



Bereit für Neues

LB  $\equiv$  BW

# Kapitalmarktkompass Mai

US-Schuldenobergrenze: Der Tag X rückt näher

02.05.2023 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 02.05.2023 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: **2732 839 1350#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56505#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=me79fb9ff872f4078afbfb896e537efc2>

Event-Kennnummer: **2732 839 1350**

Event-Passwort: **KMK05** (56505 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!

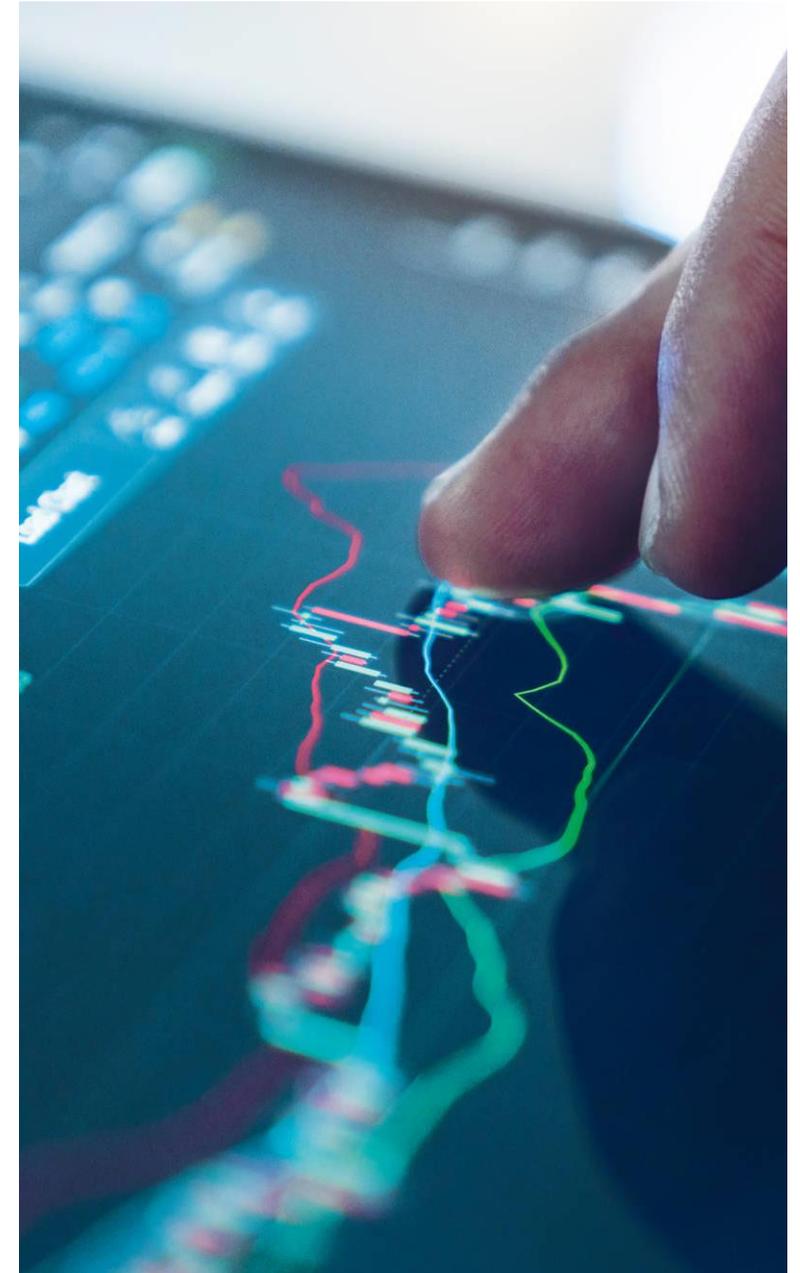
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 02.05.2023, 14h
- Dienstag, 16.05.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 06.06.2023, 14h
- Dienstag, 04.07.2023, 14h
- Dienstag, 01.08.2023, 14h



# Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: US-Schuldenobergrenze: Der Tag X rückt näher	08
03	Makro: Durchwachsender Start ins Konjunkturjahr	15
04	Zinsen: Am Beginn eines Trends zu steileren Kurven?	27
05	Credits: Renditen klettern über DAX-Dividenden	38
06	Aktien: Erleichterungsrally stößt an ihre Grenzen	43
07	Prognosen und Asset Allokation: Von TINA zu TARA	50
08	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	63



# 01

## Vorwort und Einleitung





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

**»Aufgrund enttäuschender Steuereinnahmen im April scheint der „Tag X“, an dem der US-Regierung das Geld ausgeht, näher zu rücken.«**

Besorgte Blicke gehen über den Atlantik. In den Vereinigten Staaten leert sich die Staatskasse schneller als erwartet. In Washington D.C. stehen die Zeichen auf Konflikt. „D.C.“ könnte dieser Tage für „Debt Ceiling“ stehen. Für die Netto-Schulden der Zentralregierung gibt es per Gesetz eine Obergrenze. Wenn Weißes Haus und Kongress in einer Hand sind, ist deren Anhebung meist nur Formsache. Aber wehe, wenn nicht! 1979 ging das schon einmal ins Auge. Ein Mini-Default trieb die Anleiherenditen damals aufwärts. 2011 war es zumindest knapp. Die Märkte sind nervös, denn Republikaner und Demokraten scheinen unversöhnlich. Wir sehen uns die Sache in diesem Kapitalmarktkompass genauer an.



# Rohstoffpreise geben nach, Öl wieder unter 80 USD

## Ausgewählte Assets

in Prozent



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# 02

## Schulden- grenze: Der Tag X rückt näher

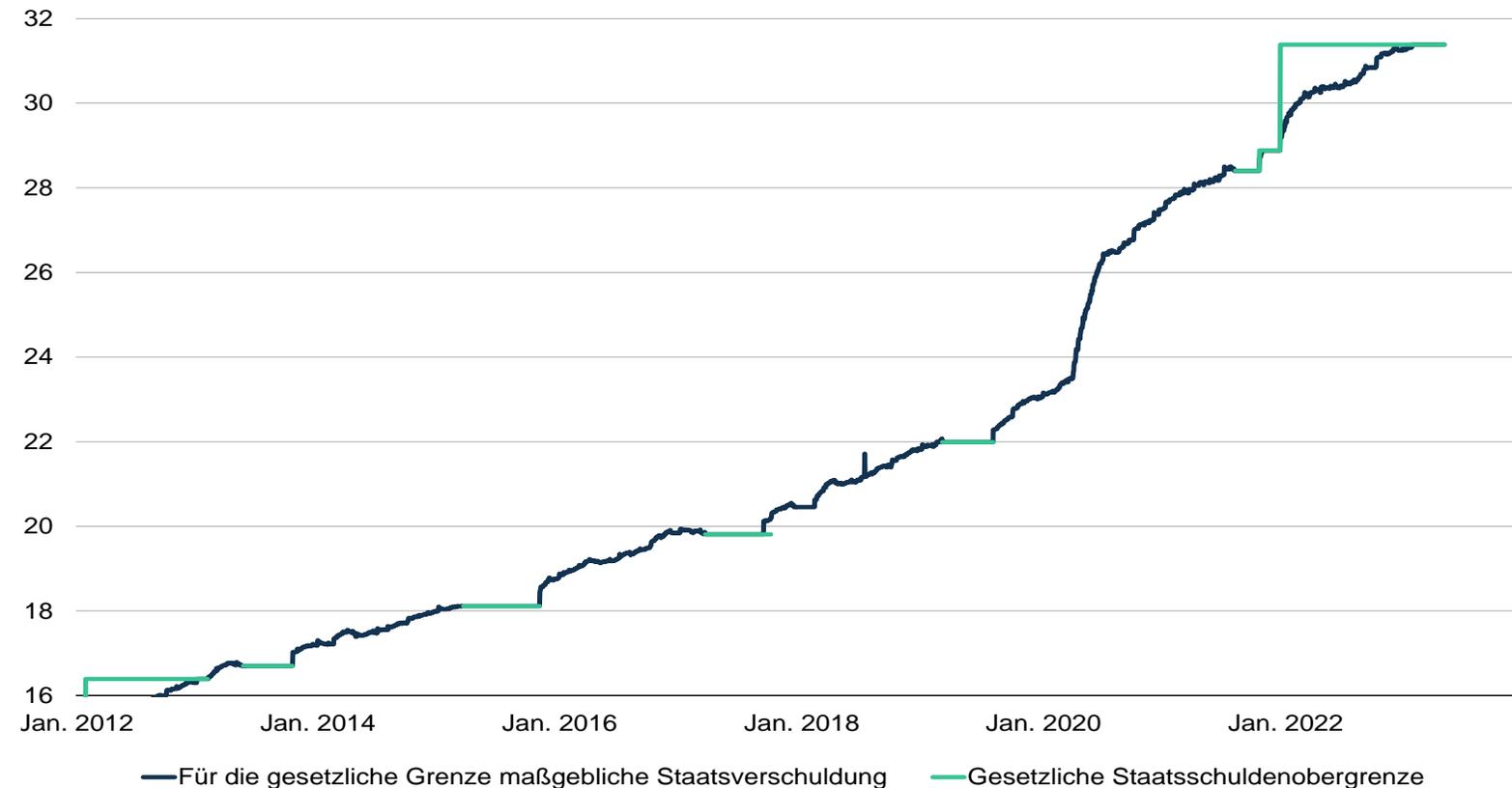
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: +49 711 127-76136  
dirk.chlench@LBBW.de

Elmar Völker  
Senior Strategist  
Tel: +49 711 127-76369  
elmar.voelker@LBBW.de

# Schuldenobergrenze erreicht – Tag X rückt näher

## Staatsschulden und Staatsschuldenobergrenze

In Billionen US-Dollar, Tageswerte



- Die US-Staatsverschuldung erreichte am 19. Januar 2023 ihre gesetzliche Obergrenze.
- US-Finanzministerin Janet Yellen informierte am selben Tag den US-Kongress, dass ihr Ministerium „außerordentliche Maßnahmen“ ergriffen habe, um die Zahlungsfähigkeit der Vereinigten Staaten sicherzustellen.
- Es bestehe eine erhebliche Unsicherheit darüber, wie lange diese Maßnahmen eine Zahlungsunfähigkeit abwenden können. Daher forderte die Finanzministerin den US-Kongress zu raschem Handeln auf.

# Bald geht Janet Yellen das Geld aus!

## Kassenbestand des US-Finanzministeriums

In Mrd. US-Dollar, Tageswerte

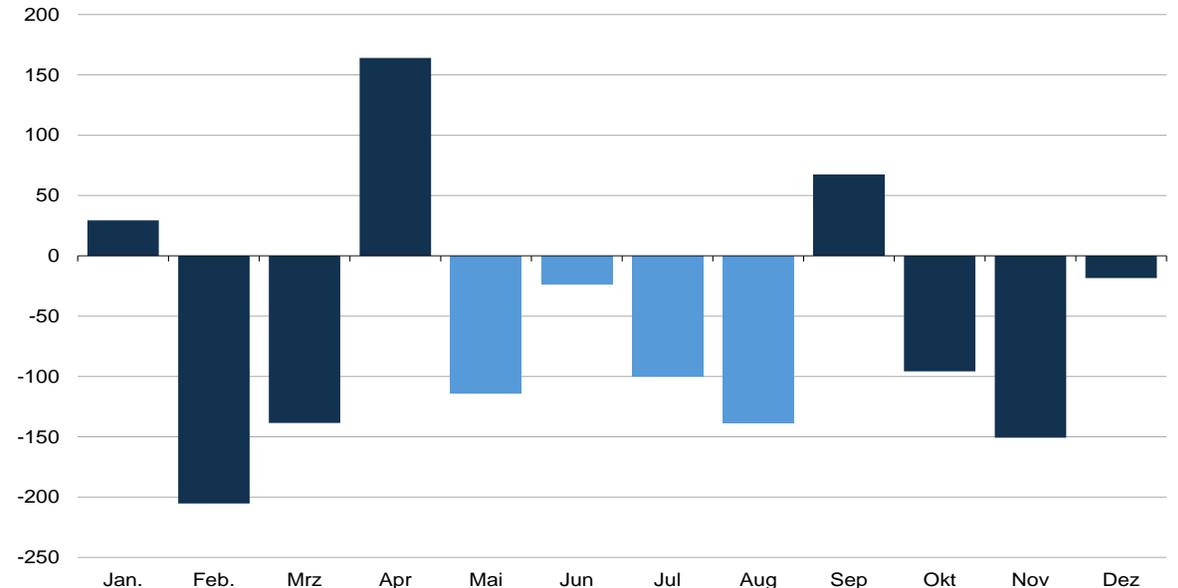


- Der Kassenbestand des US-Zentralstaates erhöhte sich in den zurückliegenden Tagen wieder etwas.
- Zuletzt belief sich der Kassenbestand auf rund 280 Mrd. US-Dollar.

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, LBBW Research

## US-Finanzierungssaldo auf Monatsbasis

Median der vergangenen zehn Jahre, in Mrd. US-Dollar



- Die obige Graphik zeigt, dass der Staat im April im Regelfall Einnahmeüberschüsse erzielt. Für die nun kommenden Monate ist jeweils mit Defiziten zu rechnen.
- Spätestens August dürfte dem Staat das Geld ausgehen.

# Et hätt noch immer jot jejange (kölsche Weisheit)

## Kreditausfallprämie auf die Vereinigten Staaten (5 Jahre)

In Basispunkten, Tageswerte

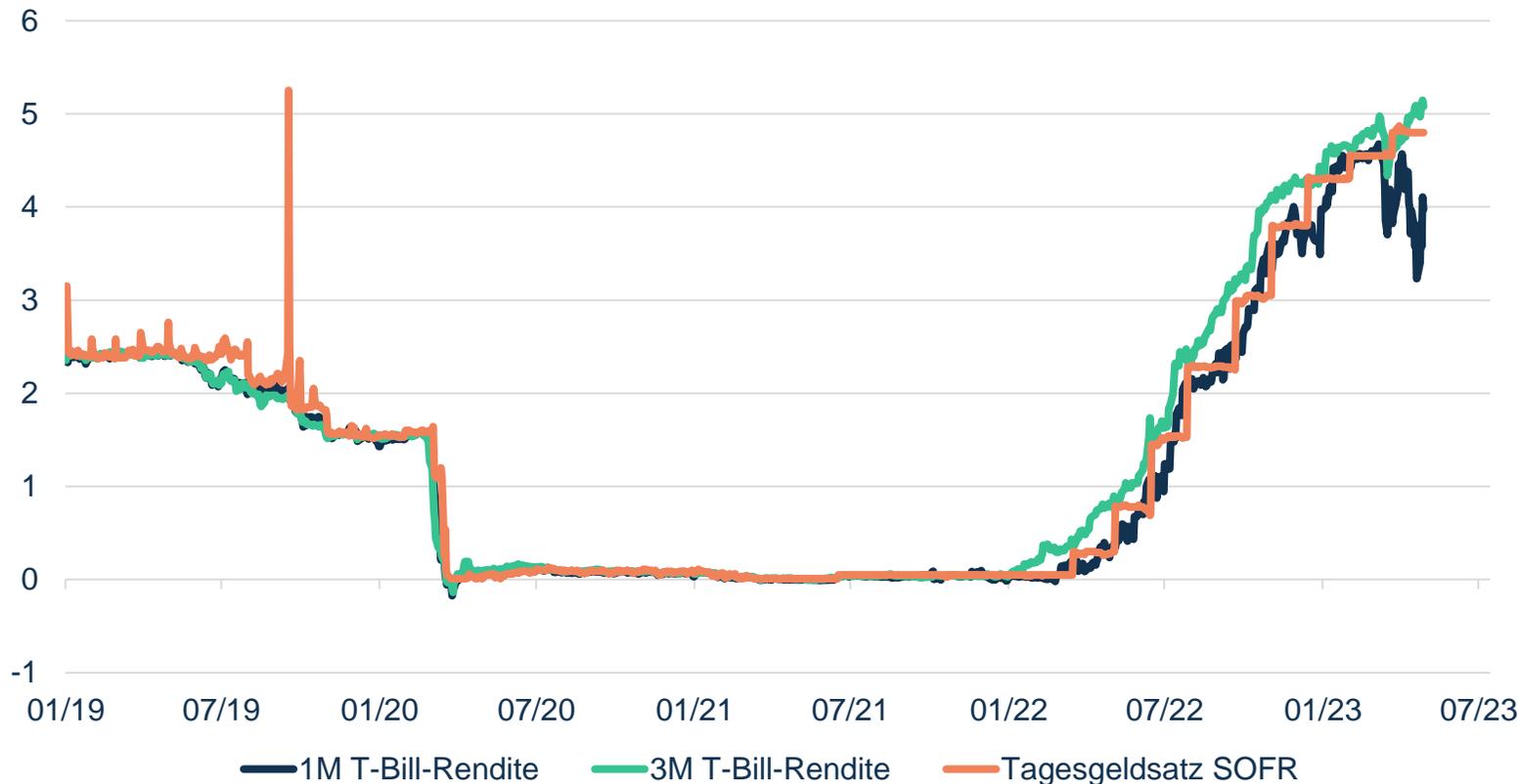


- Seit 1960 wurde die US-Schuldenobergrenze 78-mal erhöht, meist ohne Querelen.
- 2011 führte ein erbitterter Streit über die Schuldengrenze die Vereinigten Staaten an den Rand eines Zahlungsausfalles.
- Die Kreditausfallprämien stiegen damals über die Marke von 60 BP. Die Rating-Agentur S&P senkte ihre Bonitätseinstufung für die Vereinigten Staaten damals nach einer verspäteten Erhöhung der Schuldenobergrenze auf AA+.
- Nun stehen sich Demokraten und Republikaner erneut spinnefeind gegenüber. Diesmal kommt erschwerend hinzu, dass der republikanische Mehrheitsführer im Repräsentantenhaus aufgrund einer dünnen Mehrheit über keine „Beinfreiheit“ verfügt.

# Verwerfungen am Markt für US-Schatzwechsel

## Renditen von US-Schatzwechseln und SOFR-Tagesgeldsatz

in Prozent



- Am US-Staatsanleihemarkt schlagen sich Sorgen vor einem Zahlungsverzug bisher nur in Ansätzen nieder. Verzerrungen durch Angebots-Nachfrage-Ungleichgewichte am T-Bill-Markt überlagern diese.
- Es ist dem Vernehmen nach dem Finanzministerium nicht möglich, in den automatisierten Prozess der täglichen Auszahlungen „händisch“ einzugreifen, um der Bedienung von US-Staatsanleihen einen Vorrang vor anderen Zahlungsverpflichtungen einzuräumen. Zudem habe das Finanzministerium hierzu kein Mandat.

# Republikaner fordern hohen Preis für ihre Zustimmung zur Erhöhung der Schuldengrenze



- Der republikanische Mehrheitsführer im Repräsentantenhaus, Kevin McCarthy (Foto: links), hat einen 320 Seiten umfassenden Gesetzesentwurf (Limit, Save, Grow Act) in das Parlament eingebracht.
- Der Entwurf sieht zwar eine Erhöhung der Schuldengrenze um 1,5 Billionen US-Dollar vor. Jedoch sieht der Entwurf nach Schätzung von Mehrheitsführer McCarthy auch Einsparungen von insgesamt 4,5 Bio. US-Dollar über einen Zeitraum von zehn Jahren vor. Darunter sind u.a. strengere Regeln für den Erhalt von Sozialhilfe, die Rücknahme der geplanten Streichung von Studierendenschulden und geringere Mittel für die Finanzbehörden.
- Der Entwurf hat keine Aussicht, im demokratisch dominierten US-Senat eine Mehrheit zu finden. Die Demokraten fordern eine Erhöhung der Schuldengrenze ohne Nebenbedingungen.

Photo: Wikipedia, Public Domain, Quelle: CNN, LBBW Research

# Szenarien für den Ausgang des Schuldenstreits

25 %

## Szenario 1: Keine politische Lösung, Zahlungsausfall im Juli / August

- Fed senkt Zinsen aggressiv in Richtung Null (vgl. 9/11, Covid)
- Starker Anstieg der Risikoprämien
- Zinskurve wird steil, weil US-Staatsanleihen als vormals „safe assets“ nun höhere Renditen aufweisen müssen
- US-Dollar wertet in kurzer Zeit um mehr als 20 % ab; S&P500 bricht ein (20-30 %)

50 %

## Szenario 2: „Fünf vor Zwölf“ Lösung wie im Jahr 2011

- Fed senkt die Zinsen moderat, schneller als derzeit von uns erwartet
- Anstieg der Risikoprämien, US-Staatsanleihen wegen „flight to quality“ ausgenommen
- Zinskurve wird steiler – Fed kauft langlaufende Anleihen („Operation Twist“) – neuerliche Verflachung der Zinskurve
- US-Dollar wertet um 10-20 % ab; S&P500 bricht ein (10-15 %)

25 %

## Szenario 3: „Geben und Nehmen“-Kompromiss; es siegt die politische Vernunft

- Fed verschiebt erste Zinssenkung (ausgehend von 5,25 %) bis Mitte 2024
- Rückgang der Risikoprämien und Abverkauf von US-Staatsanleihen
- Zinsniveau wird insgesamt höher
- US-Dollar wertet um 10-20 % auf; S&P500 Rally (10-20 %)

# 03

## Makro: Durchwach- sener Start ins Konjunkturjahr

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

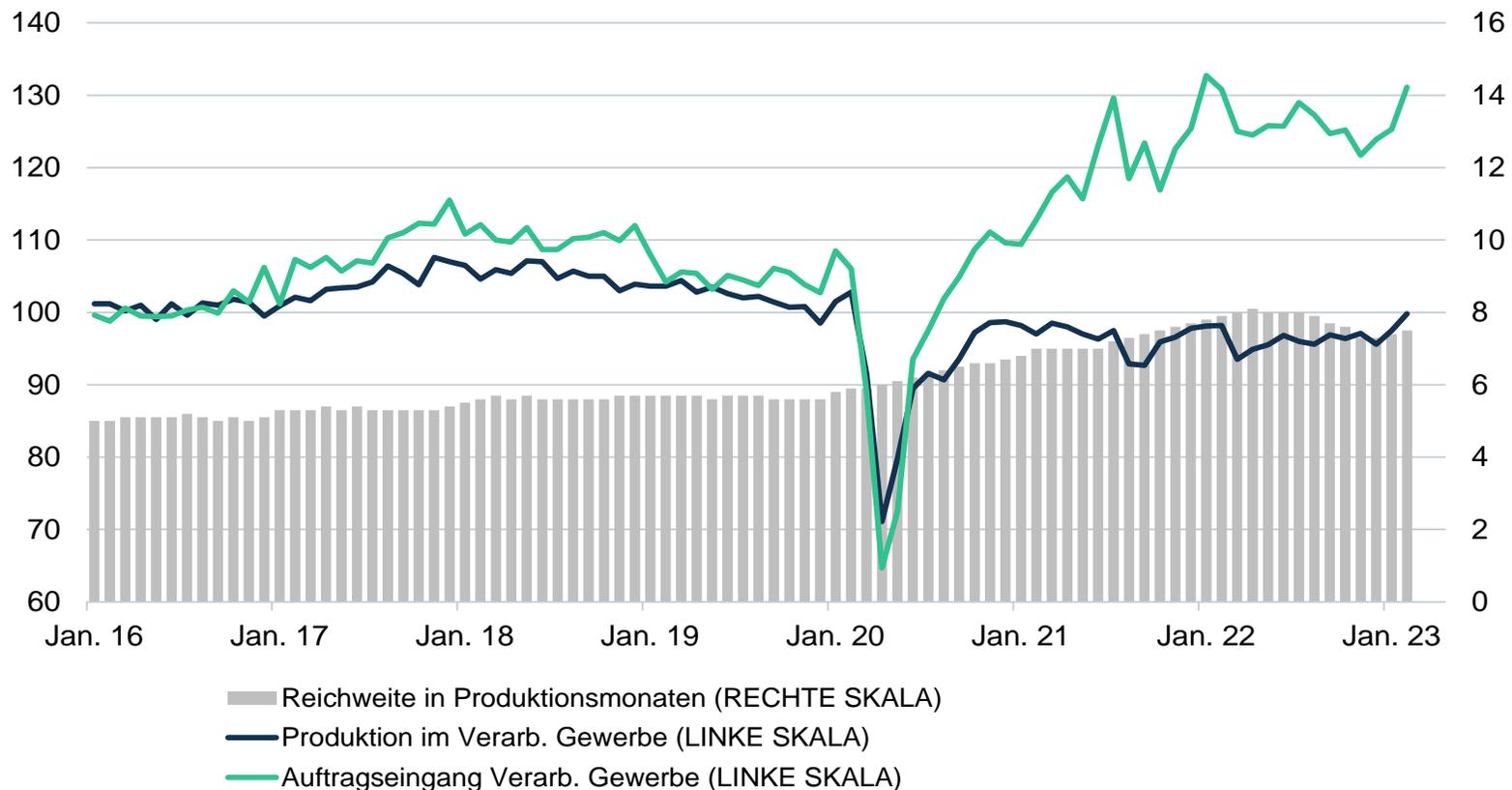
Dirk Chlench  
Senior Economist  
Tel: + 49 711 127-7 61 36  
[dirk.chlench@LBBW.de](mailto:dirk.chlench@LBBW.de)

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

# Deutschland: Industrie mit gutem Start

## Produktion und Aufträge

Monatswerte

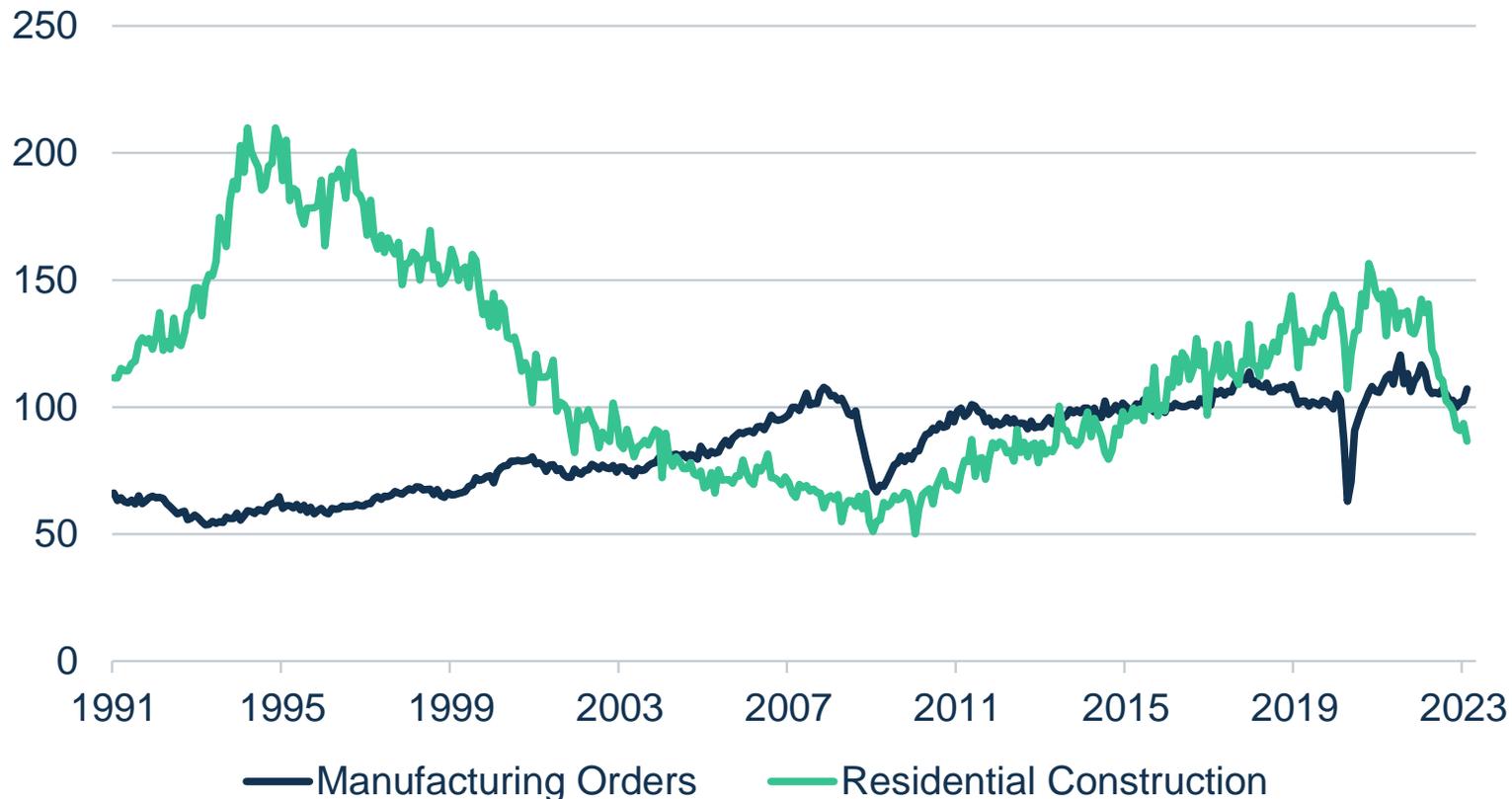


- Die deutsche Industrie startete gut ins Jahr. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe legte im Januar und Februar im Mittel um 2,3 % zum Vorquartal zu.
- Dabei wurde das Auftragspolster noch ein bisschen dicker (Februar: 7,5 Produktionsmonate), da die Neuaufträge sowohl im Januar als auch im Februar deutlich zulegen.

# Deutschland: Sorgen im Wohnungsbau

## Auftragseingang: Verarbeitendes Gewerbe und Bauwirtschaft

Monatswerte

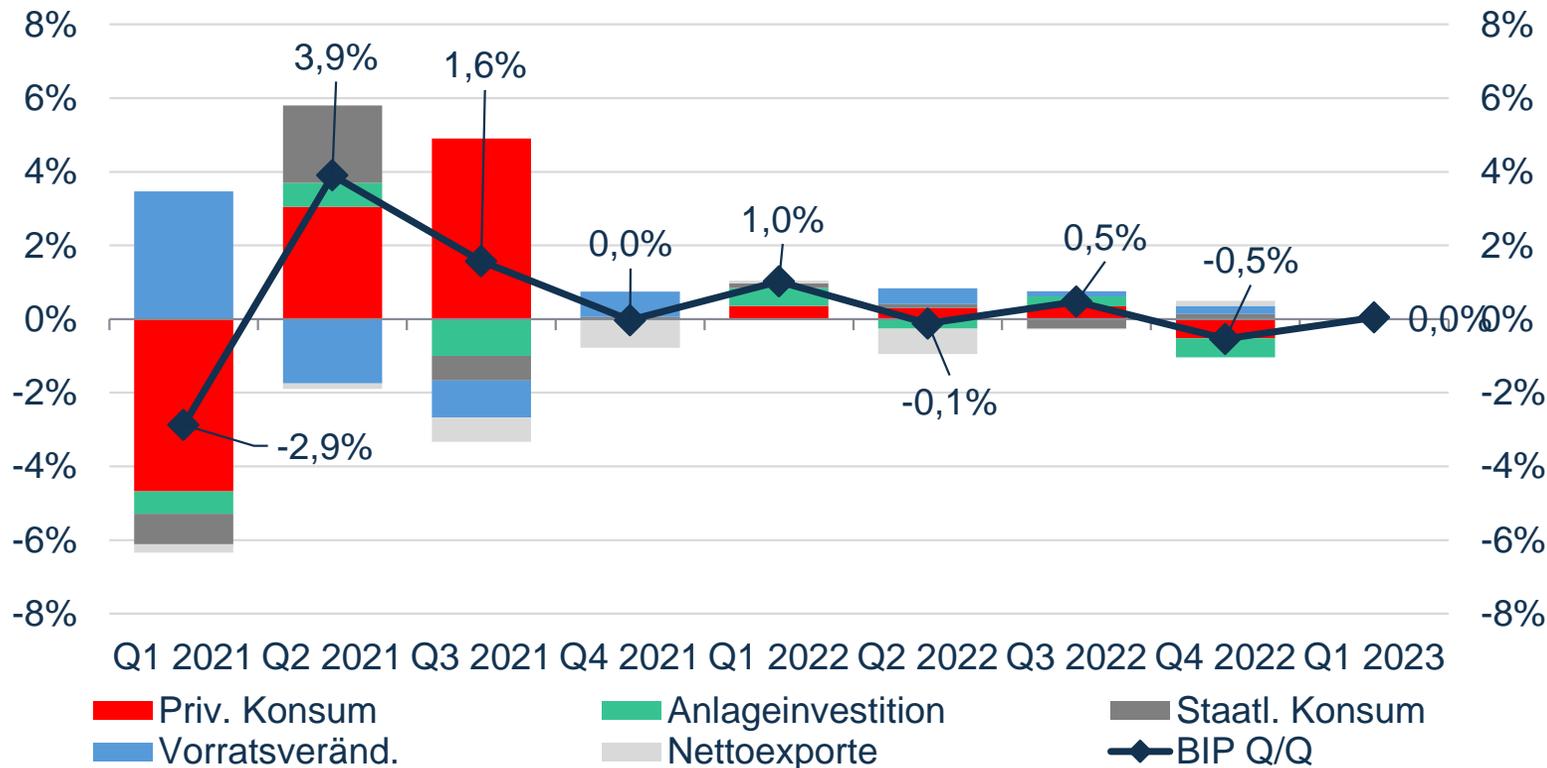


- Während die auftragsgebundene Industrie wieder Zeichen einer deutlichen Erholung zeigt, setzt sich die Krise im Wohnungsbau fort.
- Hohe Zinsen und hohe Erstellungskosten aufgrund hoher Grundstückspreise und hoher Materialkosten, der Lohnentwicklung sowie zunehmender Kosten etwa für energetische Standards haben die Neuaufträge für die Wohnungsbauwirtschaft einbrechen lassen.

# Deutschland: BIP mit schwarzer Null in Q1

## BIP und Beiträge n. Sektoren

BIP Q/Q, Quartalswerte

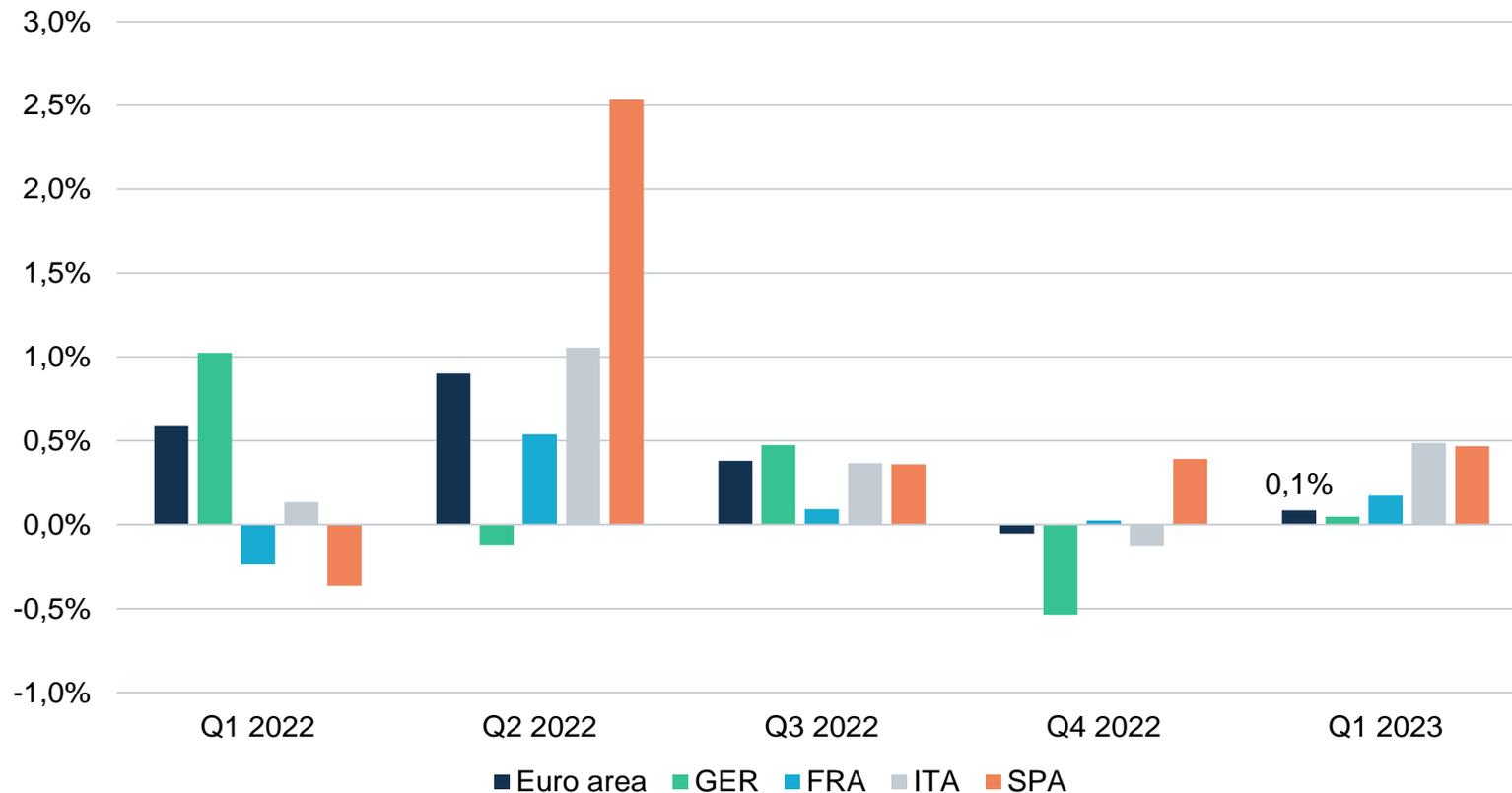


- Das deutsche BIP blieb im ersten Quartal praktisch unverändert. Nach einer ersten Schätzung wurde eine „schwarze Null“ erzielt. Vor allem der Konsum belastete, während für Investitionen und Außenhandel ein positiver Wachstumsbeitrag verzeichnet wurde.
- Die Vorquartale wurden erneut teils deutlich revidiert. Bemerkenswert das Schlussquartal 2022, für das inzwischen ein Minus um 0,5 % verzeichnet wird. Die allererste Schätzung sah noch ein unverändertes BIP vor. Damit wird für 2023 inzwischen ein statistischer Unterhang um 0,15 Prozentpunkten erzielt. D.h. ohne BIP-Wachstum im Quartalsverlauf fiel das Gesamtjahr um diesen Betrag negativ aus.

# EWU: BIP in Q1

## BIP im Euroraum und in den Staaten

BIP Q/Q, Quartalswerte

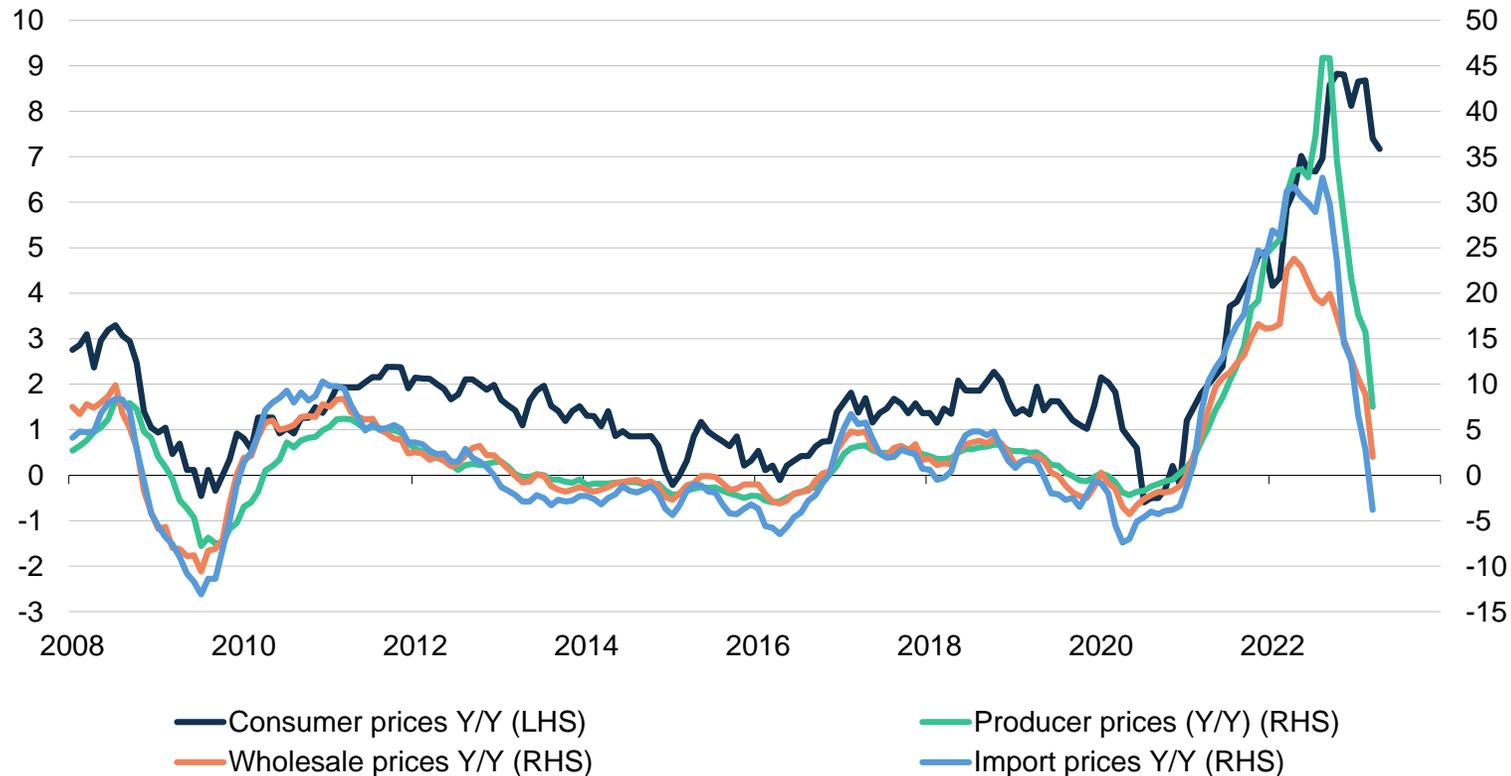


- Der Start ins Konjunkturjahr war in den großen Staaten – mit Ausnahme Deutschlands – überwiegend gut. Italien und Spanien meldeten mit +0,5 % deutliches Wachstum, auch Frankreich kehrte wieder in die Zone deutlich positiver Wachstumsraten zurück.
- Die Frühindikatoren lassen insgesamt für die kommenden Quartale einen BIP-Zuwachs auf dem aktuellen oder einem leicht höheren Niveau erwarten.

# Inflation weicht nur langsam zurück

## Deutschland: Preise auf verschiedenen Stufen

Monatswerte Y/Y

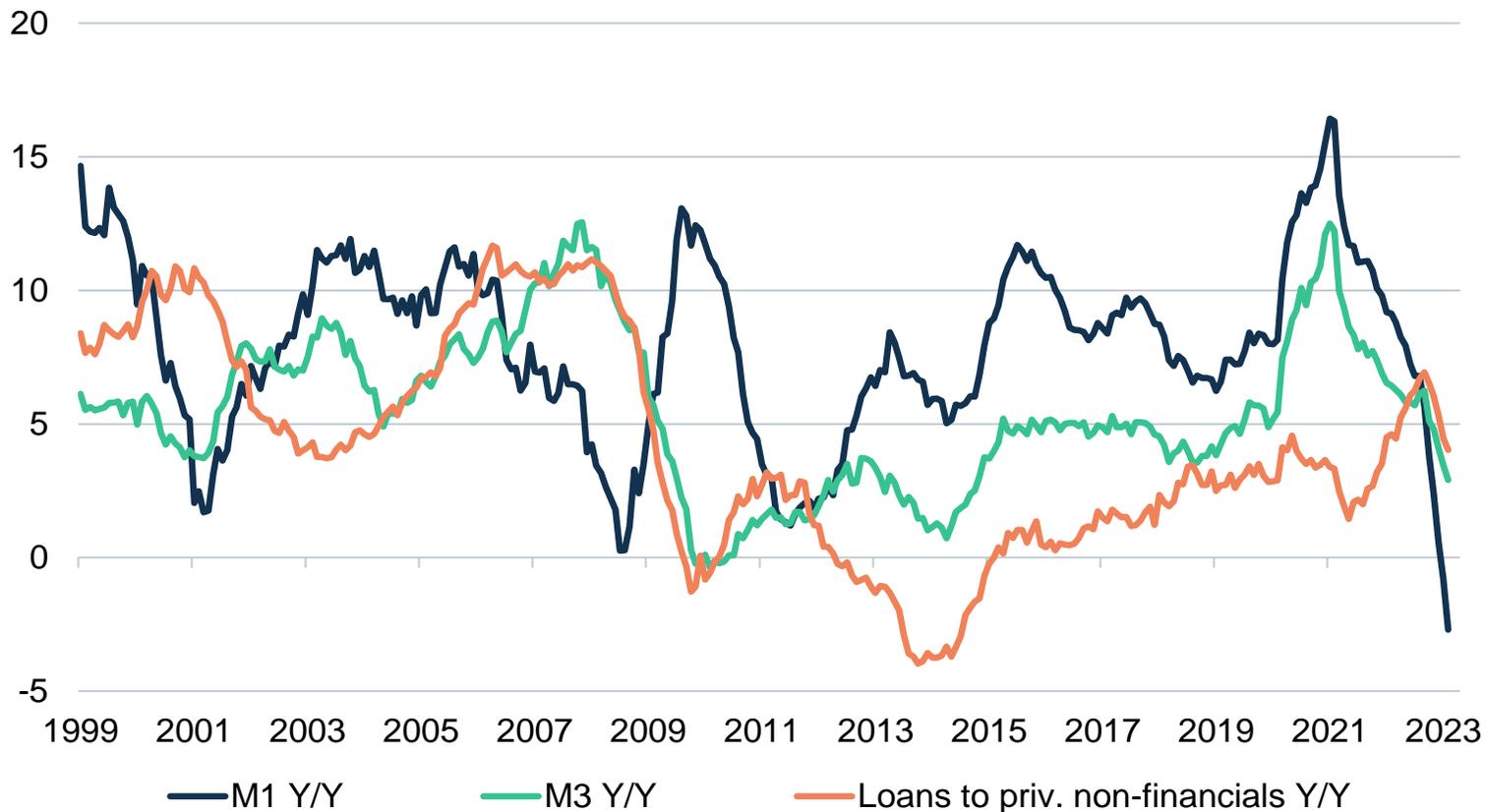


- Die Inflation (nationaler CPI) lag im April voraussichtlich bei 7,2 %, nach 7,4 % im März. Der Anstieg der Energiepreise beschleunigte sich (6,8 %, nach 3,5 %), Nahrungsmittel verteuerten sich zum Vorjahresmonat um 17,2 %, nach 22,3 %.
- Nach HVPI-Methode lag die Inflation bei 7,6 %, nach 7,8 %.
- Der Rückgang der Inflation im April fiel etwas schwächer aus als von uns gedacht, was vor allem am etwas überraschenden Wiederanstieg der Energiepreise lag.
- Einen weiteren Rückgang gab es – bedingt durch fallende Energiepreise im März – auf den vorgelagerten Stufen, auf denen die Preise zum Vorjahr teils rückläufig waren.

# Die Geldmenge M1 schrumpft

## Geldmenge M1 und M3, Kredite an private Nichtbanken

Monatswerte Y/Y in %

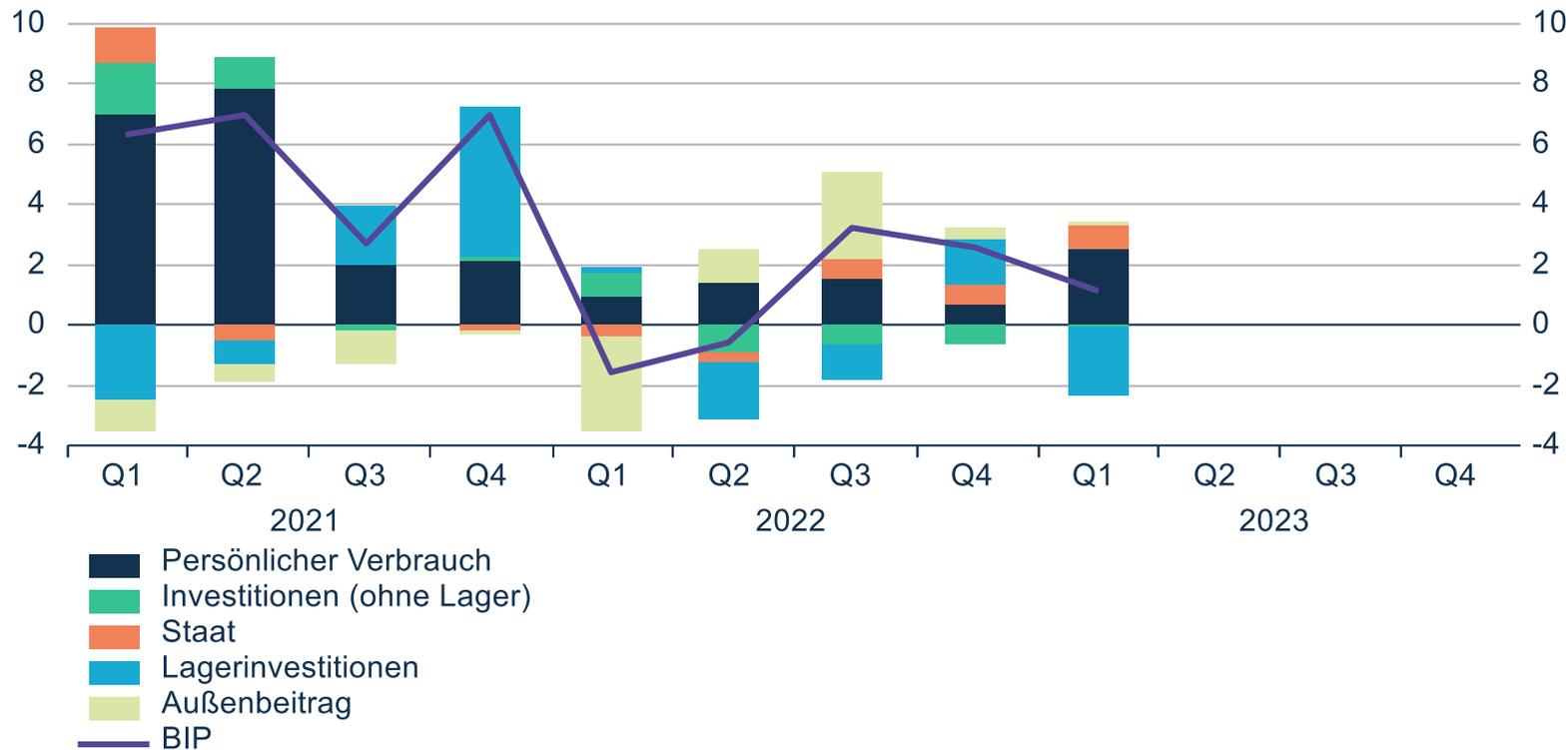


- Ungewöhnliches tut sich in Sachen monetäre Aggregate. Die Geldmenge M1 ist im Februar schon den zweiten Monat in Folge geschrumpft.
- Grund hierfür ist die Umschichtung von Sichteinlagen in Anlagen mit einer vereinbarten Laufzeit unter zwei Jahren, für die es inzwischen wieder deutlich positive Zinsen gibt. Diese Anlagen sind in M3 enthalten, aber nicht in M1.
- Darüber hinaus hat angesichts der steigenden Zinsen die Kreditvergabe und damit einhergehend die Dynamik von M3 abgenommen. Die Kreditvergabe (ausstehendes Volumen an inländische private Nicht-Banken) hat sich seit September 2022 nur wenig verändert.

# US-Wachstum bleibt hinter den Erwartungen zurück

## US-Bruttoinlandsprodukt

Jahresraten, in %



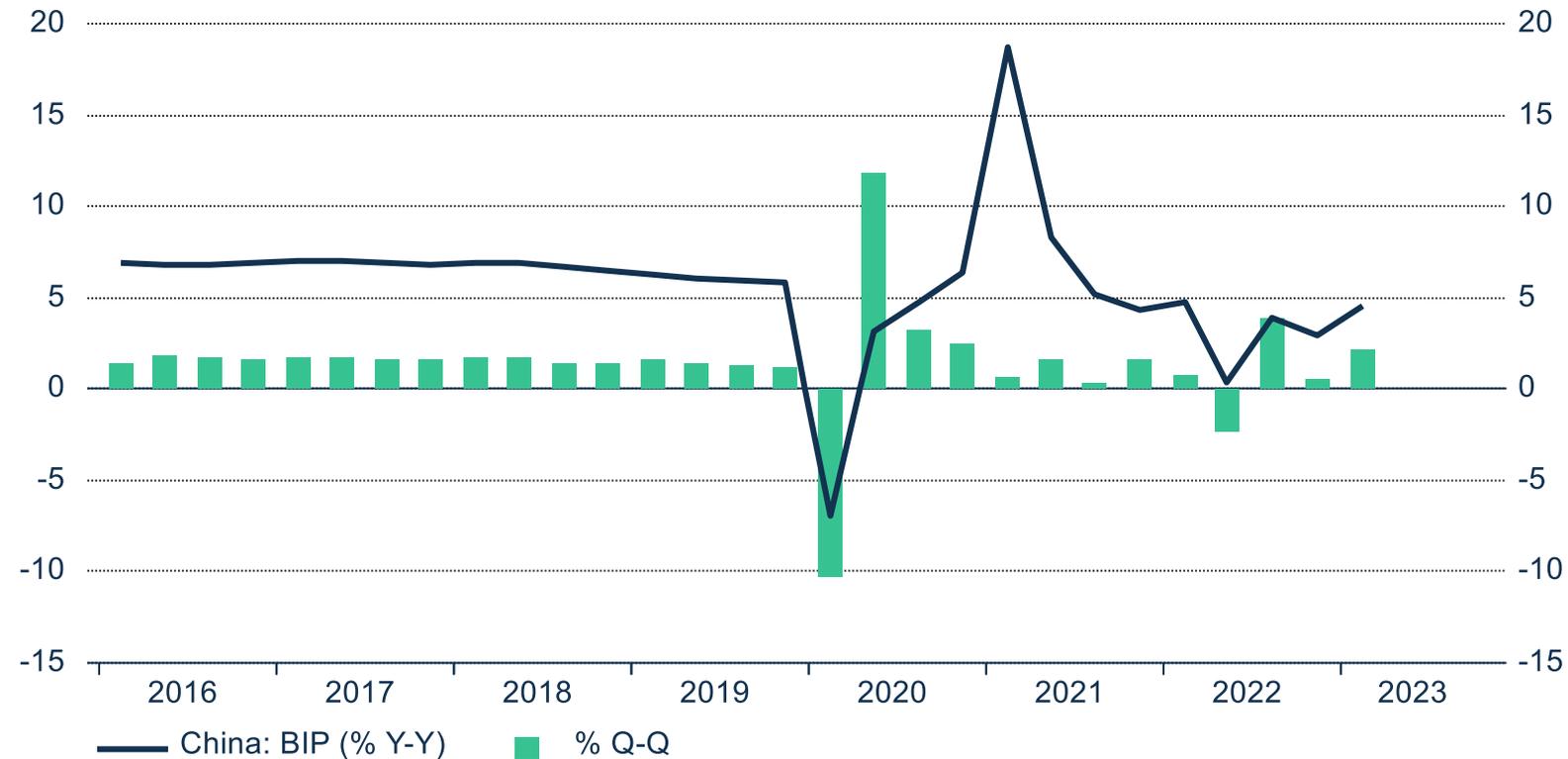
- Die US-Wirtschaftsleistung legte im ersten Quartal 2023 mit einer Jahresrate von 1,1 % gegenüber dem Vorquartal zu und blieb damit hinter den Erwartungen zurück.
- Die US-Unternehmen reduzierten zu unserer Überraschung im ersten Quartal ihre Lagerbestände. Daher legte die private Endnachfrage (ohne Lager) – eine Art Kern-BIP – mit einer Jahresrate von 2,9 % zu.
- Daraus ist nicht der Schluss zu ziehen, dass die unterliegende Dynamik der US-Wirtschaft intakt ist. Die mit monatlicher Frequenz veröffentlichten Konjunkturindikatoren fielen zwar für Januar 2023 ausgesprochen gut aus, für Februar und März aber nicht mehr.
- Nach unserer Prognose wird die US-Wirtschaft 2024 in eine Rezession fallen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# China: BIP zum Jahresauftakt erholt

## China: BIP-Wachstum

in % Y-Y und Q-Q

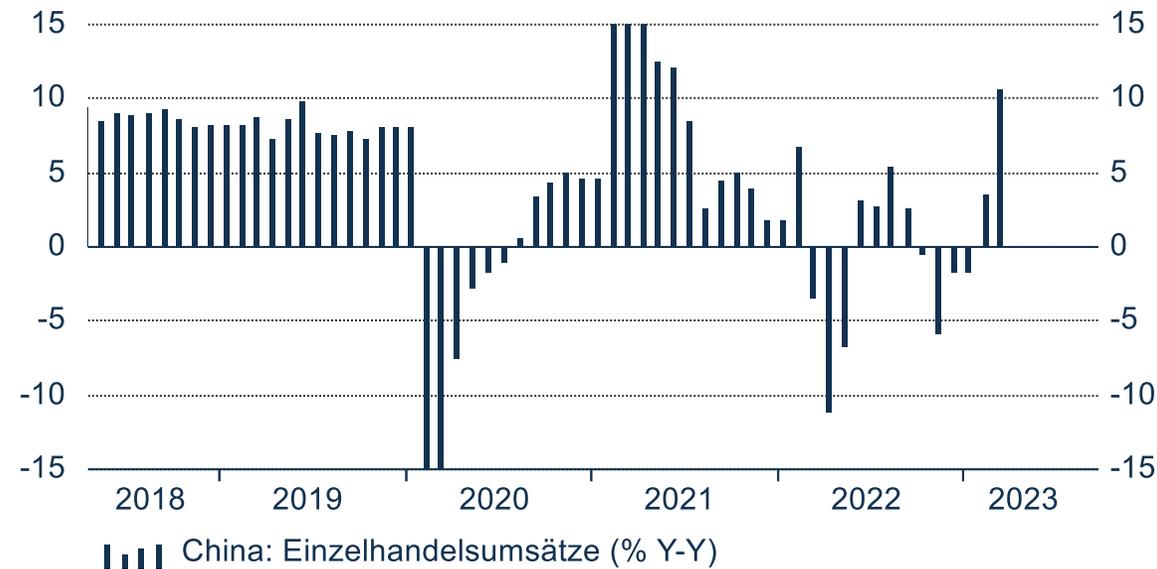


- Das chinesische BIP-Wachstum beschleunigte sich im ersten Quartal von 2,9 % (Q4 2022) auf 4,5 %.
- Hier spiegelt sich nun das Ende der „Zero-Covid-Strategie“ im Dezember 2022.
- Aufgrund von Nachholeffekten legte das BIP auf Quartalsbasis sogar kräftig zu, und zwar um 2,2 %.
- Die Wachstumsrate liegt auf Jahresbasis weiterhin deutlich unter den BIP-Zuwächsen der Vor-Corona-Zeit.
- Und auch die jüngsten monatlichen Konjunkturdaten (Industrieproduktion etc.) waren unterm Strich deutlich schwächer als in den Vor-Corona-Zeiten.

# China: Einzelhandelsumsätze deutlich im Plus

## China: Einzelhandelsumsätze

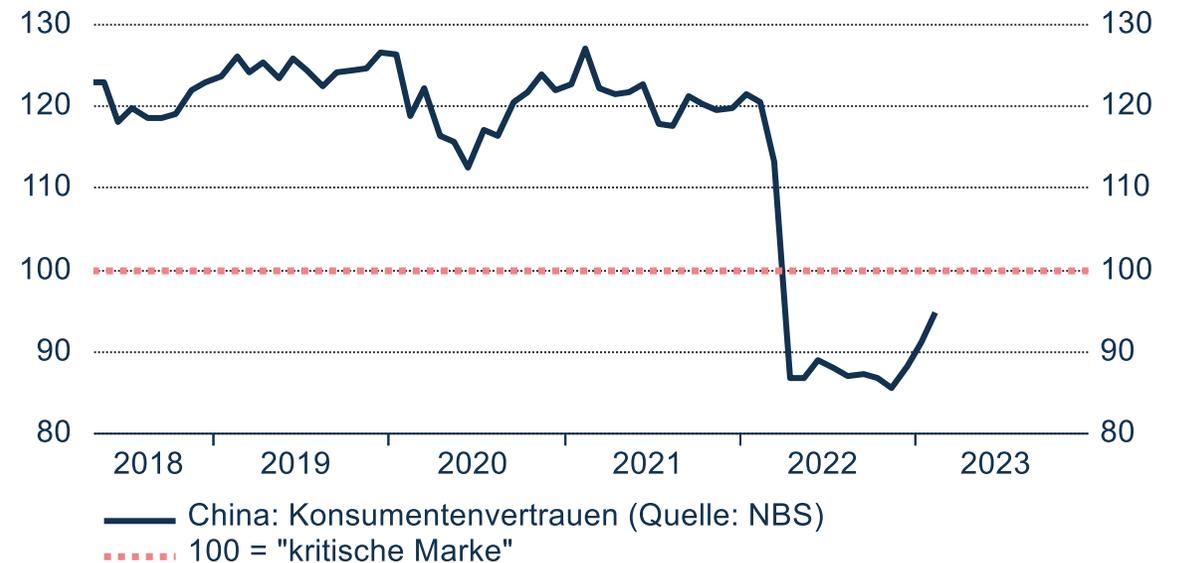
in % Y-Y



- Das Ende der Zero-Covid-Strategie führte zuletzt zu einem kräftigen Wachstum bei den Einzelhandelsumsätzen.

## China: Konsumentenvertrauen

Indexwerte (100 = „kritische Marke“)

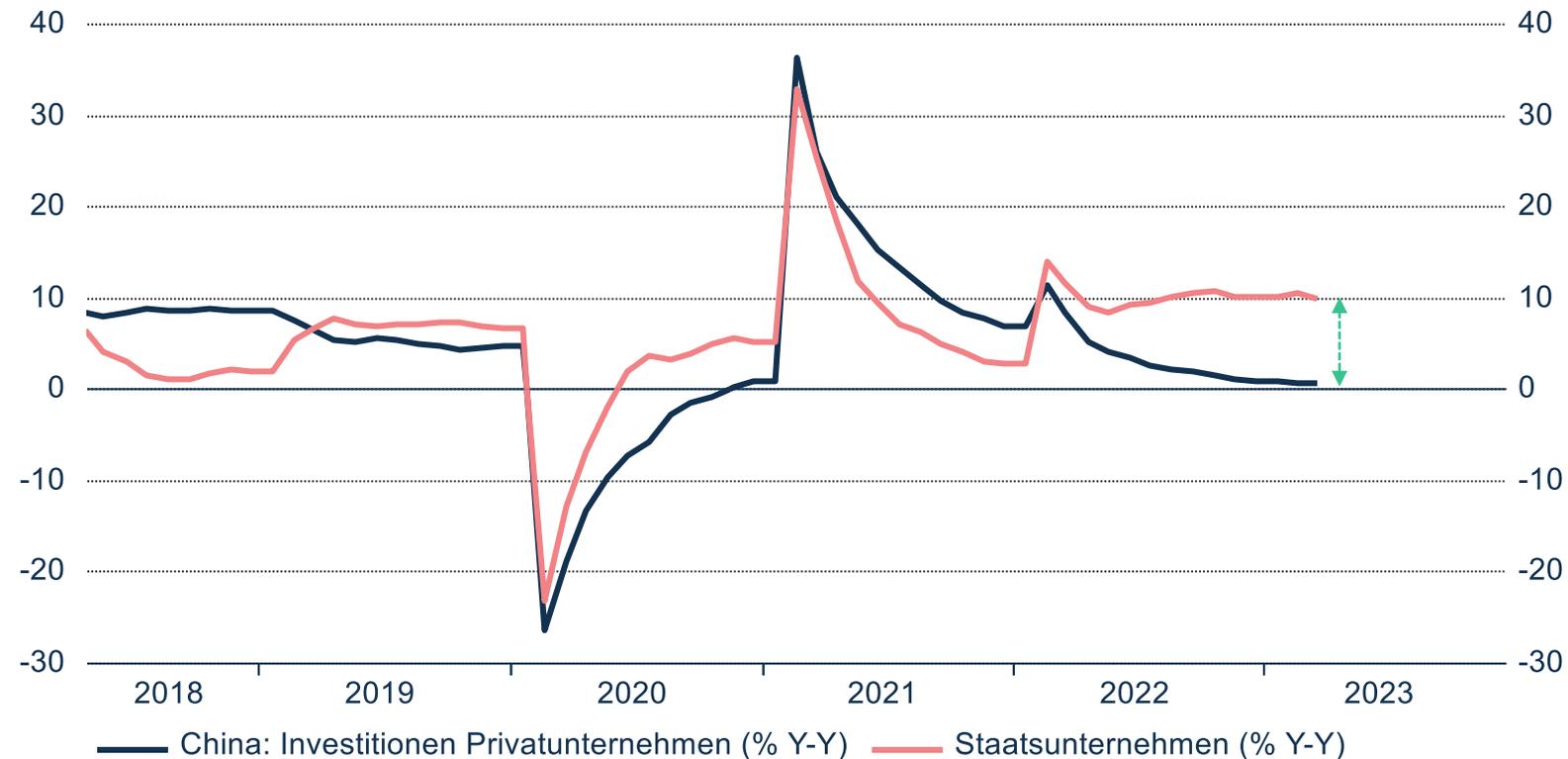


- Das Konsumentenvertrauen verharrt weiterhin unter der kritischen Marke von 100 Zählern. Eine Mehrheit der privaten Verbraucher ist weiterhin pessimistisch gestimmt.
- Das jüngste starke Wachstum der Retail Sales dürfte zu einem großen Teil Nachholeffekten geschuldet sein und ist insofern nicht notwendigerweise dauerhaft.

# China: Privatunternehmen eher skeptisch

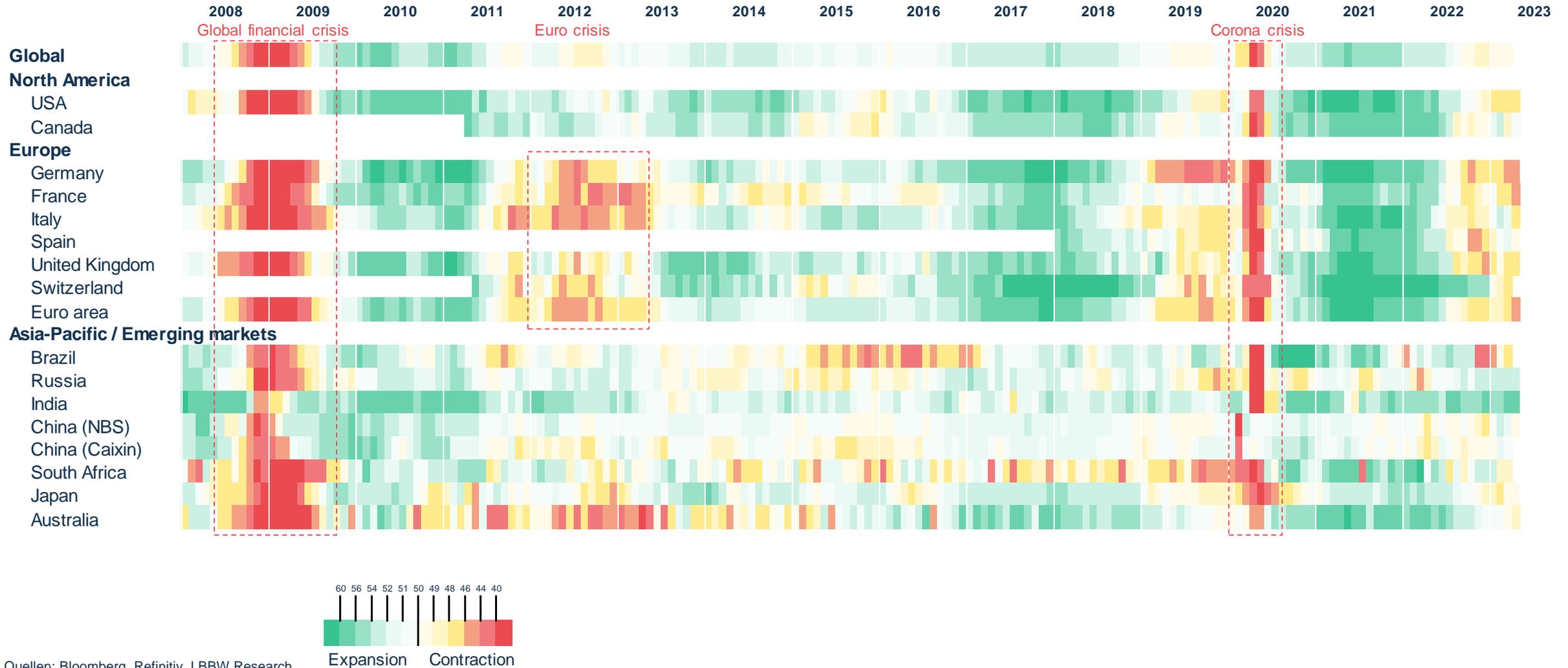
## China, Investitionen: Privat- und Staatsunternehmen

in % Y-Y



- Neben dem privaten Konsum trugen vor allem staatliche Infrastrukturinvestitionen und Investitionen von Staatsunternehmen zur Nachfrage bei. Konjunkturstützung hat bei der Politik derzeit absoluten Vorrang.
- Die Privatunternehmen bleiben skeptisch und halten sich mit Investitionen signifikant zurück. Ohne den aktiven Beitrag dieses für den Arbeitsmarkt und die Produktion wichtigsten Sektors der chinesischen Wirtschaft ist eine Rückkehr zu alter Wachstumsdynamik unwahrscheinlich.

# Verarbeitendes Gewerbe: Einkaufsmanager-Indizes, global



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, LBBW Research

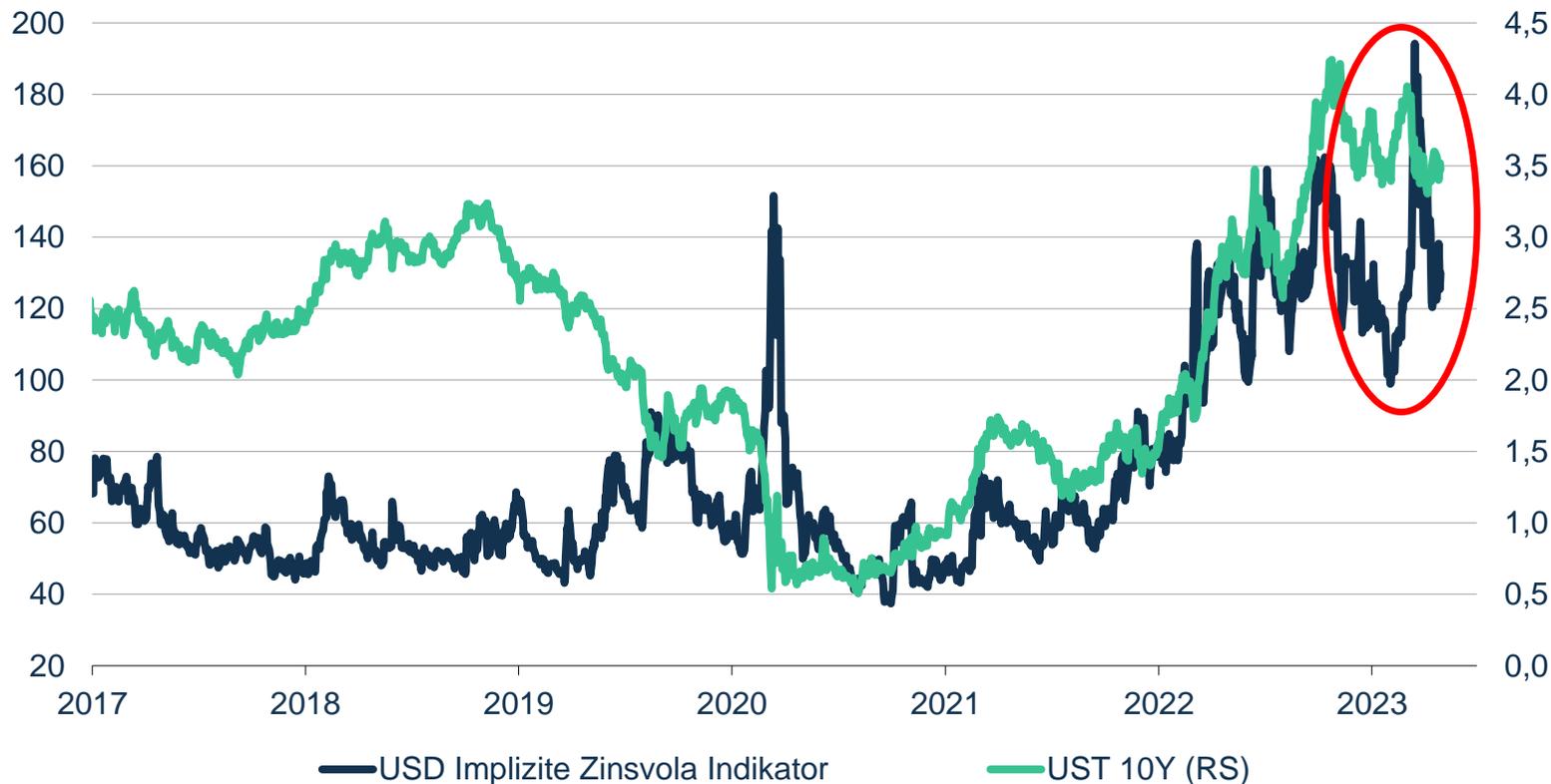
# 04

## Zinsen: Am Beginn eines Trends zu steileren Kurven?

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

# Bankensorgen merklich abgeebbt – voreilig?

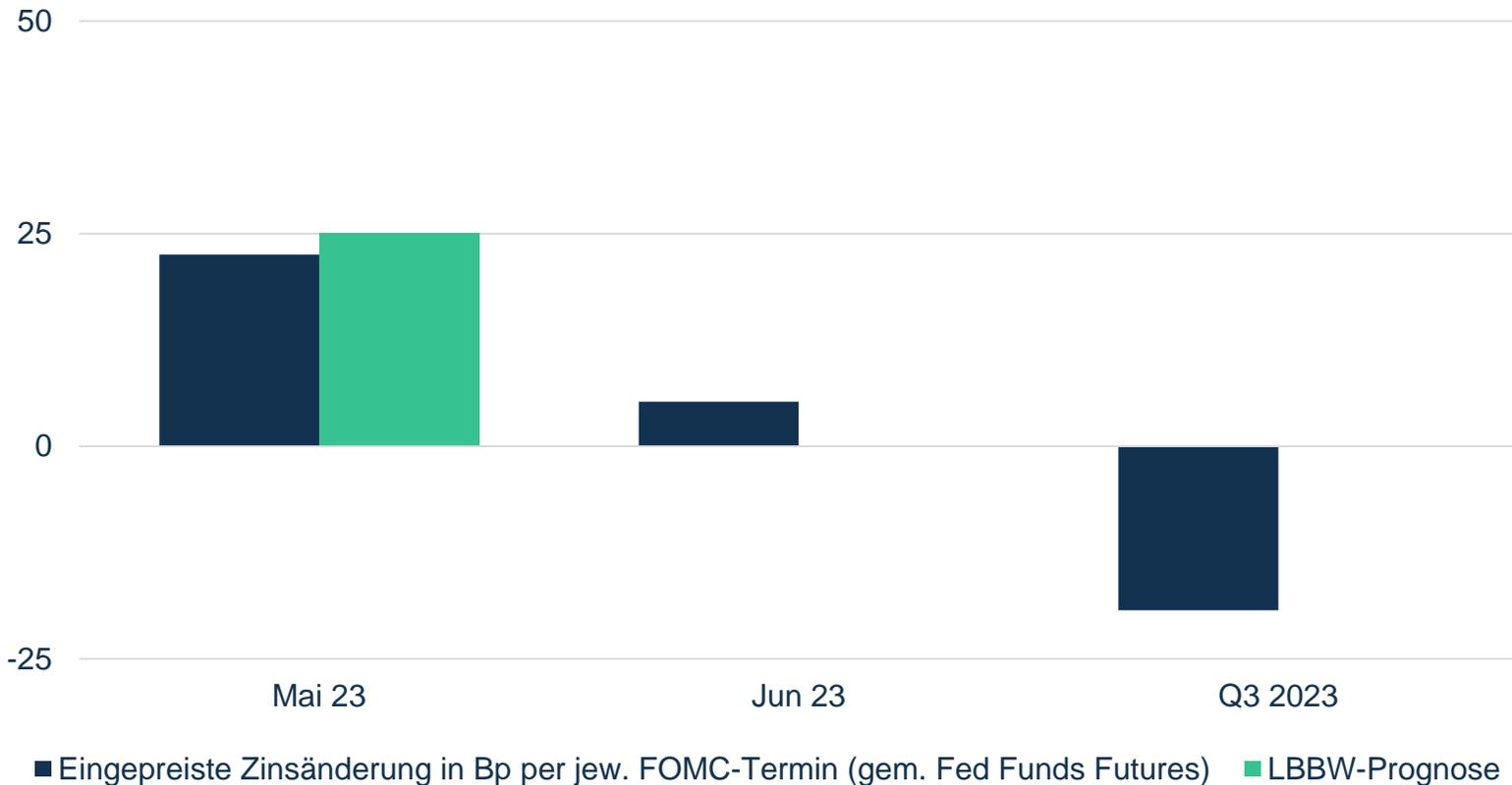
## Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Indikator für implizite Zinsvola



- Weitere Beruhigung der Bankenturbulenzen per Saldo im Verlauf des Aprils.
- Rentenmärkte: Korrektur der Flucht in die Sicherheit. Zudem wurden Spekulationen auf ein schnelles Umsteuern der Notenbanken wieder zurückgestutzt.
- Implizite Vola am USD-Zinsmarkt zwar auf dem Niveau von vor der SVB-Pleite, ebenso am EUR-Zinsmarkt; und: Quartalsberichte der US-Großbanken stützen die Entspannungstendenzen.
- **Aber: Neuerliche Turbulenzen um inzwischen von JP Morgan übernommene Regionalbank First Republic haben Sorgen um die Stabilität des Sektors wieder angefacht – lauern noch weitere Erschütterungen (etwa mit Bezug zum US-Immobilienmarkt)?**

# Fed: Markt preist 25-Bp-Zinsanhebung für Mai ein

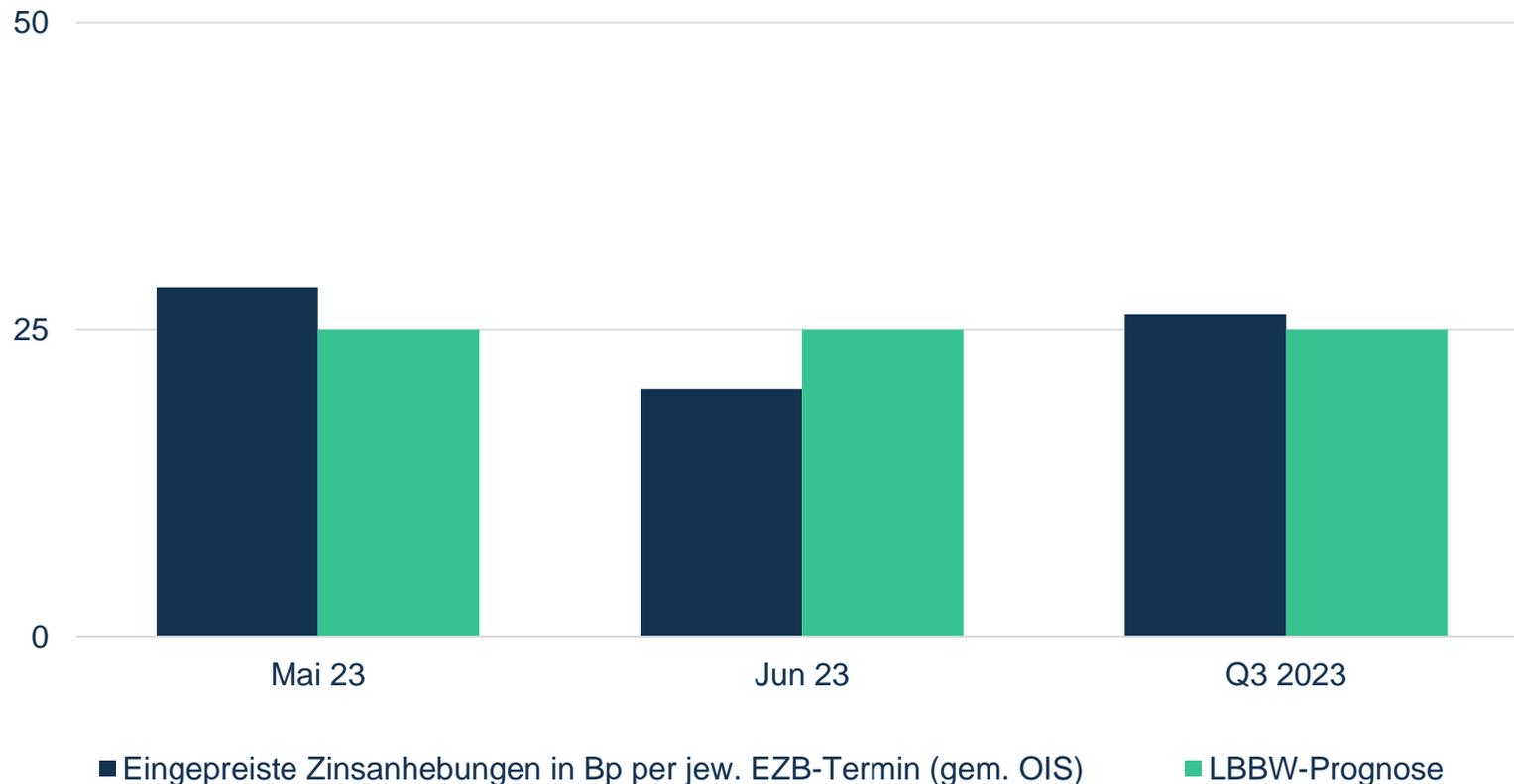
## Am Markt eingepreiste Zinsschritte je FOMC-Sitzung und LBBW-Prognose (in Bp)



- Fed weniger „hawkish“ als noch vor den Bankenturbulenzen!
- Aktuelle Guidance: „Etwas zusätzliche Straffung“ könnte angemessen sein.
- Schärfere Kreditvergabebedingungen begrenzen Bedarf an zusätzlicher Straffung.
- Inflation noch immer zu hoch, Arbeitsmarkt robust. Konjunkturaussichten bei alledem zunehmend trüber.
- Abebbende Bankensorgen haben Zinserhöhungserwartung wieder etwas anziehen lassen.
- Finanzmärkte sehen knapp 90 % Chance für 25-Bp-Schritt am 3. Mai.
- Eine Eskalation des Konflikts um die US-Schuldenobergrenze würde die Chance auf frühzeitige Zinssenkungen deutlich steigen lassen.

# EZB: „Großer“ Zinsschritt am 4. Mai noch im Spiel

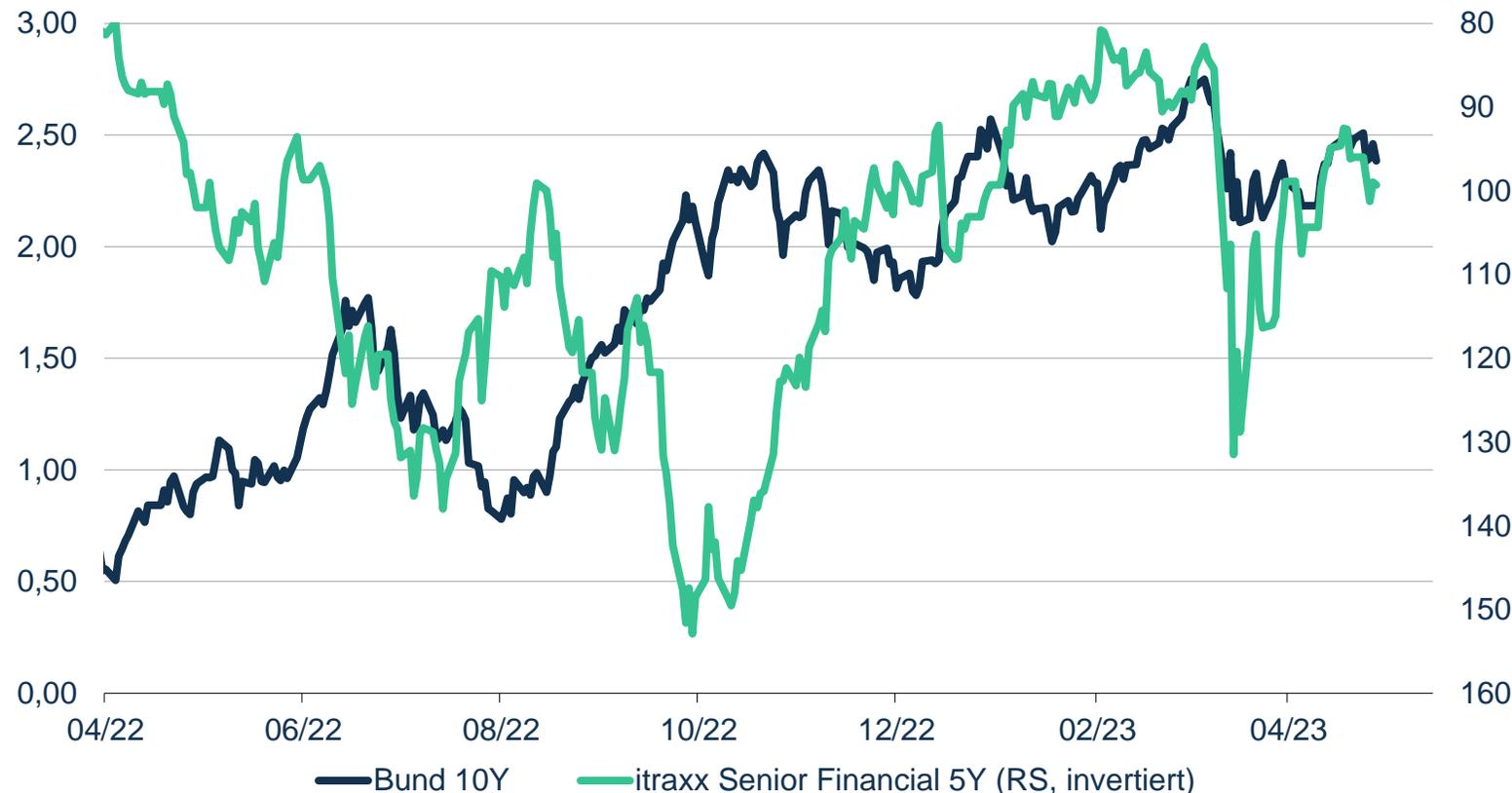
## Am Markt eingepreiste Zinsschritte je EZB-Sitzung und LBBW-Prognose (in Bp)



- Signale in Richtung mehrerer weiterer Anhebungen seit Abebben des Bankenstresses wieder klar in der Mehrzahl.
- Kerninflation hält Handlungsdruck aufrecht, hohe Lohnabschlüsse (z.B. Verdi) dürften Sorgenfalten vergrößern.
- Auf der Mai-Sitzung scheint ein weiterer 50-Bp-Schritt noch im Spiel zu sein, selbst Chefvolkswirt Lane (Taubes!) hat die Tür hierfür explizit offengehalten.
- Wir rechnen mit Zinsanhebung um 25 Bp, schließen 50 Bp aber nicht komplett aus.
- Märkte sehen 25-Bp-Zinsschritt im Mai als Hauptszenario an, 15 % Chance auf „großen“ Schritt um 50 Bp.
- Unsere Peak-Leitzinsprognose steht unverändert bei 3,75 % (Markterwartung ebenfalls ca. 3,75 %).

# EUR-Rentenmarkt: Steuert die Bundrendite wieder auf Jahreshoch zu?

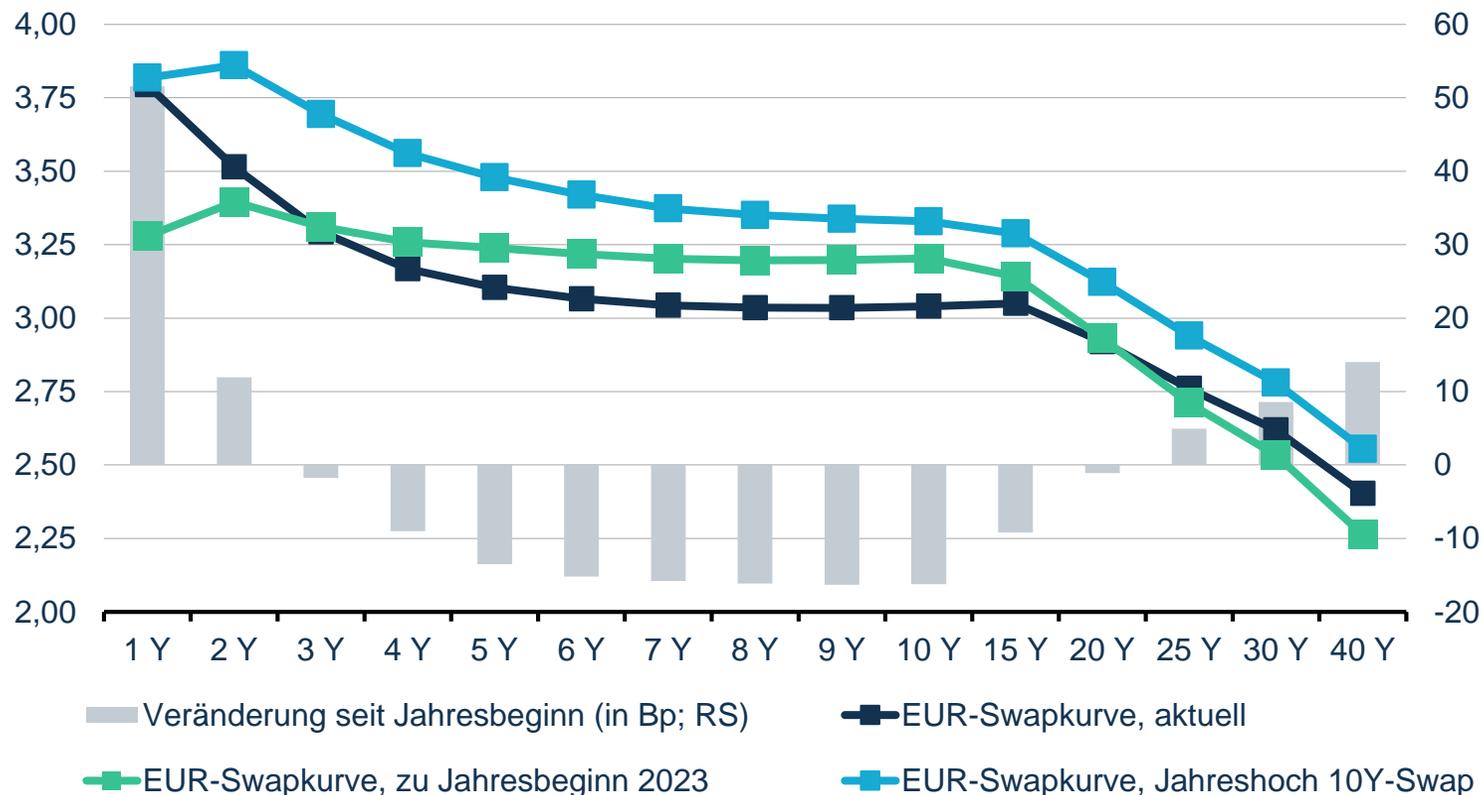
## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und itraxx Senior Financial



- Rendite 10Y Bund zeitweilig um 60 Bp unter Zyklushoch. Mit „Risk on“-Stimmung dann deutliche Wiederannäherung bis auf 25 Bp.
- Dünne Marktliquidität dürfte in Stressphasen weiterhin als Katalysator für steigende Volatilität wirken!
- Renditeaufwärtstrend seit März 2022 getestet und einstweilen bestätigt!
- EUR-Rentenmarkt zuletzt mit fortgesetzter relativer Schwäche gegenüber USD-Rentenmarkt.
- Da latente Finanzstabilitätsrisiken fortbestehen und eine straffere Kreditvergabe c.p. weniger an EZB-Zinserhöhung nötig macht, ist das Erreichen neuer Jahreshochs bei der 10-jährigen Bundrendite u.E. nicht wahrscheinlich.

# EUR-Zinskurve: Inversion seit März verringert – Beginn einer Trendwende?

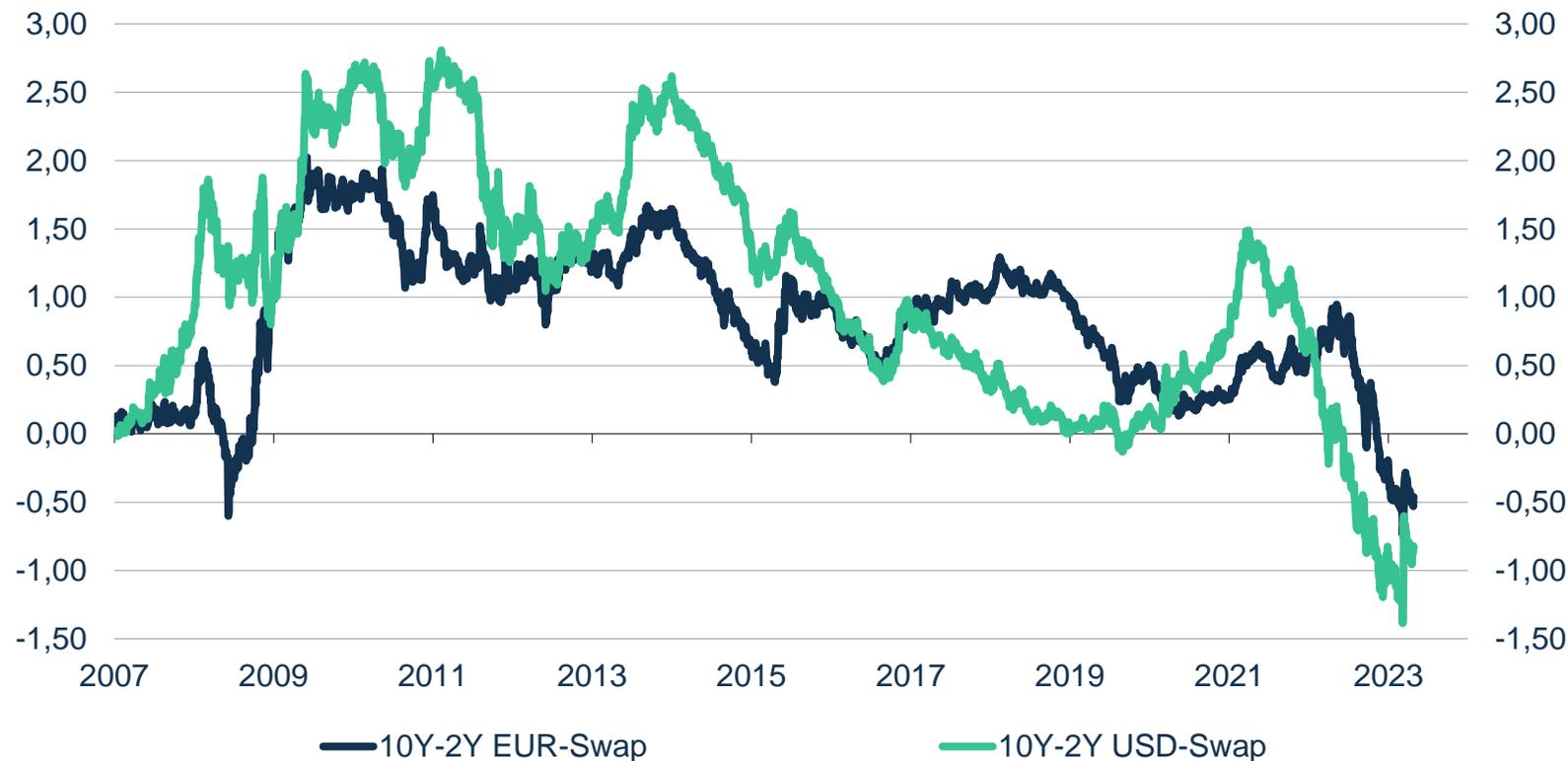
EUR-Swapkurve aktuell sowie zu Jahresbeginn 2023 und am bisherigen Jahreshochpunkt des 10Y-Satzes



- In den ersten beiden Monaten des Jahres 2023 hat die Inversion der EUR-Zinskurve unter schnell steigenden Kurzfristzinsen erheblich zugenommen.
- Seit Anfang März ist per Saldo ein Teil dieser Entwicklung korrigiert worden.
- Im Laufzeitbereich bis 10Y ist die Inversion zwar tiefer als zu Jahresbeginn (10Y-2Y Swap von -20 Bp auf -45 Bp gefallen). Die Steilheit hat sich aber vom Jahrestief bei -75 Bp abgesetzt.
- Am ultra-langen Ende geht der Trend bereits seit Ende 2022 in Richtung abnehmender Inversion: Spread 30Y-10Y Swap per Saldo seit Anfang 2023 gestiegen, von -65 Bp auf -45 Bp.

# EUR-Zinskurve: Gleichlauf mit USD-Kurvensteilheit

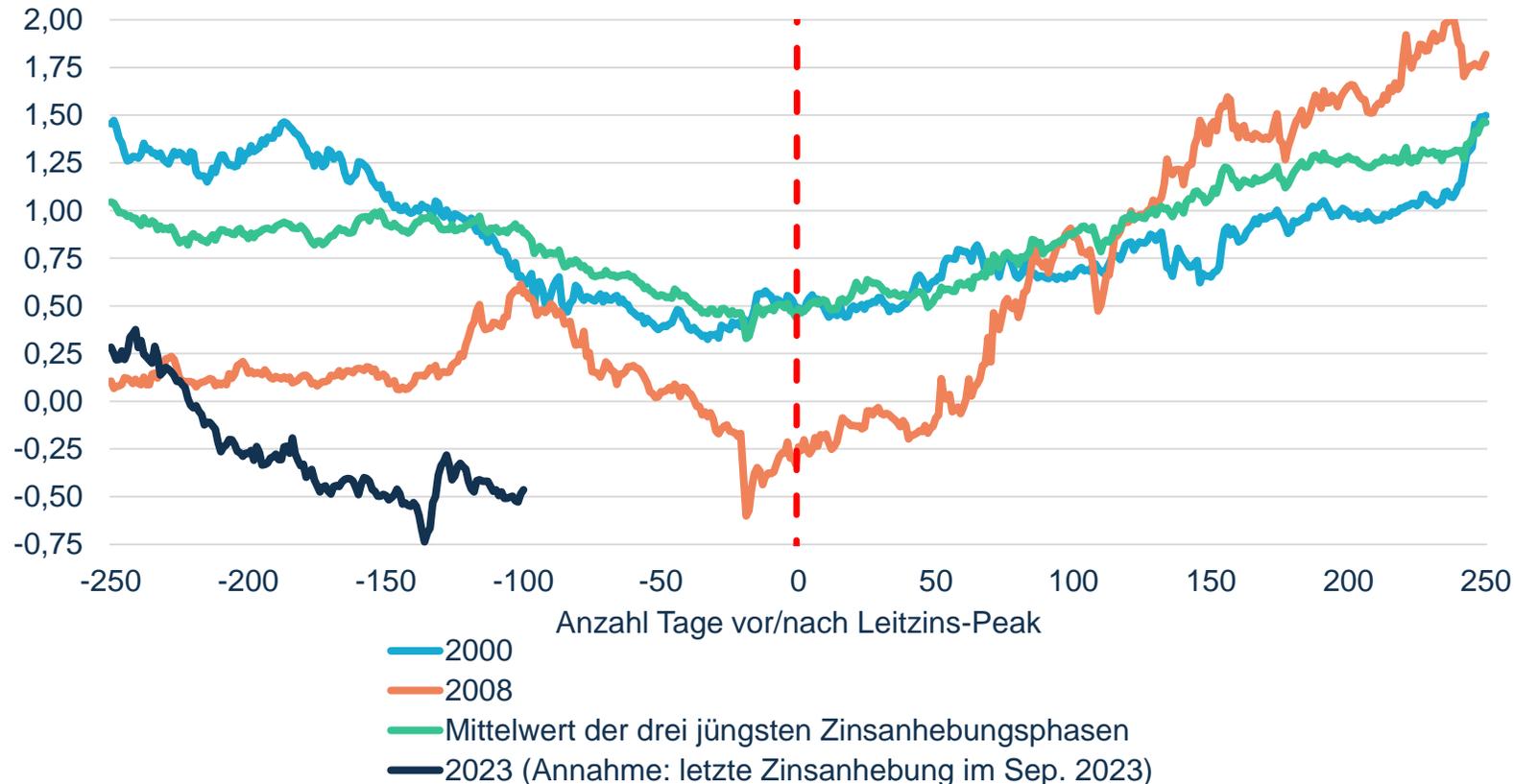
## Steilheit 10Y-2Y auf der EUR-Swapkurve und der USD-Swapkurve



- Seit Sommer 2022 (=EZB-Leitzinswende) enger Gleichlauf der Kurvensteilheit im Euroraum und den USA.
- Entwicklung in den zurückliegenden Wochen entsprechend ähnlich: Neues zyklisches Tief bei der Steilheit 10Y-2Y Swap jeweils Anfang März. Dann scharfe Gegenbewegung (=Versteilerung) durch „Bankenbeben“, Letztere seitdem per Saldo abebbend.
- Am ultra-langen Ende ist der Gleichlauf zwischen EUR-Zinskurvensteilheit und USD-Kurvensteilheit noch enger. Eine Bodenbildung zeichnet sich hier jeweils, gemessen am Spread 30Y-10Y Swap, schon seit Herbst 2022 ab.

# EUR-Zinskurve: Schnelles Ende der Inversion indes nicht in Sicht

## Steilheit 10Y-2Y auf der EUR-Swapkurve und Entwicklung im Umfeld historischer Zinsplateauphasen



- Historische Analyse von Kurvensteilheit und Leitzinszyklus: Im Mittel über vergangene Zyklen setzt Bodenbildung bei Steilheit kurz vor Leitzins-Peak ein. Am ultra-langen Ende tendenziell früher.
- => 1) Ansätze zu Trendwende bei 30Y-10Y EUR-Swap passen zu diesem Muster.
- 2) Noch zu früh für generelle Trendwende Richtung Versteilerung. EZB-Zinspeak nach unserer Prognose im September, Trend bei Steilheit könnte daher im Sommer drehen.
- 3) Dynamischer Versteilerungstrend in der Historie erst, wenn Leitzinssenkungen unmittelbar absehbar. Wir erwarten die EZB-Leitzinswende nicht vor Mitte 2024. Bis (mindestens) dahin ist insofern damit zu rechnen, dass die Inversion anhält.

# Leitzinsgipfel rücken näher, mittelfristige Unsicherheit nimmt weiter zu

## USD-Zinsen und Prognose

in %

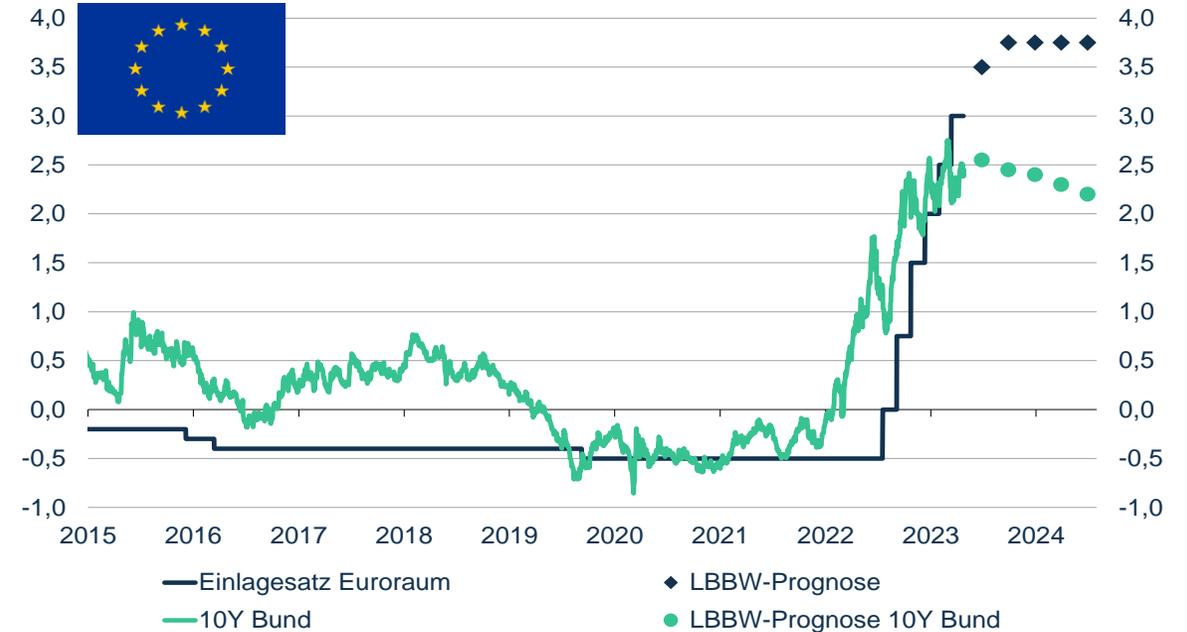


- Eine weitere Zinserhöhung um 25 Bp im Mai 2023. Danach Plateau auf erheblich restriktivem Niveau für 6-9 Monate.
- Leitzins-Peak bei 5,25 %. Erste Senkung im März 2024, **Konflikt um US-Schuldenobergrenze erhöht die Prognoseunsicherheit.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## EUR-Zinsen und Prognose

in %

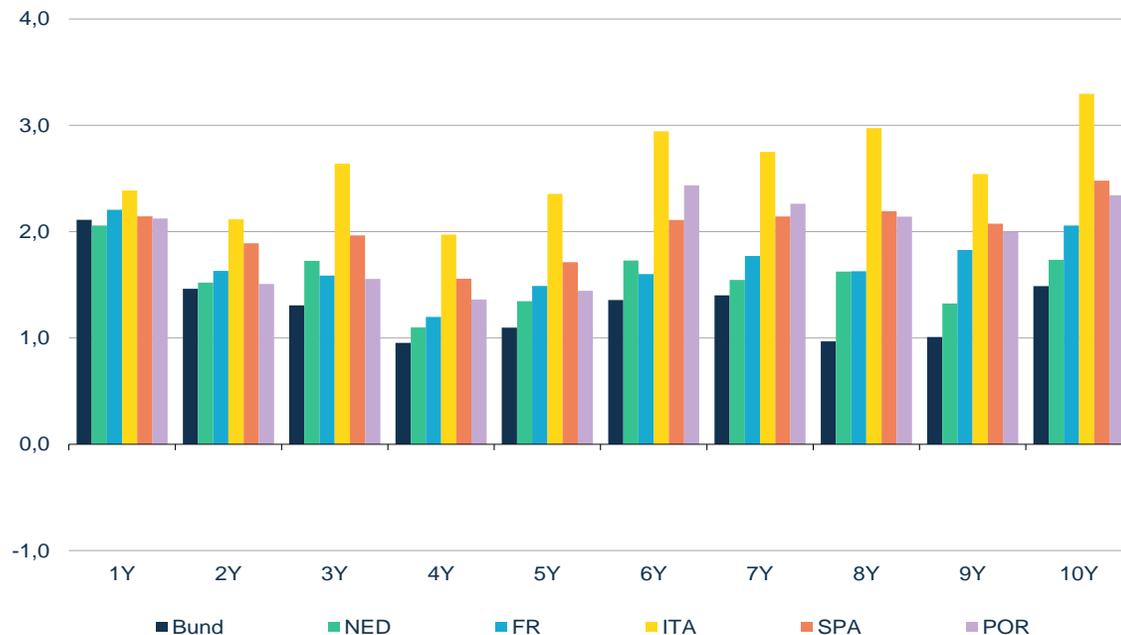


- Noch zwei bis drei Zinserhöhungen zu je 25 Bp bis Q3 2023. Einlagesatz-Peak bei 3,75 %. Erste Senkung nicht vor H2 2024.
- Langfristzinsen mit Aufwärtsrisiken, sofern Finanzstabilitätssorgen dauerhaft abebben. Mittelfristige Trendwende erwartet.

# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/ US Treasuries bis Jahresende 2023

## Euro-Staatsanleihen

(in %; Annahme: unveränderte Spreads)

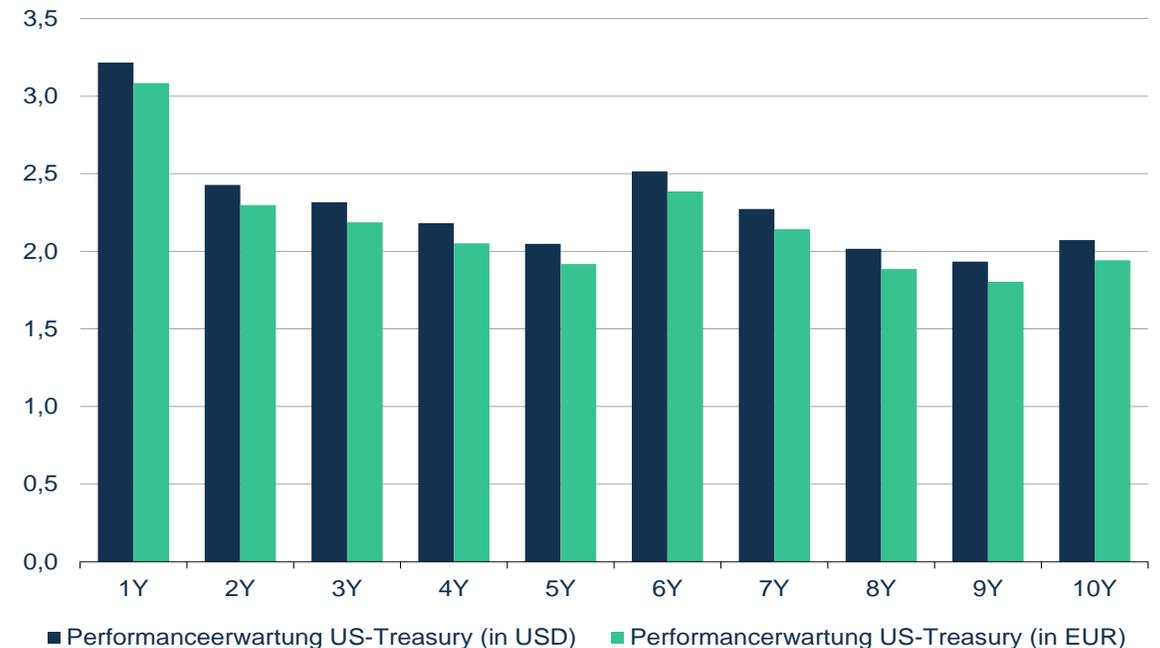


- Kurzfristiges leichtes Übergewicht bei Kursrisiken, aber per Jahresende sehen wir die Chancen auf eine Erholung überwiegen.
- Deutlich positive Performanceerwartung in der Peripherie bietet Puffer gegen erneute Spreadausweitung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

## US-Treasuries

(in %; in USD und EUR)



- US-Dollar: Hoher Zinsvorsprung stützt kurzfristig. Mittelfristig dürfte sinkende Zinsdifferenz jedoch zur Belastung werden. Risiko fortgesetzter Dollar-Abwertung steigt.
- Allokationsempfehlung bei „neutral“ belassen.

# Zinsprognosen im Detail

	Spot	30-Jun-23	Forecast 31-Dec-23	30-Jun-24	
<b>Euro area</b>					
ECB Main Refinancing Rate	3.50	4.00	4.25	4.25	
ECB Deposit Rate	3.00	3.50	3.75	3.75	
Overnight Rate (€STR)	2.90	3.45	3.75	3.75	
3M Euribor	3.27	3.65	3.75	3.65	
Swap 2Y	3.47	3.65	3.30	2.85	
Swap 5Y	3.05	3.25	2.95	2.65	
Swap 10Y	2.98	3.15	2.90	2.70	
Bund 2Y	2.79	3.00	2.75	2.35	
Bund 5Y	2.31	2.60	2.40	2.15	
Bund 10Y	2.32	2.55	2.40	2.20	
<b>USA</b>					
Fed Funds Target Rate	5.00	5.25	5.25	4.50	
Overnight Rate (SOFR)	4.81	5.10	5.10	4.35	
3M Money Market	5.30	5.10	5.00	4.25	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.14	4.50	3.95	3.35	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	3.45	3.75	3.35	3.10	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.33	3.50	3.25	3.10	
Treasury 2Y	4.21	4.45	3.90	3.30	
Treasury 5Y	3.66	3.95	3.55	3.25	
Treasury 10Y	3.59	3.75	3.50	3.30	
<b>Other industrialized countries</b>					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.07	0.00	0.10	0.20
Japan	10Y Government Bond	0.41	0.35	0.45	0.75
UK	Overnight Rate (SONIA)	4.18	4.20	4.20	3.95
UK	10Y Government Bond	3.72	3.55	3.30	3.15
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.42	1.55	1.55	1.55
Switzerland	10Y Government Bond	1.09	1.40	1.15	0.95

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# 05

## Credits: Renditen klettern über DAX- Dividenden

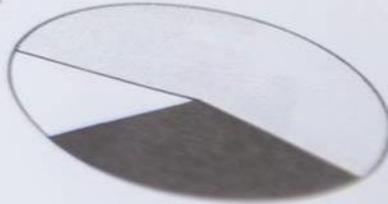


Reported Basis	FY 2001 Adjustments to Current Value	Current Value Comprehensive Basis
€ 8,143	€ (51)	€ 8,143
1,540	(51)	1,489
328		326
10,011		9,959

Income for the Year Ended June 30, 2001

Portfolio Diversification as of 31/12/2001

Asset Allocation



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

# CDS bewerten Risiko höher als Aktienmärkte

## DAX vs. iTraxx Crossover

in Indexpunkten bzw. Basispunkten



- Die Aktienmärkte haben sich von dem Absturz nach der russischen Invasion in die Ukraine gut erholt. Der DAX notiert in etwa auf dem Niveau vom Jahresanfang 2022.
- Auch die CDS-Spreads haben sich erholt und befinden sich deutlich unter den Höchstständen von 2022.
- Im Gegensatz zum Aktienmarkt liegen die CDS-Spreads deutlich über dem Niveau vom Jahresanfang 2022. Insofern bewerten sie die Risiken vergleichsweise höher als die Aktienmärkte.

# Reaktion auf First Republic Bank?

## Anleihe-Spreads Banken versus Unternehmen

Investmentgrade-Indizes für EUR-Bonds

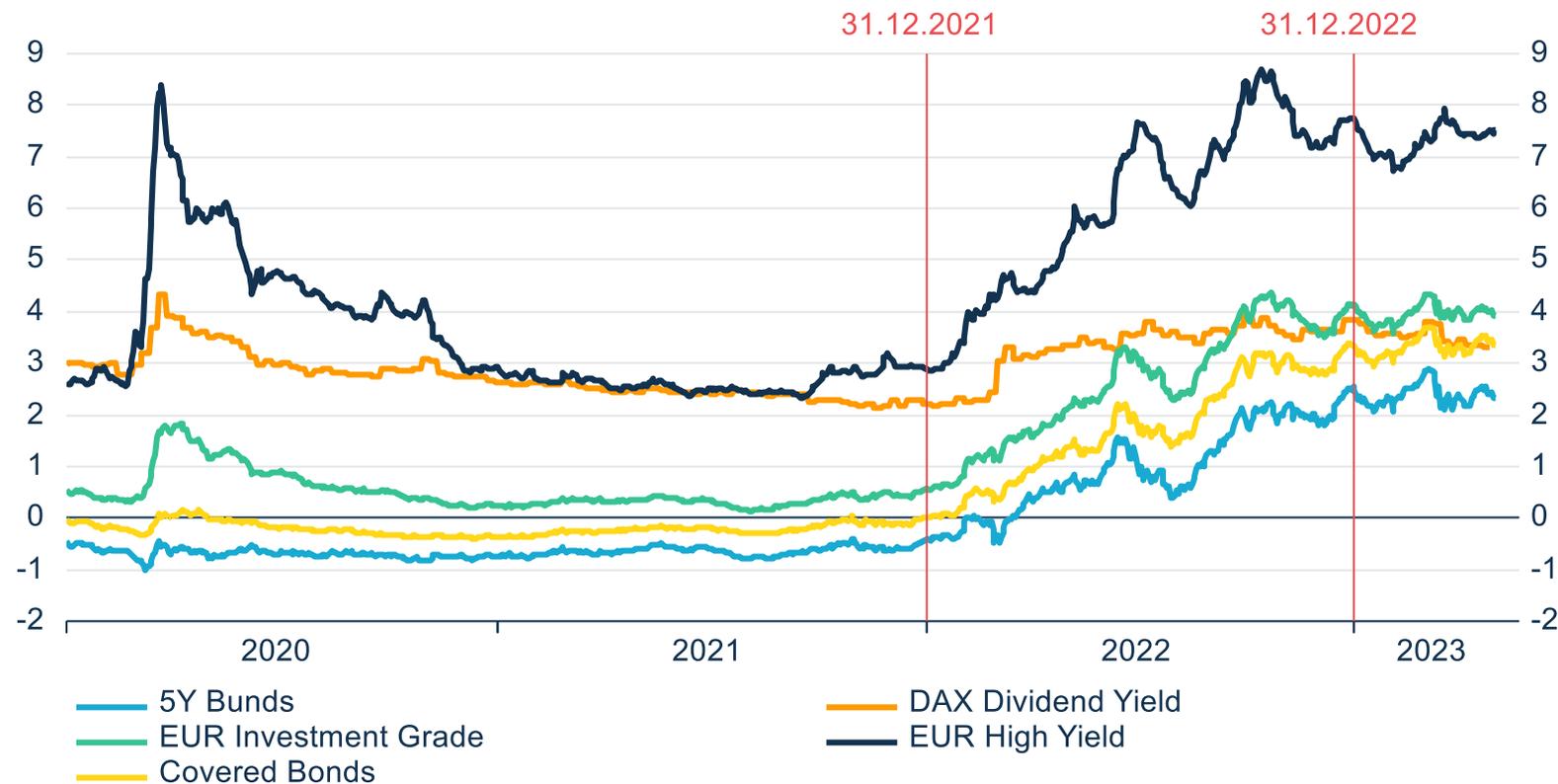


- Nach einer zwischenzeitlichen deutlichen Erholung stiegen die Anleihe-Spreads zum Monatsende April wieder etwas an. Negative Nachrichten rund um die US-Bank First Republic belasteten die Märkte.
- Die Corporates (Non-Financials) hielten sich dabei erneut stabiler als die Bank-Anleihen.
- Im April sanken die Spreads der Unternehmensanleihen auf den niedrigsten Stand seit Jahresbeginn. Auch zum Monatsende April notierten sie deutlich unterhalb des Niveaus vom Jahresanfang.
- Zum Vergleich sind hier zudem die Spreads von Covered Bonds dargestellt, die sich auf sehr geringem Niveau bewegen und sich selbst in den jüngsten Krisenphasen so gut wie nicht verändert haben.

# Renditen: Covered Bonds über DAX-Dividenden!

## Renditen im Vergleich

Indizes für EUR Corporate Bonds und Bundesanleihen, Renditen in %

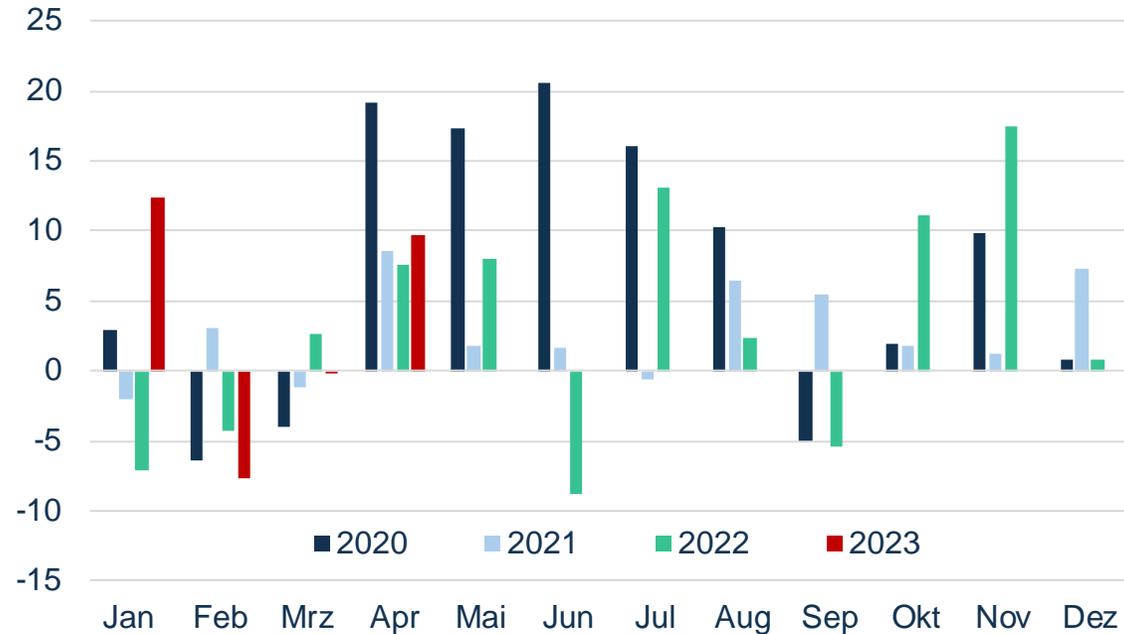


- 2022, im Über-Jahr des Zinsanstiegs, kletterte die Rendite von EUR Corporate Bonds im Investmentgrade über die DAX-Dividenden-Rendite. Der Rendite-Vorsprung nahm seit Jahresanfang 2023 weiter zu.
- Seit Mitte April 2023 bietet auch der Covered-Bond-Index eine leicht höhere Rendite als DAX-Dividenden.
- Für die stabile Assetklasse Covered Bonds ist dies sehr beachtlich. Wie bei den Corporate Bonds notierte auch hier die Rendite zuvor zuletzt im Jahr 2011 oberhalb der DAX-Dividenden.
- Auch Senior-Bankanleihen (hier nicht abgebildet), die aktuell knapp über den Corporates-Renditen liegen, befinden sich über der DAX Dividend Yield.

# Im April gute Nachfrage nach Corporate Bonds

## Fund Flows nach Monaten

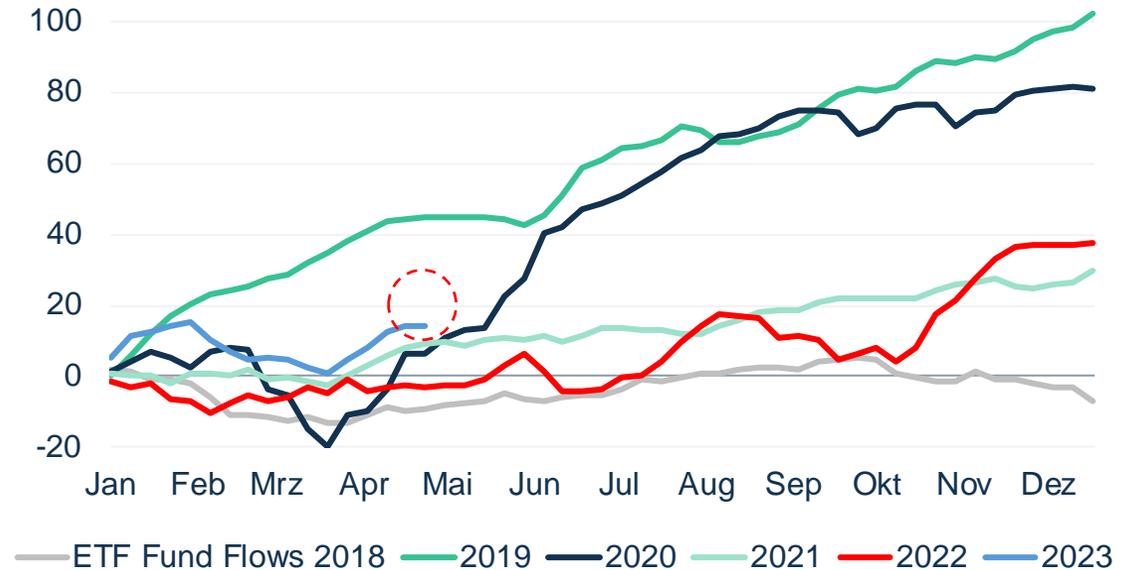
Corporate Bond ETFs global in Mrd. USD



- Die hohe Volatilität bei Zuflüssen bzw. Abflüssen in Corporate Bond ETFs hielt auch 2023 an.
- Im April gab es – wie auch in den Vorjahren – hohe Zuflüsse.

## Kumulierte Fund Flows im Jahresvergleich

Corporate Bond ETFs global in Mrd. USD



- Nach dem starken Rendite-Anstieg griffen Investoren v.a. seit Oktober 2022 wieder ordentlich zu.
- Für 2023 erwarten wir aufgrund der hohen Renditen erneut hohe Zuflüsse in Corporate Bonds.

# 06

**Aktien:  
Erleichterungs-  
rally dürfte an  
ihre Grenzen  
stoßen**

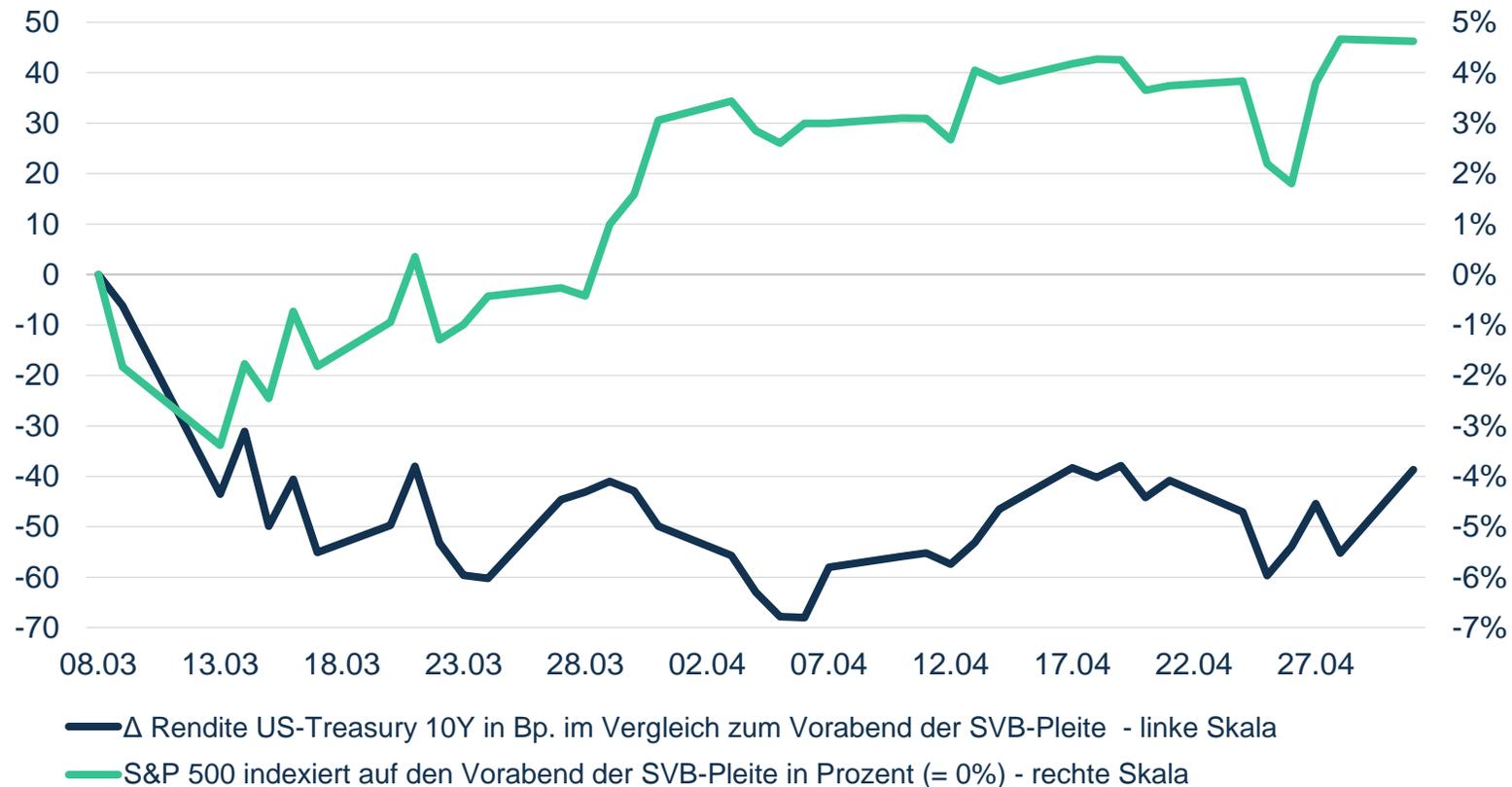


Uwe Streich  
Senior Equity Strategist  
Tel: +49(711)127-74062  
[uwe.streich@LBBW.de](mailto:uwe.streich@LBBW.de)

# Aktionäre blauäugig, oder Bondanleger zu pessimistisch – wer hat recht?

## S&P 500 vs. Rendite zehnjähriger US-Treasuries

indexiert bzw.  $\Delta$  in Basispunkten – jeweils ggü. Vorabend des Zusammenbruch der SVB



- Mit dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank sanken Aktienkurse und Bond-Renditen zunächst weitgehend im Gleichklang.
- Bereits wenige Tagen später berappelten sich die Aktienkurse wieder und stiegen deutlich über die vormaligen Kursniveaus hinaus an. Parallel hierzu sanken die Bondrenditen zunächst noch mehrere Wochen markant weiter.
- Während die Aktienanleger wohl bereits auf das Ende der Krise und einer baldigen konjunkturellen Verbesserung setzen, scheinen die Anleger an den Zinsmärkten eher eine konjunkturelle Eintrübung bis hin zu einer Rezession zu erwarten. Oder angesichts der noch nicht vollends ausgestandenen Probleme bei Banken sogar Gefahren für die Finanzmarktstabilität zu befürchten.

# Erleichterungsrally blendete völlig aus, dass die Rezessionsorgen noch nicht vom Tisch sind

## DAX 2023 vs. durchschnittliche historische Entwicklungen

in Prozent

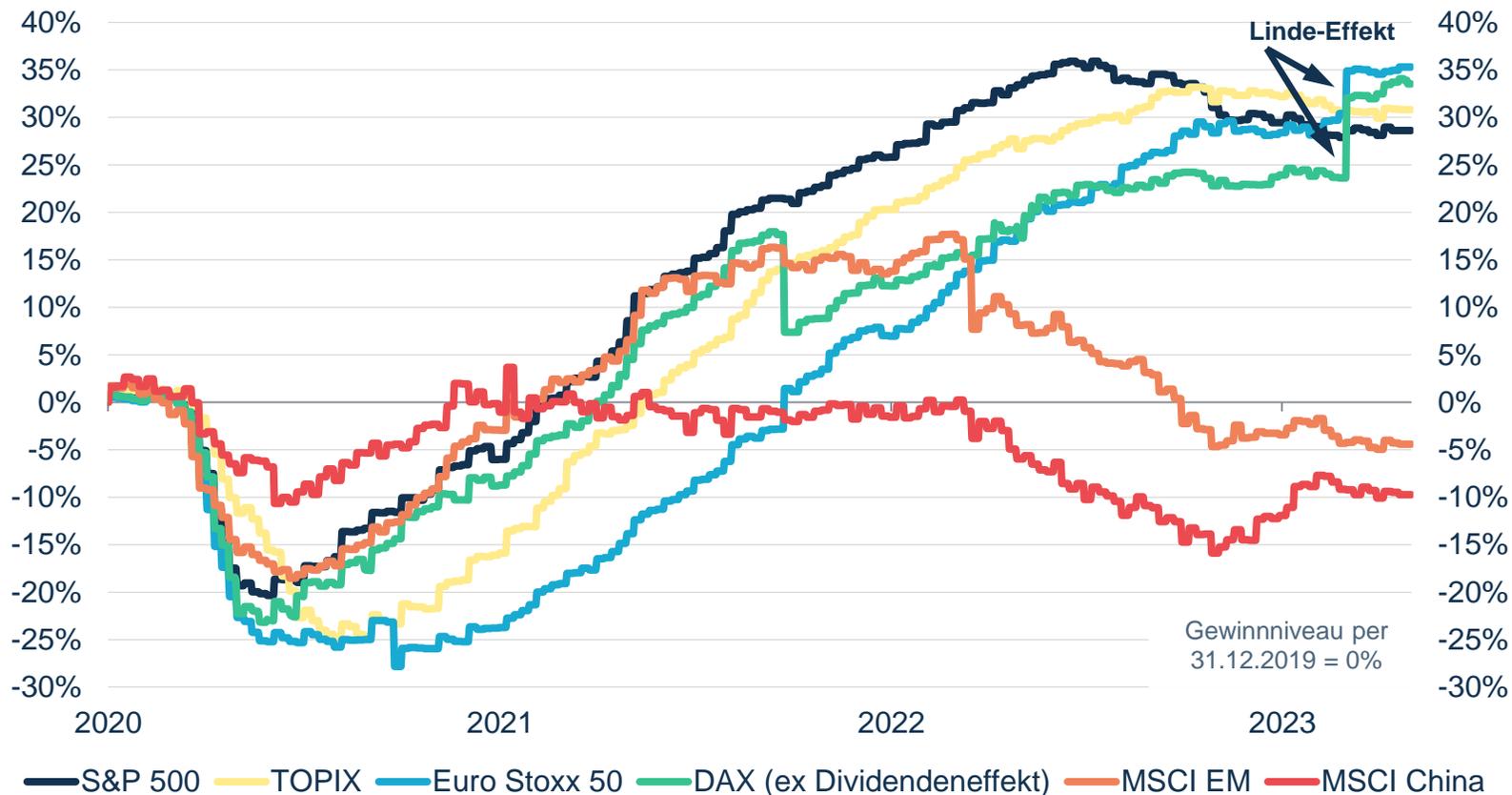


- Seit ihren Tiefs Ende September legten die heimischen Indizes eine fulminante Erleichterungsrally aufs Parkett. Die Anleger blendeten nach wie vor bestehende Rezessionsorgen völlig aus.
- Im historischen Mittel stieg der DAX zwischen Ende September und Ende April um 12 %. Tatsächlich legt er seit Ende September 2022 um fast 33 % zu, der Euro Stoxx 50 sogar nahezu 35 %.
- In seiner Geschichte entwickelte sich der DAX in dieser Phase bislang nur ein einziges Mal noch besser als derzeit, nämlich zwischen Herbst 1999 und März 2000. Damals erzielte er in diesen sieben Monaten sogar eine Performance von knapp 44 %.

# Weltweit sinkende Gewinnschätzungen – heimische Indizes trotzen dieser Tendenz jedoch (noch)

## International: 12-Monats-Forward-Gewinn

in Prozent (indexiert auf den 31.12.2019)



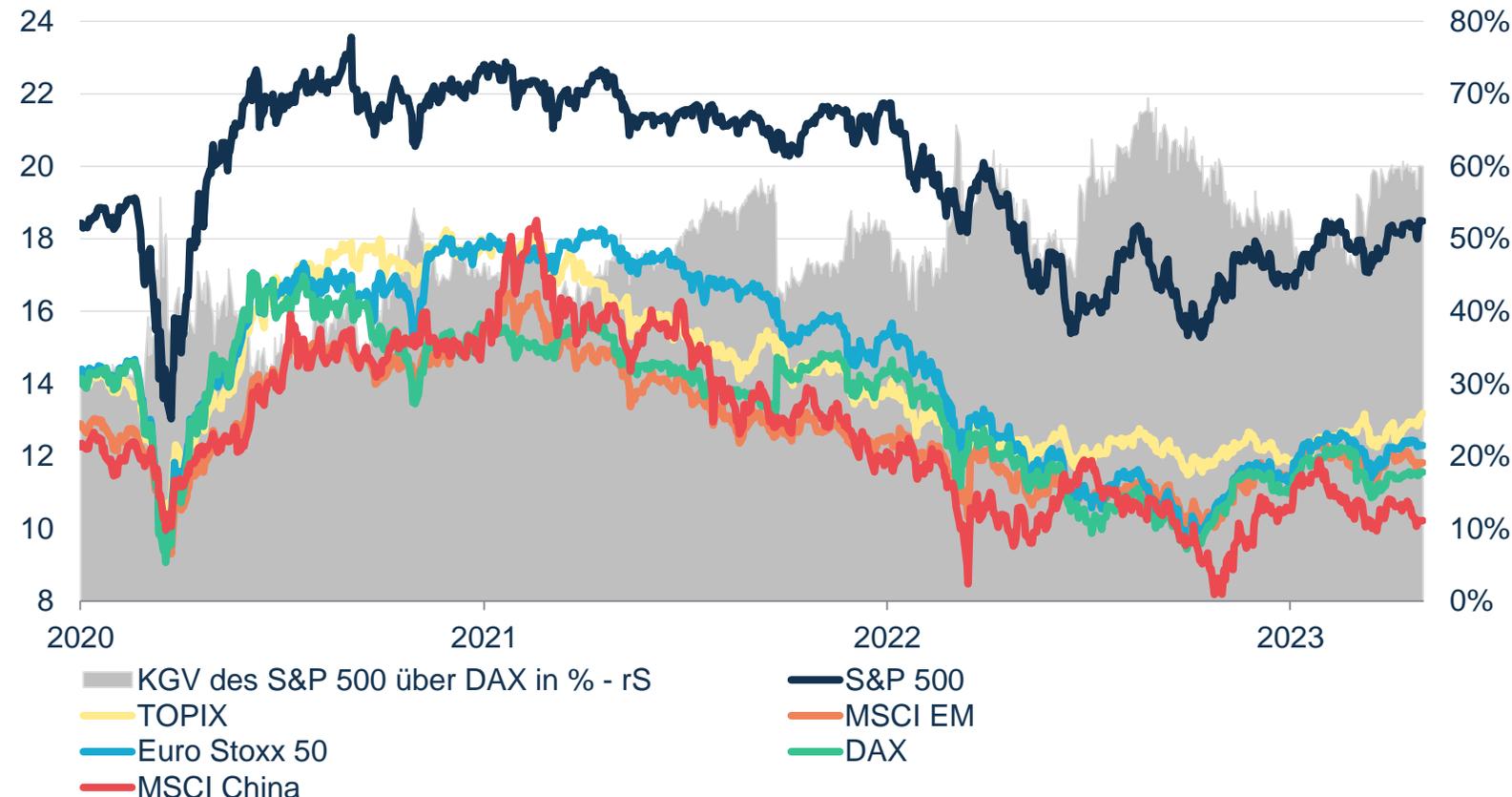
- Die Gewinnschätzungen zeichnen ein schwächeres Bild als die Kurse: Der 12-Monats-Forward-Gewinn des S&P 500 schwächelt seit Mitte 2022. Seit Jahresbeginn entwickelte er sich weitgehend seitwärts. Seit Ende Oktober sinken die Gewinnschätzungen speziell für den TOPIX. Im MSCI Emerging Markets sind die Erwartungen schon seit Februar 2022 abwärtsgerichtet. In dessen wichtigstem Teilmarkt China scheint die durch das Ende der Zero-Covid-Politik erfolgte Gewinnerholung bereits wieder beendet.
- Im DAX tendierten die Schätzungen seitwärts. Im Euro Stoxx 50 legten sie deutlich zu. Zudem profitierten die heimischen Indizes von einem rechnerischen Gewinn sprung aufgrund des Linde-Rückzugs.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Indizes mit moderaten bis mittleren KGVs; Ausnahme: der teure US-Markt

## International: 12-Monats-Forward-KGVs

Multiple



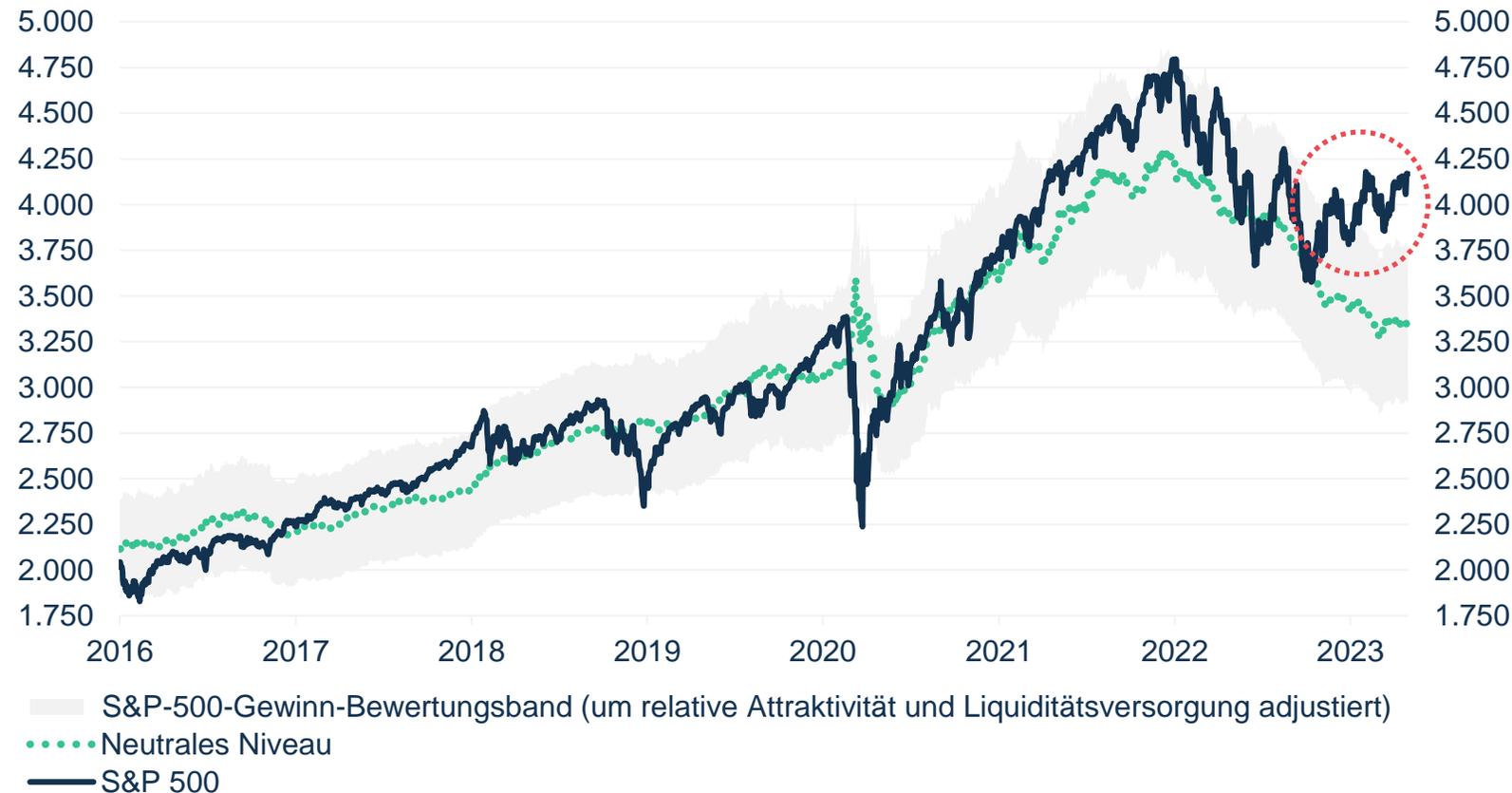
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Das 12M-Fwd.-KGV des S&P 500 liegt weit oberhalb des Bewertungsniveaus anderer zentraler Indizes und erscheint teuer. Wegen der höheren Profitabilität der US-Blue-Chips sowie dem überdurchschnittlichen Anteil an Tech-Titeln ist ein gewisser Bewertungsaufschlag zwar gerechtfertigt. Jener fiel im Median der vergangenen zehn Jahre mit 34 % jedoch weit niedriger aus als derzeit mit 60 %.
- Im Unterschied zum S&P 500 sind andere zentrale Indizes aktuell lediglich moderat bis durchschnittlich bewertet.
- Weil sich der Gewinnanpassungsprozess in den USA wohl in einem fortgeschrittenen Stadium befindet, während die befürchteten Abwärtsrevisionen hierzulande vermutlich erst noch ausstehen, ist der hohe US-Bewertungsaufschlag etwas zu relativieren.

# S&P 500 gemäß unserem Drei-Faktor-Bewertungsmodell inzwischen überbewertet

## S&P 500 im Lichte unseres Bewertungsmodells

in Indexpunkten



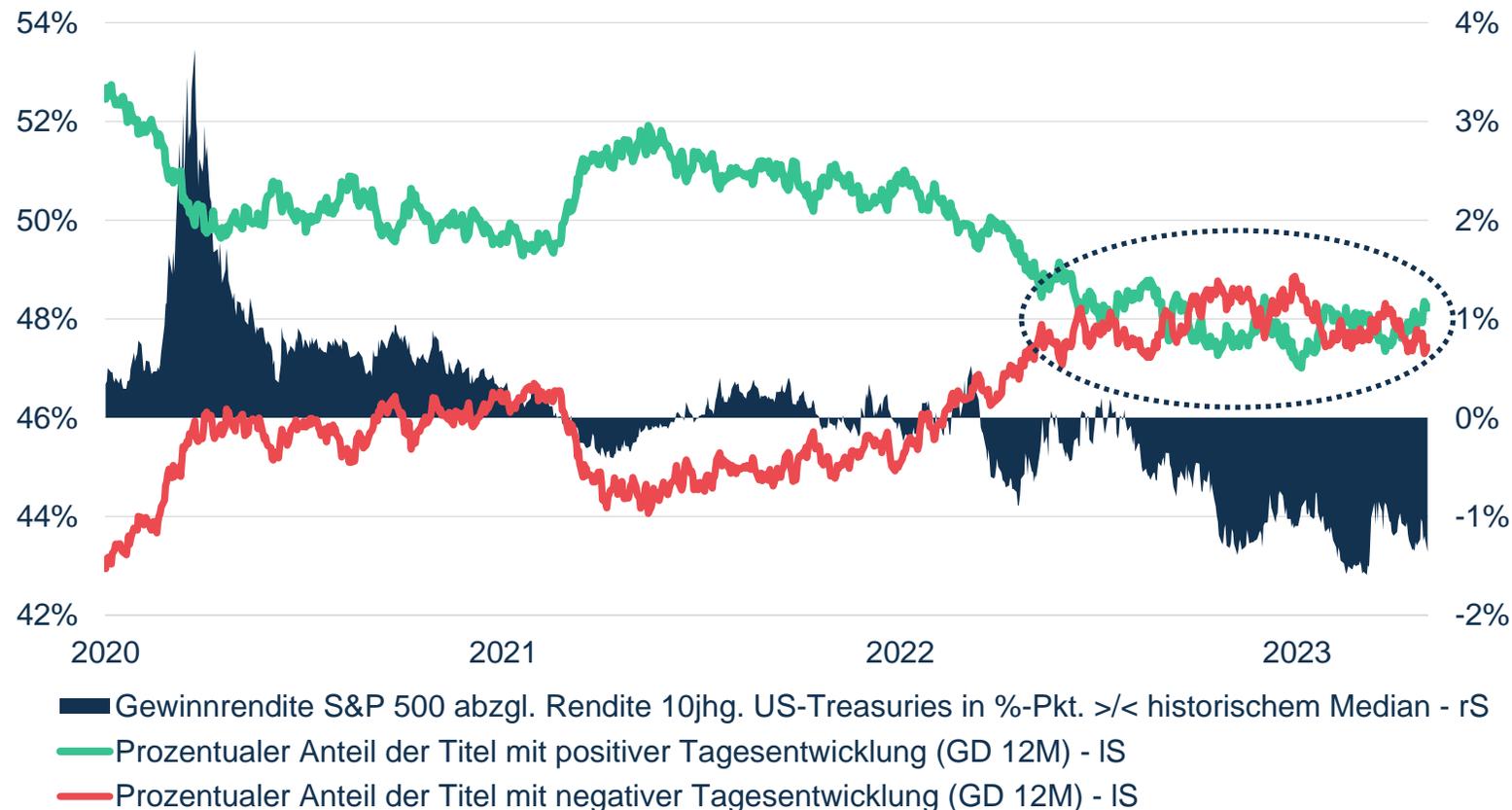
- Gemäß unserem US-Bewertungsmodell (Faktoren: **Gewinnschätzungen, relative Attraktivität gegenüber Staatsanleihen, sowie Ausmaß der Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität**) ist der S&P 500 überbewertet.
- Mit den sich ab Anfang 2022 sukzessive verschlechternden Inputfaktoren sank zunächst nicht nur der von unserem Modell ermittelte „faire“ Bewertungskorridor, sondern parallel hierzu auch der S&P 500.
- Die Ende September 2022 gestartete Erleichterungsrally ließ den Kurs des US-Blue-Chip-Index nun allerdings deutlich über die obere Begrenzung des „fairen“ Bandes hinaus ansteigen.
- Das „faire“ Band scheint seinen Boden inzwischen gefunden zu haben und dürfte nun wieder sukzessive steigen.

Quelle: LBBW Research

# S&P 500 wurde zuletzt von einer immer geringeren Marktbreite getragen – Index am Scheidepunkt

## S&P 500: Steigende vs. sinkende Titel vs. Risikoprämie

jeweils in Prozent



- Mit dem Corona-Einbruch 2020 stieg die Risikoprämie des S&P 500 (Gewinnrendite abzgl. Rendite 10-jhg. US-Treasuries) auf weit überdurchschnittliche Niveaus an. Dies spielte dem Aktienmarkt in die Karten. Der S&P 500 legte auf breiter Front zu, wie die lange Zeit hohe Diskrepanz zwischen den im Kurs gestiegenen ggü. den im Wert gesunkenen Titel zeigt.
- Seit die Risikoprämie im Sommer 2022 nachhaltig unter das von den Anlegern im historischen Median geforderte Maß absauste (w/gesunkener Gewinnrenditen aufgrund höherer KGVs sowie zudem wieder deutlich erhöhter Bondrenditen), halten sich steigende und sinkende Titel gerade so die Waage. Der S&P 500 steht somit schon seit längerem am Scheidepunkt, kippte bislang aber noch nicht.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# 07

## Prognosen und Asset Allokation – Von TINA zu TARA

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

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

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

# Unser großes Bild in Kürze



## Konjunktur



- Deutsches BIP im Schlussquartal minus 0,5 %, Q1/2023 mit Stagnation; technische Rezession für den Moment abgewendet
- Hohe Inflation bremst reale Kaufkraft
- Notenbanken ziehen Zinszügel weiter an



## Aktienmärkte



- „Sell in May“ könnte in diesem Jahr eine gute Strategie sein
- Vor allem US-Aktien hoch bewertet
- Vorsichtige Positionierung empfohlen



## Zinsumfeld



### Geldmarkt/Notenbanken

- Fed: Ein weiterer Zinsschritt um 25 Basispunkte im Mai 2023  
Leitzins-Peak bei 5,25 %  
erste Senkung im März 2024
- EZB: drei weitere Zinsschritte  
Leitzins-Peak bei 3,75 % (Einlagesatz)  
erste Senkung nicht vor H2 2024



## Devisen



- Euro ganz aktuell mit „Oberwasser“
- US-Währungshüter dürften vor EZB zu Leitzinssenkungen schreiten



## Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten den Rohstoffmarkt
- OPEC+ kündigt weitere Produktionskürzungen an
- Niedrige Realrenditen und schwacher US-Dollar stützen Gold

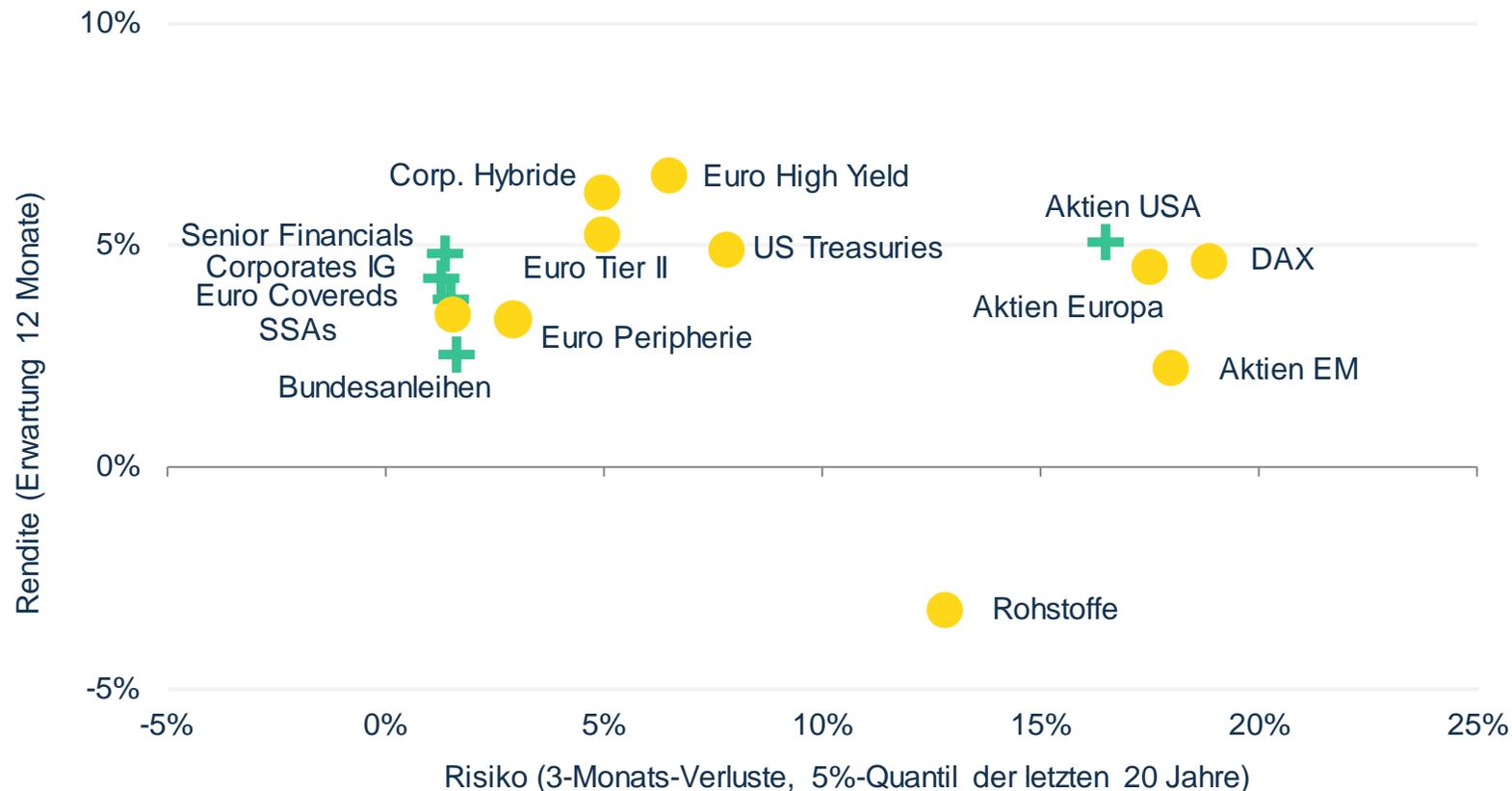
### Renditen

- EUR-Langfristzinsen kurzfristig mit Aufwärtsrisiken, sobald Finanzstabilitätssorgen nachhaltig abebben.  
Mittelfristig Trendwende erwartet

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

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



- Wir erwarten eine fortgesetzt erhöhte Volatilität an den Märkten.
- Mit Rückschlägen für Risiko-Assets 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.

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

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

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

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	30.06.23	31.12.23	30.06.24
EZB Einlagesatz	3,00	3,50	3,75	3,75
Bund 10 Jahre	2,32	2,55	2,40	2,20
Fed Funds	5,00	5,25	5,25	4,50
Treasury 10 Jahre	3,59	3,75	3,50	3,30
BBB Bundspread (in Bp.)	174	170	150	140

## Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	30.06.23	31.12.23	30.06.24
DAX	15 922	14 500	16 000	17 000
Euro Stoxx 50	4 359	4 000	4 250	4 500
S&P 500	4 168	3 900	4 250	4 350
Nikkei 225	29 123	26 000	28 000	29 000

## Rohstoffe und Währungen

	aktuell	30.06.23	31.12.23	30.06.24
US-Dollar je Euro	1,10	1,08	1,10	1,10
Franken je Euro	0,98	0,99	1,01	1,01
Pfund je Euro	0,88	0,88	0,87	0,86
Gold (USD/Feinunze)	1 983	1 900	1 950	2 000
Öl (Brent - USD/Barrel)	80	80	80	80

+ Angehoben  
- Gesenkt

# Kurzübersicht Szenarien

## 15 % Positivszenario

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

## 65 % Hauptszenario

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

## 10 % Downside Inflation überschießt

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

## 10 % Downside Finanzkrisen / geopolitische Eskalation

- 1) Trigger: Bankenkrise, Euro-Schuldenkrise, US-Zahlungsausfall, 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

	30.06.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	18 000	20 500
Euro Stoxx 50	4 850	5 500
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	3,25	3,35
10 Jahre Bund	2,30	2,40
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Quelle: LBBW Research

### Entwicklungen

- Der **Ukraine-Krieg endet schnell**, Verhandlungen führen zu einem dauerhaften Waffenstillstand. Energiepreise entspannen sich. Risikotitel werden wieder verstärkt gesucht.
- Die Industriestaaten ernten die Früchte einer beschleunigten Digitalisierung aus der Zeit der Corona-Pandemie. Auch steigen die Potentialwachstumsraten über das jeweilige Vor-Pandemie-Niveau, was die zunehmenden demographischen Kosten nennenswert kompensiert.
- Die **Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig** in den „Wohlfühlbereich“ der Notenbanken zurück. In den USA kann die US-Notenbank ihre Geldpolitik noch eine Weile tendenziell expansiv gestalten, im Euroraum kann die EZB den Kurs einer expansiven Geldpolitik auf längere Sicht beibehalten.
- Die Renditen steigen stärker als im Hauptszenario, bleiben jedoch im Rahmen des übergeordneten Niedrigzinsumfelds. Die Aktienmärkte erleben eine spannungsfreie Hausse.

# Szenarien Konjunktur und Märkte:

## Hauptszenario 65 % (zuvor 65 %)

### Prognosen

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

### Entwicklungen

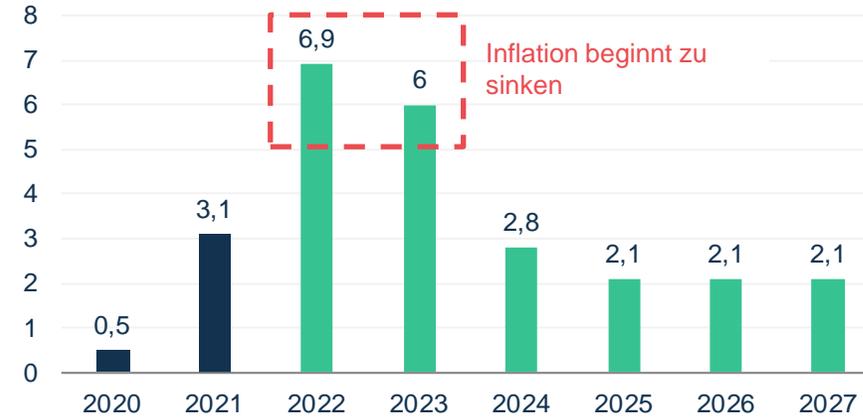
- Die **Konjunktur** in den westlichen Industriestaaten wird durch weiterhin hohe Energiepreise und steigende Leitzinsen **belastet**. Lieferschwierigkeiten für Rohstoffe und Vorleistungen bleiben ein Hemmnis, nehmen aber ab. Auf der Habenseite stehen ein komfortables Auftragspolster nach dem „Corona-Reopening“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

# Hauptszenario (65 %)

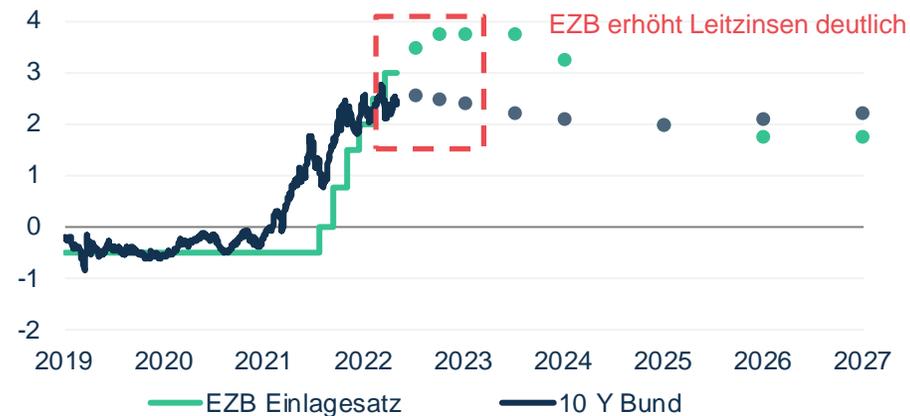
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

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

(zuvor 10 %)

## Prognosen

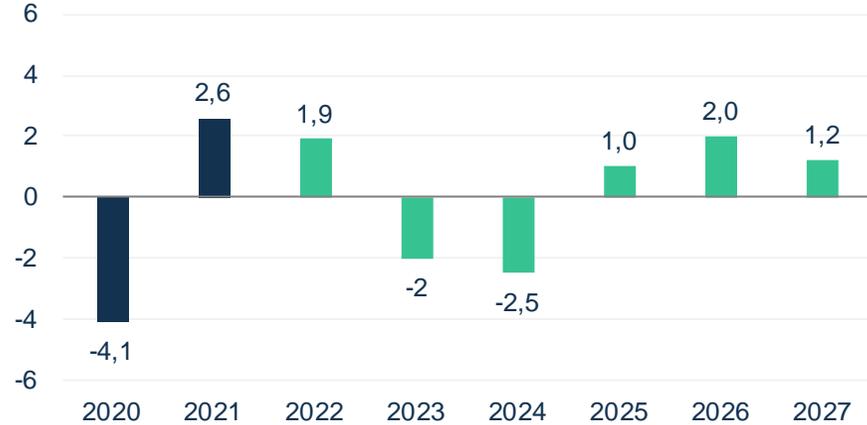
	30.06.2023	31.12.2023
<b>Aktien</b>		
DAX	13 000	11 500
Euro Stoxx 50	3 500	3 100
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	3,85	4,80
10 Jahre Bund	3,00	4,20
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

## Entwicklungen

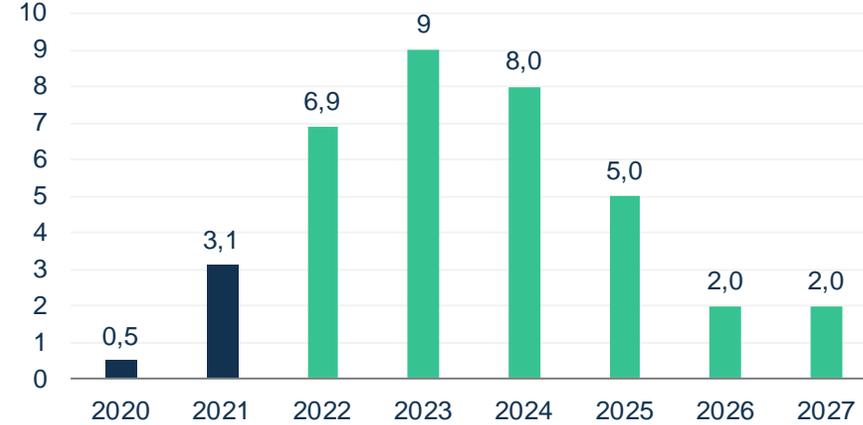
- Inflation steigt erneut und über die Breite des Warenkorbs hinweg. Zweitunden-Effekte, **Lohn-Preis-Spirale**. Notenbanken brechen die Inflationserwartungen durch starke Zinserhöhungen auch in die schon beginnende Rezession hinein.
- Krieg in der Ukraine und knappe Gaslieferungen können Inflationstrend 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 %)

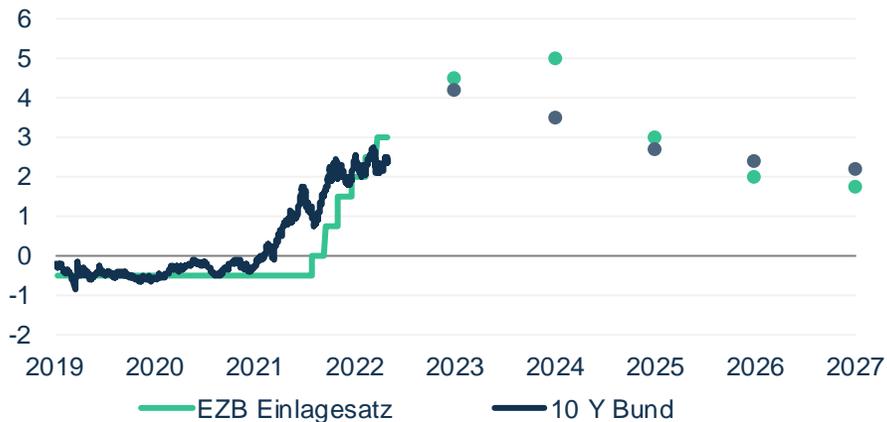
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## 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 10 %)

### Prognosen

	30.06.2023	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	↑	↗

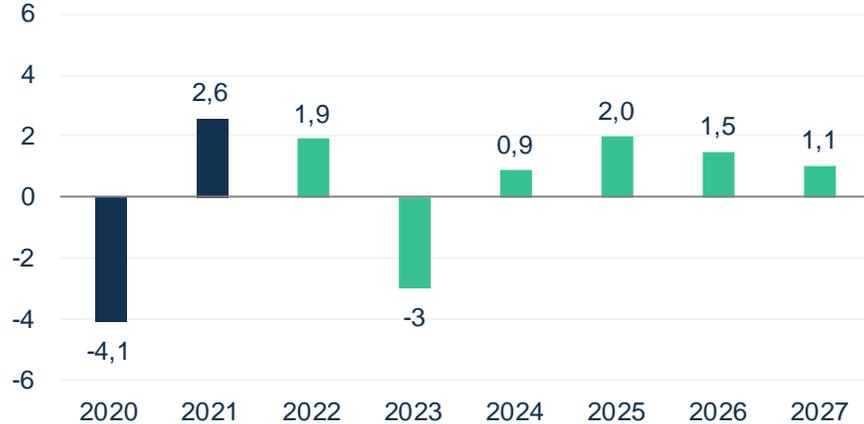
Quelle: LBBW Research

### Entwicklungen

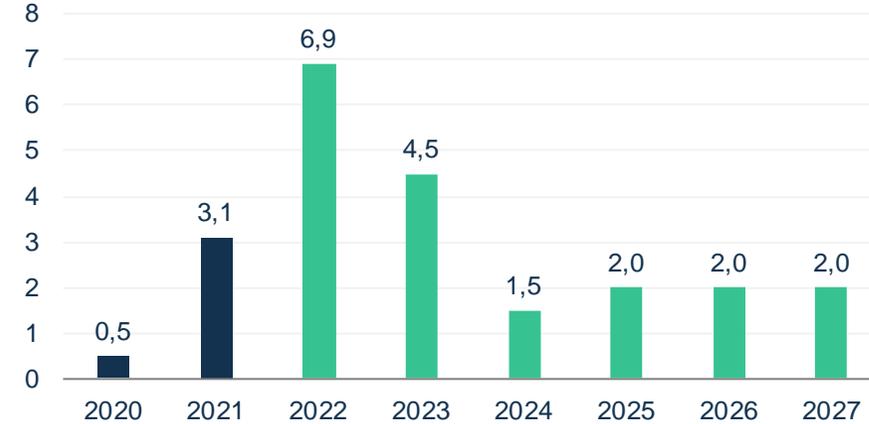
- **Risk-off-Szenario:** Erneute Risikovermeidung an den Finanzmärkten durch Verlust von Vertrauen ins Finanzsystem sowie erneute Schwierigkeiten im Bankensektor, durch eine politische Krise in den USA im Streit um die Schuldenobergrenze oder durch einen geopolitischen Schock (Ukraine, Taiwan).
- **Notenbanken 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 %)

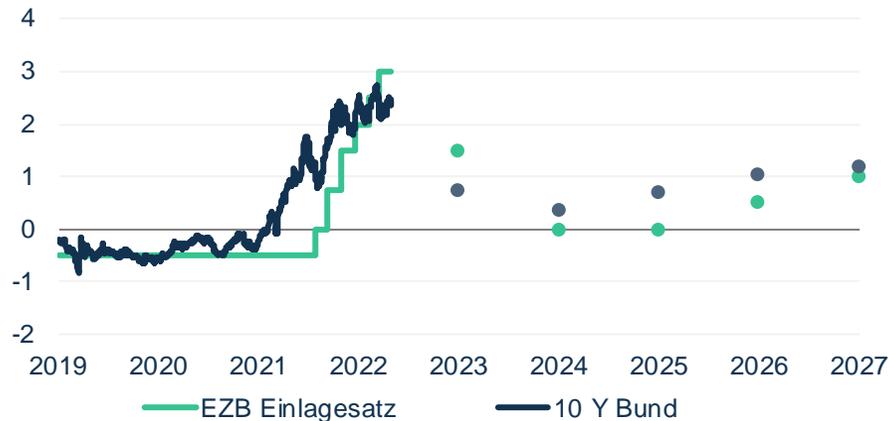
## Deutschland BIP-Wachstum (J/J)\*



## Deutschland Inflation (J/J)\*



## EZB Einlagesatz & 10 J Bund\*



## Euro Stoxx 50\*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

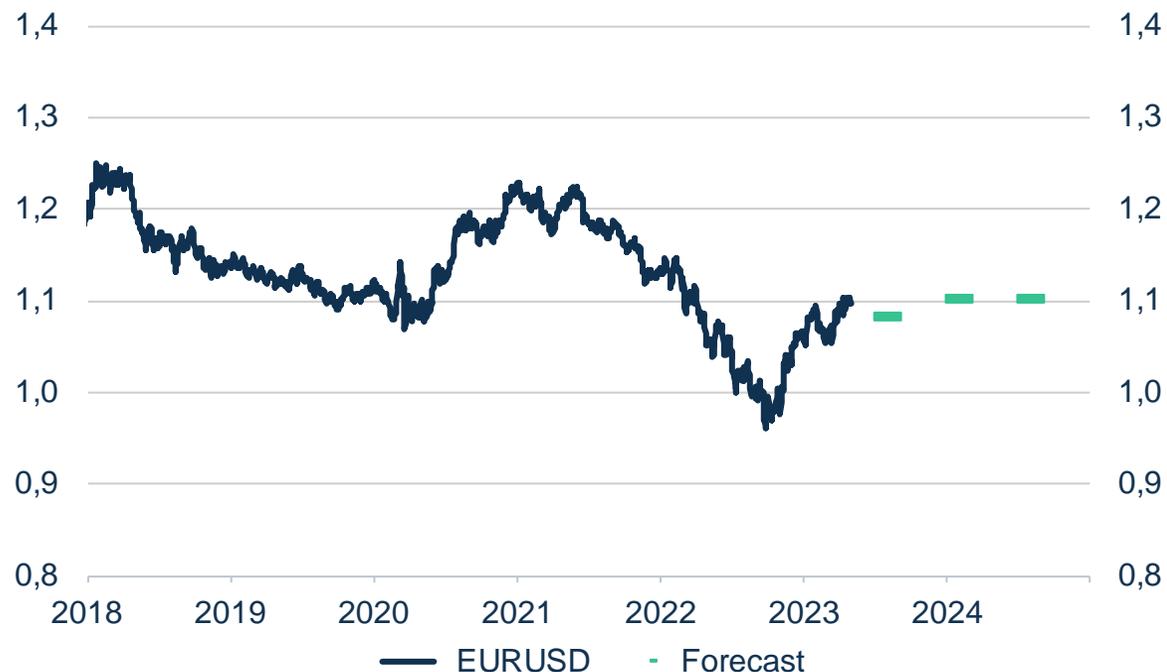
# 08

## Anhang



# EURUSD: EZB-Erhöhungen helfen Eurokurs

## FX EUR/USD



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro EUR

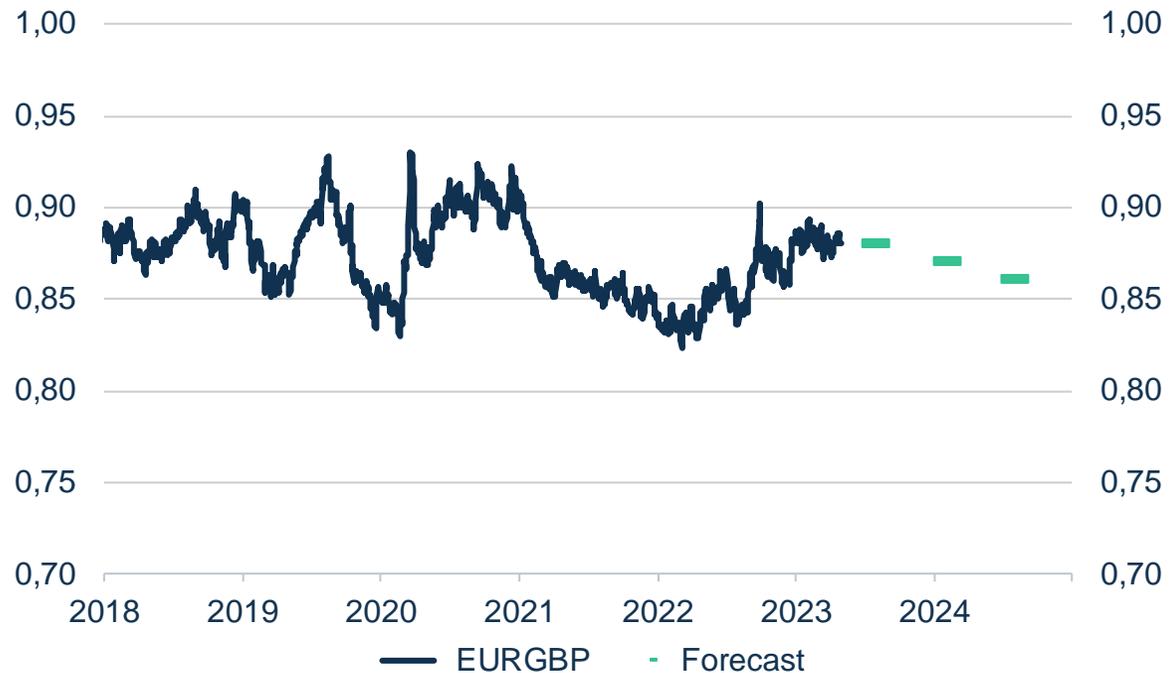
- Nach unserer Prognose wird EZB ihren Einlagensatz bis Jahresende noch dreimal um jeweils 25 BP erhöhen. Die Fed dürfte ihren Leitzins im Zyklus lediglich nur noch einmal anheben, und zwar um einen Viertelprozentpunkt.
- Die Wirtschaft des Euroraumes sollte 2024 stärker zulegen als die US-Wirtschaft
- Die EZB stemmt sich gegen die „Fragmentierung“ der Staatsanleihemärkte innerhalb des Euroraums.

## Contra EUR

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

# EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

## FX EUR/GBP



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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro EUR

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

## Contra EUR

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

# EURCHF: Franken ist gemäß KKP unterbewertet

## FX EUR/CHF



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURCHF	0.98	1.00	0.98	0.98	0.99	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 1. HJ. 2023 nachgeben. 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: Neuer BoJ-Präsident Kazuo Ueda im Amt

## FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
EURJPY	149.35	138.03	140.66	141.66	146.00	148.00	149.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro EUR

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

## Contra EUR

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

# USDCNY: Konjunkturelle Belastungsfaktoren bleiben trotz Erholung im ersten Quartal 2023

## FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
USDCNY	6.94	6.73	6.90	6.98	6.81	6.82	6.86
EURCNY	7.62	7.08	7.37	7.08	7.35	7.50	7.55

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

### Pro USD

- Die US-Fed dürfte die Zinsen noch etwas erhöhen.
- Das 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 weiter senken.
- Verschuldungsprobleme bei Unternehmen (z.B. „Evergrande“) verunsichern die Investoren.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. China“ stützt eher den USD.

### Contra USD

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

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURBRL	5,49	6,20	6,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Entwurf der finanzpolitischen Rahmenbedingungen weicht die bestehende Ausgabenbegrenzung auf. Dennoch soll die Schuldenquote Brasiliens unterhalb von 75 % bleiben.</li> <li>Die Regierung erhöht den Druck auf die Notenbank, die restriktive Geldpolitik der vergangenen Monate zu lockern. Der Leitzinssatz von 13,75 % bremst das Wachstum zunehmend aus.</li> </ul>
EURHUF	373	380	375	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Notenbank senkte den Tagesgeldsatz um 450 Basispunkte. Damit signalisierte sie das Ende der restriktiven Geldpolitik. Bereits im Mai könnte auch der Leitzinssatz gesenkt werden.</li> <li>Ungarns Inflationsrate verharrte im März bei 25,2 % und hat damit noch keine Trendwende vollzogen. Daher könnte die geldpolitische Lockerung den Forint zunächst noch belasten.</li> </ul>
EURMXN	19,75	21,20	20,60	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mexikos Wirtschaft hängt stark von der amerikanischen Konjunktur ab. Die Sorge vor einer sich abschwächenden Wirtschaft in den USA wird den Pesos belasten.</li> <li>Die Inflationsrate ist im April auf 6,24% gefallen. Somit befindet sich die Notenbank am Ende des Zinsanhebungszyklus. Dies lässt einen Rückgang des Renditevorteils des Peso erwarten.</li> </ul>
EURPLN	4,60	4,65	4,55	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate könnte im April auf unter 15 % zurückgehen. Dies ist jedoch lediglich auf nachgebende Energiepreise zurückzuführen. Die Kerninflationsrate ohne diese Komponente befindet sich weiter im Anstieg. Daher erwarten wir für 2023 keine geldpolitische Lockerung.</li> <li>Das polnische Wirtschaftswachstum wird 2023 voraussichtlich deutlich unter 1 % liegen.</li> </ul>
EURRON	4,93	5,15	5,24	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rumäniens Inflationsrate verharrte auch im März mit 14,53 % weiter auf einem hohen Niveau. Wir erwarten erst im zweiten Halbjahr einen deutlicheren Rückgang der Preissteigerungen.</li> <li>Das Wachstum im vergangenen Jahr überraschte mit 4,7 %. 2023 wird es sich auf 2 % abschwächen und damit den Leu belasten.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.05.2023, 10:00 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURRUB	86,90	88,00	92,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Obwohl die Fördermengen durch die OPEC+ gekürzt wurden, geht der Ölpreis zurück. Grund ist die Sorge vor einer schwachen Weltkonjunktur, was den Rubel belastet.</li> <li>Russlands Notenbank behielt den Leitzinssatz im April unverändert bei 7,50 %. Wir erwarten in den kommenden Monaten jedoch eine Zinsanhebung, welche die Rubelabwertung bremst.</li> </ul>
EURTRY	21,42	23,00	22,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eine Inflationsrate von über 50 % und ein im Vergleich dazu tiefer Leitzinssatz von 8,5 % belasten die türkische Lira. Zudem schmelzen die Devisenreserven weiter ab.</li> <li>Die Parlaments- und Präsidentschaftswahlen am 14. Mai sorgen für zusätzliche Unsicherheit. Ein Sieg der Opposition würde wohl zur Abkehr von der unorthodoxen Geldpolitik führen.</li> </ul>
EURZAR	20,14	18,00	17,30	<ul style="list-style-type: none"> <li>Südafrikas Notenbank hob Ende März den Leitzinssatz um 50 Basispunkte auf 7,75 % an. Auslöser für diese überraschende Aktion ist die weiterhin hohe Inflationsrate von 7,10 %.</li> <li>Die Währungshüter rechnen weiterhin mit einer hohen Preissteigerungsrate. Dies könnte zu erneuten Leitzinsanhebungen führen. Damit würde der Rand erneut an Attraktivität gewinnen.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.05.2023, 10:00 Uhr

# Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURAUD	1,66	1,50	1,49	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Inflationsrate ist im ersten Quartal mit 6,3 % gegenüber der Vorperiode etwas abgeklungen. Jedoch halten wir einen weiteren straffenden Zinsschritt der Notenbank im Mai für möglich.</li> <li>Der australische Dollar war in den vergangenen Monaten stärker belastet als erwartet: Grund war der Rückgang der Rohstoffpreise und die eingetrübten Aussichten für die Weltkonjunktur.</li> </ul>
EURCAD	1,49	1,40	1,38	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kanadas Inflationsrate hat sich im März mit 4,3 % weiter abgeschwächt. Wir erwarten daher, dass die Leitzinsanhebungen bei 4,5 % ihr Hoch erreicht haben. Die vergleichsweise hohe und kurzfristige Verschuldung der kanadischen Haushalte macht sie sehr zinssensitiv. Daher halten wir eine Leitzinssenkung durch die Bank of Canada noch in diesem Jahr für möglich.</li> </ul>
EURCZK	23,53	24,20	24,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Jüngste Äußerungen von Gouverneuren der tschechischen Notenbank schließen eine erneute Leitzinsanhebung nicht mehr aus. Wir favorisieren jedoch eine weiterhin abwartende Haltung.</li> <li>Der enge Arbeitsmarkt in Tschechien wird ein wichtiger Faktor für die Inflationsentwicklung sein. Lohnzuwächse über 10 % könnten daher eine weitere geldpolitische Straffung ermöglichen.</li> </ul>
EURNOK	11,73	9,80	9,60	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die erneute Schwäche des Ölpreises und die eingetrübte Stimmung für die Weltkonjunktur haben die norwegische Krone belastet.</li> <li>Aufgrund der schwachen Krone und der anhaltend hohen Kerninflationsrate erwarten weitere Zinsanhebungen durch die Notenbank, welche den Leitzinssatz auf 3,5 % führen könnte.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.05.2023, 10:00 Uhr

# Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	1-May-2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.65	-1.79	-6.55	-10.13	-4.73	1.67	1.43
BRL	5.48	0.60	1.22	-4.59	2.91	5.79	4.98
GBP	0.88	0.19	1.04	-4.19	1.17	0.90	0.83
CNY	7.61	-1.86	-3.22	-8.66	-2.48	7.65	6.75
JPY	150.77	-4.09	-6.37	-9.34	-6.60	150.77	133.40
CAD	1.49	-1.07	-2.09	-9.29	-2.70	1.50	1.29
NZD	1.78	-2.32	-4.61	-8.57	-5.08	1.80	1.59
NOK	11.79	-3.50	-7.53	-16.64	-10.83	11.80	9.65
PLN	4.60	1.74	2.40	1.76	1.76	4.88	4.57
RUB	87.02	-2.99	-11.99	-14.14	-10.47	91.39	55.60
SEK	11.33	-0.59	0.41	-8.83	-1.87	11.44	10.35
CHF	0.98	0.95	1.56	4.15	0.43	1.05	0.95
ZAR	20.11	-4.15	-6.72	-17.03	-9.70	20.31	16.38
CZK	23.60	-0.51	0.79	4.27	2.36	25.30	23.26
TRY	21.36	-2.38	-3.85	-26.64	-6.48	21.47	15.61
HUF	371.70	2.33	4.99	1.76	7.73	432.68	370.65
USD	1.10	-1.06	-0.54	-3.93	-2.80	1.10	0.96
Exchange rates to USD							
JPY	137.31	-3.07	-5.86	-5.64	-3.90	149.99	126.55
CNY	6.91	-0.62	-2.46	-4.39	-0.20	7.30	6.61

# 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	7.45	7.70	4.80	5.35	9.05	9.55	4.51	4.96	10.12	11.12	5.47	6.27	4.46	5.71	4.70	8.35	5.11	5.46
2 months	7.42	7.67	5.03	5.58	9.74	10.24	4.79	5.19	10.50	11.50	5.63	6.38	4.39	5.64	4.79	8.54	5.19	5.49
3 months	7.41	7.66	5.17	5.67	9.95	10.45	5.02	5.42	10.84	11.84	5.77	6.47	4.49	5.69	5.08	8.68	5.32	5.62
6 months	7.41	7.61	5.48	5.98	10.11	10.61	5.61	5.96	11.35	12.35	6.27	6.92	4.56	5.56	5.13	8.83	5.48	5.73
9 months	7.41	7.61	5.60	6.00	10.08	10.58	5.90	6.25	11.60	12.60	6.55	7.10	4.48	5.73	5.33	8.73	5.51	5.81
1 year	7.32	7.52	5.80	6.15	10.02	10.52	6.13	6.48	11.77	12.77	6.68	7.18	4.69	5.64	5.34	8.74	5.60	5.85
2 years	7.39	7.64	5.74	6.44	9.95	10.50	6.50	6.90	11.70	13.00	6.74	7.34	4.52	5.87	5.70	10.05	5.73	6.13
3 years	7.47	7.97	5.57	7.42	9.50	10.95	6.51	7.56							5.88	10.23	5.76	6.26
5 years	7.85	8.50	6.06	8.06	9.90	10.55	6.95	8.35									5.86	6.41

Data as of: 05/02/2023 8:44 AM

# Brent: OPEC+ beschließt weitere Förderkürzung

## Ölpreis Brent & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
Brent (USD/Barrel)	79.52	99.10	84.92	93.22	80.00	80.00	80.00

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

### Pro

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

### Contra

- Russische Ölexporte werden nach China und Indien umgeleitet.
- 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: Schwacher US-Dollar bringt Gold nach oben

## Goldpreis & Prognose

in USD



	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H2 22	Jun-23	Dec-23	Jun-24
Gold (USD/Ounce)	1 983	1 802	1 816	1 730	1 900	1 950	2 000

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

### Pro

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

### Contra

- ETCs auch seit Jahresbeginn 2023 mit Verkäufen.
- Deutlich gestiegenes Zinsniveau erhöht Opportunitätskosten beim Kauf von Gold.
- Trübe Konjunkturperspektiven dürften Schmucknachfrage dämpfen.
- Notenbanken dürften Rekordkäufe des Vorjahres kaum wiederholen können.

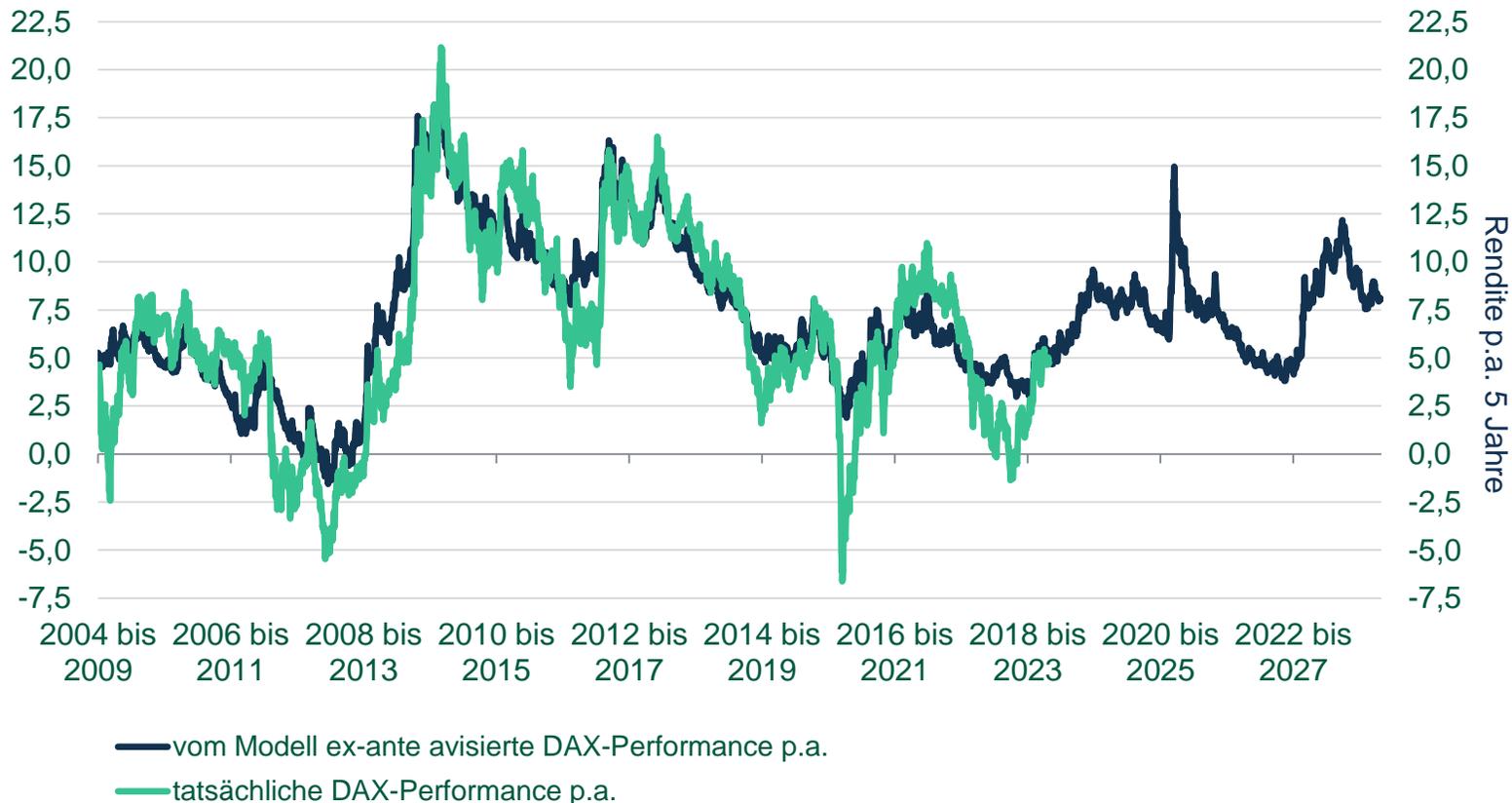
# Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	1-May-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	79.52	-6.38	-4.12	-26.25	-6.36	123.65	72.63
Crude Oil WTI	USD/bbl	75.66	-5.92	-0.98	-28.06	-5.70	122.11	66.64
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	1 983	-0.15	2.76	6.57	9.23	2 037	1 628
Silver	USD/oz	24.77	3.51	5.41	5.63	3.42	26.03	17.77
Platinum	USD/oz	1 074	8.48	6.55	15.24	4.17	1 128	831
Palladium	USD/oz	1 497	1.01	-11.21	-35.25	-15.66	2 315	1 361
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 356	-1.73	-10.47	-22.82	-0.93	3 053	2 114
LME Copper	USD/MT	8 596	-3.61	-5.41	-12.02	2.67	9 770	7 170
LME Lead	USD/MT	2 148	1.54	0.44	-4.98	-6.32	2 293	1 749
LME Zinc	USD/MT	2 648	-8.66	-20.96	-35.54	-10.93	4 107	2 600
LME Tin	USD/MT	26 088	0.18	-9.46	-35.20	5.16	40 616	17 631
LME Nickel	USD/MT	24 219	3.62	-17.33	-23.77	-19.40	31 771	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

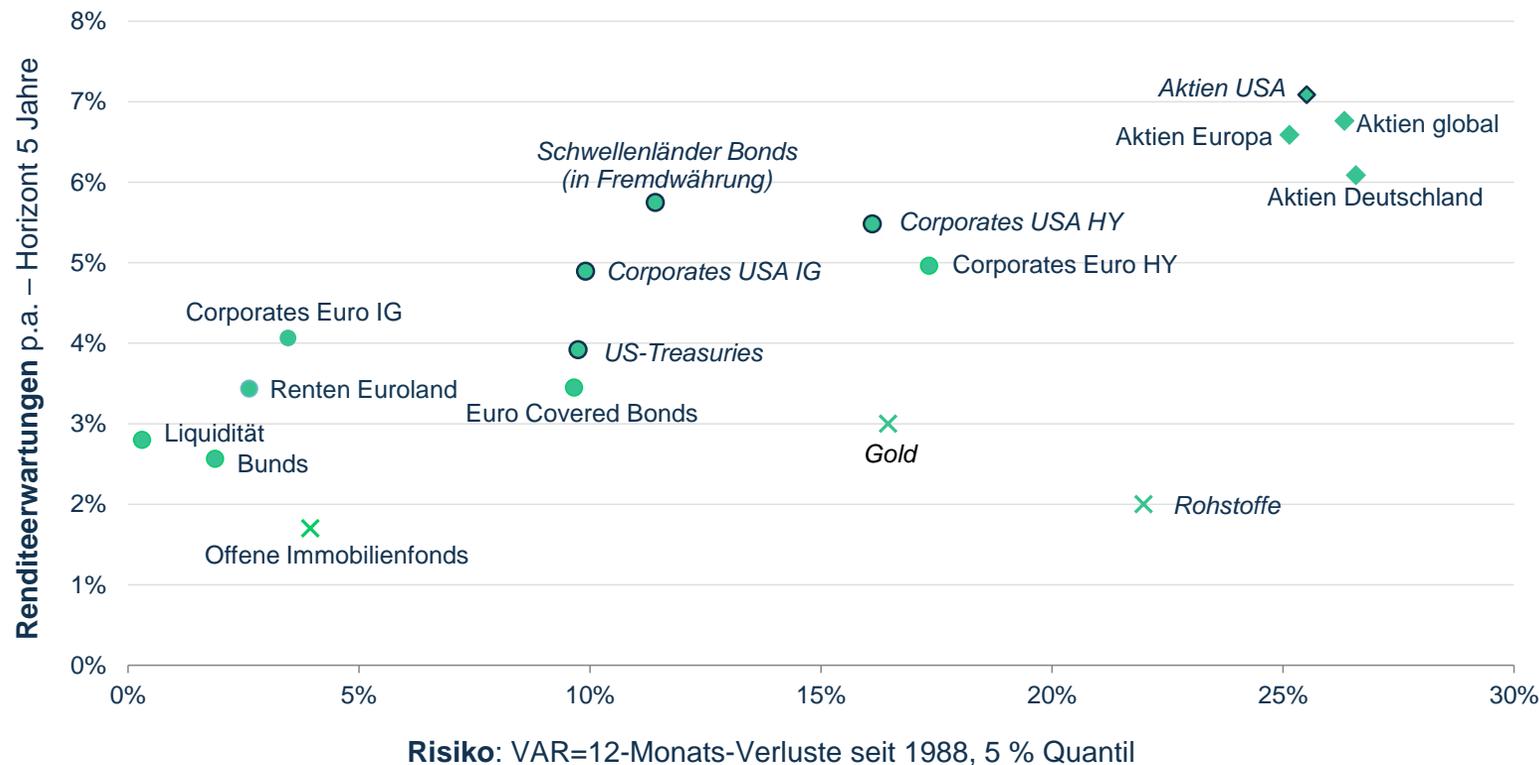
**8,0 % p.a.**  
Renditeerwartung

5 Jahre

# Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen

in Prozent



Quellen: Refinitiv, LBBW Research – Stand: 28.04.2023. Assets in Kursiv beinhalten direkte Fremdwährungsrisiken. IG=Investment Grade; HY=High Yield. Die Anleihe-Indizes weisen i.d.R. eine Duration zwischen vier und fünf Jahren auf. Ausnahme: EMMA-Bonds mit einer Duration von über acht Jahren. Weil die historischen Ausfälle wegen der geringen Granularität eher „Long-Tail-Events“ sind, haben wir für die Renditeberechnung höhere p.a.-Ausfallraten incl. Recovery (200 bp) als in der 20-Jahres-Historie (39 bp) angesetzt. Lesehinweis Risiko/VAR: 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														
28.04.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	2,99	2,78	2,59	2,48	2,42	2,39	2,38	2,39	2,41	2,45	2,61	2,59	2,49	2,47
France	3,14	2,95	2,84	2,79	2,78	2,79	2,83	2,88	2,95	3,02	3,32	3,41	3,43	3,47
Italy	3,50	3,52	3,59	3,68	3,79	3,92	4,04	4,17	4,29	4,39	4,70	4,76	4,72	4,73
Spain	3,18	3,09	3,06	3,08	3,12	3,18	3,25	3,33	3,42	3,51	3,91	4,05	4,06	4,08
Netherlands	2,88	2,80	2,74	2,70	2,69	2,69	2,71	2,73	2,76	2,79	2,89	2,90	2,86	2,77
Austria	3,04	2,86	2,79	2,80	2,84	2,90	2,96	3,02	3,08	3,13	3,26	3,25	3,22	3,20
Belgium	3,12	2,94	2,82	2,78	2,79	2,83	2,90	2,98	3,06	3,14	3,44	3,57	3,56	3,48
Ireland	3,02	2,81	2,72	2,68	2,68	2,69	2,71	2,76	2,82	2,89	3,20	3,34	-	-
Portugal	2,78	2,76	2,77	2,80	2,86	2,94	3,04	3,14	3,25	3,34	3,67	3,79	3,81	3,79
Finland	2,94	2,84	2,78	2,78	2,82	2,87	2,93	2,99	3,05	3,11	3,27	3,20	3,06	2,93
EUR Swap in %	3,81	3,56	3,35	3,23	3,17	3,13	3,10	3,09	3,09	3,10	3,11	2,97	2,81	2,67

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											
28.04.2023	Maturity in Years (Call-Date)										
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AA	2,48	2,75	2,91	3,02	3,11	3,18	3,24	3,29	3,34	3,38	
AA-	3,13	3,22	3,28	3,32	3,35	3,37	3,39	3,41	3,42	3,44	
A+	3,16	3,25	3,31	3,35	3,38	3,40	3,43	3,44	3,46	3,48	
A	3,25	3,34	3,39	3,42	3,45	3,47	3,49	3,51	3,52	3,53	
A-	3,26	3,38	3,45	3,50	3,54	3,57	3,60	3,63	3,65	3,66	
BBB+	3,37	3,53	3,62	3,68	3,73	3,77	3,80	3,83	3,86	3,88	
BBB	3,50	3,68	3,78	3,86	3,91	3,96	4,00	4,04	4,07	4,09	
BBB-	3,83	3,99	4,08	4,14	4,19	4,23	4,27	4,30	4,33	4,35	
BB+	4,35	4,66	4,83	4,96	5,06	5,14	5,21	5,27	5,32	5,36	
BB	4,65	5,45	5,92	6,26	6,52	6,73	6,91	7,06	7,20	7,32	
BB-	5,01	5,80	6,26	6,59	6,84	7,05	7,22	7,38	7,51	7,63	
B+	5,38	6,22	6,71	7,06	7,32	7,55	7,73	7,89	8,04	8,16	
B	5,38	6,88	7,76	8,39	8,87	9,26	9,60	9,89	10,14	10,37	
B-	7,19	8,17	8,74	9,15	9,47	9,72	9,94	10,13	10,30	10,45	
EUR Swap in %	3,81	3,56	3,35	3,23	3,17	3,13	3,10	3,09	3,09	3,10	

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

28.04.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,53	3,66	3,73	3,78	3,82	3,86	3,88	3,91	3,93	3,95
AA-	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
A+	3,80	3,89	3,95	3,98	4,01	4,04	4,06	4,08	4,09	4,10
A	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05
A-	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51
BBB+	4,82	4,80	4,79	4,77	4,76	4,75	4,73	4,72	4,71	4,70
BBB	4,95	4,92	4,90	4,88	4,87	4,85	4,83	4,82	4,82	4,81
BBB-	5,68	5,44	5,30	5,20	5,12	5,05	5,00	4,95	4,91	4,87
EUR Swap in %	3,81	3,56	3,35	3,23	3,17	3,13	3,10	3,09	3,09	3,10

Rendite über 4,0 %

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covered Bonds

## Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

### Average Yield EUR Covered Bonds

28.04.2023	Maturity (Call-Date)										
Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
AU	3,73	3,61	3,45	3,43	3,46	3,40	3,48		3,48		
AT	3,74	3,61	3,47	3,47	3,34	3,29	3,29	3,33	3,35	3,33	3,36
BE	3,72	3,55	3,39	3,30	3,32	3,31	3,30	3,44			
CA		3,68	3,58	3,40	3,44	3,54	3,31	3,32	3,32		
DK			3,42	3,28		3,21	3,24				
FI	3,77	3,61	3,48	3,52	3,51	3,39	3,33	3,48	3,42	3,31	3,52
FR	3,60	3,47	3,32	3,27	3,25	3,27	3,25	3,27	3,29	3,32	3,37
DE	3,69	3,47	3,33	3,29	3,23	3,21	3,20	3,20	3,20	3,24	3,29
GR											
IE		3,49									
IT	3,82	3,63	3,60	3,40	3,49	3,45	3,27	3,43	3,30	3,72	
LU		3,73									
NL	3,70	3,51	3,41	3,46	3,34	3,45	3,31		3,54	3,50	
NZ	3,68	3,49		3,45	3,45						
NO	3,72	3,63	3,61	3,39	3,47	3,30	3,23	3,36	3,34		
PL	3,79		3,75								
PT				3,29			3,31		3,32		
SG	3,77		3,72	3,38	3,39			3,39		3,31	
ES	3,85	3,76	3,52	3,50	3,52	3,48	3,52	3,53	3,54		3,59
SE	3,88	3,58	3,47	3,37	3,32	3,38	3,22	3,58	3,60		
CH		4,15									
UK	3,61	3,75	3,59	3,39	3,37	3,33	3,35			3,27	
JP		3,44	3,62	3,39		3,39	3,33				
KR	3,92	3,60	3,88	3,68	3,44		3,24	3,28			
SK	3,92	3,91	3,74	3,61		3,68					
EUR Sw ap in %	3,81	3,56	3,35	3,23	3,17	3,13	3,10	3,09	3,09	3,10	3,11

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.

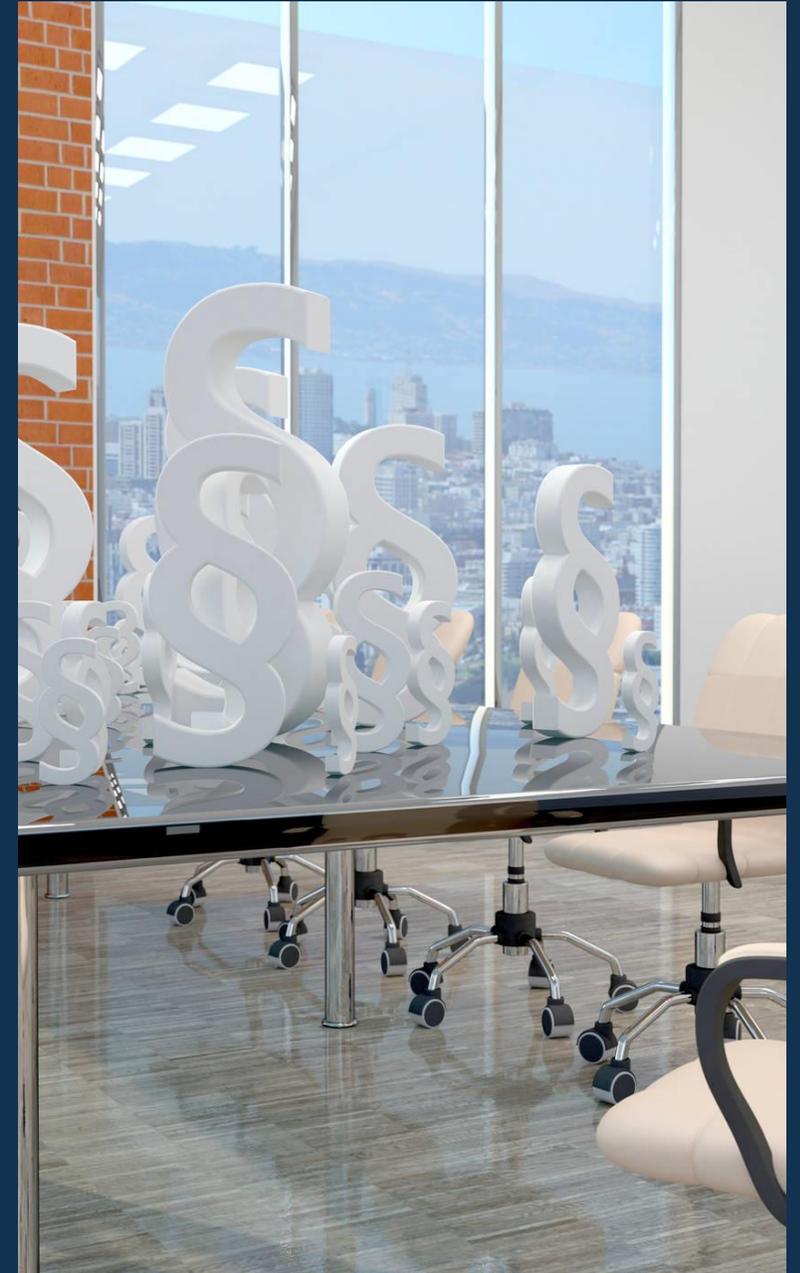
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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).

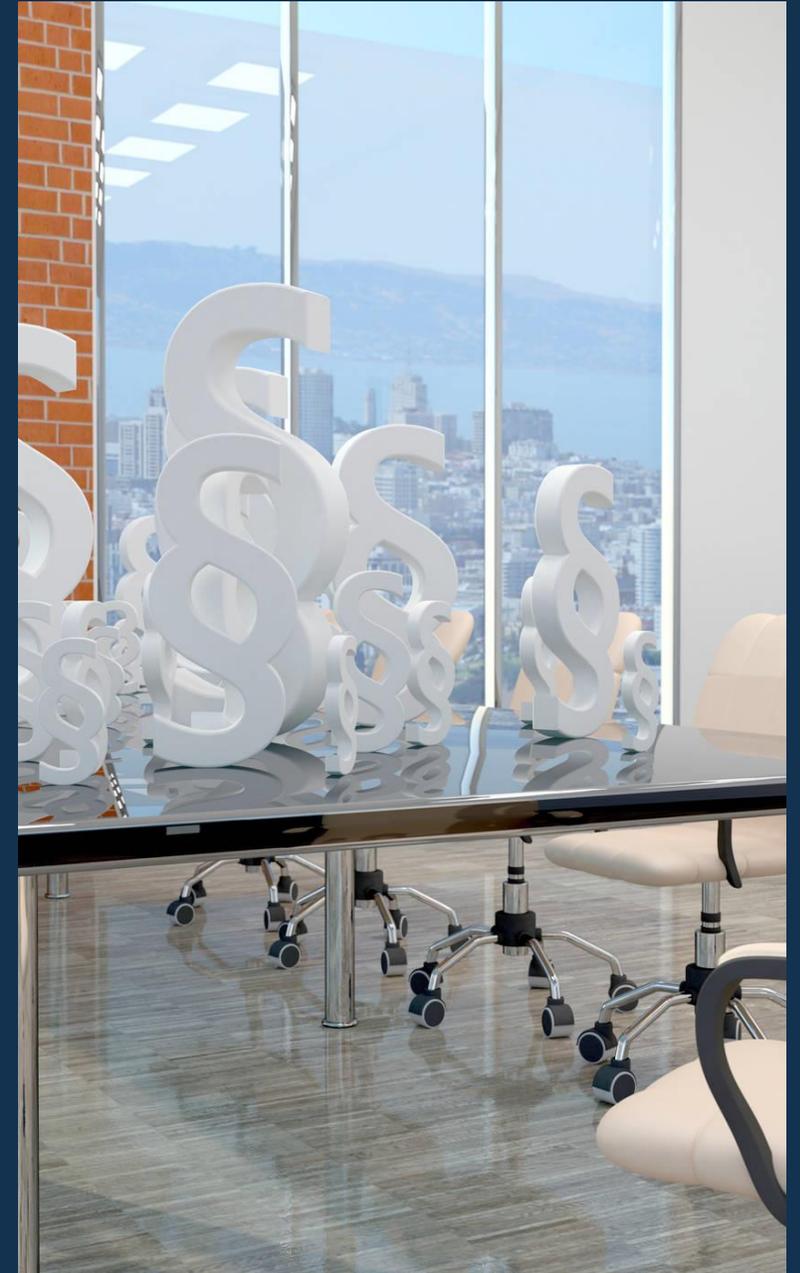
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

## 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:

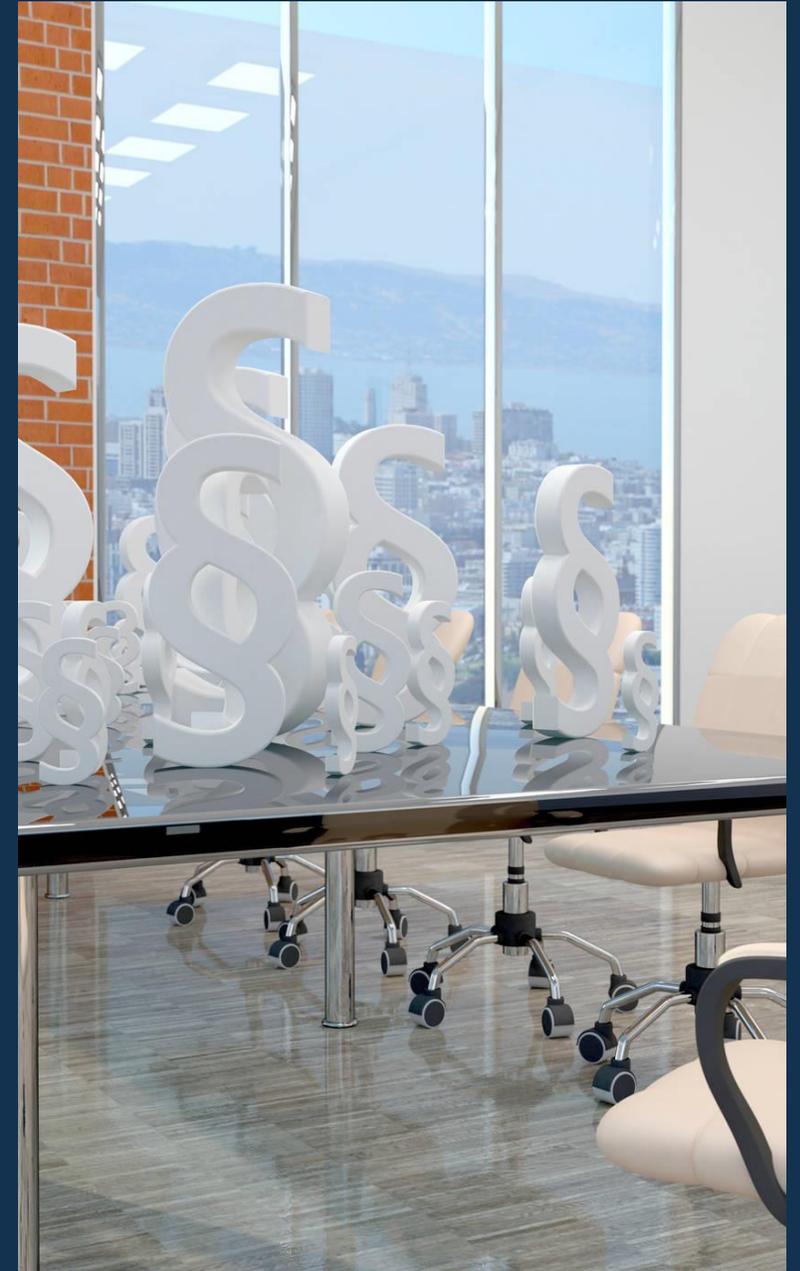
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen 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: 02.05.2023 10:20

