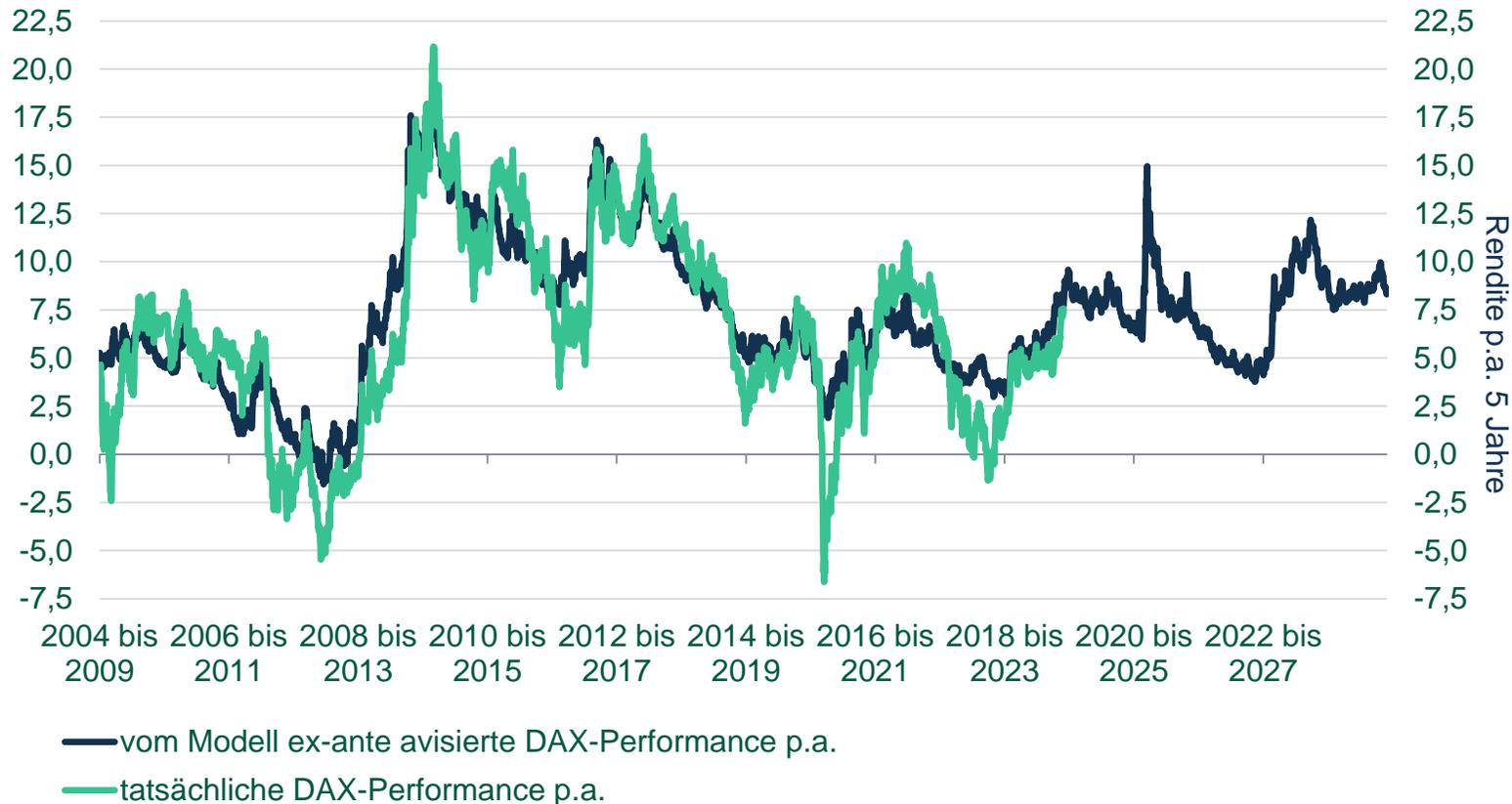
	2022	2023ytd	2024e
Gewinnrevisionen	11,3%	9,8%	-10,5%
Gewinn-Substitution	-2,0%	2,0%	6,9%
Dividende	3,8%	3,4%	3,4%
KGV-Veränderung	-26,4%	0,0%	10,7%
<b>DAX YoY%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>15,2%</b>	<b>10,4%</b>

Quelle: LSEG, I/B/E/S, LBBW Research. Stand: 30.11.2023; Annahmen für Gewinne 2023-2025: Aggregierte Konsensschätzungen, adjustiert

# Deutsche Blue Chips auf Fünf-Jahres-Sicht attraktiv

## LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: LSEG, LBBW Research



### Zwei Einflussfaktoren

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



### Modellavis

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

**8,3% p.a.** (inkl. Dividenden)  
Renditeerwartung

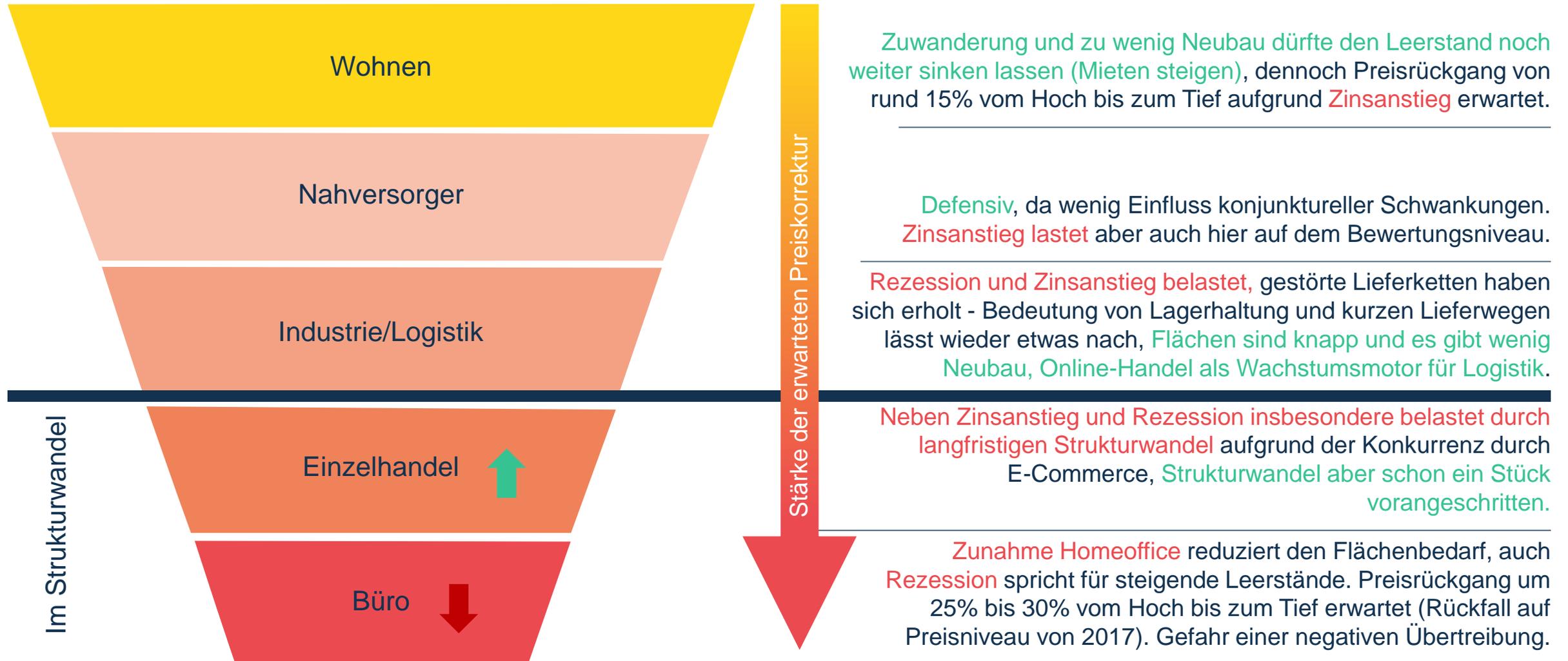
5 Jahre

# 06

**Immobilien:  
Auch 2024  
wird  
schwierig  
werden**

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

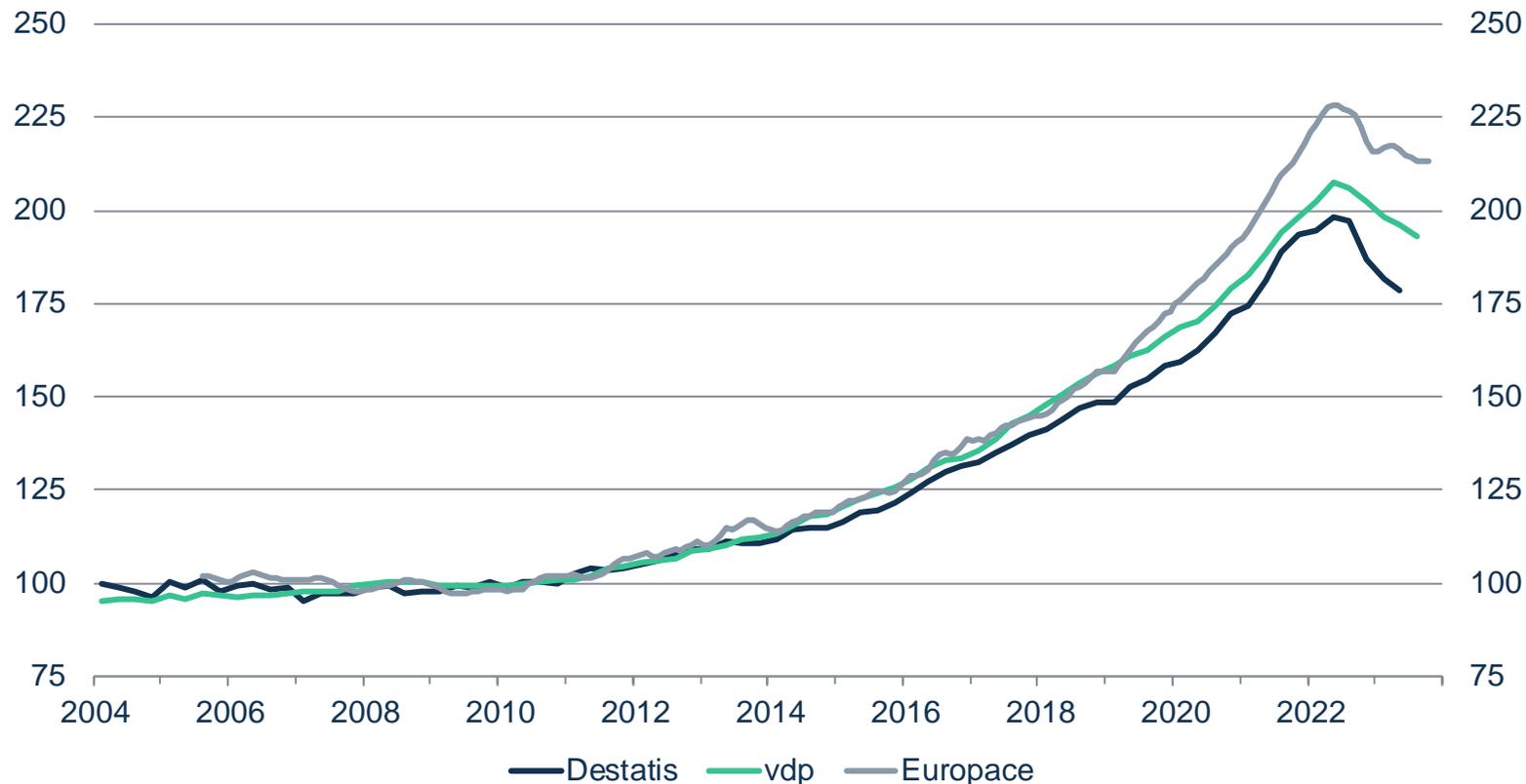
# Immobilienmarktsegmente: Unser Attraktivitäts-Ranking



# Wohnimmobilien: Preise in Q3 erneut spürbar gefallen, Q4 dürfte sich etwas besser halten

## Preisentwicklung von Wohnimmobilien

Indizes, 2010 = 100

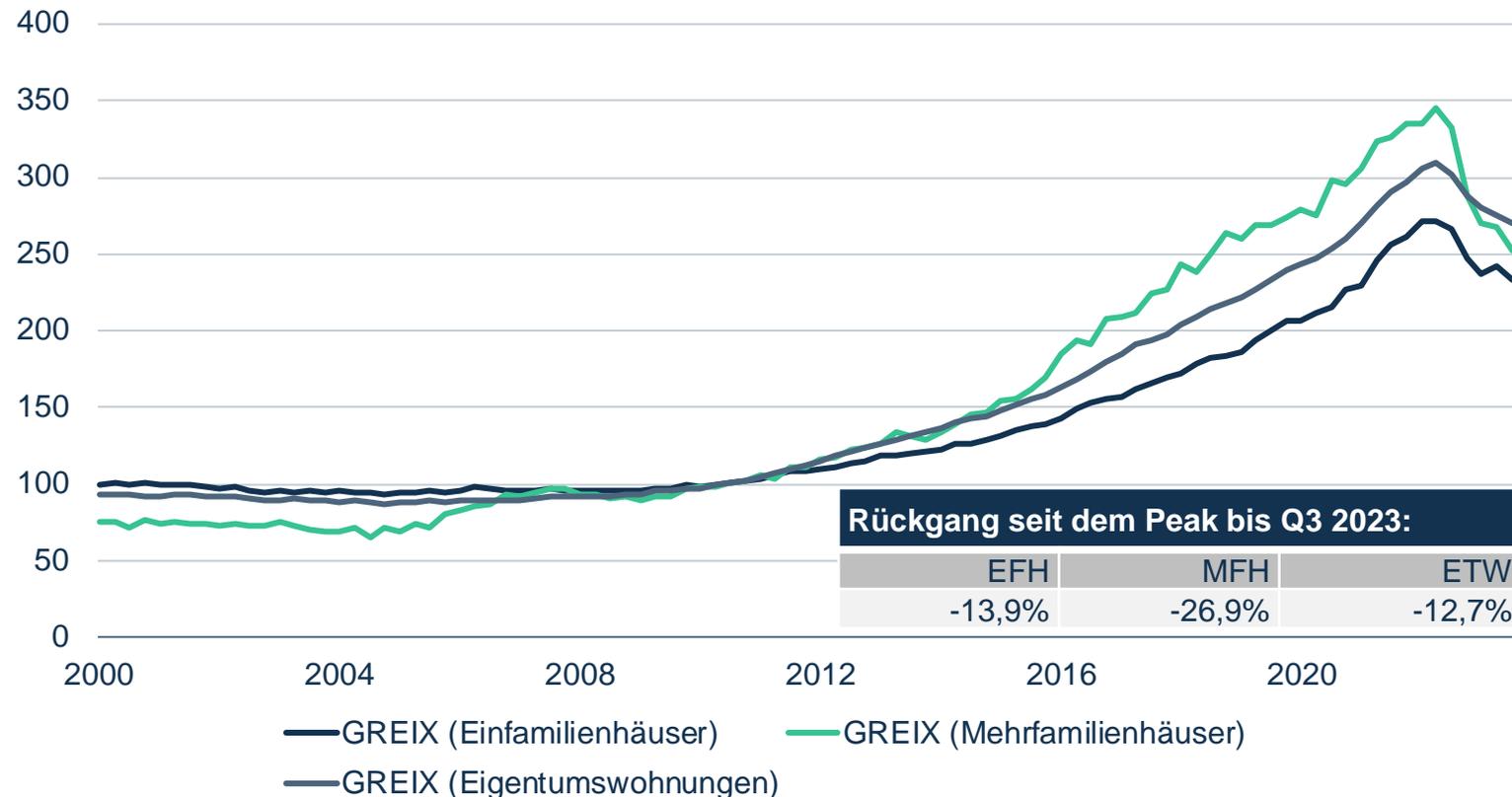


- Laut Statistischem Bundesamt (Destatis) gingen die Preise im zweiten Quartal um 1,5% ggü. Vorquartal zurück. Für Q1 vermeldete es einen Rückgang um 2,9% und für Q4 2022 ein Minus von 5,1%. Der Preisrückgang hat sich damit verlangsamt. Für das dritte Quartal zeichnet sich ein nochmals etwas stärkerer Rückgang ab. Darauf deuten z.B. Daten von vdpResearch. Seit dem Hochpunkt hat der Preisindex knapp 10% nachgegeben.
- Der Index von Europace deutet für das vierte Quartal auf eine Stabilisierung hin.
- Wir erwarten weiter leicht nachgebende Preise, denn die belastenden Faktoren überwiegen aus unserer Sicht weiterhin. Mehr als die Hälfte der Strecke zum Boden dürfte inzwischen geschafft sein.

# Preise von Mehrfamilienhäusern stärker von Zinsen beeinträchtigt als ETW oder EFH

## Preisindizes von Wohnimmobilien

2010 = 100

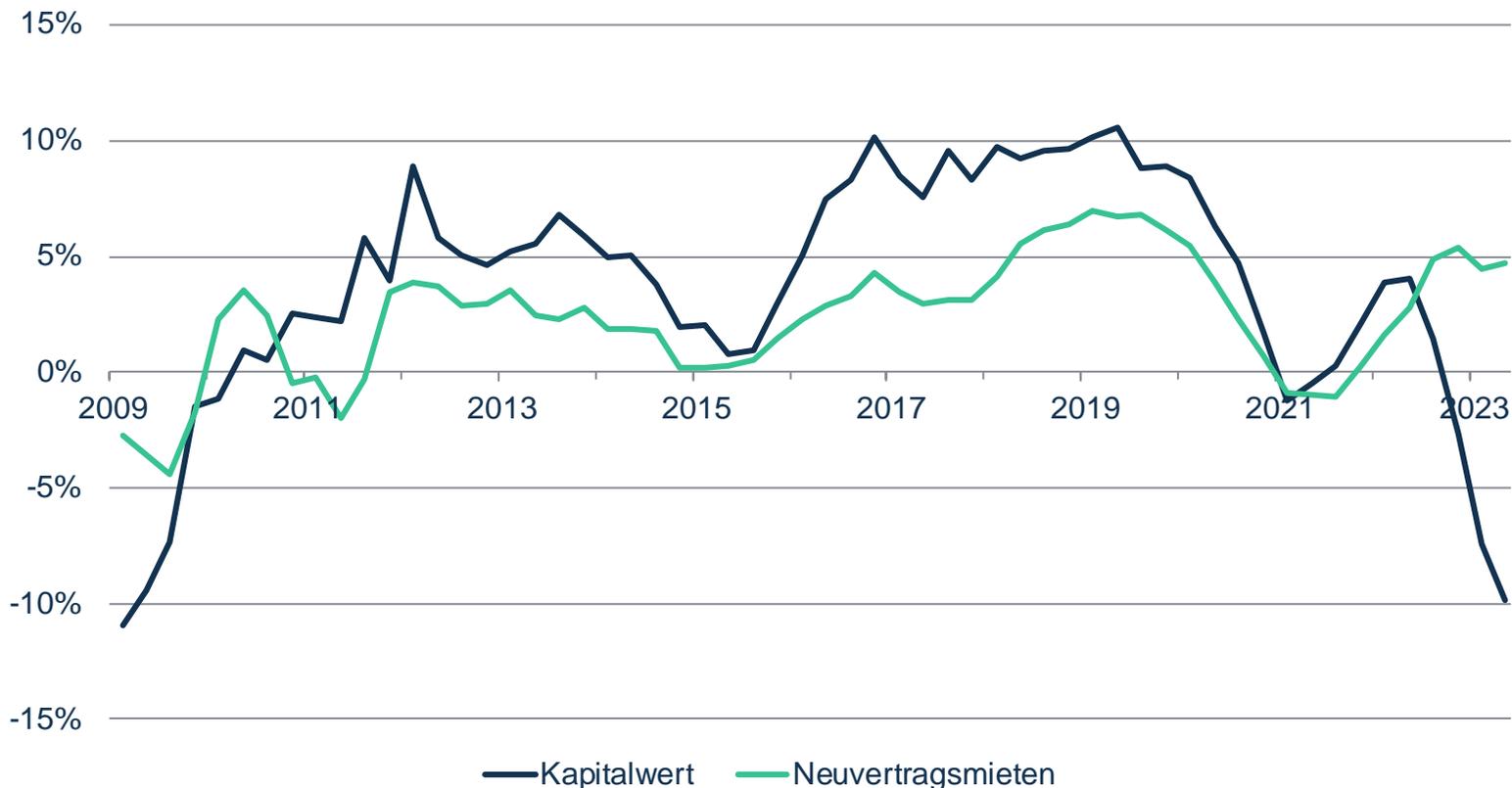


- Der German Real Estate Index (GREIX) wird seit Mai 2023 vierteljährlich von ECONtribute und dem Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel) veröffentlicht. Er basiert auf Daten der Gutachterausschüsse für 18 große deutsche Städte.
- Im Gegensatz zum Häuserpreisindex von Destatis berücksichtigen die GREIX-Daten auch Mehrfamilienhäuser, und es liegen bereits Daten für das dritte Quartal vor.
- Der Blick in die GREIX-Daten legt offen, dass Mehrfamilienhäuser (die wohl vor allem der Kapitalanlage und nicht der Selbstnutzung dienen) seit 2015 wesentlich stärker von der lockeren Geldpolitik profitiert haben und nun wesentlich stärker vom Zinsanstieg getroffen werden als die anderen beiden Segmente.

# Büroimmobilien: Preise im zweiten Quartal zwar weiter gesunken, aber etwas langsamer als zuvor

## Preise und Neuvertragsmieten von Büros

Veränderungsrate ggü. Vorjahr



- Der Preisrückgang bei Büroimmobilien hat sich gemäß Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) im dritten Quartal 2023 leicht beschleunigt. Im Vergleich zum Vorquartal gab der Index für den Kapitalwert um 2,5% nach (Q2 2023: -1,9%). Im Vergleich zum Vorjahr notiert der Index 10,6% niedriger. Die Mieten kletterten im Quartalsvergleich um 1,1%.
- Der von JLL veröffentlichte Index „Victor“ für die Wertentwicklung von Top-Bürohäusern in fünf Großstädten zeigt im Jahresvergleich einen Wertverlust von kräftigen 24% an. Der Index notiert nun auf dem Niveau von Q3 2017. Laut JLL hat sich der Preisrückgang im Quartalsvergleich spürbar beschleunigt. Er lag im dritten Quartal bei -7,8%, nach -4,8% in Q2 und -5,7% in Q1.

# 07

## Prognosen und Asset Allokation – Szenario-Wahr- scheinlichkeiten angepasst



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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsche Wirtschaft bleibt schwach: BIP in Q3/2023 mit -0,1 % etwas besser als gedacht; dennoch tritt die Konjunktur bestenfalls auf der Stelle
- Anhaltende Konjunkturschwäche bis mind. Jahresende 2023
- Inflation bremst reale Kaufkraft
- Anhaltende Unklarheit über Fiskalpolitik schafft zusätzliche Abwärtsrisiken



## Aktienmärkte



- Chance-Risiko-Verhältnis nach Novemberrally eingetrübt
- Heimische Gewinnschätzungen zu hoch, Konjunkturschwäche belastet
- US-Bewertungen sehr ambitioniert
- Im weiteren Jahresverlauf 2024 dürfte sich vor allem außerhalb der USA weiteres Potenzial entfalten



## Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- Saudi-Arabien und Russland verlängern Förderkürzungen bis Ende 2023; Ölangebot bleibt damit relativ knapp
- Hoffnungen auf Zinssenkungen hieven Gold wieder über die Marke von 2.000 USD.



## Zinsumfeld



### Geldmarkt / Notenbanken

- Fed: Leitzins-Peak bei 5,50 % wohl erreicht; sinkende Inflation spricht gegen noch ausgeprägtere Straffung; erste Senkung im Sommer 2024
- EZB: Leitzins-Peak bei 4,00 % (Einlagesatz) wohl erreicht; schwache Konjunktur spricht gegen weitere Straffung; erste Senkung im Herbst 2024

### Renditen

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



## Devisen

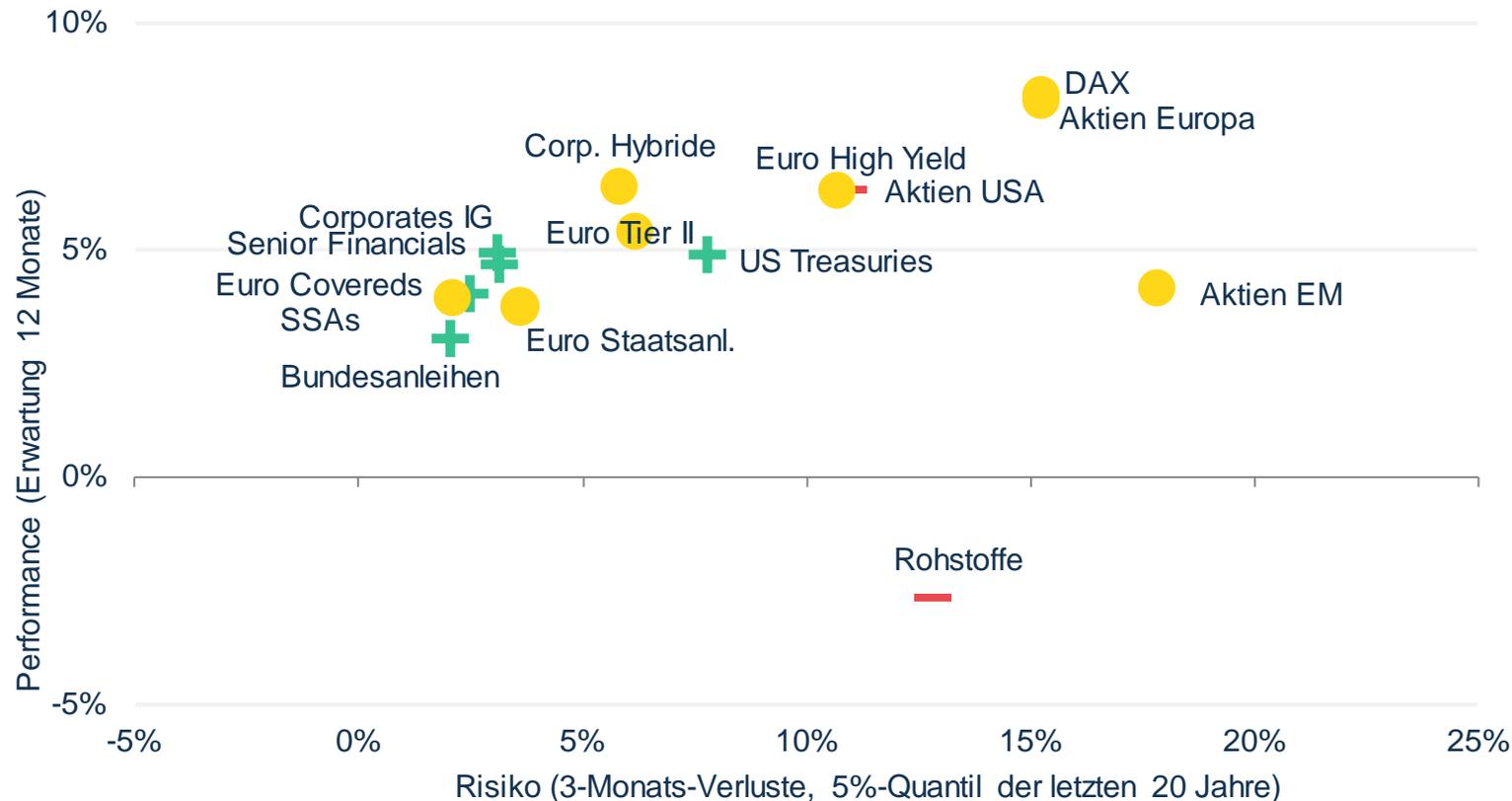


- US-Renditevorteil sollte abnehmen
- Euro nur mit wenig Potenzial
- Standort USA gilt als attraktiver

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

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

in Prozent



- Wir erwarten eine fortgesetzt erhöhte Volatilität an den Märkten. Rückschläge bei Risiko-Assets sind weiter einzukalkulieren.
- Anleihen haben deutlich an Attraktivität gewonnen. Innerhalb des Fixed-Income-Segments sind u.E. Credits interessant bewertet. Auch Covered Bonds mit gutem Chance- / Risiko-Verhältnis.
- Hinweis: Dollar-Assets wie Rohstoffe, US-Anleihen und US-Aktien sind in der Performance-Darstellung von einer erwarteten Abschwächung des USD ggü. Euro (-1%) betroffen.

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

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

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Zins	0/+	0 0-3 Jahre 0 4-7 Jahre 0/+ 8-10 Jahre	0 Euro-Peripherie 0/+ Bund + USD-Bonds	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
Credit	+	+ Corporate Inv. Grade 0 Corporate High Yield 0 Corporate Hybride 0/+ Senior Financials 0/+ Covered Bonds/SSAs 0 Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/- Emerging Markets Debt	
Aktien	0	+ Automobil Immobilien Nahrungsmittel Telekom 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 0/+ Silber 0/- Brent	Selektiv
Immobilien	0/-	0/+ Wohnen, Nahversorger, Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

# LBBW-Prognosen

(Änderungen seit Kapitalmarktkompass November)

Konjunktur		in %			
		2022	2023e	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,9	-0,2	0,3 <span style="color:red">-</span>	1,0 <span style="color:red">-</span>
	Inflation	6,9	6,0	2,8	2,1
Euroraum	BIP	3,5	0,5	0,8 <span style="color:red">-</span>	1,2 <span style="color:red">-</span>
	Inflation	8,4	5,6 <span style="color:red">-</span>	2,5	2,1
USA	BIP	2,1	2,4	1,0	2,5
	Inflation	8,0	4,2	2,5	2,0
China	BIP	3,0	5,0	3,5	4,0
	Inflation	2,0	1,0	2,1	2,2
Welt	BIP	3,4	2,9	2,6	3,3
	Inflation	8,8	4,2	3,0	2,9

Zinsen und Spreads		in %			
		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
EZB Einlagesatz		4,00	4,00	4,00	3,50
Bund 10 Jahre		2,33	2,55	2,40	2,25
Fed Funds		5,50	5,50	5,50	4,75
Treasury 10 Jahre		4,22	4,25	4,10	3,85
BBB Bundspread (in Bp.)		162	155	150 <span style="color:red">-</span>	140 <span style="color:red">-</span>

Aktienmarkt		in Punkten			
		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
DAX		16 405	16 000	16 500 <span style="color:green">+</span>	18 000 <span style="color:green">+</span>
Euro Stoxx 50		4 415	4 300	4 400 <span style="color:green">+</span>	4 700 <span style="color:green">+</span>
S&P 500		4 570	4 500	4 600 <span style="color:green">+</span>	4 900 <span style="color:green">+</span>
Nikkei 225		32 776	33 000	34 000 <span style="color:green">+</span>	37 000 <span style="color:green">+</span>

Rohstoffe und Währungen		in %			
		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
US-Dollar je Euro		1,08	1,08	1,08	1,10
Franken je Euro		0,95	0,99	1,00	1,00
Pfund je Euro		0,86	0,83	0,82	0,82
Gold (USD/Feinunze)		2 026	2 000	2 000	2 100
Öl (Brent - USD/Barrel)		78	80	80	75

+ Angehoben  
- Gesenkt

# Kurzübersicht Szenarien

## 10% Positivszenario

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

## 65% (bisher 55%) Hauptszenario

- 1) Konjunktur durch schwachen Konsum und steigende Leitzinsen belastet (Deutschland stagniert).
- 2) Nahostkonflikt bleibt lokal begrenzt.
- 3) Ukraine: Waffenstillstand nicht in Sicht, Gasrationierung für Industrie und Haushalte in EU aber unwahrscheinlich.
- 4) Abschwung und EZB-Zinserhöhungen zusammen sorgen für sukzessiven Rückgang der Inflation.

## 10% (bisher 20%) Downside Inflation hartnäckiger

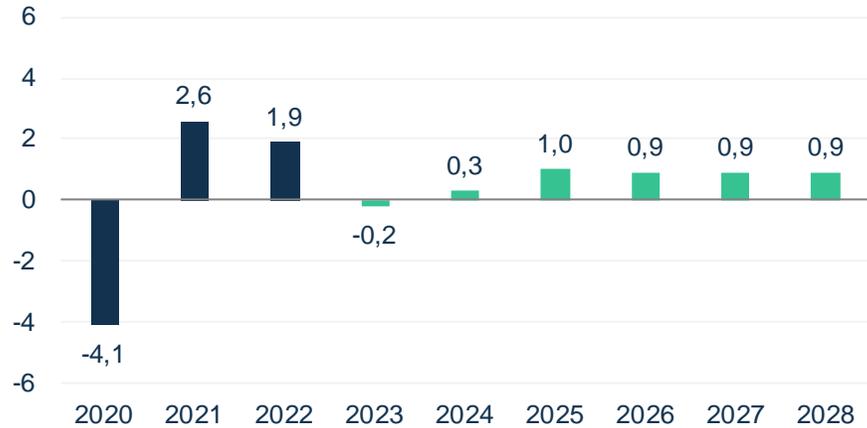
- 1) Inflation geht langsamer zurück als erhofft oder steigt wieder. Zweitrunden-Effekte, Preis-Lohn-Spirale.
- 2) Notenbanken bekämpfen die Inflationserwartungen durch **weiter steigende Leitzinsen** in schwachem Konjunkturmilieu.
- 3) **Renditen steigen erneut** aufgrund der Zentralbankpolitik und steigender Inflationsprämien.
- 4) „Risk off“: Breiter Einbruch an den Aktienmärkten. Credit Spreads steigen deutlich. Starker Preiseinbruch am Immobilienmarkt.

## 15% Downside Finanzkrise /geopolitische Eskalation

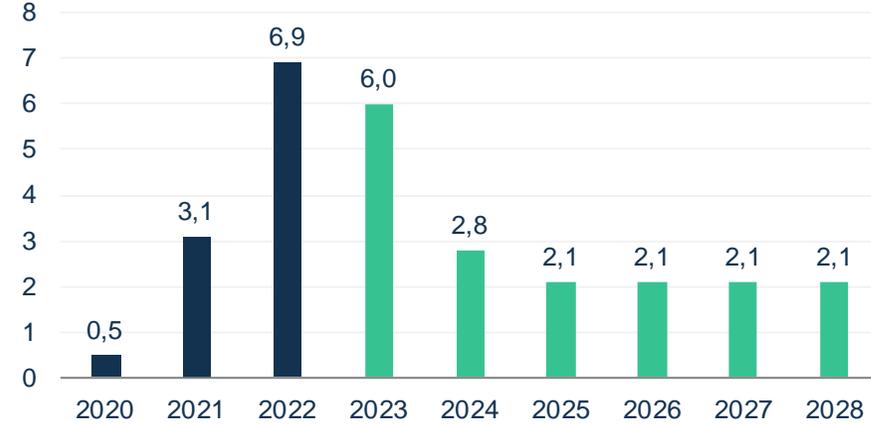
- 1) Trigger: geopolitische Eskalation (Nahost-Konflikt, Ukraine, Taiwan,...), Bankenkrise, Euro-Schuldenkrise.
- 2) Schwere Rezession, **EZB senkt Leitzinsen zügig in Richtung null, zusätzlich Liquiditätsspritzen**.
- 3) **Renditen hochwertiger Staatsanleihen fallen** wegen Konjunkturangst und Zinssenkungen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

# Hauptszenario (65 %)

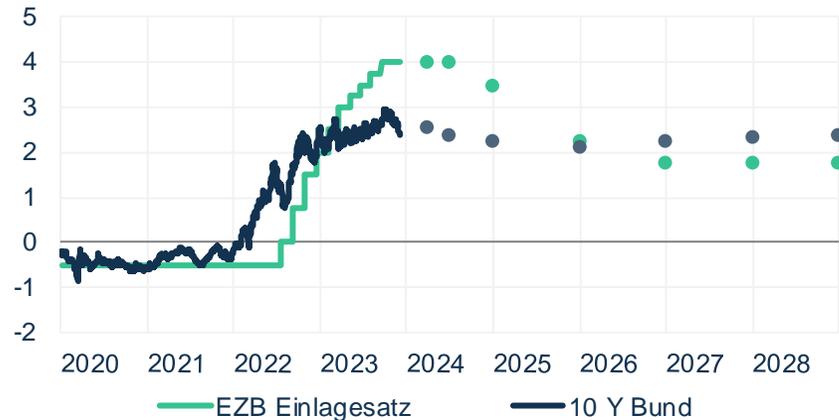
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



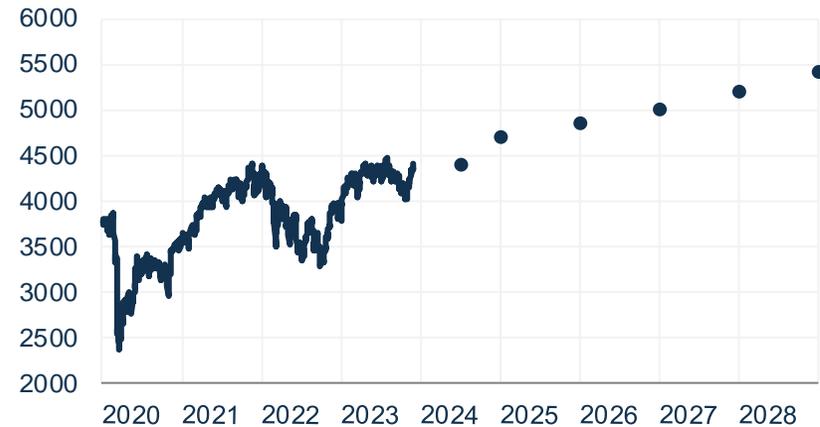
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

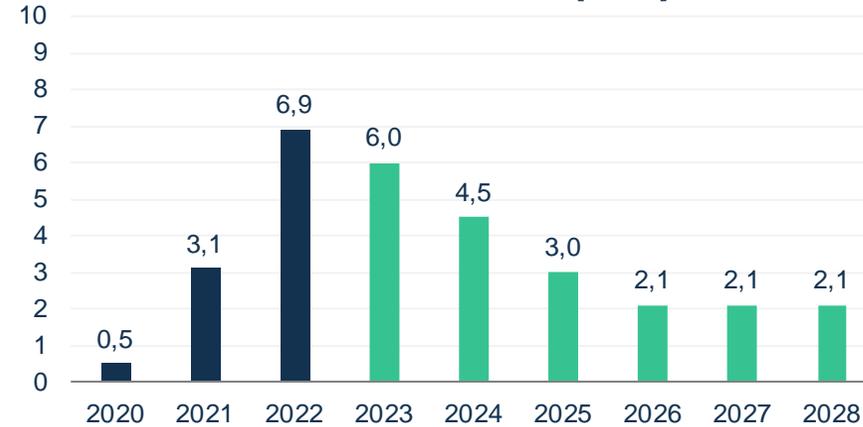
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Negativszenario 1) Inflation hartnäckiger (10 %)

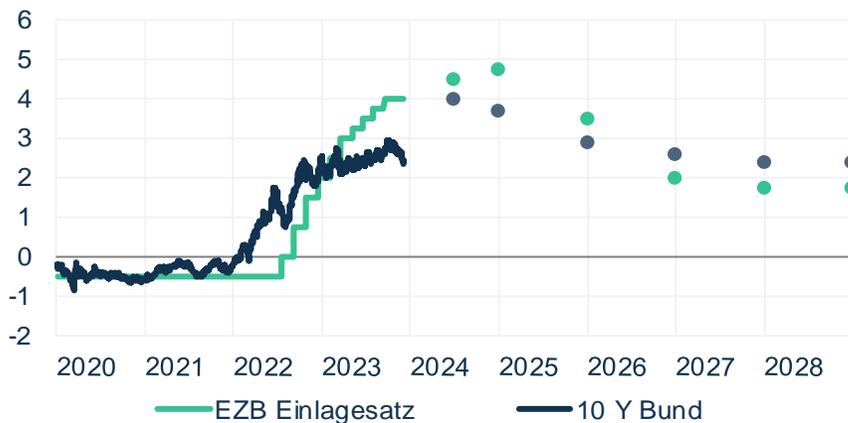
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



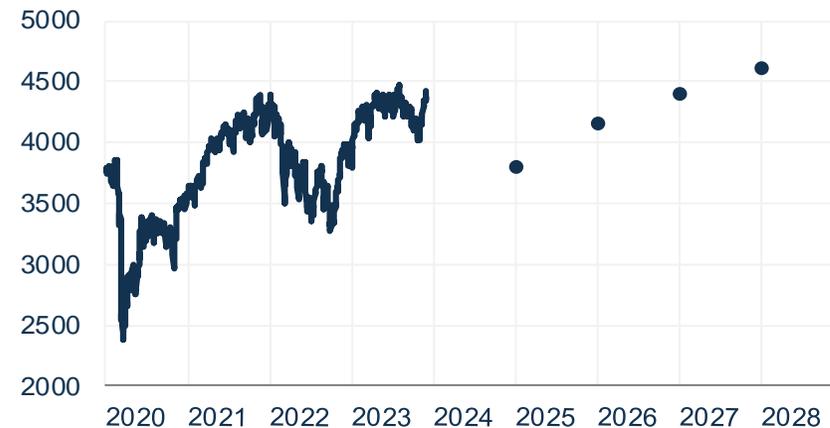
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

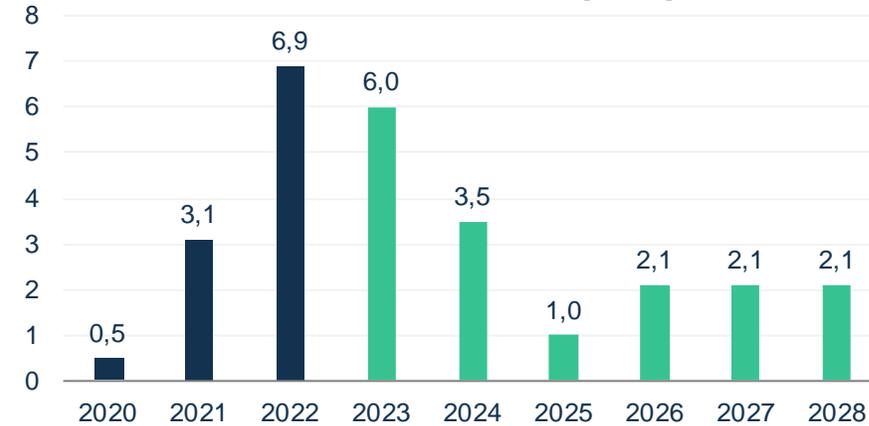
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

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

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



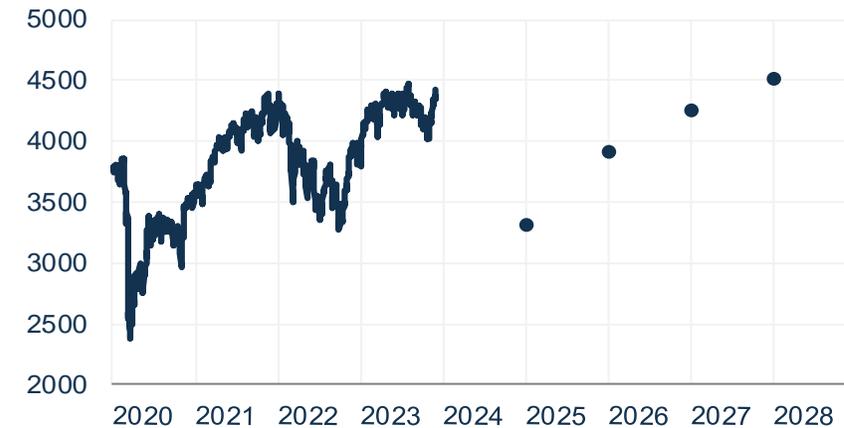
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

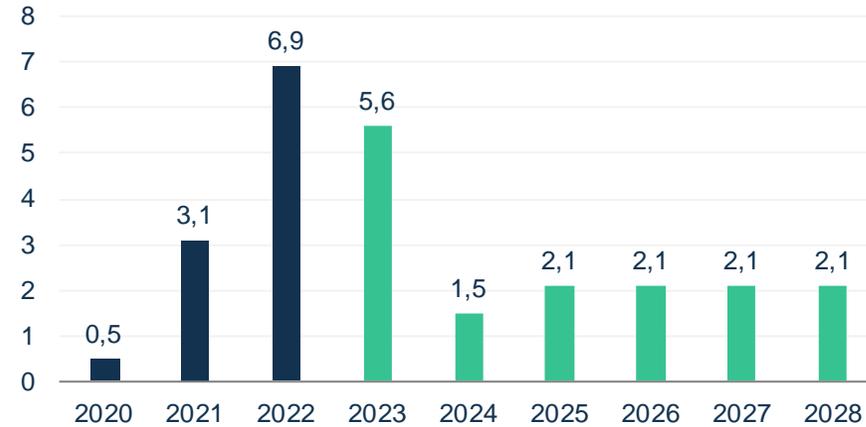
\*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

# Positivszenario (10 %)

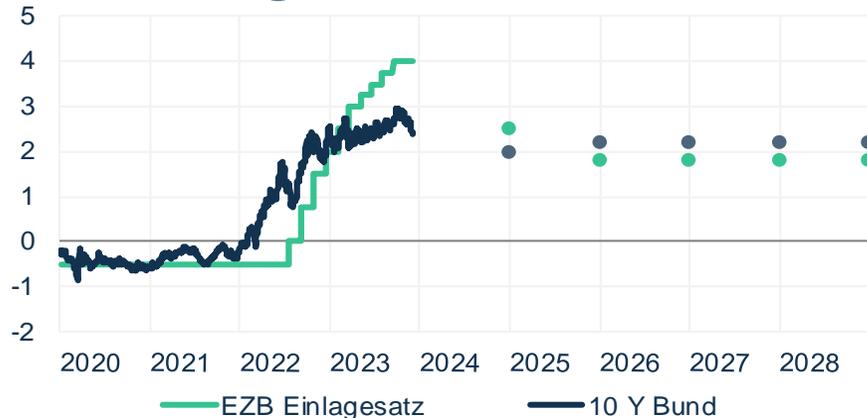
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



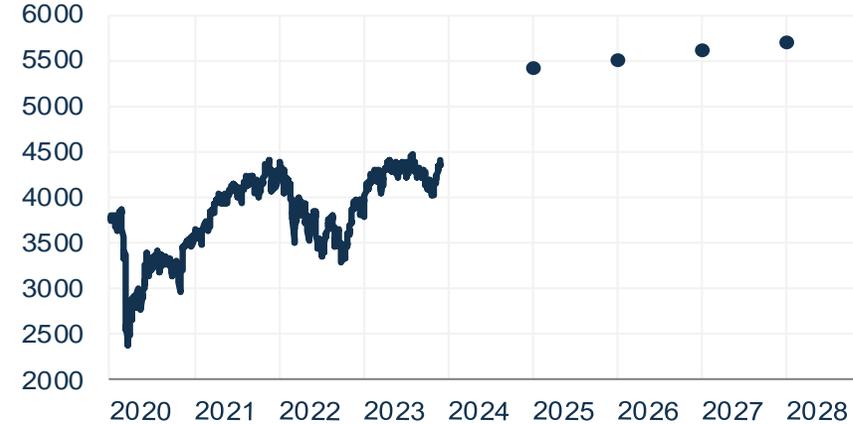
## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

# 08

## Anhang



# EURUSD: Fallende US-Zinsen schwächen Dollar

## FX EUR/USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURUSD	1.08	1.05	1.07	1.08	1.08	1.08	1.10

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

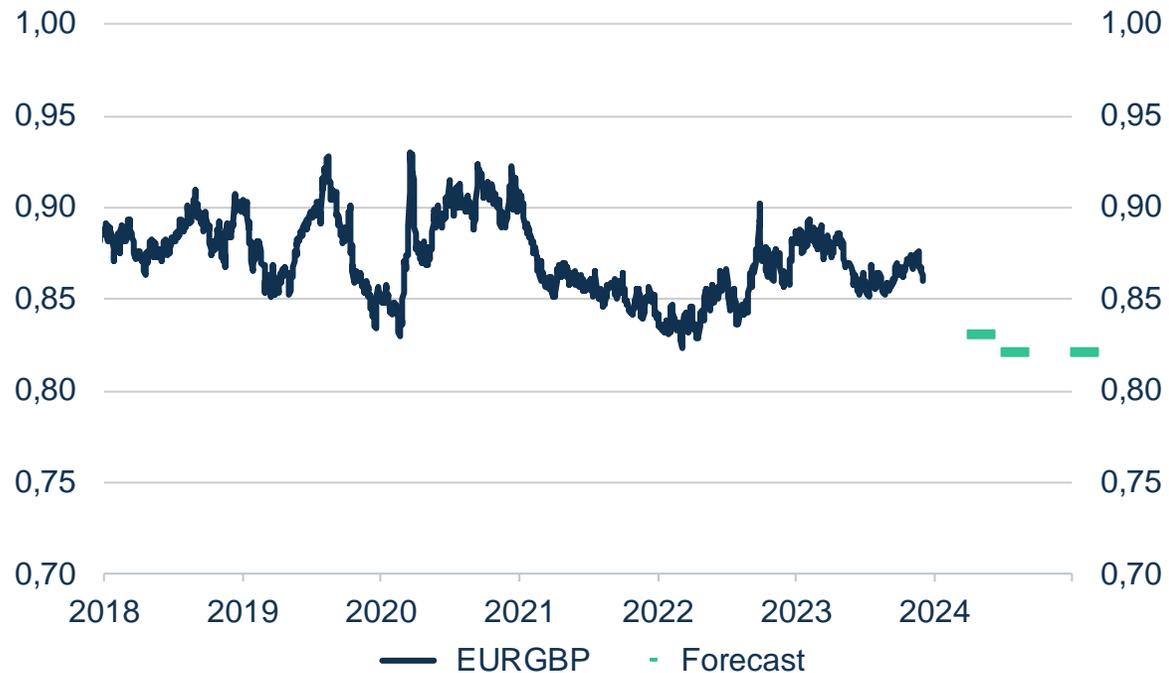
- Die US-Notenbank wird im Jahr 2024 ihre Leitzinsen früher und stärker senken als die EZB dies tun wird.
- Die US-Wirtschaft sollte im Gesamtjahr 2024 zwar etwas stärker wachsen als die Wirtschaft des Euroraumes, dies ist jedoch zuvorderst einen höheren Überhang geschuldet. Die US-Wirtschaft sollte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

### Contra EUR

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

# EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

## FX EUR/GBP



EURGBP	Spot	Historical Data			Forecast		
	0.86	Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
		0.85	0.89	0.88	0.83	0.82	0.82

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro EUR

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

## Contra EUR

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

# EURCHF: Franken ist sicherer Hafen

## FX EUR/CHF



EURCHF	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
	0.95	1.00	0.98	0.99	0.99	1.00	1.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro CHF

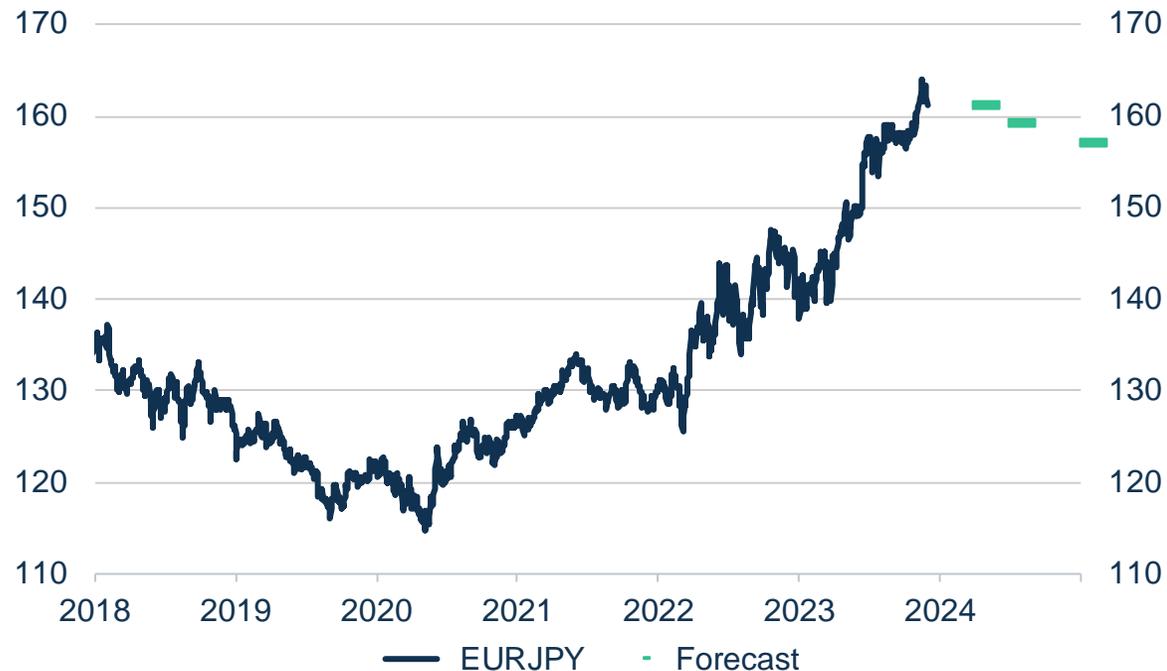
- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro leicht unterbewertet.
- Die Inflationsrate in der Schweiz liegt seit Juni 2023 unter der Marke von 2 %.
- Die geopolitischen Konflikte könnten eine Flucht in den „sicheren Hafen“ des Franken weiter befeuern.

## Contra CHF

- SNB hob ihren Leitzins im Juni 2023 um 25 BP auf 1,75 % an. Eine weitere SNB-Leitzinsanhebung dürfte nicht erfolgen. Damit sollte der Zinsvorsprung von EUR-Anlagen Bestand haben.
- Mit nachlassendem Inflationsdruck dürfte die SNB wieder einen schwächeren CHF akzeptieren.

# EURJPY: Konjunktur in Japan deutlich abgekühlt

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
EURJPY	161.14	138.03	140.66	145.75	161.00	159.00	157.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro EUR

- Die EZB hat ihre Zinsen im Zeitablauf kräftig erhöht.
- Der BoJ-Leitzins dürfte noch längere Zeit auf sehr niedrigem Niveau verharren, wenn auch die Phase der Negativzinsen 2024 enden dürfte.
- Nach einem recht starken ersten Halbjahr ist Japans Wirtschaftsleistung im 3. Quartal um 0,5 % (Q-Q) eingebrochen.

### Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes - insbesondere Deutschlands - kämpft derzeit mit rezessiven Tendenzen.
- Die schwächer werdende Weltkonjunktur könnte in Verbindung mit geopolitischen Krisen einen Anstieg der Risikoaversion an den Finanzmärkten auslösen. Hiervon würde der Yen profitieren.
- Die BoJ dürfte ihre Renditebandbreite für 10-jährige JGBs 2024 ausweiten - auch um den Yen zu stützen. Investoren könnten bald auf eine geldpolitische Kehrtwende in Japan spekulieren.

# USDCNY: Robuste US-Konjunktur stützt den USD

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
USDCNY	7.14	6.73	6.90	6.93	7.34	7.36	7.41
EURCNY	7.74	7.08	7.37	7.50	7.85	7.95	8.15

Quellen: LSEG, LBBW Research

## Pro USD

- Die US-Zinsen dürften noch bis Herbst 2024 auf ihrem hohen Niveau verharren.
- Das BIP-Wachstum in der VR China dürfte weiterhin relativ schwach bleiben.
- Die Verschuldungsprobleme bei chinesischen Unternehmen verunsichern. Vor dem Hintergrund der Immobilienkrise in der VR China dürfte die PBoC ihre Zinsen noch weiter senken.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. VR China“ stützt den USD.

## Contra USD

- Die VR China ist noch immer ein großer Wachstumsmarkt.
- Chinas Währungsbehörden kontrollieren den CNY-Außenwert.
- Die US-Zinserhöhungsphase läuft aus. Die Zinswende erwarten wir im dritten Quartal 2024.
- Die US-Wirtschaft dürfte 2024 nur noch schwach wachsen.

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURBRL	5,30	5,40	5,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank hat den Leitzinssatz bisher um 150 Basispunkte auf 12,25 % gesenkt. Sie kündigte an, dieses Tempo beizubehalten, was den Renditevorteil des Real abschmelzen lässt.</li> <li>Diskussionen um die Aufweichung des Regelwerks zur Beschränkung der Staatsausgaben könnten das Anlegervertrauen in die Regierung Brasiliens schwächen und den Real belasten.</li> </ul>
EURHUF	379	370	365	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eine Einigung im Streit mit der EU könnte noch in diesem Jahr zur Freigabe von gut 900 Millionen Euro der eingefrorenen Mittel aus dem Corona-Wiederaufbaufonds ermöglichen.</li> <li>Die Notenbank Ungarns hat die Zinswende eingeleitet. Wir erwarten künftig ein moderates Vorgehen bei der Lockerung, wodurch der Renditevorteil des Forint bestehen bleiben würde.</li> </ul>
EURMXN	18,72	19,80	19,60	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mexikos Wirtschaft profitierte von der starken US-Konjunktur. Wir erwarten, dass diese positiven Impulse vom nördlichen Nachbarn im nächsten Jahr nachlassen.</li> <li>Die restriktive Notenbankpolitik hat dem mexikanischen Peso einen attraktiven Renditevorteil verschafft. Politische Forderungen nach einer früheren Zinswende könnten daher belasten.</li> </ul>
EURPLN	4,34	4,40	4,45	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der polnische Zloty legte nach dem Sieg des Oppositionsbündnisses bei der Präsidentschaftswahl im Oktober deutlich zu und hat damit sein Aufwertungspotenzial vorerst ausgeschöpft.</li> <li>Der Weg bis zur Freigabe der bisher eingefrorenen EU-Mittel ist steinig. Denn notwendigen Gesetzesreformen steht ein Vetorecht des konservativen Staatspräsidenten gegenüber.</li> </ul>
EURRON	4,97	5,07	5,12	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank straffte den Leitzins weniger stark als ihre Pendanten in Osteuropa. Daher erwarten wir die Zinswende in Rumänien erst im zweiten Halbjahr 2024.</li> <li>Das Haushaltsdefizit droht im Vorfeld der Superwahljahres 2024 auf über 6 % anzuwachsen. Die erste Ratingagentur warnte daher bereits vor einer Bonitätsherabstufung.</li> </ul>

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.12.2023, 09:33 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURRUB	98,80	90,00	95,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die russische Regierung konnte mit der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen die Abwertung des Rubels stoppen. Damit wird jedoch die freie Konvertierbarkeit weiter eingeschränkt.</li> <li>Ein steigender Ölpreis und der Anstieg des Exportvolumens lassen für 2023 einen deutlich höheren Handelsbilanzüberschuss erwarten, wovon der Staatshaushalt profitieren sollte.</li> </ul>
EURTRY	31,40	26,00	23,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die türkische Notenbank setzt ihren Schwenk hin zu einer orthodoxen Geldpolitik mit deutlichen Leitzinsanhebungen weiter fort. Im November erreichte der Leitzinssatz 40 %. Es sind jedoch weitere Schritte erforderlich, um die Inflation von über 60 % einzudämmen.</li> <li>Die Währungsreserven haben sich seit dem Kurswechsel in der Geldpolitik deutlich erholt.</li> </ul>
EURZAR	20,34	21,60	22,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Wirtschaftswachstum Südafrikas wird auch im kommenden Jahr unter 2 % liegen und stark von einer Erholung der Weltkonjunktur – insbesondere China – abhängen.</li> <li>Die Steuereinnahmen liegen unterhalb der Planung und zwingen die Regierung zur Ausgabenreduzierung. Es ist fraglich ob, dies im Vorfeld der Wahlen im zweiten Quartal gelingt.</li> </ul>

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.12.2023, 09:33 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 24	Progn. Q4 24	Einschätzung
EURAUD	1,64	1,54	1,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Steigende Rohstoffpreise und die Aussicht auf eine Erholung der Bauwirtschaft in China werden unseres Erachtens nach zu einer deutlichen Aufwertung des australischen Dollars führen.</li> <li>Wir erwarten, dass die australische Notenbank ihre Geldpolitik erst später als die EZB wieder lockern wird. Davon wird der australische Dollar profitieren.</li> </ul>
EURCAD	1,47	1,44	1,40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Zinsanhebungen durch die kanadische Notenbank haben die Inflationsrate bis knapp an das obere Ende des Notenbankzielkorridors bei 3,00 % geführt.</li> <li>Wie auch bei anderen prozyklischen Währungen lastet die negative Stimmung für die Weltwirtschaft auf dem kanadischen Dollar. Zudem droht 2024 eine Konjunkturabkühlung in den USA.</li> </ul>
EURCZK	24,30	24,10	23,70	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aufgrund von Basiseffekten erwarten wir im Januar einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate. Diese wird den Zielkorridor der Notenbank bei 3 % in 2024 bereits früh erreichen.</li> <li>Wir erwarten im zweiten Halbjahr 2024 mehr Aufwertungs dynamik für die tschechische Krone. Positivere Aussichten für die Konjunktur in Europa und ein gestärkter Konsum tragen dazu bei.</li> </ul>
EURNOK	11,65	10,70	10,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im Dezember könnte die Notenbank den Leitzinssatz abermals anheben. Denn der Preisauftrieb hält auch aufgrund der Schwäche der norwegischen Krone weiter an.</li> <li>Wir halten Maßnahmen der Notenbank zur Stützung der Krone im nächsten Jahr für möglich und erwarten daher eine Reduzierung der Devisenkäufe zu Lasten der Krone.</li> </ul>

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	4-Dec-2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.63	0.94	2.16	-5.42	-3.74	1.70	1.53
BRL	5.33	-1.56	-0.58	2.82	5.70	5.79	5.18
GBP	0.86	1.15	-0.33	-0.03	3.45	0.90	0.85
CNY	7.72	1.73	1.61	-4.49	-3.88	8.08	7.23
JPY	159.10	0.76	-0.72	-10.82	-11.49	163.97	138.02
CAD	1.46	0.22	0.17	-3.59	-1.24	1.51	1.42
NZD	1.75	2.12	3.56	-6.34	-3.84	1.84	1.64
NOK	11.75	0.92	-2.12	-12.30	-10.51	12.00	10.39
PLN	4.33	2.76	3.18	8.01	7.99	4.79	4.33
RUB	98.83	0.27	5.64	-33.63	-21.17	110.46	66.01
SEK	11.32	3.47	5.05	-3.70	-1.73	11.95	10.86
CHF	0.95	2.01	0.98	4.28	4.47	1.00	0.94
ZAR	20.37	-3.93	0.91	-9.88	-10.84	21.14	17.91
CZK	24.42	-0.09	-1.29	-0.14	-1.09	24.71	23.26
TRY	31.26	-2.47	-7.63	-37.56	-36.10	31.75	19.57
HUF	379.83	-0.28	0.81	7.88	5.43	417.98	367.90
USD	1.08	-0.76	-0.28	-3.16	-1.32	1.12	1.05
Exchange rates to USD							
JPY	147.11	1.53	-0.45	-7.91	-10.31	151.69	127.52
CNY	7.14	2.22	1.82	-1.73	-3.42	7.34	6.70

# FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	6.74	6.99	5.04	5.44	8.68	9.18	4.81	5.16	7.37	8.37	7.10	7.85	4.35	5.35	5.23	6.03	4.54	4.84
2 months	6.64	6.84	4.82	5.22	8.81	9.21	4.88	5.18	7.75	8.75	7.05	7.75	4.34	5.34	5.46	6.11	4.72	4.97
3 months	6.48	6.68	4.90	5.30	8.75	9.10	4.95	5.25	7.95	8.95	7.04	7.64	4.32	5.32	5.38	6.08	4.76	5.11
6 months	6.50	6.65	5.12	5.47	8.79	9.14	5.28	5.58	8.51	9.51	6.99	7.59	4.50	5.25	5.74	6.39	5.15	5.45
9 months	6.48	6.63	5.29	5.59	8.85	9.30	5.51	5.81	8.93	9.93	7.00	7.50	4.47	5.42	5.88	6.58	5.39	5.69
1 year	6.66	6.81	5.42	5.77	8.93	9.28	5.73	5.98	9.19	10.14	7.03	7.53	4.55	5.30	6.07	6.82	5.64	5.94
2 years	6.96	7.16	5.65	6.10	9.10	9.55	6.14	6.44	9.11	10.26	6.92	7.67	4.54	5.29	6.49	7.69	6.00	6.40
3 years	7.23	7.48	5.51	6.86	9.25	9.75	6.31	6.96							6.64	7.84	6.06	6.56
5 years	7.76	8.06	6.07	7.42	9.53	10.18	6.81	7.61									6.14	6.64

Data as of: 12/05/2023 6:21 AM

# Brent: OPEC+ hält das Angebot weiter knapp

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
Brent (USD/Barrel)	78.11	99.10	84.92	80.06	80.00	80.00	75.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- Saudi-Arabien und Russland verlängern zusätzliche Förderkürzung (1,3 mbpd) bis Ende 2023.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- Angebotsdefizit am Ölmarkt in Q4/23 ca. 1,5 mbpd.

### Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- Relativ niedrigere Gaspreise machen Oil-to-Gas-Switch wieder lukrativ.
- Trübe Konjunkturperspektiven dämpfen Ölnachfrage.
- Weltwirtschaft auch 2024 mit relativ schwachem Wachstum.
- Deutliches Förderplus im Iran und in den USA.
- OPEC+ zuletzt mit nachlassender Compliance.

# Gold: Sicherer Hafen nach Terror in Israel

## Goldpreis & Prognose

in USD



Gold (USD/Ounce)	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Mar-23	Jun-24	Dec-24
	2 026	1 802	1 816	1 933	2 000	2 000	2 100

Quellen: LSEG, LBBW Research

### Pro

- Notenbanken mit Goldkäufen weiter auf Rekordkurs.
- Terror in Israel unterstreicht Charakter als „sicherer Hafen“.
- Stabile Nachfrage nach Goldschmuck.
- US-Leitzinsen dürften Höhepunkt erreicht haben.
- US-Dollar dürfte abwerten.

### Contra

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

# Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	4-Dec-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	78.11	-8.72	-12.30	-8.90	-8.02	96.60	71.85
Crude Oil WTI	USD/bbl	72.69	-10.66	-15.03	-8.89	-9.40	93.68	66.64
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	2 026	1.56	4.54	13.23	11.61	2 056	1 775
Silver	USD/oz	25.17	11.15	4.70	11.33	5.10	26.03	20.09
Platinum	USD/oz	930	-0.11	-3.13	-7.65	-9.80	1 128	850
Palladium	USD/oz	972	-12.43	-21.04	-48.13	-45.24	1 952	963
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 182	-3.19	-1.38	-14.28	-8.24	2 659	2 129
LME Copper	USD/MT	8 443	3.27	-0.11	-0.08	0.85	9 356	7 899
LME Lead	USD/MT	2 094	-3.59	-5.83	-4.95	-8.70	2 294	1 999
LME Zinc	USD/MT	2 453	-2.83	-1.07	-20.33	-17.48	3 487	2 249
LME Tin	USD/MT	24 064	-1.20	-8.75	3.48	-3.00	32 262	22 218
LME Nickel	USD/MT	16 714	-8.28	-20.56	-42.09	-44.38	31 441	16 079

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



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

Quellen: LSEG, LBBW Research – Stand: 01.12.2023. 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: 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														
04.12.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	3,19	2,65	2,40	2,28	2,24	2,23	2,25	2,29	2,35	2,41	2,67	2,72	2,67	2,63
France	3,23	2,78	2,63	2,59	2,60	2,64	2,70	2,78	2,86	2,95	3,28	3,44	3,51	3,58
Italy	3,40	3,16	3,15	3,25	3,40	3,55	3,71	3,86	4,01	4,14	4,59	4,72	4,71	4,70
Spain	3,37	2,99	2,88	2,87	2,91	2,98	3,07	3,17	3,28	3,39	3,86	4,04	4,09	4,17
Netherlands	3,25	2,77	2,54	2,48	2,48	2,51	2,55	2,60	2,65	2,70	2,89	2,97	2,95	2,86
Austria	3,32	2,90	2,74	2,71	2,74	2,80	2,87	2,94	3,00	3,06	3,25	3,33	3,35	3,36
Belgium	3,33	2,86	2,66	2,61	2,62	2,68	2,76	2,85	2,94	3,02	3,39	3,61	3,71	3,71
Ireland	2,97	2,68	2,56	2,52	2,54	2,57	2,62	2,68	2,75	2,82	3,11	3,28	-	-
Portugal	3,05	2,70	2,56	2,56	2,64	2,74	2,85	2,97	3,09	3,20	3,62	3,79	3,80	3,72
Finland	3,16	2,80	2,61	2,57	2,59	2,65	2,72	2,80	2,88	2,96	3,21	3,22	3,13	3,01
EUR Swap in %	3,72	3,18	2,94	2,84	2,80	2,79	2,80	2,82	2,83	2,86	2,93	2,88	2,78	2,69

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Non-Financials

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials												
04.12.2023	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	3,00	3,10	3,15	3,19	3,22	3,25	3,27	3,29	3,30	3,32		
AA-	3,18	3,22	3,24	3,26	3,28	3,29	3,30	3,31	3,31	3,32		
A+	3,23	3,28	3,31	3,33	3,35	3,36	3,38	3,39	3,40	3,40		
A	3,36	3,41	3,44	3,46	3,47	3,49	3,50	3,51	3,52	3,52		
A-	3,41	3,43	3,45	3,46	3,46	3,47	3,47	3,48	3,48	3,49		
BBB+	3,50	3,57	3,61	3,64	3,66	3,68	3,70	3,71	3,72	3,73		
BBB	3,63	3,73	3,80	3,84	3,87	3,90	3,93	3,95	3,96	3,98		
BBB-	3,98	4,11	4,19	4,25	4,29	4,33	4,36	4,38	4,41	4,43		
BB+	4,61	4,70	4,76	4,79	4,82	4,84	4,86	4,88	4,90	4,91		
BB	5,07	5,30	5,44	5,53	5,60	5,66	5,72	5,76	5,80	5,83		
BB-	5,22	5,59	5,82	5,97	6,09	6,19	6,28	6,35	6,41	6,47		
B+	5,79	6,01	6,14	6,23	6,30	6,36	6,41	6,45	6,49	6,52		
B	6,87	7,27	7,51	7,67	7,80	7,91	8,00	8,07	8,14	8,20		
B-	9,91	9,60	9,41	9,28	9,18	9,10	9,03	8,97	8,92	8,87		
EUR Swap in %	3,72	3,18	2,94	2,84	2,80	2,79	2,80	2,82	2,83	2,86		

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Banks Senior Preferred

04.12.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,64	3,56	3,51	3,47	3,45	3,42	3,41	3,39	3,38	3,36
AA-	3,73	3,69	3,66	3,64	3,63	3,62	3,61	3,60	3,59	3,59
A+	3,86	3,82	3,79	3,78	3,76	3,75	3,74	3,73	3,73	3,72
A	4,13	3,94	3,83	3,75	3,68	3,63	3,59	3,56	3,52	3,49
A-	4,45	4,21	4,08	3,98	3,90	3,84	3,79	3,75	3,71	3,67
BBB+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB	4,49	4,39	4,34	4,30	4,27	4,24	4,22	4,20	4,19	4,17
BBB-	5,63	5,28	5,07	4,92	4,81	4,72	4,64	4,57	4,51	4,46
EUR Swap in %	3,72	3,18	2,94	2,84	2,80	2,79	2,80	2,82	2,83	2,86

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

04.12.2023	Maturity (Call-Date)										
Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU	3,73	3,62	3,33	3,25	3,25	3,25	3,26	-	3,34	-	-
AT	3,75	3,55	3,34	3,27	3,20	3,19	3,20	3,28	3,12	3,34	3,32
BE		3,46	3,18	3,14	3,16	3,18	3,16	3,30	-	-	-
CA		3,60	3,38	3,19	3,25	3,35	3,16	3,25	3,22	3,18	-
DK			3,51	3,11	3,59	3,05	3,12	-	-	-	-
FI		3,62	3,28	3,28	3,25	3,31	3,13	3,32	3,27	3,34	3,41
FR	3,68	3,50	3,17	3,13	3,13	3,13	3,15	3,19	3,23	3,27	3,31
DE	3,78	3,39	3,15	3,09	3,05	3,03	3,04	3,07	3,09	3,14	3,23
GR											
IE		3,62									
IT		3,66	3,46	3,39	3,39	3,25	3,42	3,47	3,63	3,67	
LU		3,66									
NL	3,77	3,44	3,27	3,21	3,21	3,28	3,13	3,37	3,20	3,32	
NZ		3,45	3,42	3,19	3,26					3,32	
NO	3,86	3,57	3,40			3,17	3,12	3,22	3,27		
PL			3,55								
PT			3,19	3,11	3,37		3,15				
SG			3,50	3,09	3,15			3,27		3,18	
ES	3,78	3,71	3,31	3,25	3,29	3,29	3,30	3,33	3,38		3,46
SE		3,57	3,32	3,17	3,18	3,14	3,05	3,41			
CH		3,70									
UK	3,71	3,81	3,35	3,17	3,20	3,22	3,21		3,44	3,18	
JP			3,38	3,37		3,21	3,23				
KR		3,47	3,34	3,43	3,22	3,11	3,17				
SK	3,95	3,92	3,57	3,42	3,37	3,55					
EUR Sw ap in %	3,72	3,18	2,94	2,84	2,80	2,79	2,80	2,82	2,83	2,86	2,88

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

# Disclaimer

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

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

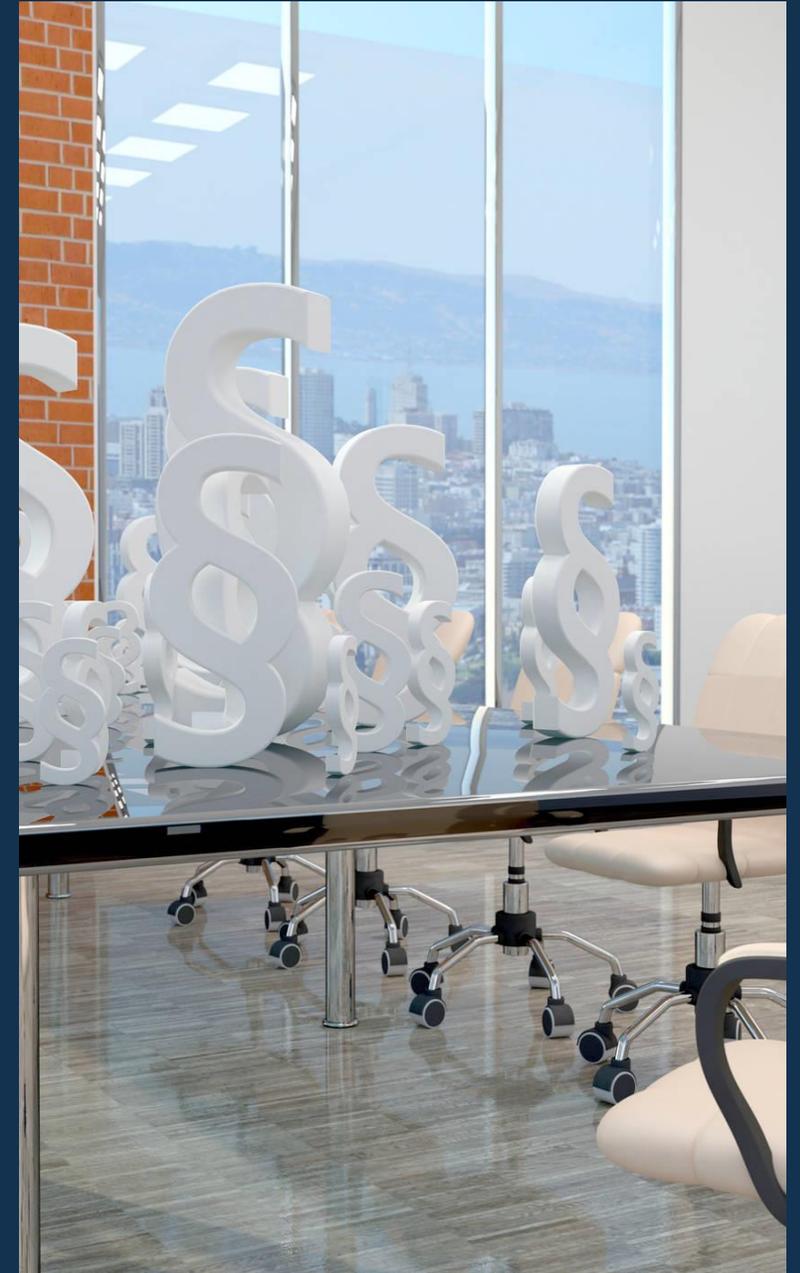
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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

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

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

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



# Disclaimer

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

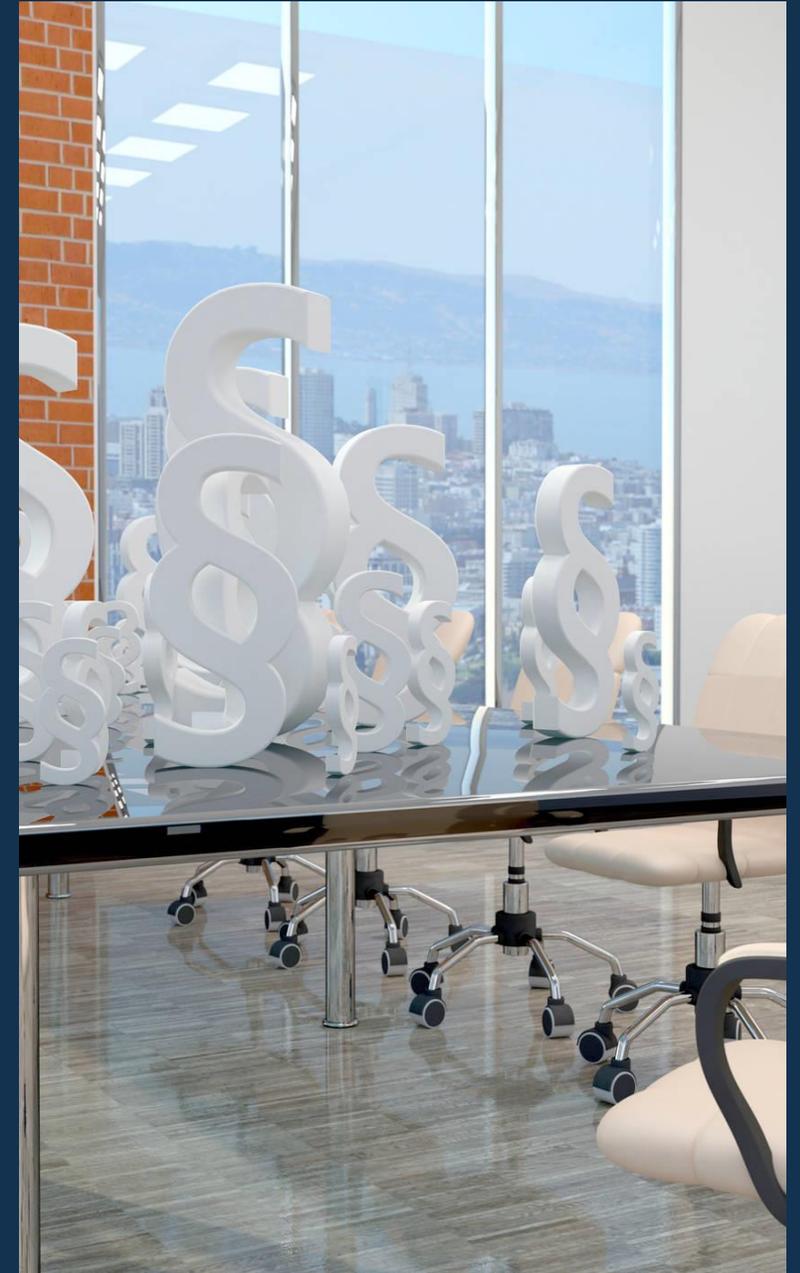
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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



# Disclaimer

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

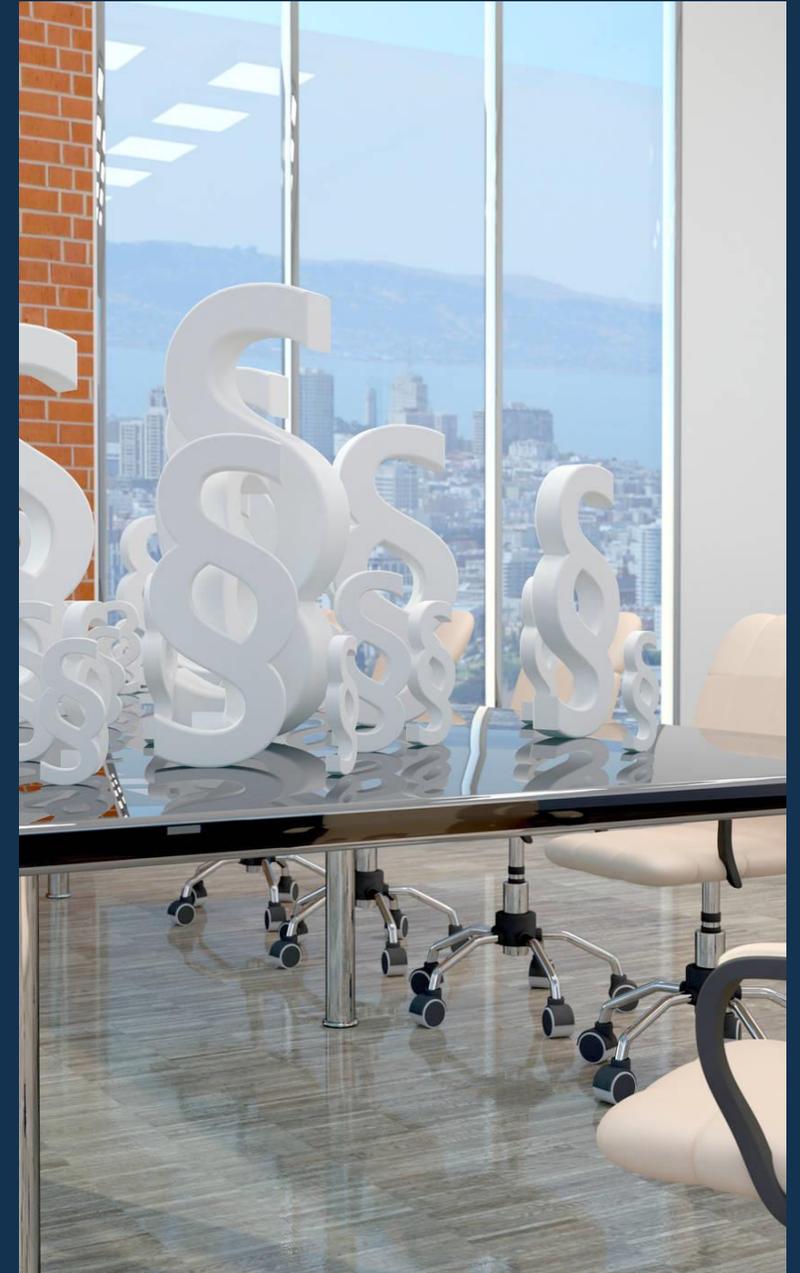
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

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

## Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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



# Disclaimer

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

Erstellt am: 05.12.2023 10:07

