

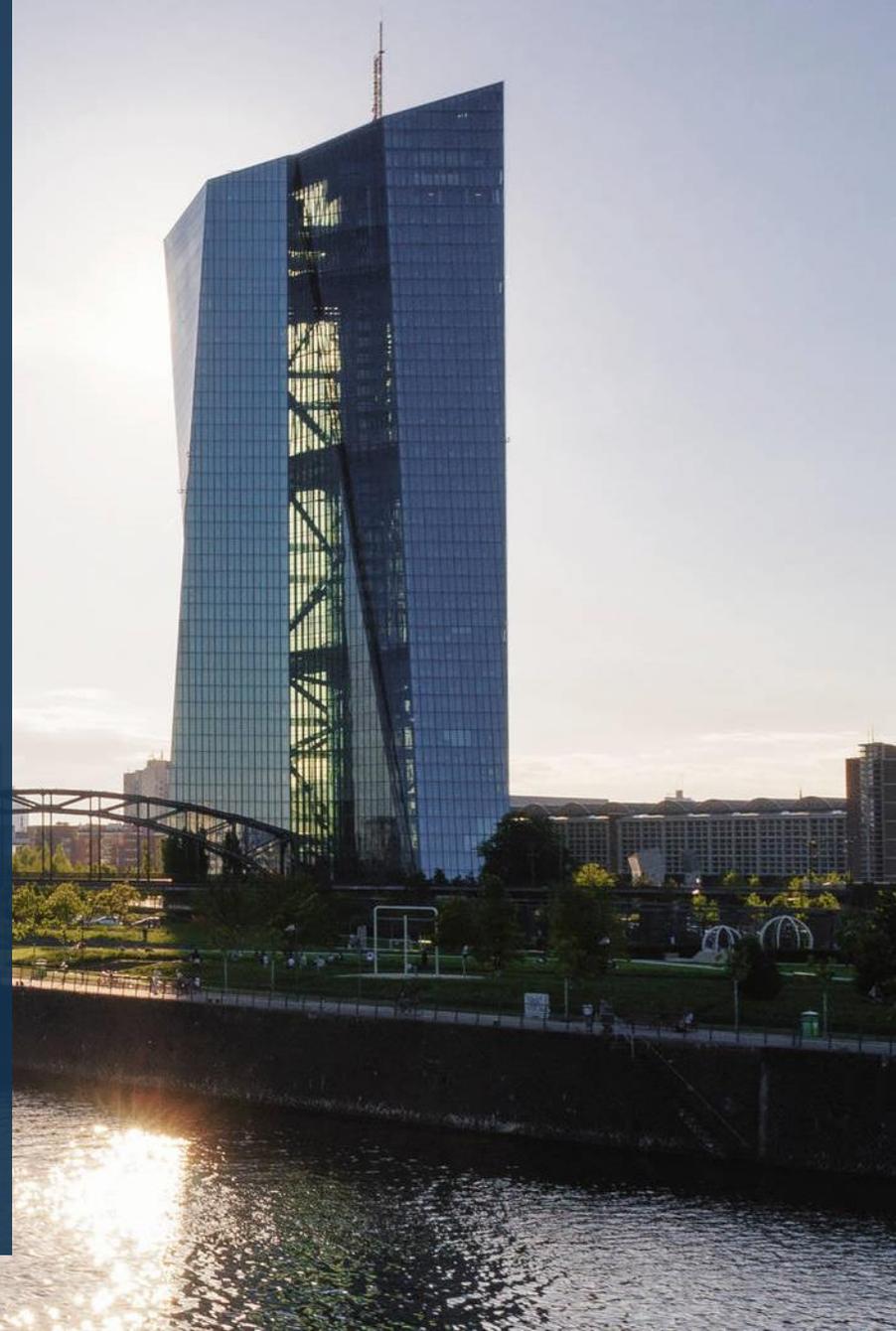
Bereit für Neues

LB  BW

# Kapitalmarktkompass Juni

Die Zinserhöhungen wirken: Die Liquidität macht sich rar

06.06.2023 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 06.06.2023 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: **2731 711 5472#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56506#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=me901ccc4b9e1f4f0de736438a4a0fef7>

Event-Kennnummer: **2731 711 5472**

Event-Passwort: **KMK06** (56506 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!

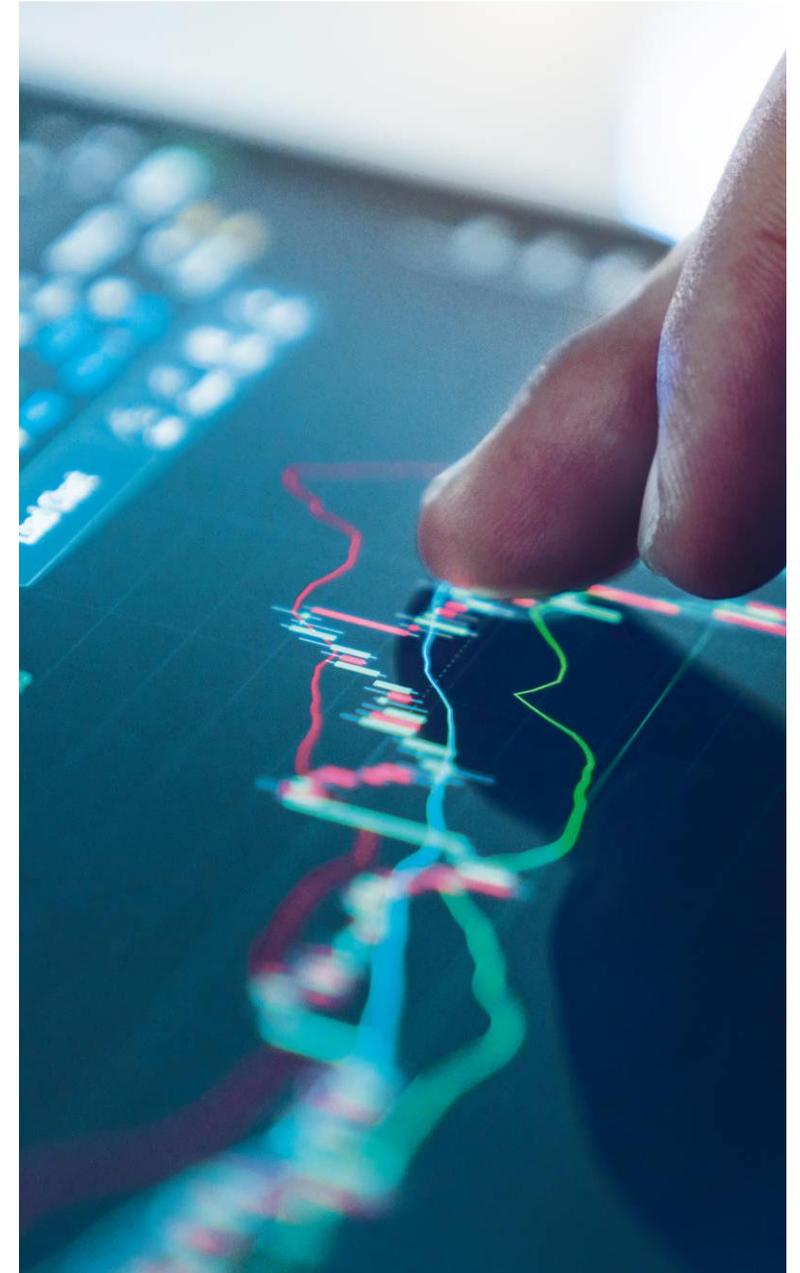
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 06.06.2023, 14h
- Dienstag, 04.07.2023, 14h
- Dienstag, 01.08.2023, 14h
- Dienstag, 05.09.2023, 14h



# Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Die Zinserhöhungen wirken – die Liquidität macht sich rar	08
03	Makro: Einigung US-Schuldenstreit / Rezession in Deutschland	18
04	Zinsen: Notenbanken marschieren getrennt	28
05	Credits: Unternehmen noch nicht ausgebremst	40
06	Aktien: Widerstand am DAX-Allzeithoch	47
07	Immobilien: Rückgang der Preise dauert an	55
08	Prognosen und Asset Allokation – Vorsicht über den Sommer!	59
09	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	72



# 01

## Vorwort und Einleitung





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

**» Der Kompromiss in den USA sieht eine spürbare Reduzierung der Staatsausgaben vor, was die Wahrscheinlichkeit einer Rezession erhöht.«**

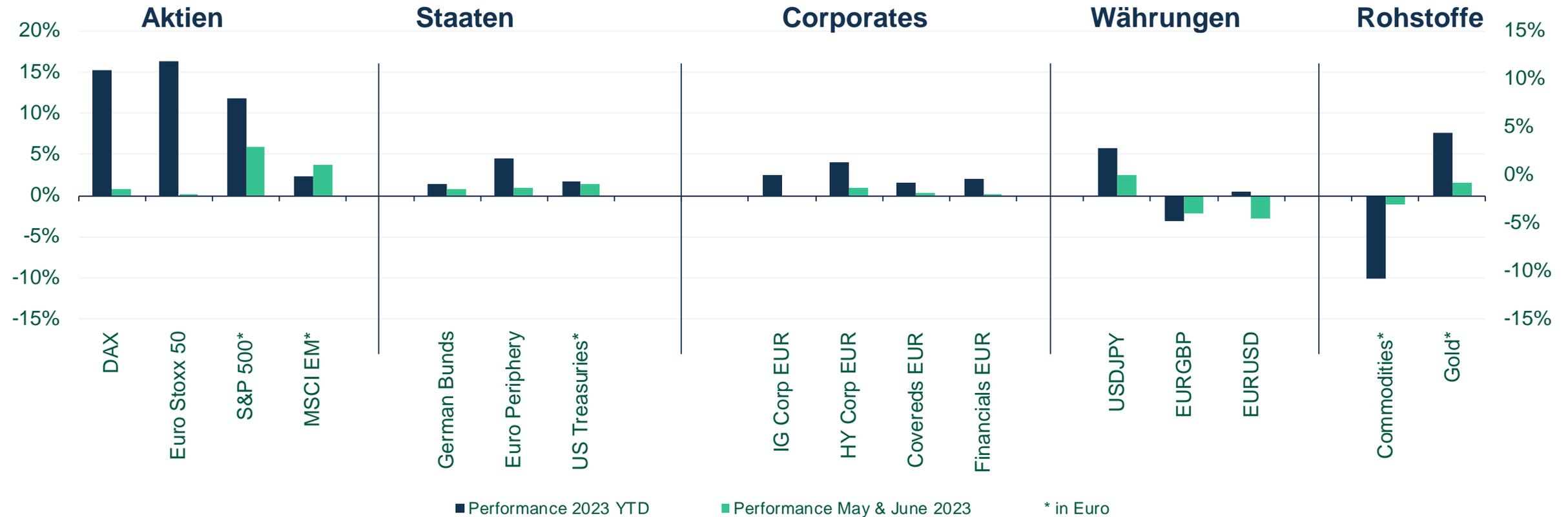
Dieses Mal beginne ich mit, zumindest vordergründig, guten Nachrichten. In den Vereinigten Staaten ist kurz vor Ultimo ein Kompromiss im Schuldenstreit gefunden worden. Außerdem hat die Inflation im Mai nachgelassen. So weit so gut. Kurzfristig könnte der Kompromiss in Washington die Konjunktur nochmals bremsen. Schon so hat sie es schwer genug. In Deutschland blieb sie zuletzt hinter den Erwartungen vieler zurück. Wir sind in einer technischen Rezession. Als zu unverdaulich erwies sich das Gebräu aus sinkenden Realeinkommen und steigenden Leitzinsen. Wie sich die Straffung der Geldpolitik an den Märkten auswirken wird, beleuchten wir in unserem Sonderthema „Liquidität“.



# Der Euro und Rohstoffe sind die Verlierer im Mai

## Ausgewählte Assets

in Prozent



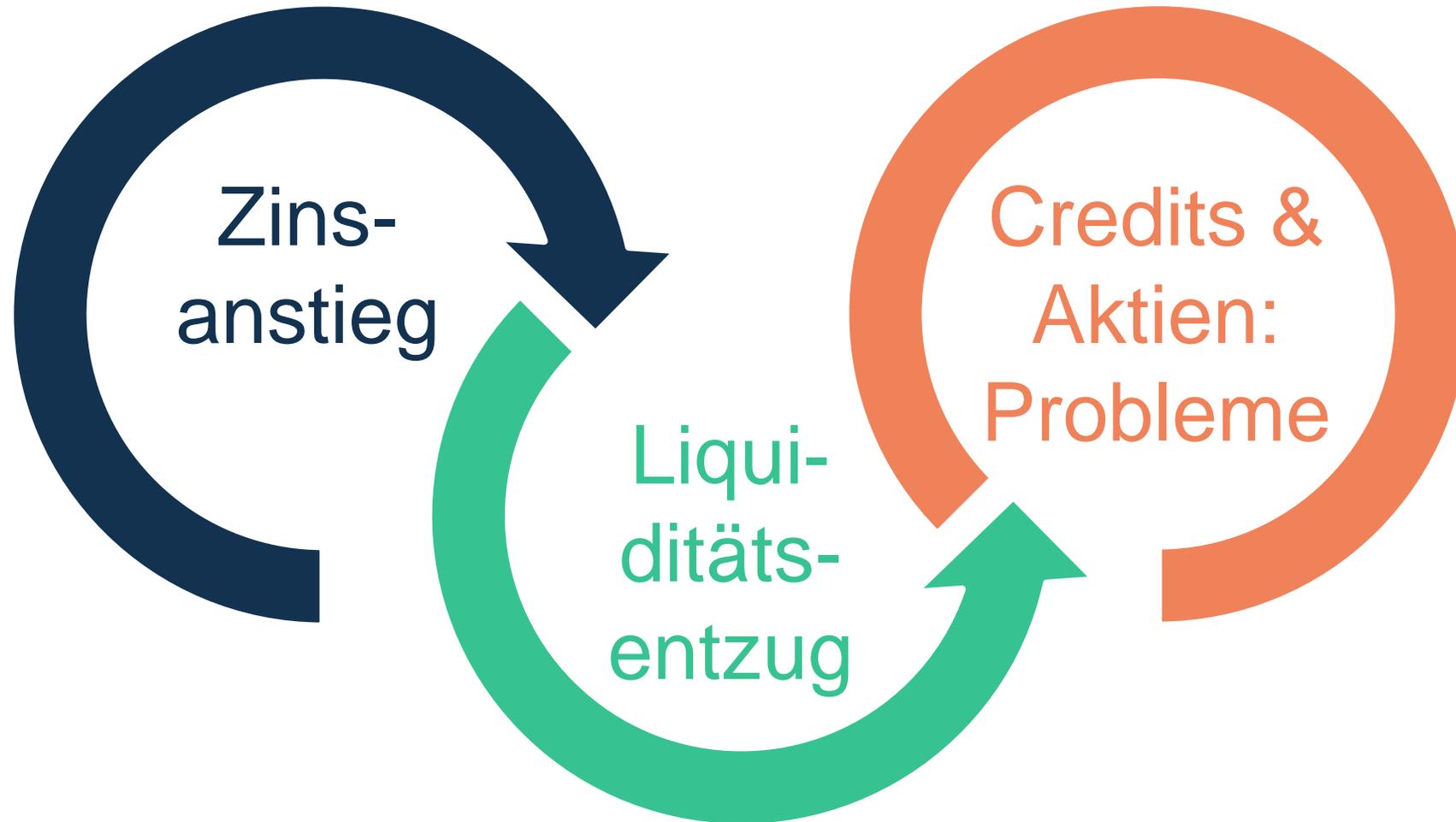
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# 02

Die Zins-  
erhöhungen  
wirken:  
Die Liquidität  
macht sich rar

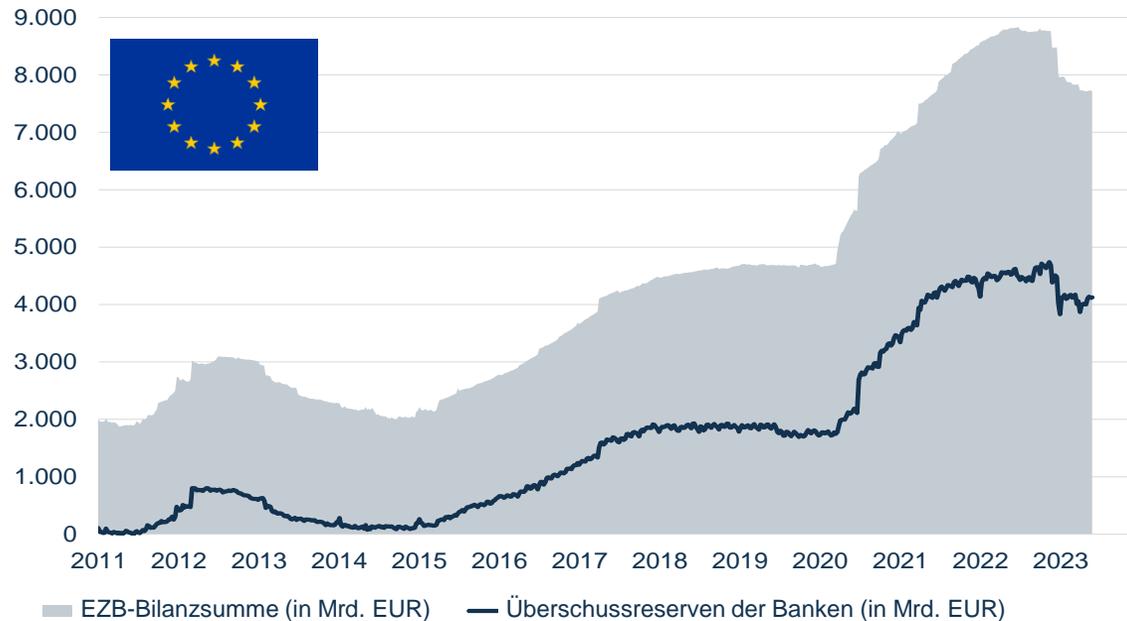
Dr. Thomas Meißner  
Leiter Strategy Research  
Tel: +49 711 127-73574  
thomas.meissner@LBBW.de

# In drei Schritten: Das Unheil nimmt seinen Lauf



# Überschussliquidität im Übermaß? Auf dem Rückzug!

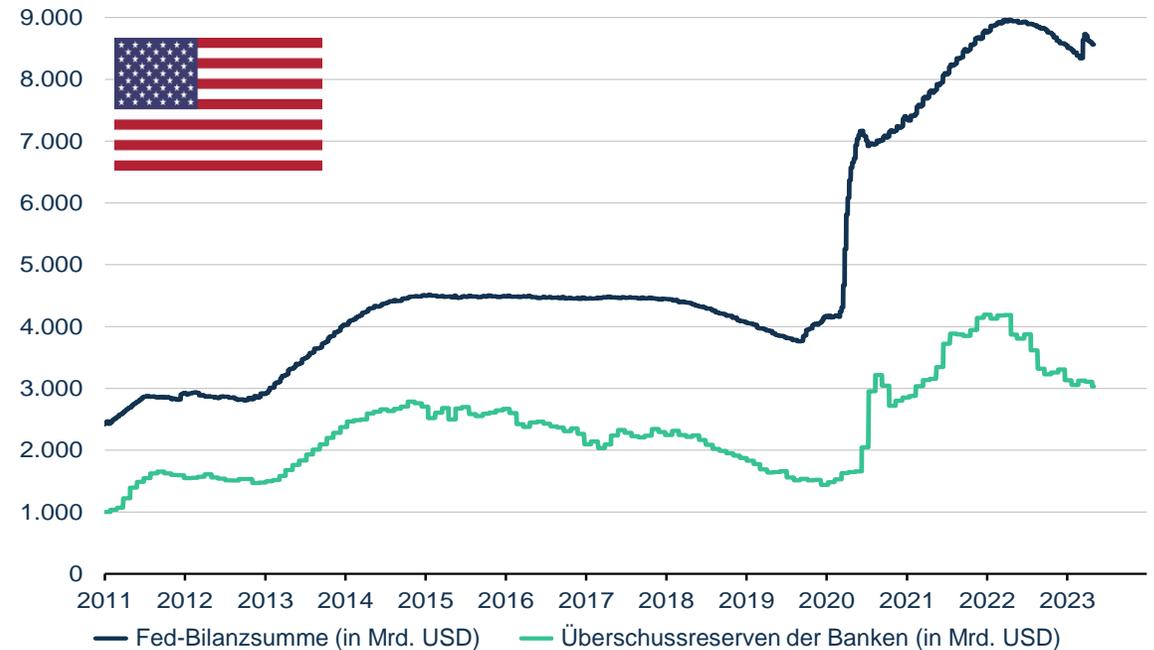
## EZB-Bilanzsumme und Überschussliquidität am Euro-Geldmarkt (in Mrd. Euro)



- Parallel zur Bilanzsumme schrumpft die Überschussliquidität am Geldmarkt, im Euroraum vom Rekordniveau bei 4,7 Bio. Euro auf aktuell rund 4 Bio. Euro.  
Noch immer mehr als das Doppelte des Vor-Corona-Hochs!

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## Fed-Bilanzsumme und Überschussliquidität am USD-Geldmarkt (in Mrd. USD)

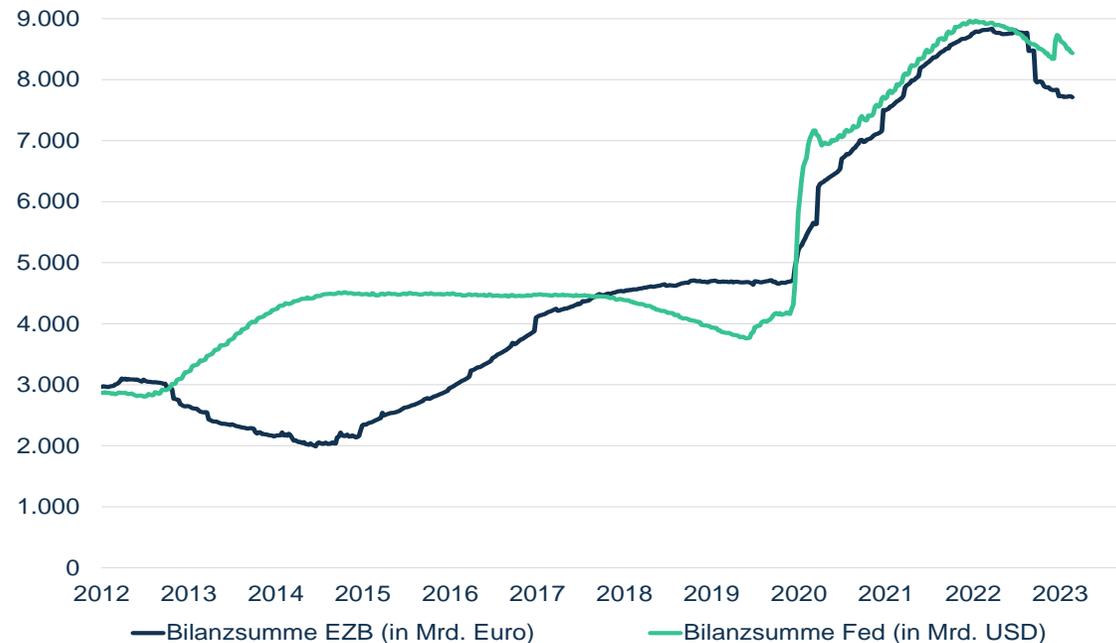


- Überschussliquidität am USD-Geldmarkt schneller geschrumpft als am Euro-Geldmarkt, vor allem in Anfangsphase von „QT“.
- Aktuell mit rund 3 Bio. USD noch das Doppelte des Vor-Corona-Niveaus.

# Euroraum, USA: Geldpolitik auf Kurs Kontraktion

## Bilanzsummen EZB und Fed

in Mrd. USD bzw. Mrd. Euro



- EZB-Bilanz seit Herbst 2022 um gut 1 Bio. Euro geschrumpft, bisher hauptsächlich durch TLTRO-Rückzahlung.
- Anleihebestände schrumpfen aktuell durch „QT“ um 15 Mrd. Euro/Monat, ab Juli um rund 27 Mrd. Euro/Monat.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## Bilanzsummen EZB und Fed

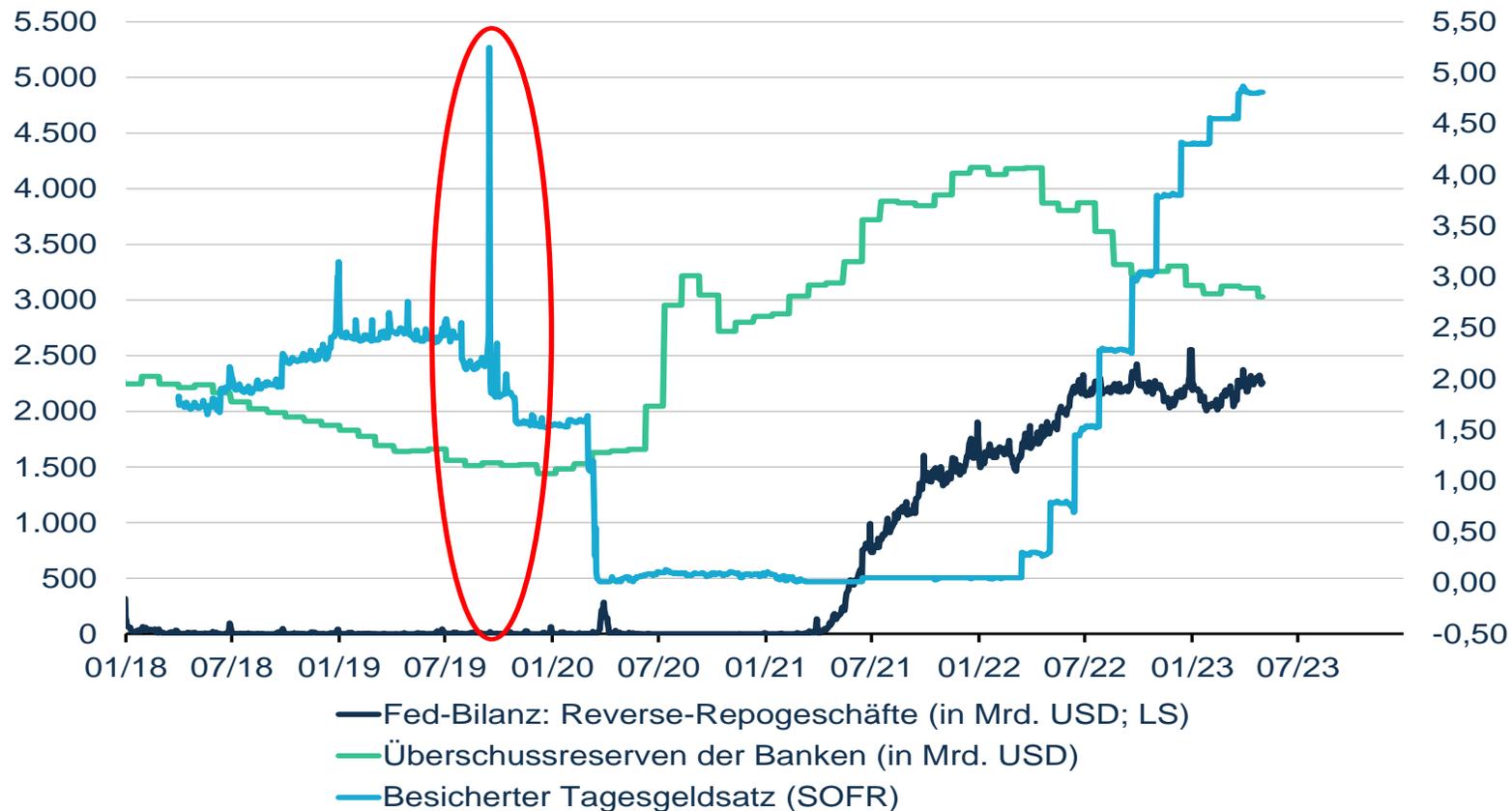
Veränderung Y/Y, in %



- Fed-Bilanz per Saldo seit Frühjahr 2022 um rund 500 Mrd. USD geschrumpft – Anleihebestände sinken durch „QT“ um bis zu 95 Mrd. USD/Monat.
- „Korrektur“ durch Bankenturbulenzen im Frühjahr 2023.

# Bilanzkontraktion mit Risiken und Nebenwirkungen!

## Überschussliquidität am USD-Geldmarkt und SOFR

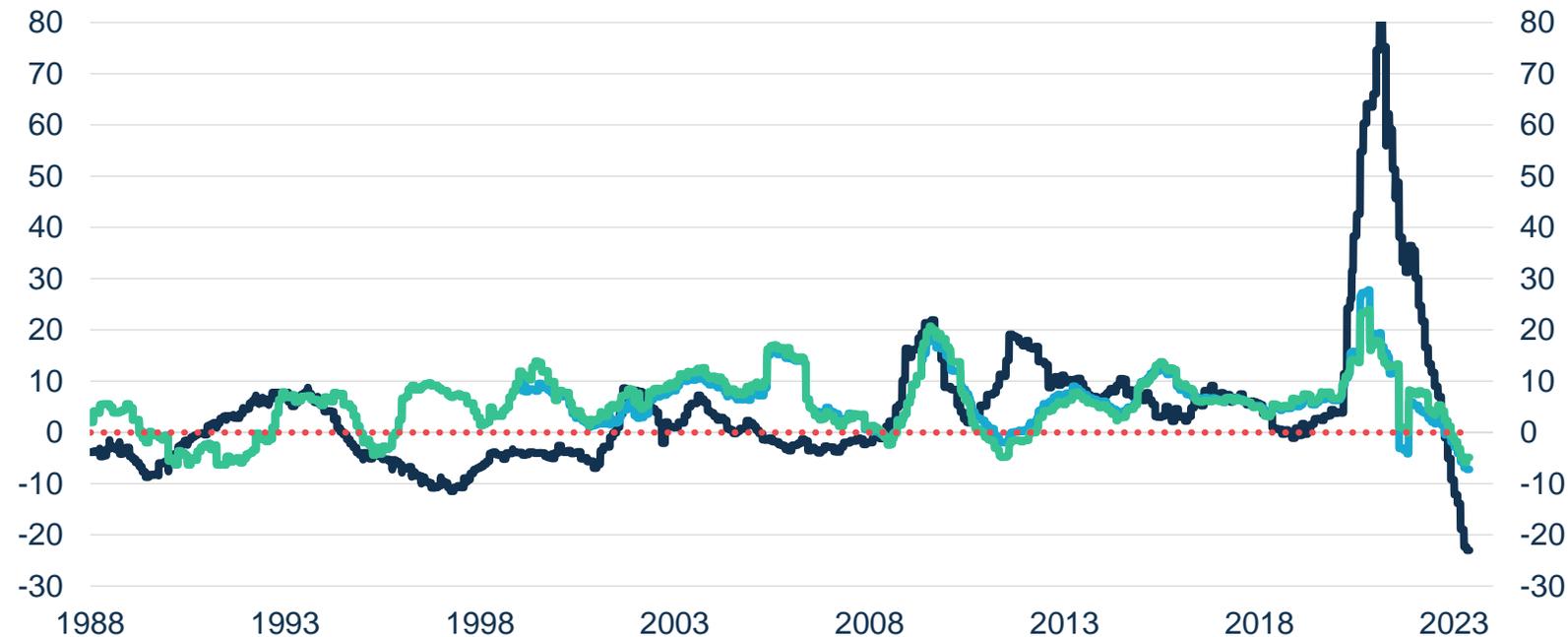


- **USA:** Erste Runde des „QT“ der Jahre 2017-19 stieß bei Überschussliquidität von rund 1,5 Bio. USD an faktische „Untergrenze“.
- Starke Turbulenzen am Geldmarkt zwangen die Fed im Herbst 2019 zu einer Kehrtwende.
- **Hauptproblem damals:** Eine extrem ungleichmäßige Verteilung der Liquidität innerhalb des Finanzsektors!
- **Euroraum:** EZB warnt in Finanzstabilitätsbericht vor abnehmender Marktliquidität im Zuge steigender Zinsen.

# Euroraum: Nach der Pandemie schlägt das Pendel nun in die entgegengesetzte Richtung aus

## Überschussliquidität

in Prozentpunkten



Über-/Unterversorgung der Wirtschaft mit Kapital (Wachstumsraten aus Geldmenge M1 abzgl. nominalem BIP in Prozentpunkten)

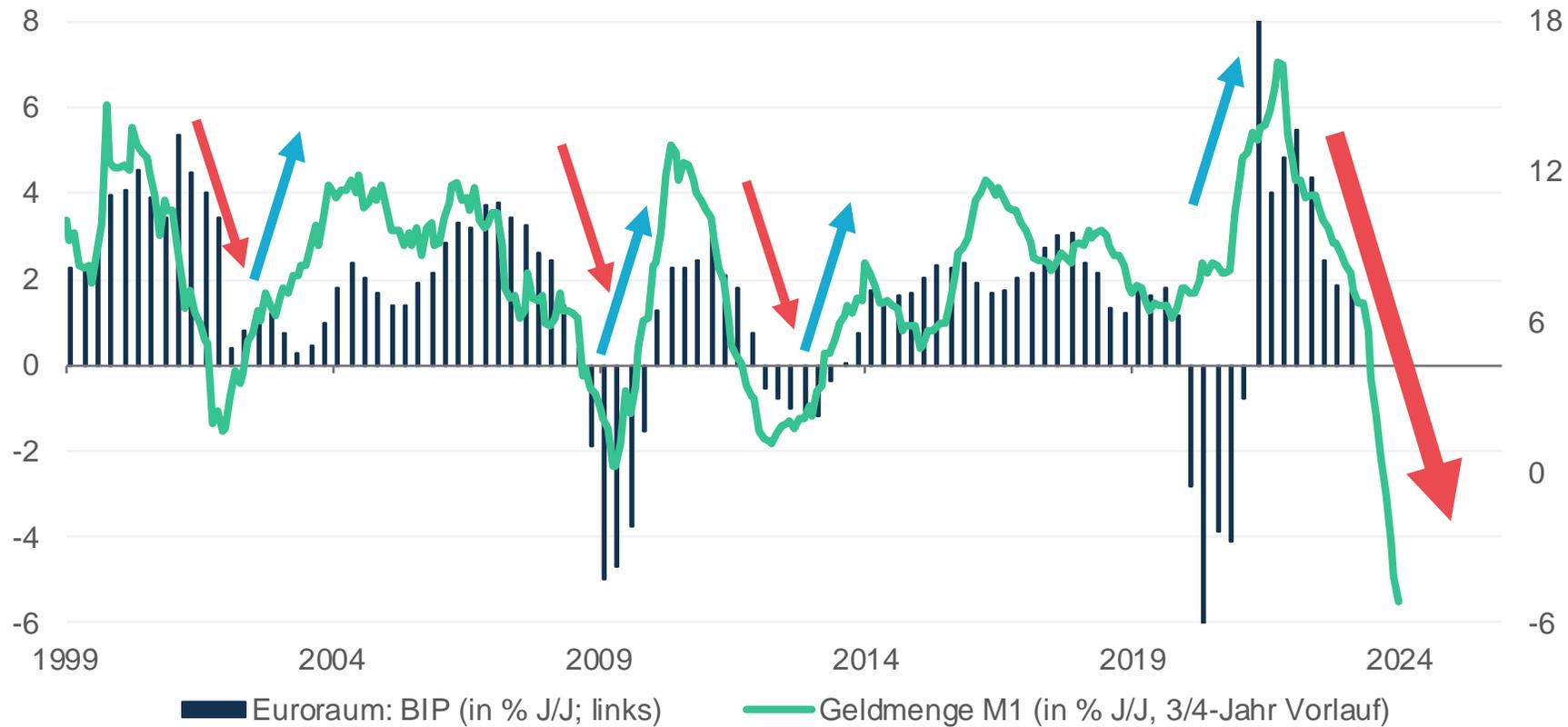
— USA\* — Eurozone seit 1995 (davor Deutschland) — Deutschland

\*bezogen auf die bis einschließlich April 2020 geltende Definition von M1

- Liquiditätsspritzen der Notenbanken sowie staatliche Hilfen führten während der Corona-Pandemie dazu, dass deutlich mehr Liquidität geschaffen wurde, als die Wirtschaft benötigte.
- Die überschüssige Liquidität wollte angelegt werden. Die hierdurch erhöhte Nachfrage bei gleichzeitig nicht unmittelbar erhöhtem Angebot an Anlagen führte in der Tendenz damals zu steigenden Assetpreisen.
- Zuletzt wurde nun wieder weniger Liquidität geschaffen, als die Wirtschaft benötigt. Um der Wirtschaft zu geben, was sie benötigt, müssen in der Tendenz Anlagen aufgelöst werden. Dies wird nahezu zwangsläufig zu niedrigeren Assetpreisen führen.

# Euroraum: Liquiditätsentzug hat Folgen!

## Euroraum: Enges Geldmengenaggregat M1 (neun Monate vorverschoben) & BIP jeweils in % J/J

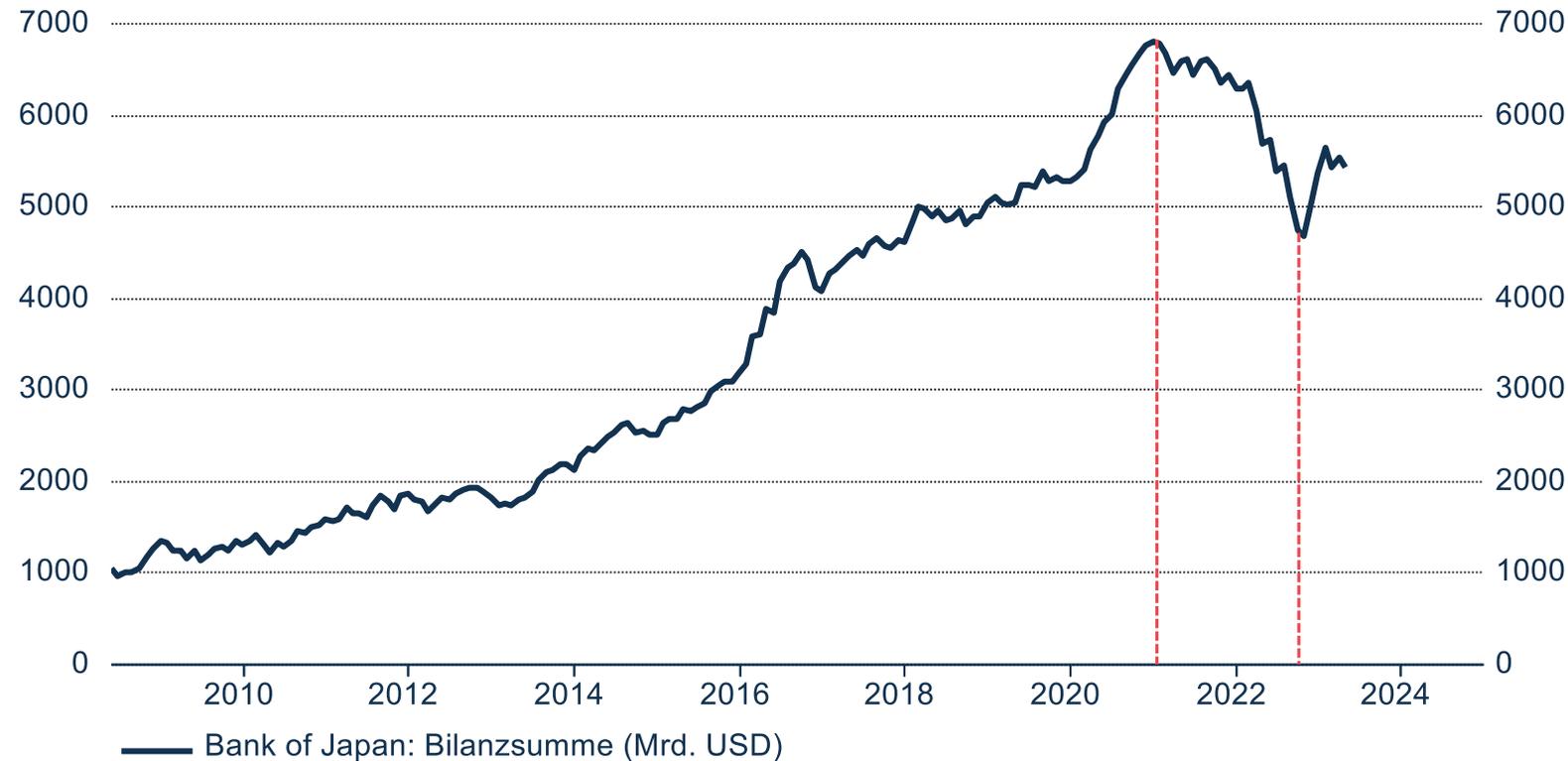


Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Japan: BoJ-Bilanzsumme kann konsolidieren, ohne eine Liquiditätsverknappung zu erzeugen

## Bilanzsumme der BoJ

in Mrd. USD

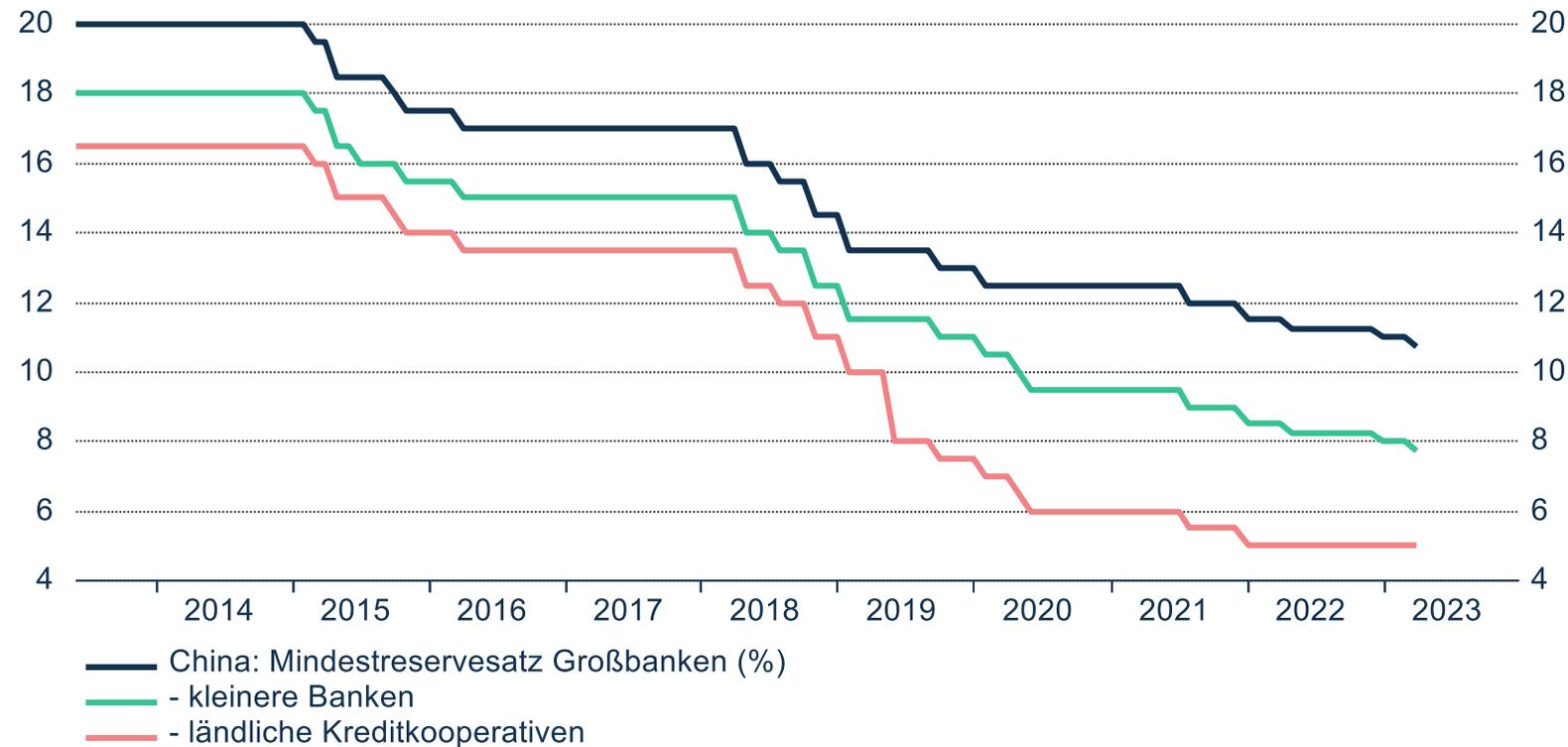


- Die Bilanzsumme der BoJ hat seit 2021 im Trend nach unten korrigiert.
- Dies hängt mit der sehr volatilen Notwendigkeit zusammen, im Rahmen der „Yield Curve Control Strategy“ die offizielle Renditeobergrenze für 10jährige JGBs zu verteidigen.
- In Phasen, in denen die Renditen ohnehin niedrig sind (z.B. in der Pandemie), muss die BoJ weniger Staatstitel aufkaufen, um die Renditegrenzen einzuhalten. Deswegen kann die Bilanzsumme auch sinken, ohne dass dies eine „Liquiditätsverknappung“ darstellen würde.
- Ab Ende 2022 musste die BoJ wegen des ansteigenden internationalen Renditetrends wieder mehr Staatstitel aufkaufen, was die Bilanzsumme dann wieder erhöhte.

# China: PBoC lockert Geldpolitik eher zusätzlich

## Mindestreservesätze in China

in %



- Aufgrund strikter Kapitalverkehrskontrollen spielt China bei der internationalen Liquiditätsversorgung noch immer keine bedeutende Rolle.
- **Auf dem Binnenmarkt lockert die PBoC ihre Geldpolitik derweil eher weiter.**
- Ein Mangel an Liquidität kann hier nur in Teilbereichen z.B. aufgrund verordneter Kreditbeschränkungen entstehen (z.B. „drei rote Linien“ im Immobiliensektor).

# Liquidität: Ein vorsichtiges Fazit

- Leitzinserhöhungen – Liquiditätsverknappung – Probleme für die Bonitätssegmente:  
In dieser Schrittfolge befinden wir uns,  
im Euroraum genauso wie in den Vereinigten Staaten,  
gerade einmal am Übergang von Schritt 1 zu Schritt 2
- Der Kreditkanal funktioniert:  
Nach Leitzinsanhebungen leiden zunächst zinsensible Bereiche der Volkswirtschaft wie der Immobilienmarkt.  
Nach vorne geblickt werden zunehmend liquiditätssensible Bereiche zu kämpfen haben.
- Die EZB höchstselbst warnt vor einer abnehmenden Marktliquidität im Zuge steigender Zinsen.  
Wirtschaftliche Unsicherheit, eine Normalisierung der Geldpolitik und straffere finanzielle Bedingungen  
könnten zu einer „angespannten Liquidität“ führen.
- Wehe – Wehe – Wehe! Wenn ich auf das Ende sehe!  
Auch die realwirtschaftliche Leistung insgesamt hat noch schwere Zeiten vor sich,  
im Euroraum nicht anders als in den Vereinigten Staaten.
- Für Asien sieht es am aktuellen Rand besser aus, was die Liquiditätssituation angeht.

# 03

## Makro: Einigung US- Schuldenstreit/ Rezession in Deutschland

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

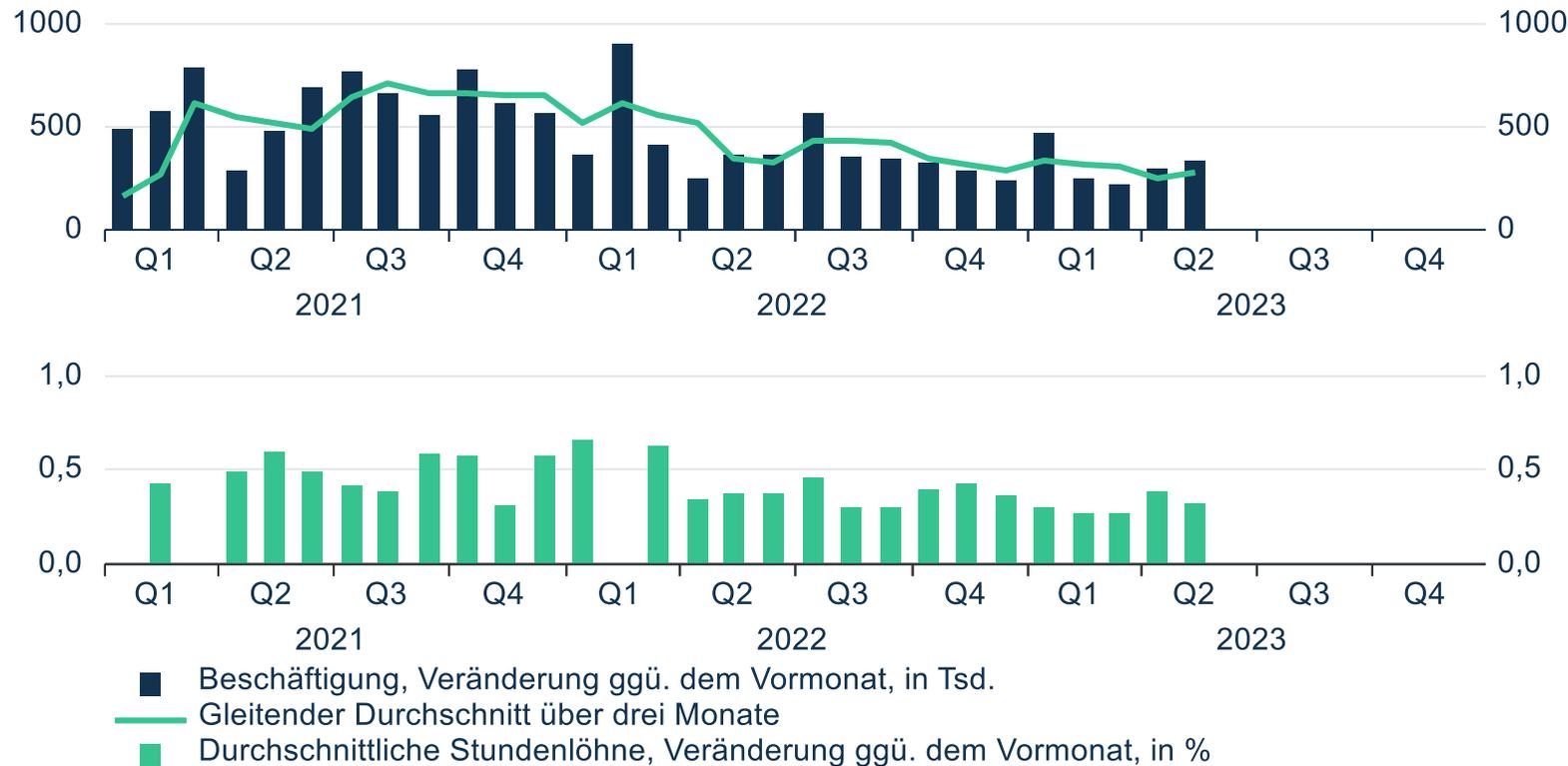
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
dirk.chlench@LBBW.de

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

# US-Arbeitsmarkt immer für eine Überraschung gut

## Beschäftigung und Stundenlöhne

Saisonbereinigte Monatswerte, in Tausend bzw. in %



- Die Anzahl der Beschäftigten gemäß Unternehmensumfrage stieg im Mai um 339 Tsd. gegenüber dem Vormonat an und übertraf damit alle Erwartungen. Hinzu kommt, daß der Beschäftigungsanstieg für April nach oben revidiert wurde.
- Dem steht entgegen, daß die separat erhobene Arbeitslosenquote im Mai auf 3,7 % angestiegen ist und der Anstieg der Stundenlöhne moderat ausfiel.
- Unter dem Strich ist es ein Stück wahrscheinlicher geworden, dass die US-Notenbank entgegen unserer derzeitigen Prognose auf ihrer Gremiensitzung in Juni abermals ihre Leitzinsen anheben wird.

# Einigung im Streit um die Schuldengrenze

## Kassenbestand des US-Zentralstaates

Tageswerte, in Mrd. US-Dollar



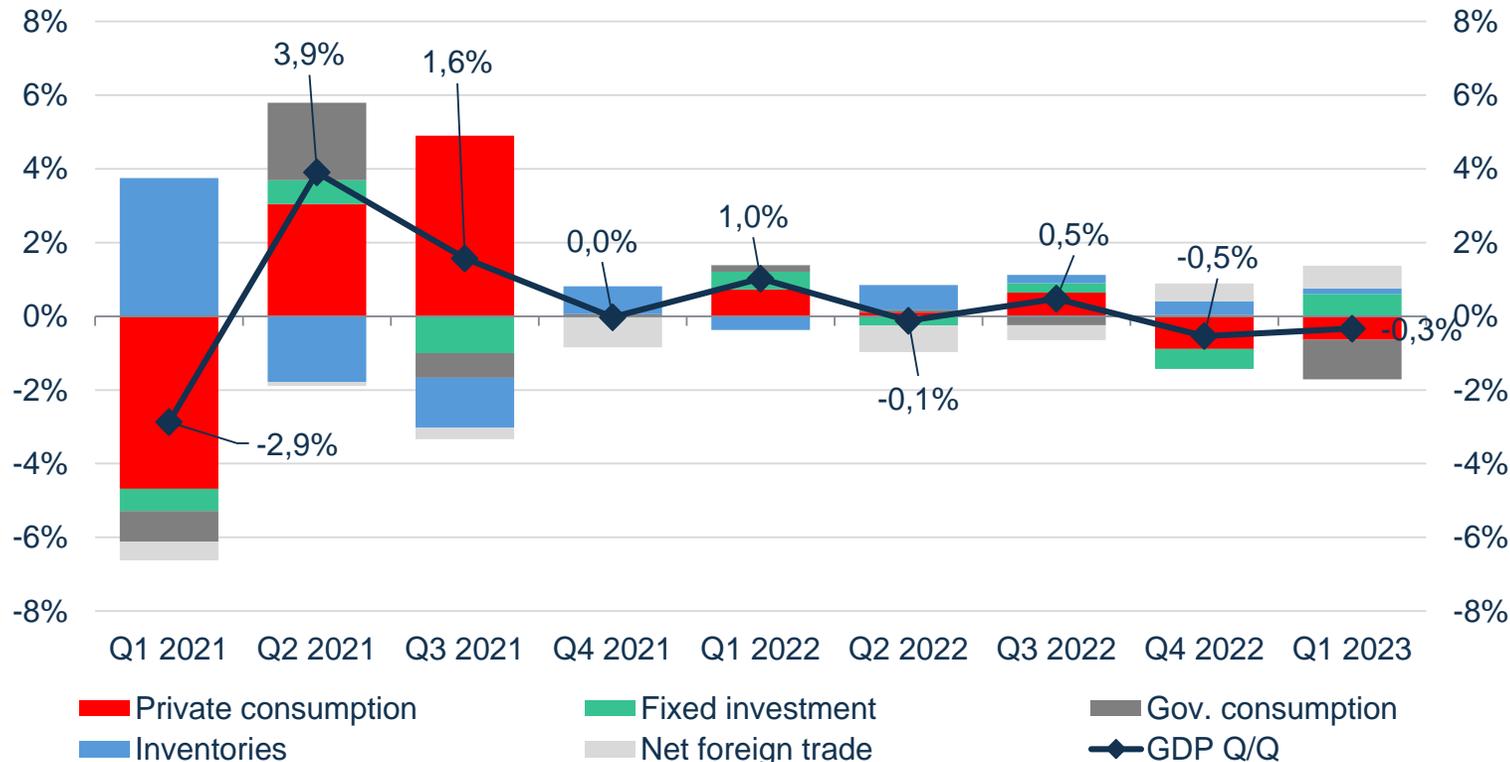
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Der US-Kongress hat den von Präsident Joe Biden und Kevin McCarthy, dem Sprecher des Repräsentantenhauses, ausgehandelten Kompromiss im Streit um die Erhöhung der Staatsschuldenobergrenze gebilligt. Die Staatsschuldenobergrenze soll nun bis Anfang 2025 ausgesetzt werden.
- Die Zeit drängte, denn der Kassenbestand des Bundes belief sich zuletzt auf nur noch 55 Mrd. US-Dollar.
- Der Kompromiss sieht unter anderem für die Fiskaljahre 2024 und 2025 ein Einfrieren der diskretionären Ausgaben des Zentralstaates vor, ausgenommen die Ausgaben für das Militär.
- Die Furcht vor einem Default des größten Anleihe-Schuldners der Welt ist zunächst vom Tisch.

# Deutschland: Konsum zieht BIP in die Rezession

## BIP und Beiträge der Sektoren

Quartalswerte Q/Q bzw. Prozentpunkte

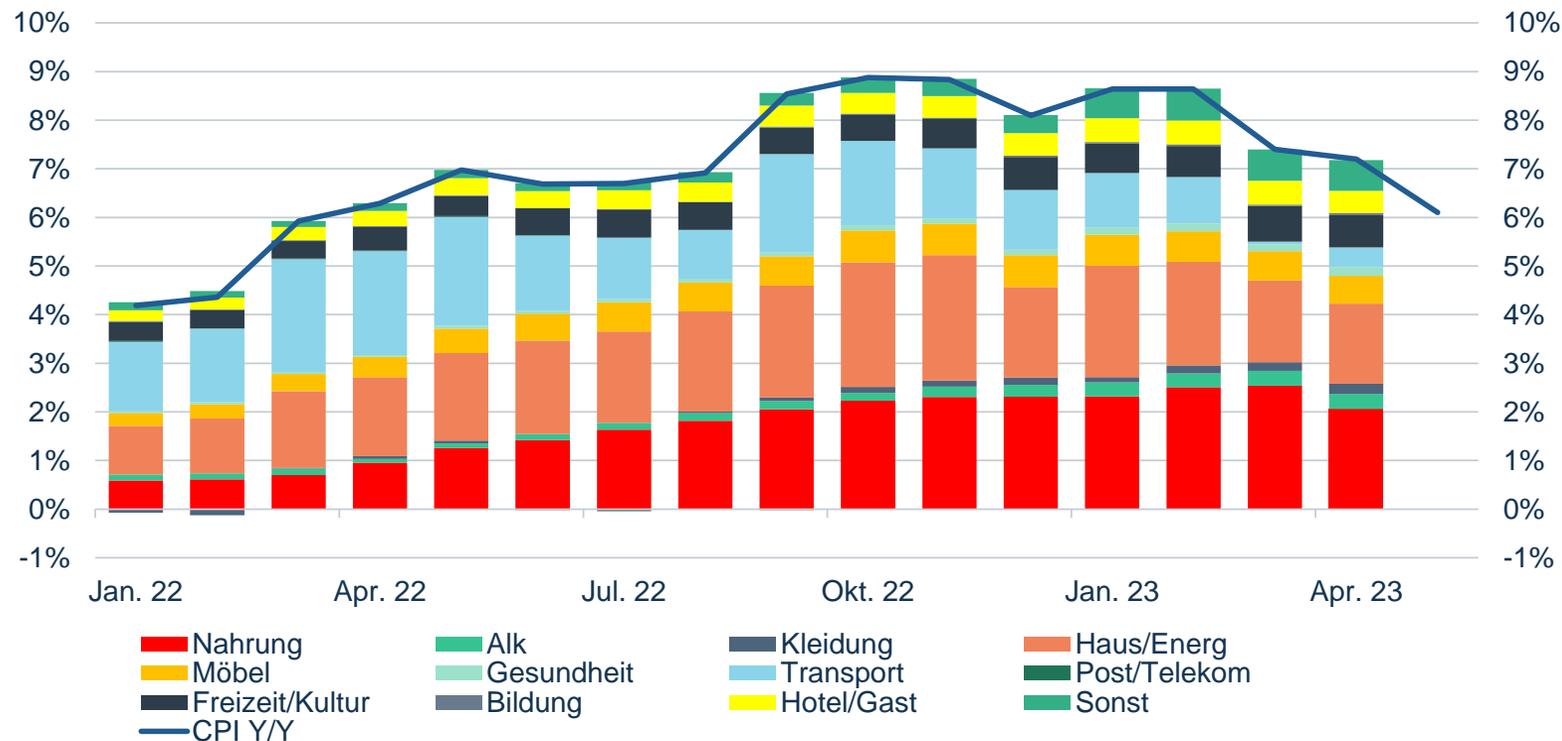


- Das BIP für Q1/2023 wurde von 0,0% auf minus 0,3% abwärts revidiert.
- Deutschland befindet sich in einer technischen Rezession (zwei Quartale Schrumpfung in Folge).
- Ursache war vor allem ein Rückgang des Konsums (privat wie staatlich).
- Die Nahaussichten sind keineswegs besser. Das ifo-Geschäftsklima und einige andere Indikatoren haben zuletzt nachgegeben.

# Deutschland: Inflation fällt auf 6,1%

## Inflation nat. CPI und Beiträge der Warengruppen

Monatswerte % Y/Y bzw. Prozentpunkte

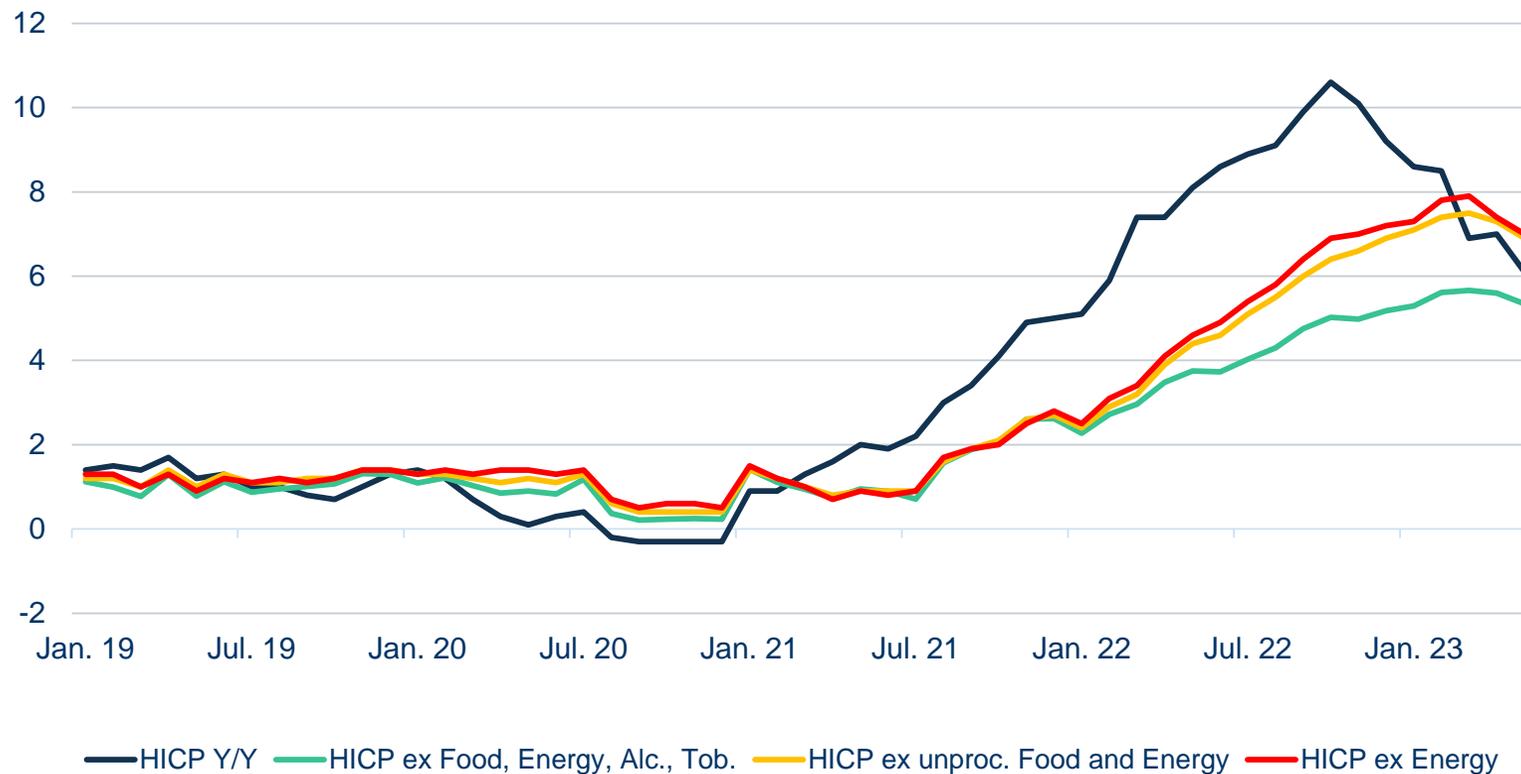


- Gute Nachrichten gab es von der Inflation. Im Mai ging der Preisauftrieb (nat. CPI) deutlich von 7,2% auf 6,1% zurück. Neben sinkenden Energiepreisen dürfte hier die Einführung des „Deutschland-Tickets“ eine Rolle gespielt haben.
- In den kommenden Monaten dürfte der Rückgang etwas weniger ausgeprägt ausfallen, da im Vorjahr das sog. Entlastungspaket des Bundes jetzt für einen inflationstreibenden Basiseffekt sorgt. Per Saldo haben sich mit den Mai-Zahlen die Inflationsspektiven verbessert.

# EWU: Inflation geht im Mai deutlich zurück

## Inflation HICP u. Kernraten in verschiedenen Abgrenzungen

Monatswerte % Y/Y

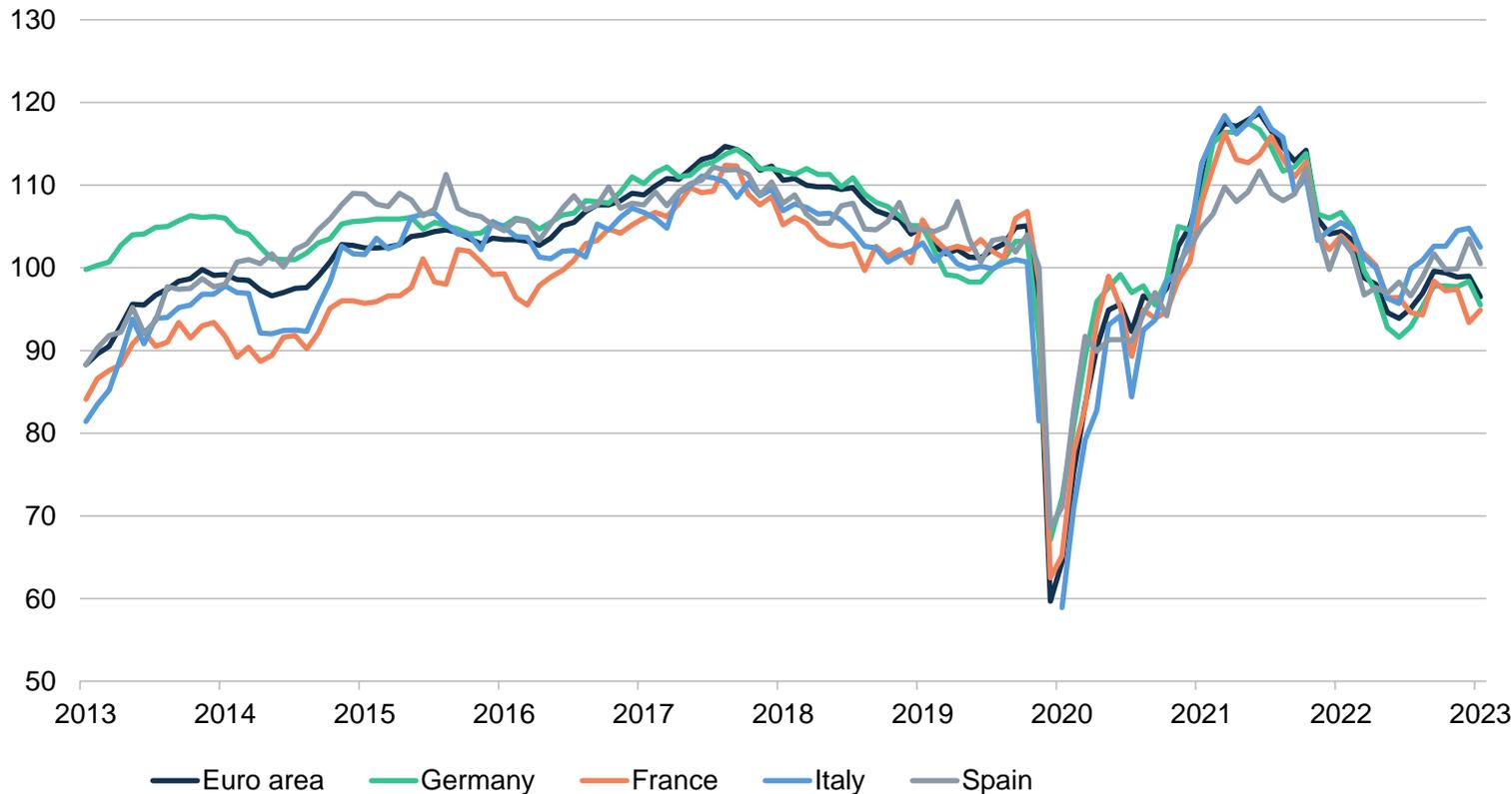


- Im Euroraum war ebenfalls ein deutlicher Rückgang der Inflation zu verzeichnen. Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HICP) hat im Mai zum Vorjahr um 6,1% zugelegt (April: 7,0%).
- Bemerkenswert ist, dass bereits jetzt die Kernraten in allen gebräuchlichen Abgrenzungen gesunken sind. Dies dürfte es der EZB erleichtern, die Serie ihrer Zinserhöhungen bis zum September zu beenden.
- Ungeachtet dessen ist die Inflation weiterhin zu hoch, gemessen am Ziel der EZB. Vorsicht bleibt daher angezeigt, wenngleich wir für den weiteren Jahresverlauf und für 2024 mit einem allmählichen Rückgang rechnen.

# EWU: Konjunktur

## Economic Sentiment EWU und ausgewählte Staaten

Monatswerte, Indexstände

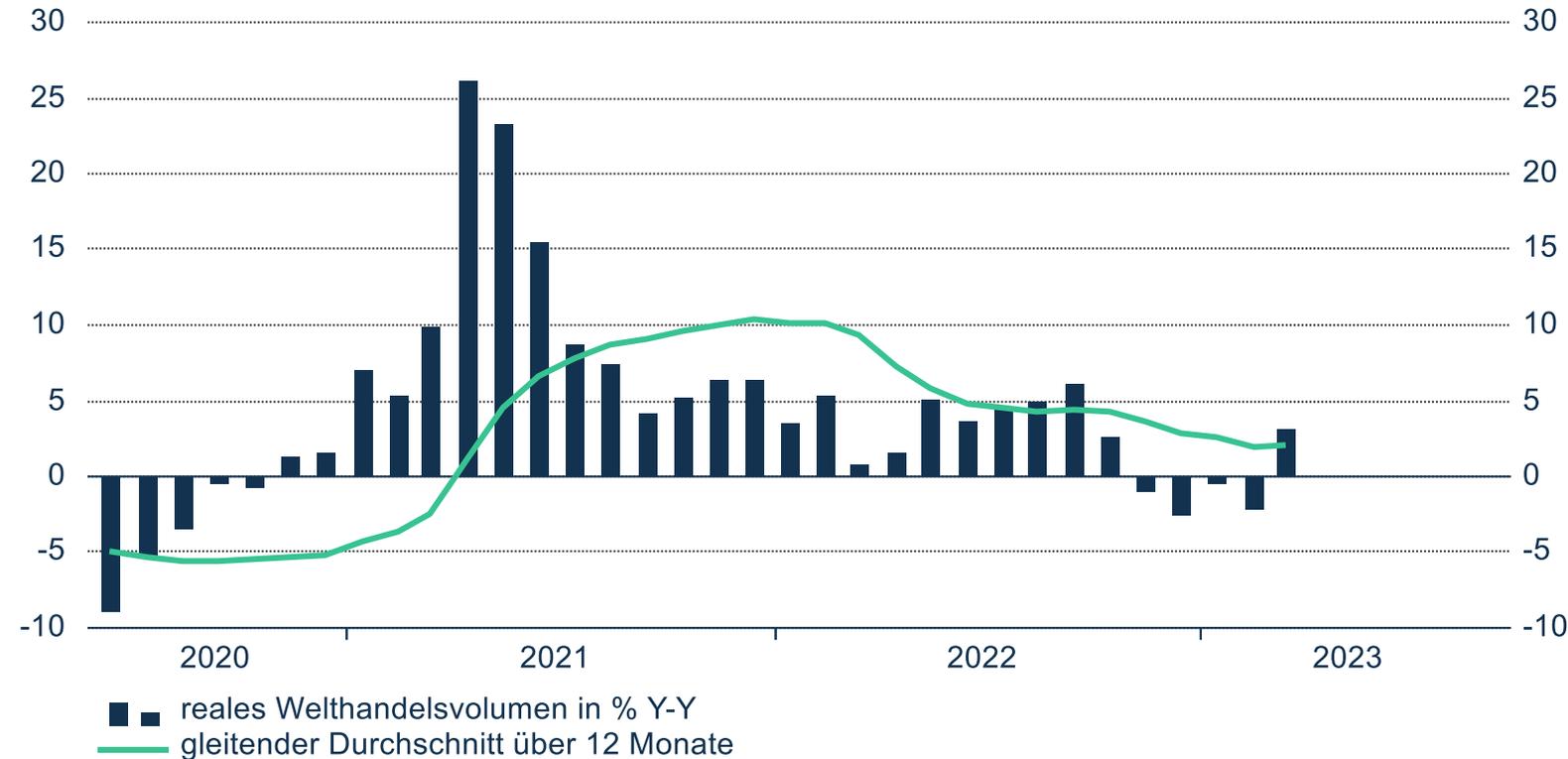


- Die Konjunktur im Euroraum hat im Frühjahr an Fahrt verloren. Dies dürfte teils auf die Zinserhöhungen der EZB, teils auf die Belastung des privaten Konsums angesichts sinkender Realeinkommen sowie durch die Schwäche der Weltwirtschaft verursacht worden sein.
- In den kommenden Monaten dürfte die Dynamik der Konjunktur nicht wesentlich zulegen. Die Abwärtsrisiken bleiben beachtlich. Allerdings sollte auch ein gewisses Aufwärtspotential vor dem Hintergrund sinkender Energiepreise und dem Nachlassen der Inflationsraten nicht übersehen werden.

# Welt: Wachstum des realen Handelsvolumens im Trend rückläufig

## Reales Welthandelsvolumen

in % Y-Y mit MAV 12 Monate

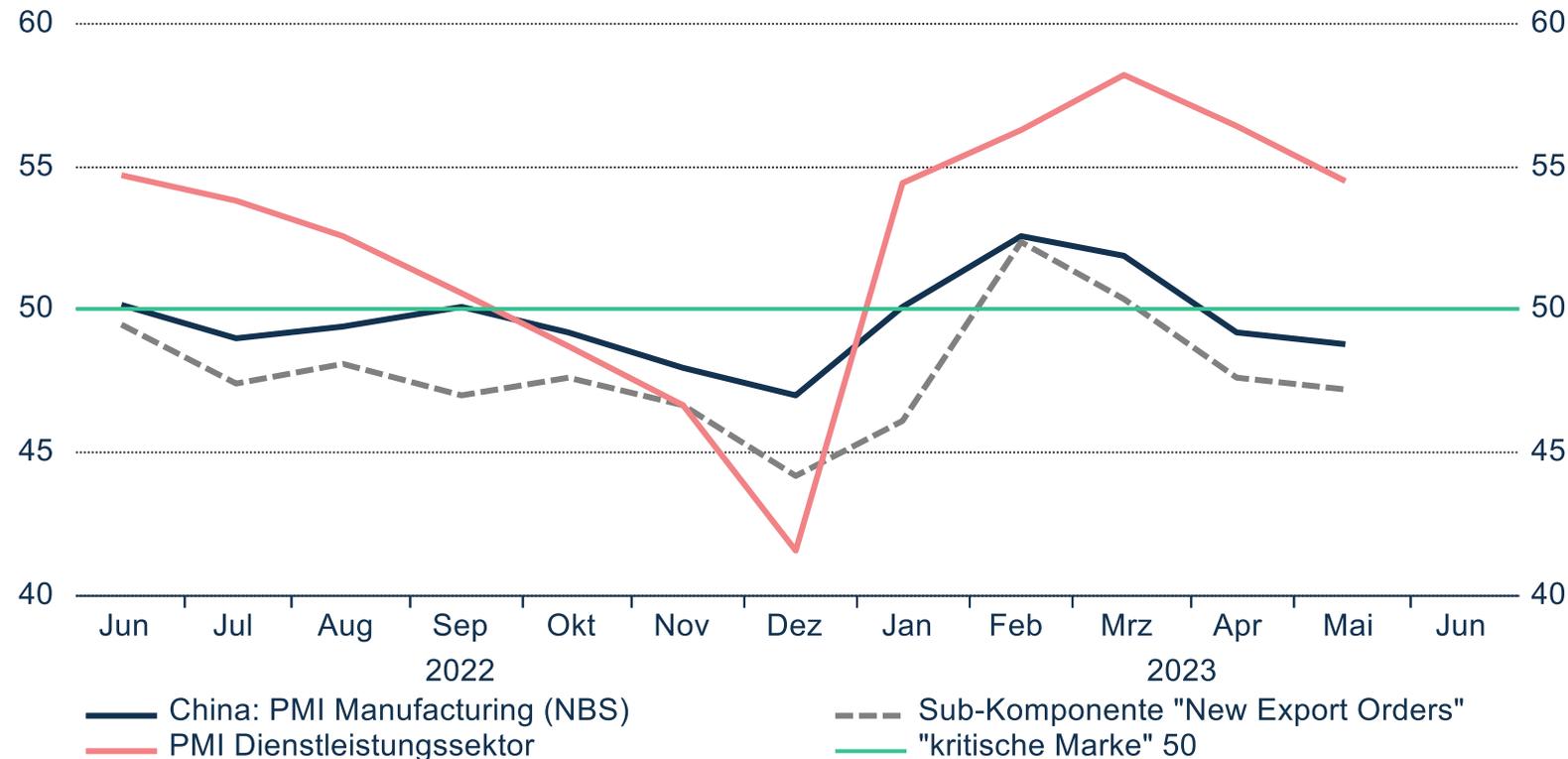


- Das Wachstum des realen Welthandelsvolumens ist derzeit im Trend rückläufig.
- Für exportorientierte Staaten ist dies eine schlechte Nachricht.

# China: PMI Manufacturing im Kontraktionsbereich

## PMIs: „Manufacturing“, „New Export Orders“ und „Services“

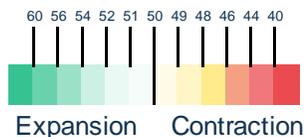
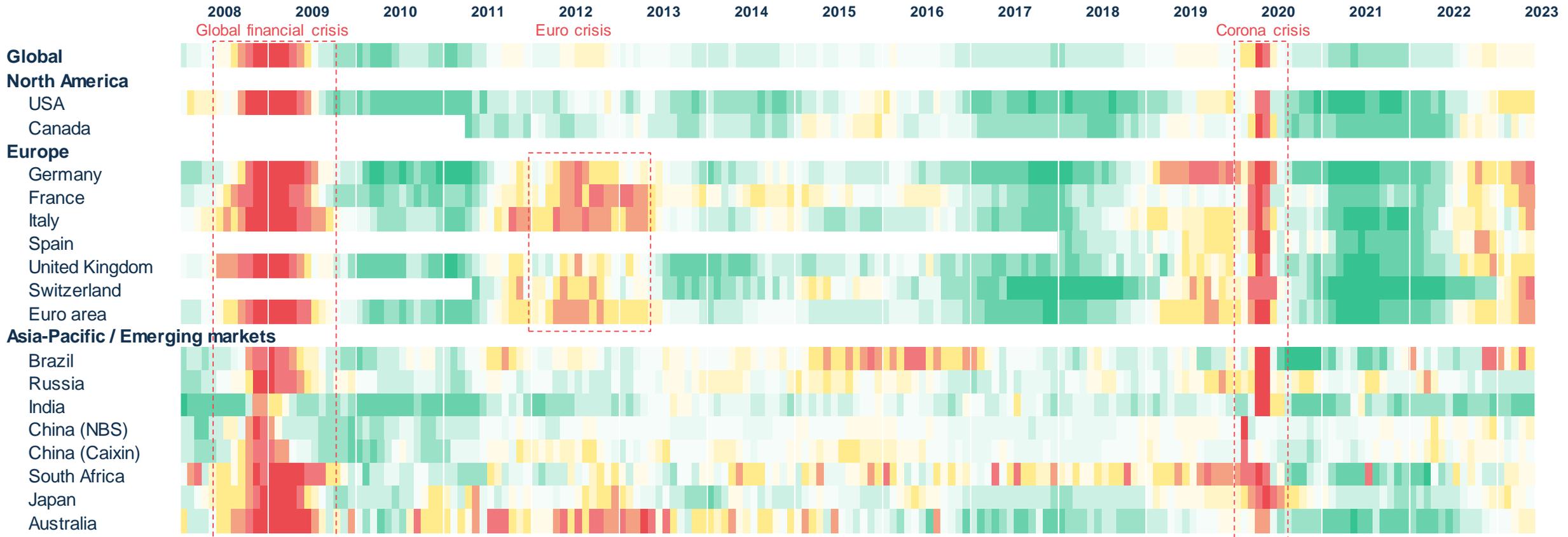
in %



- Der PMI für das Verarbeitende Gewerbe bleibt im Kontraktionsbereich. Der Wert hat sich im Mai von zuvor 49,2 Zählern auf nur noch 48,8 Punkte verringert. Die Stimmung unter den Industrieunternehmen bleibt eher schlecht. Die Erholung nach Ende der Pandemie dürfte deutlich weniger Dynamik entfalten als von vielen erhofft.
- Der zuletzt ohnehin relativ schwache Wert für die „New Export Orders“ fiel ebenfalls. Die weltweite Konjunkturschwäche belastet auch die chinesische Exportwirtschaft.
- Immerhin bleibt der Service-PMI im Expansionsbereich. Ein hoher Nachholbedarf z.B. beim Tourismus und in der Gastronomie stützt hier die Wirtschaft. Allerdings lag der Wert des PMI im Mai schon wieder deutlich unter dem Vormonatswert.

Quelle: Refinitiv, NBS, LBBW Research

# Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, LBBW Research

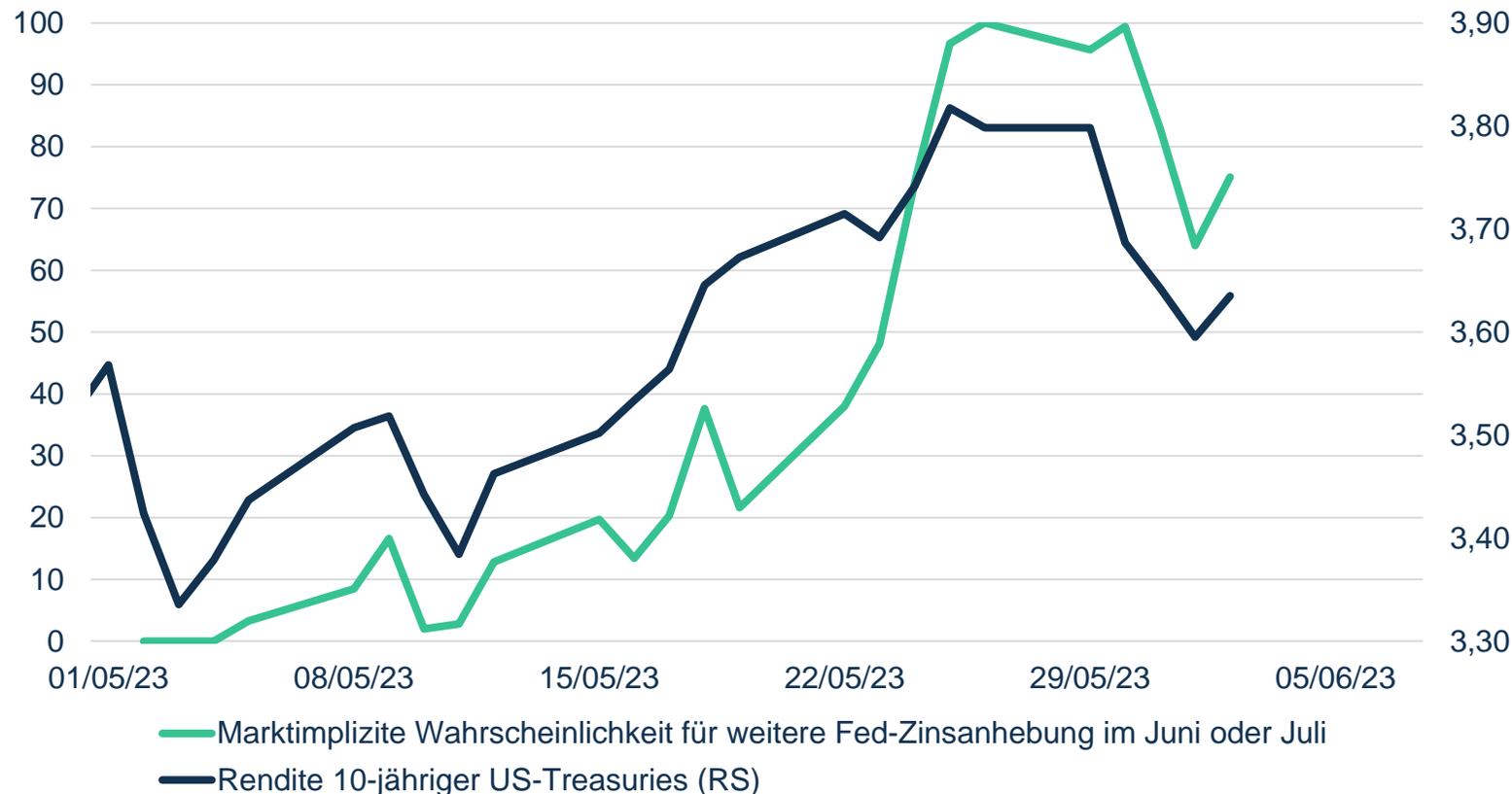
# 04

## Notenbanken marschieren getrennt

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

# Fed: Markt zweifelt an Zinspause

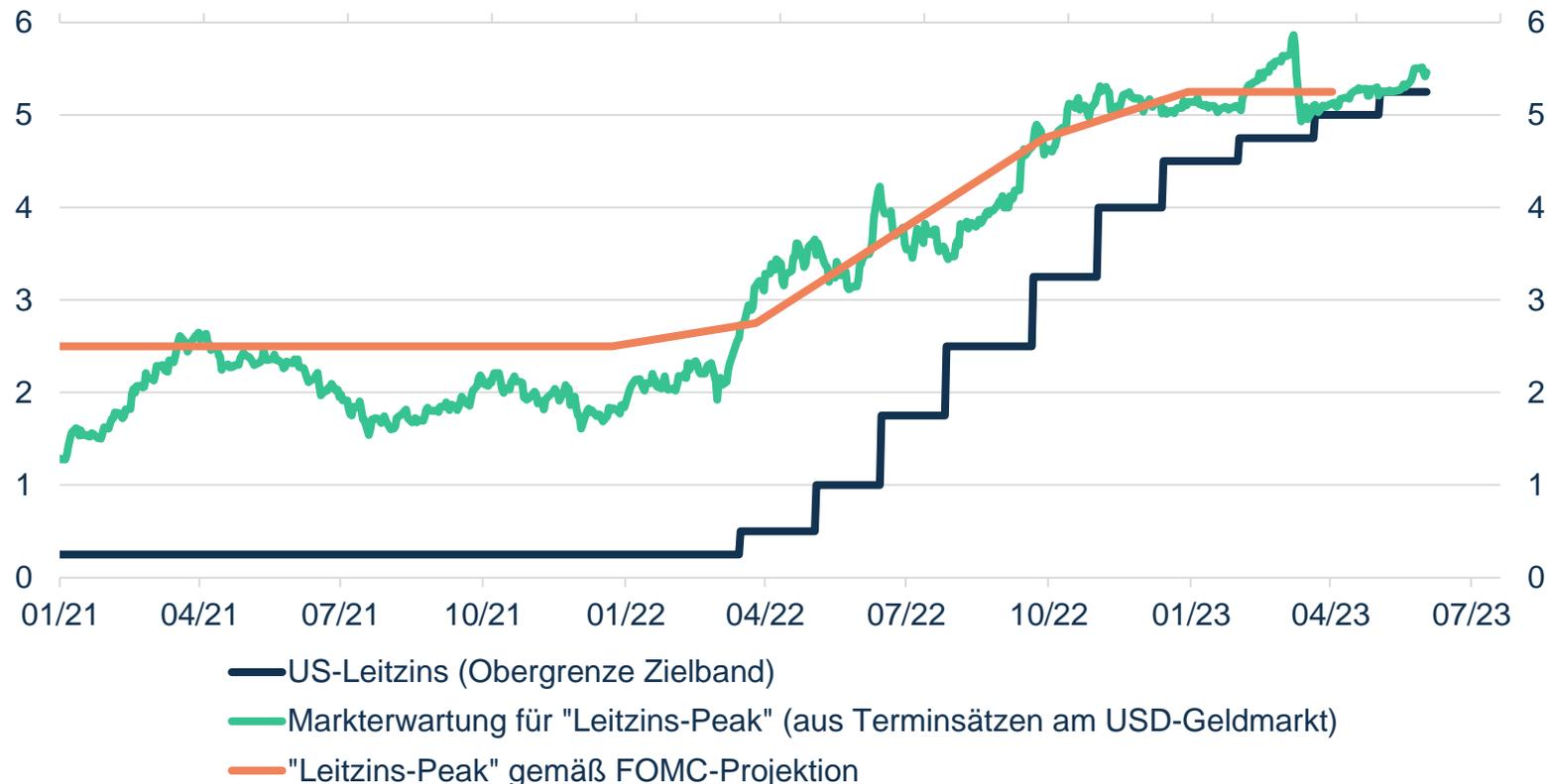
## Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für Fed-Zinsanhebung per Juni oder Juli und Rendite 10-jähriger US-Treasuries



- Im Zuge der zehnten Zinsanhebung in Folge hat die Fed ihre Guidance verändert: Wechsel zu abwartender Haltung.
- Weitere Straffung der Geldpolitik noch immer wahrscheinlicher als Lockerung.
- Die Mehrzahl der jüngsten öffentlichen Äußerungen unterstützte u.E. eine Zinspause für die Sitzung am 13./14. Juni.
- Die jüngsten US-Makrodaten (robuste Beschäftigung, PCE-Inflation höher als erwartet) haben am Markt Zweifel geschürt, ob der Zinsgipfel bereits erreicht ist.
- Die marktimplizite Wahrscheinlichkeit für eine Zinsanhebung im Juni oder Juli beträgt 80 %, für Juni allein beträgt sie 30 %.
- Die CPI-Daten für Mai (13.06.) könnten das „Zünglein an der Waage“ bilden.

# Fed: Neuer „Dot Plot“ besitzt Signalwirkung

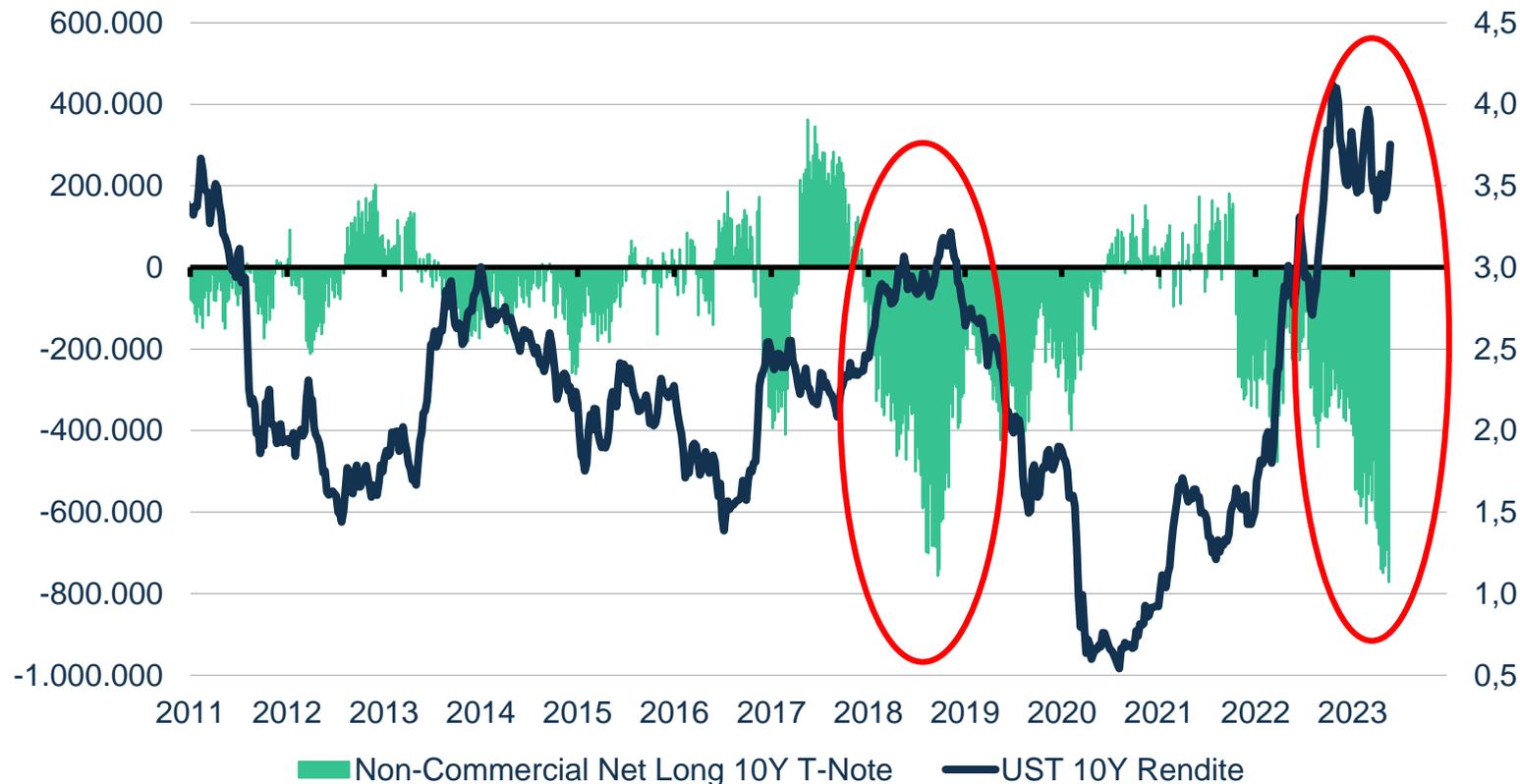
## US-Leitzins, Markterwartung für Leitzinsgipfel und FOMC-Projektion für Leitzinsgipfel (gemäß „Dot Plot“)



- Wir halten eine Zinspause auf der kommenden FOMC-Sitzung weiterhin für das wahrscheinlichste Szenario.
- Mit Blick auf den weiteren geldpolitischen Kurs besitzen die neuen Leitzinsprojektionen eine wichtige Signalwirkung.
- Der aktuelle „Dot plot“ signalisiert, dass der Zinsgipfel erreicht ist. Sieben von 18 Fed-Notenbankern hielten bei alledem im März ein Gipfelniveau von mind. 5,5 % für angemessen.
- Eine moderate Verschiebung des Meinungsbilds könnte somit die Weichen in Richtung einer weiteren Straffung stellen.
- Bei unserer aktuellen Peak-Leitzinsprognose von 5,25 % überwiegen angesichts der jüngsten Makrodaten die Aufwärtsrisiken.

# US-Staatsanleihen: Rekordhohe „Short“-Spekulation als Kontraindikator?

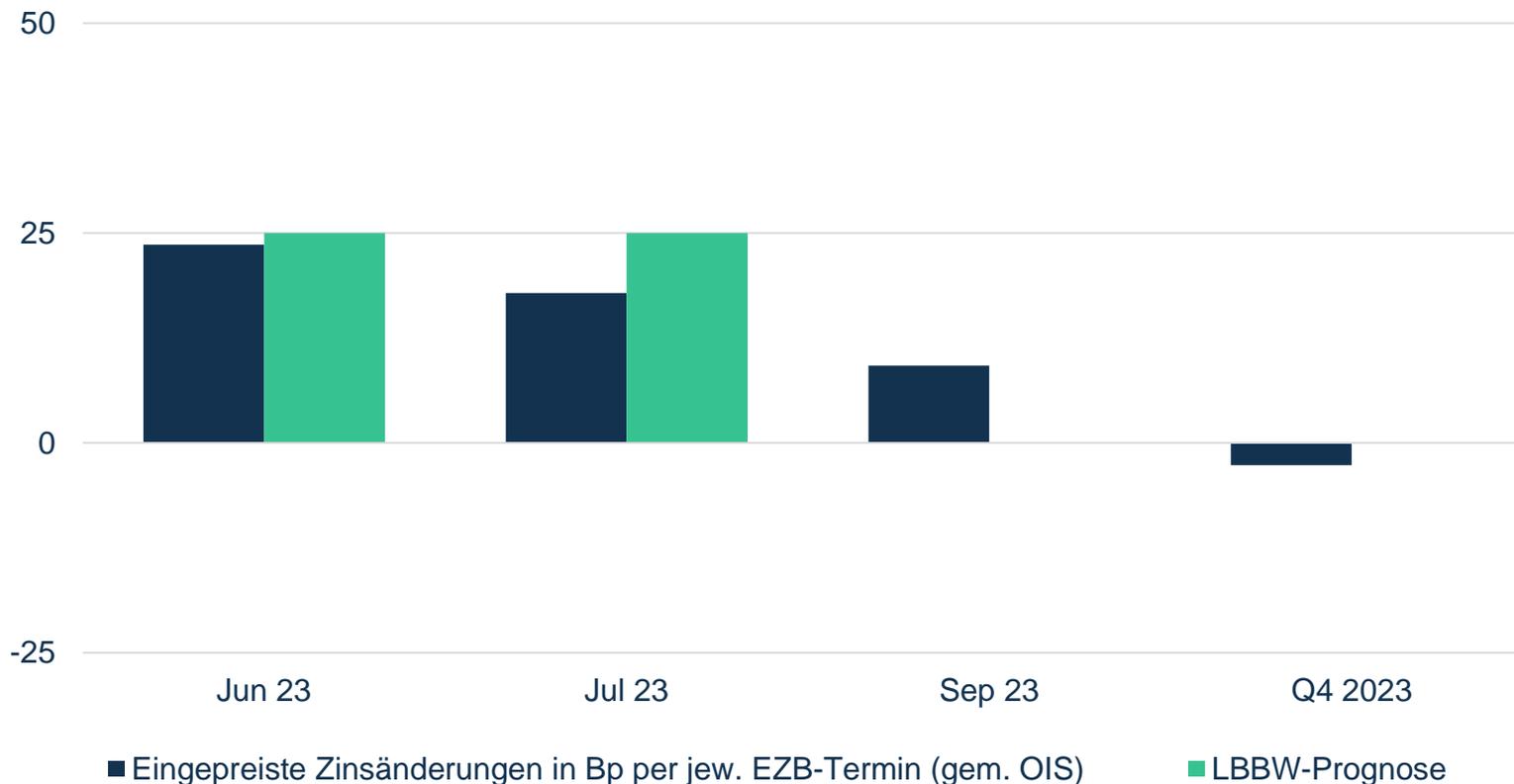
## Reale Rendite 10-jähriger USD-Staatsanleihen und Netto-Long-Position von Spekulanten im 10Y T-Note-Future



- Der US-Staatsanleihemarkt hat in den vergangenen Wochen spürbar unter den Zweifeln an einer Fed-Zinspause gelitten.
- Zudem haben die Marktteilnehmer ihre Spekulationen auf Zinssenkungen im laufenden Jahr merklich zurückgefahren.
- „Hawkische“ Fed-Signale am 14. Juni könnten einerseits die renten-bearische Tendenz forcieren.
- Die Rentenbullen dürfen u.E. andererseits darauf hoffen, dass die Präferenzen spekulativ orientierter Anleger als Kontraindikator dienen.
- Die Wetten der Spekulanten auf fallende Kurse haben zuletzt ein Rekordniveau erreicht. Auf Extremwerte bei der Positionierung folgte in der Vergangenheit oft eine gegenläufige Kursbewegung.

# EZB: Hinweis auf Zinspause wäre noch verfrüht

## Am Markt eingepreiste Zinsschritte je EZB-Sitzung und LBBW-Prognose (in Bp)



- Auf seiner Mai-Sitzung hat der EZB-Rat erwartungsgemäß das Tempo der geldpolitischen Straffung gedrosselt.
- Eine Festlegung auf weitere Zinsanhebungen gibt es zwar nicht. EZB-Chefin Lagarde ließ jedoch klar erkennen, dass der Zinsgipfel noch nicht erreicht ist.
- Eine Zinserhöhung um 25 Bp am 15. Juni scheint nahezu ausgemacht.
- Die aktuelle Wortwahl der EZB-Spitze legt u.E. zudem nahe, dass die Notenbanker noch nicht dazu neigen, eine Pause anzudeuten.
- Ein weiterer 25-Bp-Schritt im Juli bleibt wahrscheinlich. Der unerwartet deutliche Inflationsrückgang im Mai erhöht indes die Chance, dass die EZB danach in den „Abwarte-Modus“ geht.

# EUR-Staatsanleihen: Bund-Rendite im „Range Trading“?

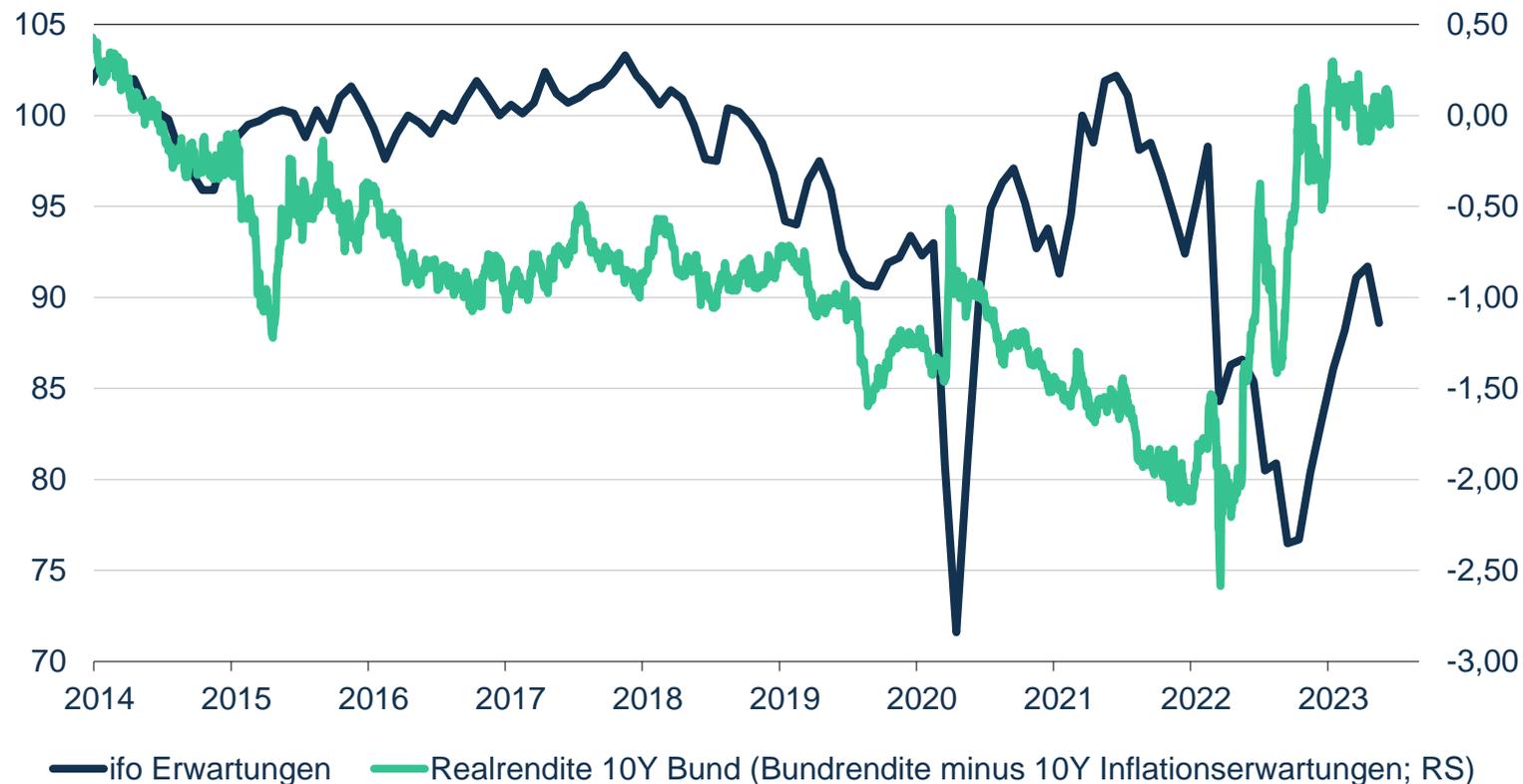
## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und DAX



- Am EUR-Staatsanleihemarkt liegen zwei Monate ohne klaren Trend hinter uns.
- Aus technischer Sicht ist der Anfang 2022 begonnene Renditeaufwärtstrend inzwischen gebrochen.
- Effektiv bewegt sich die 10-jährige Bundrendite bei genauerer Betrachtung des Chartverlaufs bereits seit Jahresstart 2023 in einer Spanne zwischen 2 % und gut 2,50 % seitwärts – sofern man die kurzzeitige „Spitze“ auf 2,75 % ausklammert.
- Nach vorne schauend haben sowohl die Rentenbären als auch die Bullen einige Argumente auf ihrer Seite (siehe die folgenden Folien), so dass derzeit per Saldo einiges für ein fortgesetztes „Range Trading“ spricht.

# EUR-Staatsanleihen: Konjunkturstimmung und Inflationsrückgang stützen die Kurse

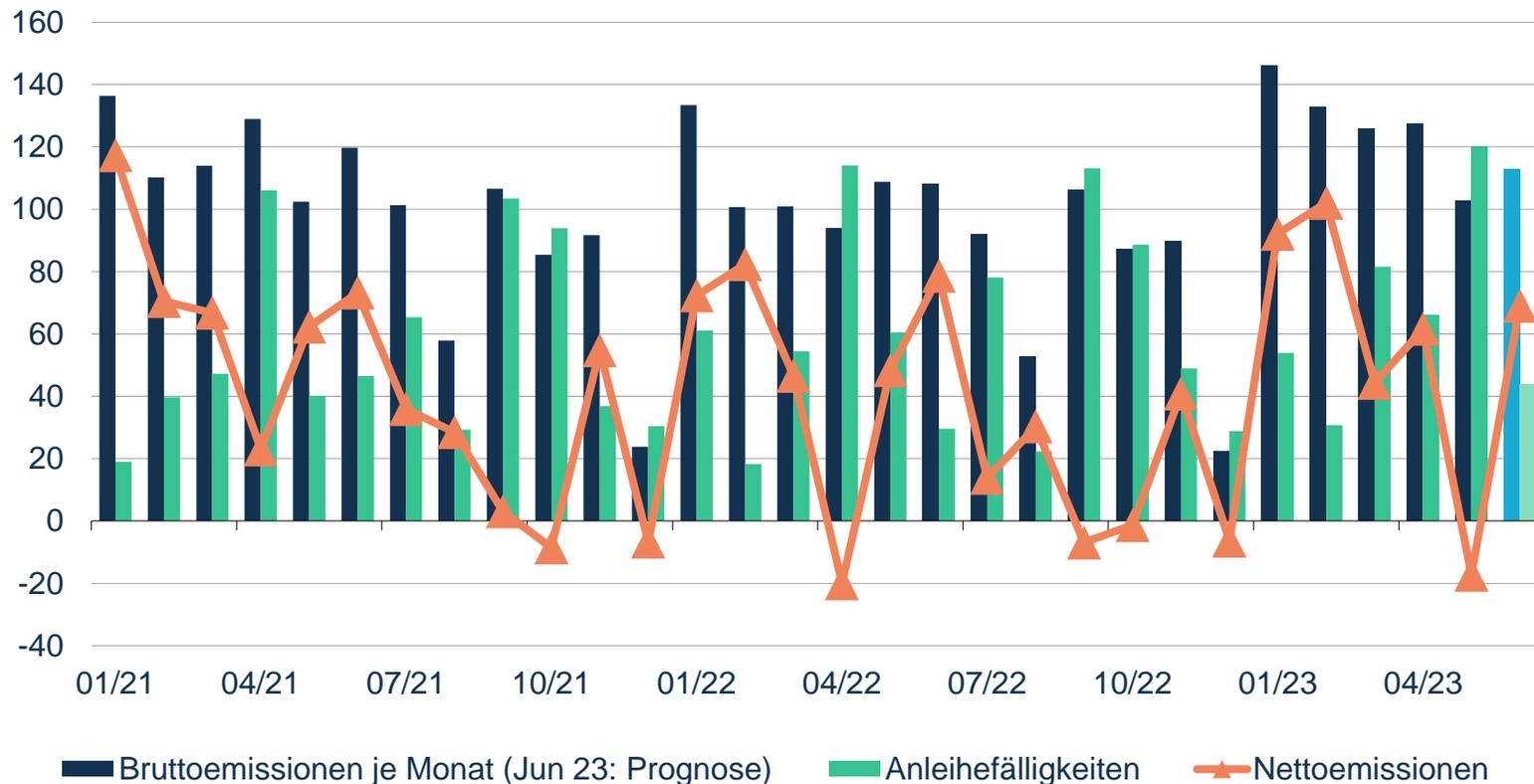
## Reale Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ifo-Erwartungskomponente



- Rentenpositiv wirkt u.E. die Tatsache, dass sich die Konjunkturstimmung im Euroraum zuletzt wieder eingetrübt hat.
- Deutschland stand hier angesichts der Rezessionsmeldung für das Winterhalbjahr im Mai besonders im Fokus.
- Beispielhaft für den negativen Stimmungsumschwung steht der deutliche Rücksetzer bei der ifo-Erwartungskomponente.
- Der unerwartet deutliche Rückgang der EWU-Inflation inkl. sinkender Kernrate im Mai beflügelt zudem Hoffnungen auf eine beschleunigte Disinflation.
- **Aber Vorsicht: Es wäre u.E. voreilig, auf ein abruptes Ende der EZB-Zinserhöhungen zu setzen!**

# EUR-Staatsanleihen: Hohes Nettoangebot im Juni liefert Belastung

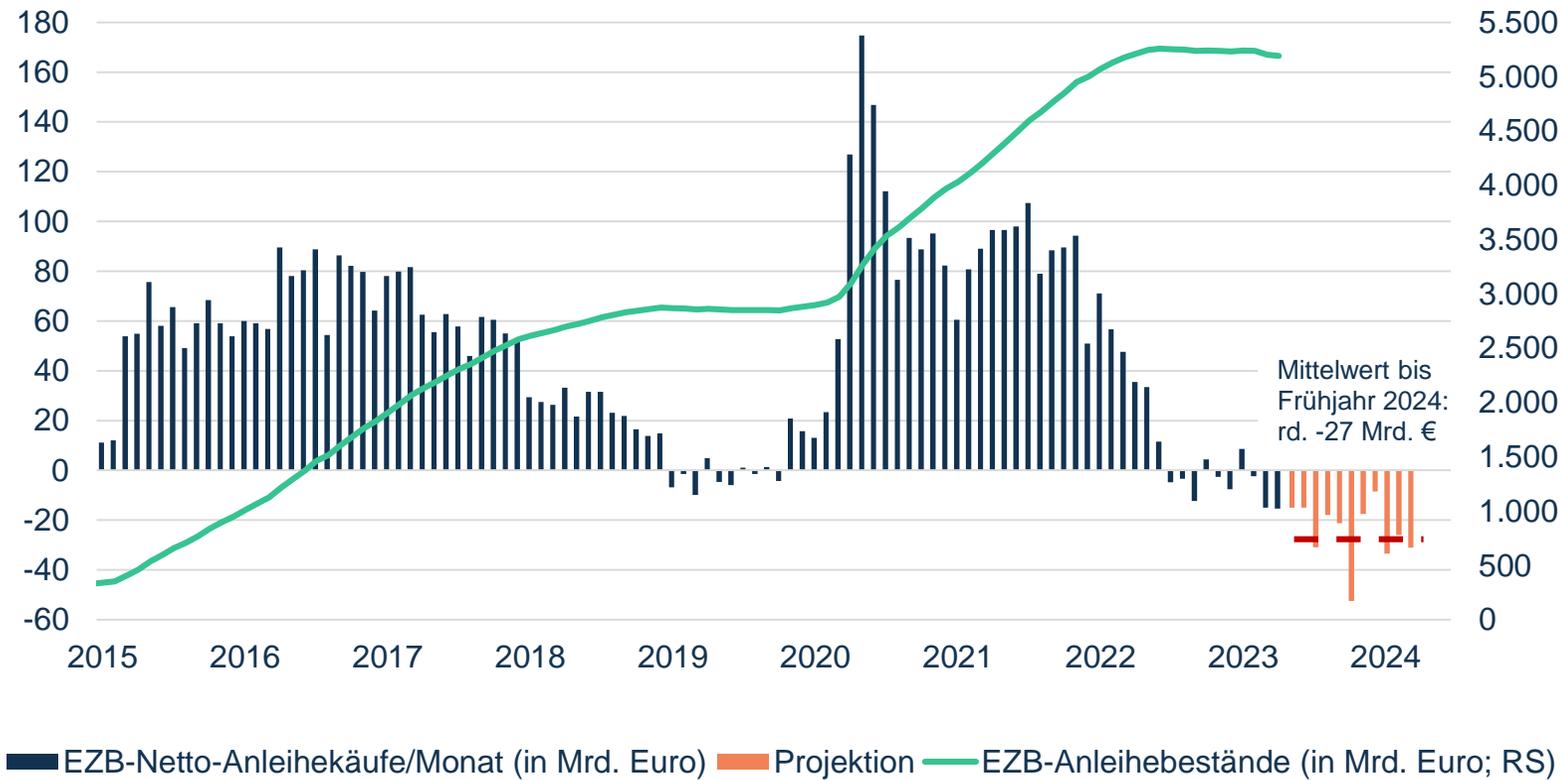
## Brutto- und Nettoemissionen am EUR-Staatsanleihemarkt (in Mrd. Euro/Monat)



- Zwei Argumente sprechen für schwächere EUR-Staatsanleihekurse im laufenden Monat.
- Zum Ersten ist dies ein rentennegatives Netto-Angebotsumfeld.
- Aufgrund geringer Anleihefälligkeiten rechnen wir mit einem Sprung der Netto-Emissionen von rund -15 Mrd. Euro im Mai auf gut 70 Mrd. Euro im Juni – der höchste Wert seit Februar.
- Zum Zweiten ist das Frühjahrsquartal im historischen Mittel die schwächste Phase im Jahresverlauf gewesen.
- Nachdem April und Mai diesem Ruf nicht gerecht geworden sind, könnte die rentennegative Saisonvorgabe im Juni „nachgeholt“ werden.

# EUR-Staatsanleihen: Aussicht auf schnelleres „QT“ bereits verdaut?

EZB-Anleihebestände und Netto-Käufe je Monat (in Mrd. Euro;  
ab Juli 2023: Projektion auf Basis von APP-Fälligkeiten)



- Auf der renten-bearischen Seite kommt hinzu, dass die EZB ab Juli das Tempo ihres Bilanzabbaus beschleunigt.
- Die Reinvestitionen unter dem APP werden dann komplett eingestellt. Die hierdurch entstehende „Nachfragerücke“ am Anleihemarkt wächst von bisher 15 Mrd. Euro/Monat auf durchschnittlich rund 27 Mrd. Euro. Hiervon entfallen nach unserer Schätzung ca. zwei Drittel auf Staatstitel.
- Die Ankündigung der EZB, dass sie ihr „Quantitative Tightening“ (QT) forciert, hat den Rentenmarkt zwar bis dato kaum beeindruckt. Die Aussicht auf ein beschleunigtes „QT“ spricht aber u.E. dafür, dass sich die 10-jährige Bundrendite eher im oberen Bereich ihrer Handelsspanne bewegen sollte.

# Notenbanken marschieren getrennt, mittelfristige Unsicherheit bleibt hoch

## USD-Zinsen und Prognose

in %

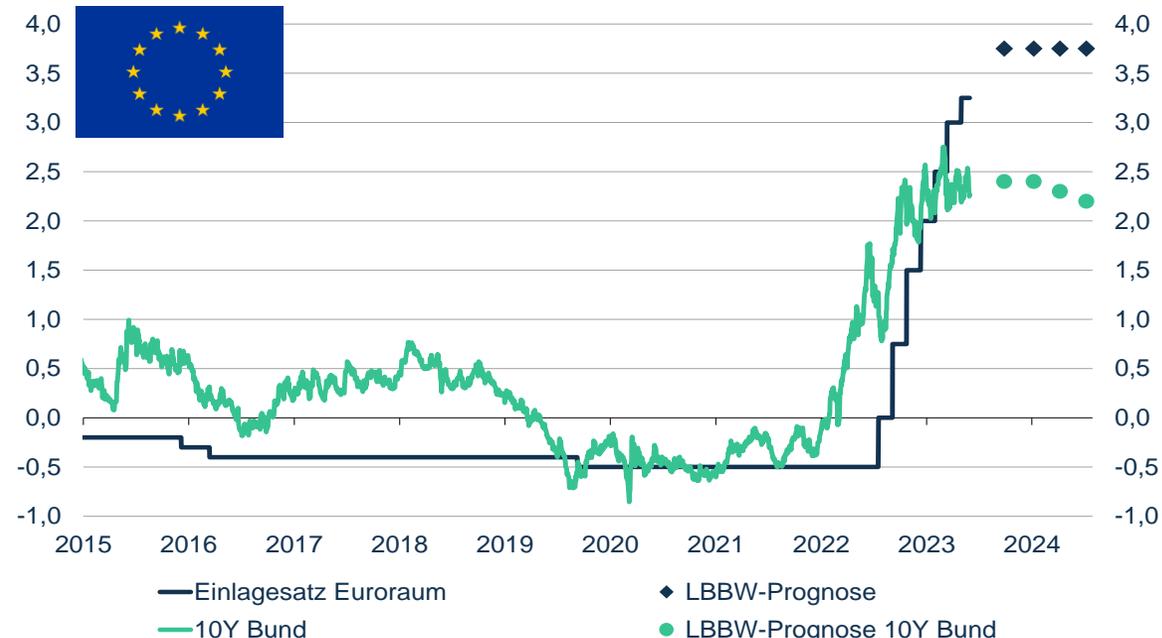


- **Leitzinsgipfel bei 5,25 % erreicht.**  
Plateau auf erheblich restriktivem Niveau für 6-9 Monate.
- **Erste Leitzinssenkung im März 2024,**  
Aussicht auf mittelfristig sinkende Langfristzinsen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

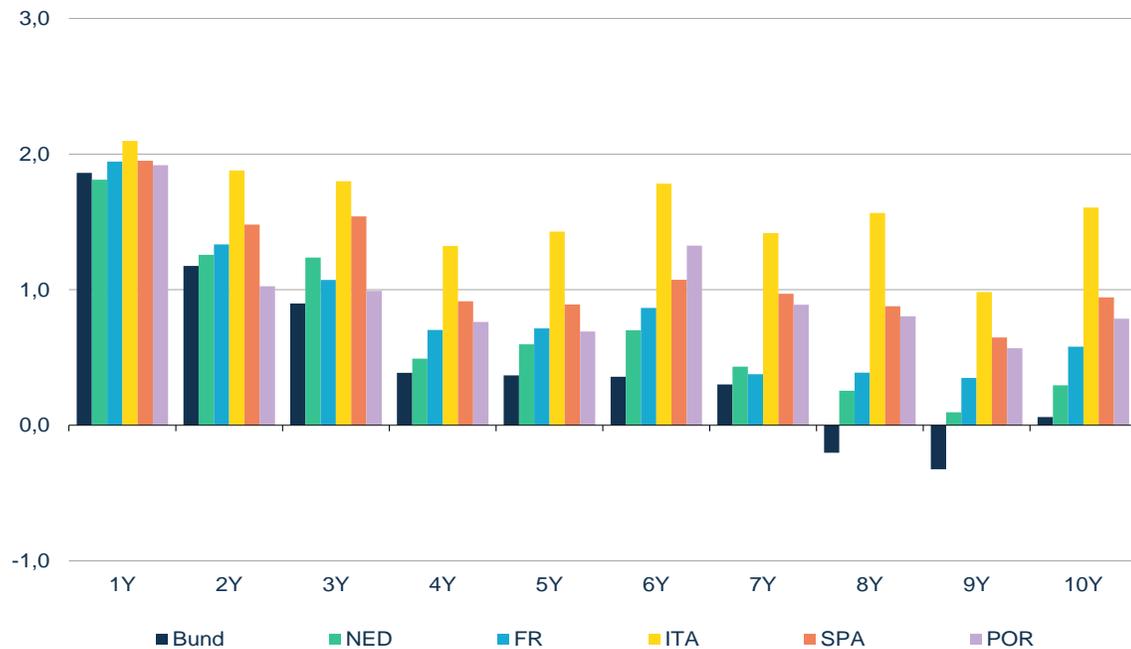


- **Noch zwei Zinserhöhungen zu je 25 Bp bis Q3 2023.**  
Einlagesatz-Peak bei 3,75 %. Erste Senkung nicht vor H2 2024.
- **Langfristzinsen mit Aufwärtsrisiken, sofern Finanzstabilitätssorgen abebben.** Mittelfristige Trendwende erwartet.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/ US-Treasuries bis Jahresende 2023

## Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: unveränderte Spreads)

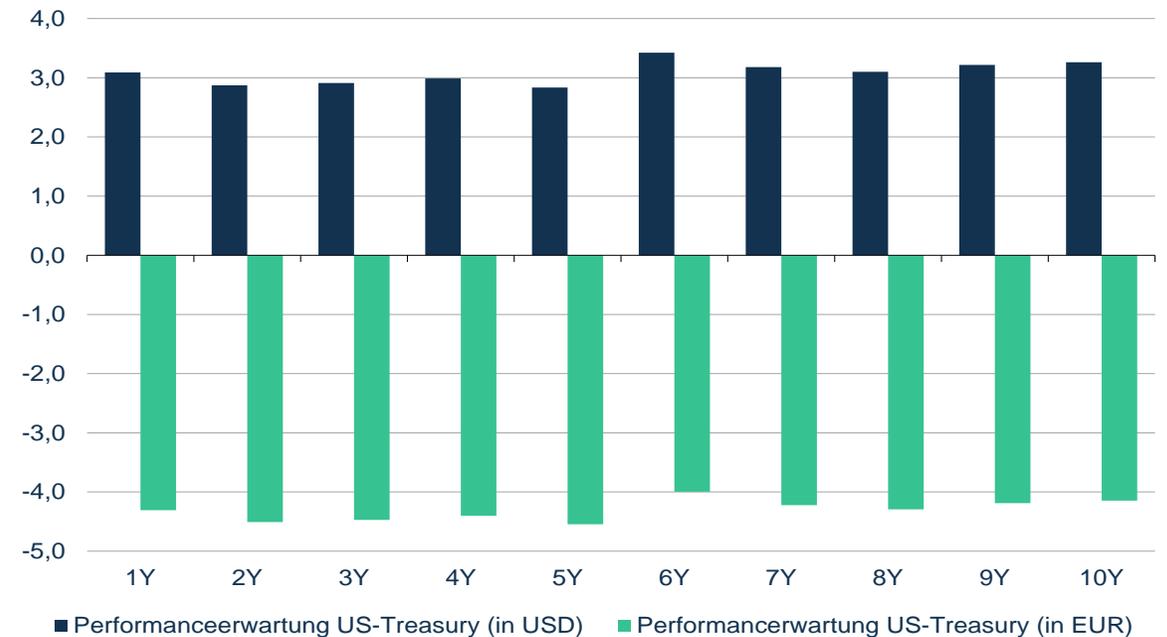


- Kurzfristig zwar Übergewicht bei Kursrisiken, aber mittelfristig überwiegen Chancen auf nachhaltige Erholung.
- Deutlich positive Performanceerwartung in der Peripherie bietet Puffer gegen erneute Spreadausweitungen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Zinsvorsprung stützt kurzfristig. Mittelfristig dominiert Risiko einer merklichen Dollar-Schwäche. Dies belastet die Performanceaussichten in Euro.
- Allokationsempfehlung bei „neutral“ belassen.

# Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Sep-23	Forecast 31-Dec-23	30-Jun-24	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	3.75	4.25	4.25	4.25	
ECB Deposit Rate	3.25	3.75	3.75	3.75	
Overnight Rate (€STR)	3.15	3.75	3.75	3.75	
3M Euribor	3.75	3.75	3.75	3.65	
Swap 2Y	3.59	3.45	3.30	2.85	
Swap 5Y	3.10	3.05	2.95	2.65	
Swap 10Y	3.00	3.00	2.90	2.70	
Bund 2Y	3.01	2.80	2.75	2.35	
Bund 5Y	2.40	2.40	2.40	2.15	
Bund 10Y	2.38	2.40	2.40	2.20	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	5.25	5.25	5.25	4.50	
Overnight Rate (SOFR)	5.07	5.10	5.10	4.35	
3M Money Market	5.50	5.10	5.00	4.25	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.33	4.10	3.95	3.35	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.59	3.40	3.35	3.10	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.43	3.25	3.25	3.10	
Treasury 2Y	4.48	4.05	3.90	3.30	
Treasury 5Y	3.83	3.60	3.55	3.25	
Treasury 10Y	3.70	3.50	3.50	3.30	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.07	0.05	0.10	0.20
Japan	10Y Government Bond	0.44	0.40	0.45	0.75
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.43	4.70	4.70	4.20
UK	10Y Government Bond	4.21	3.70	3.65	3.45
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.44	1.55	1.55	1.55
Switzerland	10Y Government Bond	1.02	1.15	1.15	0.95

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# 05

## Credits: Unternehmen noch nicht ausgebremst



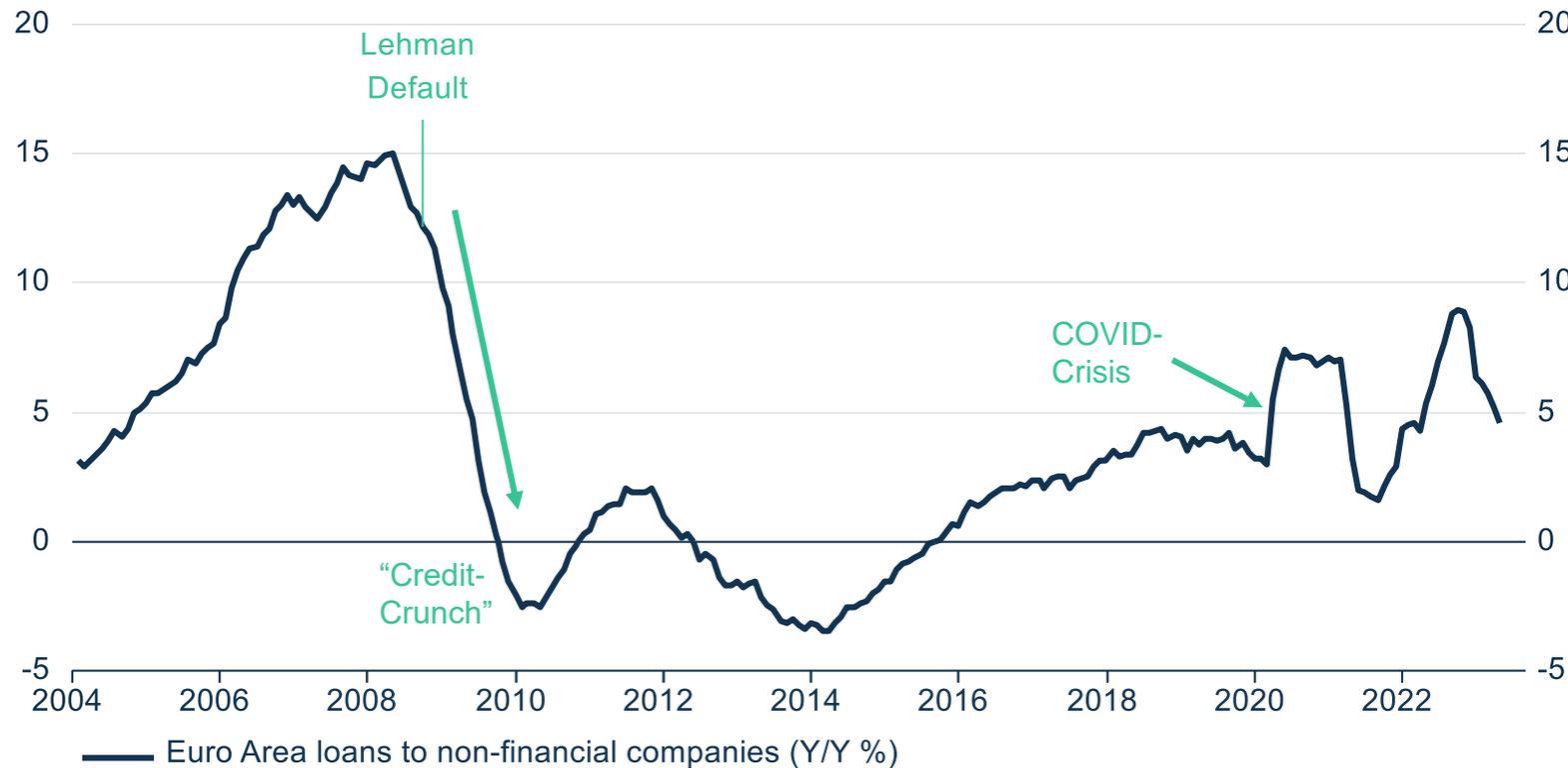
Matthias Schell, CFA  
Senior Credit Analyst  
Tel: +49(711)127-43666  
matthias.schell@LBBW.de

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

# Sinkendes Wachstum der Kreditvergabe

## Kreditvergabe

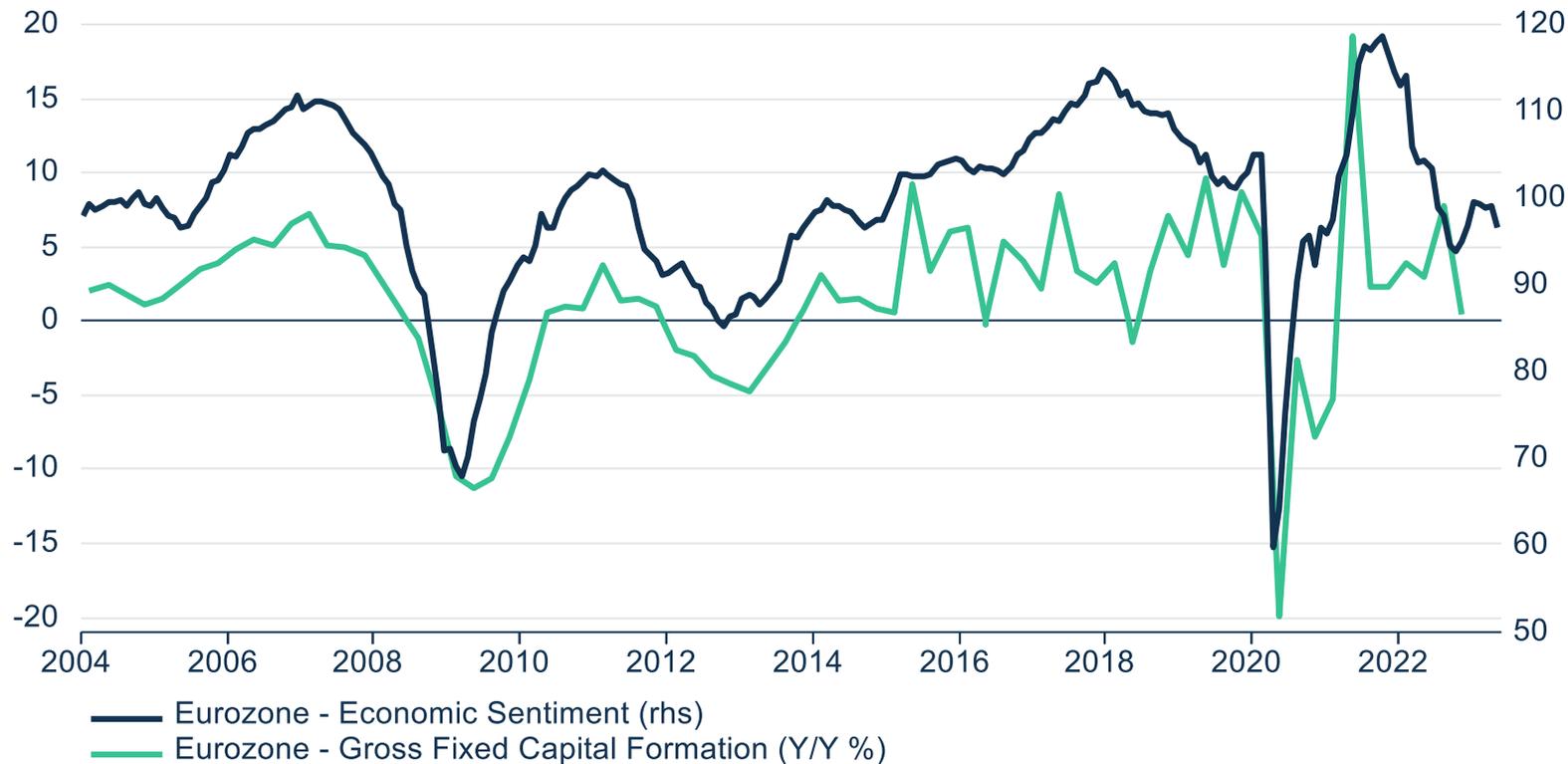
in Prozent ggü. Vorjahr



- Das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum zeigte sich seit Dezember 2022 deutlich rückläufig.
- Allerdings ausgehend von einem vorherigen starken Anstieg auf fast 9% – die höchste yoy-Wachstumsrate seit 2009!
- Das stark gestiegene Zinsniveau und eine restriktivere Kreditvergabe der Banken dürfte die Dynamik der Kreditnachfrage weiter bremsen.
- Auch in Deutschland entwickelte sich das Wachstum rückläufig. Im April lag der Wert aber noch bei +7,5% (Euroraum: +4,6%).
- Treiber für den Kreditbedarf in Deutschland waren v.a. Lager und Betriebsmittel.

# Unternehmen investieren zurückhaltender

## Economic Sentiment vs. Bruttoanlageinvestitionen

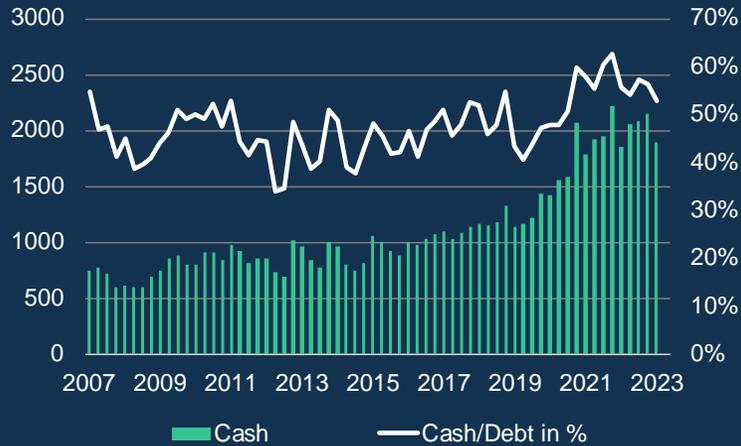


- Der deutliche Rückgang des Economic Sentiment im Euroraum wurde von einem zurückhaltenden Investitionsverhalten der Unternehmen begleitet.
- Das preisbereinigte yoy-Wachstum der Investitionen sank im 4. Quartal 2022 auf 0,5%. Die Entwicklung für Q1/2023 wird am 08.06. veröffentlicht.
- Die Unternehmen dürften bei langfristigen Investitionen weiterhin umsichtig agieren.



## Cash und Cash/Debt

Median im STOXX Europe 600



In Q1/2023 sanken die Cash-Bestände der europäischen Unternehmen zwar, dies ist aber saisonal üblich. Für den Stichtag 31.03. war es ein neuer Rekord.

Die Relation zu Brutto-Finanzschulden (Cash/Debt) blieb mit 53% auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau.

## Cash-Bestände weiter hoch

Im Zuge der Corona-Krise hatten die Unternehmen ihre Cash-Bestände deutlich aufgestockt und neue Höchstwerte erreicht.

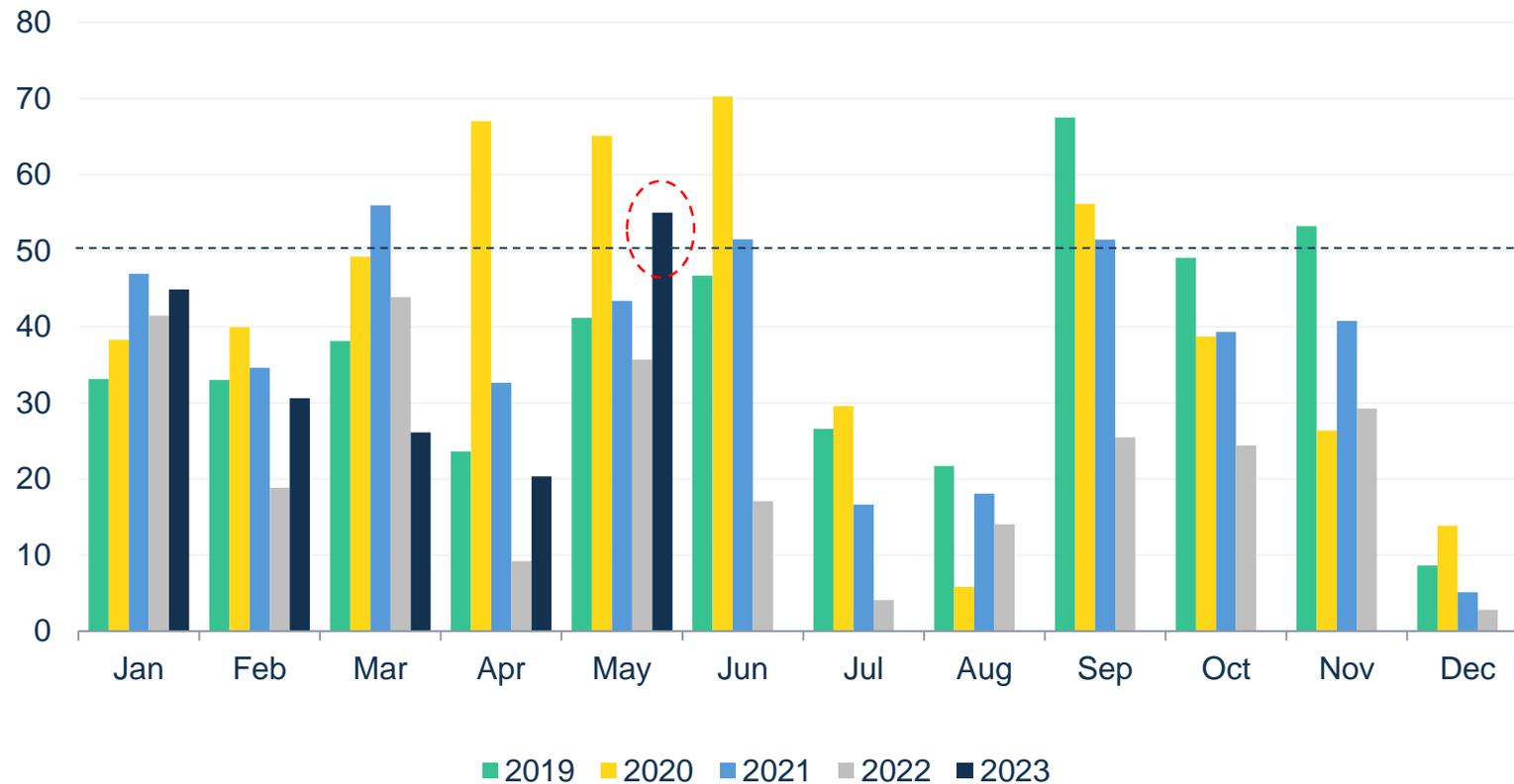
Auch aktuell liegt die Cash-Ausstattung der europäischen Unternehmen in der Breite deutlich über dem „Vor-Corona-Niveau“.



# Normalisierung bei Neuemissionen

## Monatliche EUR-Neuemissionen Corporate Bonds seit 2018

Volumen in Mrd. Euro

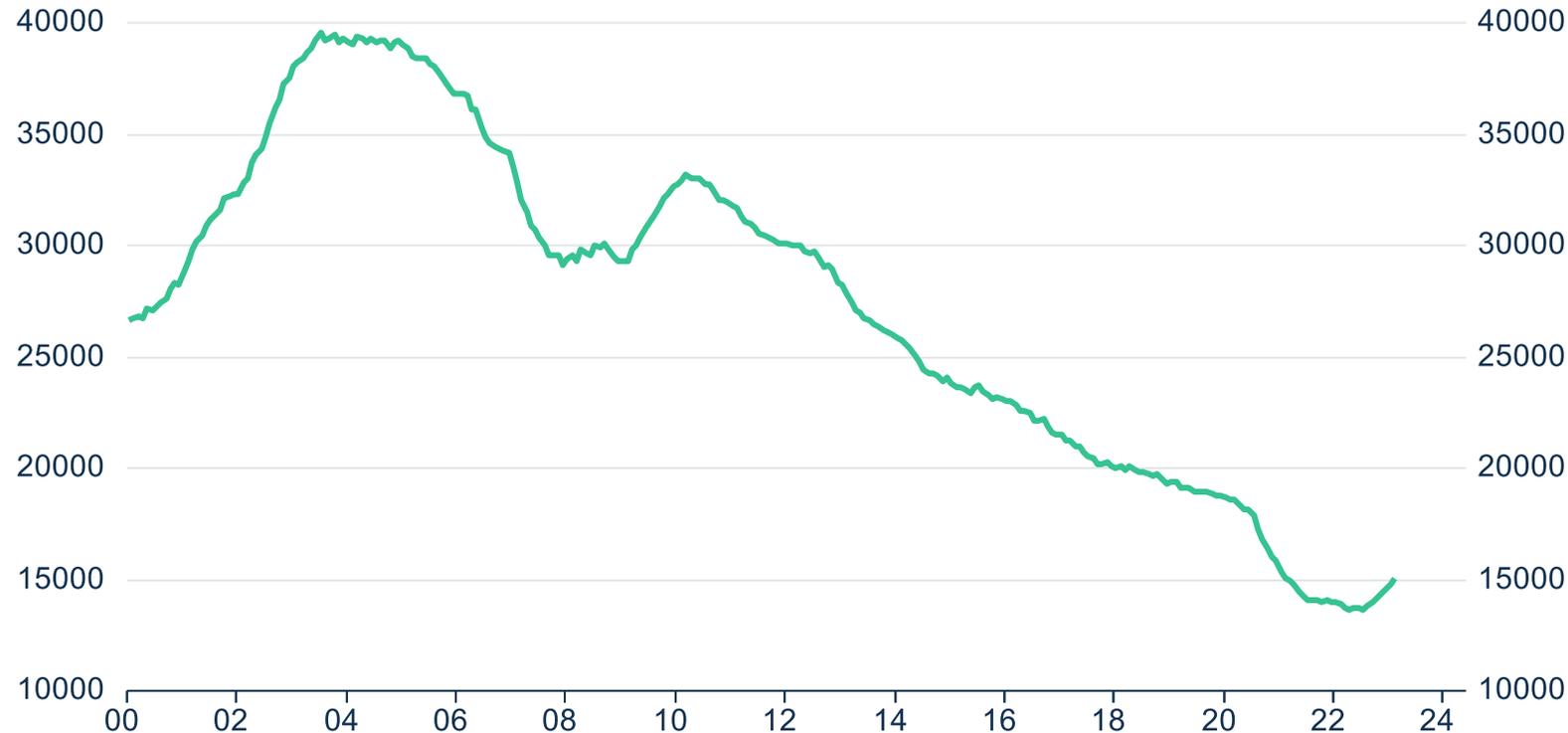


- Das Umfeld für Neuemissionen von EUR-Unternehmensanleihen zeigte sich im Mai 2023 sehr stark. Die Marke von 50 Mrd. Euro wurde erstmals nach September 2021 wieder übertroffen.
- Die Unternehmen haben sich inzwischen an das höhere Zinsniveau gewöhnt. Zumindest in der Breite – schwächere Bonitäten leiden am meisten unter hohen Zinsen.
- Für Investoren sind Anleihen nach dem verlustreichen Vorjahr nun deutlich attraktiver. Wir rechnen weiterhin mit einer stabilen Nachfrage nach Corporate Bonds.

# Insolvenzen steigen, aber auf niedrigem Niveau

## Unternehmensinsolvenzen in Deutschland

Summe über zwölf Monate

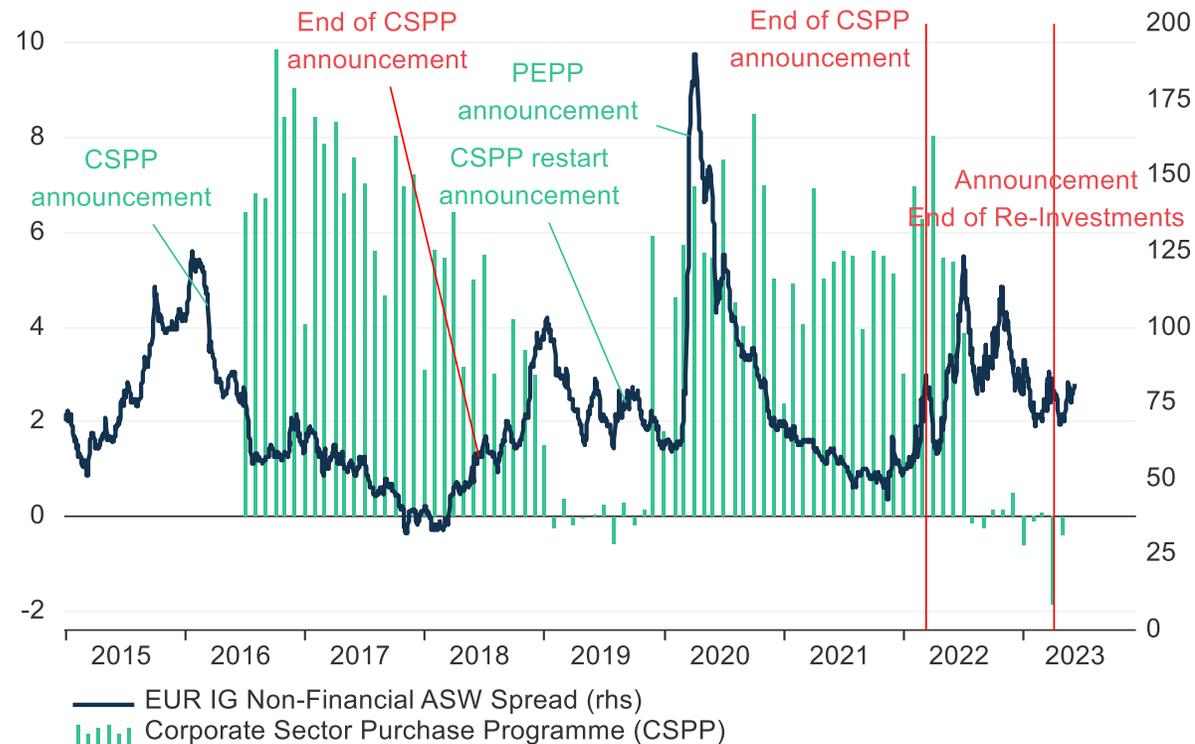


- Nach einem jahrelangen Rückgang der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland hat der Trend gedreht.
- Seit dem 2. Halbjahr 2022 steigt die Anzahl der Insolvenzen wieder an.
- Allerdings in einem geringen Umfang: Auf den Niedrig-Rekord von rund 14.000 im Jahr 2021 folgte 2022 nur ein leichter Anstieg auf 14.600.
- Die Insolvenzen der vergangenen zwölf Monate liegen mit ca. 15.000 (Stand per 02/2023) noch immer deutlich unter dem „Vor-Corona-Niveau“.
- Wir rechnen mit einer Fortsetzung des Anstiegs in Richtung dieses vorherigen „Normal-Niveaus“ (2019: 18.750).

# EZB-Käufe nicht der entscheidende Faktor

## Corporate Bond Spreads versus EZB-Käufe

IG-Spreads sowie monatliches CSPP-Kaufvolumen in Mrd. Euro



- Die EZB hat durch ihre Bondkaufprogramme (CSPP und PEPP) dem Corporate Bonds Markt in den vergangenen Jahren auch in direkter Form eine hohe Liquidität zugeführt.
- Inkl. dem Corona-Programm PEPP erwarb die EZB 2020 und 2021 Unternehmensanleihen über jeweils ca. 100 Mrd. Euro!
- Bereits die Ankündigung der Kaufprogramme begünstigte einen Trend zu sinkenden Risiko-Spreads.
- Ende Juni 2022 beendete die EZB ihre Netto-Käufe.
- Anfang Mai 2023 wurde das Ende von Reinvestitionen fälliger Anleihen verkündet – IG-Spreads stiegen anschließend im Mai um ca. zehn Basispunkte.
- Auch wenn EZB-Käufe von Unternehmensanleihen die Spreads (insbesondere psychologisch) deutlich beeinflussen können, so spielen auch andere Faktoren eine wichtige(re) Rolle. Dies zeigen z.B. starke Spreadausweitungen in Krisensituationen sowie die deutlichen Spreadbewegungen ab dem zweiten Halbjahr 2022, die nicht mehr durch EZB-Käufe getrieben wurden.

# 06

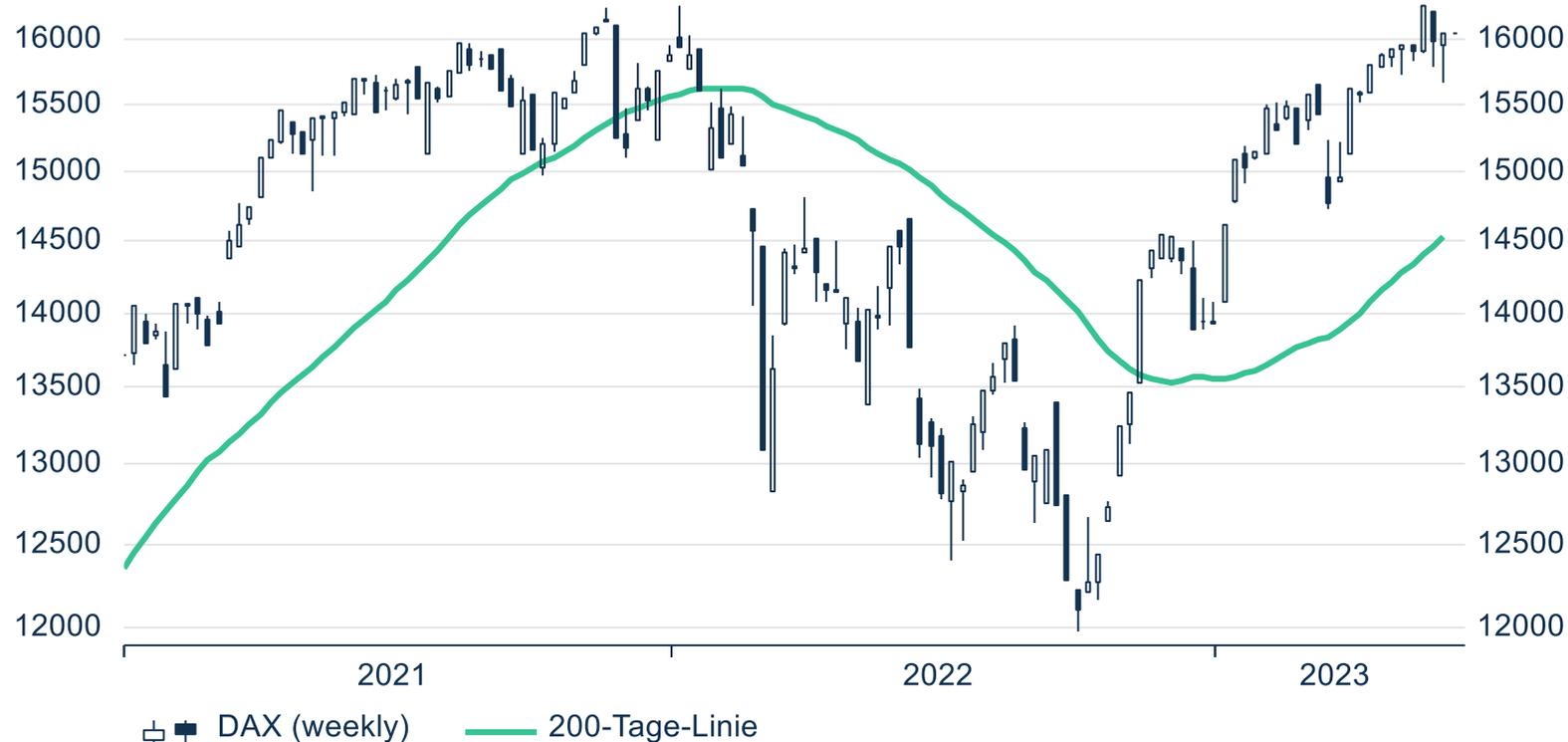
## Aktien: Widerstand am DAX- Allzeithoch

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

# DAX testet das Allzeithoch

## DAX und 200-Tage-Linie

seit Jahresbeginn, in Punkten

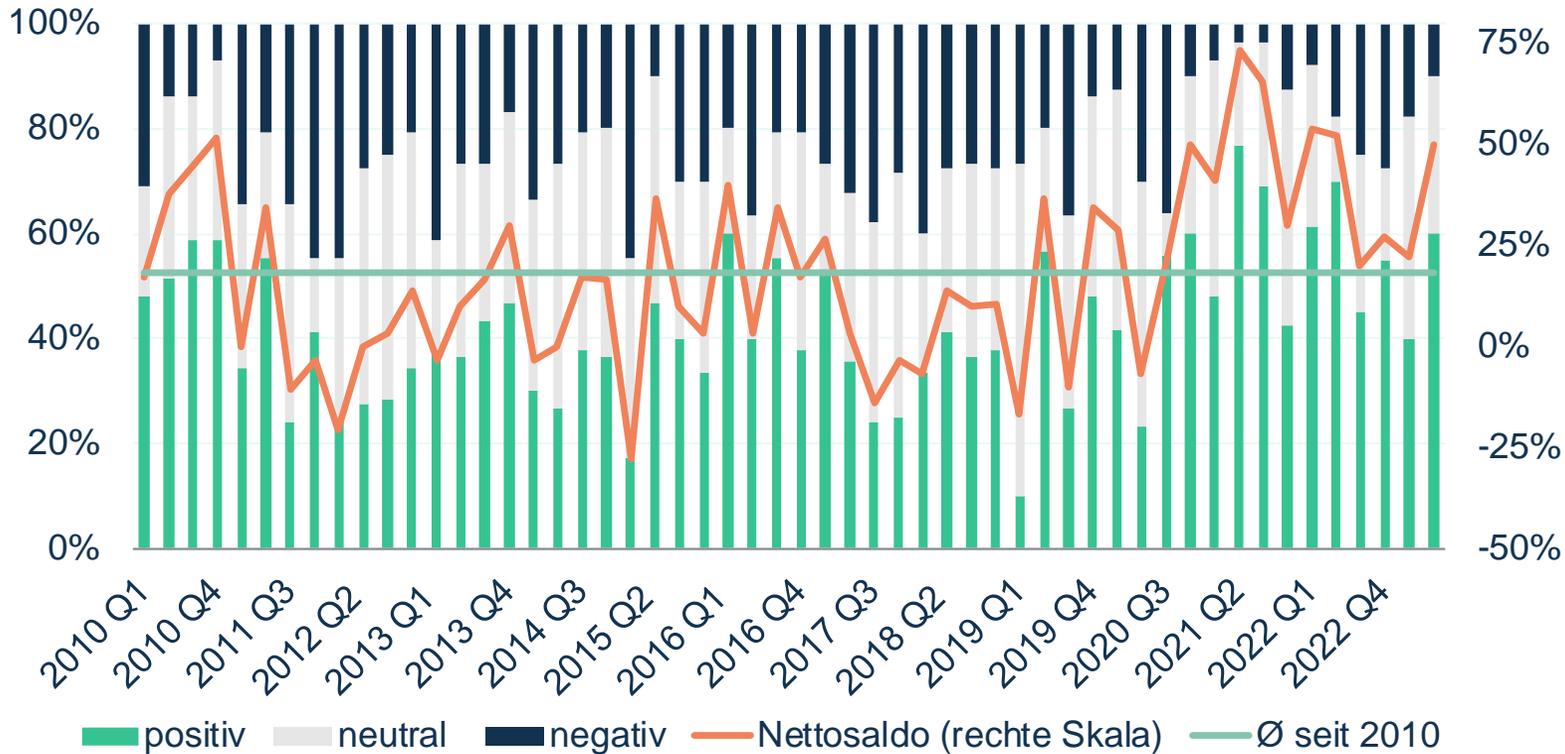


- Nach einer überwiegend positiven Berichtssaison zum ersten Quartal nahm der DAX Kurs auf sein Allzeithoch von 16.290 Punkten vom November 2021.
- Nach der „Last-Minute“-Lösung im US-Schuldenstreit wenden sich die Akteure wieder den Konjunktur- und Unternehmensdaten zu.
- Hier sehen wir sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks Risiken, die noch nicht adäquat eingepreist sind. Mit Blick auf den Prognosehorizont Ende September besteht Korrekturbedarf.

# Berichtssaison zum ersten Quartal top

## DAX-Berichtssaison

Surprise-Faktor incl. Nettosaldo

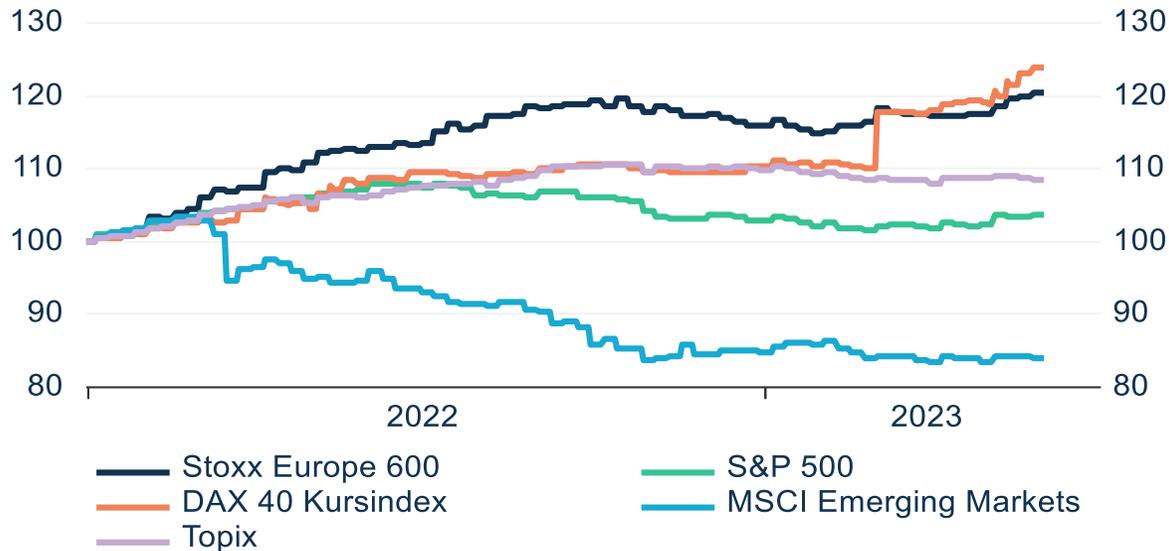


- Von den 40 DAX-Titeln fielen nach unseren Beobachtungen 24 Quartalsergebnisse über den Erwartungen aus, lediglich vier enttäuschten, der Rest blieb weitestgehend im Rahmen der Erwartungen.
- Dies bedeutet ein Nettosaldo von 20 positiven Berichten, also 50% des DAX. Dies ist auch im historischen Vergleich ein klar überdurchschnittlicher Wert.
- Es ist zwar normal, dass die Gewinne der DAX-Konzerne überwiegend über den Erwartungen liegen. Ein solch hoher Nettosaldo ist jedoch bemerkenswert.

# Gewinntrend positiv, Risiken steigen

## Gewinne international

12-Monats-Forward, indexiert 1.1.2022=100, in Indexpunkten

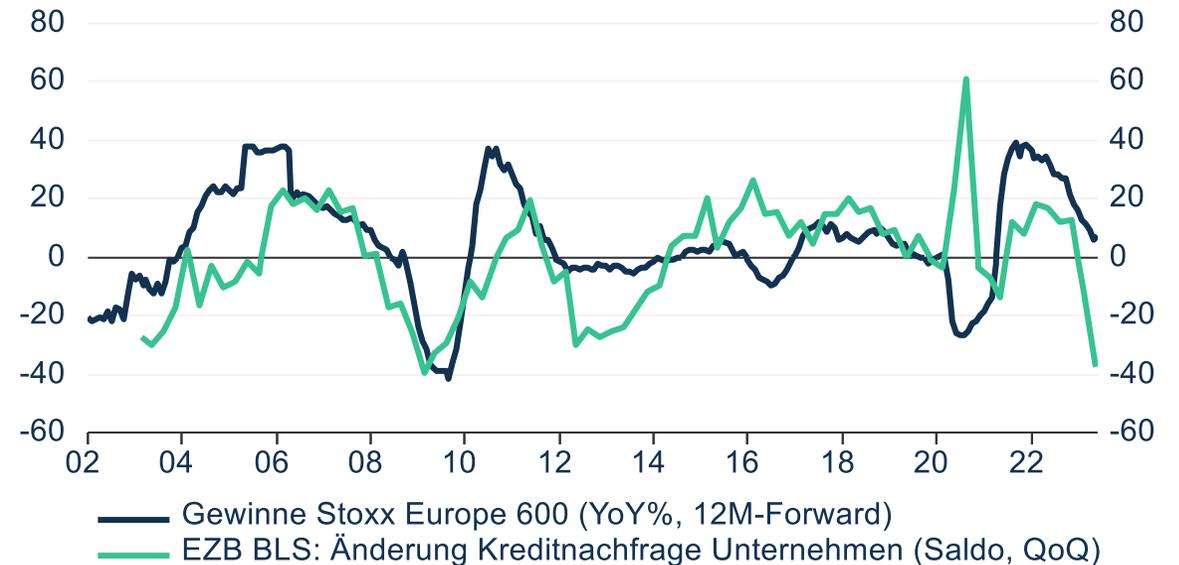


- Die gute Berichtssaison macht sich auch in den aggregierten Indexgewinnen bemerkbar: Der DAX-Gewinn für das laufende Jahr 2023 legte seit Ende März um 4,2% zu! Dies war im Wesentlichen auf teilweise prozentual zweistellige Aufwärtsrevisionen in den Sektoren Automobil und Industrie zurückzuführen (u.a. BMW und Siemens). Die guten Q1-Zahlen sind nun weitgehend verarbeitet.

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

## Gewinne und Kreditvergabeneigung

Gewinne Stoxx Europe 600 YoY% und Änderung

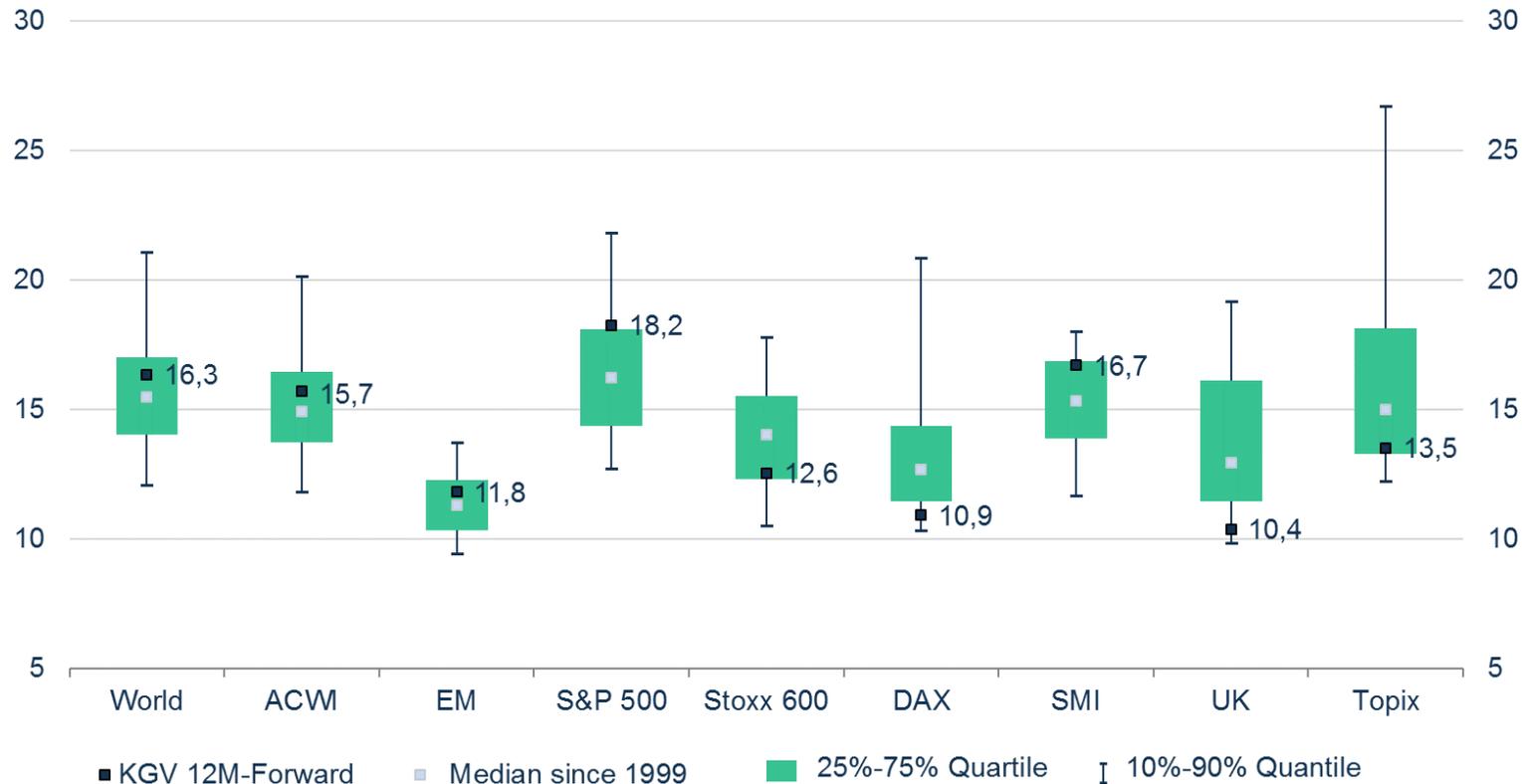


- Angesichts der konjunkturellen Risiken sehen wir Abwärtsrisiken für die Gewinne. Hierauf deutet auch der EZB Bank Lending Survey hin. Seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 2003 folgte auf einen solch niedrigen Indikatorwert (< minus 30) im Hinblick auf die Kreditnachfrage der Unternehmen entweder ein Einbruch der Gewinne (Q1 2009) oder zumindest eine längere Phase leicht sinkender Gewinne (Q2 2012).

# KGV-Bewertung divergent: USA teuer, D günstig

## Aktien international: 12-Monats-Forward-KGVs

Median seit 1999 und aktueller Wert

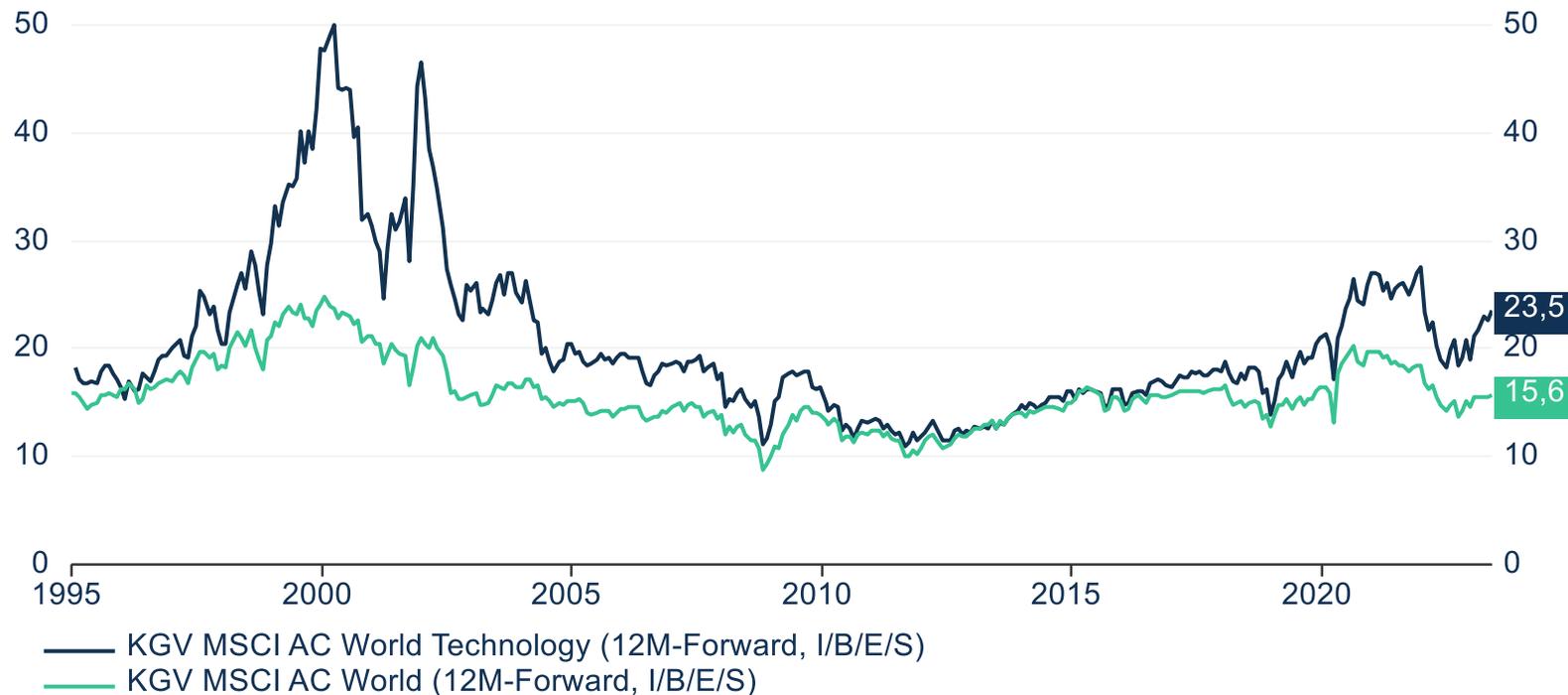


- US-Aktien sind derzeit mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 18,2 hoch bewertet. Dies lässt kaum Spielraum für Enttäuschungen.
- Der DAX erscheint dagegen regelrecht günstig.
- Diese Bewertungsdiskrepanz zwischen diesseits und jenseits des Atlantiks dürfte sich auf Sicht jedoch relativieren: Angesichts der drohenden Rezession in Deutschland dürften hierzulande Gewinnrevisionen bevorstehen. In den USA dürfte der Revisionszyklus bereits weiter vorangeschritten sein.
- Einer zudem drohenden Bewertungskorrektur in den USA dürfte sich der DAX jedoch ebenfalls nicht entziehen können.

# Technologiewerte hoch bewertet

## KGV MSCI AC Information Technologie und MSCI ACWI

12M-Forward seit 1995

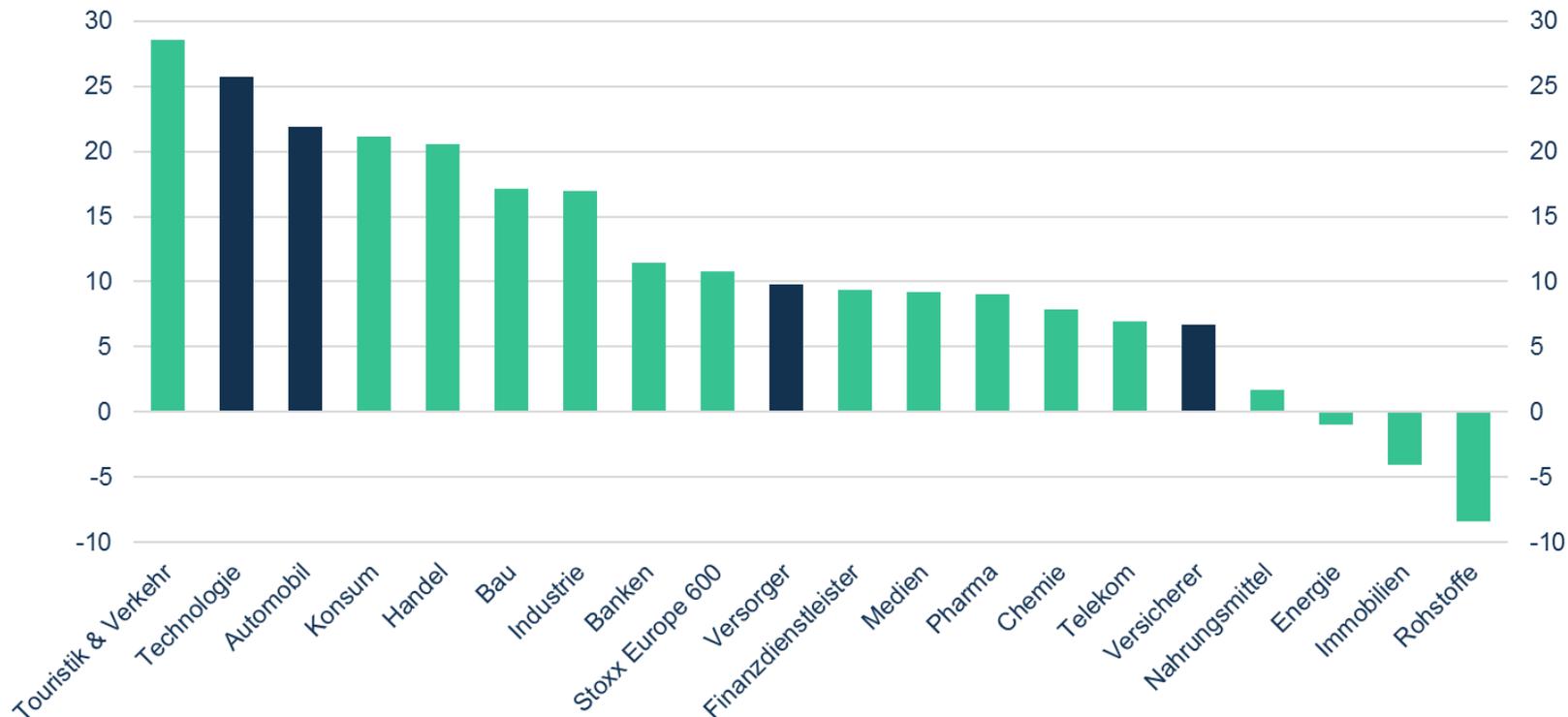


- Angesichts der Rally der Wachstumswerte stellt sich die Frage, wie tragfähig der Anstieg ist. Hierzu ein Blick auf die Bewertungen.
- Der globale MSCI IT-Index ist derzeit mit einem KGV von 23,5 bewertet, was im historischen Vergleich hoch ist.
- Von Euphoriewerten wie zur Dot-Com-Bubble sind die Titel zwar noch weit entfernt. Viel Raum für Enttäuschungen bleibt jedoch nicht.

# Sektorperformance: Tech auch in Europa top

## Performance Sektoren Europa

seit Jahresbeginn, in %, blau markiert: aktuelle Favoriten

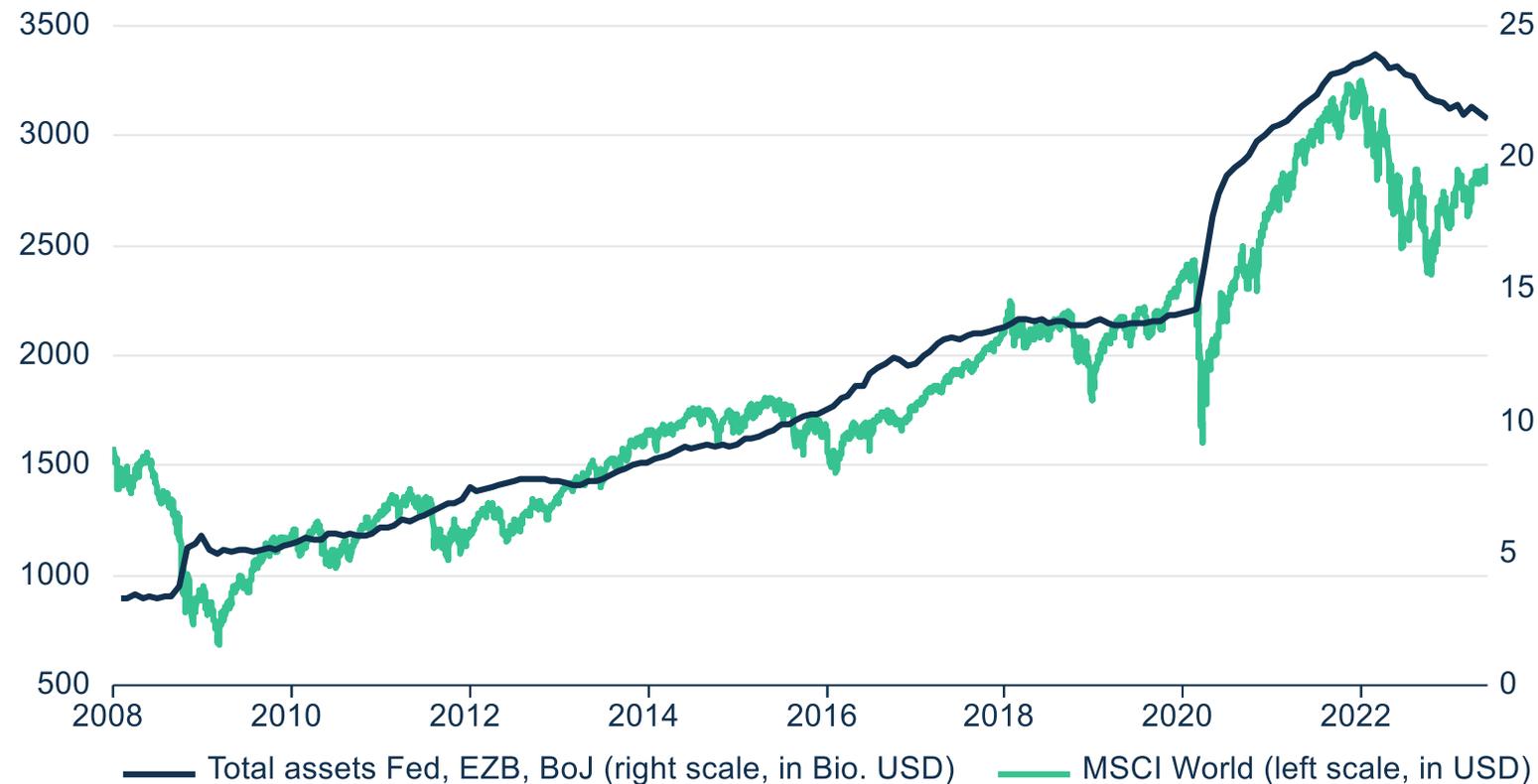


- Nicht nur in den USA, sondern auch in Europa sind Tech-Titel im bisherigen Jahresverlauf en vogue.
- Top-Performer ist der Sektor Touristik & Verkehr, der zum einen von der gestiegenen Reisetätigkeit nach der Corona-Pause und zum anderen von gesunkenen Energiekosten profitiert.
- Banken weisen nach sehr gutem Jahresstart nur noch eine leichte Outperformance auf. Der Kollaps einiger US-Regionalbanken und die spektakuläre Rettung der Credit Suisse ließ die Anleger vorsichtig werden. Hinzu kommen derzeit Konjunkturrisiken.
- Auf dem dritten Rang des YTD-Performancetableaus in Europa landen Autos: Hier greifen Anleger angesichts der günstigen Bewertungskriterien zu.

# Liquiditätsentzug bremsender Faktor

## Bilanzsummen Fed, EZB und BoJ und MSCI World

in Bio USD



- Risikoassets profitierten im Anschluss an die Finanzkrise enorm von der expansiven Geldpolitik der Notenbanken, die sich unter anderem in massiv ausgeweiteten Bilanzen der Notenbanken zeigte. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie verstärkte sich das Tempo der Ausweitung der Bilanzsummen sogar noch.
- Seit Anfang 2022 schrumpft die aggregierte Bilanzsumme von Fed, EZB und BoJ bereits. Dieser Trend dürfte sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen und die Aktienmärkte belasten.

# 07

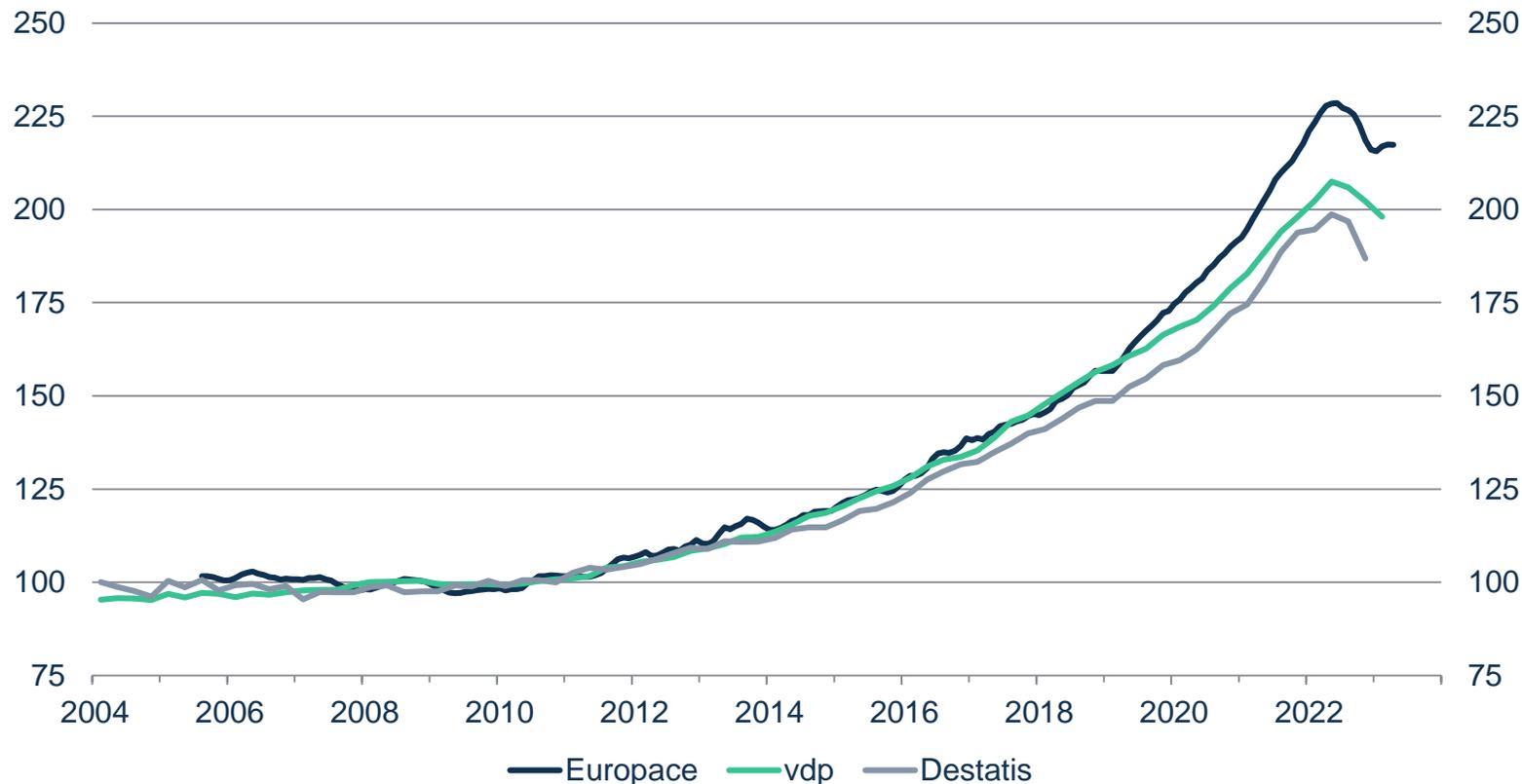
**Immobilien –  
Rückgang  
der Preise  
dauert an**

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

# Wohnimmobilien: Preisindizes zeigen kein einheitliches Bild

## Preisentwicklung von Wohnimmobilien

Indizes, 2010 = 100

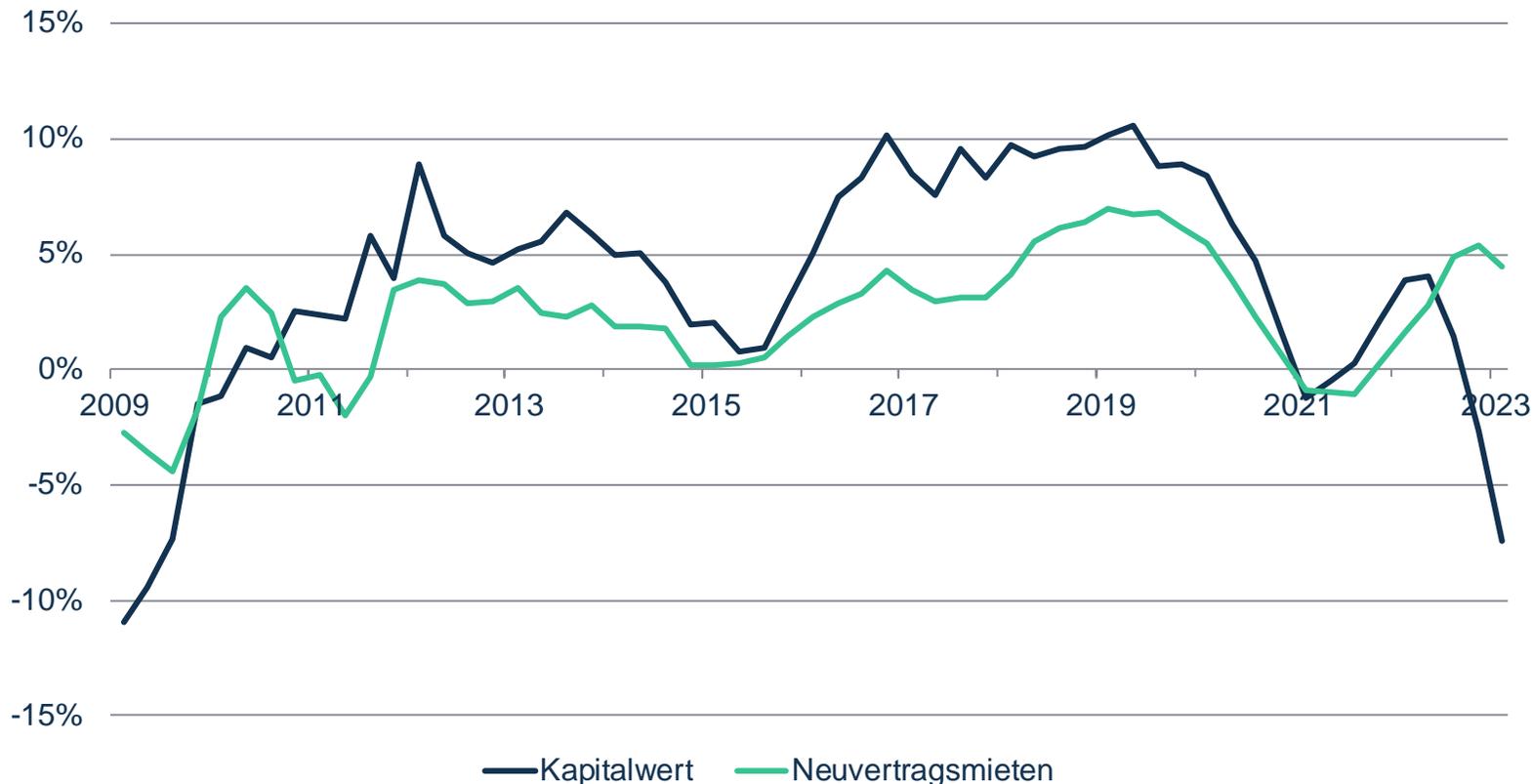


- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) meldet für das erste Quartal 2023 einen Preisrückgang für Wohnimmobilien von 2,0% im Quartalsvergleich und somit ein ähnliches Abwärtstempo wie im vierten Quartal 2022 (-1,8%).
- Die vdp-Daten sind moderater als jene des Statistischen Bundesamtes (Destatis), denen zufolge allein im vierten Quartal 2022 die Preise um 5,0% nachgaben.
- Der monatliche Index von Europace, einem Vermittler von Immobiliendarlehen, erholte sich im Februar und März etwas, trat im April dann der Stelle.
- Der Preisrückgang dürfte sich im Vergleich zu Ende 2022 zwar verlangsamen. Die belastenden Faktoren überwiegen aus unserer Sicht aber weiterhin.

# Büroimmobilien: Rückgang der Preise setzt sich fort

## Preise und Neuvertragsmieten von Büros

Veränderungsrate ggü. Vorjahr

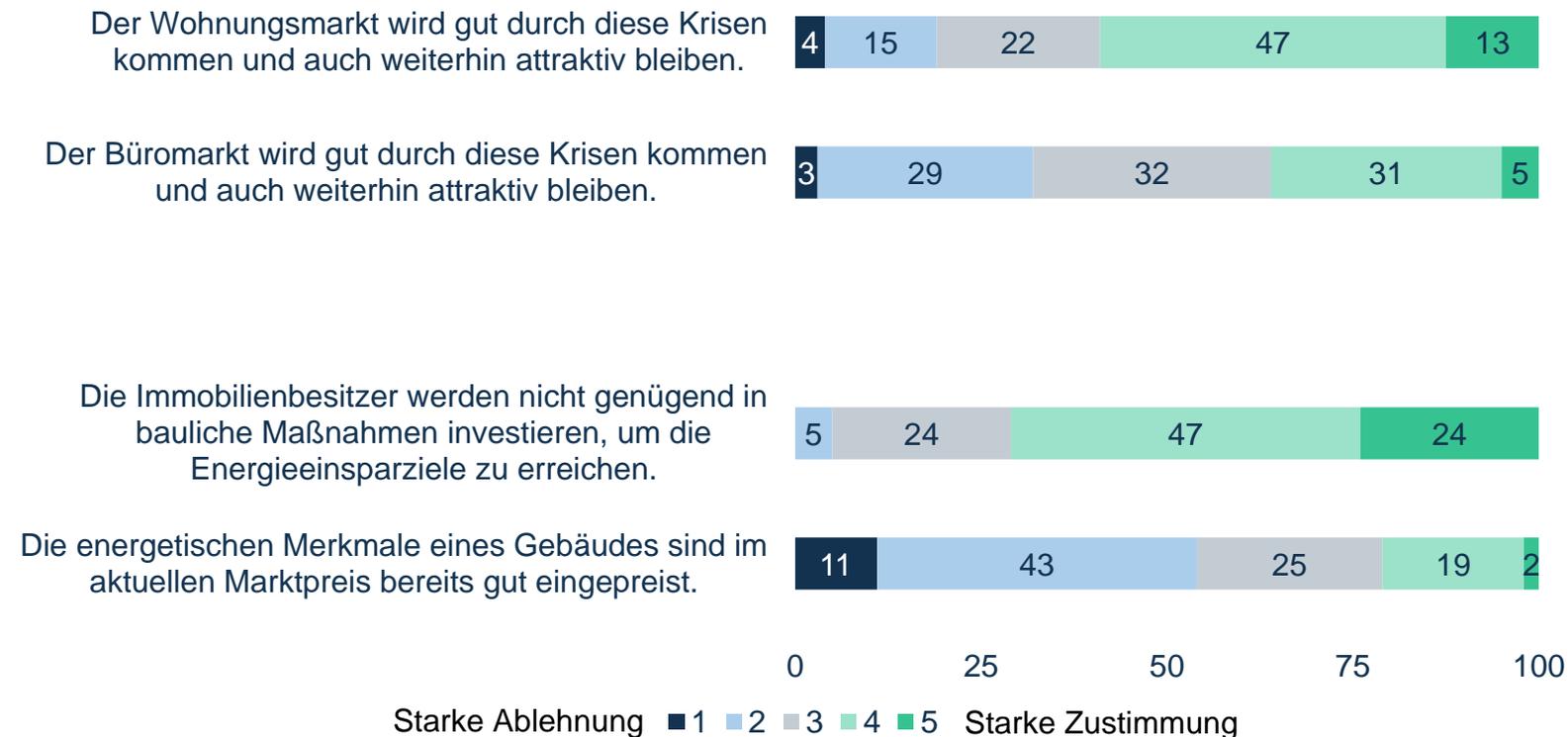


- Der Preisrückgang bei Büroimmobilien hat sich gemäß des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) im ersten Quartal 2023 beschleunigt. Im Vergleich zum Vorquartal gab der Index für den Kapitalwert um 4,3% nach (Q4 2022: -2,4%). Im Vergleich zum Vorjahr notiert der Index 7,5% niedriger. Bemerkenswert zudem: Auch bei den Mieten setzte nun eine schwächere Tendenz ein.
- Der von JLL veröffentlichte Index „Victor“ für die Wertentwicklung von Top-Bürohäusern in fünf Großstädten zeigt im Jahresvergleich einen Wertverlust von kräftigen 16,7% an. Der Index notiert nun auf dem Niveau von Ende 2018. Immerhin: Im Quartalsvergleich hat sich der Rückgang im ersten Quartal 2023 von -8,2% auf -5,7% verlangsamt.
- Wir erwarten vorerst weiter fallende Preise.

# Immobilienexperten pessimistisch beim Thema Energieeffizienz

## Ergebnisse aus dem BBSR-Expertenpanel Immobilienmarkt

Ablehnung bzw. Zustimmung zu den jeweiligen Aussagen, in %



- Die vom Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) um den Jahreswechsel befragten Experten zeigten sich überwiegend optimistisch, dass der Wohnimmobilienmarkt gut durch die aktuelle Krise kommt. Beim Büromarkt halten sich Optimisten und Pessimisten in etwa die Waage.
- Recht eindeutig fällt das Urteil beim Thema Energieeffizienz aus. Fast dreiviertel der Befragten erwarten, dass die Besitzer von Immobilien nicht genügend investieren werden, um die Energieeinsparziele zu erreichen. Weitere politische Anreize und Maßnahmen seien hier notwendig.
- Nur ein Fünftel denkt, dass die aktuellen Marktpreise energetische Merkmale bereits gut berücksichtigen. Dies spricht für Druck auf die Preise in der Zukunft.

# 08

## Prognosen und Asset Allokation – Vorsicht über den Sommer!

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



# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsche Wirtschaft steckt in ausgeprägter Rezession  
BIP in Q4/2022 minus 0,5%,  
in Q1/2023 minus 0,3%
- Auch das zweite Quartal zeigt wenig Dynamik
- Hohe Inflation bremst reale Kaufkraft
- EZB zieht Zinszügel weiter an



## Aktienmärkte



- US-Aktien hoch bewertet und lediglich von wenigen hochgewichteten Titeln mit KI-Phantasie nach oben gezogen
- Mehrheit der US-Blue-Chips im Minus seit Jahresbeginn
- Vorsichtige Positionierung empfohlen



## Zinsumfeld



### Geldmarkt/Notenbanken

- Fed:  
Leitzins-Peak bei 5,25% vermutlich erreicht; erste Senkung im März 2024
- EZB: zwei weitere Zinsschritte;  
Leitzins-Peak bei 3,75% (Einlagesatz);  
erste Senkung nicht vor H2 2024



## Devisen



- Euro mit Erholungspotenzial
- US-Renditevorteil sollte abnehmen
- Euroraum-Wirtschaft wächst 2024 stärker
- Standort USA gilt als attraktiver



## Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- OPEC+ seit Anfang Mai mit weiteren Produktionskürzungen
- Jüngster Aufschwung des US-Dollars führt zu Korrektur beim Goldpreis

### Renditen

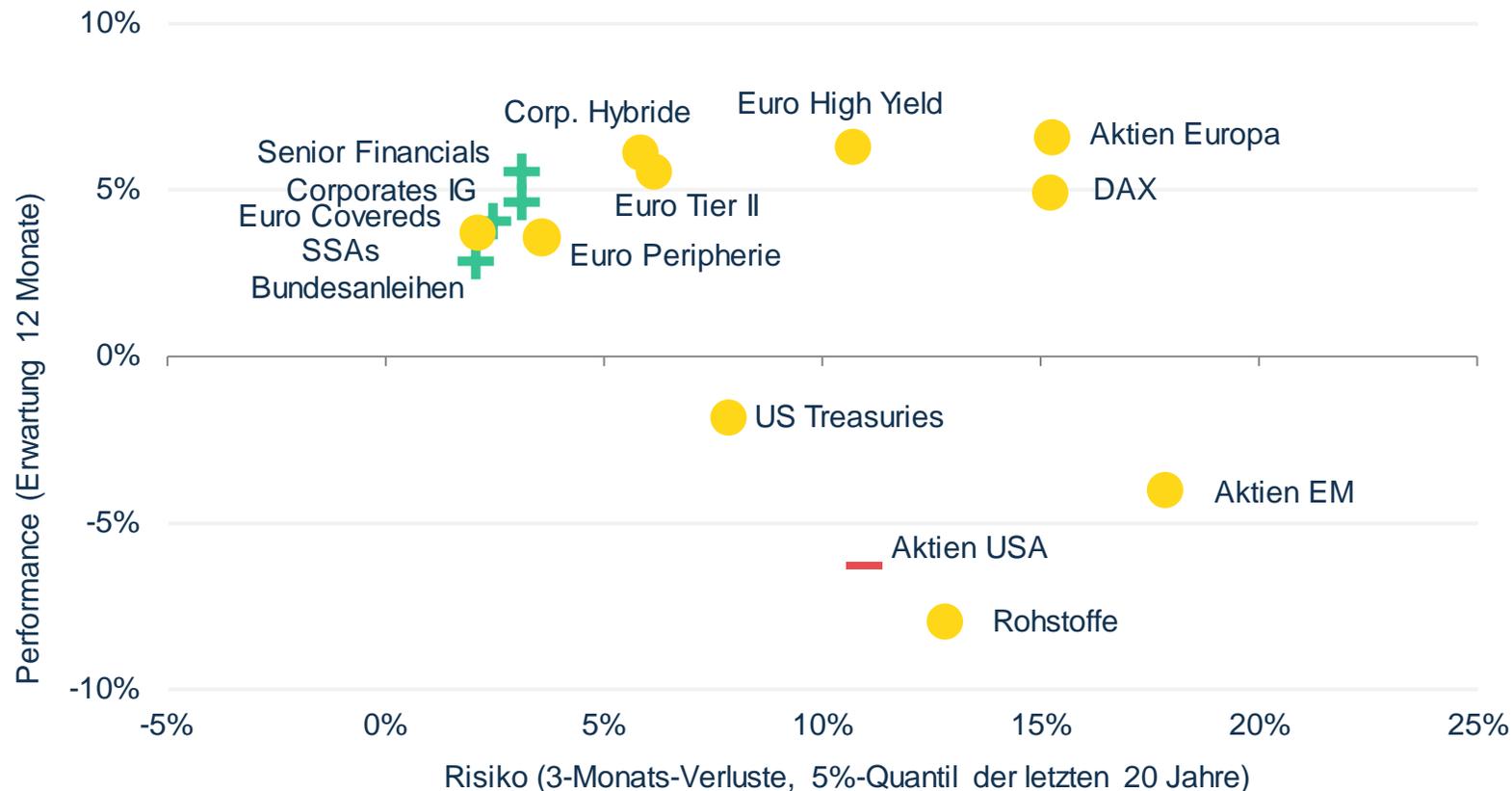


- EUR-Langfristzinsen kurzfristig mit Aufwärtsrisiken, sobald Finanzstabilitätssorgen nachhaltig abebben; auf eine mittlere Frist Trendwende zu erwarten

# 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.
- Mit Rückschlägen für Risiko-Assets über den Sommer, insbesondere bei Aktien, ist zu rechnen.
- 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 leiden in der Performance-Darstellung, da eine Abschwächung des USD ggü. Euro von 8% unterstellt wird.

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

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

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Kasse	0			
Zins	0/+	0/- 1-3 Jahre 0 4-7 Jahre 0/+ 8-10 Jahre	0 Euro-Peripherie 0/+ Bund 0 USD-Bonds	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
Credit	+	0/+ Corporate Inv. Grade 0 Corporate High Yield 0 Corporate Hybride 0/+ Senior Financials 0/+ Covered Bonds/SSAs 0 Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/- Emerging Markets Debt	Overweight: Food & Beverages, Technology, Telecoms, Oil & Gas
Aktien	0	+ Automobil Technologie Versicherer Versorger	0/- USA 0 Japan 0/+ Europa ex D 0 Deutschland 0/- EMMA Asia 0 EMMA ex Asia	Value Dividendenstrategien
Währungen	0/-	gegenüber Euro	+ GBP 0 CNY - JPY, USD, CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/+ Edelmetalle 0 Industriemetalle 0 Energie	+ 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	6,9	6,0	2,8
Euroraum	BIP	5,2	3,5	0,2	1,2
	Inflation	2,6	8,4	6,0	2,5
USA	BIP	5,9	2,1	1,5	0,0
	Inflation	4,7	8,0	4,5	2,3
China	BIP	8,1	3,0	4,5	3,0
	Inflation	0,9	2,8	2,5	2,1
Welt	BIP	5,8	3,4	2,5	2,3
	Inflation	3,7	8,8	4,4	3,0

## Zinsen und Spreads

in %	aktuell	30.09.23	31.12.23	30.06.24
EZB Einlagesatz	3,25	3,75	3,75	3,75
Bund 10 Jahre	2,38	2,40	2,40	2,20
Fed Funds	5,25	5,25	5,25	4,50
Treasury 10 Jahre	3,70	3,50	3,50	3,30
BBB Bundspread (in Bp.)	181	165	150	140

## Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.09.23	31.12.23	30.06.24
DAX	15 964	14 500	16 000	17 000
Euro Stoxx 50	4 293	4 000	4 250	4 500
S&P 500	4 274	3 750	4 000 -	4 350
Nikkei 225	32 217	27 000	29 000 +	30 500 +

## Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.09.23	31.12.23	30.06.24
US-Dollar je Euro	1,07	1,12	1,15 +	1,17 +
Franken je Euro	0,98	1,00	1,01	1,01
Pfund je Euro	0,86	0,87	0,87	0,86
Gold (USD/Feinunze)	1 957	2 000	2 100 +	2 200 +
Öl (Brent - USD/Barrel)	77	80	80	80

+ Anhoben  
- Gesenkt

# Kurzübersicht Szenarien

## 15% Positivszenario

- 1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, 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% (bisher 55%) Hauptszenario

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

## 10% Downside Inflation überschießt

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

## 10% (20%) Downside Finanzkrise / geopolitische Eskalation

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

# Szenarien Konjunktur u. Märkte:

## Positivszenario 15 % (zuvor 15%)

### Prognosen

	30.09.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	18 000	20 500
Euro Stoxx 50	4 900	5 500
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	3,75	3,55
10 Jahre Bund	2,60	2,25
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

### Entwicklungen

- Der **Ukraine-Krieg endet schnell**, Verhandlungen führen zu einem dauerhaften Waffenstillstand. Rohstoffe verbilligen sich weiter. Risikotitel werden wieder verstärkt gesucht.
- Die **Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig** in den „Wohlfühlbereich“ der Notenbanken zurück. **Geldpolitik** in den USA und im Euroraum schaltet von restriktiv auf **neutral** zurück.
- Die **Renditen** schalten schneller in den Rückwärtsgang als im Hauptszenario, bleiben jedoch im Rahmen des übergeordneten Niedrigzinsumfelds. Die Aktienmärkte erleben eine spannungsfreie Hausse.

# Szenarien Konjunktur und Märkte:

## Hauptszenario 65 % (zuvor 55%)

### Prognosen

	30.09.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	14 500	16 000
Euro Stoxx 50	4 000	4 250
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	3,75	3,75
10 Jahre Bund	2,40	2,40
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

### Entwicklungen

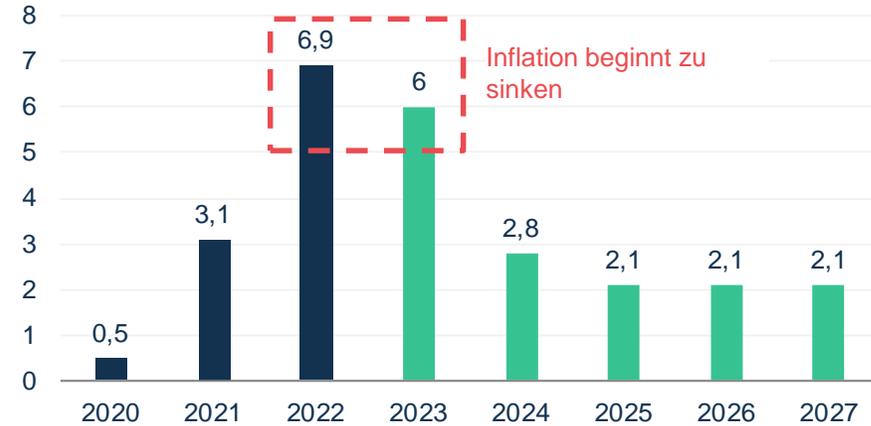
- Die **Konjunktur** in den westlichen Industriestaaten wird durch steigende Leitzinsen der **restriktiven Geldpolitik** belastet. Die **Inflation** fällt im Trend weiter, bleibt aber noch eine Weile über den Zielwerten der Notenbanken.
- Lieferschwierigkeiten** nehmen ab. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte bleibt durch den **Realeinkommensverlust** geschwächt.
- Der **Ukraine-Krieg bleibt ein 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.
- 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. Diese relativieren sich dies jedoch, da der Prozess der Gewinnabwärtsrevisionen jenseits des „Großen Teichs“ bereits fortgeschritten ist, während er diesseits des Atlantiks noch nicht in Gang gekommen ist.

# Hauptszenario (65 %) (bisher 55%)

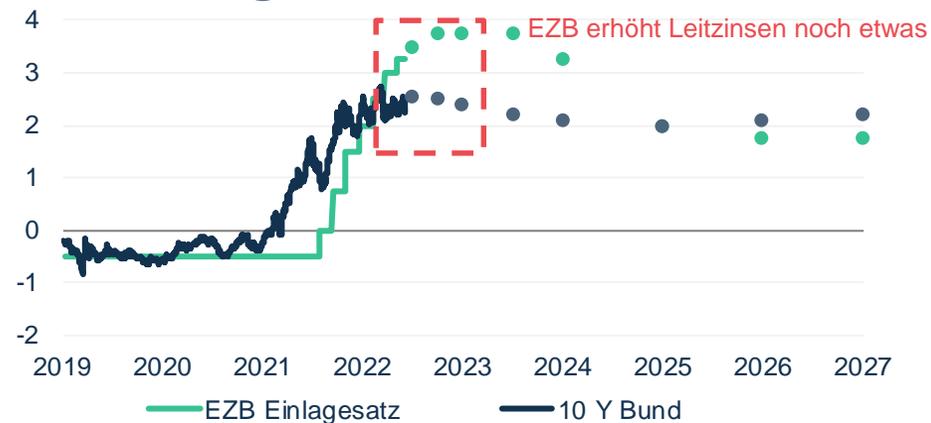
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Negativszenario 1)

## Überschießende Inflation 10% (zuvor 10%)

### Prognosen

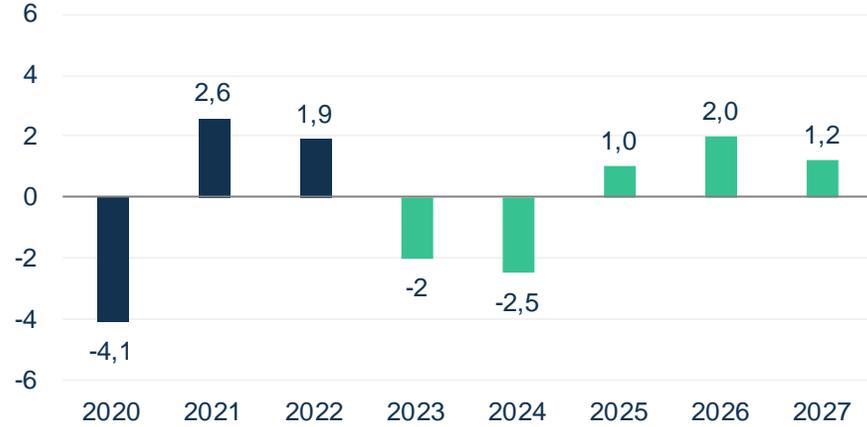
	30.09.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	13 000	11 500
Euro Stoxx 50	3 500	3 100
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	4,10	4,80
10 Jahre Bund	3,20	4,20
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

### Entwicklungen

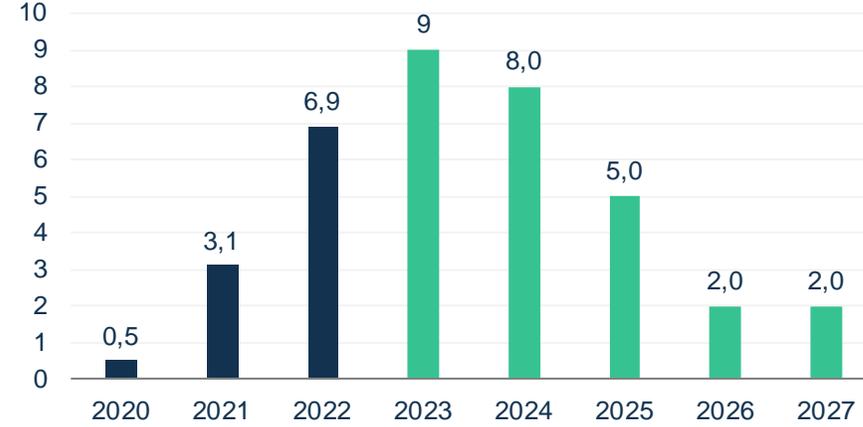
- Inflation steigt erneut und über die Breite des Warenkorbs hinweg. Zweitunden-Effekte, **Lohn-Preis-Spirale**. Notenbanken brechen die Inflationserwartungen durch starke Zinserhöhungen auch in die schon beginnende Rezession hinein.
- Krieg in der Ukraine und knappe Gaslieferungen können Inflationstrend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

# Negativszenario 1) Überschießende Inflation (10 %)

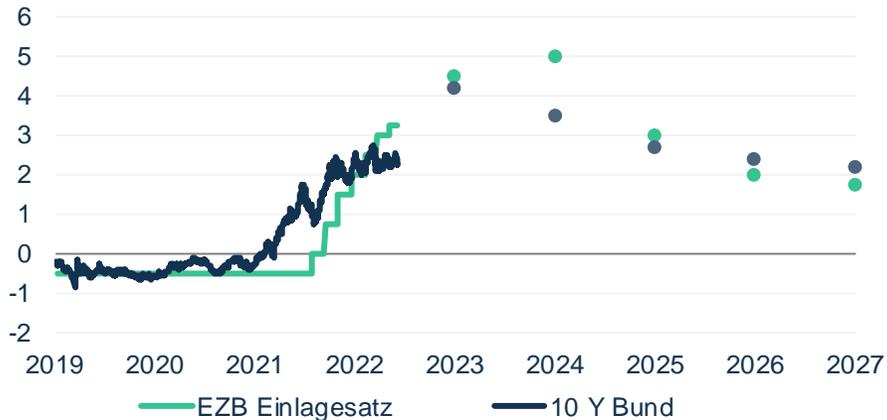
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Negativszenario 2) Finanzkrise/Geopolitik 10% (zuvor 20%)

## Prognosen

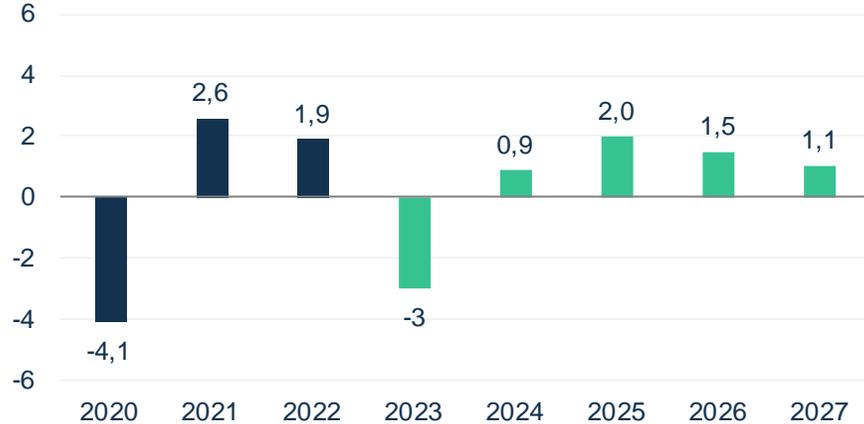
	30.09.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	13 500	12 500
Euro Stoxx 50	3 700	3 300
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	2,85	1,40
10 Jahre Bund	1,50	0,75
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

## Entwicklungen

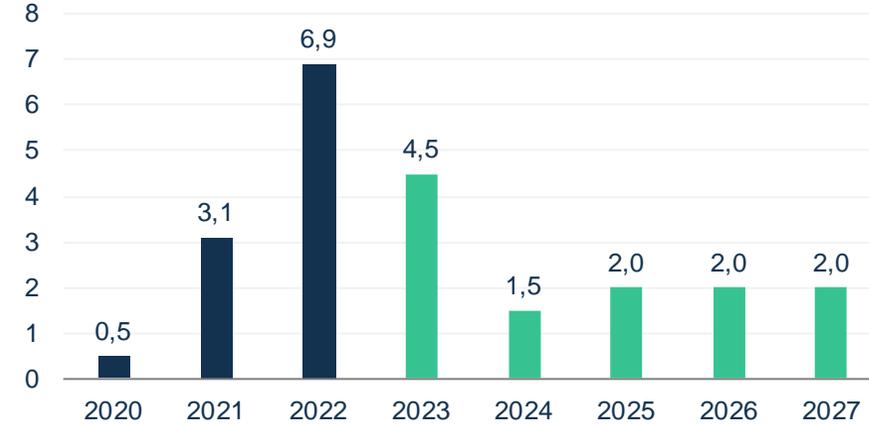
- **Risk-off-Szenario:** Erneute Risikovermeidung an den Finanzmärkten durch Vertrauensverlust ins Finanzsystem wie erneute Schwierigkeiten im Bankensektor oder durch einen geopolitischen Schock (Ukraine, Taiwan).
- **Notenbanken reagieren mit einer Pause der Zinsanhebungen, partiell auch mit Zinssenkungen.**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

# Negativszenario 2) Finanzkrise / Geopolitischer Schock (10 %) (bisher 20%)

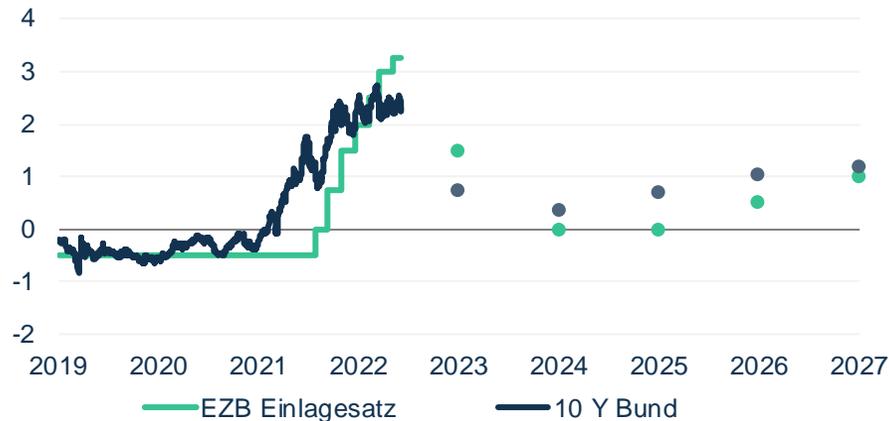
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

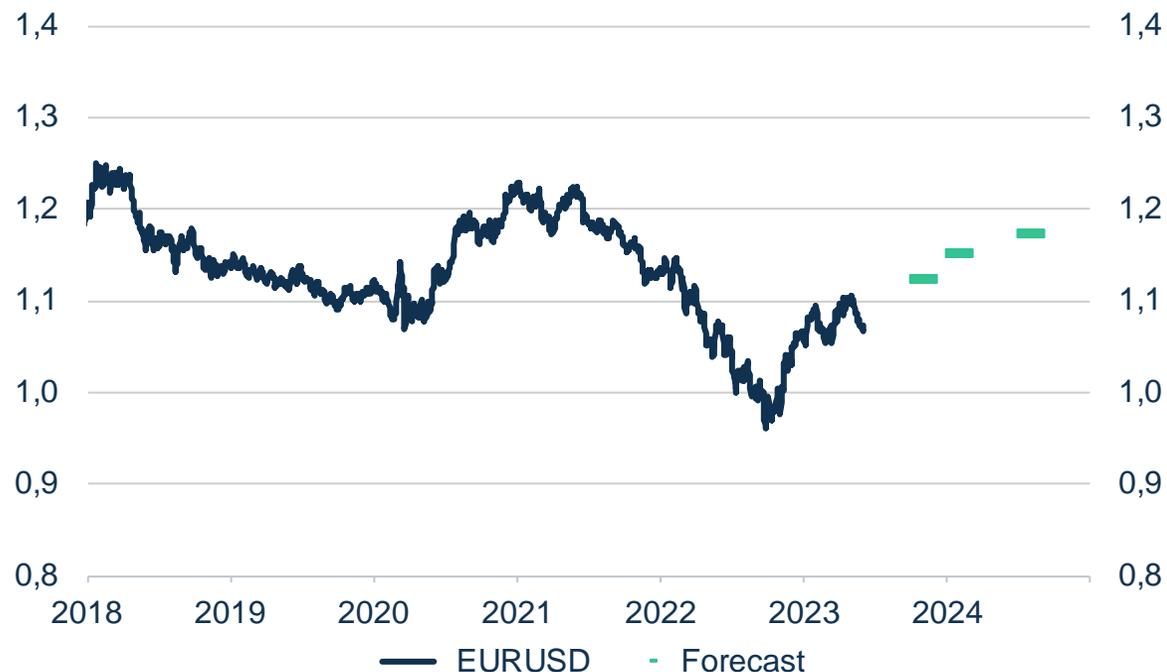
# 09

## Anhang



# EURUSD: EZB-Erhöhungen helfen Eurokurs

## FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Sep-23	Dec-23	Jun-24
EURUSD	1.07	1.05	1.07	1.01	1.12	1.15	1.17

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro EUR

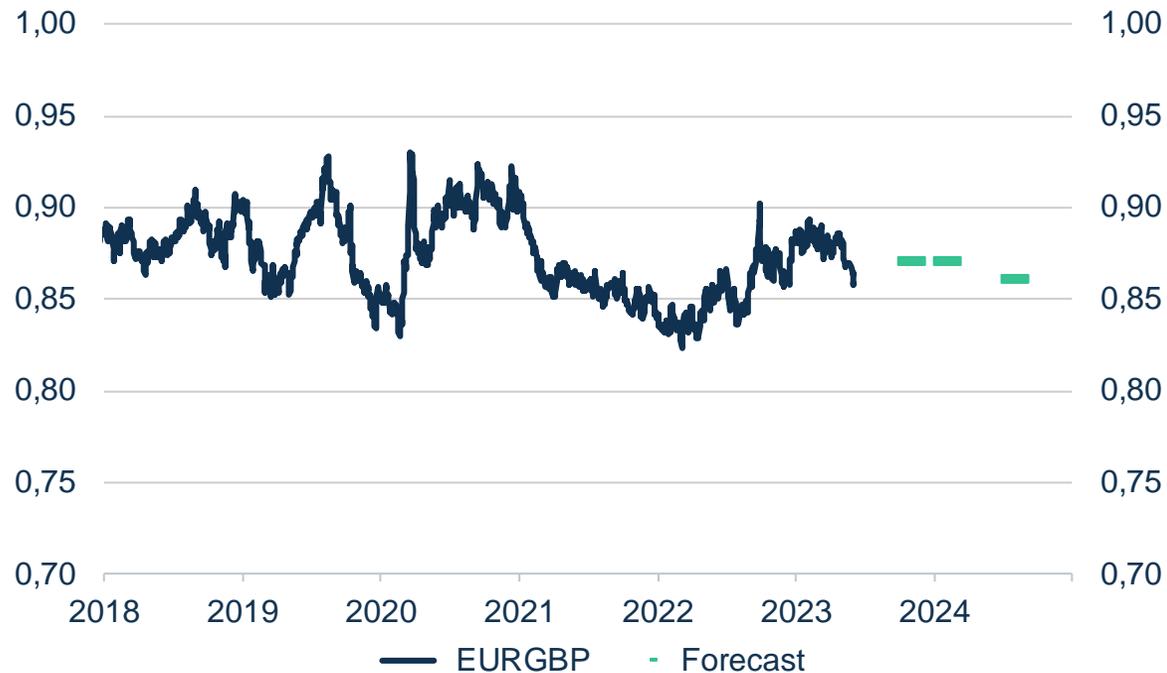
- Nach unserer Prognose wird die EZB ihren Einlagensatz bis Jahresende noch zweimal um jeweils 25 BP erhöhen. Die Fed-Erhöhungen dürften indes das Ende der Fahnenstange erreicht haben. Nach unserer Prognose wird die Fed in der ersten Jahreshälfte 2024 ihren Leitzins dreimal um jeweils 25 BP senken.
- Die Wirtschaft des Euroraumes sollte 2024 stärker wachsen als die US-Wirtschaft.

## Contra EUR

- Nach unserer Prognose werden die Aktienkurse im weiteren Jahresverlauf einen Rücksetzer machen. Hierunter dürfte der Euro leiden.
- Die US-Wirtschaft hat angesichts ihrer günstigen und sicheren Energieversorgung einen Wettbewerbsvorteil.

# EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

## FX EUR/GBP



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro EUR

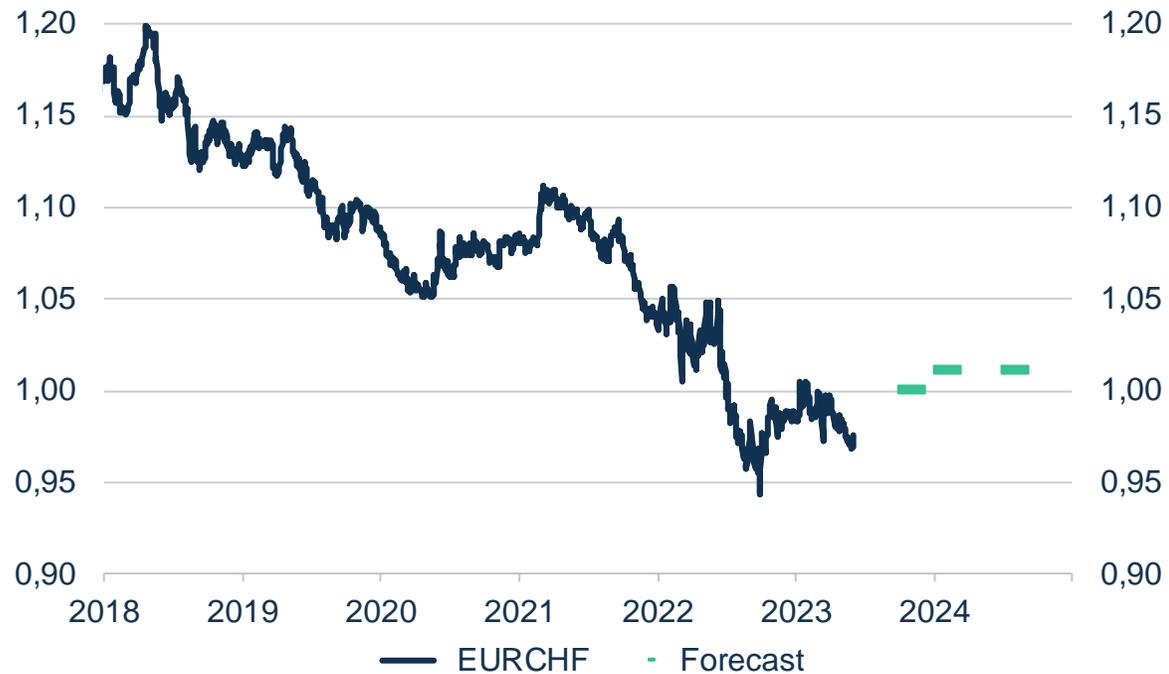
- Die EZB dürfte ihren Einlagensatz von derzeit 3,25 % bis auf 3,75 % per Ende 2023 hochhieven.
- Die EZB stemmt sich gegen die „Fragmentierung“ der Staatsanleihemärkte innerhalb des Euroraums.

## Contra EUR

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

# EURCHF: Franken ist gemäß KKP unterbewertet

## FX EUR/CHF



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro CHF

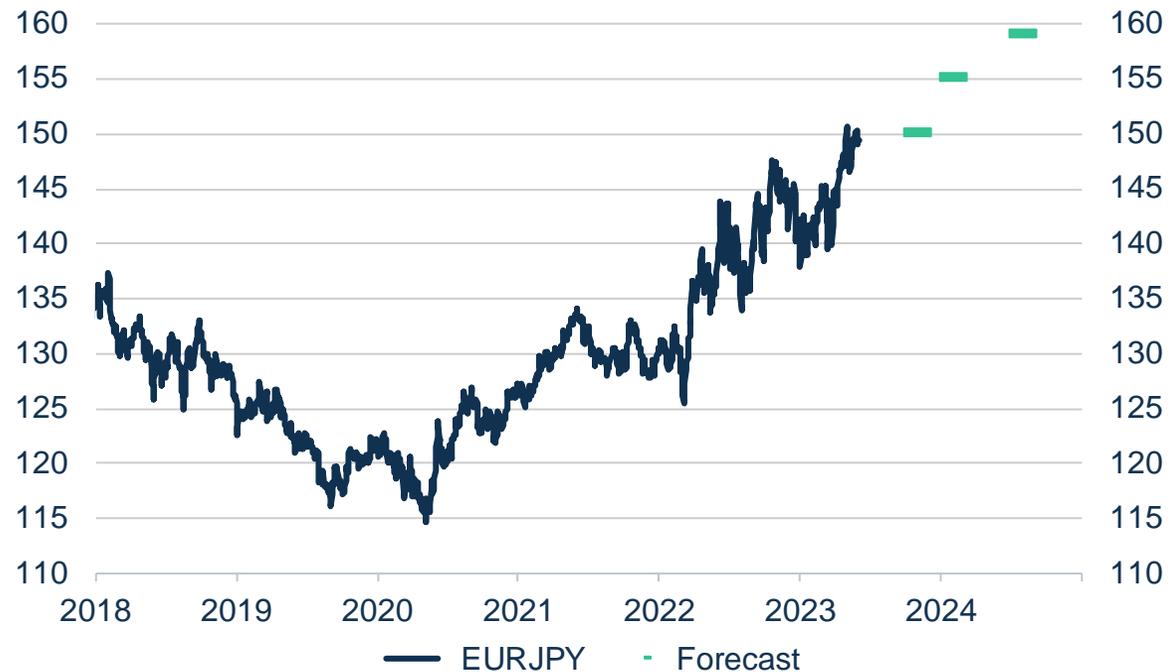
- Franken ist gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro unterbewertet.
- SNB begrüßt nun sogar eine gewisse Frankenstärke zur Eindämmung der Inflation. Bei Bedarf stützen die Währungshüter den Franken über Interventionen.
- Nach unserer Prognose werden die Aktienkurse im weiteren Jahresverlauf 2023 einen Rücksetzer erleiden. Hiervon dürfte der Franken profitieren.

## Contra CHF

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

# EURJPY: Yen neigt weiter zur Schwäche

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Sep-23	Dec-23	Jun-24
EURJPY	149.46	138.03	140.66	141.66	150.00	155.00	159.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

### Pro EUR

- In den USA und im Euroraum ist die Geldpolitik restriktiver.
- Der neue BoJ-Präsident Kazuo Ueda verspricht Kontinuität in der Geldpolitik. Japans Zinsen dürften daher auf Dauer deutlich niedriger bleiben als in den USA und im Euroraum. Die Marktteilnehmer scheinen eine weiterhin „konservative“ Haltung der BoJ nun einzupreisen.
- Die Inflationsraten im Euroraum dürften ihren Hochpunkt überschritten haben.

### Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes wird dieses Jahr sehr wahrscheinlich mit rezessiven Tendenzen kämpfen.
- Kriegsfolgen und eine konjunkturelle Abschwächung in den USA könnten die Risikoaversion wieder „pro Yen“ erhöhen.
- Eine vorsichtige Adjustierung der Geldpolitik unter dem neuen BoJ-Präsidenten Ueda könnte u.U. auch in Japan eine gewisse Zinserhöhungs-Phantasie aufkommen lassen.

# USDCNY: Yuan im Trend weiterhin schwächer

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Sep-23	Dec-23	Jun-24
USDCNY	7.08	6.73	6.90	6.98	6.92	6.87	6.88
EURCNY	7.60	7.08	7.37	7.08	7.75	7.90	8.05

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro USD

- Die US-Fed hat ihre Zinsen deutlich erhöht.
- Das BIP-Wachstum in China dürfte trotz Ende der Pandemie und einer Erholung im ersten Quartal 2023 relativ schwach bleiben.
- Die PBoC dürfte ihre Zinsen daher eher noch etwas senken.
- Verschuldungsprobleme bei Unternehmen (z.B. „Evergrande“) verunsichern die Investoren.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. China“ stützt den USD.

## Contra USD

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

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURBRL	5,30	6,00	6,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Real profitierte bisher von der hohen Verzinsung und hohen Handelsbilanzüberschüssen.</li> <li>Die Notenbank hält wegen der anhaltend hohen Inflation weiter an ihrem restriktiven Kurs fest, der die Binnenkonjunktur ausbremst. Diese Ausrichtung wird von der Regierung stark kritisiert, was wiederum eine Revision des Inflationsziels bewirken könnte, die den Real belasten würde.</li> </ul>
EURHUF	369	380	375	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig sinkende Reallöhne im vergangenen halben Jahr lassen im Jahresverlauf einen weiteren Rückgang der Inflationsrate erwarten, was im dritten Quartal zu Zinssenkungen führen sollte.</li> <li>Die rückläufige Binnennachfrage lässt für dieses Jahr kaum ein Wachstum über 0,5 % erwarten. Für 2024 ist die weitere Entwicklung im Streit mit EU-Fördermitteln mitentscheidend.</li> </ul>
EURMXN	18,76	21,20	20,60	<ul style="list-style-type: none"> <li>Durch Direktinvestitionen von US-Firmen und Transfers von in den USA lebenden Mexikanern ist der Peso stark von der US-Wirtschaft abhängig. Diese droht sich nun abzukühlen.</li> <li>Die Notenbank Mexikos hat den Zinsanhebungszyklus vermutlich bei 11,25 % beendet. Steigende Leitzinsen in der Eurozone werden den Zinsvorteil des Peso etwas verringern.</li> </ul>
EURPLN	4,49	4,65	4,55	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nach einem starken Wachstum im ersten Quartal 2023 von 3,9 % trüben sich die Aussichten wegen nachgebender Einzelhandelsumsätze und einer rückläufigen Industrieproduktion ein.</li> <li>Der langsame Rückgang der Kerninflationsrate wird durch die expansive Fiskalpolitik Polens im Vorfeld der im Herbst stattfindenden Parlamentswahlen weiter angeheizt und belastet den Zloty.</li> </ul>
EURRON	4,96	5,15	5,24	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zwar überraschte die Inflationsrate im April mit einem Rückgang auf 11,23 % positiv, jedoch flaute Kernkomponente weniger stark ab. Zinssenkungen erwarten wir daher erst wieder 2024.</li> <li>Das Wachstum Rumäniens verlor im ersten Quartal an Dynamik und wird für das Gesamtjahr nur knapp über 2 % betragen. Dafür ist der Zufluss von EU-Mitteln eine wichtige Stütze.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.06.2023, 10:35 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURRUB	86,85	88,00	92,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sinkende Einnahmen aus dem Export von Öl und Gas belasten den Handelsbilanzsaldo. Im Vergleich zum Vorjahr sank dieser im ersten Quartal von 69,5 auf 8,6 Milliarden US-Dollar.</li> <li>Das geplante Haushaltsdefizit von 2 % ist kaum zu halten, da diese Planung auf Ölpreisen von 70 US-Dollar basiert. Für russisches Öl werden aktuell jedoch nur 46 Dollar erzielt.</li> </ul>
EURTRY	22,62	26,00	22,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der amtierende Staatspräsident gewinnt die Präsidentschaftswahl im zweiten Wahlgang, weshalb kein nachhaltiger wirtschafts- und geldpolitischer Kurswechsel zu erwarten ist.</li> <li>Zur Stützung der Lira hat die Notenbank die Währungsreserven im Vorfeld der Wahlen vollständig aufgebraucht. Damit verschärft sich die Situation der Staatsfinanzen deutlich.</li> </ul>
EURZAR	20,78	20,00	19,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der schwache Rand sorgt für eine anhaltend hohe Inflationsrate, die im April nur unwesentlich auf 6,8 % zurückging. Daher hob die Notenbank den Leitzinssatz auf 8,25 % an.</li> <li>Der Vorwurf eines US-Botschafters, Waffen an Russland geliefert zu haben, könnte Sanktionen nach sich ziehen, welche Südafrikas Zugang zum westlichen Kapitalmarkt erschweren.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.06.2023, 10:35 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURAUD	1,62	1,56	1,52	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im ersten Quartal gab die Inflationsrate auf 7,0 % nach. Hohe Lohnsteigerungen im engen Arbeitsmarkt lassen nur ein langsames Abflauen zum 2-3 %-Ziel der Notenbank erwarten.</li> <li>Die Notenbank hob den Leitzinssatz im Mai auf 3,85 % an und überraschte damit viele Marktteilnehmer. Die weiter hohen Inflationserwartungen ermöglicht eine weitere Anhebung.</li> </ul>
EURCAD	1,44	1,40	1,38	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Anstieg der Bautätigkeit und das beständige Lohnwachstum oberhalb von 5 % haben die Erwartung nach einer restriktiveren Notenbank geweckt, wovon die Währung profitieren konnte.</li> <li>Dagegen belasten die zuletzt eingetrübten Aussichten für die Weltwirtschaft den konjunktursensiblen kanadischen Dollar.</li> </ul>
EURCZK	23,58	24,20	24,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der überraschend deutliche Rückgang der Inflationsrate auf 12,7 % im April nährt die Hoffnung auf eine Zinssenkung im dritten Quartal, was die Krone kurzfristig belasten könnte.</li> <li>Tschechiens Wirtschaftswachstum lag im ersten Quartal mit -0,4 % unter den Erwartungen und aktuelle Frühindikatoren zeigen bisher noch keine Trendwende.</li> </ul>
EURNOK	11,78	10,30	10,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der angekündigte restriktivere Kurs der norwegischen Notenbank hat zu keiner Stärkung der Krone beigetragen, da auch die EZB die Zinsen stärker anheben wird als ursprünglich erwartet.</li> <li>Mit der schlechteren Stimmung für die Weltkonjunktur hat die Krone zunehmend an Attraktivität verloren und wird erst mit einem positiveren globalen Sentiment an Auftrieb gewinnen.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.06.2023, 10:35 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	5-Jun-2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.62	0.88	-2.89	-8.31	-2.75	1.67	1.43
BRL	5.27	3.66	4.76	-2.65	6.85	5.79	4.98
GBP	0.86	1.07	2.50	-0.81	2.79	0.90	0.83
CNY	7.62	-0.22	-4.10	-6.12	-2.69	7.66	6.75
JPY	149.59	-0.75	-3.41	-6.30	-5.86	150.77	134.38
CAD	1.44	2.78	0.33	-6.24	0.48	1.51	1.29
NZD	1.76	-0.83	-3.08	-6.77	-4.36	1.80	1.59
NOK	11.83	-1.61	-6.48	-14.48	-11.15	12.00	9.65
PLN	4.48	2.30	5.17	2.57	4.59	4.88	4.48
RUB	86.79	-2.00	-7.88	-21.40	-10.23	91.39	55.60
SEK	11.65	-3.89	-4.44	-10.16	-4.58	11.66	10.35
CHF	0.97	1.21	2.56	6.28	1.72	1.05	0.95
ZAR	20.64	-1.76	-6.58	-19.39	-12.01	21.14	16.38
CZK	23.54	-0.65	-0.27	4.84	2.61	24.78	23.26
TRY	22.76	-5.72	-12.03	-22.18	-12.23	22.76	17.39
HUF	368.76	0.83	2.80	6.47	8.60	432.68	368.25
USD	1.07	2.75	-1.06	0.10	-0.36	1.11	0.96
Exchange rates to USD							
JPY	139.66	-3.41	-2.37	-6.39	-5.52	149.99	127.52
CNY	7.10	-2.70	-2.75	-6.23	-2.87	7.30	6.65

# FX: at-the-money volatility

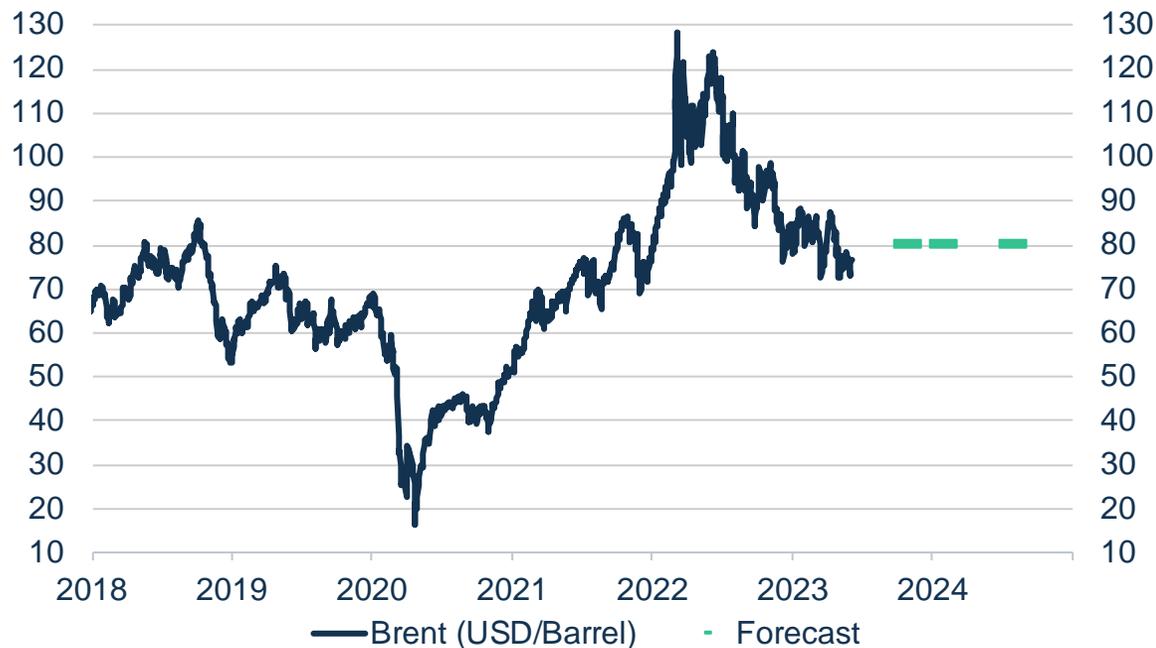
Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	6.38	6.58	4.60	5.00	8.74	9.24	4.97	5.32	7.88	8.78	6.40	7.15	3.90	5.10	4.64	6.49	5.46	5.76
2 months	6.60	6.80	4.69	5.09	9.22	9.62	5.23	5.58	8.64	9.49	6.36	7.11	3.90	5.10	5.04	6.79	5.54	5.79
3 months	6.47	6.67	4.72	5.07	8.94	9.34	5.35	5.70	8.96	9.81	6.45	7.15	3.92	5.02	5.21	6.91	5.52	5.77
6 months	6.68	6.88	5.03	5.33	9.43	9.78	5.84	6.14	9.71	10.51	6.60	7.30	4.05	4.95	5.57	7.22	5.68	5.93
9 months	6.81	6.96	5.16	5.46	9.55	10.00	6.01	6.31	10.20	11.00	6.78	7.33	3.93	4.98	5.78	7.43	5.73	6.08
1 year	6.89	7.09	5.31	5.61	9.68	10.03	6.19	6.49	10.47	11.27	6.87	7.37	4.04	4.99	5.93	7.58	5.82	6.17
2 years	7.16	7.36	5.45	5.90	9.54	10.04	6.65	6.85	10.18	11.43	6.85	7.50	4.07	5.12	6.57	8.62	6.06	6.51
3 years	7.32	7.67	5.44	6.39	9.37	10.52	6.62	7.52							6.01	9.51	6.21	6.66
5 years	7.72	8.07	6.10	7.15	9.17	10.47	7.28	8.43									6.32	6.72

Data as of: 06/06/2023 8:13 AM

# Brent: OPEC+ hält das Angebot knapp

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Sep-23	Dec-23	Jun-24
Brent (USD/Barrel)	76.74	99.10	84.92	93.22	80.00	80.00	80.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

### Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland ab Dezember 2022.
- OPEC+ mit Förderkürzungen von 2 mbpd ab November 2022 und weiteren 1,2 mbpd ab Mai 2023.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- US-Ölproduktion stagniert bislang in 2023.
- China-Reopening erhöht Ölnachfrage.

### Contra

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

# Gold: Notenbanken weiter im Kaufrausch

## Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Sep-23	Dec-23	Jun-24
Gold (USD/Ounce)	1 957	1 802	1 816	1 730	2 000	2 100	2 200

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro

- Niedrige Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- Notenbanken auch in Q1/2023 mit rekordhohen Goldkäufen.
- Hohe Inflation treibt Nachfrage nach Münzen und Barren.
- US-Leitzinsen dürften Höhepunkt erreicht haben.
- US-Dollar dürfte deutlich abwerten.

## Contra

- ETCs halten sich weiter mit Käufen zurück.
- Deutlich gestiegenes Zinsniveau erhöht Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Trübe Konjunkturperspektiven dürften Schmucknachfrage dämpfen.

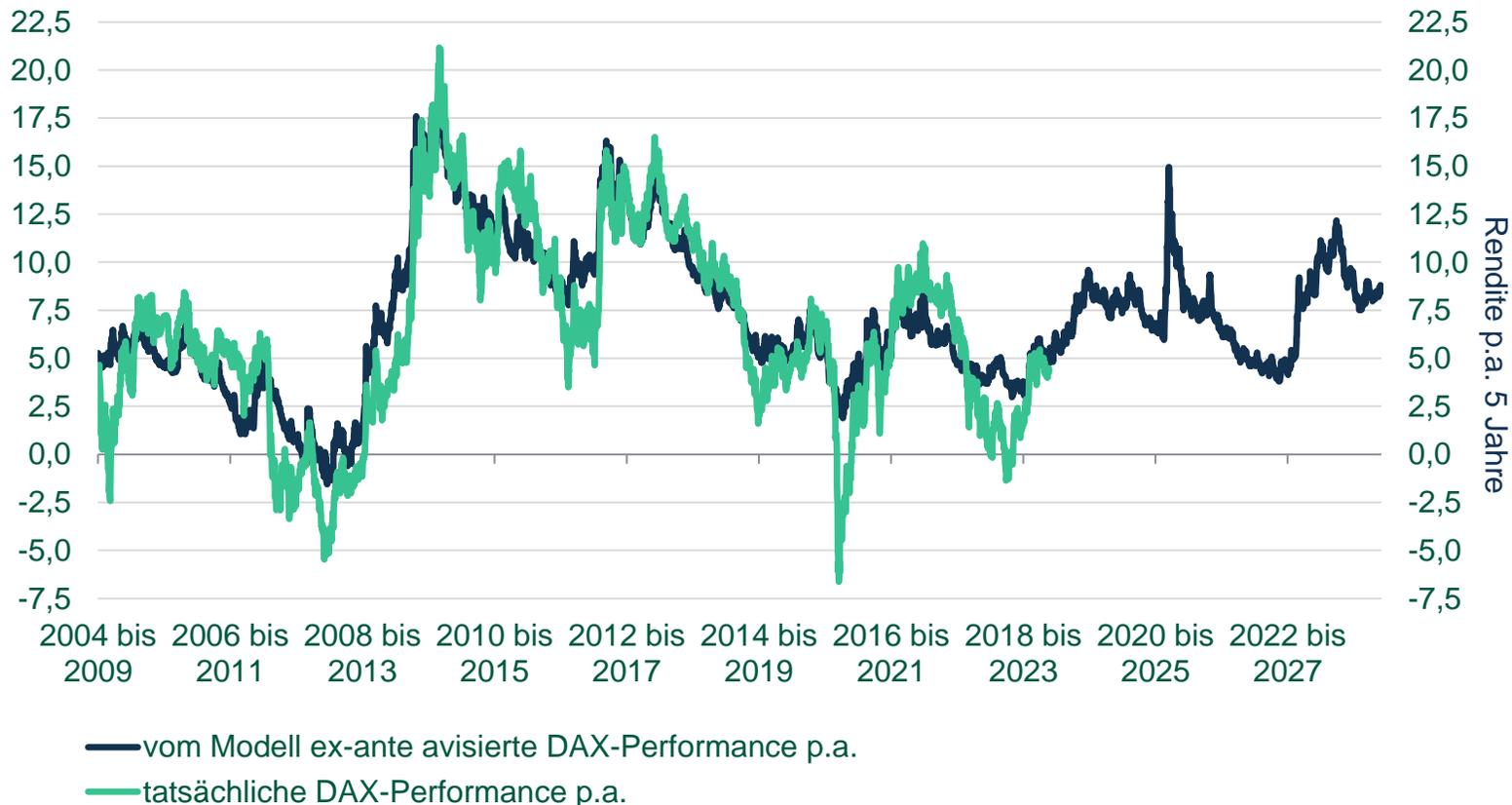
# Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	5-Jun-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	76.73	1.83	-10.77	-36.03	-9.64	123.65	72.40
Crude Oil WTI	USD/bbl	72.15	1.49	-9.34	-39.30	-10.07	122.11	66.64
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	1 957	-2.69	6.03	5.42	7.81	2 047	1 628
Silver	USD/oz	23.48	-9.15	11.31	8.63	-1.96	26.03	17.77
Platinum	USD/oz	1 017	-2.59	3.99	2.73	-1.36	1 128	831
Palladium	USD/oz	1 410	-3.09	-2.83	-29.99	-20.56	2 315	1 361
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 244	-3.21	-6.69	-17.68	-5.63	2 819	2 114
LME Copper	USD/MT	8 335	-2.87	-7.22	-12.26	-0.44	9 745	7 170
LME Lead	USD/MT	2 028	-4.23	-4.32	-6.50	-11.56	2 293	1 749
LME Zinc	USD/MT	2 289	-14.81	-25.64	-40.78	-23.01	3 873	2 249
LME Tin	USD/MT	25 565	-1.91	3.29	-26.81	3.05	37 100	17 631
LME Nickel	USD/MT	20 898	-14.81	-15.04	-25.68	-30.45	31 441	19 385

# Auf Sicht lohnen sich Aktien

## LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

### Zwei Einflussfaktoren

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

### Modellavis

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

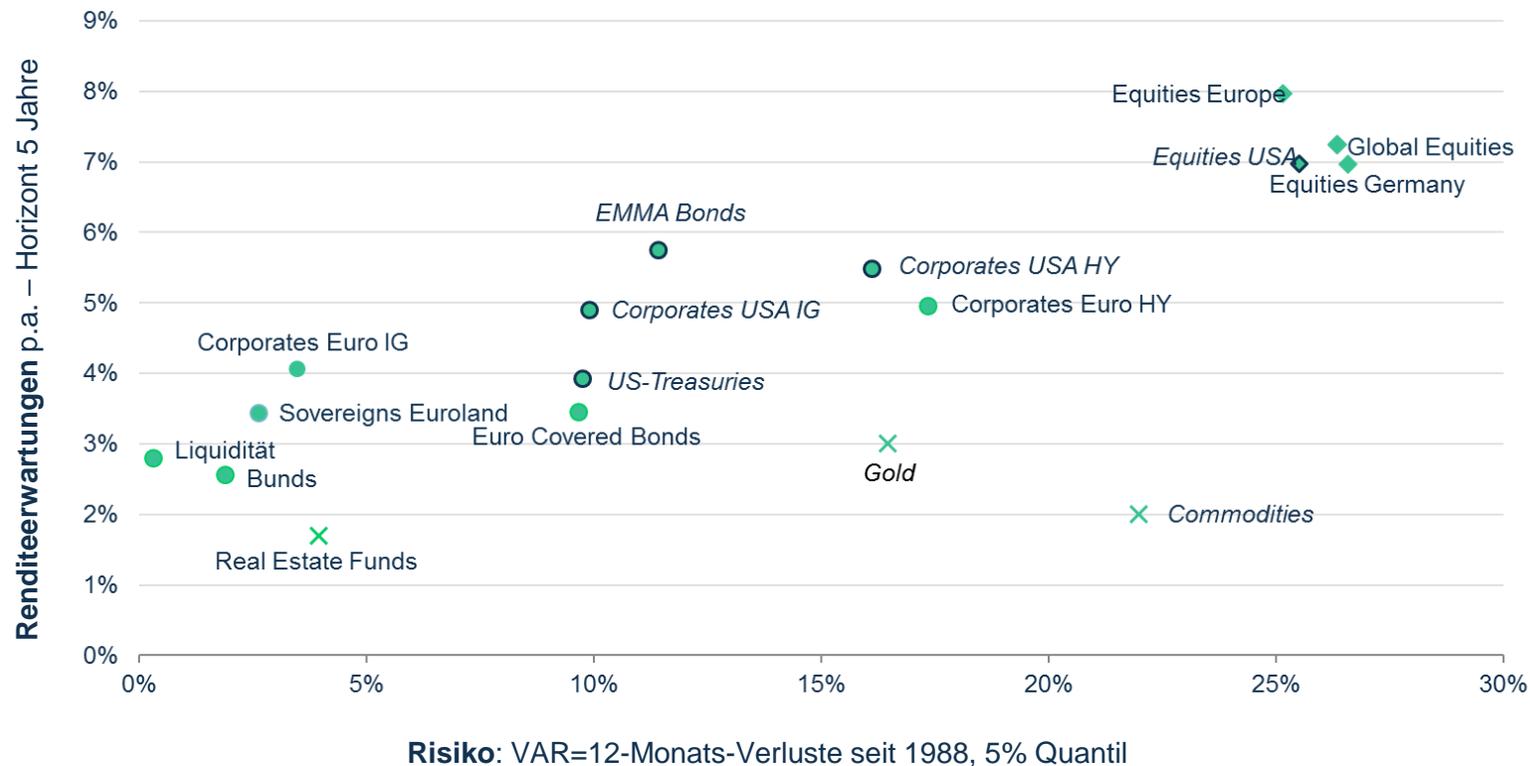
**8,4% p.a.**  
Renditeerwartung

5 Jahre

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 05.06.2023. 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.

- 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.

# Renditekurven EUR Sovereigns

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
05.06.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	3,03	2,75	2,52	2,38	2,29	2,25	2,24	2,25	2,28	2,32	2,53	2,53	2,45	2,44
France	3,17	2,91	2,76	2,69	2,67	2,67	2,70	2,74	2,80	2,87	3,19	3,33	3,37	3,41
Italy	3,45	3,34	3,35	3,40	3,49	3,59	3,71	3,83	3,94	4,05	4,42	4,52	4,52	4,54
Spain	3,22	3,03	2,98	2,96	2,98	3,01	3,07	3,14	3,23	3,33	3,75	3,93	3,98	4,04
Netherlands	3,06	2,83	2,67	2,59	2,56	2,55	2,56	2,59	2,62	2,65	2,78	2,84	2,82	2,75
Austria	3,09	2,87	2,76	2,74	2,76	2,81	2,86	2,92	2,98	3,03	3,18	3,21	3,19	3,16
Belgium	3,25	2,95	2,75	2,67	2,66	2,69	2,75	2,83	2,90	2,98	3,29	3,48	3,57	3,58
Ireland	3,00	2,80	2,70	2,65	2,63	2,63	2,66	2,69	2,75	2,81	3,11	3,26	-	-
Portugal	2,55	2,56	2,59	2,61	2,64	2,70	2,78	2,87	2,98	3,08	3,46	3,61	3,63	3,59
Finland	3,09	2,87	2,74	2,70	2,70	2,74	2,78	2,84	2,90	2,96	3,16	3,14	3,02	2,88
EUR Swap in %	3,85	3,55	3,30	3,15	3,06	3,00	2,97	2,96	2,96	2,96	2,97	2,87	2,73	2,61

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												
05.06.2023	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	3,00	3,13	3,20	3,25	3,29	3,32	3,34	3,37	3,39	3,41		
AA-	3,28	3,32	3,35	3,37	3,38	3,39	3,40	3,41	3,42	3,42		
A+	3,26	3,32	3,36	3,39	3,41	3,42	3,44	3,45	3,46	3,46		
A	3,49	3,51	3,53	3,54	3,54	3,55	3,55	3,56	3,56	3,56		
A-	3,48	3,53	3,56	3,58	3,59	3,60	3,61	3,62	3,63	3,63		
BBB+	3,58	3,66	3,71	3,74	3,77	3,79	3,81	3,83	3,84	3,84		
BBB	3,76	3,84	3,89	3,92	3,95	3,97	3,99	4,01	4,02	4,02		
BBB-	4,09	4,16	4,19	4,22	4,24	4,26	4,27	4,28	4,29	4,29		
BB+	4,24	4,54	4,71	4,83	4,93	5,01	5,07	5,13	5,18	5,18		
BB	4,97	5,58	5,93	6,18	6,38	6,54	6,67	6,79	6,89	6,89		
BB-	5,16	5,90	6,33	6,63	6,87	7,06	7,23	7,37	7,49	7,49		
B+	5,36	5,99	6,35	6,61	6,81	6,98	7,12	7,24	7,34	7,34		
B	6,07	7,32	8,04	8,56	8,96	9,29	9,57	9,81	10,02	10,02		
B-	7,85	8,87	9,46	9,89	10,22	10,49	10,71	10,91	11,08	11,08		
EUR Swap in %	3,85	3,55	3,30	3,15	3,06	3,00	2,97	2,96	2,96	2,96		

Rendite über 4,0 %

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Banks Senior Preferred

05.06.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,71	3,70	3,69	3,68	3,68	3,68	3,68	3,67	3,67	3,67
AA-	3,84	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	3,82	3,82	3,82
A+	3,89	3,93	3,95	3,97	3,98	3,99	4,00	4,01	4,01	4,02
A	4,18	4,12	4,09	4,06	4,04	4,03	4,01	4,00	3,99	3,98
A-	4,30	4,39	4,43	4,47	4,49	4,52	4,53	4,55	4,56	4,58
BBB+	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
BBB	4,12	4,32	4,43	4,52	4,58	4,63	4,67	4,71	4,75	4,78
BBB-	5,29	5,26	5,24	5,23	5,22	5,22	5,21	5,21	5,20	5,20
EUR Swap in %	3,85	3,55	3,30	3,15	3,06	3,00	2,97	2,96	2,96	2,96

Rendite über 4,0 %

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

05.06.2023	Maturity (Call-Date)										
Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU	3,67	3,71	3,43	3,43	3,45	3,32	3,36		3,34		
AT	3,82	3,66	3,55	3,45	3,34	3,30	3,26	3,29	3,21	3,35	3,29
BE	3,75	3,54	3,36	3,22	3,20	3,20	3,17	3,30			
CA		3,71	3,60	3,32	3,31	3,43	3,20	3,23	3,18	3,15	
DK			3,37	3,24	3,45	3,10	3,12				
FI	3,84	3,68	3,46	3,40	3,34	3,36	3,21	3,35	3,29	3,30	3,38
FR	3,71	3,59	3,41	3,33	3,28	3,26	3,24	3,26	3,28	3,30	3,33
DE	3,70	3,48	3,30	3,22	3,14	3,09	3,08	3,07	3,07	3,11	3,15
GR											
IE		3,63									
IT	3,95	3,73	3,62	3,42	3,45	3,36	3,27	3,51		3,71	
LU		3,73									
NL	3,72	3,56	3,44	3,42	3,25	3,36	3,19		3,40	3,49	
NZ	3,77	3,48	3,79	3,38	3,41						
NO	3,82	3,69	3,60	3,33	3,38	3,22	3,11	3,26	3,23		
PL	3,90		3,74								
PT				3,23			3,19		3,18		
SG	3,86		3,67	3,29	3,29			3,26		3,17	
ES	3,80	3,77	3,49	3,42	3,43	3,36	3,34	3,39	3,40		3,45
SE	3,96	3,64	3,51	3,32	3,31	3,10	3,10	3,45	3,45		
CH		4,08									
UK	3,72	3,86	3,75	3,38	3,29	3,26	3,22			3,12	
JP		3,58	3,70	3,50		3,26	3,26				
KR		3,60	3,59	3,61	3,35	3,18	3,14				
SK	3,92	3,95	3,70	3,54	3,48	3,54					
EUR Sw ap in %	3,85	3,55	3,30	3,15	3,06	3,00	2,97	2,96	2,96	2,96	2,97

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.

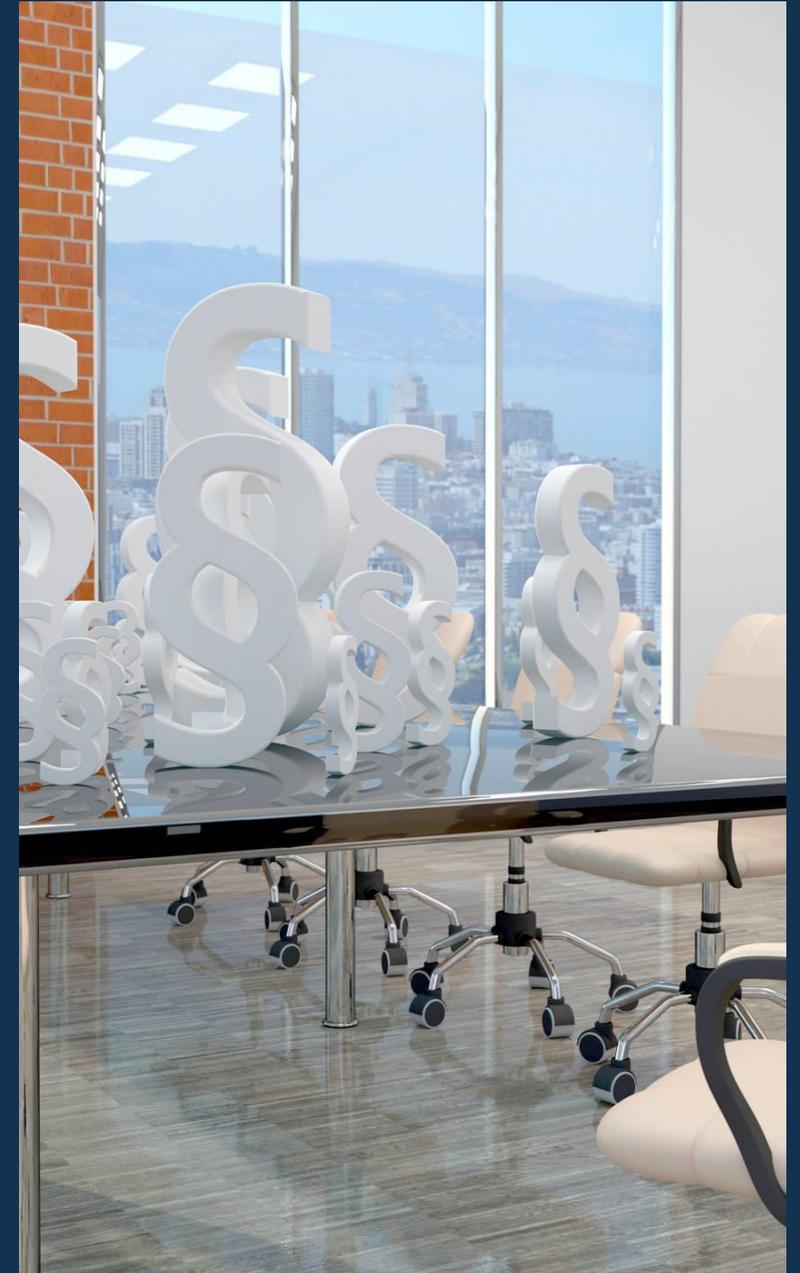
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

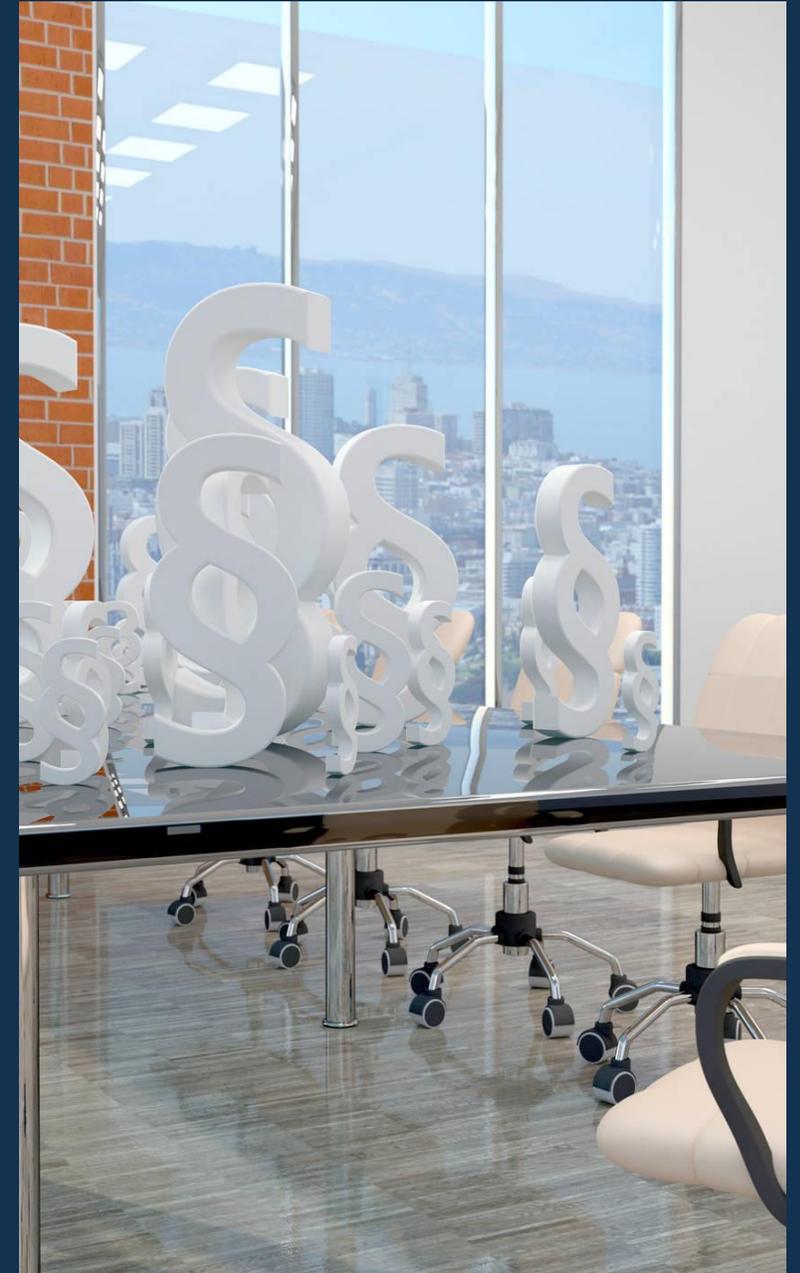
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## 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:

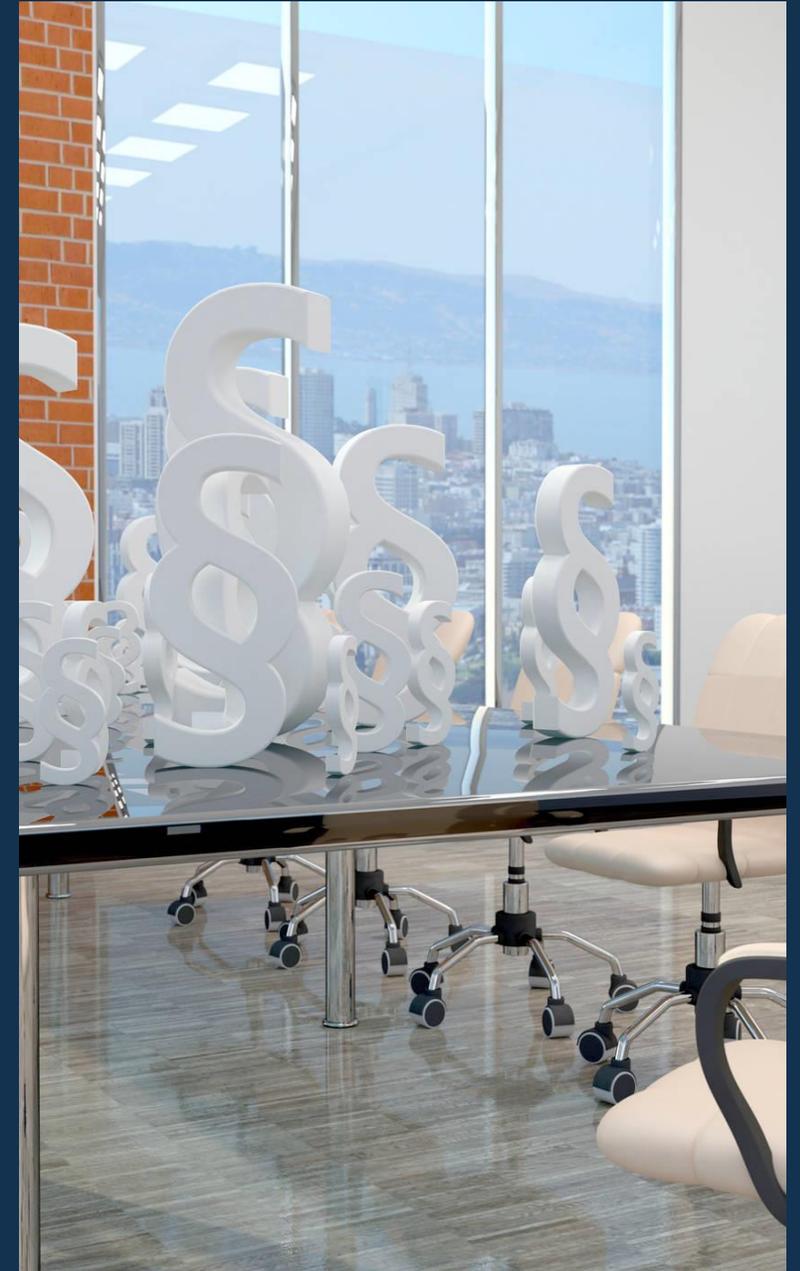
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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: 06.06.2023 10:34

