



Bereit für Neues

LB  BW

Kapitalmarktkompass Februar

Der „Inflation Reduction Act“ der USA ist eine Mogelpackung

07.02.2023 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 07.02.2023 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: **2734 110 9670#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **5652#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=m04177e7e7190407972fe96605eee7cda>

Event-Kennnummer: **2734 110 9670**

Event-Passwort: **KMK2** (5652 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!

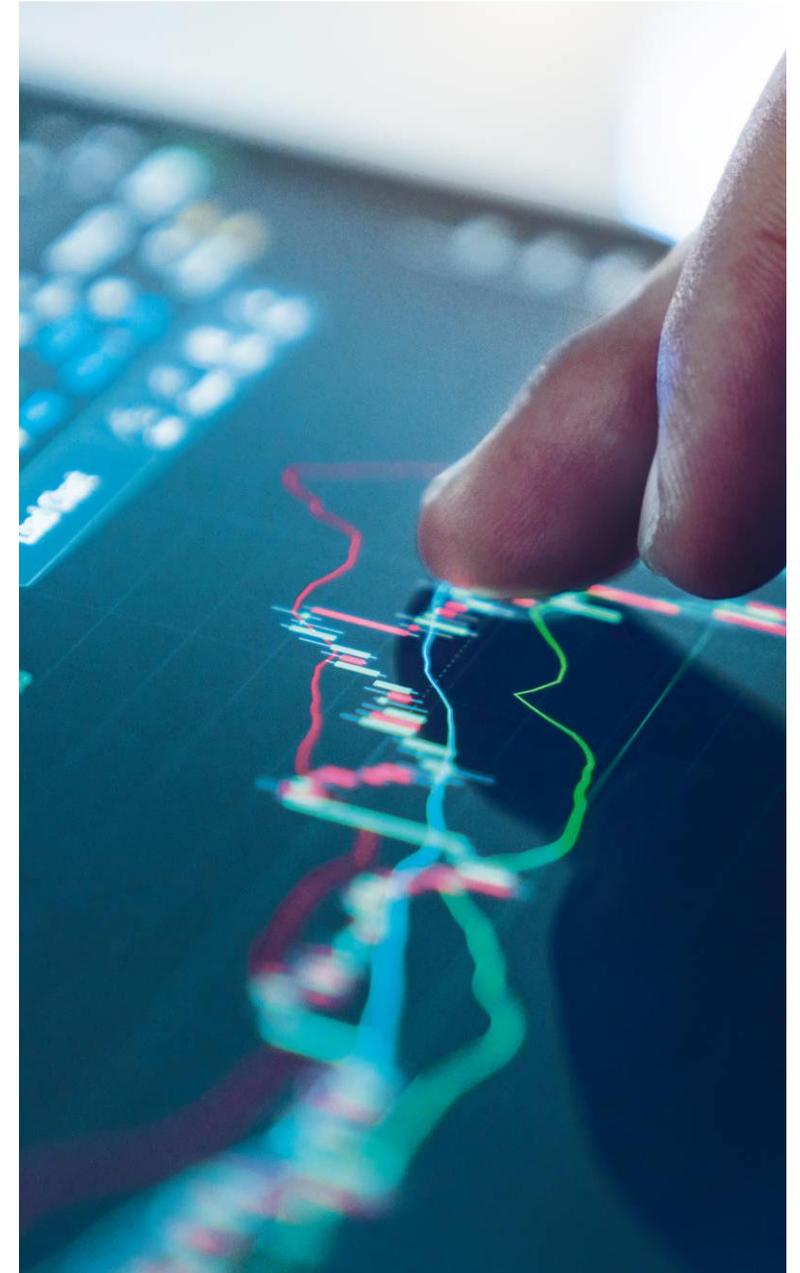
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 07.02.2023, 14h
- Dienstag, 07.03.2023, 14h
- Dienstag, 21.03.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 04.04.2023, 14h
- Dienstag, 02.05.2023, 14h



Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Der „Inflation Reduction Act“ der USA ist eine Mogelpackung	08
03	Makro: Entspannungssignale für die Konjunktur	14
04	Zinsen: Optimismus birgt Gefahren	27
05	Financials – dickes MREL-Polster vorhanden, aber ...	37
06	Aktien: Fulminanter Jahresstart	44
07	Prognosen und Asset Allokation: Anleihen attraktiver	52
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	65



01

Vorwort und Einleitung





Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

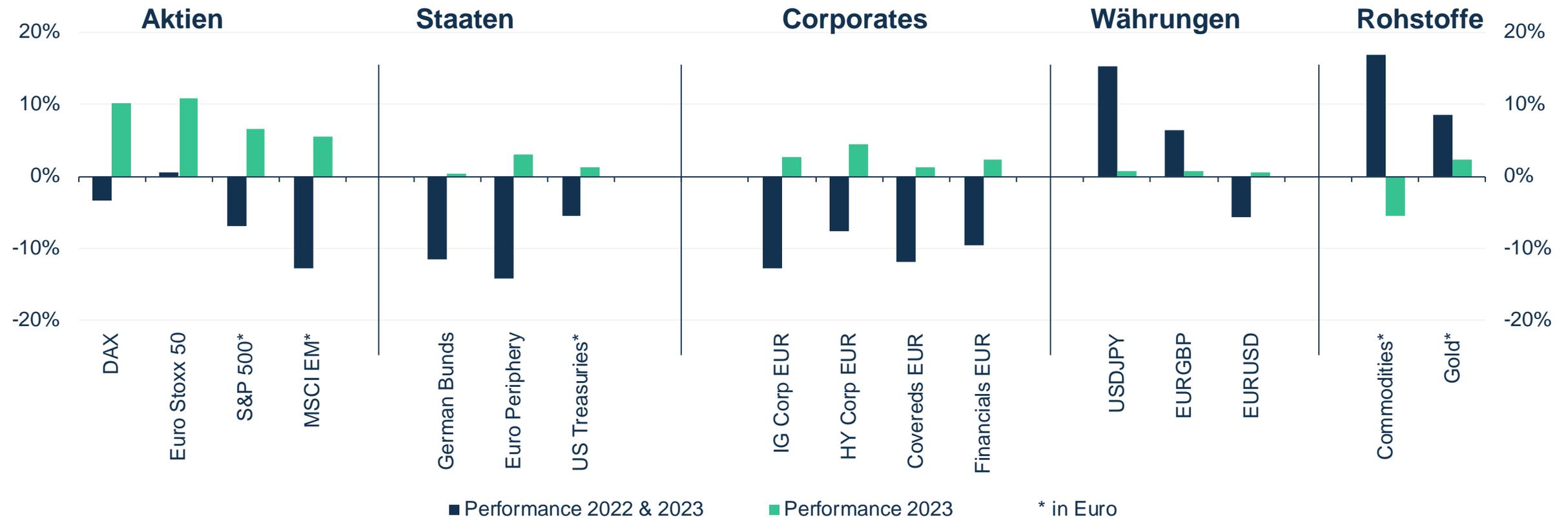
»Für die EU schlägt die Stunde der Wahrheit. Wie lautet die Antwort auf den Inflation Reduction Act der USA?«

Henry Kissinger hat einmal gesagt: „Wen rufe ich an, wenn ich Europa sprechen will?“ Er brachte damit zum Ausdruck, dass man in Washington die EU nicht für voll nimmt. Daran hat sich wenig geändert. Der „Inflation Reduction Act“, ein Subventionspaket für Klimaschutz „made in USA“, hat in Brüssel und anderswo für Alarm gesorgt. Befürchtet wird, dass ganze Industrien über den Atlantik gesaugt würden. Wir werfen einen Blick auf das Paket. Außerdem: wie immer das Neueste von den Finanzmärkten und den Notenbanken. Es kristallisiert sich heraus, wo die Zielmarken für die Leitzinsen liegen könnten. Derweil klopft eine Rezession an die Tür. Neue Daten aus Deutschland zeigen, dass es schon 2022 abwärts ging.

Aktien und Anleihen mit erfolgreichem Start ins Jahr

Ausgewählte Assets

in Prozent



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

02

Der „Inflation
Reduction Act“
der USA ist
eine Mogel-
packung

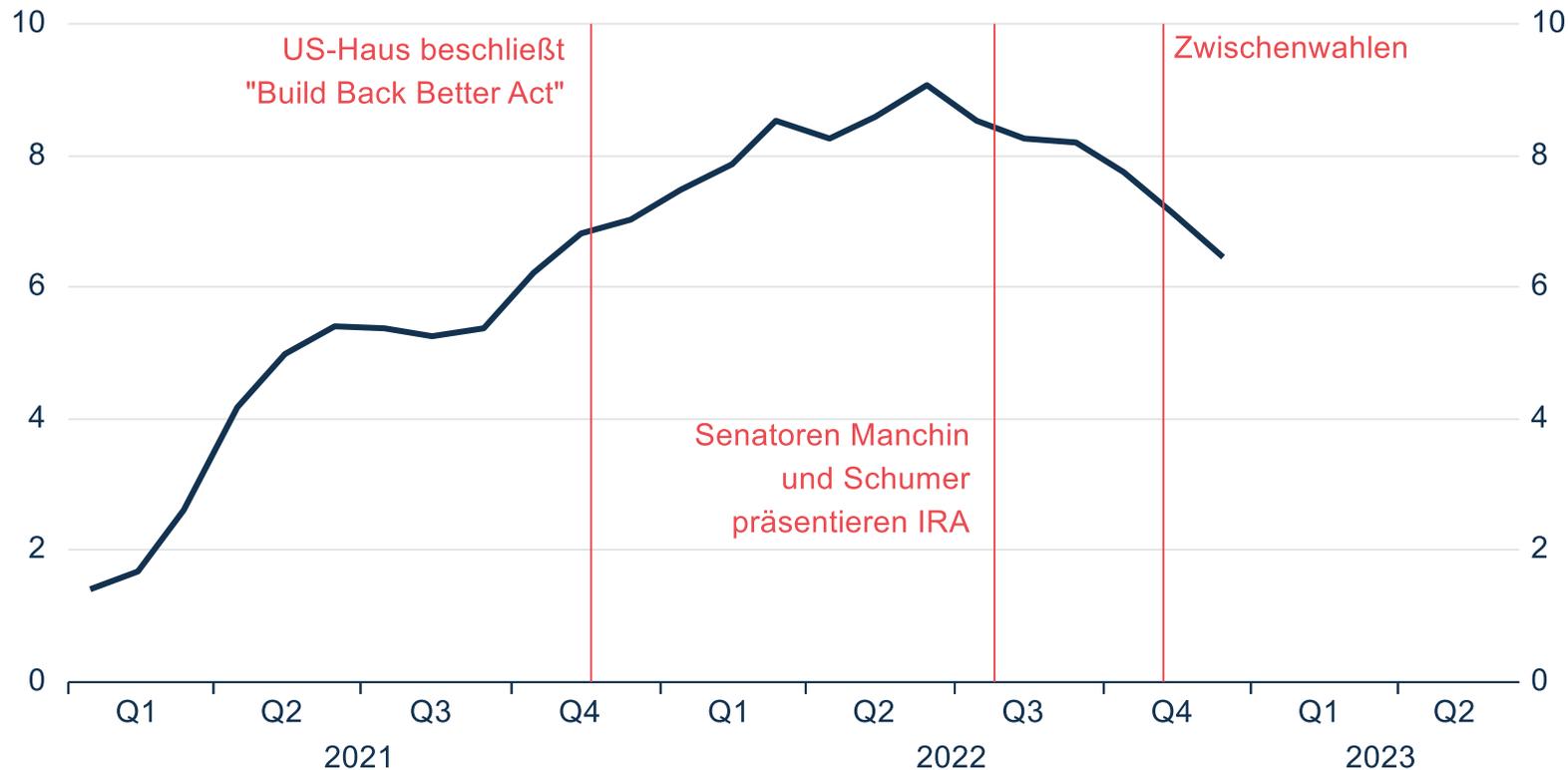
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: +49 711 127-7 61 36
Dirk.Chlench@LBBW.de

Frank Biller
Senior Analyst Automotive
Tel: +49 711 127-7 05 59
Frank.Biller@LBBW.de

Ein Schelm, wer Böses dabei denkt

US-Konsumentenpreisindex

Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat, in %

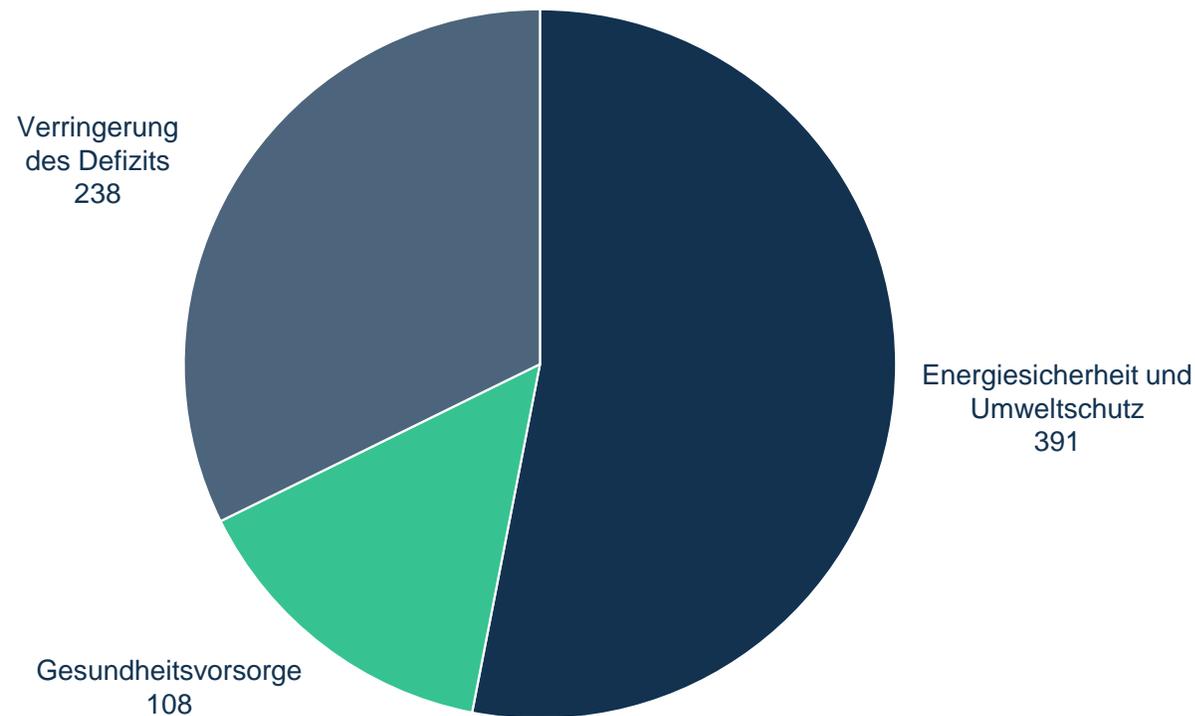


- Der „Build Back Better Act“ wurde aufgrund des Widerstandes des demokratischen Senators Manchin im Senat nicht mehr zur Abstimmung gebracht.
- Im Sommer 2022 erlebte das Gesetzespaket unter anderem Namen, nämlich „Inflation Reduction Act“, eine Wiederauf-erstehung.
- Es liegt der Verdacht nahe, dass die Umbenennung des Gesetzespakets im Vorfeld der Zwischenwahlen dem Motiv geschuldet war, Tatkraft im Kampf gegen die hohe Inflation zu zeigen. Tatsächlich haben sowohl das Haushaltsbüro des US-Kongreß als auch die University of Pennsylvania in Modell-rechnungen keinen inflationsdämpfenden Effekt des IRA ausmachen können.

IRA: ein Sammelsurium an Maßnahmen

Inflation Reduction Act: Kosten und Defizitreduktion

in Mrd. US-Dollar, über einen Zeitraum von zehn Jahren gerechnet



- Das IRA abgekürzte Gesetz ist ein Sammelsurium an Maßnahmen, welche mit der Reduzierung der Inflation wenig zu tun haben.
- Das IRA beinhaltet, über einen Zeitraum von zehn Jahren gerechnet, Ausgaben und Steuererleichterungen in Höhe von 499 Mrd. US-Dollar.
- Diese teilen sich auf **391 Mrd. US-Dollar für Energiesicherheit und Klimaschutz** sowie auf 108 Mrd. US-Dollar für die Gesundheitsversorgung auf.
- Dem allen sollen im selben Zeitraum Einnahmen in Höhe von 738 Mrd. US-Dollar entgegenstehen. Diese speisen sich vornehmlich aus der Einführung einer Mindeststeuer auf Unternehmensgewinne in Höhe von 15 %.

Automobil-Branche in Europa: Gefahr weiterer Abwanderung droht

Regelungen für Clean Vehicles

Fahrzeugkäufer		Fahrzeughersteller	
Anspruch auf eine Steuergutschrift von bis zu 7.500 USD haben Fahrzeuge, welche die Anforderungen für kritische Mineralien und Batteriekomponenten erfüllen und zudem in Nordamerika montiert werden.		Steuergutschriften von bis zu 45 USD pro kWh bei Batteriemodulen. Dies könnte die Kosten der Autohersteller für im Inland hergestellte Batterien um knapp ein Drittel senken, bei Berücksichtigung der derzeit hohen Kosten für wichtige Materialien.	
Endmontage in Nordamerika		Zuschussfähige Komponenten	Förderhöhe
Erforderlich für die Inanspruchnahme der Förderung für saubere Fahrzeuge		Geeignete kritische Mineralien	10% der Produktionskosten
Kritische Mineralien	Batteriekomponenten	Elektrodenmaterialien	10% der Produktionskosten
3.750 USD der Förderung basiert auf kritischen Mineralien	3.750 USD der Förderung basiert auf Batteriekomponenten	Batteriezellen	35 USD pro kWh
40% der kritischen Batterie-Mineralien werden in den USA oder in einem Land mit Freihandelsabkommen gewonnen, verarbeitet oder recycelt.	50% der Batteriekomponenten werden in Nordamerika hergestellt oder montiert	Batteriemodule ohne Zellen	10 USD pro kWh
		Batteriemodule mit Zellen	45 USD pro kWh
		Auslauf der prozentualen Anrechnung	
		Jahr	Anteil Förderhöhe
		2030	75%
		2031	50%
		2032	25%
		2033ff	0%
Gefördert werden Vans, SUVs und Pickup-Trucks mit einem Listenpreis von unter 80 Tsd. USD bzw. bei allen anderen Fahrzeugen von unter 55 Tsd. USD.		Gefördert werden nur Batteriezellen und -module, die ein Verhältnis von Kapazität zu Leistung von 100:1 nicht überschreiten. Ab 1.1.30 gilt ein reduzierter Prozentsatz der Förderung, welcher sich nach dem Jahr des Verkaufs richtet.	
Zusätzlich bestehen Einkommensgrenzen für die Förderung: 300 Tsd. USD für Zusammenveranlagte 225 Tsd. USD für Haushaltsvorstände 150 Tsd. USD für Alleinstehende			

- Das IRA fördert den Markthochlauf elektrischer Fahrzeuge. Um von Steuergutschriften zu profitieren, müssen bestimmte Bedingungen hinsichtlich lokalem Materialbezug und Endmontage erfüllt sein.
- Der VDA übt Kritik am IRA und bemüht sich um Änderungen bzw. Ausnahmeregelungen für eine diskriminierungsfreie Förderung ausländischer Hersteller und Zulieferer.
- Mehrere Unternehmen kündigten Pläne zum Bau von Batterie- oder Montagewerken für E-Fahrzeuge in den USA an.
- Deutsche Hersteller streben schon heute nach einer zunehmenden Lokalisierung. Dies könnte sich beschleunigen.

Europa: Betroffenheit der Branchen

Die Relevanz des IRA für die Branche ist ...

	gering	moderat	hoch
 Automobil			x
 Bau	x		
 Chemie		x	
 Energie		x	
 Konsum	x		
 Industrie		x	
 Pharma		x	
 Rohstoffe	x		
 Telekommunikation	x		
 Versorger	x		

Quelle: LBBW Research

Die EU und der IRA

Gefahr für die EU

- Die Industrie könnte aufgrund der „Made in USA“-Klausel aus der EU in die USA abwandern
- Die EU droht, damit den Anschluss im Bereich der Green Industry zu verpassen (neben reinem Außenhandel auch F&E)
- Alle Reaktionen der EU könnten zu neuen Schwierigkeiten führen (Subventionswettbewerb, Fragmentierung des Binnenmarktes, Handelskrieg mit den USA)
- Besonders heikel könnte der Plan der EU-Kommission sein, zur Finanzierung einer Antwort auf den IRA neue Schulden aufzunehmen.

Der Green Deal Industry Plan der EU-Kommission

- Die EU-Kommission hat einen Plan vorgeschlagen, der sich auf „vier Säulen“ stützt.
- Erstens soll das Regelungsumfeld für die „Netto-Null-Industrie“ (gemeint ist der Kohlendioxidausstoß) vereinfacht werden. Zweitens sollen die Unternehmen schnelleren und einfacheren Zugang zu Finanzmitteln erhalten, worunter in diesem Fall EU-Mittel und nationale Beihilfen zu verstehen sind. Drittens soll die Qualifikation von Arbeitskräften verbessert werden, und viertens soll der Handel mit Rohstoffen und Vorleistungen für die Netto-Null-Industrie erleichtert werden.
- Weitere Einzelheiten zum Plan, insbesondere zum geplanten europäischen Souveränitätsfonds für die verbesserte Ausstattung mit Finanzmitteln für die „Grüne Industrie“, sollen vor dem Sommer 2023 vorgelegt werden.

03

Makro: Entspannungs- signale für die Konjunktur

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

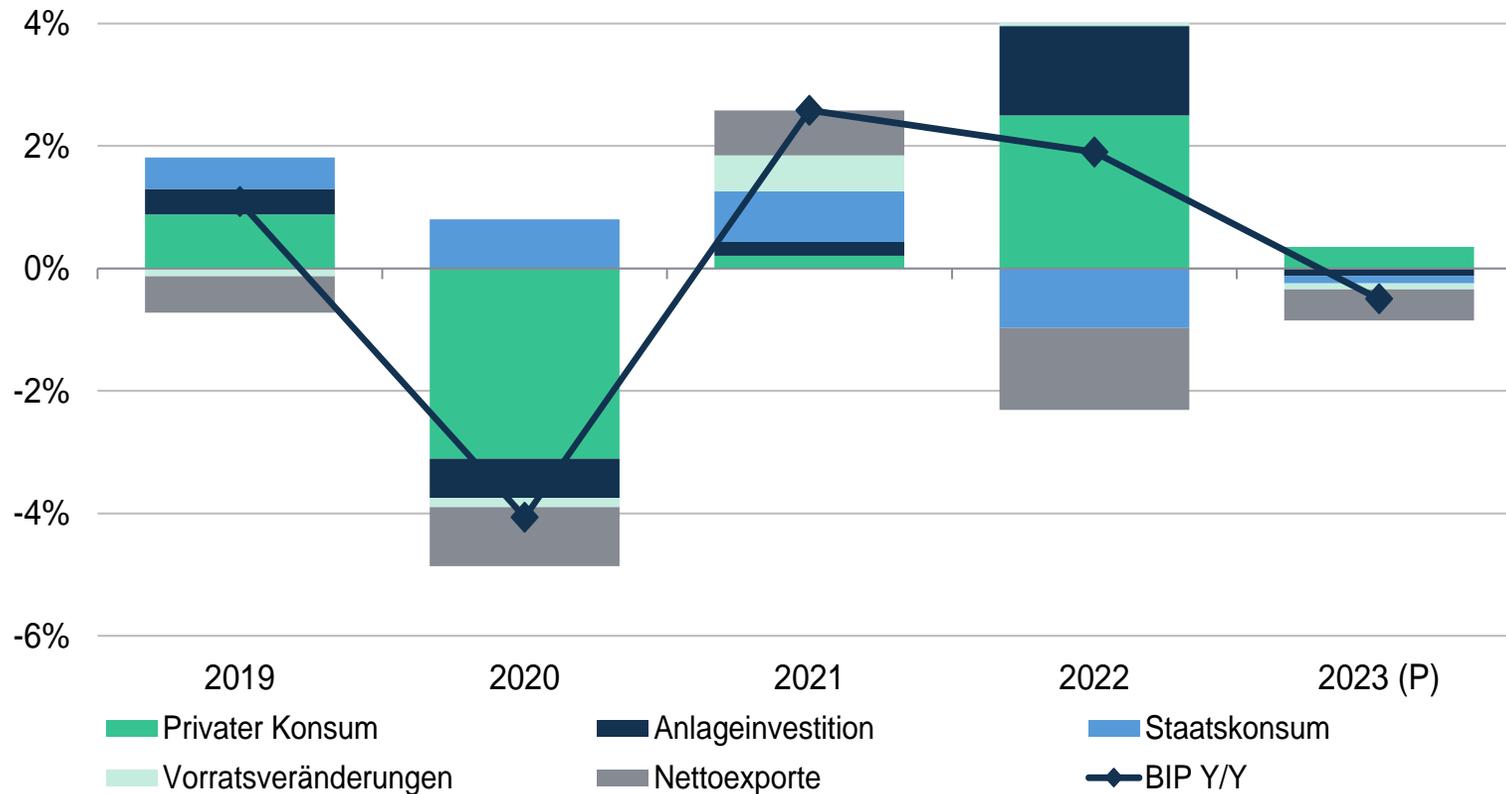
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

Deutsche Wirtschaft wächst 2022 um fast 2%

BIP und Beiträge

Jahreswerte, % bzw. %-Punkte

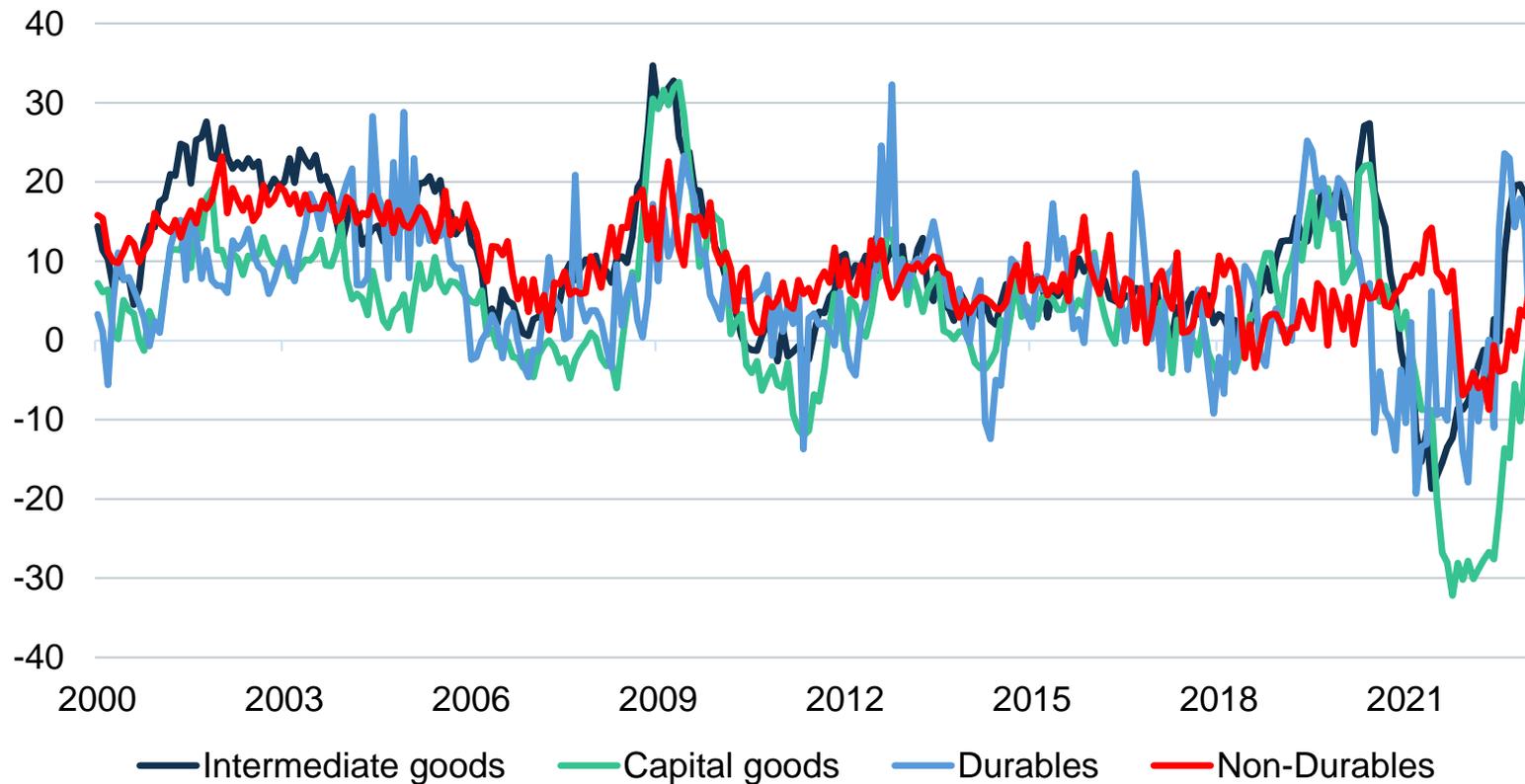


- Die Wirtschaftsleistung Deutschlands hat 2022 um kalenderbereinigt 1,9% zugelegt.
- Im Schlussquartal gab es ein Minus von 0,2%.
- Für 2023 erwarten wir einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,5%. Staatsverbrauch und Investitionen dürften ebenso belasten wie, aufgrund hoher Energiepreise, der Außenhandel.
- Für den Euroraum lag das BIP-Wachstum bei 3,5% im Jahr 2022. Im Schlussquartal blieb das BIP unverändert.

Materiallage entspannt sich etwas

Deutsche Industrie, stocks of finished goods

Saldo der Umfrage, Monatswerte

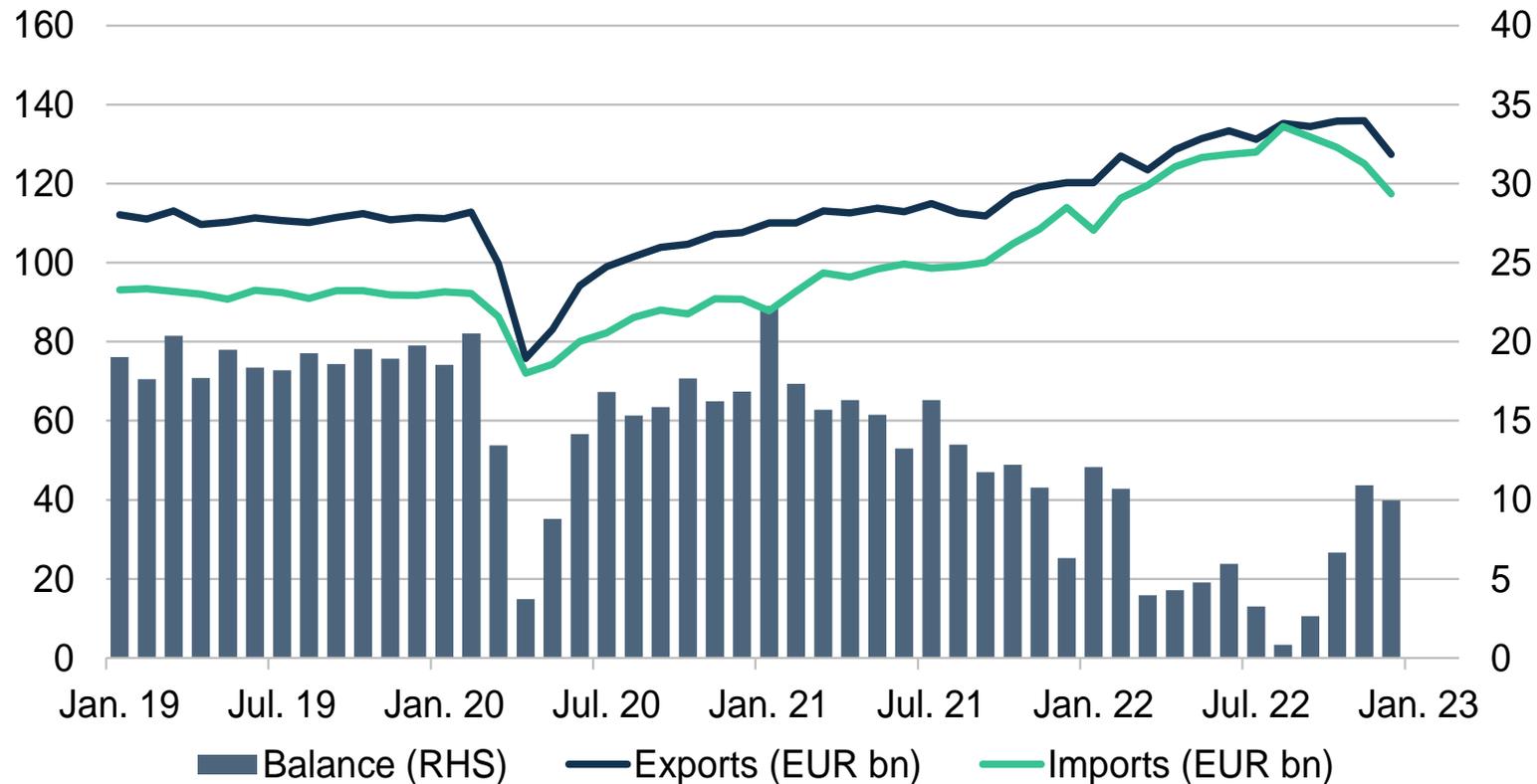


- In der deutschen Industrie gibt es Zeichen für eine stabilere Zulieferung. Die Lagerbestände haben sich auf breiter Front erholt.
- Laut ifo-Institut haben im Januar 48,4% der befragten Unternehmen von Materialengpässen berichtet. Im Dezember waren es noch 50,7%.

Deutscher Außenhandel lässt Federn

Ausfuhren, Einfuhren und Saldo

Monatswerte, saisonbereinigt, in Mrd. Euro

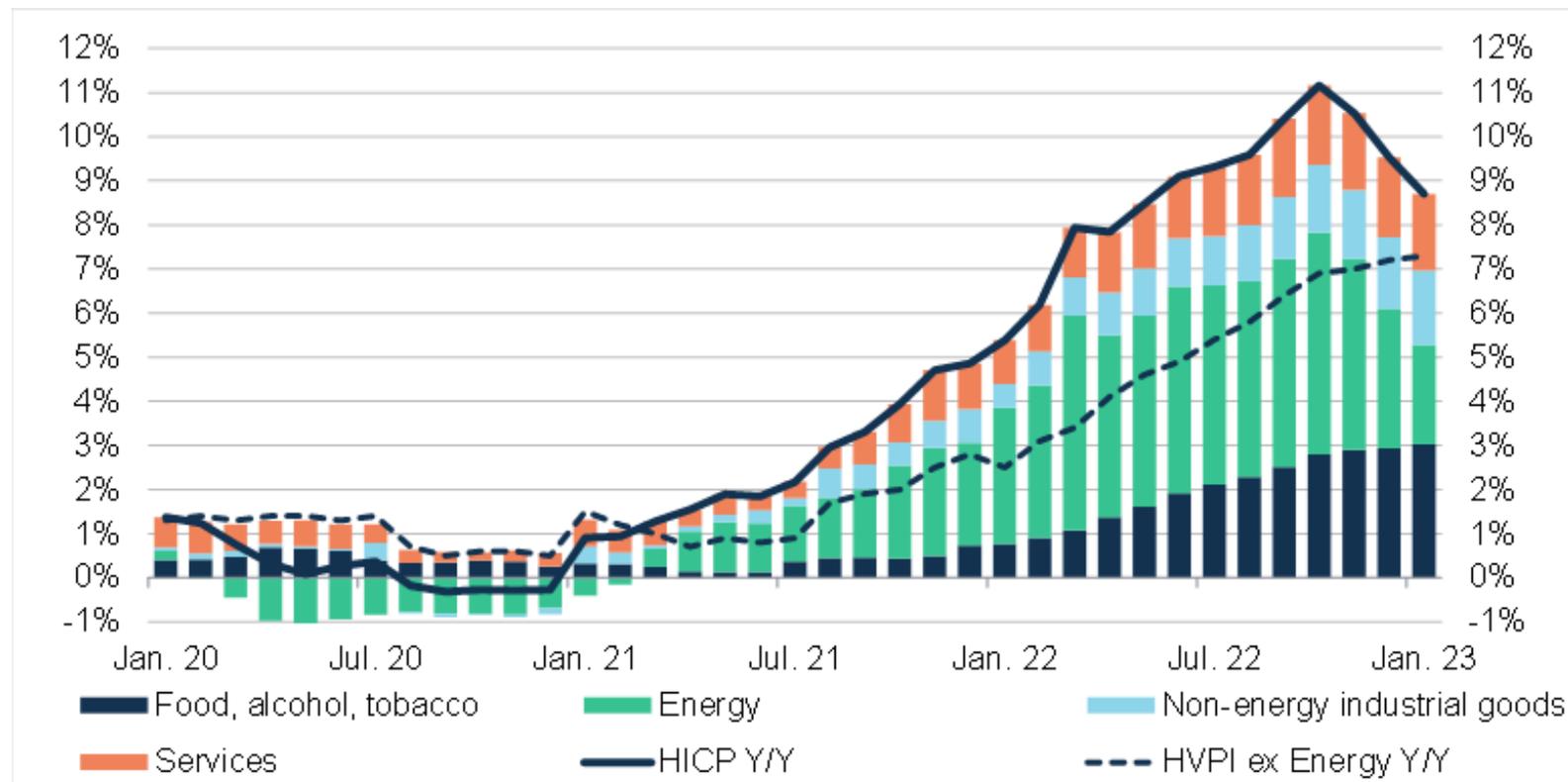


- Infolge des Ukraine-Kriegs und des Energiepreisanstiegs hat sich der Saldo im Außenhandel deutlich verringert (von 171,2 Euro auf 76,0 Mrd. Euro): der schwächste Wert seit dem Jahr 2000.
- Aktuell haben sich die Aussichten infolge fallender Energiepreise und des abnehmenden Materialmangels etwas verbessert.

EWU: Inflation zum Jahresauftakt rückläufig

HVPI Y/Y und Beiträge

Jahreswerte, % bzw. %-Punkte

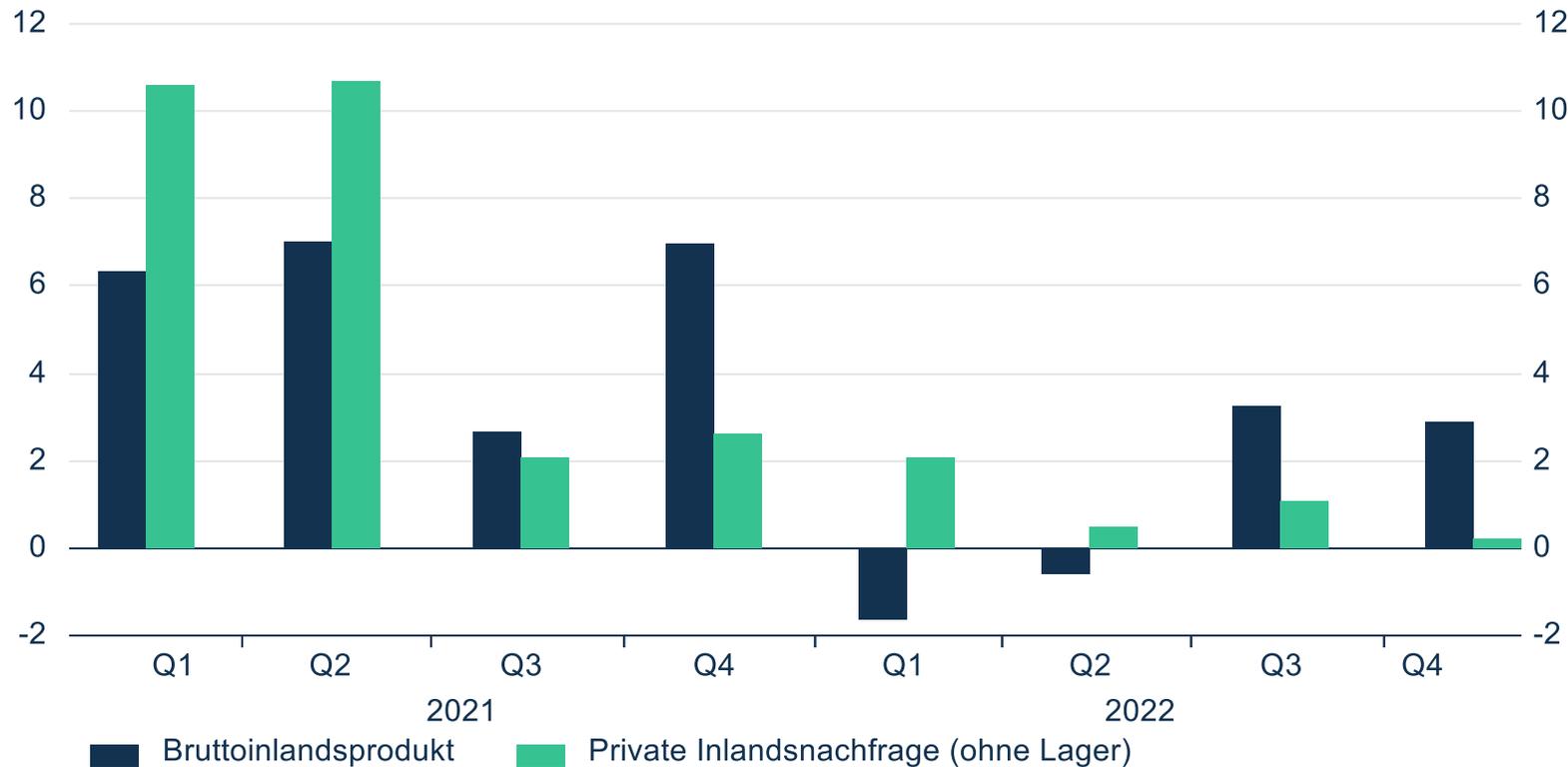


- Die Inflationsrate im Euroraum ist zu Jahresbeginn von 9,2% auf 8,5% gefallen.
- Der Energiepreisanstieg hat sich von 25,5% auf 17,2% verlangsamt.
- Die Kernraten in den verschiedenen Abgrenzungen sind gestiegen bzw. blieben unverändert. Ex Food&Energy lag die Inflation Januar bei 7,0%.
- In den EWU-Mitgliedstaaten entwickelte sich die Inflation uneinheitlich. In Spanien ging es aufwärts, in Italien abwärts. Die höchsten Raten werden weiterhin in den baltischen Staaten verzeichnet (rd. 20%).

US-Wirtschaft ist nur vordergründig stark

BIP und private Inlandsnachfrage ohne Lager

Saisonbereinigte Monatswerte, Jahresraten, in %

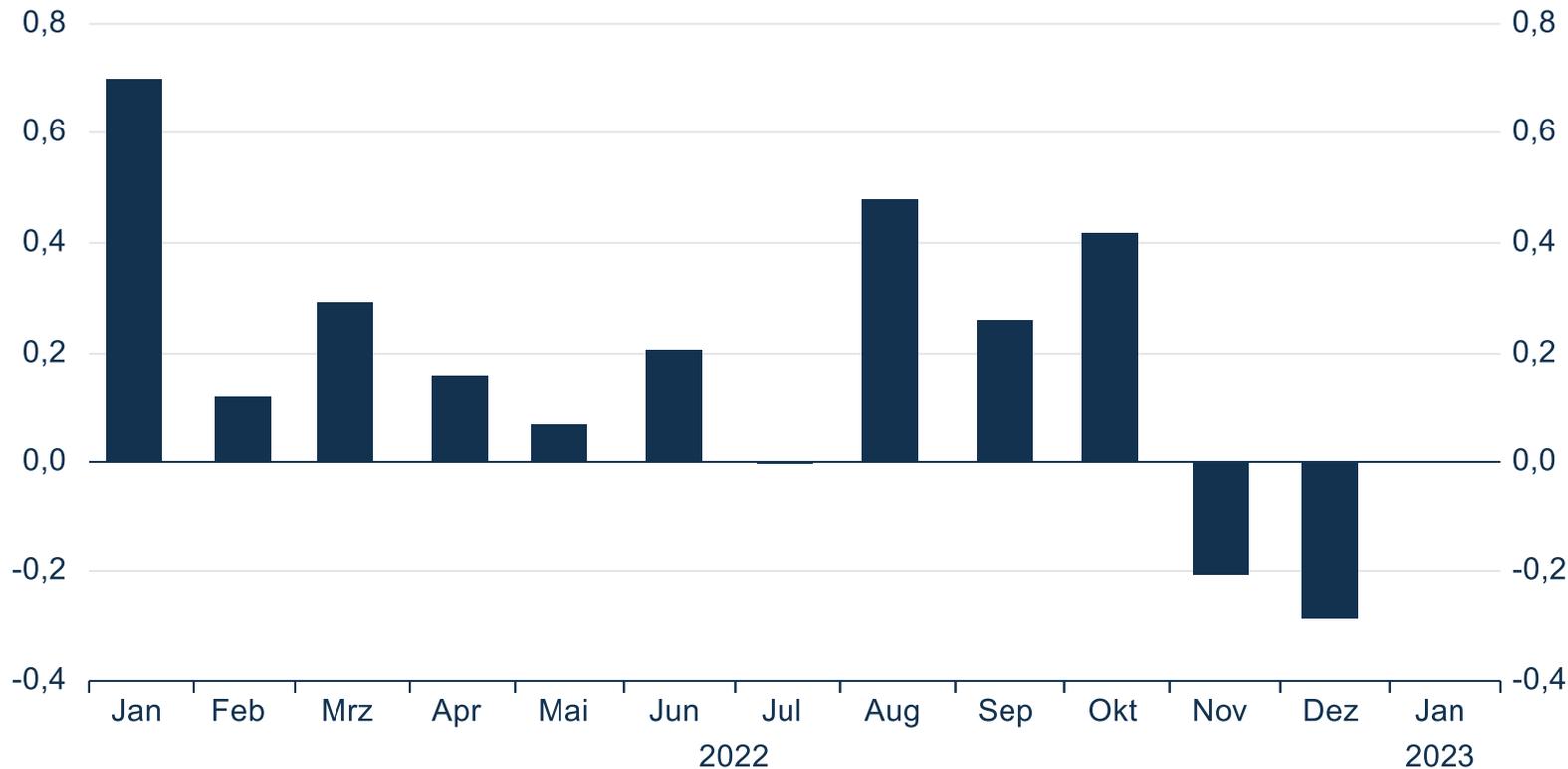


- Die US-Wirtschaft hat im Schlussquartal 2022 erneut kräftig zugelegt, nämlich mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate (Jahresrate) von 2,9 % gegenüber dem Vorquartal.
- Die BIP-Wachstumsrate überzeichnet die unterliegende Dynamik der US-Wirtschaft. Die private Inlandsnachfrage ohne Lager – eine Art Kern-BIP – legte im Schlussquartal 2022 lediglich mit einer Jahresrate von 0,2 % zu.
- Der Lageraufbau trug im Schlussquartal knapp 1,5 %-Punkte zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei. Dies dürfte sich im ersten Quartal 2023 nicht wiederholen.

US-Wirtschaft befindet sich im Rückwärtsgang

Persönlicher Verbrauch (real)

Veränderung gegenüber dem Vormonat, in %

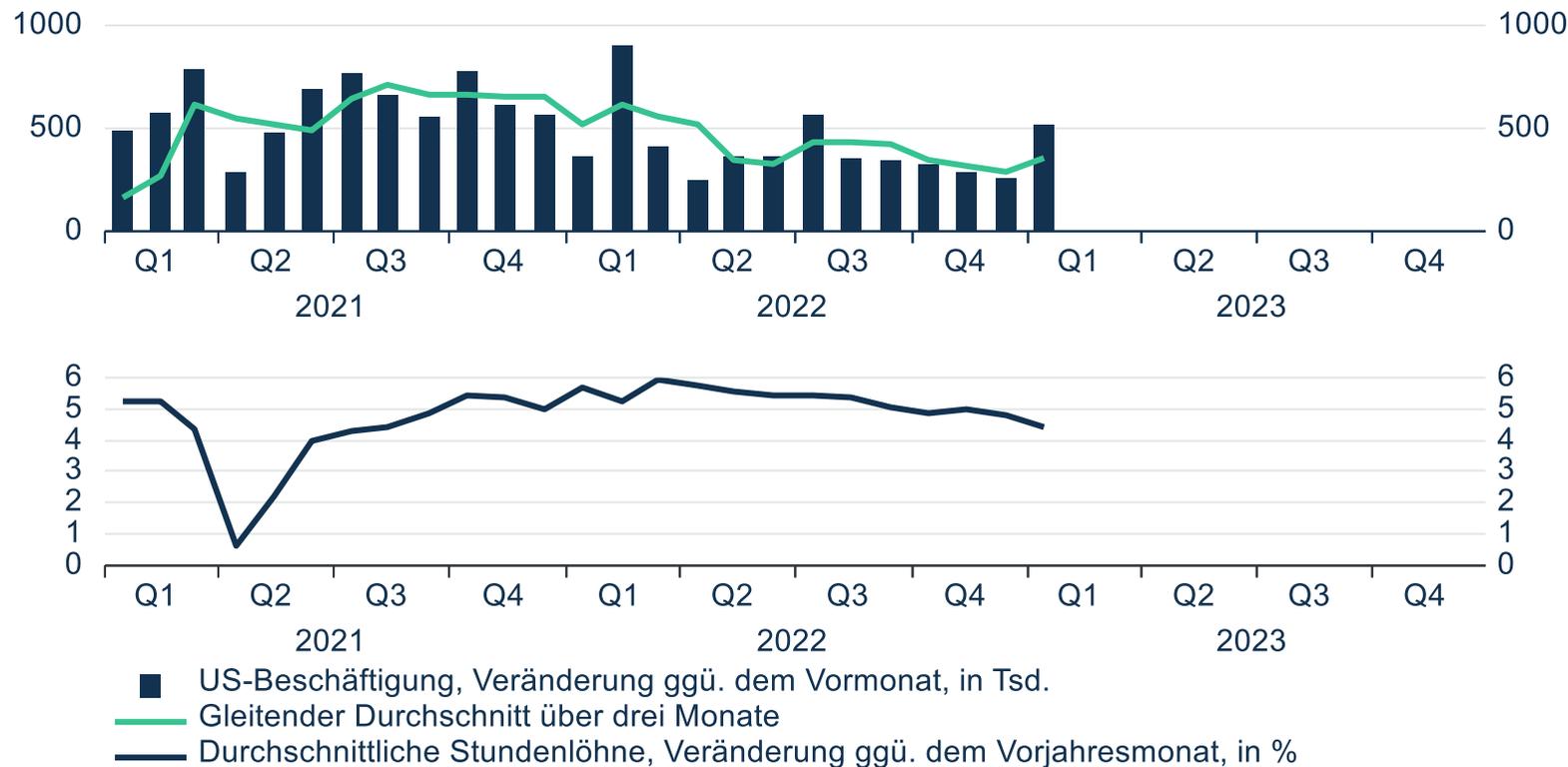


- Die US-Wirtschaft hat in den zurückliegenden Monaten spürbar an Schwung verloren, wie die nebenstehend gezeigte Entwicklung des persönlichen Verbrauchs beispielhaft zeigt.
- Zudem hat sich die Stimmung der Unternehmen merklich eingetrübt.
- Die US-Wirtschaft dürfte in das laufende Quartal mit einem statistischen Unterhang gestartet sein.
- Der IWF hat Ende Januar seine US-Wachstumsprognose 2023 von 1,0 % auf 1,4 % angehoben. Wir können diese Aufwärtsrevision vor dem Hintergrund der aktuellen Konjunktorentwicklung nicht nachvollziehen.
- **Nach unserer Prognose wird die US-Wirtschaft 2023 um 0,5 % wachsen.**

Aber: US-Arbeitsmarkt ist ein Lichtblick

Beschäftigung und Stundenlöhne

Saisonbereinigte Monatswerte



- Der Anstieg der US-Beschäftigung um 517 Tsd. im Januar übertraf selbst die Erwartung der optimistischsten Prognostiker.
- Bei alledem ist aber keine Beschleunigung des Lohnauftriebs festzustellen. Das Gegenteil ist der Fall.
- Im Ergebnis lässt sich der Arbeitsmarktbericht auf den Nenner „Wachstum ohne Inflation“ bringen – ein besseres Szenario können sich die Aktienmärkte an und für sich nicht wünschen. Der US-Aktienmarkt gab gleichwohl nach, weil Hoffnungen auf ein schnelles Ende der Fed-Zinsanhebungen einen Dämpfer erhalten haben.
- Bei aller Euphorie ist zu bedenken, dass nach der ADP-Erhebung die US-Privatwirtschaft im Januar 2023 lediglich 106 Tsd. neue Stellen geschaffen hat.

EZB-Zinserhöhungen geben Euro Rückenwind

Euro in US-Dollar (mit Prognose)

Tageswerte

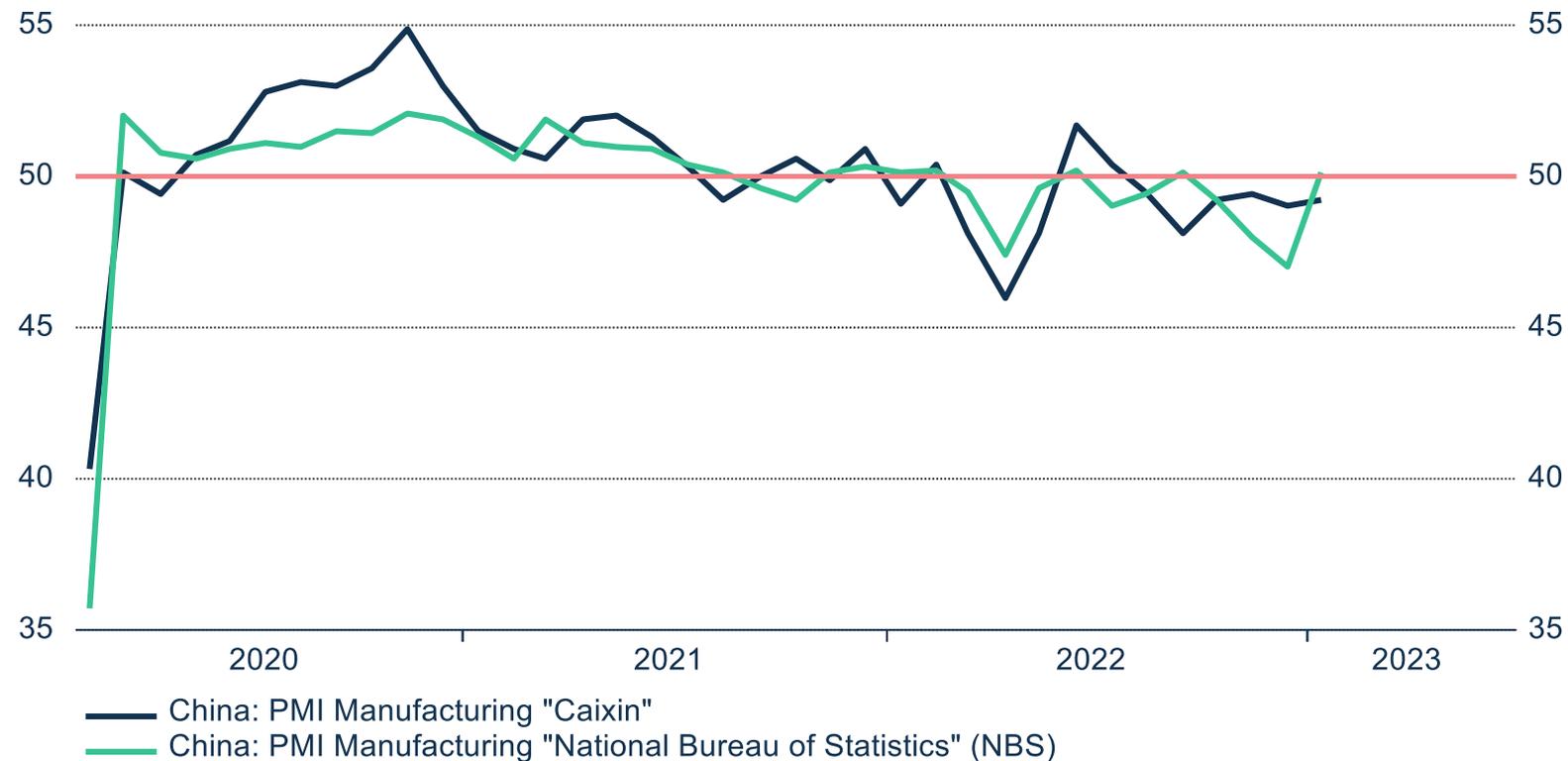


- Die EZB wird nach unserer Prognose ihren Einlagensatz von derzeit 2,50 % in zwei Schritten bis auf 3,25 per Mitte 2023 hochhieven und anschließend im weiteren Jahresverlauf unverändert lassen.
- Die US-Notenbank wird nach unserer Prognose ihr Zielband für den Tagesgeldsatz im März zwar von 4,50 % bis 4,75 % auf dann 4,75 % bis 5,00 % anheben, im Schlussquartal 2023 aber das Zielband wieder zweimal um jeweils 25 BP reduzieren.
- Im Ergebnis sollte der US-Renditevorteil im kurzfristigen Laufzeitenbereich leicht abnehmen. Dies sollte wiederum zu einer leichten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar führen.

China: PMIs Manufacturing noch „ambivalent“

PMI Manufacturing: „Caixin“ versus „NBS“

Indexwerte

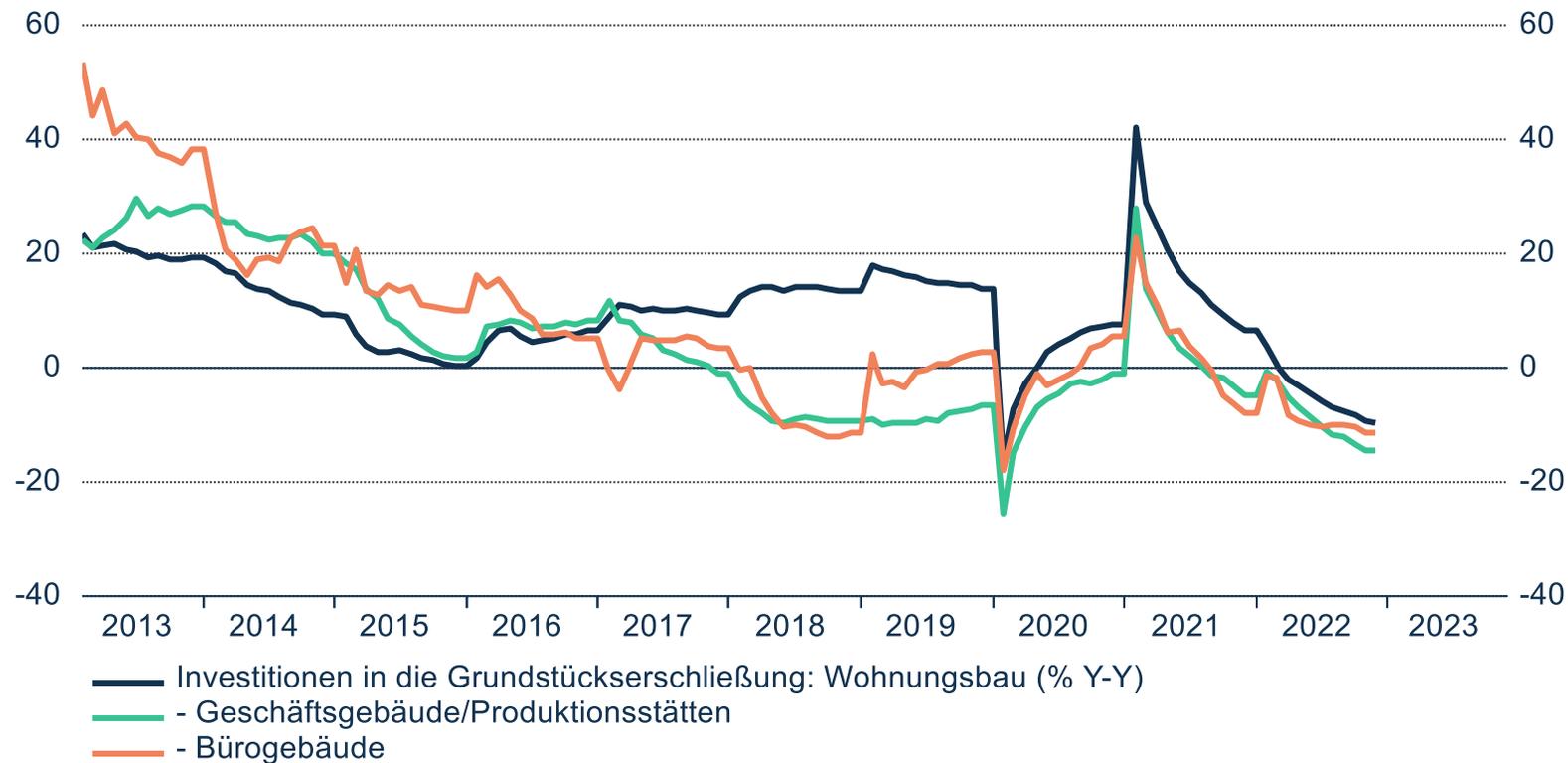


- Das Ende der „Zero-Covid Strategy“ hat im Januar zu einem Anstieg des vom Statistikamt (NBS) erhobenen PMI für das Verarbeitende Gewerbe auf 50,1 Zähler geführt. Berücksichtigt werden hier vor allem große Unternehmen, von denen sich viele im Staatsbesitz (SoE) befinden.
- Offenbar rechnet man hier nun wieder mit zunehmenden staatlichen Maßnahmen zur Konjunkturstützung, von denen i.d.R. insbesondere die SoE profitieren.
- Beim „Caixin“-Index, der stärker auf kleinere, private Unternehmen abzielt, ist dieser Optimismus noch nicht angekommen. Der Index verharrt weiterhin unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten.

China: Immobiliensektor noch immer schwach

Investitionen in die Grundstückserschließung

in % Y-Y

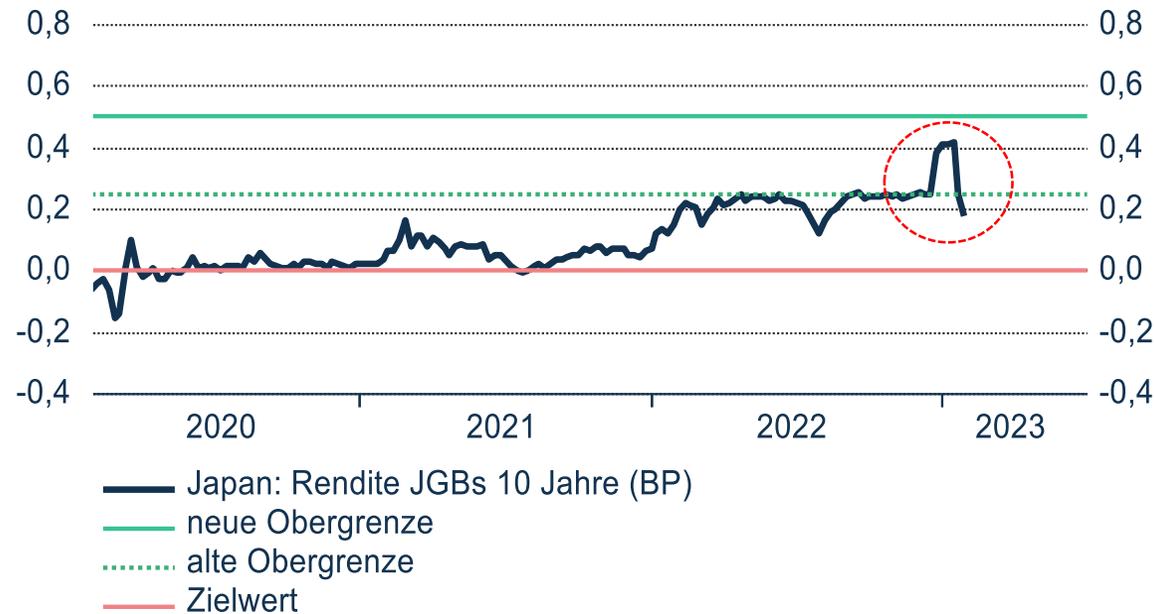


- Die Investitionen in die Grundstückserschließung sind weiterhin rückläufig.
- Der für Chinas Wirtschaft sehr wichtige Immobiliensektor – dieser trägt je nach Zählweise bis zu 30 % zur gesamtwirtschaftlichen Leistung des Landes bei – neigt weiterhin zur Schwäche.

Japan: BoJ stoppt Renditeanstieg mit Rekordkäufen

JGB-Rendite 10 Jahre

in %

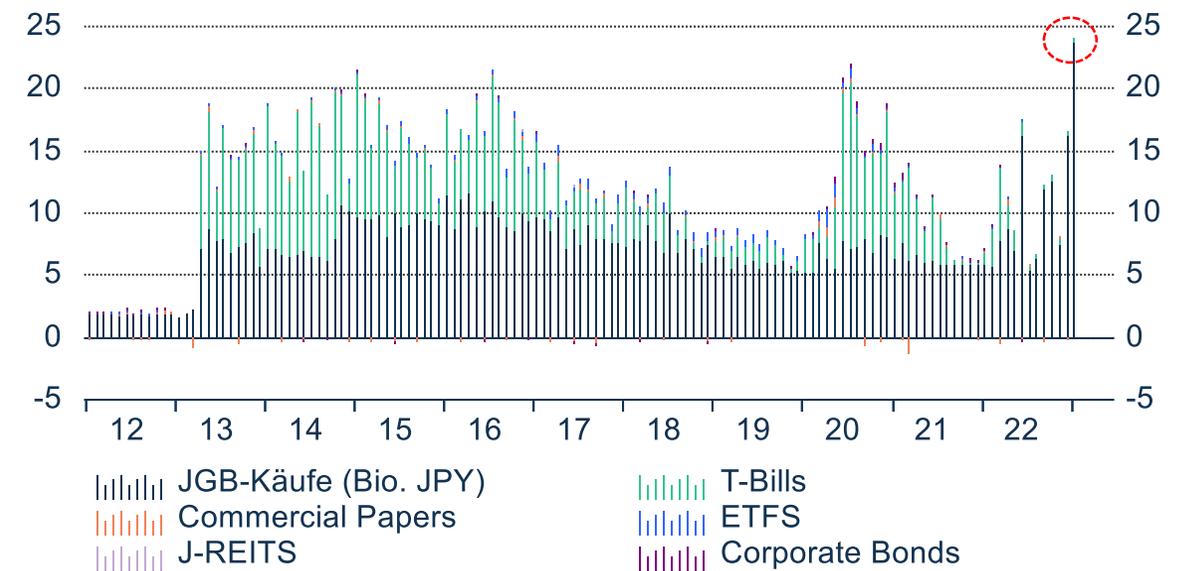


- Nach Ausweitung der Renditeobergrenze für 10-jährige JGBs von 0,25 % auf 0,50 % stieg die Rendite zunächst sprunghaft an.
- Um diesen Anstieg zu stoppen, hat die japanische Notenbank zuletzt massiv JGBs aufgekauft.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

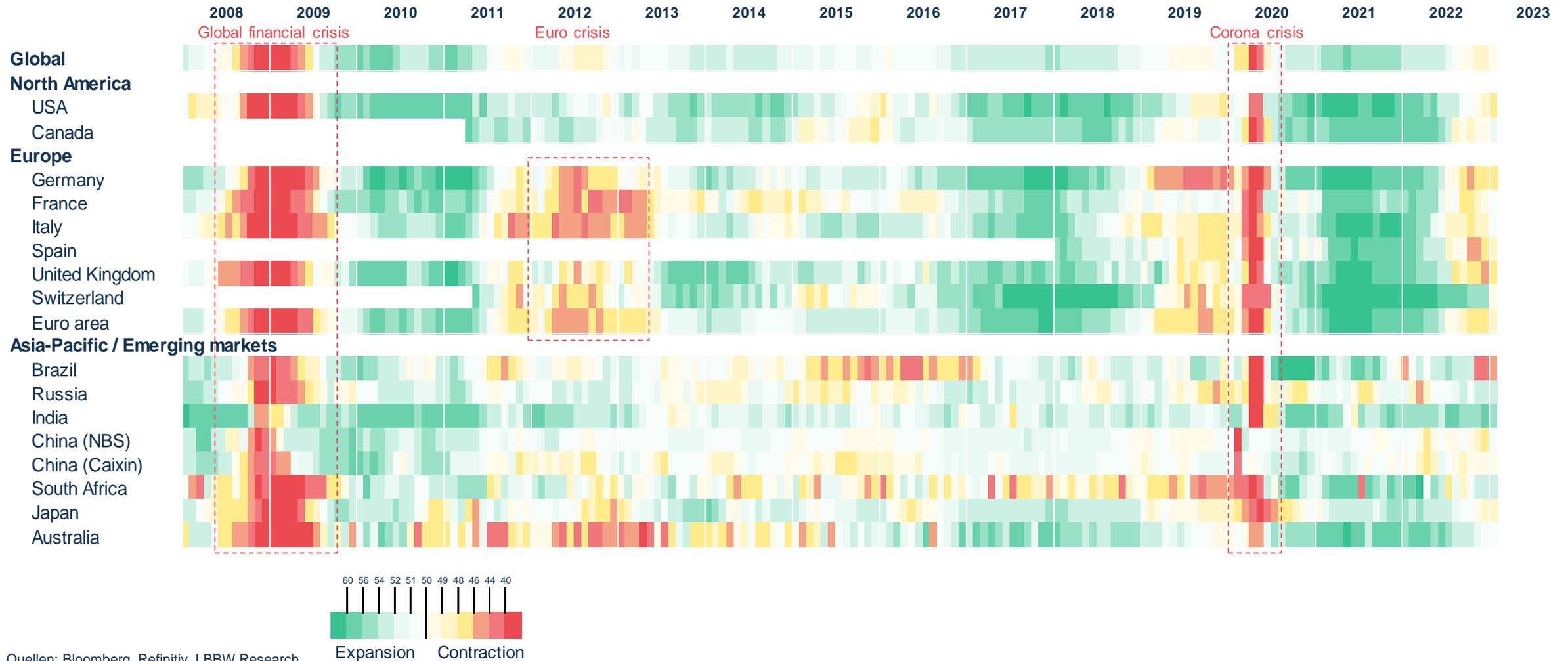
Asset-Käufe der BoJ seit 2012

in Bio. Yen



- Das von der BoJ aufgekaufte JGB-Volumen erreichte im Januar sogar Rekordwerte.
- Die BoJ setzt also alles daran, das Renditeniveau am JGB-Markt möglichst niedrig zu halten. Man tut alles, um den Geist, den man fast aus der Flasche hat entkommen lassen, in dieser zu halten.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, LBBW Research

04

Zinsen: Optimismus birgt Gefahren

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

Fed: Wie weit noch nach oben auf der Zinsleiter?

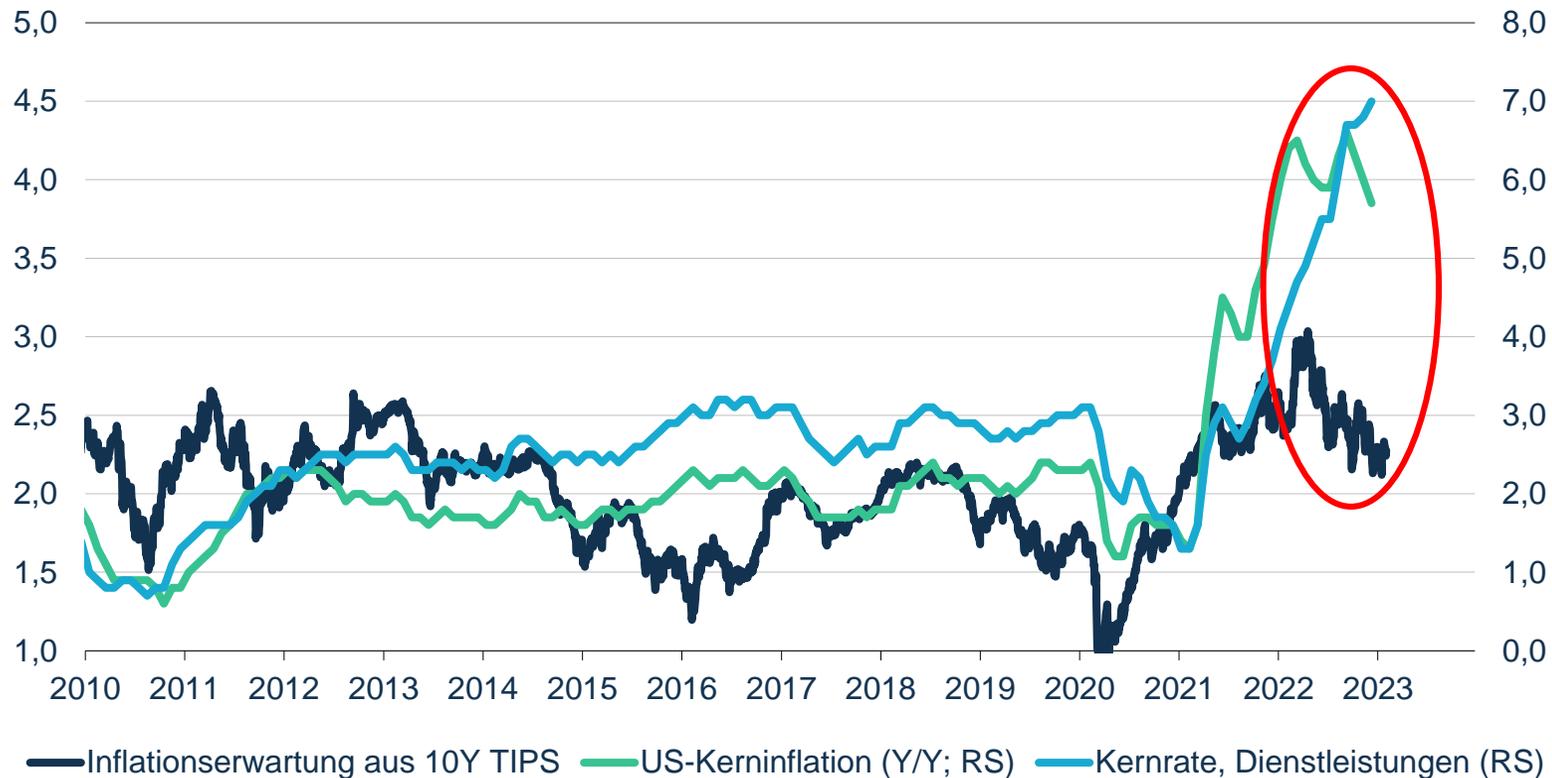
Obergrenze Tagesgeldzielband, Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Markterwartung für „Peak“-Leitzins



- Fed drosselt Tempo der Zinsanhebungen erwartungsgemäß auf 25 Bp, Leitzins jetzt bei 4,75 % (Obergrenze Zielband).
- Begleitende Wortwahl ambivalent: Einerseits dürften „fortgesetzte Zinsanhebungen“ angemessen sein (unveränderte Guidance!).
- Andererseits sprach Fed-Chef Powell von Anzeichen einer beginnenden „Disinflation“.
- Die unveränderte Guidance spricht eher für mehr als eine weitere Zinsanhebung.
- Fortgesetzte Inflationsrückgänge könnten dagegen nach einem 25-Bp-Schritt auf der März-Sitzung in eine Zinspause münden.
- => Bei unserer Peak-Leitzinsprognose von 5 % sehen wir ein moderates Übergewicht der Aufwärtsrisiken.

USD-Rentenmarkt: Inflations-Optimismus zu groß?

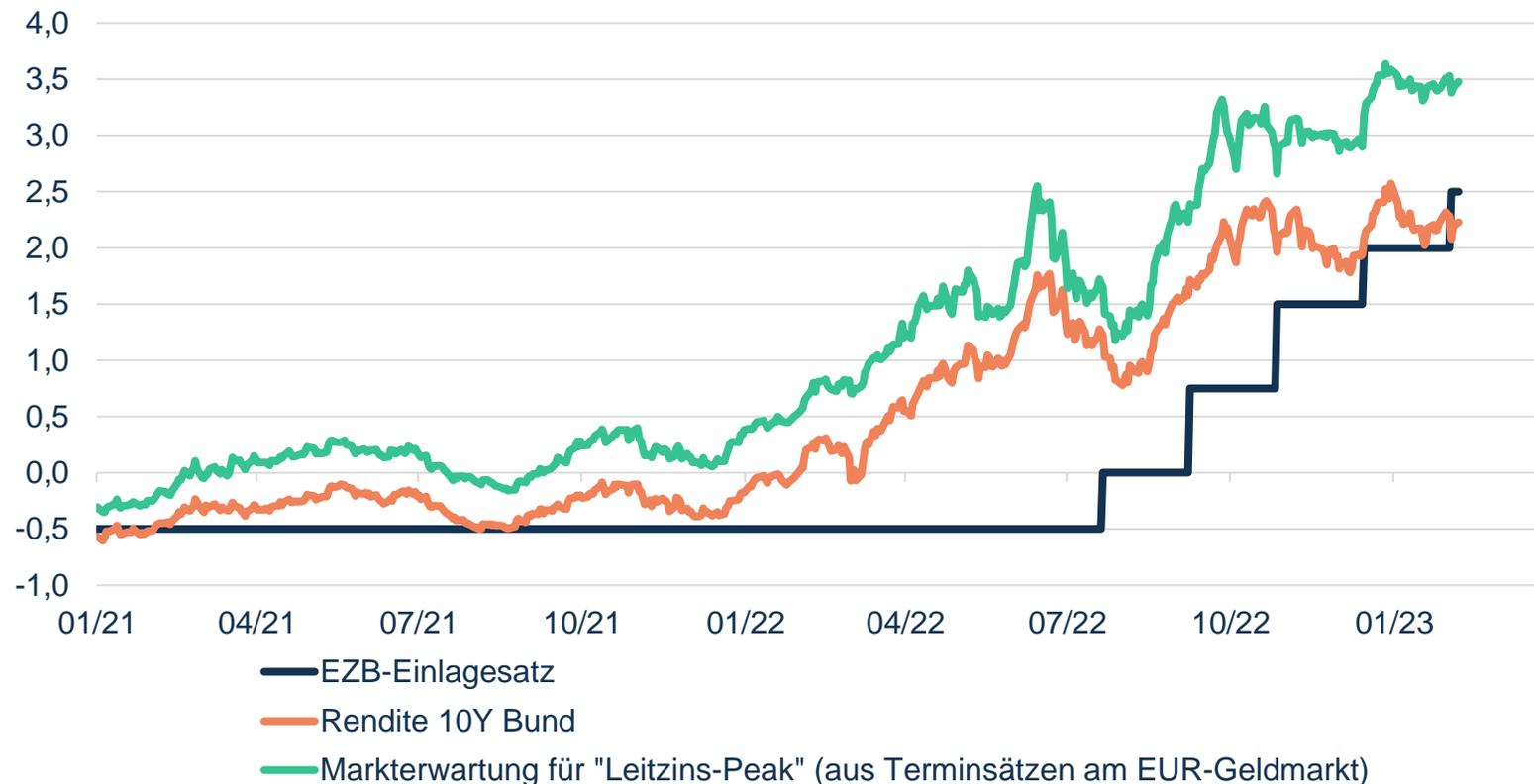
US-Kerninflation (Y/Y), Inflation im Dienstleistungssektor und langfristige Inflationserwartungen am USD-Zinsmarkt



- Unerwartet starke US-Arbeitsmarktdaten für Januar sorgten zuletzt zwar für einen Renditeanstieg.
- Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries ist in der Summe seit Jahresbeginn 2023 jedoch um rund 30 Bp abgerutscht.
- Der freundliche Rentenmarkttrend ist u.E. nicht zuletzt an die Hoffnung geknüpft, dass sich die Abwärtstendenz bei der US-Inflation mit hohem Tempo fortsetzt.
- Negative Basiseffekte bei der (Kern-) Inflation spielen den Rentenbulln bis zum Frühjahr in die Karten.
- **Unablässig hoher Inflationsdruck im US-Dienstleistungssektor mahnt zur Vorsicht vor zu viel Optimismus!**

EZB: Weiter vorwiegend „hawkish“

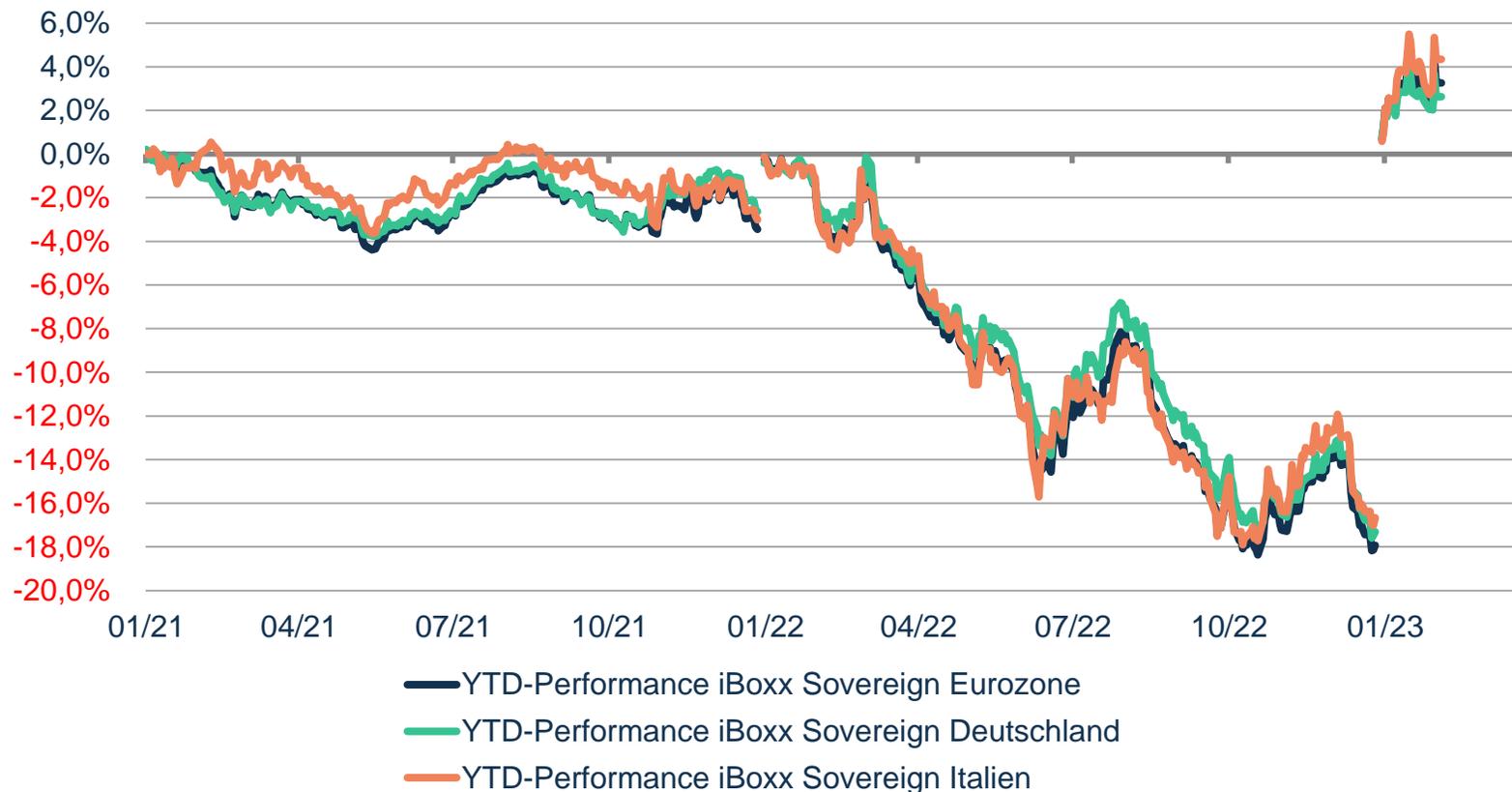
EZB-Einlagesatz, Rendite 10-jähriger Bunds und Markterwartung für „Peak“-Leitzins



- EZB bekräftigte „Kurshalten“ trotz erneutem Inflationsrückgang.
- Weitere „substanzielle“ Zinsanhebungen bleiben nötig. Aussicht auf 50-Bp-Schritt für März-Sitzung bestätigt.
- Lagarde verteidigt „hawkische“ Linie: Zinsen müssen aus heutiger Sicht auch nach der März-Sitzung weiter angehoben werden.
- Aber: Inflationsrisiken jetzt nahezu ausgeglichen => Tür geöffnet für kleinere Schritte nach dem März-Termin.
- Markterwartungen für Leitzins-Peak pendeln zwischen 3,25 % und 3,50 %.
- => Wir bestätigen unsere Peak-Leitzinsprognose von 3,25 % (Einlagesatz), Risiken derzeit annähernd ausgewogen.

EUR-Rentenmarkt: Jahresstart 2023 mit umgekehrten Vorzeichen zu den beiden Vorjahren

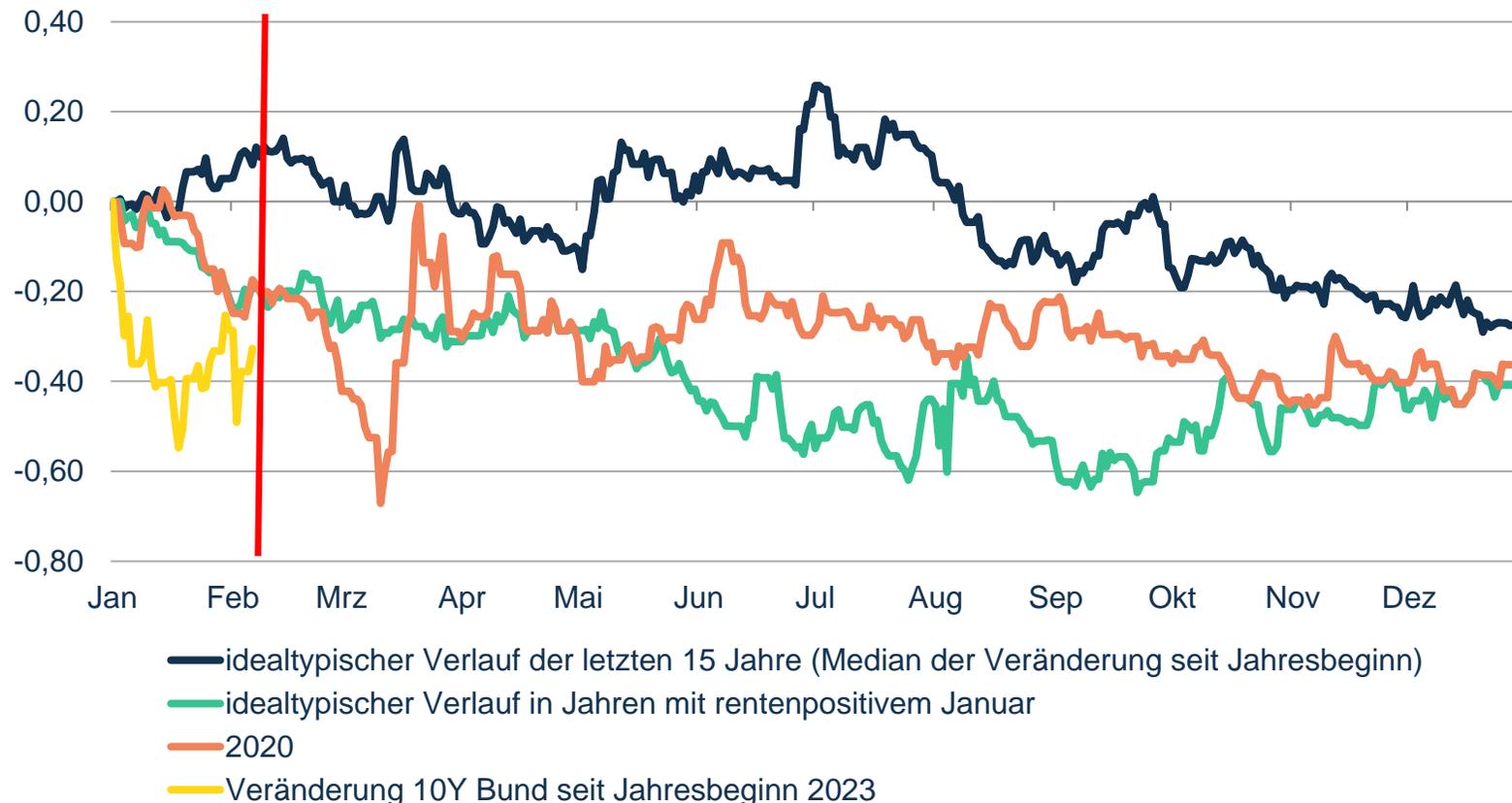
YTD-Performance des iBoxx Euro Sovereign und ausgewählter Unterindizes für die Jahre 2021, 2022 und 2023



- iBoxx Euro Sovereign mit Zuwachs um 2,4 % im Januar 2023, inklusive positivem Februar-Start um +3,3 % (YTD).
- Deutsche Bundesanleihen zeigen relative Schwäche (+2,6 % YTD), italienische BTPs (+4,3 %) deutliche relative Stärke.
- Komplette umgekehrte Vorzeichen mithin gegenüber dem Jahresstart 2022 (Bund-Outperformance in schwachem Gesamtmarkt).
- Sowohl 2021 als auch 2022 lieferten nach verlustreichem Start jeweils auch ein negatives Gesamtergebnis.

EUR-Rentenmarkt: „Januar-Omen“ macht Hoffnung auf positives Rentenjahr

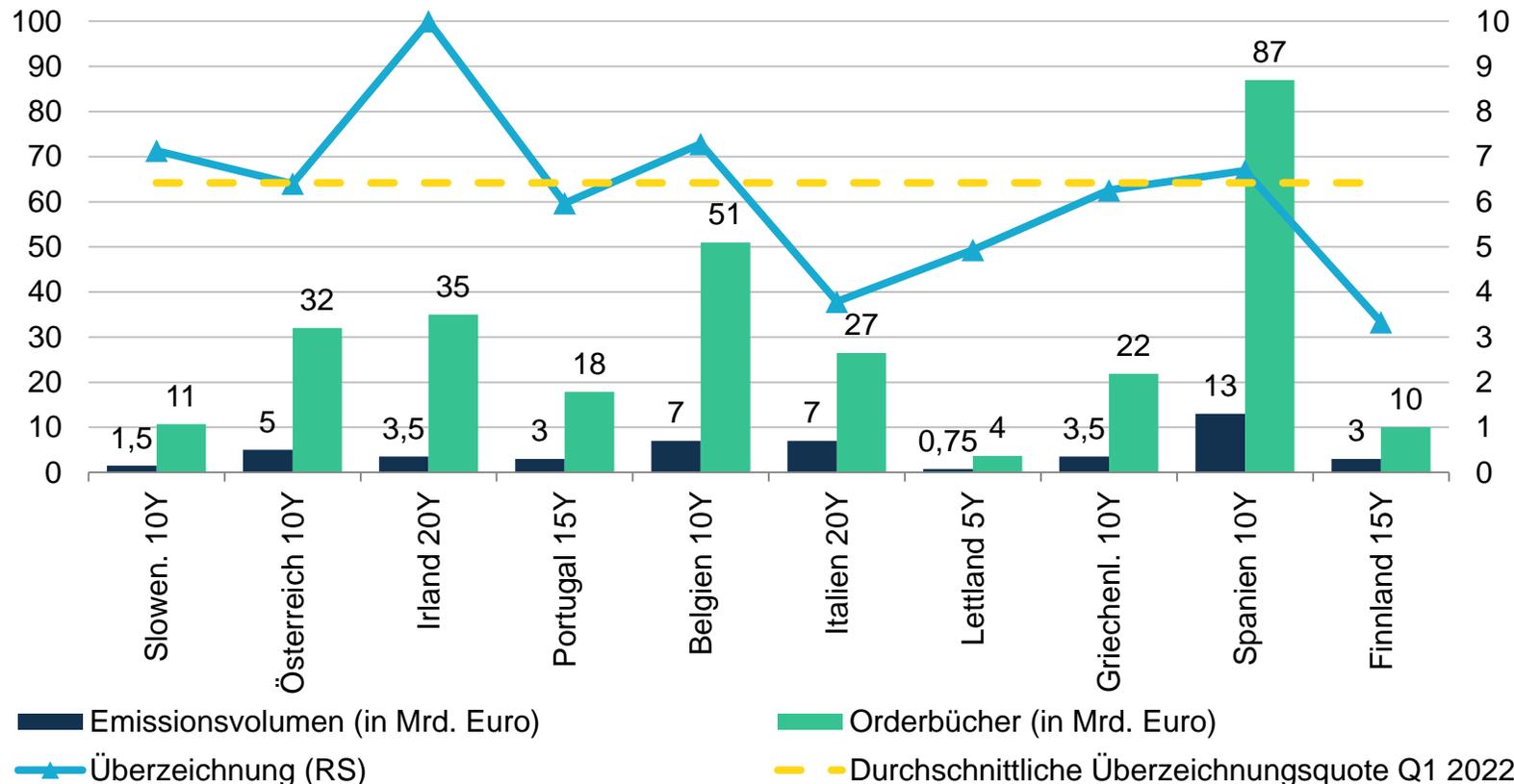
Kumulierte Renditeveränderung 10Y Bund seit Jahresstart und idealtypische Entwicklung



- Verbindet sich hiermit ein verlässliches generelles Muster, d.h. dient der rentenfreundliche Januar 2023 wiederum als positives Omen für eine nachhaltige Kurserholung am EUR-Staatsanleihemarkt?
- Statistisch gesehen gute Aussichten, dass rentenpositiver Jahresstart in nachhaltige Erholung mündet.
- Idealtypische Entwicklung der 10Y Bundrendite in Jahren mit rentenpositivem Januar zeigt vor allem bis in den Sommer hinein weiter rückläufigen Renditetrend.
- Seit 2005 gab es neun Jahre mit Renditerückgang im Januar. In nur einem dieser Fälle lag die Bundrendite Ende des Jahres höher als zu Jahresbeginn.

EUR-Rentenmarkt: Robuste Anlegernachfrage bis dato Kursstütze

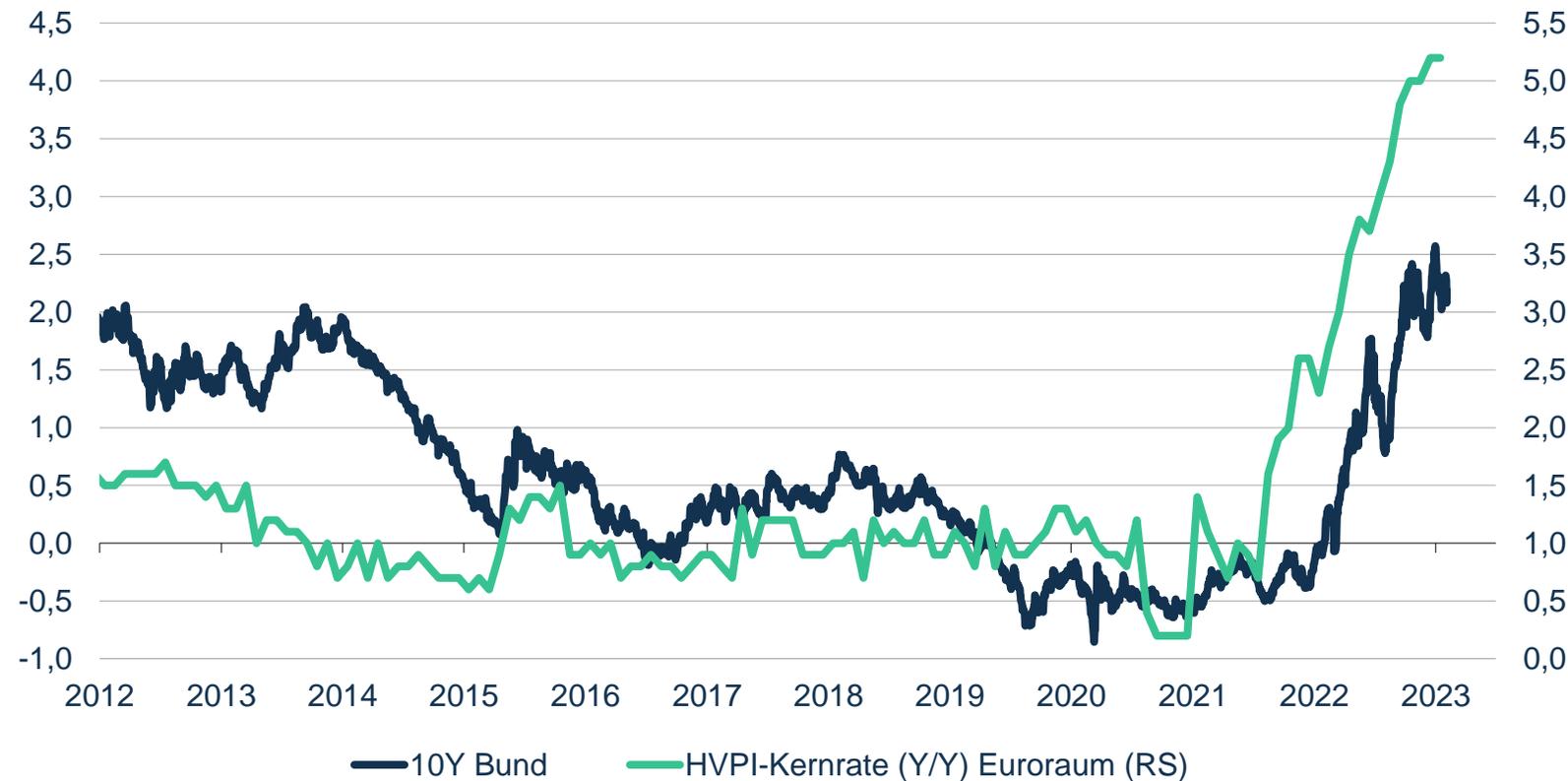
Orderbücher (in Mrd. Euro) und Überzeichnungsquoten für ausgewählte syndizierte Staatsanleiheemissionen 2023



- Robuste Nachfrage am Staatsanleihe-Primärmarkt ist rentenpositives Argument.
- Syndizierte Anleiheemissionen der Euro-Staaten seit Jahresstart im Durchschnitt bisher gut sechsfach überzeichnet.
- Überzeichnungsquote damit in etwa gleich hoch wie im Durchschnitt des ersten Quartals 2022 (6,4). Damals dienten hohe EZB-Nettokäufe den Anlegern noch als eine Art „Rückversicherung“.
- Spannende Fragen für kommende Wochen: Bleibt die Nachfrage auch bei absehbar anhaltend hohem Angebotsdruck robust?
- Stellt der Markt ohne Friktionen zusätzliche Nachfrage bereit, um das „Quantitative Tightening“ der EZB ab März zu kompensieren?

EUR-Rentenmarkt: Inflationsrisiken bleiben Achillesferse der Kurserholung

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

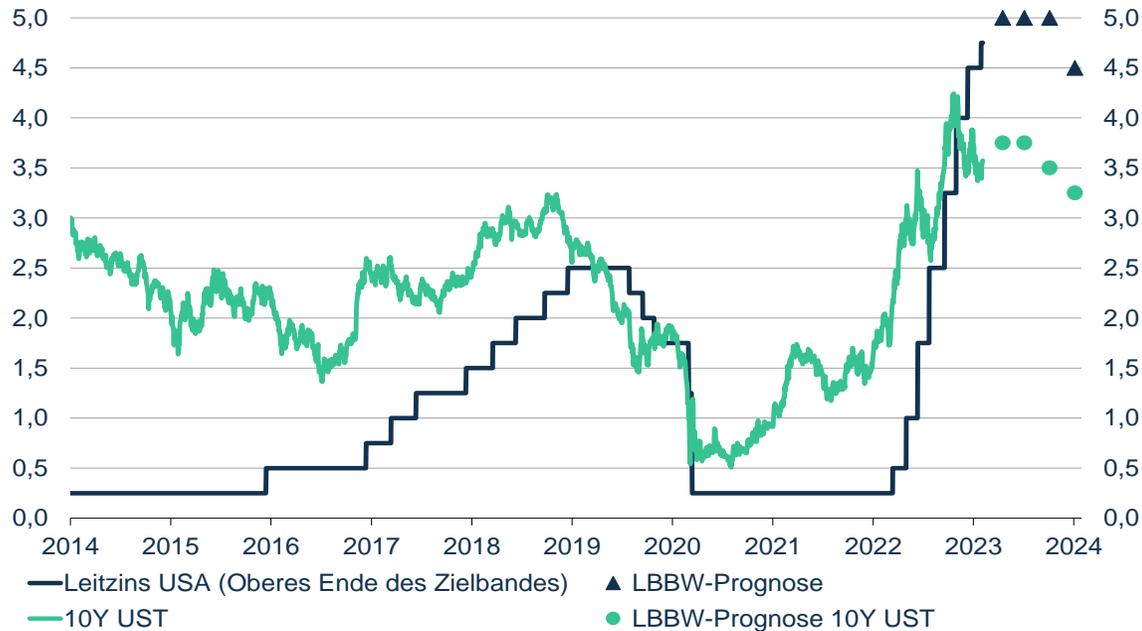


- Größte Achillesferse am EUR-Staatsanleihemarkt bleibt die Entwicklung der Inflation.
- Bis zum Frühjahr 2023 scheint ein weiterer deutlicher Rückgang der Headline-Inflation wegen Basiseffekten zwar garantiert.
- Bisher stützt sich die Entspannung jedoch fast komplett auf sinkende Energiepreise.
- Die EWU-Kerninflation verharrte im Januar auf einem Rekordhoch von 5,2 %.
- Die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum fielen im Januar zeitweise auf den tiefsten Stand seit Februar 2022.
- Die rückläufige Trend der Erwartungen dürfte u.E. kaum Bestand haben, falls die Kerninflation bis zum Frühsommer nicht ebenfalls merklich nachgibt.

Fazit: Jahresanfangseuphorie birgt Rückschlaggefahren

USD-Zinsen und Prognose

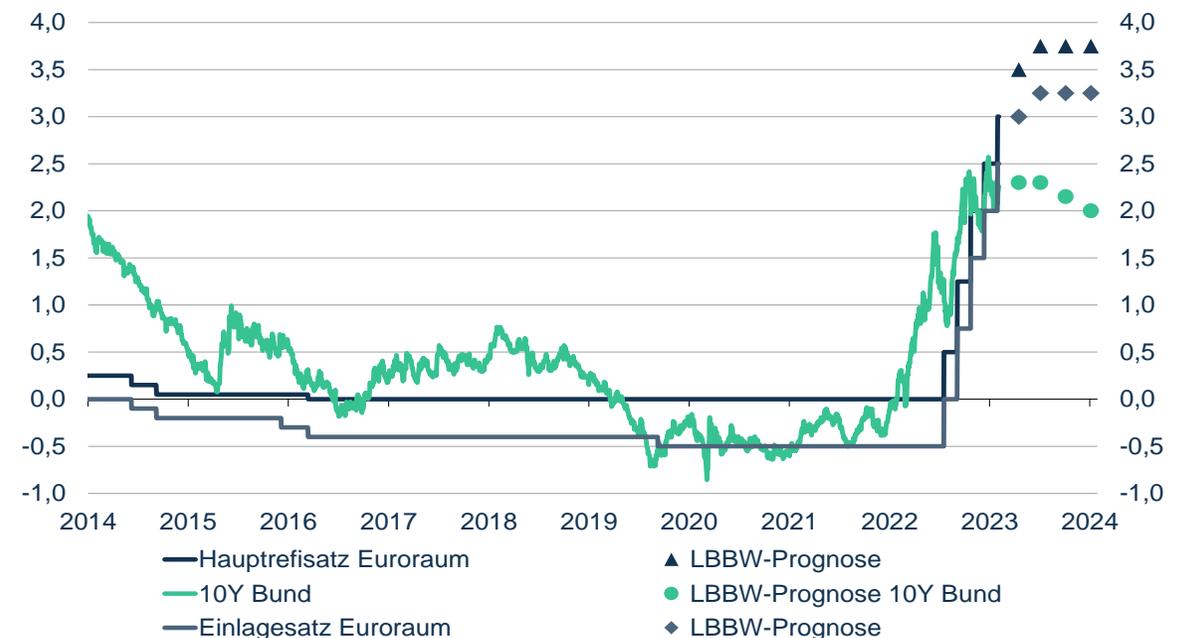
in %



- Ein weiterer Zinsschritt um 25 Bp im März 2023. Danach Plateau auf erheblich restriktivem Niveau für 6-9 Monate.
- Leitzins-Peak bei 5 %, erste Senkung in Q4 2023.

EUR-Zinsen und Prognose

in %



- Eine Zinserhöhungen um 50 Bp im März, einmal 25 Bp in Q2 2023. Einlagesatz-Peak bei 3,25 %, keine Senkung vor 2024.
- Langfristzinsen kurzfristig mit deutlichen Aufwärtsrisiken, vor allem in Q1 2023 dominant wegen hohen Nettoangebots.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Mar-23	Forecast 30-Jun-23	31-Dec-23	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	2.50	3.50	3.75	3.75	
ECB Deposit Rate	2.00	3.00	3.25	3.25	
Overnight Rate (€STR)	1.90	2.95	3.25	3.25	
3M Euribor	2.50	3.20	3.30	3.20	
Swap 2Y	3.28	3.30	3.20	2.65	
Swap 5Y	2.93	2.95	2.95	2.50	
Swap 10Y	2.87	2.90	2.90	2.50	
Bund 2Y	2.63	2.65	2.55	2.10	
Bund 5Y	2.29	2.35	2.35	2.00	
Bund 10Y	2.25	2.30	2.30	2.00	
USA					
Fed Funds Target Rate	4.75	5.00	5.00	4.50	
Overnight Rate (SOFR)	4.55	4.85	4.85	4.35	
3M Money Market	4.83	4.85	4.80	4.20	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.45	4.50	4.40	3.65	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.60	3.65	3.60	3.10	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.33	3.45	3.45	3.00	
Treasury 2Y	4.49	4.45	4.35	3.60	
Treasury 5Y	3.83	3.90	3.85	3.30	
Treasury 10Y	3.64	3.75	3.75	3.25	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.02	-0.05	0.00	0.10
Japan	10Y Government Bond	0.50	0.35	0.35	0.45
UK	Overnight Rate (SONIA)	3.93	4.20	4.20	4.20
UK	10Y Government Bond	3.25	3.55	3.55	3.20
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	0.95	1.55	1.55	1.55
Switzerland	10Y Government Bond	1.31	1.35	1.35	0.95

Quellen: Refinitiv, LBBW Research



05

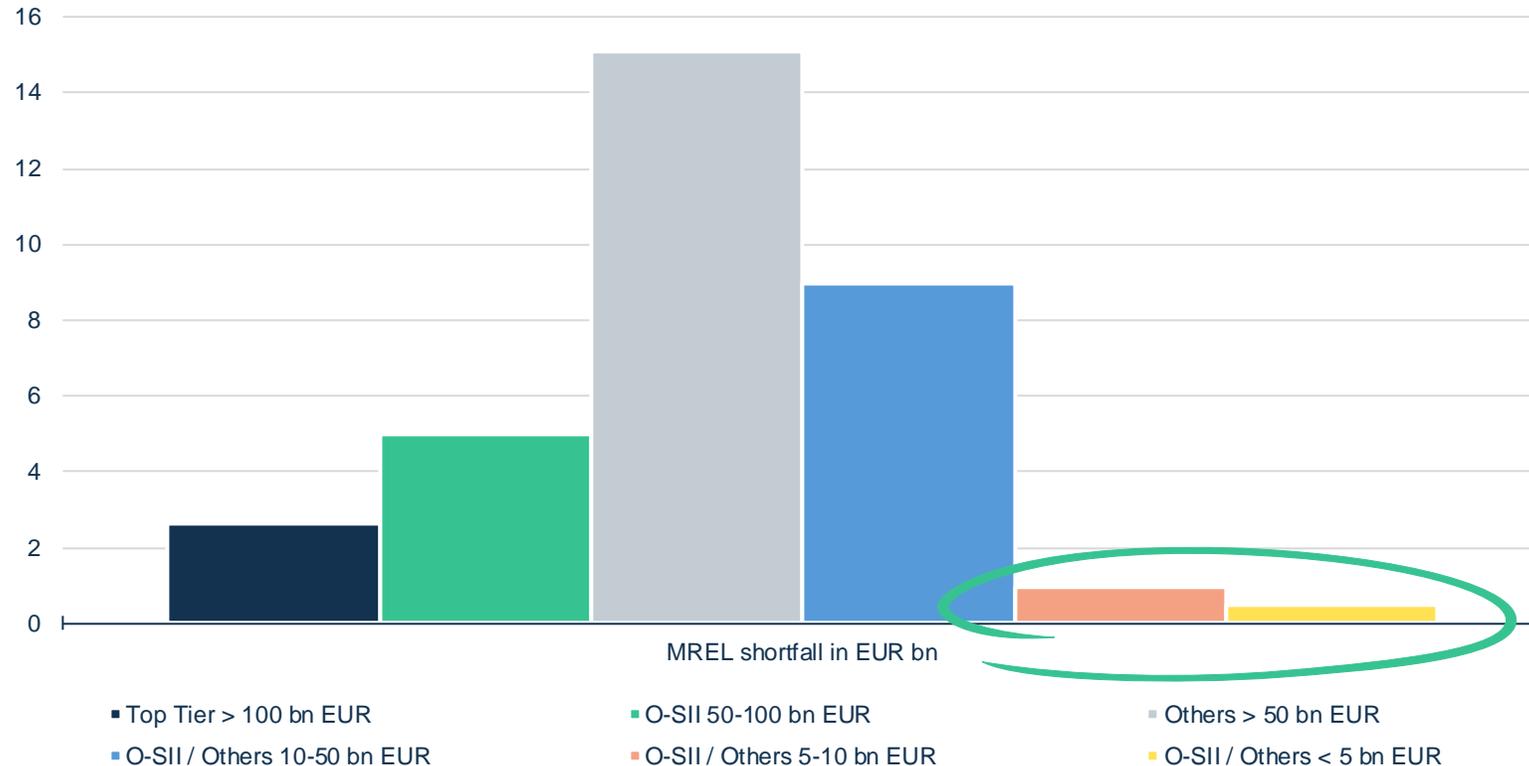
**Financials –
dickes MREL-
Polster
vorhanden,
aber ...**

Christian Götz, CEFA
Diplom-Volkswirt
Tel: +49 711 127-7 44 70
christian.goetz@LBBW.de

Die MREL-Lücke ist kräftig geschmolzen

Aufteilung der MREL-Lücke nach Bilanzsumme der Banken

Stand Dezember 2021, in Mrd. EUR



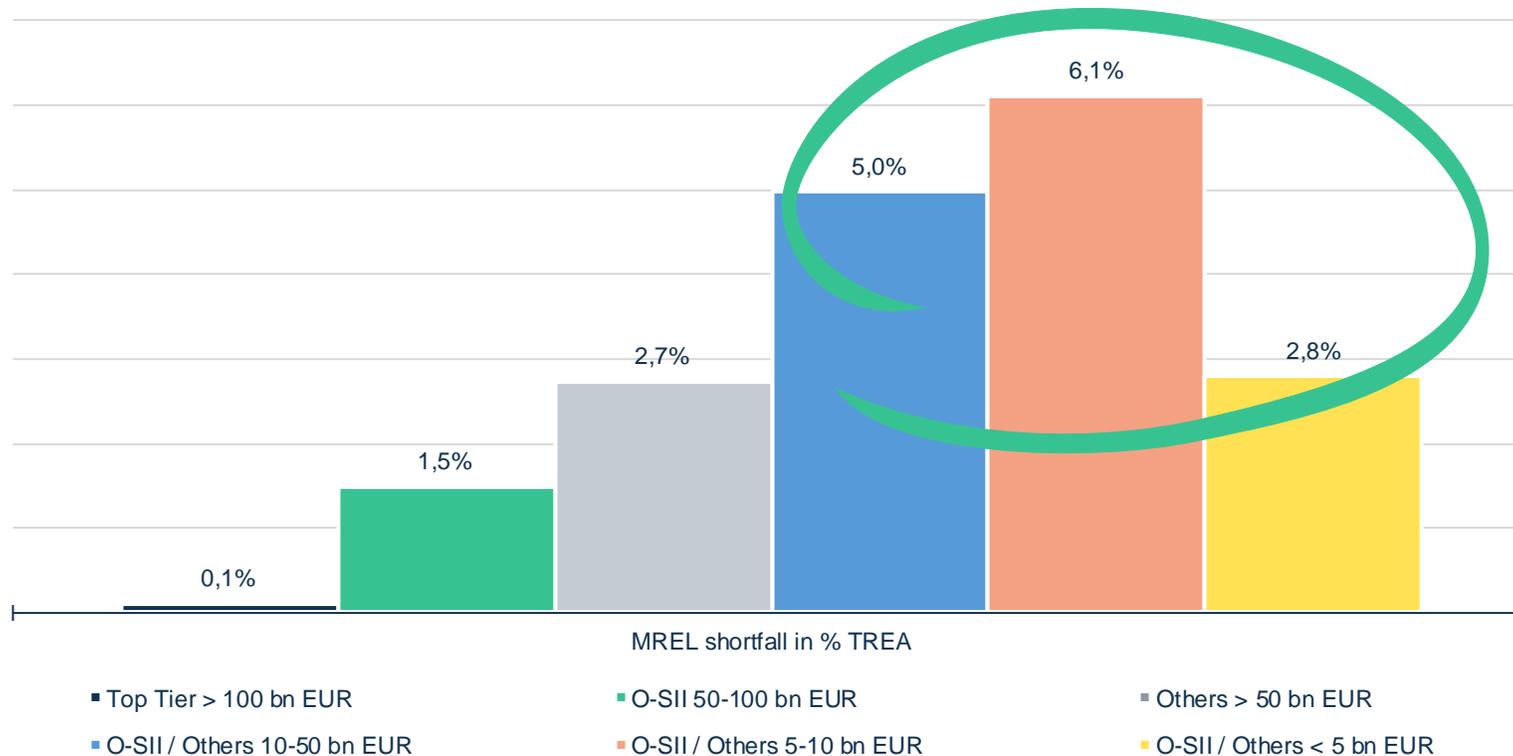
- In den vergangenen Jahren haben Europas Banken große Fortschritte beim Aufbau von bail-in-fähigem Kapital erzielt. Dieses ist auch unter dem Begriff „MREL“ bekannt.
- Laut aktueller Studie der Bankenaufsicht EBA beträgt die Lücke mittlerweile rund 33 Mrd. EUR. Dabei hat jedes Institut seine individuelle Quote bis spätestens Anfang 2024 zu erfüllen. Ein Jahr zuvor lag der Fehlbestand noch bei 56 Mrd. EUR.
- Allerdings fallen die Fortschritte sehr unterschiedlich aus. Nachholbedarf sehen wir insbesondere bei „kleineren“ Banken, auch wenn das absolute Volumen überschaubar ist.

Quelle: EBA MREL Quantitative Monitoring Report vom Januar 2023, LBBW Research. MREL = Minimum Requirement Own Funds & Eligible Liabilities. Sample umfasst 245 Banken in Europa, Daten per Dezember 2021. O-SII = National systemrelevante Banken.

Aber an einer Stelle gibt es noch großen Nachholbedarf

Aufteilung der MREL-Lücke nach Bilanzsumme der Banken

Stand Dezember 2021, in % der Risikoaktiva

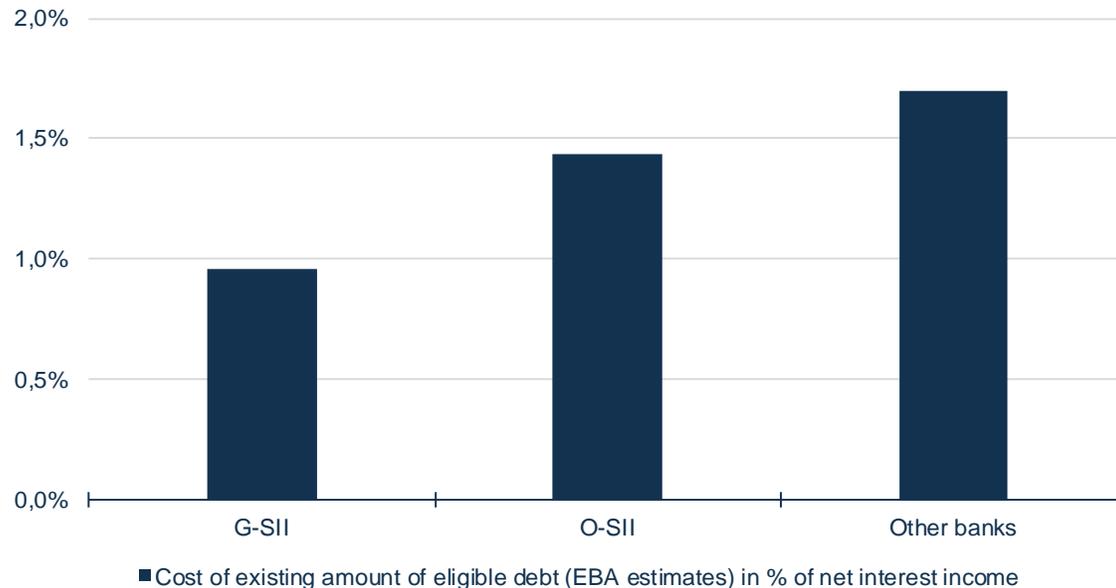


- Denn in Relation zu den Risikoaktiva zeigt sich erst deren großer Nachholbedarf. Institute mit einer Bilanzsumme bis zu 50 Mrd. EUR weisen eine überproportional hohe MREL-Lücke auf.
- Entweder kommt es zum Deleveraging, oder es muss zusätzliches verlustabsorbierendes Kapital aufgenommen werden, um die MREL-Quote zu erfüllen.
- Das geht durch (teures) Eigenkapital oder durch die Emission bspw. von Senior-Non-Preferred-Anleihen. Das kann sich aber durchaus als Herausforderung darstellen. Denn es fehlt hier oftmals an einem Rating oder am „Absatzkanal Kapitalmarkt“.
- Die Schaffung eines speziellen Segments für MREL-Privatplatzierungen könnte u.U. Abhilfe schaffen.

Quelle: EBA MREL Quantitative Monitoring Report vom Januar 2023, LBBW Research. TREA = Total Risk Exposure Amount.

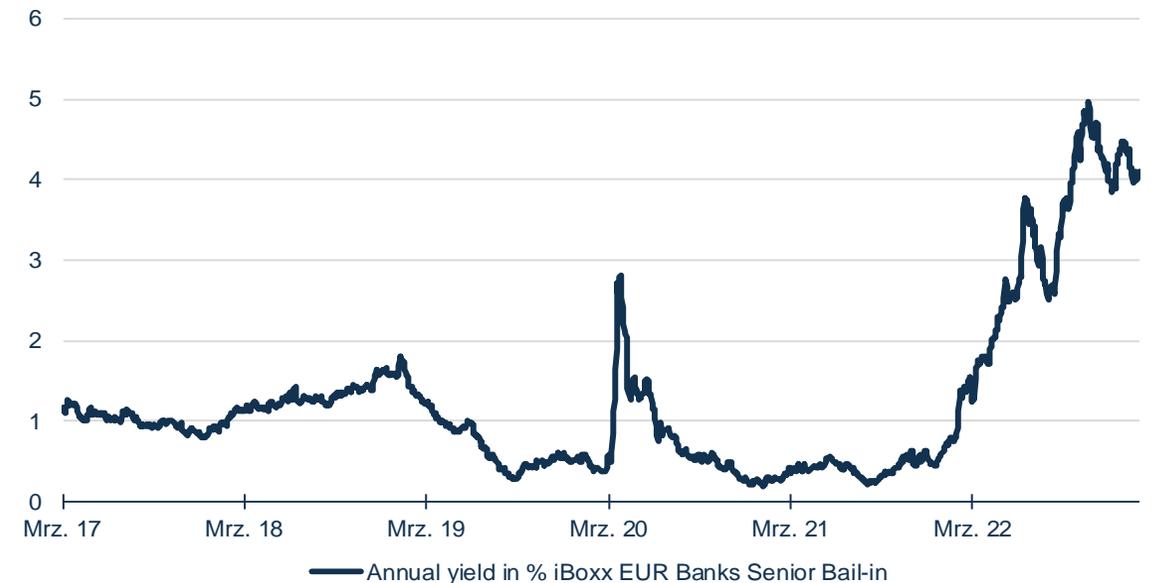
Was kostet der weitere MREL-Aufbau?

Geschätzte Kosten für bereits bestehendes MREL-fähiges Fremdkapital



- Gerade „kleinere“ Institute zahlten schon bislang deutlich mehr für die Aufnahme von MREL-fähigem Fremdkapital als (weltweit) systemrelevante Banken.

Rendite iBoxx EUR Banks Senior Bail-in in %



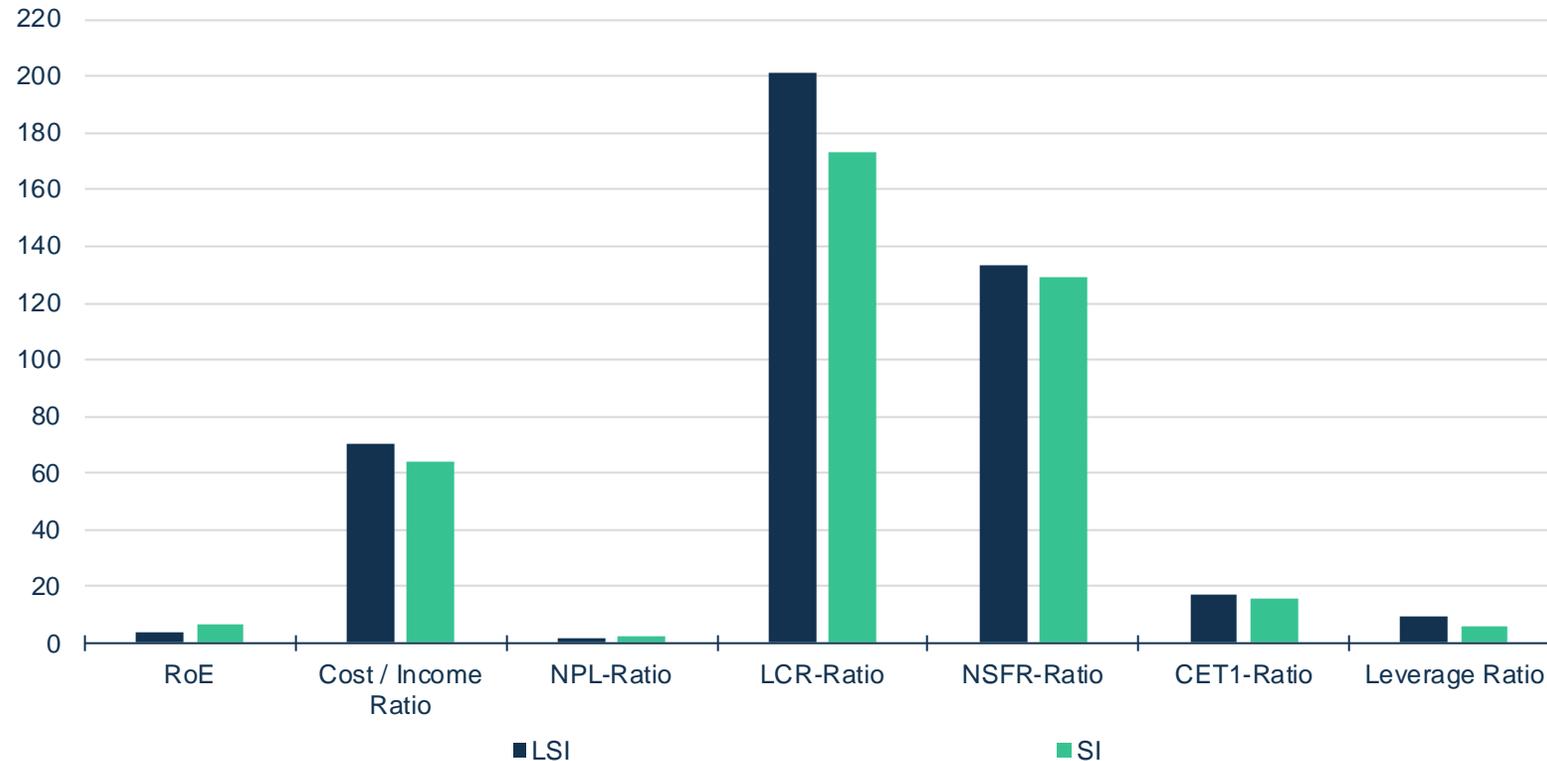
- Unter anderem durch die Zinswende der EZB sind die Kosten für den Senior Non-Preferred kräftig gestiegen. Daher schätzt die EBA die zusätzlichen Kosten für die Schließung der MREL-Lücke bei den „kleinen“ Banken auf bis 2,3% des Nettozinseinkommens.

Quellen: EBA MREL Quantitative Monitoring Report vom Januar 2023, Markit iBoxx, LBBW Research. G-SII = global systemrelevante Bank. EBA = EU-Bankenaufsicht.

Ist dadurch die Systemstabilität gefährdet?

Vergleich diverser Kennzahlen „großer“ und „kleiner“ Banken

Stand Dezember 2021, in %



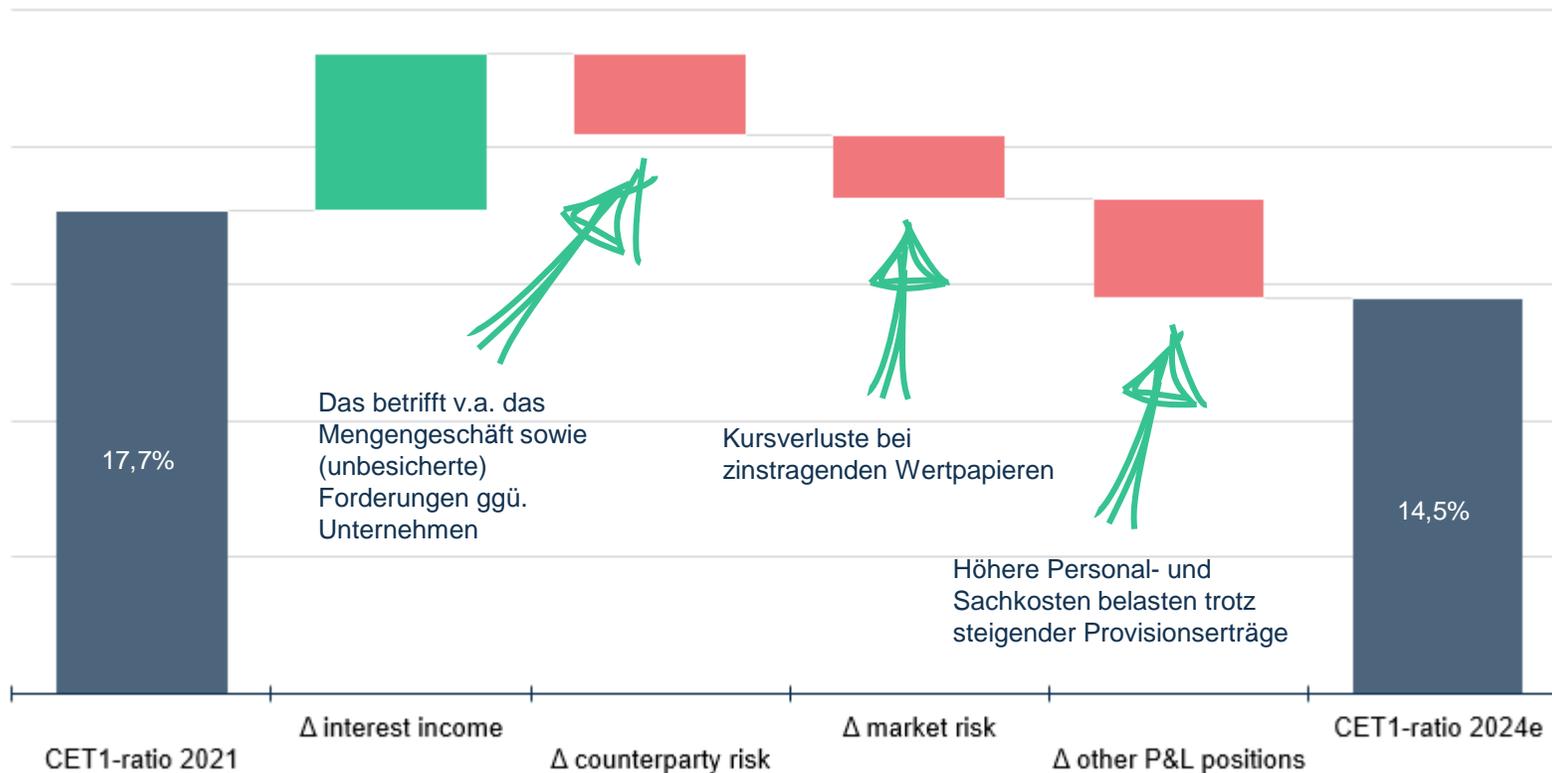
- Nein! Auch wenn es in der Eurozone rund 2.100 „kleinere“ Banken*, überwiegend in Deutschland und Österreich, gibt. Und damit weitaus mehr als die 113 Häuser unter direkter EZB-Aufsicht, die aber ca. vier Fünftel der aggregierten Bilanzsumme auf sich vereinen.
- Denn die Fundamentaldaten der „Kleinen“ können sich, bis auf die schwächere Rentabilität, sehen lassen. „MREL“ ist nur ein Faktor zur Beurteilung des Risikos einer Bank.
- D.h. aber nicht, dass es bei einer MREL-Lücke keine Konsequenzen im Einzelfall wie bspw. eine Ausschüttungsbeschränkung gibt.

Quelle: SSM „LSI supervision report“ 2022, SSM Supervisory Banking Statistics, LBBW Research. * sog. „less significant institutions“ (LSI). SI = systemrelevante Banken; diese haben i.d.R. eine Bilanzsumme > 30 Mrd. EUR. RoE = Eigenkapitalrendite. NPL = notleidende Kredite. LCR bzw. NSFR = Liquiditätskennziffern. CET1 = hartes Kernkapital.

Dennoch: Wachsamkeit ist angeraten

Simulation CET1-Quote im adversen Szenario

Entwicklung 2021 bis 2024, nicht-systemrelevante Banken in Deutschland



- Ungeachtet der soliden Fundamentaldaten der „Kleinen“ wird das Schließen der 33 Mrd. EUR MREL-Lücke nicht einfach. Denn es wird nicht nur teurer als bisher, sondern muss auch in herausfordernden Zeiten geschehen.
- Die Bundesbank / BaFin-Simulation zeigt dabei den Gegenwind sehr schön auf. Denn das Szenario ist realitätsnah: Inflationsbedingt höhere Aufwendungen, steigende Risikovorsorge im Kreditbuch sowie zinsänderungsbedingte Verluste im Anleihebestand sind sehr wahrscheinlich.
- Lücke und Simulation mahnen trotz guter Fundamentaldaten zu erhöhter Wachsamkeit.

Das gilt auch hinsichtlich der Spreadrally seit Herbst

Spreadentwicklung Senior Preferred vs. Senior Non-Preferred

in bps



- Insofern ist die jüngste Spreadrally kritisch zu hinterfragen.
- Denn trotz guter Fundamentaldaten und erfreulich angelaufener Berichtssaison bleibt das Makro-Umfeld schwierig und sehr volatil.

06

Aktien: Fulminanter Jahresstart

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

DAX mit bestem Januar seit 2015

DAX und 200-Tage-Linie

seit Jahresbeginn, in Punkten

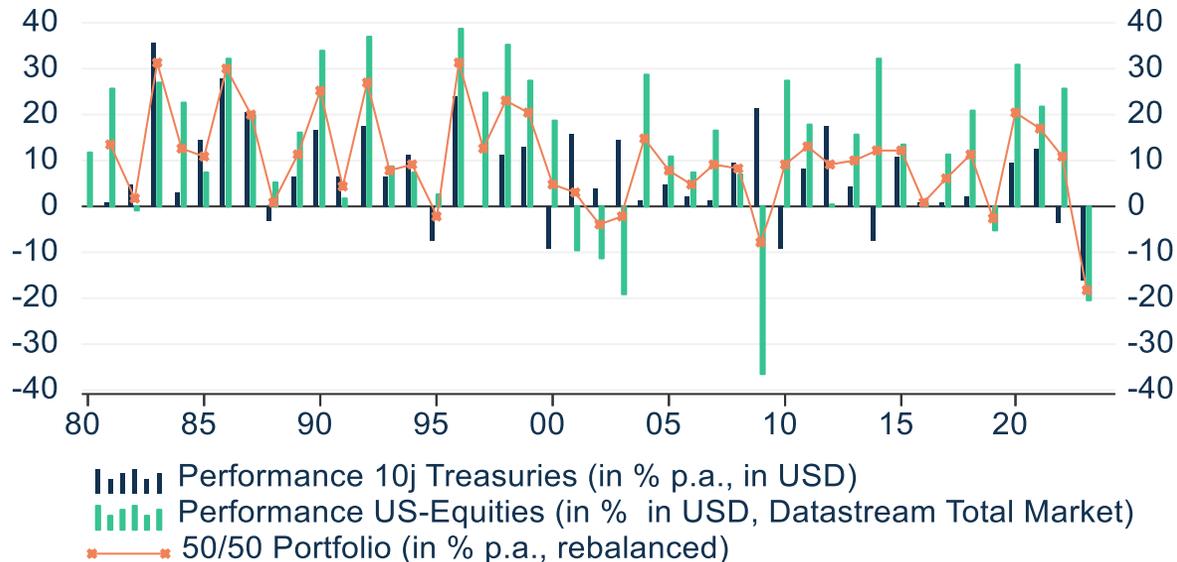


- Die Aktienmärkte starteten fulminant ins neue Jahr. Die Gründe hierfür:
- Die konjunkturelle Verfassung in Europa ist deutlich besser als befürchtet. Die PMIs drehen wieder nach oben.
- In Deutschland kommt insbesondere hinzu, dass eine Gasmangellage vermieden wurde. Dem DAX hilft auch seine zyklische Ausrichtung und die Abhängigkeit von China: Mit dem Reopening dort sind die Aussicht auf eine Verbesserung der Lieferketten sowie verbesserte Wachstumserwartungen verbunden.
- Zuletzt half die Aussicht auf ein Zins-Peak, nachdem sich vor allem die Fed/Powell betont gelassen zeigte im Hinblick auf den künftigen Kurs.

Guter Start ins Jahr beschert Risikopuffer

Performance Aktien und Renten USA

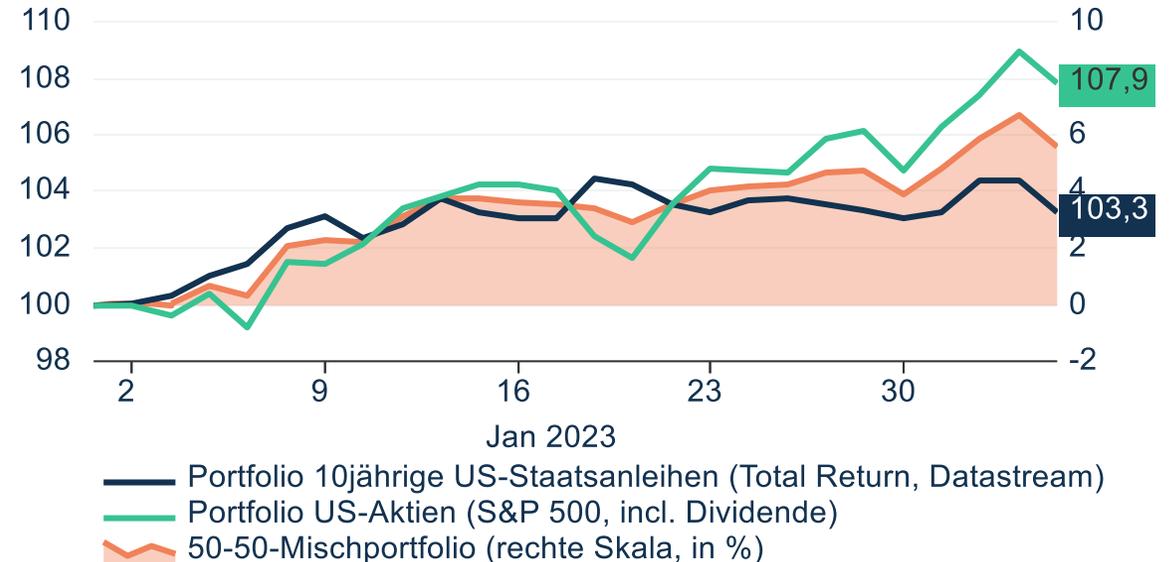
seit 1980, jährlich, in % p.a.



- Mischportfolien erlebten 2022 ein Horrorjahr. Wenn Aktien nachgeben, sollten Anleihen das Portfolio eigentlich stabilisieren. Dieser Diversifikationseffekt von Renten blieb wegen steigender Renditen aus.

Performance Aktien und Renten USA 2023

indexiert, 31.12.2022=100, Performance 50/50 in %

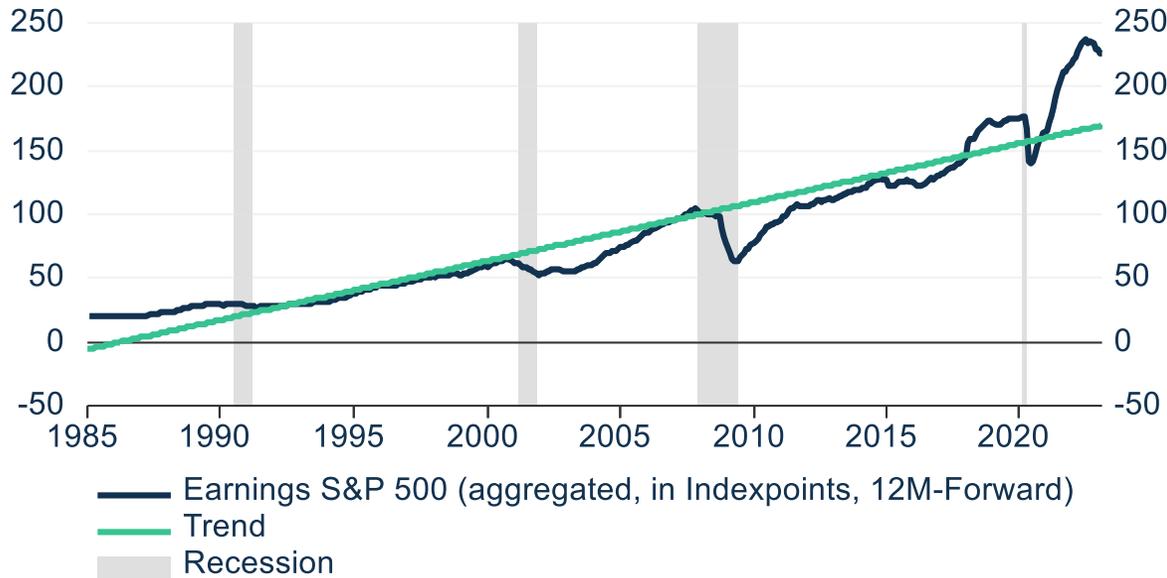


- 2023 gelang ein fulminanter Start, sowohl für Aktien- als auch für Rentenportfolien. Die positive Korrelation zwischen Aktien und Renten hielt an.
- Dies beschert Investoren einen Puffer für den verbleibenden Jahresverlauf.

Gewinne im vierten Quartal über den Erwartungen

S&P 500 Gewinne langfristig

12-Monats-Forward, seit 1985, in Indexpunkten



- Der aggregierte Gewinn des S&P 500 (12M-Forward) ist derzeit 28% höher als vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Dies birgt u.E. das Risiko von Gewinn-Korrekturen. Die Analysten waren zuletzt entsprechend vorsichtig: Abwärtsrevisionen dominierten seit Juli 2022.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Berichtssaison USA

„Surprise Factors“ in %

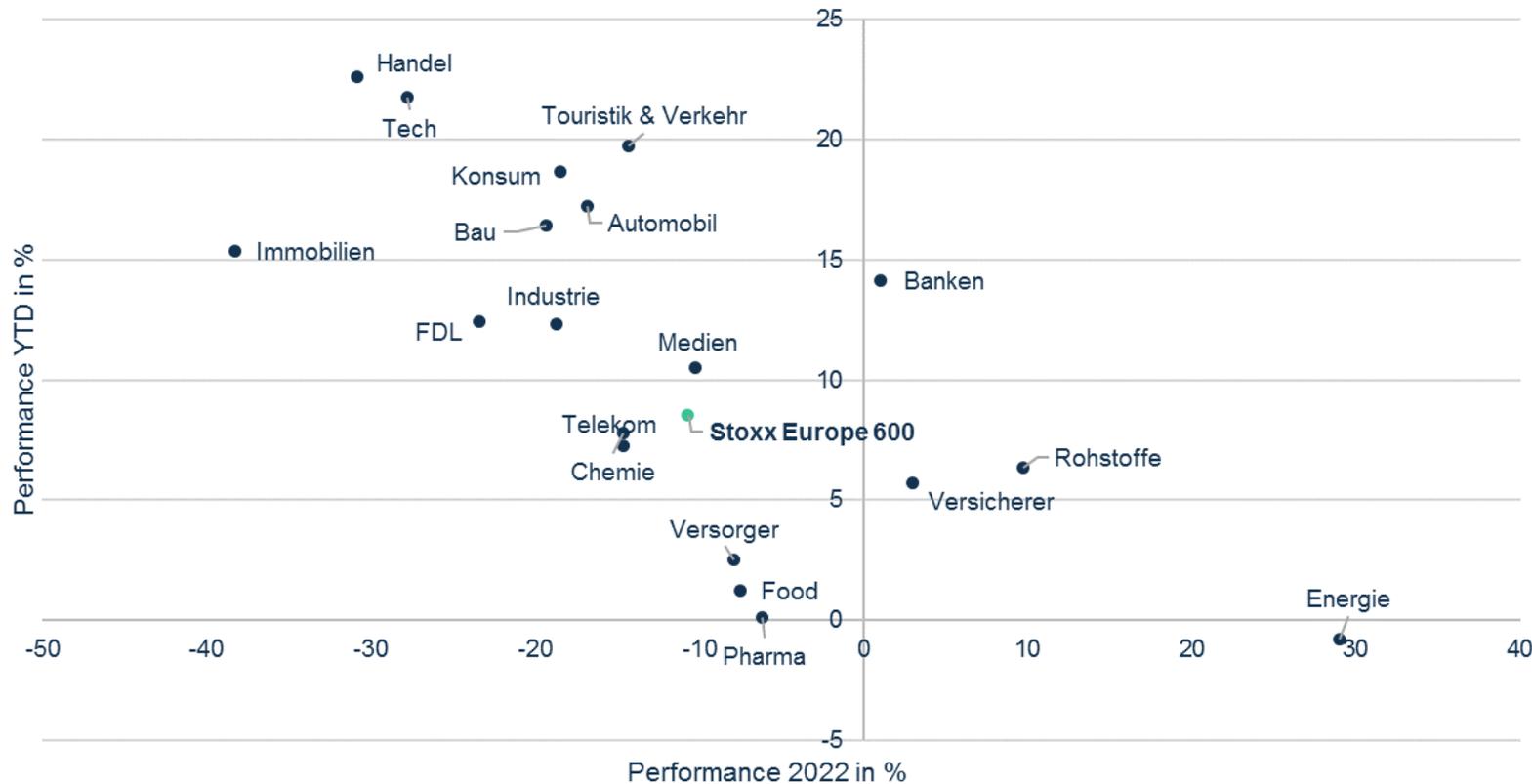
Sektor	Anzahl Berichtsunternehmen		Gewinne (in %)			Umsätze (in %)	
		in %	positiv	neutral	negativ	positiv	negativ
alle	251 / 501	50%	69%	4%	27%	65%	35%
Energie	11 / 23	48%	64%	0%	36%	73%	27%
Finanzwerte	30 / 63	48%	87%	0%	13%	77%	23%
Gesundheit	55 / 66	83%	58%	7%	35%	58%	42%
Immobilien	7 / 30	23%	71%	0%	29%	57%	43%
Industrie	45 / 70	64%	73%	2%	24%	69%	31%
nichtzykl. Konsum	18 / 33	55%	67%	6%	28%	78%	22%
Rohstoffe	15 / 29	52%	60%	0%	40%	33%	67%
Technologie	36 / 76	47%	78%	6%	17%	69%	31%
Telekom	11 / 25	44%	27%	9%	64%	36%	64%
Versorger	4 / 30	13%	100%	0%	0%	75%	25%
zyklischer Konsum	19 / 56	34%	74%	0%	26%	74%	26%

- Insgesamt haben inzwischen 69% der Unternehmen aus dem S&P 500 besser als erwartete Gewinne vorgelegt. Besonders hoch ist der „Surprise“ bei den Finanzwerten mit 87%. Ausnahmen: Big-Techs (Alphabet, Amazon, Apple); hier waren deutliche Bremspuren zu erkennen, sowohl rückblickend auf Q4 als auch Richtung Ausblicke für 2023.

Flop-Branchen 2022 sind 2023 bisher top

Sektoren Stoxx Europe 600

Performance 2022 und YTD in %

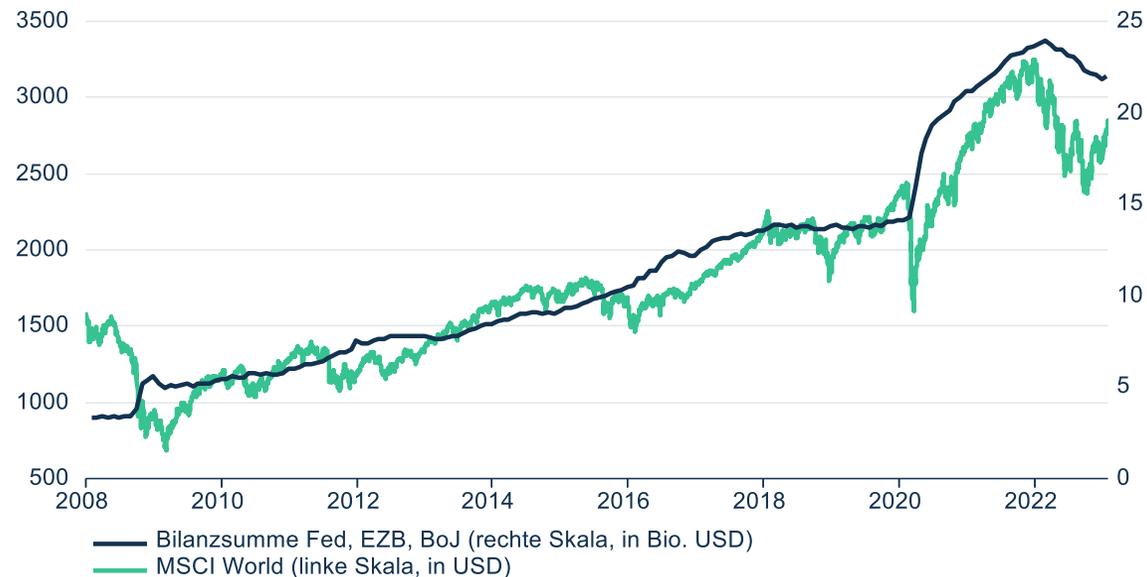


- Die positiven Zahlenvorlagen sorgten bei den europäischen Banktiteln für kräftige Kursgewinne. Damit ist dieser Sektor der einzige, welcher an die Outperformance des Vorjahres anknüpfen kann.
- Dagegen ist der Energie-Sektor als Top-Branche des Vorjahres das Schlusslicht des laufenden Jahres.
- Die Low-Performer des Vorjahres zählen dagegen nun überwiegend zu den Top-Sektoren 2023, wie etwa Immobilien, Handel, Technologie sowie Touristik und Verkehr.

Liquiditätsentzug der Notenbanken und inverse Zinsstruktur mahnen zur Vorsicht

MSCI World und Bilanzsummen Notenbanken

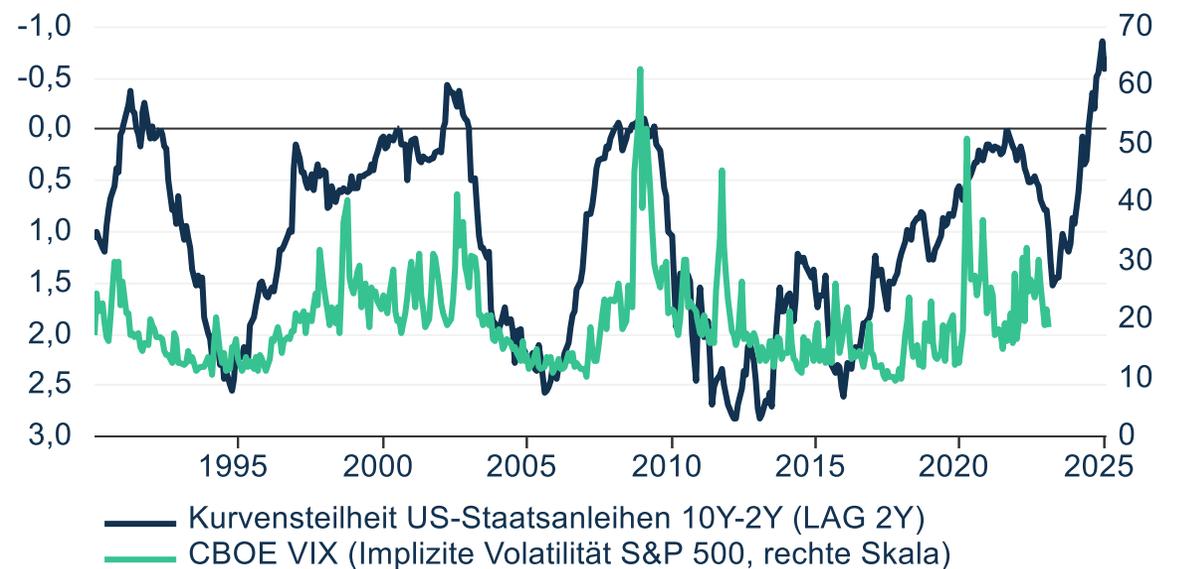
MSCI World (in Punkten), Bilanzsummen Fed, EZB, BoJ (in Bio. USD)



- Bei allen Hoffnungen auf erste Leitzinssenkungen: Die monetären Rahmenbedingungen für die Börsen sind negativ. Der Liquiditätsentzug durch die Notenbanken wirkt belastend. Eine nachhaltige Trendwende an den Märkten erfolgte in der Vergangenheit erst nach Überschreiten des Leitzinsgipfels.

Kurvensteilheit US-Staatsanleihen und VIX

mit 2Y LAG

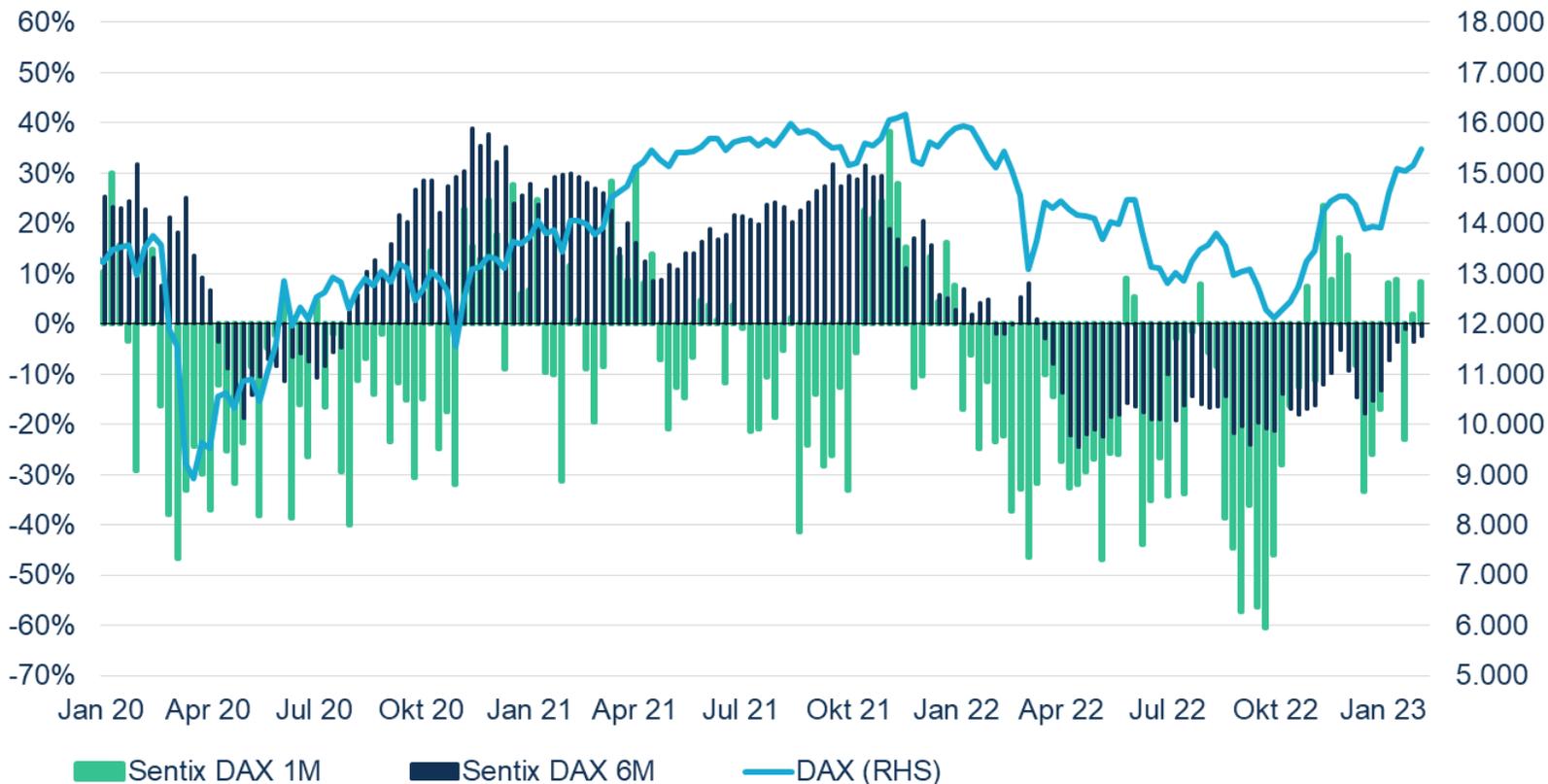


- In diesem Zusammenhang kommt hinzu, dass die durch die restriktive Geldpolitik ausgelöste inverse Zinsstruktur in der Vergangenheit häufig ein Vorbote für höhere Volatilitäten an den Aktienmärkten war.

Sentix: Grundvertrauen fehlt

Sentix DAX und DAX-Index

Nettosaldo DAX1M und DAX6M in %



- Die Anleger sind derzeit ziemlich unentschieden. Nach einem zwischenzeitlichen Abtaucher des Kurzfrist-Sentiment ist der Saldo zwischen Bullen und Bären kurzfristig wieder leicht positiv.
- Etwas zur Vorsicht mahnt, dass das Grundvertrauen (DAX 6M) per Saldo negativ bleibt. Damit trauen die Anleger der Rally mittel- bis längerfristig nicht.
- Oder anders formuliert: Das gegenwärtige Kursniveau wird mehrheitlich nicht als attraktiv eingeschätzt.

Aus TINA wird TARA: Es gibt wieder Alternativen

Renditen im Cross-Asset-Vergleich

in % p.a.



- Aus TINA wird TARA: „There is no alternative“ wird durch „There are reasonable alternatives“ abgelöst.
- Inzwischen haben Anleger wieder echte Alternativen am Rentenmarkt. Die war während der jüngeren Vergangenheit, die von Null- und Minuszinsen geprägt war, nicht der Fall.
- Erstmals seit vor der Finanzkrise liegt die Rendite von EUR Corporates (Investment Grade) wieder über der Dividendenrendite des Euro Stoxx 50.
- Dies lässt das Chance-Risiko-Profil für Aktien in einem ungünstigeren Licht erscheinen.

07

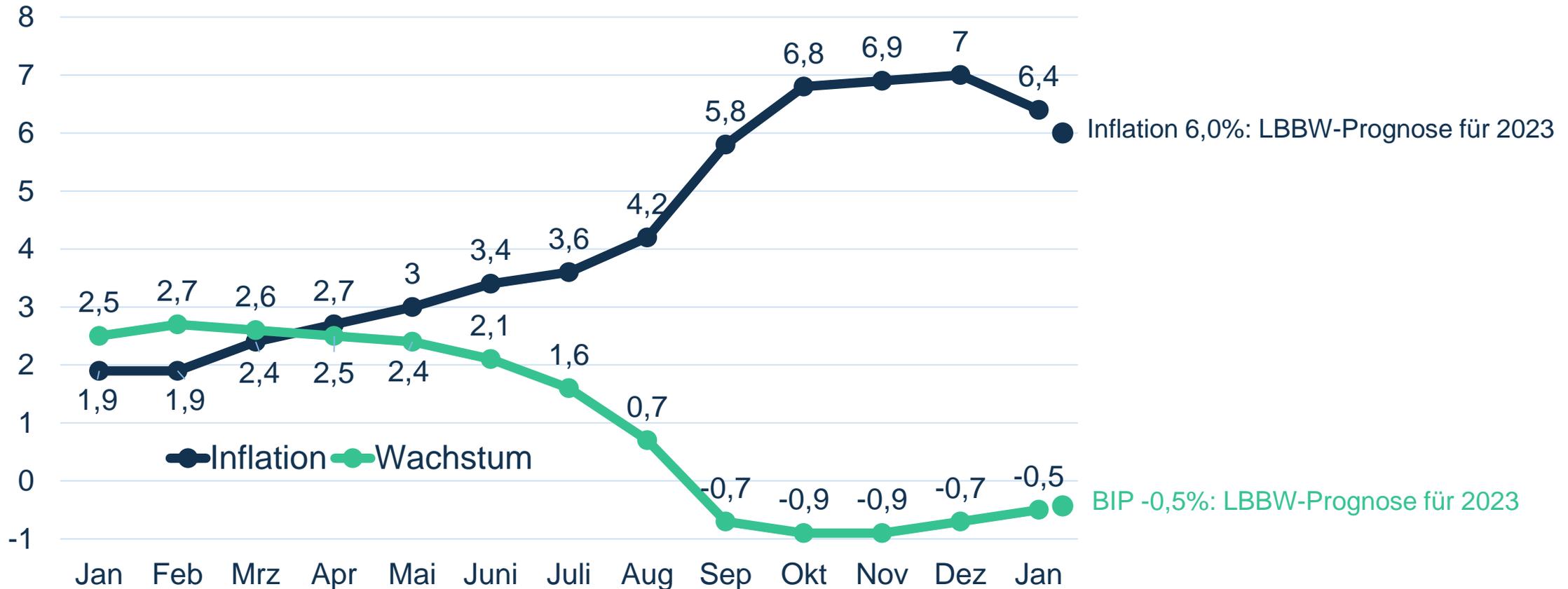
Prognosen und Asset Allokation – Anleihen attraktiver



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

Inflationsängste und Wachstumssorgen nehmen ab

Consensus-Prognosen für Deutschland **2023** zu verschiedenen Zeitpunkten: **Inflation** und **Wachstum**



Quellen: Consensus Forecast

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, Energie (OI & Gas) Versicherer, Banken Versorger, Pharma Nahrungsmittel	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	LBBW Rohstoffe 1
Immobilien	0/-	0/+ Nahversorger, Wohnen 0 Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

Quelle: LBBW Research

LBBW-Prognosen

Konjunktur

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

Zinsen und Spreads

in %	aktuell	31.03.23	30.06.23	31.12.23
EZB Einlagesatz	2,50	3,00	3,25	3,25
Bund 10 Jahre	2,16	2,30	2,30	2,00
Fed Funds	4,75	5,00	5,00	4,50
Treasury 10 Jahre	3,53	3,75	3,75	3,25
BBB Bundspread (in Bp.)	160	200	180	150

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	31.03.23	30.06.23	31.12.23
DAX	15 476	14 500	14 500	16 000
Euro Stoxx 50	4 258	4 000	4 000	4 250
S&P 500	4 136	3 900	3 900	4 250
Nikkei 225	27 509	25 000	26 000	27 000

Rohstoffe und Währungen

	aktuell	31.03.23	30.06.23	31.12.23
US-Dollar je Euro	1,09	1,08	1,08	1,10
Franken je Euro	1,00	0,99	0,99	1,01
Pfund je Euro	0,89	0,88	0,88	0,87
Gold (USD/Feinunze)	1 870	1 900	1 950	2 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	82	90	90	85

+ Angehoben
- Gesenkt

Kurzübersicht Szenarien

15% (bisher 10%) 
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 hohe Energiepreise und steigende Leitzinsen belastet. Lieferschwierigkeiten gehen weiter zurück, bleiben aber ein Hemmnis. Der private Konsum wird insbesondere durch die hohe Inflation belastet.
- 2) Ukraine: Waffenstillstand nicht in Sicht, Gasrationierung für Industrie und Haushalte in EU aber unwahrscheinlich.
- 3) Abschwung und EZB-Zinserhöhungen zusammen sorgen im Jahresverlauf 2023 für sukzessiven Rückgang der Inflation.

10% (bisher 15%) 
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) Breiter Ausverkauf an den Aktienmärkten.

10% Downside
Advers Russland

- 1) Ukraine-Krieg und/oder andere geopolitische Konflikte eskalieren. Sabotage norwegischer Gas-Pipelines, Gasrationierung,...
- 2) Sehr schwere Rezession, **EZB bricht Zinswende ab**.
- 3) **Renditen fallen** wegen Konjunkturangst und Stopp der Zinsanhebungen der Notenbanken.
- 4) Aktienkurse fallen aufgrund von Produktionsausfällen.

Szenarien Konjunktur u. Märkte:

Positivszenario 15 % (zuvor 10%)

Prognosen

	31.03.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	16 750	19 500
Euro Stoxx 50	4 550	5 250
Zinsen		
3M Euribor	2,80	2,95
10 Jahre Bund	2,10	2,50
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

	31.03.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	14 500	16 000
Euro Stoxx 50	4 000	4 250
Zinsen		
3M Euribor	3,20	3,20
10 Jahre Bund	2,30	2,00
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. Auf der Habenseite stehen ein dickes 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 und führt zu stark steigenden Infektionszahlen. Eine Rückkehr zur alten Eindämmungspolitik ist inzwischen aber unwahrscheinlich geworden.
- 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. Dies relativiert sich 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 15%)

Prognosen

	31.03.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	12 500	11 000
Euro Stoxx 50	3 400	3 000
Zinsen		
3M Euribor	3,45	5,00
10 Jahre Bund	3,00	4,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

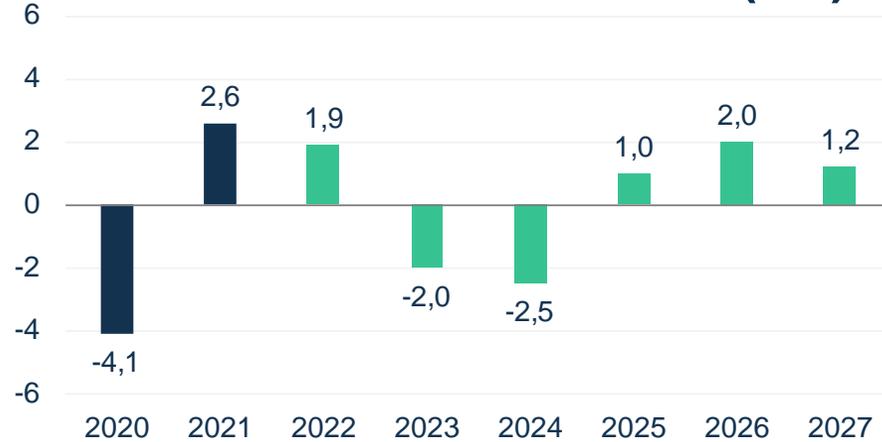
Entwicklungen

- 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 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.**

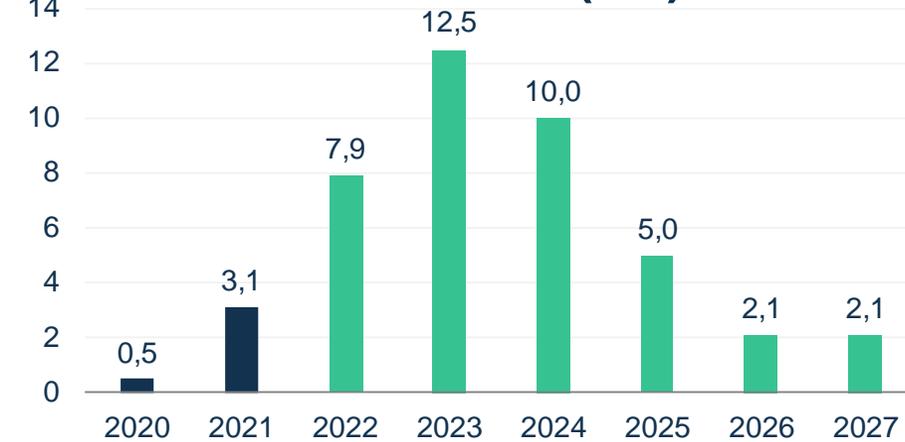
Negativszenario 1) Überschießende Inflation (10%)

(zuvor 15%)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



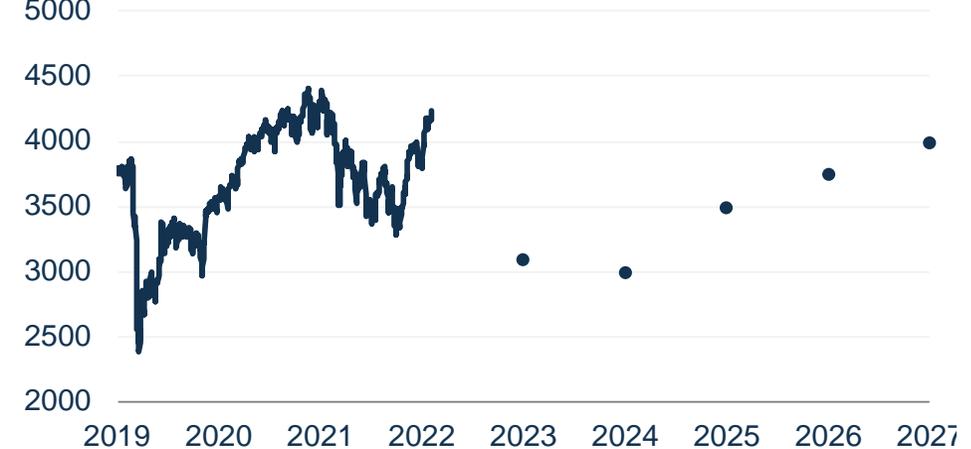
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Szenarien Konjunktur und Märkte:

Negativszenario 2) Advers Russland 10% (zuvor 10%)

Prognosen

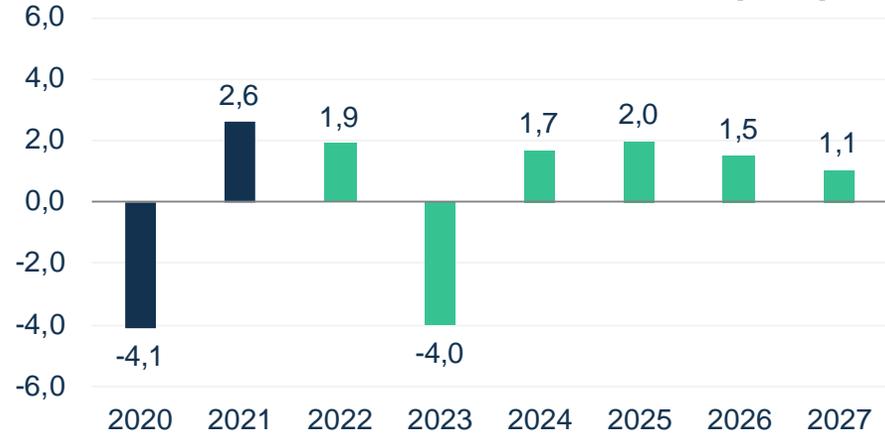
	31.03.2023	31.12.2023
Aktien		
DAX	12 500	11 500
Euro Stoxx 50	3 400	3 100
Zinsen		
3M Euribor	2,50	0,90
10 Jahre Bund	1,40	0,25
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

Entwicklungen

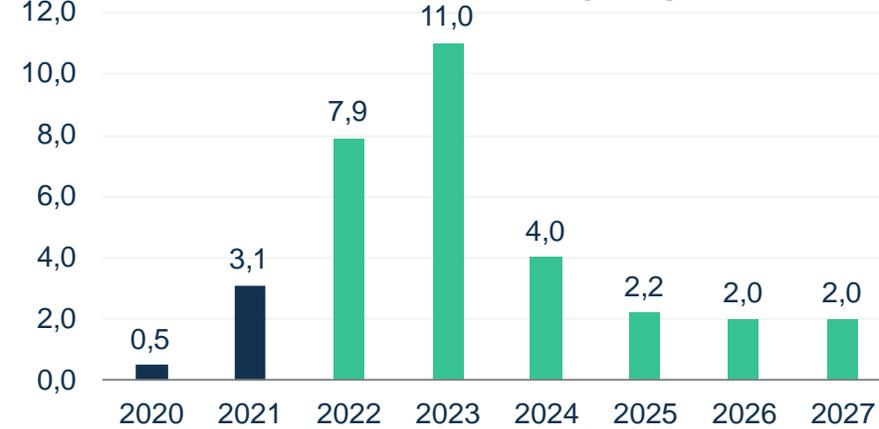
- **Ukraine-Krieg und/oder andere geopolitische Konflikte (z.B. China/Taiwan) eskalieren.** Putin setzt Erdgaslieferungen weiter als Waffe ein. Sabotage auf fest eingeplante norwegische Gas-Pipelines, Gasmangellage führt zu harter Gasrationierung.
- Produktionsausfälle in der Industrie sind zu erwarten. Entweder durch physische Knappheiten und entsprechende Preiserhöhungen oder durch staatliche Eingriffe des Gasverbrauchs.
- **Notenbanken reagieren mit einer Pause der Zinsanhebungen, partiell auch mit Zinssenkungen.** Inflation bleibt hoch durch den starken Anstieg der Energiepreise. In diesem Szenario Überwälzung der steigenden Energiepreise auf andere Güter, allgemein aber sinkender Preisdruck.
- **Renditen fallen wegen Konjunkturangst und Stopp der Zinsanhebungen der Notenbanken. Aktienkurse fallen aufgrund von Produktionsausfällen.**

Negativszenario 2) Advers Russland (10%)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



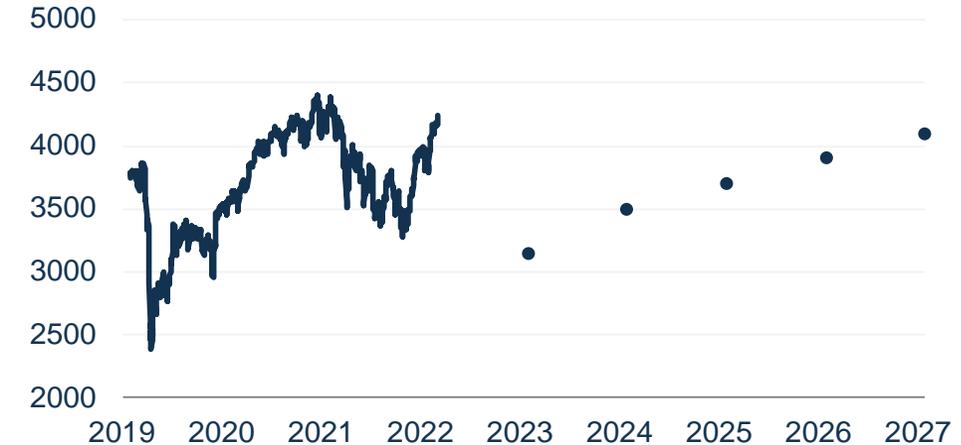
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

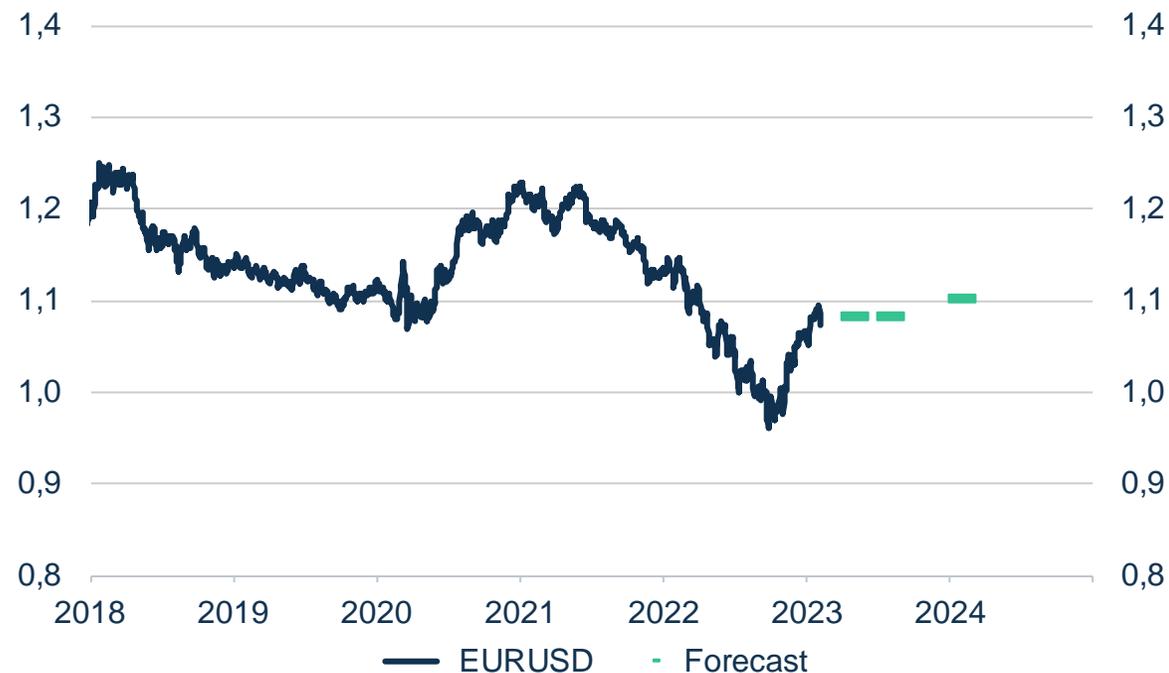
08

Anhang



EURUSD: EZB-Erhöhungen helfen Eurokurs

FX EUR/USD



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

- Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität gegenüber dem US-Dollar leicht unterbewertet.
- Die EZB stemmt sich gegen die „Fragmentierung“ der Staatsanleihemärkte innerhalb des Euroraums.
- EZB hat eine Leitzinserhöhung um 50 BP für März 2023 avisiert.

Contra EUR

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

EURGBP: EZB-Erhöhungen helfen Eurokurs

FX EUR/GBP



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

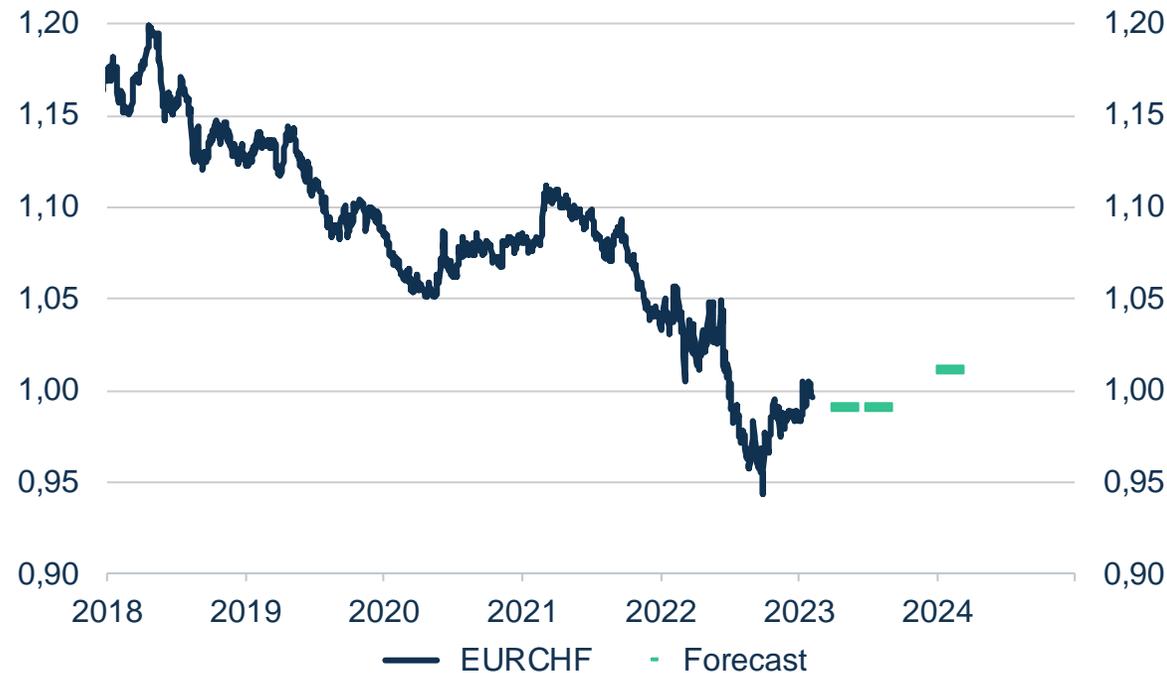
- EZB hat eine Leitzinserhöhung um 50 BP für März 2023 avisiert.

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. Mehr als die Hälfte der UK-Gasimporte stammt zudem aus Norwegen.

EURCHF: SNB lässt schwächeren Franken zu

FX EUR/CHF



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro CHF

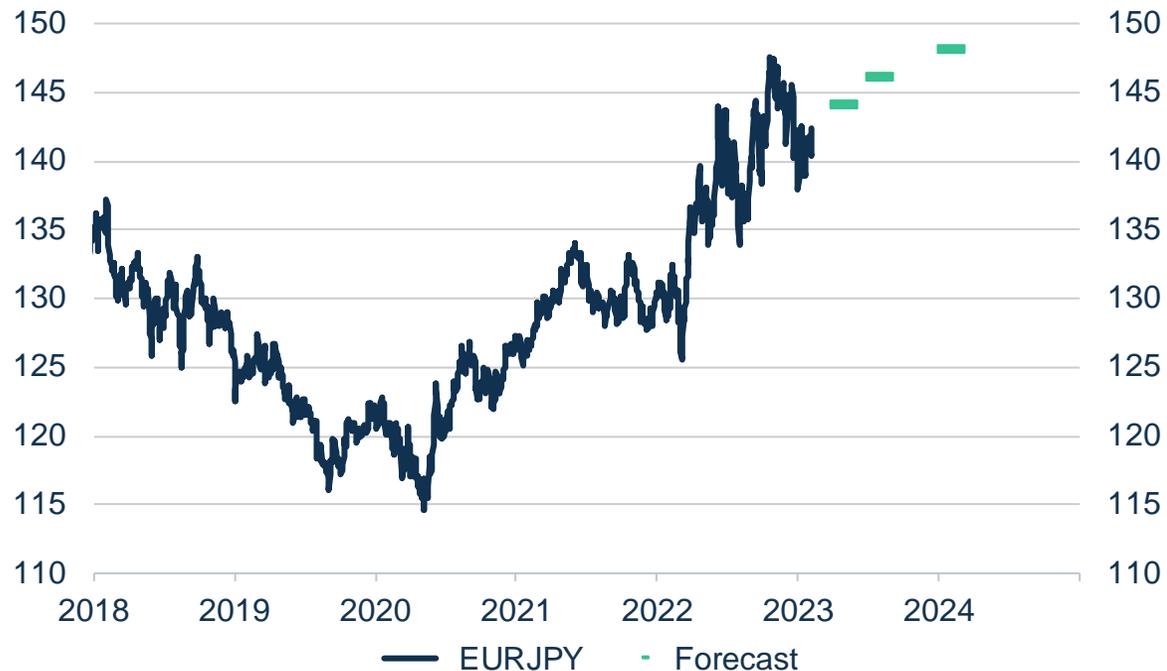
- Extrem nervöses Marktumfeld dürfte Nachfrage nach Franken weiter befeuern.
- Franken ist gemäß Kaufkraftparität ggü. dem Euro unterbewertet.
- SNB begrüßt nun sogar eine gewisse Frankenstärke zur Eindämmung der Inflation. Bei Bedarf stützen die Währungshüter den Franken über Interventionen.

Contra CHF

- SNB hob den Leitzins und Einlagesatz auf +1,0% an. Eine weitere Zinsanhebung um 50 Bp. dürfte folgen. Der Zinsvorteil des Euro gegenüber dem Franken dürfte aber bestehen bleiben.
- Mit sinkender Risikoaversion sollte CHF schwächer notieren.

EURJPY: BoJ behält ihre Grundausrichtung bei

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Mar-23	Jun-23	Dec-23
EURJPY	142.41	138.03	140.66	141.66	144.00	146.00	148.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro EUR

- In den USA und auch im Euroraum wird die Geldpolitik restriktiver.
- Japans Zinsen dürften dagegen trotz erster Bewegung in der Geldpolitik auf Dauer deutlich niedriger bleiben.
- Mittel- bis längerfristig dürfte Japans Wirtschaft ein „Underperformer“ bleiben.

Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes wird dieses Jahr sehr wahrscheinlich in eine Rezession abdriften.
- Lieferkettenprobleme, Kriegsfolgen und eine konjunkturelle Abschwächung in den USA und in China könnten die Risikoaversion wieder „pro Yen“ erhöhen.
- Zuletzt gesunkene Inflationsraten in den USA und im Euroraum dämpfen die Erwartungen steigender Zinsen ein wenig.

USDCNY: Pandemie und Immobilienkrise belasten den CNY

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Mar-23	Jun-23	Dec-23
USDCNY	6.79	6.73	6.90	6.98	6.76	6.81	6.82
EURCNY	7.29	7.08	7.37	7.08	7.30	7.35	7.50

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro USD

- Die US-Fed dürfte die Zinsen weiter erhöhen.
- Das BIP-Wachstum in China ist derzeit relativ schwach und die PBoC dürfte ihre Zinsen weiter senken.
- Neue Omikron-Ausbrüche könnten die chinesische Wirtschaft und damit den CNY weiter belasten.
- Zunehmende Regulierungen und Verschuldungsprobleme bei Unternehmen (z.B. „Evergrande“) verunsichern die Investoren.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. China“ stützt eher den USD.

Contra USD

- VR China ist noch immer ein großer Wachstumsmarkt.
- Chinas Währungsbehörden kontrollieren den CNY-Außenwert.
- Rascher als erwartet sinkende US-Inflationsraten könnten die US-Zinserwartungen dämpfen.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURBRL	5,55	6,00	5,90	<ul style="list-style-type: none"> Im Januar beließ die Notenbank den Leitzinssatz bei 13,75 %. Sie kündigte an, dieses Leitzinsniveau trotz der bremsenden Wirkung auf die Wirtschaft länger halten zu wollen. Die Anlegerstimmung ist gedrückt. Grund hierfür ist die wiederholt offene Kritik des Staatspräsidenten Luiz Inácio Lula da Silva an deren Notenbankpolitik und Unabhängigkeit.
EURHUF	389	390	380	<ul style="list-style-type: none"> Im Dezember ist Ungarns Inflationsrate auf einen neuen Höchststand von 24,5 % angestiegen. Die Energiepreise geben nach. Wir erwarten daher einen Rückgang des Preisanstieges im ersten Quartal. Dieser sollte sich im zweiten Halbjahr beschleunigen. Die Notenbank wird den Leitzinssatz hoch halten – länger als andere Notenbanken der Region.
EURMXN	20,50	22,50	23,00	<ul style="list-style-type: none"> Der Peso profitiert weiter von der restriktiven Geldpolitik. Der Leitzinssatz soll Aussagen von führenden Notenbankern zufolge in den kommenden sechs Monaten nicht sinken. Im vergangenen Jahr wuchs Mexikos Wirtschaft um 3,5 %. Aufgrund der rückläufigen US-Konjunktur und rückläufiger Konsumausgaben wird das Wachstum 2023 unter 1 % liegen.
EURPLN	4,72	4,95	4,65	<ul style="list-style-type: none"> Polens Wirtschaft zeigt sich widerstandsfähig. Sie könnte 2023 um 1 % wachsen. Grund hierfür sind sinkende Energiepreise und eine besser als befürchtete EU-Konjunktur. Am 16. Februar steht das Urteil des Europäischen Gerichtshofes zur Rechtmäßigkeit von CHF-Krediten an. Dies ist ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor für den polnischen Bankensektor.
EURRON	4,90	5,14	5,22	<ul style="list-style-type: none"> In 2022 gestaltete die rumänische Notenbank ihre Geldpolitik weniger restriktiv als andere Notenbanken der Region. Anfang 2023 hob sie den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 7,00 % an. Mit diesem erneuten Zinsschritt reagiert sie auf die anhaltend hohe Inflationsrate. Im Dezember betrug sie weiter über 16 %.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 06.02.2023, 11:25 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURRUB	76,01	80,00	85,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Handelsbilanzüberschüsse Russlands gingen seit dem Höchststand im zweiten Quartal 2022 stetig zurück. Im vierten Quartal lagen sie schon mehr als 30 % unter dem Vorjahreswert. Die Sanktionen des Westens wirken mittelfristig. Sie lassen für 2023 einen Wachstumsrückgang um 5 % erwarten. 2022 schrumpfte die Wirtschaft nur um etwa 4 %.
EURTRY	20,28	22,00	23,00	<ul style="list-style-type: none"> Im Januar behielt die Notenbank den Leitzinssatz bei 9,00 %. Der Staatspräsidenten Recep Tayyip Erdoğan forderte weitere Leitzinssenkungen. Damit richtet er den Fokus auf den nächsten Zinsentscheid am 23. Februar. Trotz sinkender Energiepreise und Basiseffekte ging die Inflationsrate nur auf 57,68 % zurück. Diese belastet den Kurs der Lira weiter.
EURZAR	18,96	19,50	18,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank Südafrikas erhöhte im Januar den Leitzinssatz lediglich um 25 Basispunkte. Damit enttäuschte sie die Erwartung der Marktteilnehmer und belastete den Rand. Die schwache Binnenkonjunktur und Energiepreise schwächen den Rand weiter. Steigt die Rohstoffnachfrage aus China, könnte der Rand im Jahresverlauf davon profitieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 06.02.2023, 11:25 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 23	Progn. Q4 23	Einschätzung
EURAUD	1,56	1,48	1,47	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate stieg im Dezember mit 7,8 % stärker als erwartet an. Daher könnte die Notenbank den Leitzinssatz über die erwarteten 3,6 % anheben. Dies würde die Währung stützen. Die chinesische Bauwirtschaft könnte sich schneller als erwartet erholen. Als Folge würden steigende Rohstoffpreise den Handelsbilanzüberschuss erhöhen.
EURCAD	1,45	1,35	1,33	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Notenbank erhöhte den Leitzinssatz zum achten Mal in Folge: Sie hob den Zinssatz im Januar um 25 Basispunkte an. Eine weitere Anhebung ist nicht geplant. Die Abwertung des kanadischen Dollars der vergangenen Monate hat die vergleichsweise straffere EZB-Geldpolitik vorweggenommen.
EURCZK	23,83	25,00	25,40	<ul style="list-style-type: none"> Tschechiens Notenbank ließ den Leitzinssatz im Februar erneut unverändert bei 7,00 %. Weitere Zinsanhebungen durch die EZB in den nächsten Monaten werden den Zinsvorteil der Krone schmälern. Dies könnte zu einer Abwertung führen. Die Energiepreise fallen. Dies ermöglicht ein Abklingen der Inflationsrate im ersten Quartal.
EURNOK	11,08	10,00	9,60	<ul style="list-style-type: none"> Norwegens Notenbank hat den Leitzinssatz im Januar um 25 Basispunkte angehoben. Damit hat sie ihr Ziel von 3,00 % erreicht. Wir erwarten zunächst eine abwartende Haltung. Das Ende der pandemiebedingten Restriktionen in China stützt die Weltkonjunktur. Das ermöglicht einen steigenden Ölpreis. Hiervon könnte die Krone im zweiten Halbjahr profitieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 06.02.2023, 11:25 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Wechselkurse zum Euro	06.02.2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Australischer Dollar	1,56	-0,91	-1,69	3,65	0,61	1,61	1,43
Brasilianischer Real	5,57	-0,13	-10,47	9,72	1,08	6,05	4,98
Britisches Pfund	0,89	-1,49	-1,81	-5,34	-0,69	0,90	0,83
Chinesischer Renminbi	7,28	-0,09	-1,19	0,06	1,92	7,49	6,75
Japanischer Yen	142,58	-1,53	2,19	-7,49	-1,23	147,34	125,37
Kanadischer Dollar	1,44	-1,02	-7,29	1,24	0,15	1,46	1,29
Neuseeländischer Dollar	1,71	-1,78	-1,69	1,55	-1,26	1,75	1,57
Norwegische Krone	11,10	-4,13	-8,23	-9,33	-5,25	11,10	9,48
Polnischer Zloty	4,74	-0,87	-1,32	-3,72	-1,28	4,99	4,49
Russischer Rubel	76,44	0,81	-19,67	13,97	1,93	164,76	55,60
Schwedische Krone	11,40	-1,67	-4,85	-8,07	-2,47	11,40	10,25
Schweizer Franken	1,00	-0,88	-0,83	6,31	-0,86	1,06	0,95
Südafrikanischer Rand	18,96	-3,87	-6,12	-6,40	-4,21	18,96	15,75
Tschechische Krone	23,85	0,70	2,22	2,09	1,29	25,79	23,74
Türkische Lira	20,21	-1,51	-8,84	-23,19	-1,13	20,58	15,36
Ungarischer Forint	395,08	0,10	1,88	-10,38	1,36	432,68	352,73
US-Dollar	1,07	-1,20	-7,79	6,63	-0,55	1,15	0,96
Wechselkurs zum US-Dollar							
Japanischer Yen	132,86	-0,33	10,83	-13,24	-0,69	149,99	114,81
Chinesischer Renminbi	6,80	0,63	5,73	-6,39	1,52	7,30	6,31

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

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	8.42	8.67	5.99	6.39	10.82	11.32	6.52	6.92	12.82	13.82	6.31	7.11	3.50	4.70	6.48	8.53	6.16	6.51
2 months	8.55	8.80	6.16	6.56	11.61	12.11	6.79	7.19	13.24	14.09	6.49	7.29	3.44	4.69	6.81	8.71	6.18	6.43
3 months	8.46	8.71	6.08	6.43	12.18	12.58	6.77	7.17	13.36	14.16	6.60	7.35	3.77	4.97	5.97	9.37	6.12	6.42
6 months	8.17	8.37	5.98	6.28	11.34	11.84	7.01	7.36	13.44	14.24	6.89	7.54	4.36	5.31	6.10	9.35	6.05	6.35
9 months	8.01	8.21	5.93	6.28	11.03	11.53	7.15	7.45	13.56	14.36	7.10	7.70	4.60	5.75	6.08	9.33	6.05	6.30
1 year	7.99	8.19	5.86	6.26	10.81	11.31	7.17	7.52	13.65	14.45	7.29	7.79	5.03	5.98	6.08	9.33	6.02	6.27
2 years	8.01	8.41	6.06	6.41	10.44	11.14	7.45	7.85	13.43	14.58	7.21	7.81	4.98	6.18	5.87	11.17	6.07	6.52
3 years	8.17	8.67	6.05	6.95	9.93	11.48	7.21	8.81							6.00	11.40	6.17	6.72
5 years	8.60	9.20	6.44	7.54	9.76	11.41	7.66	9.46									6.33	6.88

Data as of: 02/07/2023 7:03 AM

Brent: Konjunktursorgen drücken Ölpreis

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Mar-23	Jun-23	Dec-23
Brent (USD/Barrel)	81.11	99.10	84.92	93.22	90.00	90.00	85.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland ab 5.12.2022.
- OPEC+ will Ölförderung im November/Dezember um 2 mbpd massiv kürzen.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Ölproduktion 2022 nur mit magerem Plus.
- China-Reopening erhöht Ölnachfrage.

Contra

- Russische Ölexporte werden verstärkt nach China und Indien umgeleitet.
- Niedrigere Gaspreise machen Gas-to-Oil-Switch weniger lukrativ.

Gold: US-Dollar-Schwäche bringt Unterstützung

Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data			Forecast			
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Mar-23	Jun-23	Dec-23
Gold (USD/Ounce)	1 867	1 802	1 816	1 730	1 900	1 950	2 000

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro

- Negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- Schwächeanfall des US-Dollars bringt Rückenwind für Gold.
- Notenbanken in Q3/2022 mit rekordhohen Goldkäufen.
- Hohe Inflation treibt Nachfrage nach Münzen und Barren.

Contra

- ETCs seit Ende April 2020 mit massiven Verkäufen.
- Weitere Zinserhöhungen durch die US-Notenbank erhöhen Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Minenproduktion steigt in Q3/2022 um 2,3 %.
- Trübe Konjunkturperspektiven dürften Schmucknachfrage dämpfen.

Marktdatenübersicht Rohstoffe

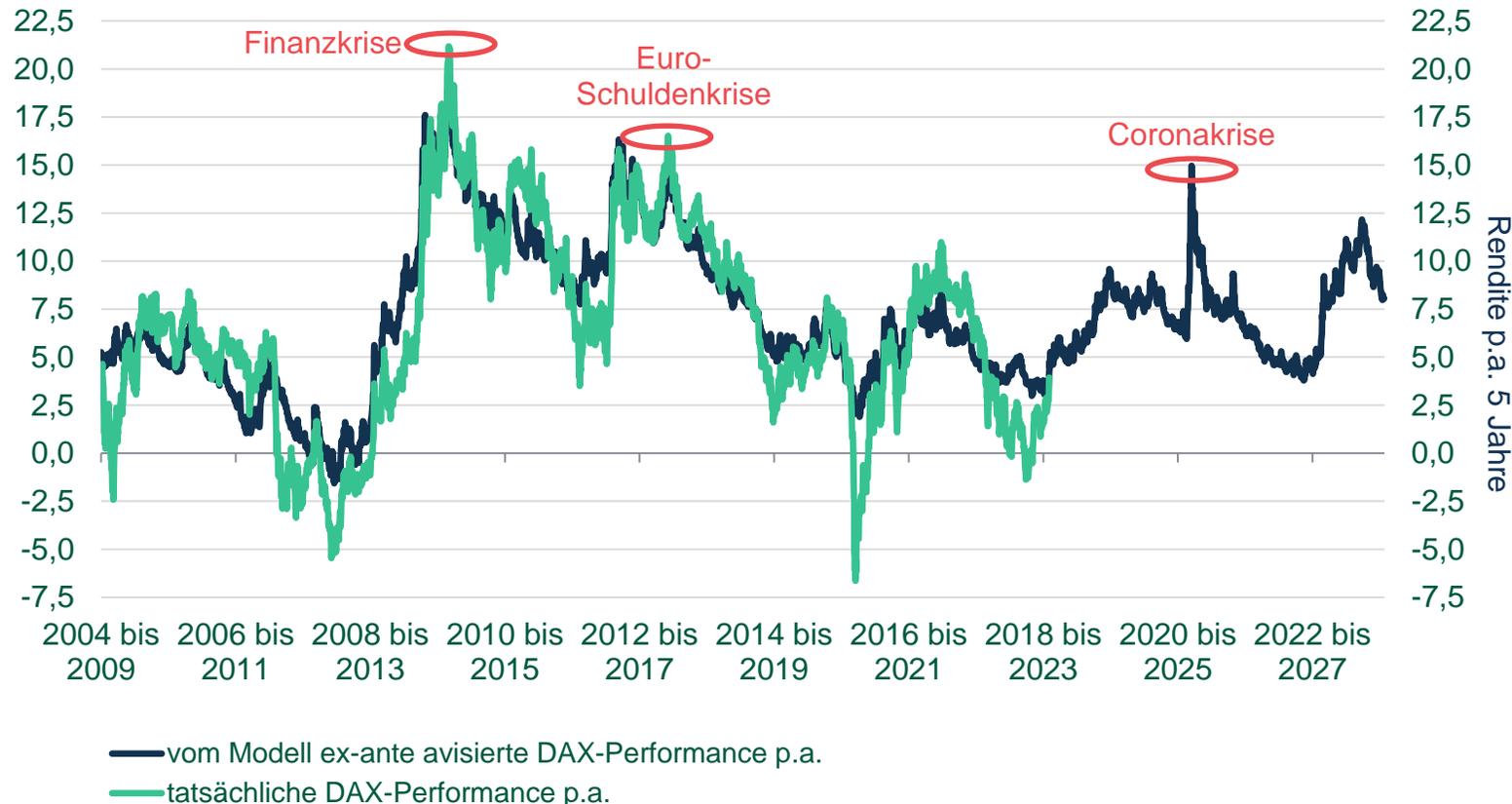
Energy (Gen. 1st Future)	Unit	6-Feb-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
NYMEX Crude Oil	USD/bbl	74.11	0.46	-19.98	-19.70	-7.63	123.70	70.92
ICE Brent Oil	USD/bbl	81.11	3.13	-17.89	-13.12	-4.49	128.15	76.30
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	1 867	0.27	11.58	3.51	2.84	2 056	1 628
Silver	USD/oz	22.38	-4.58	12.10	-0.56	-6.54	26.18	17.77
Platinum	USD/oz	980	-8.67	3.48	-3.54	-4.95	1 151	831
Palladium	USD/oz	1 572	-11.88	-16.78	-31.26	-11.44	3 015	1 572
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 534	10.37	7.56	-17.58	6.54	3 849	2 114
LME Copper	USD/MT	8 872	3.28	9.54	-9.86	5.97	10 674	7 170
LME Lead	USD/MT	2 100	-4.57	5.18	-4.00	-8.42	2 497	1 749
LME Zinc	USD/MT	3 131	3.56	8.94	-13.33	5.33	4 499	2 697
LME Tin	USD/MT	26 880	6.37	42.43	-37.52	8.35	48 650	17 631
LME Nickel	USD/MT	27 258	-2.92	14.48	18.56	-9.29	48 078	19 385

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Trotz aller Sorgen – 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

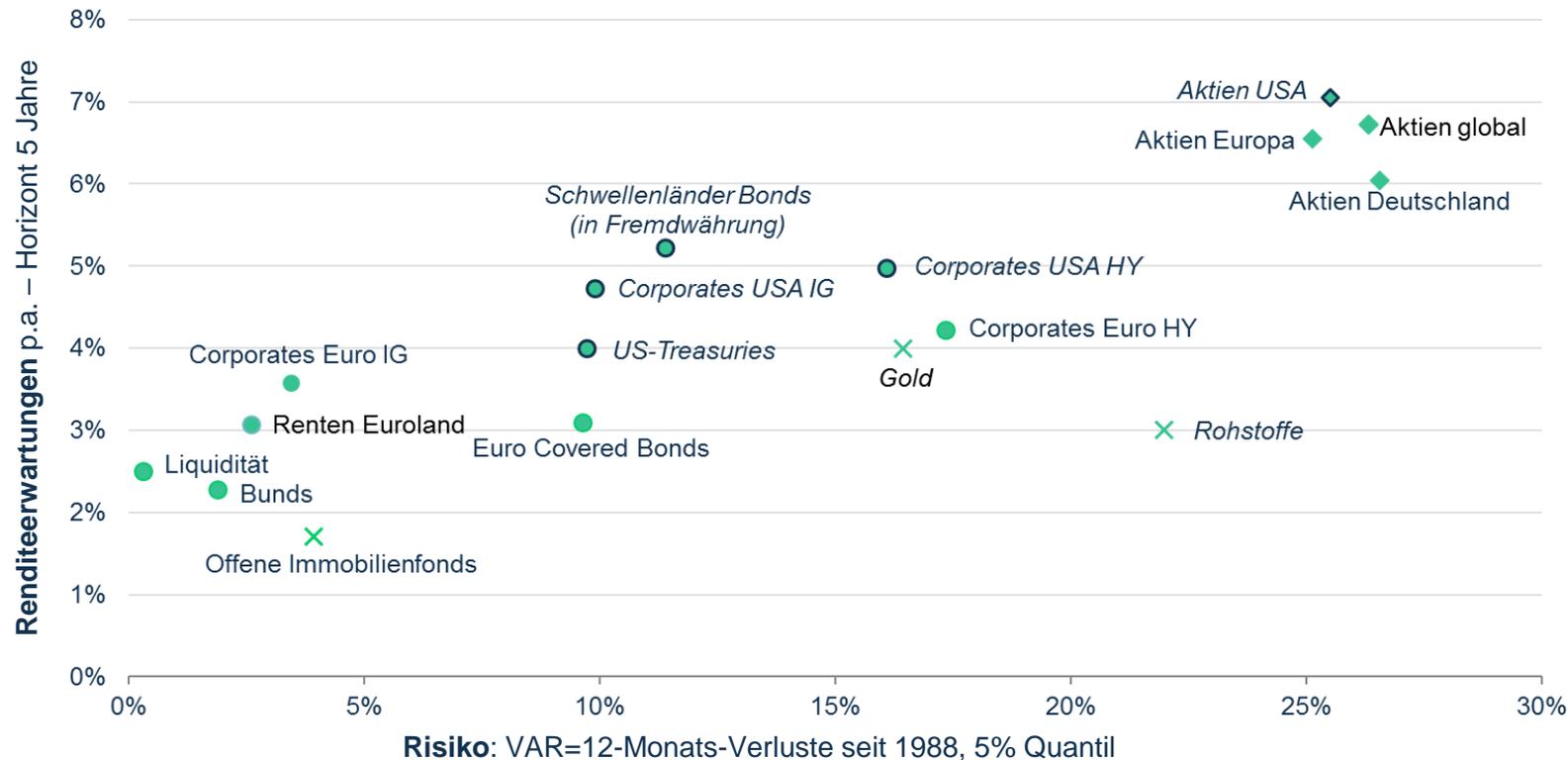
8,0% p.a.
Renditeerwartung

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: 06.02.2023. 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														
06.02.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,61	2,47	2,31	2,20	2,14	2,12	2,11	2,12	2,14	2,17	2,30	2,28	2,20	2,18
France	2,72	2,62	2,52	2,46	2,44	2,44	2,47	2,53	2,60	2,67	2,99	3,07	3,05	3,05
Italy	3,02	3,00	3,08	3,20	3,32	3,46	3,60	3,74	3,87	3,99	4,29	4,33	4,25	4,19
Spain	2,76	2,74	2,72	2,72	2,75	2,80	2,87	2,96	3,05	3,15	3,51	3,61	3,61	3,63
Netherlands	2,60	2,50	2,41	2,36	2,33	2,33	2,35	2,38	2,41	2,44	2,53	2,54	2,48	2,40
Austria	2,67	2,54	2,47	2,48	2,52	2,58	2,65	2,71	2,76	2,80	2,90	2,90	2,89	2,87
Belgium	2,76	2,62	2,50	2,45	2,45	2,49	2,56	2,64	2,72	2,80	3,10	3,22	3,20	3,12
Ireland	2,52	2,45	2,41	2,40	2,41	2,44	2,48	2,54	2,60	2,67	2,94	3,03	-	-
Portugal	2,72	2,65	2,58	2,58	2,63	2,70	2,80	2,90	3,01	3,11	3,46	3,59	3,60	3,57
Finland	2,55	2,44	2,43	2,46	2,51	2,56	2,61	2,66	2,72	2,77	2,91	2,84	2,70	2,59
EUR Swap in %	3,33	3,19	3,00	2,88	2,81	2,78	2,76	2,75	2,75	2,76	2,76	2,63	2,47	2,32

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											
06.02.2023	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	2,50	2,70	2,82	2,90	2,97	3,02	3,06	3,10	3,11	3,12	
AA-	2,78	2,88	2,95	2,99	3,02	3,05	3,08	3,10	3,11	3,13	
A+	2,85	3,09	3,13	3,15	3,17	3,19	3,20	3,21	3,22	3,23	
A	2,91	3,05	3,13	3,18	3,23	3,26	3,29	3,32	3,34	3,36	
A-	3,00	3,12	3,19	3,24	3,28	3,32	3,34	3,37	3,39	3,41	
BBB+	3,11	3,25	3,33	3,39	3,43	3,47	3,50	3,53	3,55	3,57	
BBB	3,22	3,39	3,48	3,55	3,60	3,65	3,68	3,71	3,74	3,77	
BBB-	3,42	3,68	3,84	3,95	4,04	4,11	4,17	4,22	4,27	4,31	
BB+	3,63	3,80	4,84	4,83	4,81	4,81	4,80	4,79	4,79	4,78	
BB	3,82	4,05	5,09	5,42	5,68	5,89	6,07	6,23	6,36	6,48	
BB-	4,55	4,71	5,76	5,98	6,15	6,29	6,40	6,51	6,60	6,68	
B+	4,80	5,62	6,11	6,45	6,72	6,93	7,12	7,28	7,42	7,54	
B	6,89	7,33	7,59	7,77	7,91	8,03	8,13	8,21	8,29	8,36	
B-	7,53	8,03	8,79	9,32	9,74	10,08	10,36	10,61	10,83	11,03	
EUR Swap in %	3,33	3,19	3,00	2,88	2,81	2,78	2,76	2,75	2,75	2,76	

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

06.02.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,27	3,26	3,26	3,26	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
AA-	3,29	3,29	3,32	3,34	3,36	3,37	3,38	3,39	3,40	3,40
A+	3,31	3,37	3,44	3,49	3,54	3,57	3,60	3,62	3,64	3,66
A	3,59	3,60	3,61	3,61	3,62	3,62	3,62	3,62	3,63	3,63
A-	3,71	3,73	3,74	3,75	3,76	3,76	3,77	3,77	3,77	3,78
BBB+	3,74	3,82	3,85	3,90	3,92	3,99	4,01	4,05	4,09	4,11
BBB	3,85	3,90	3,93	3,98	4,02	4,03	4,08	4,13	4,14	4,15
BBB-	3,97	4,57	4,47	4,40	4,34	4,30	4,26	4,22	4,20	4,17
EUR Swap in %	3,33	3,19	3,00	2,88	2,81	2,78	2,76	2,75	2,75	2,76

Rendite über 4,0%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

06.02.2023	Maturity (Call-Date)										
Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU	3,32	3,19	3,13	3,09	3,08	3,13	2,99	3,24			
AT	3,37	3,23	3,11	3,07	3,09	3,01	3,01	3,08	3,10	3,20	3,16
BE	3,25	3,12	3,03	2,94	2,94	2,94	2,94	3,06			
CA	3,31	3,26	3,28	3,16	3,10	3,05	3,03	3,06			3,18
DK	3,22		3,13	2,88	3,17	2,84			3,11		
FI	3,29	3,22	3,11	3,04	3,03	3,02			3,18		
FR	3,24	3,18	3,08	3,03	3,01	3,02	3,01	3,03	3,06	3,09	3,13
DE	3,22	3,10	2,98	2,92	2,87	2,86	2,85	2,84	2,87	2,92	2,94
GR											
IE										2,93	
IT	3,45	3,31	3,26	3,09	3,18	3,20	3,04	3,28	3,48	3,44	
LU	3,28					3,17					
NL	3,35	3,30	3,09	3,11	3,03	3,03	2,89	2,93		3,08	
NZ	3,36	3,23	3,23	3,31			3,03	3,04			
NO	3,32	3,43	3,22	3,10	3,05	2,97	2,90	2,95	2,98		3,00
PL	3,41	3,28		3,28							
PT	3,33						2,96		2,98		
SG	3,24	3,36		2,98	3,13		2,94		2,93		
ES	3,39	3,35	3,15	3,14	3,15	3,13	3,21	3,16	3,22		3,26
SE	3,29	3,10	3,15	3,06	2,95	3,01			2,92		
CH		3,60									
UK	3,33	3,17	3,17	3,15	3,06	3,18		3,03		2,96	
JP	3,47				2,95		2,89				
KR		3,51	3,08	3,02	2,96	3,06					
SK	3,43	3,47	3,32	3,25		3,27	2,98				
EUR Sw ap in %	3,33	3,19	3,00	2,88	2,81	2,78	2,76	2,75	2,75	2,76	2,77

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.

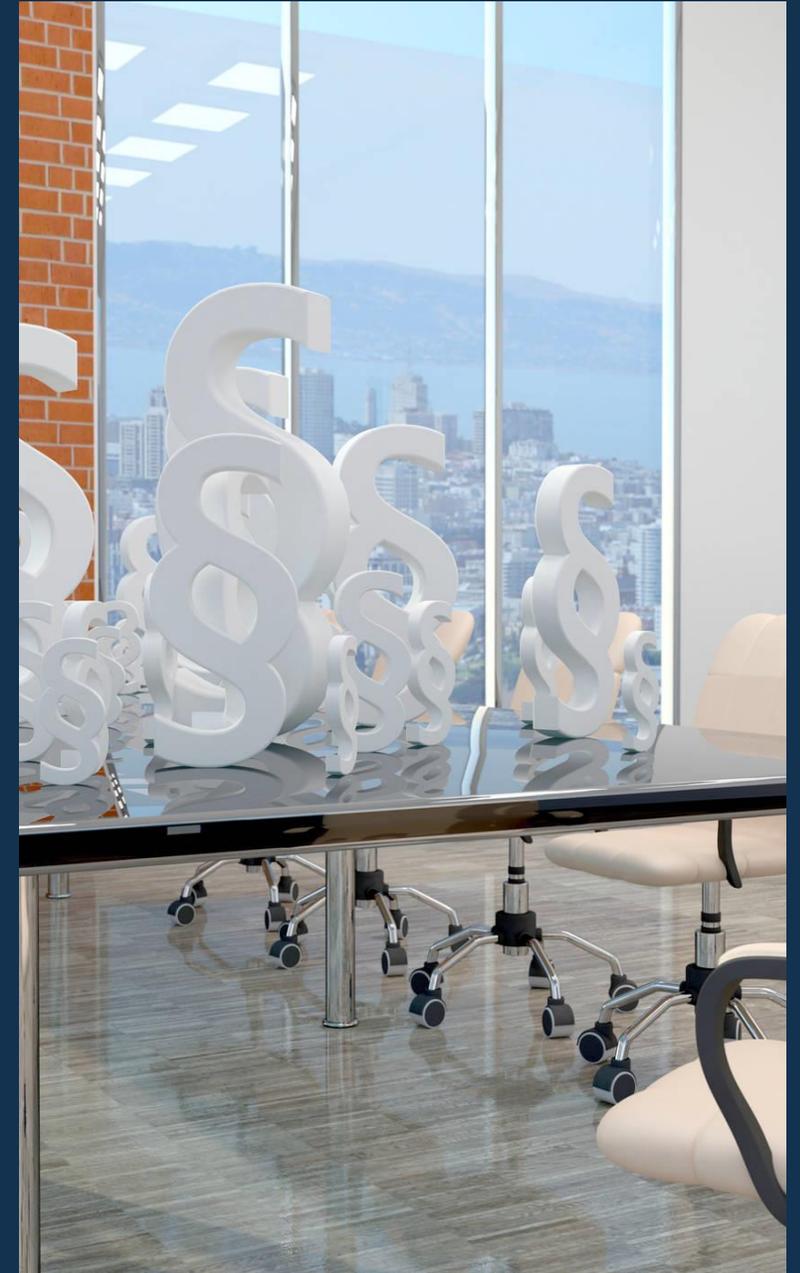
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

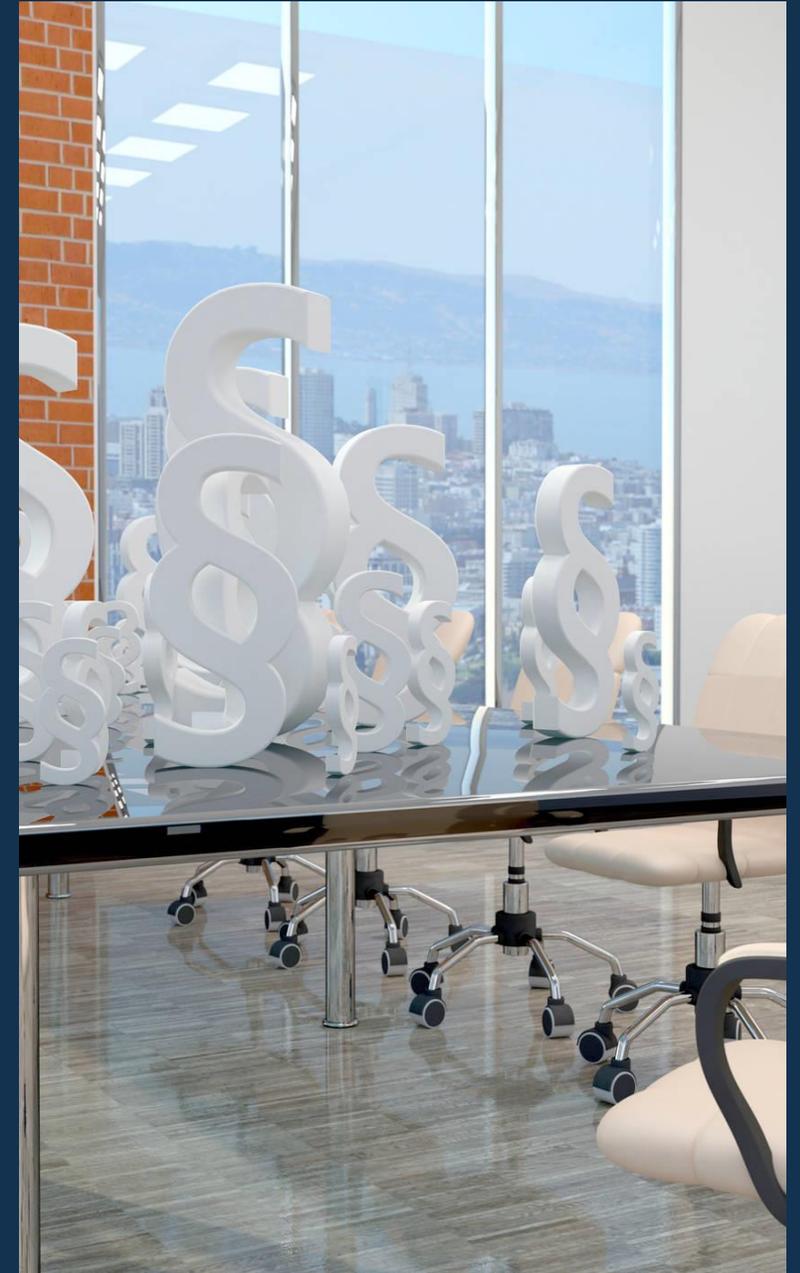
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

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:

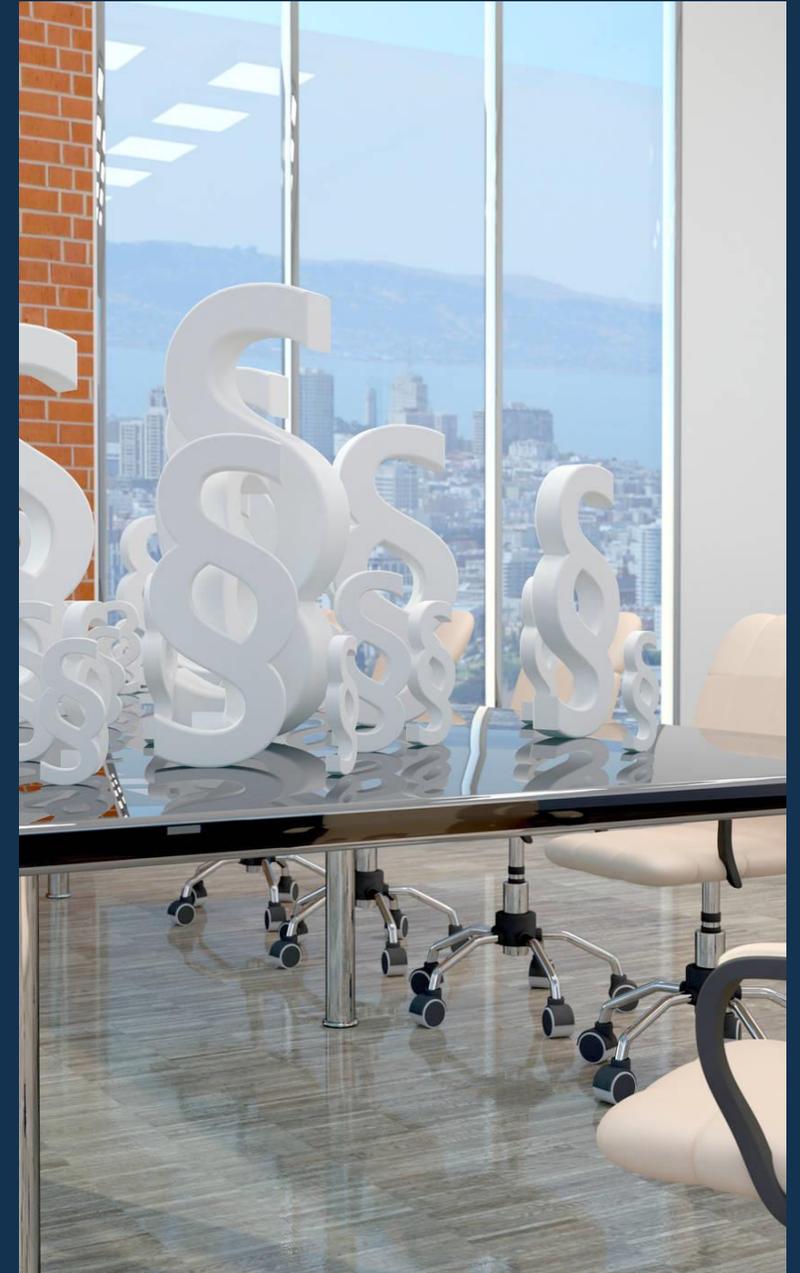
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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: 07.02.2023 10:09

