

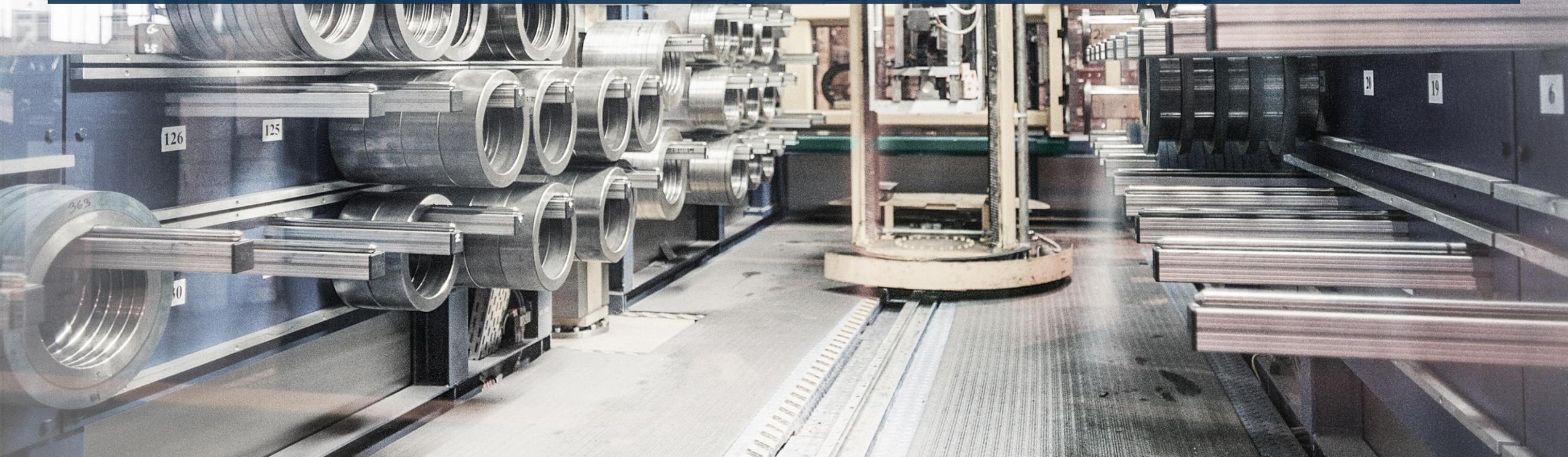
Bereit für Neues

LB  BW

Kapitalmarktkompass September

Industrie in Deutschland: Noch unter Strom, oder macht der Letzte bald das Licht aus?

05.09.2023 Makro | Zinsen | Credits | Aktien | Immobilien



Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

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

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 05.09.2023 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 462 4885#**
4. Geben Sie das numerische Meeting-Kennwort ein: **56509#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/j.php?MTID=m1166236f7120c6fdb77576a9a466fb22>

Event-Kennnummer: **2731 462 4885**

Event-Passwort: **KMK09** (56509 über Telefone)

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

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

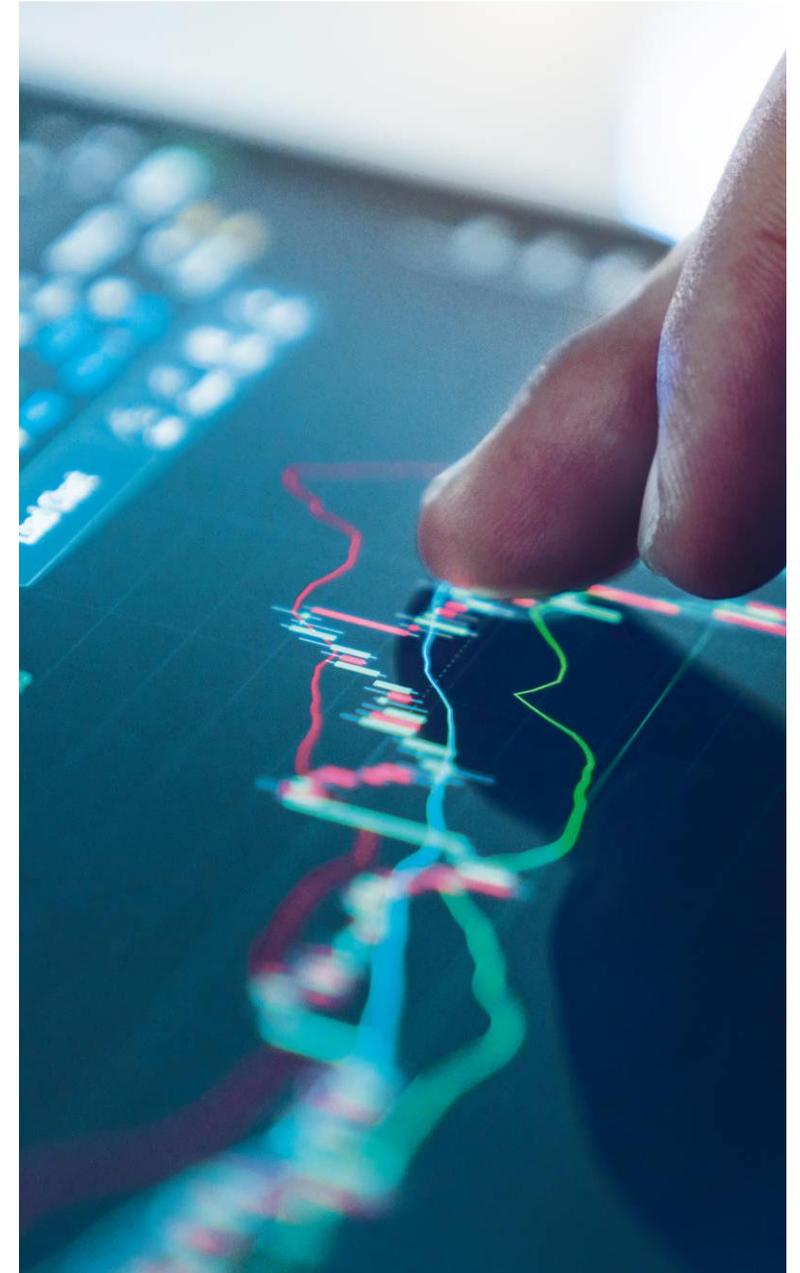
Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 05.09.2023, 14h
- Dienstag, 19.09.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 10.10.2023, 14h
- Dienstag, 24.10.2023, 14h – KMK Update
- Dienstag, 07.11.2023, 14h
- Dienstag, 05.12.2023, 14h



Inhalt

01	Vorwort und Einleitung	04
02	Sonderthema: Noch unter Strom, oder macht der Letzte bald das Licht aus?	08
03	Makro: US-Wirtschaft trotz noch immer dem Abschwung	15
04	Zinsen: Notenbanken vor wichtigen Weichenstellungen	27
05	Credits: Leichter Dämpfer im August	38
06	Aktien: Historie lässt volatilen September erwarten	44
07	Immobilien: Preise fallen langsamer	50
08	Prognosen und Asset Allokation: September oft schwieriger Monat für Aktien	56
09	Anhang: Devisen, Rohstoffe, Aktien, Renditeübersichten	



01

Vorwort und Einleitung





Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter Bereich Research

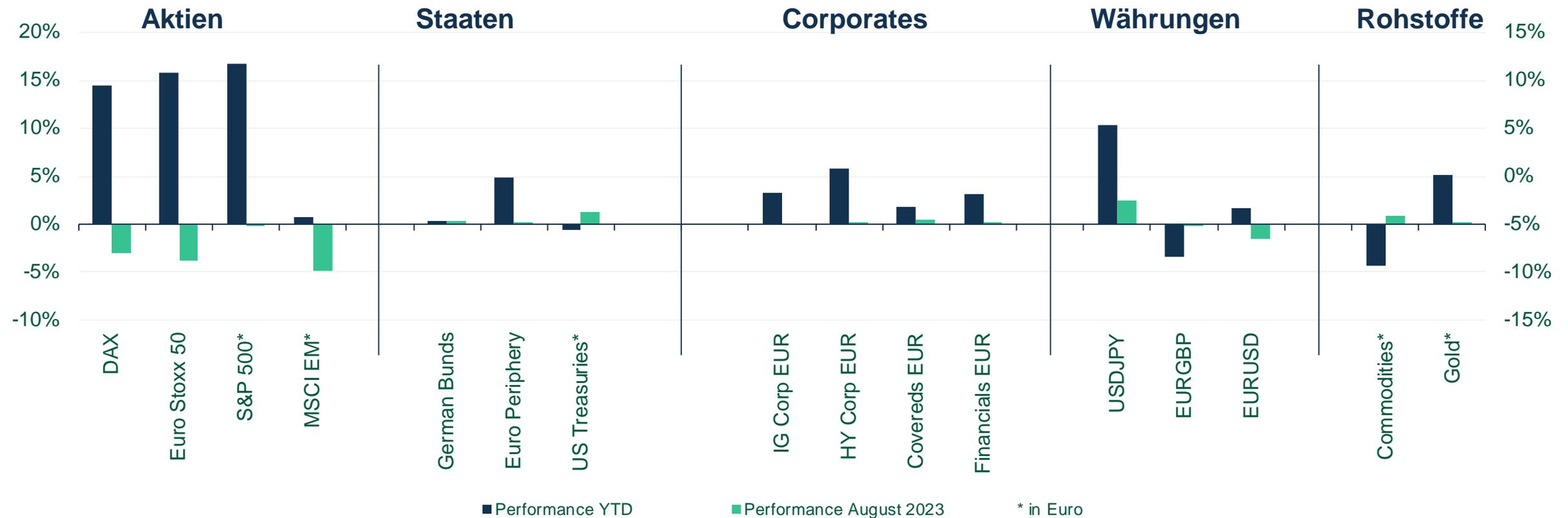
»Es ist zu hoffen, dass der Streit um die Stromsubvention nun dauerhaft vom Tisch ist.«

Nachdem Deutschland von der Lokomotive ins Bremserhäuschen der EWU gewechselt ist, setzt sich langsam die Erkenntnis durch, dass Geld nicht jedes Problem löst. So stößt die Idee eines Teils der Regierung, einen verbilligten „Industriestrompreis“ zu subventionieren, weithin auf Ablehnung. Wir schauen uns das Ganze im Sonderthema an. Neue Wege müssen bald auch die großen Zentralbanken gehen. Auf der Zinstreppe aufwärts – damit steigen die Risiken für die Konjunktur. Das gilt auch für die Finanzmärkte. Inverse Zinskurven und hohe Leitzinsen sind oft Gift für Aktien. Im gefürchteten Crash-Monat September dürften Investoren verstärkt darüber nachdenken, ob dieses Mal alles anders ist.

August – Aktien schwächer, Euro verliert wieder gegenüber dem USD

Ausgewählte Assets

Total Return in Prozent



Quelle: LSEG, LBBW Research

02

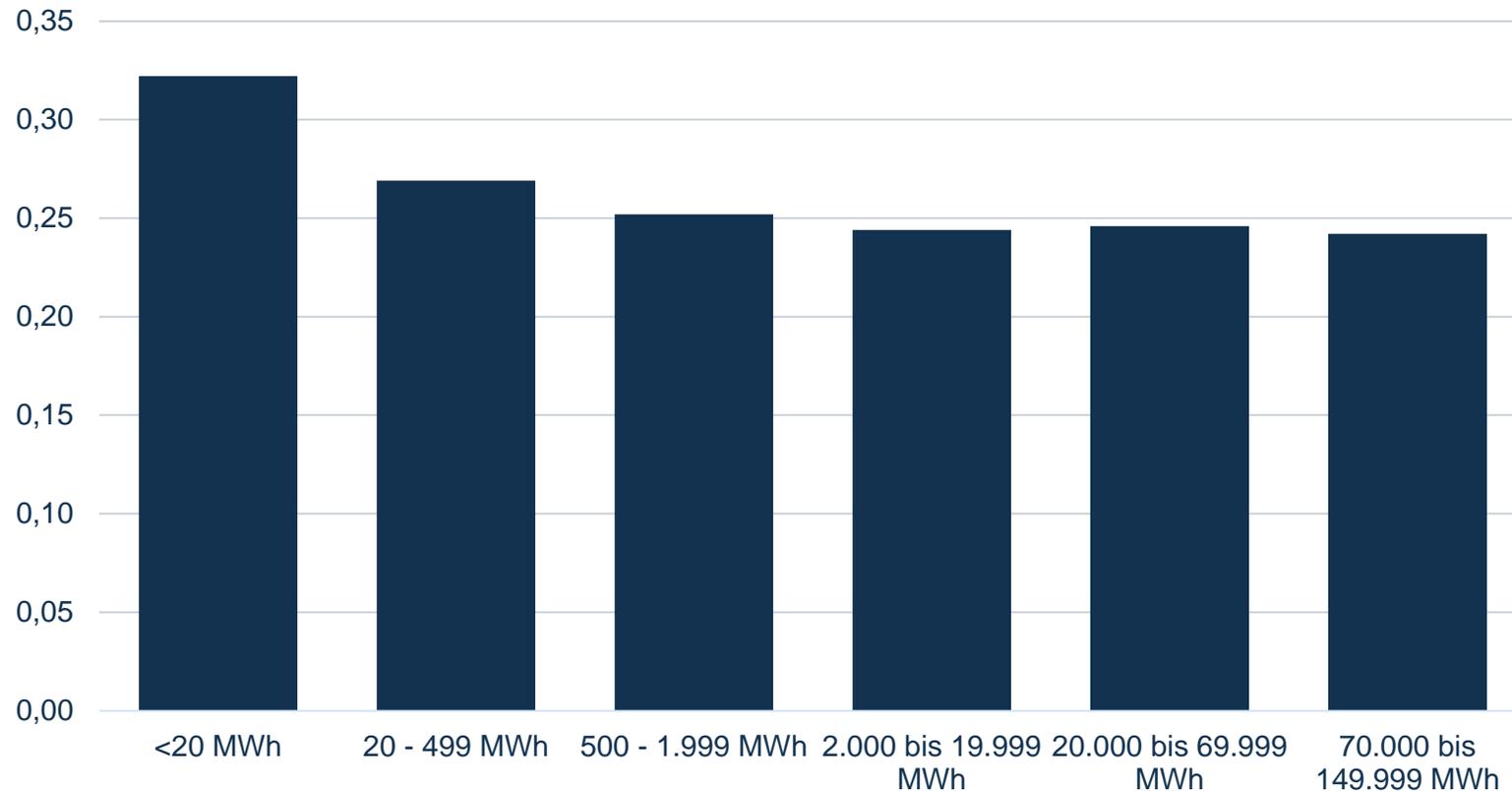
Sonderthema: Industrie Deutschland – Noch unter Strom, oder macht der Letzte bald das Licht aus?

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

Preise für Industriestrom in Deutschland

Preise nach Jahresverbrauch (MWh)

in Euro je kWh, inkl. Steuern und Abgaben, 2. Hj. 2022

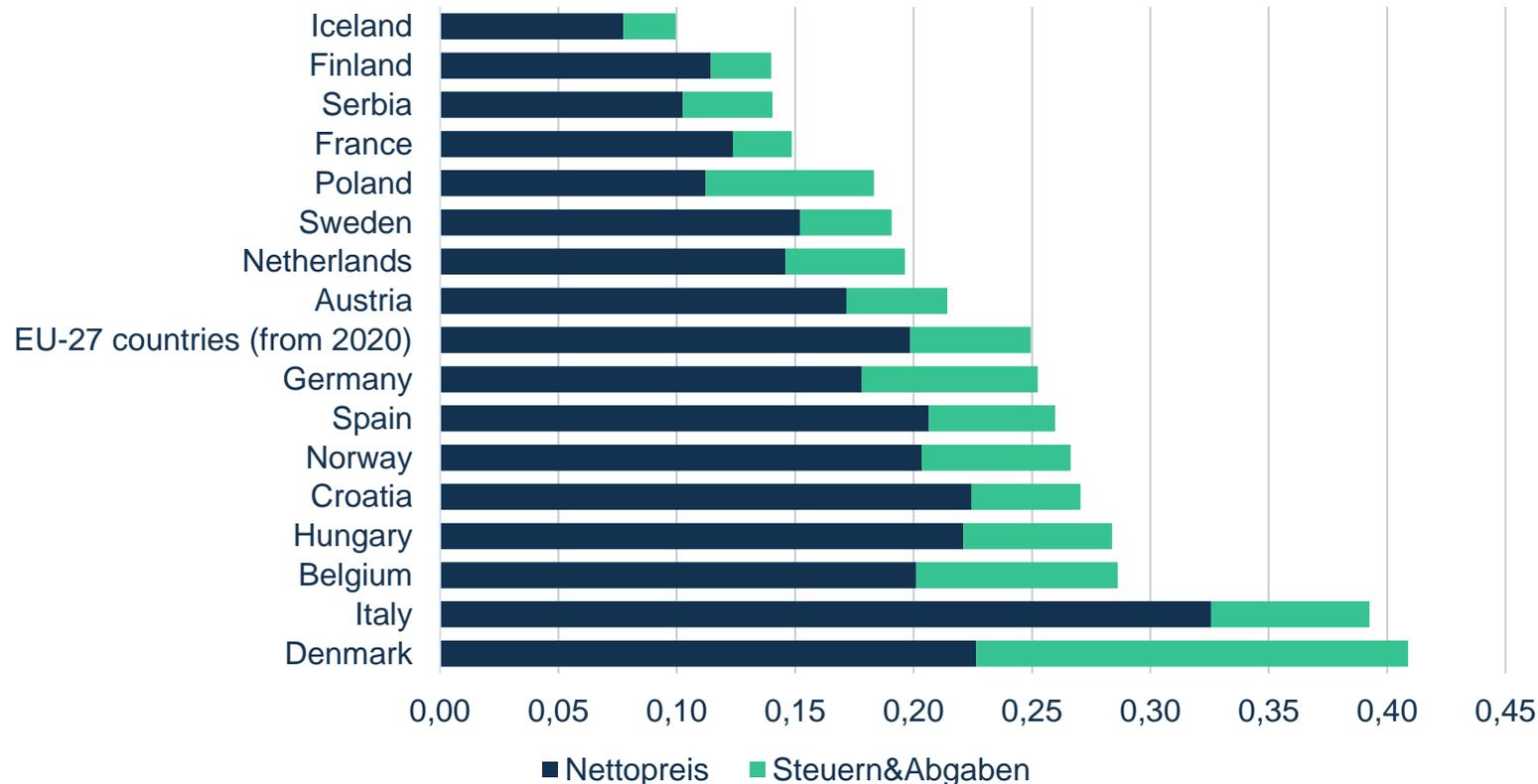


- Im zweiten Halbjahr 2022 lag der Strompreis für die Industrie bei knapp 25 Cent je kWh.
- „Große“ Großverbraucher kommen minimal günstiger weg, für „kleine“ Großverbraucher ist es etwas teurer.

Deutsche Strompreise: In Europa im Mittelfeld

Industriestrompreise im Vergleich

Strompreise im Bereich 500 MWh bis 2000 MWh pro Jahr, Cent je kWh, 2. Hj. 2022

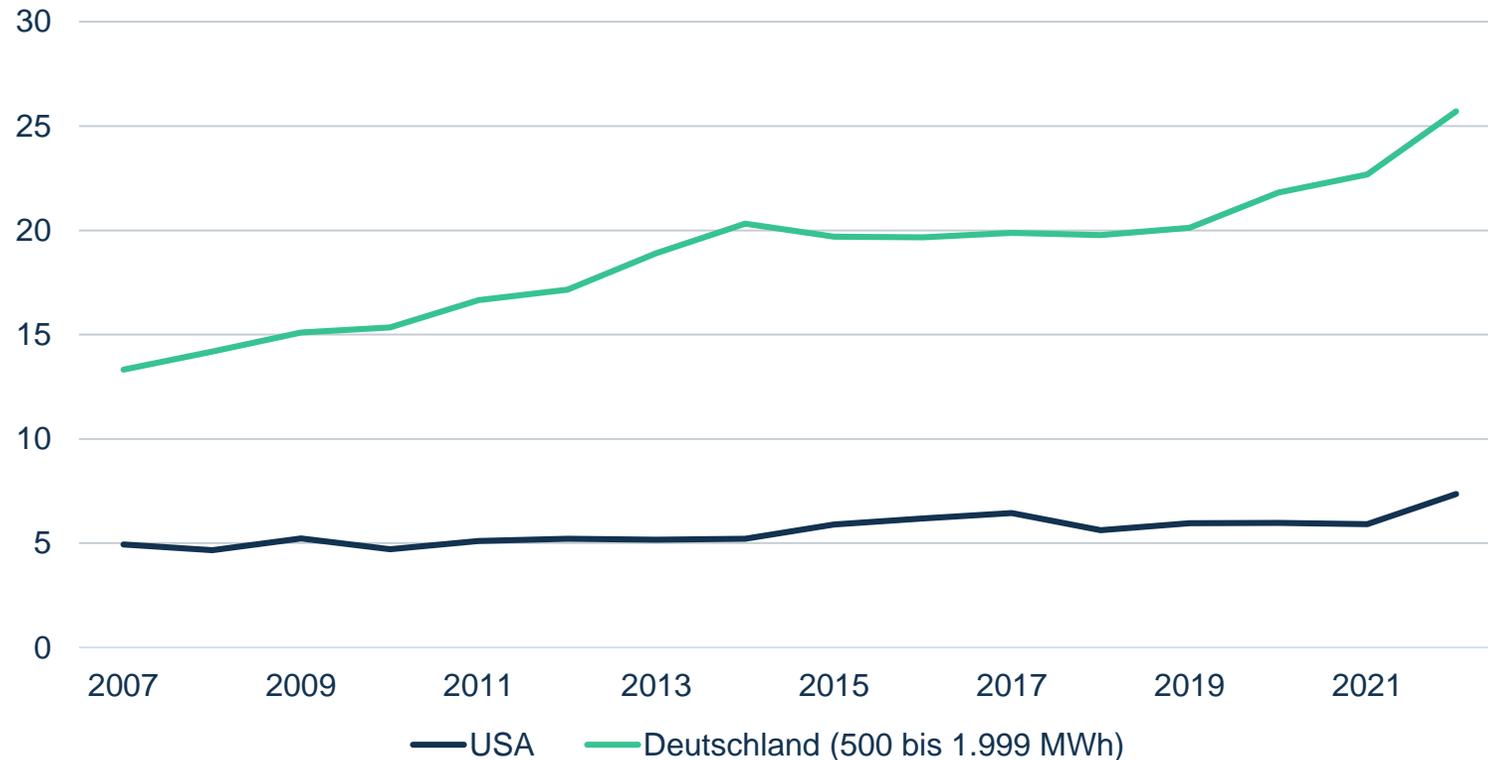


- Innerhalb Europas hat Deutschland aktuell leicht überdurchschnittliche Strompreise für industrielle Großverbraucher.
- Der Anteil der Steuern und Abgaben auf den Strompreis ist zwar erhöht, aber nicht erkennbar übermäßig.
- Vor allem in den USA ist der Industriestrom mit 9 US-Cent je kWh deutlich günstiger.

Strompreise in Deutschland schon länger deutlich teurer

Strompreise in Euro-Cent/kWh für industrielle Großverbraucher

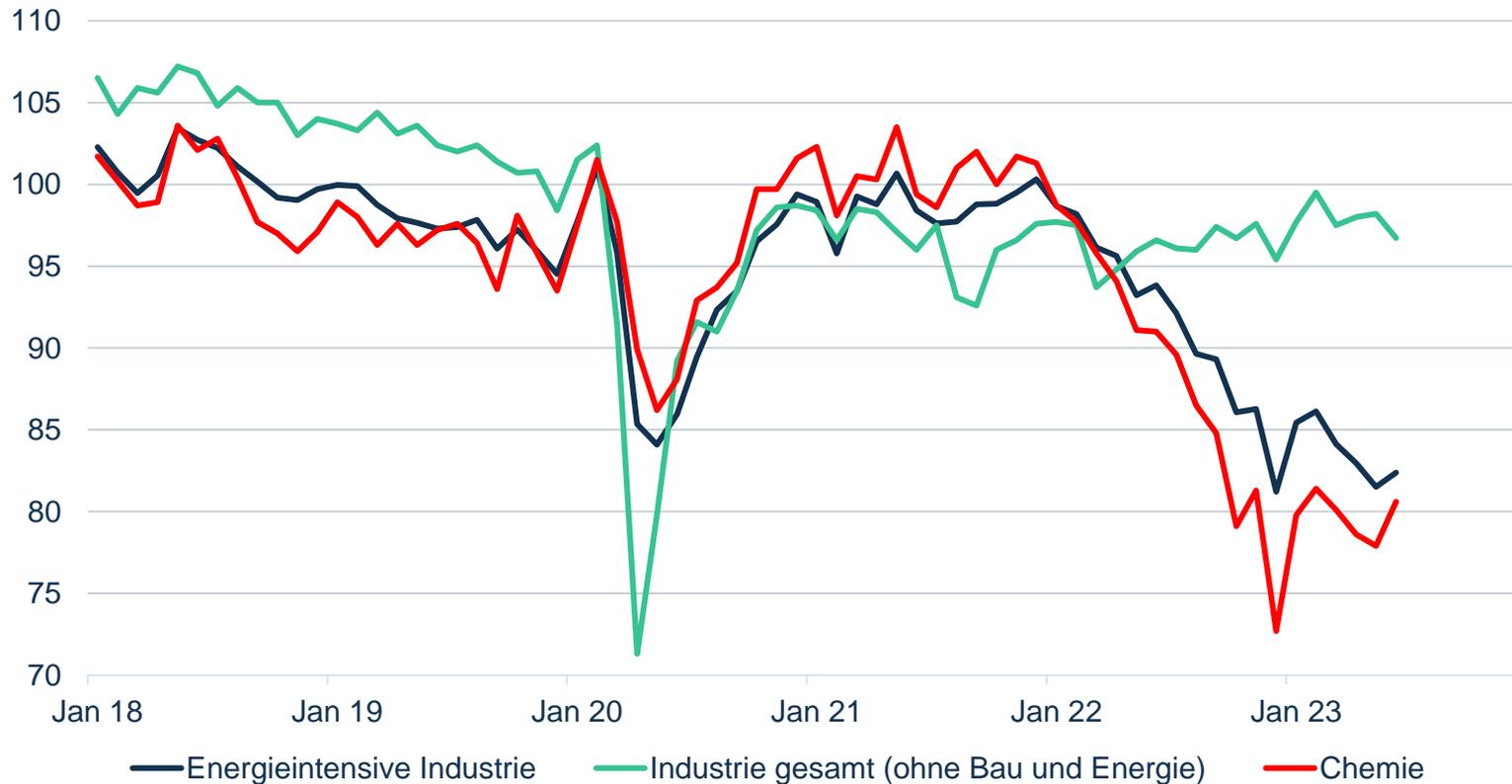
Jahresdurchschnittswerte



- Der Wettbewerbsvorsprung der USA ist nicht neueren Datums. Mindestens seit 2007 (soweit reichen die Daten für Deutschland und die anderen Staaten Europas zurück) ist der Strom in Deutschland teurer als in den USA.
- Die Schere hat sich bis 2013 und dann ein weiteres Mal am aktuellen Rand, mit dem Ukraine-Krieg und mit den damit verbundenen Folgen für die Energieversorgung hierzulande, weiter geöffnet.
- Über diesen Zeitraum hat die Differenz der Strompreise in der Diskussion über den Standort die meiste Zeit nicht die herausragende Rolle gespielt wie aktuell.

DEU: Energieintensive Produktion fällt zurück

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe Monatswerte, saisonbereinigt

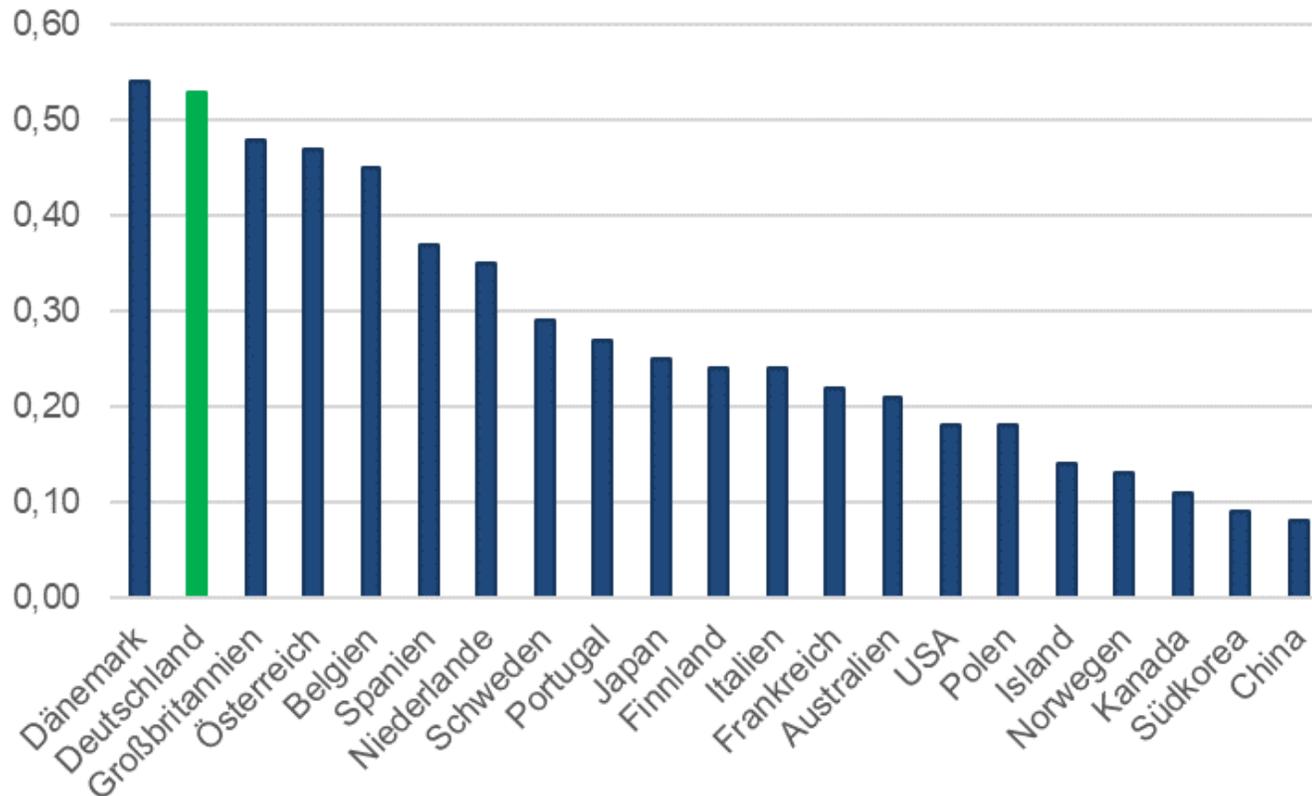


- Die Forderung nach einem subventionierten Preis für die Industrie kommt nicht ohne Grund. Besonders für energieintensive Branchen der deutschen Industrie geht es seit Beginn des Ukraine-Kriegs abwärts.
- Die energieintensiven Branchen stehen bislang für 16,4% der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe.
 - Chemie (7,3%)
 - Metallerzeugung und -verarbeitung (3,6%)
 - Glas und Keramik (2,8%)
 - Papier und Pappe (1,9%)
 - Kokerei und Mineralölerzeugung (0,8%)

Exkurs Haushaltsstrom: Deutschland hat mit die höchsten Strompreise

Strompreise nach Ländern weltweit 2022

Strompreise privater Haushalte in ausgewählten Ländern weltweit im Jahr 2022 (in USD KWh)



- Zwar nicht für die Industrie, wohl aber für die privaten Haushalte ist Strom in Deutschland besonders teuer.
- Hier wären aber nicht Subventionen das Mittel der Wahl, sondern eher Steuersenkungen sowie eine Ausweitung des Angebots, sowohl an erneuerbaren Energiequellen als auch an dauerhaft zuverlässigen Energiequellen unter Berücksichtigung der CO2-Ziele.
- Über einen Wiedereinstieg in die Kernenergie sollte ebenso nachgedacht werden wie über einen Aufbau einer Wasserstoff-Infrastruktur.

Fazit zur Idee des Industriestrompreises

- **Industriestromdeckelung wäre aufgrund verteilungspolitisch, ordnungspolitisch und klimapolitisch problematisch**
- **Ordnungspolitisch:** Subventionen sind als Eingriffe in den Marktmechanismus kritisch zu sehen. Preise haben in der Marktwirtschaft eine zentrale Funktion. Sie sollen Knappheit anzeigen und das Verhalten entsprechend beeinflussen. Ungeklärt ist zudem die Zulässigkeit unter EU-Beihilferecht
- **Klimapolitisch:** Bundesregierung verbilligt den zu einem erheblichen Teil (2022: 33%) aus Kohle erzeugten Strom für etablierte energieintensive Industrien. Das ginge zulasten innovativer Zukunftstechnologien und bringt keinen Nutzen für das Ziel einer CO2-Reduktion – im Gegenteil
- **Verteilungspolitisch** würde Industriestromsubvention vor allem größeren Konzernen zugutekommen. Mittelständische Familienunternehmen drückt der Schuh ganz woanders, etwa bei Bürokratie und Fachkräftemangel – sie wären aber z.B. bei der Finanzierung des Industriestroms mit dabei. Ein Nettonutzen für den **Standort Deutschland** ist hier nicht erkennbar.
- Auch viele Vertreter der mittelständischen Wirtschaft, der DIHK sowie der wissenschaftliche Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz haben sich gegen die Idee eines subventionierten Industriestrompreises ausgesprochen

Quelle: LBBW Research, Presse

LB BW Bereit für Neues

Klartext

Cross-Asset- und Strategy-Research

Industriestrompreis kommt nicht. Gut so.

Die Transformation beschleunigen, nicht durch Subventionen bremsen

Bei kaum einem Thema hatte sich die Ampelkoalition derart inel-
einander verbissen wie beim Vorschlag, der Industrie durch eine
Verbilligung der Stromkosten unter die Arme zu greifen. Die Bun-
destagsfraktion der SPD und die Grünen waren dafür, der Fi-
nanzminister und der Kanzler dagegen. Das Ergebnis der Kabi-
nettsklausur von Meseberg: Industriestrombremse gibt's nicht.

Lindner und Scholz setzen sich durch

Dr. Moritz Kraemer
Chief Asset und Labor Research
LBBWResearch@LBW.de
1. September 2023

<https://www.lbbw-markets.de/portal/download/research-newsletter?mappingId=996a5537-5b01-4f46-899e-aa489571a3f3>

03

Makro: US-Wirtschaft trotzt noch immer dem Abschwung

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

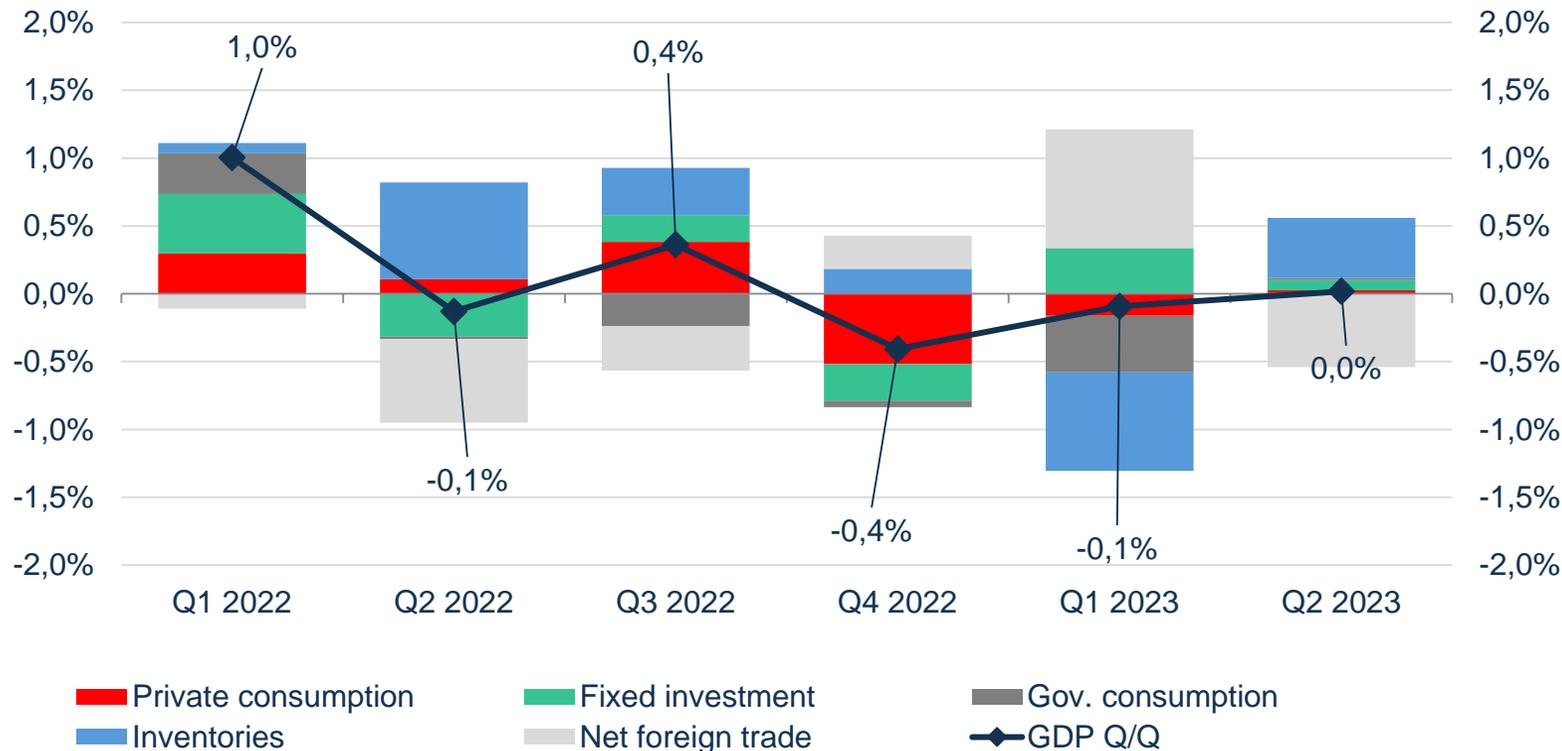
Dirk Chlench
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

Deutsches BIP: Lageraufbau rettet die Bilanz in Q2

BIP-Wachstum Q/Q und Beiträge der Sektoren

Quartalswerte, saisonbereinigt

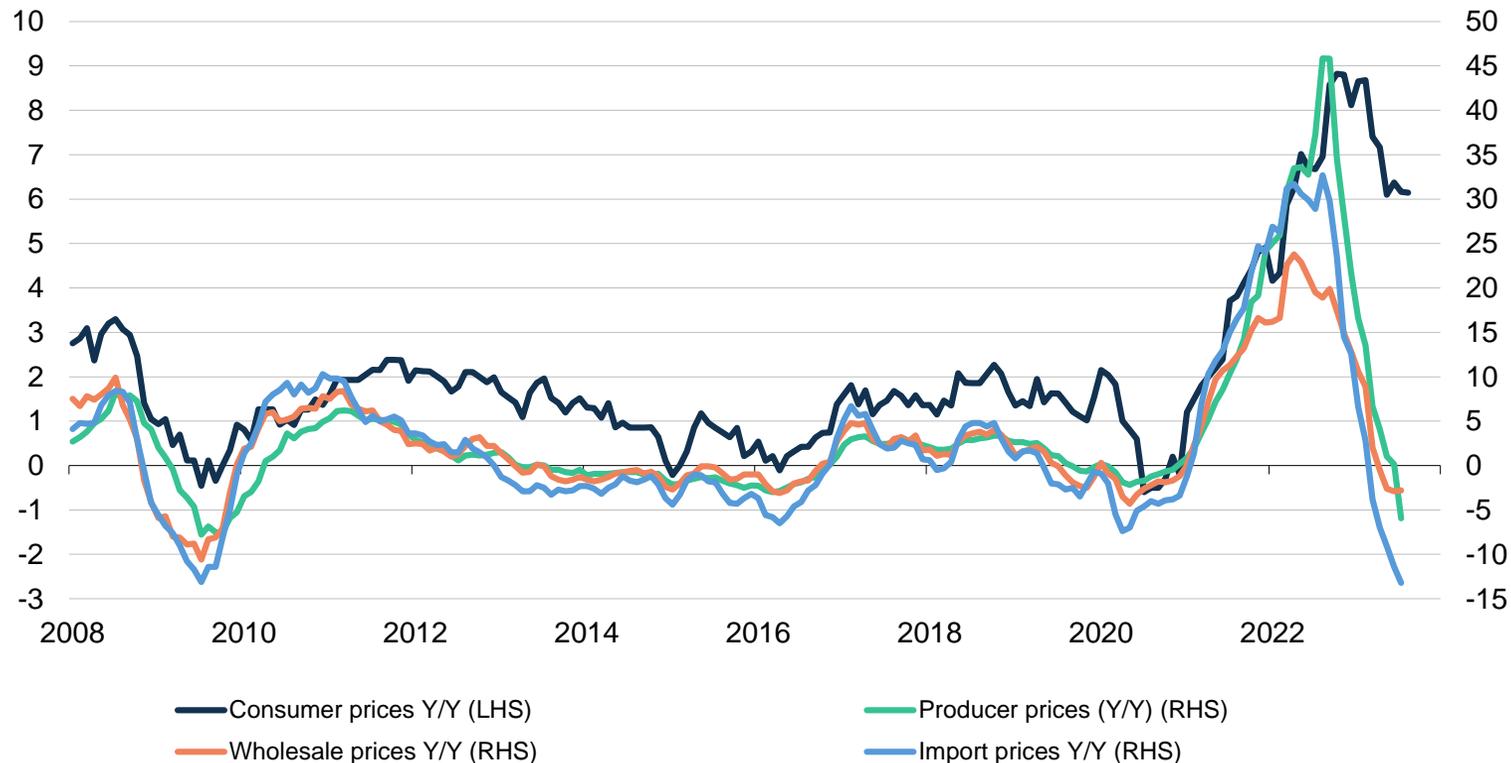


- Das deutsche BIP war auch im zweiten Quartal nicht gut, aber mit 0,0% Q/Q besser als von uns erwartet. Den Tag gerettet haben die Lagerinvestitionen, die deutlich zulegen. Schwach war der Außenhandel, der private und staatliche Konsum hat sich stabilisiert.

Deutschland: Inflationsdruck fällt, Inflation (noch) nicht

Inflation und Preisdruck auf vorgelagerten Stufen

Monatswerte

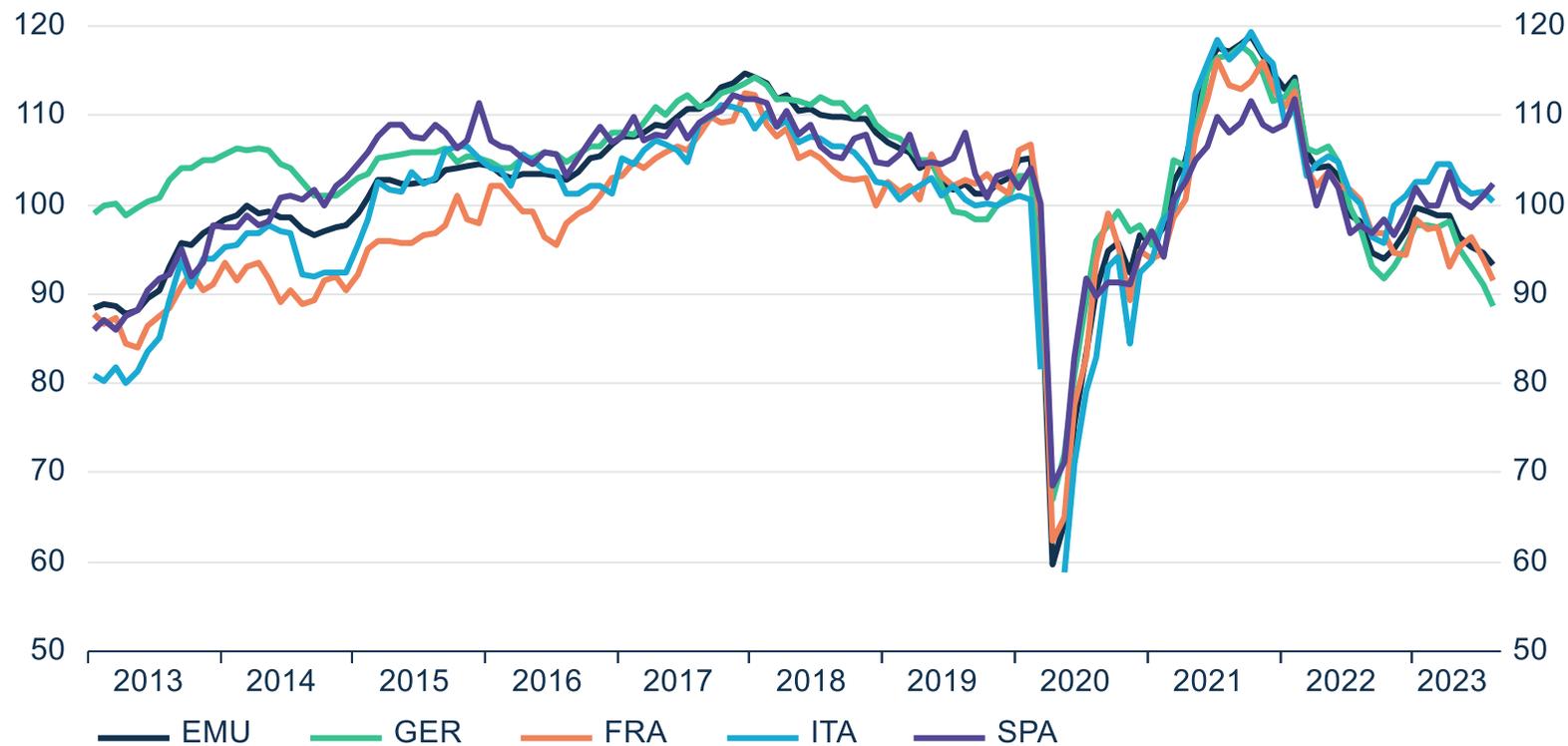


- Auf den vorgelagerten Stufen fällt die Inflationsrate derzeit so stark wie zuletzt nach der großen Finanzkrise bzw. Ende der 1980er Jahre (nicht im Bild). Vor allem der Rückgang der Energiepreise wirkt hier.
- Bei den Konsumenten kommt noch nicht viel an. Dies liegt u.a. an den Basiseffekten des vorjährigen Entlastungspaketes (Tankrabbatt, 9-Euro-Ticket). Im September dürfte die Inflationsrate stärker fallen.

„The sick man of Europe“? Deutschland fällt zurück

Economic Sentiment EWU und große Staaten

Monatswerte, saisonbereinigt

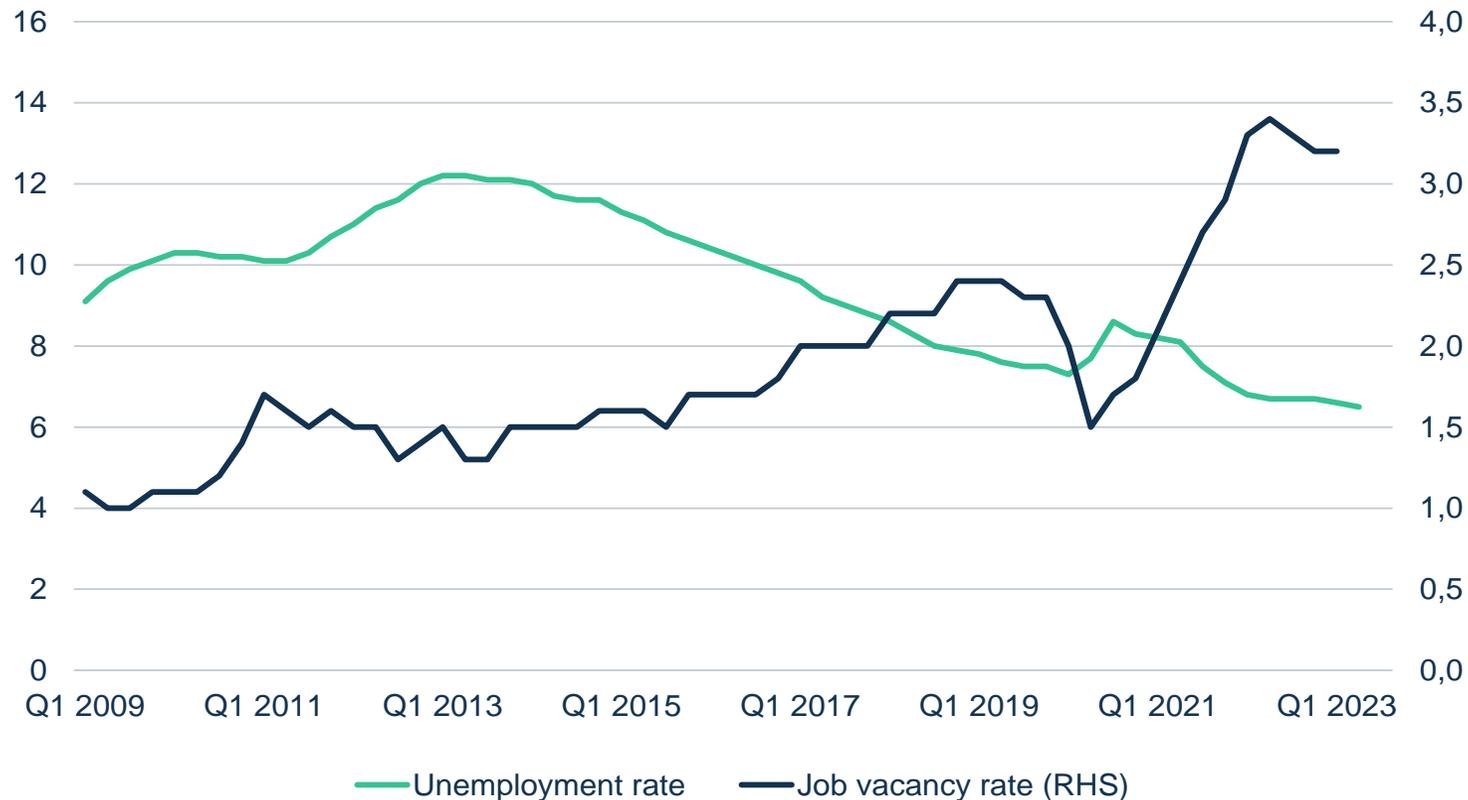


- Deutschland fällt in Europa immer weiter zurück. Das Economic Sentiment für Deutschland hat – ebenso wie praktisch alle anderen Frühindikatoren – im August weiter nachgegeben.
- Das Magazin „Economist“ hat mittlerweile Deutschland wieder zum „kranken Mann Europas“ erklärt. Das war 2002 schon einmal der Fall.

EWU: Arbeitsmarkt trotz Konjunkturflaute robust

EWU: Arbeitslosenquote und Job Vacancy Rate

Quartalswerte

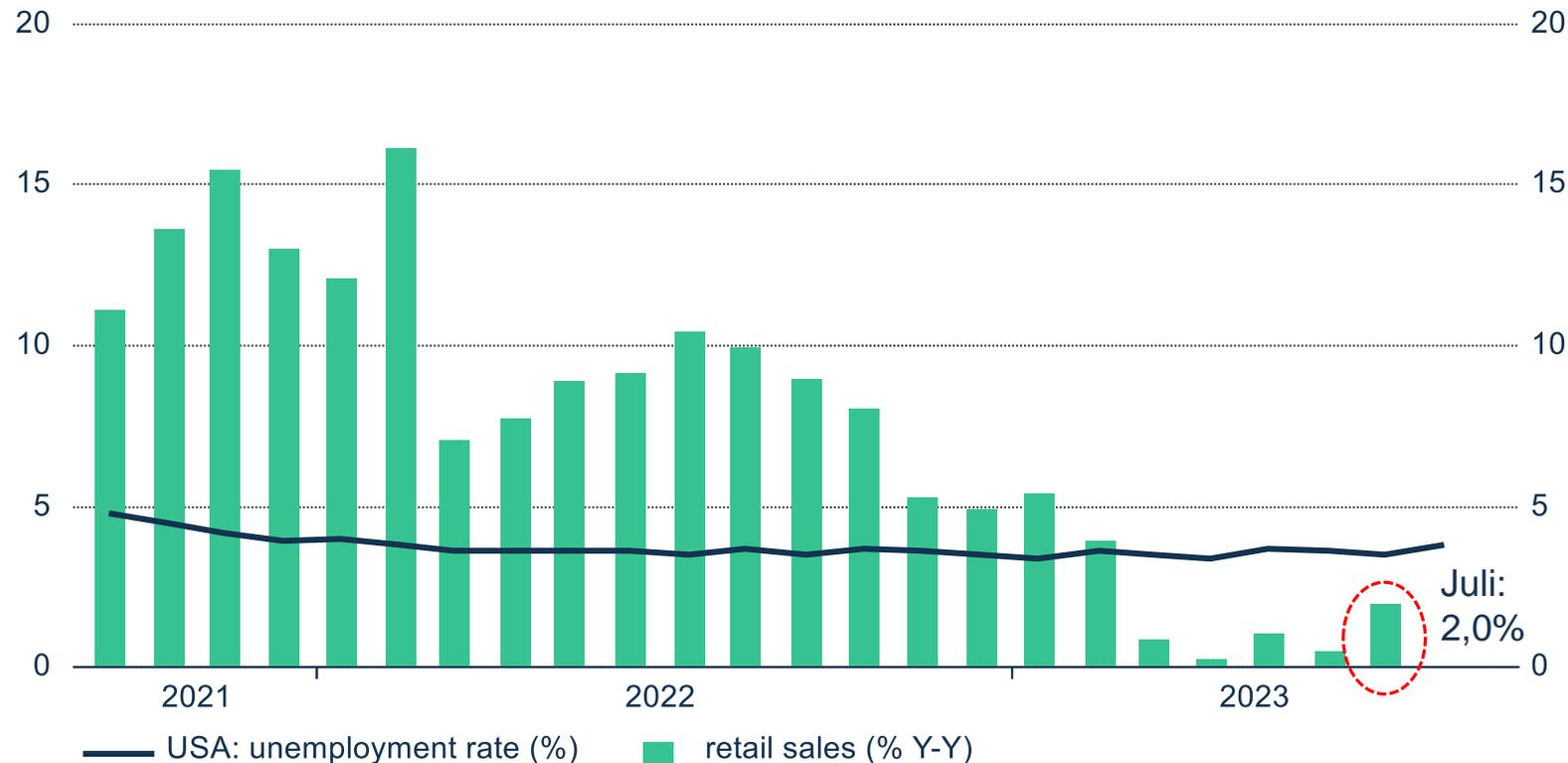


- Der Arbeitsmarkt im Euroraum ist robust. Der spürbare Abschwung hat bislang nicht zu einer Zunahme der Arbeitslosigkeit geführt. Im Gegenteil, im Euroraum wurde im Juli mit 6,4% ein neues Tief verzeichnet.
- Einer der Gründe ist die Demografie. Viele Unternehmen halten Fachkräfte auch im Abschwung oder suchen sogar weiter, wie die Job Vacancy Rate, die Zahl der Offenen Stellen je 100 Beschäftigten, zeigt.
- Die aktuellen Zahlen aus Deutschland (Anstieg im August von 5,6% auf 5,7%) zeigen indes, dass es in einer fortgesetzten Konjunkturschwäche auch zu einem Anstieg der ALQ kommen kann, obgleich hier der „Ukraine-Effekt“ (die Integration der ukrainischen Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt) eine gewisse Rolle spielt.

USA: Konsum hält das BIP-Wachstum am Laufen

USA: Einzelhandelsumsätze

in % Y-Y

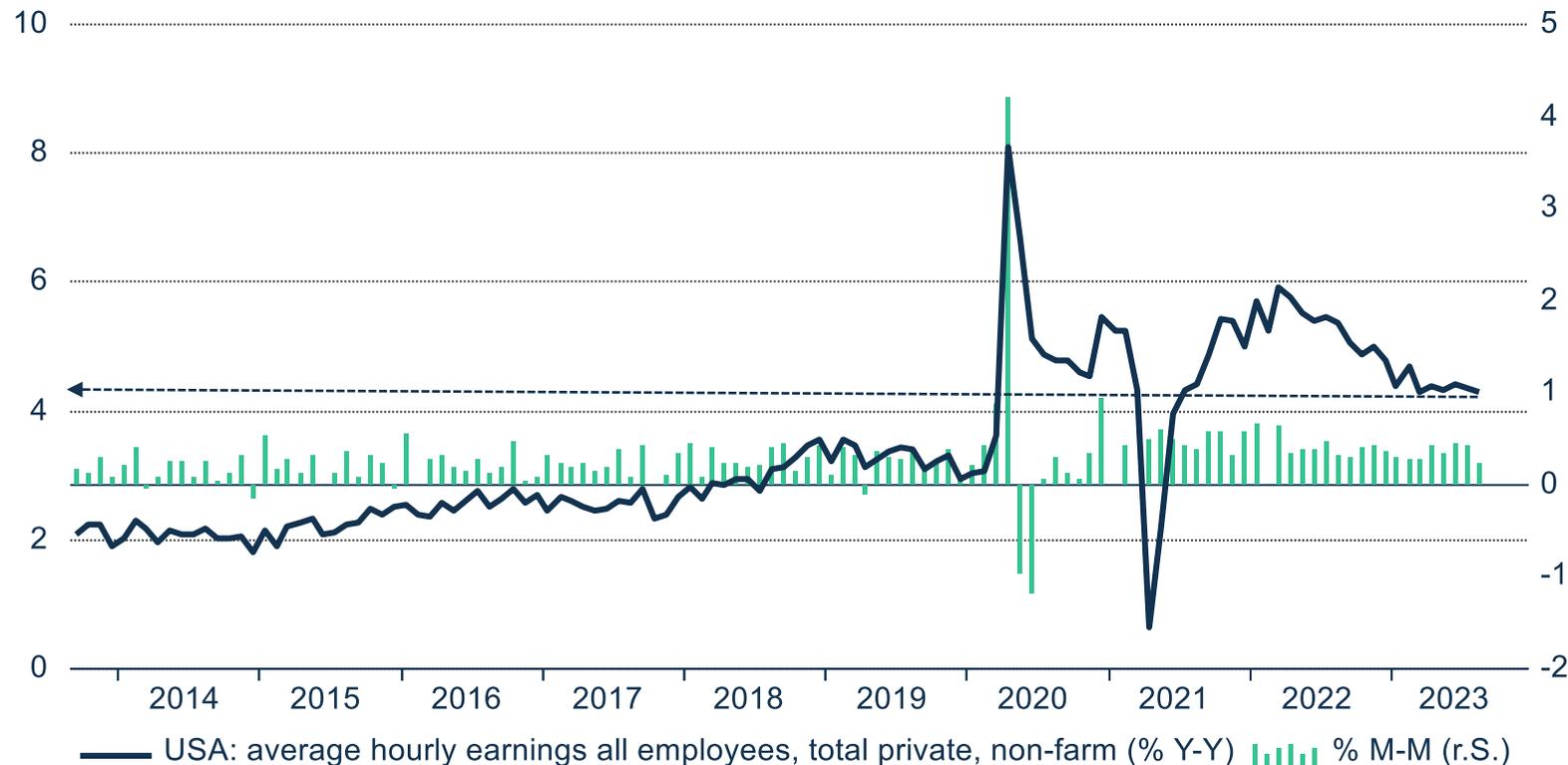


- Die US-Wirtschaft legte im 2. Quartal 2023 mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate (Jahresrate) von 2,4 % gegenüber dem Vorquartal zu und damit stärker als allgemein erwartet.
- Für das 3. Quartal 2023 deutet sich nun ein Wachstum in ähnlicher Größenordnung an.
- Der private Konsum stützt das Wachstum. Auf diesen entfallen in der Verwendungsrechnung immerhin 68 % des BIP.
- Die Einzelhandelsumsätze legten im Juli, dem ersten Monat des dritten Quartals, um 2,0 % zu und konterkarierten damit den schwächeren Trend der Vormonate.

USA: Löhne steigen / BIP-Prognose revidiert

USA: Stundenlöhne außerhalb der Landwirtschaft

in % Y-Y / in % M-M

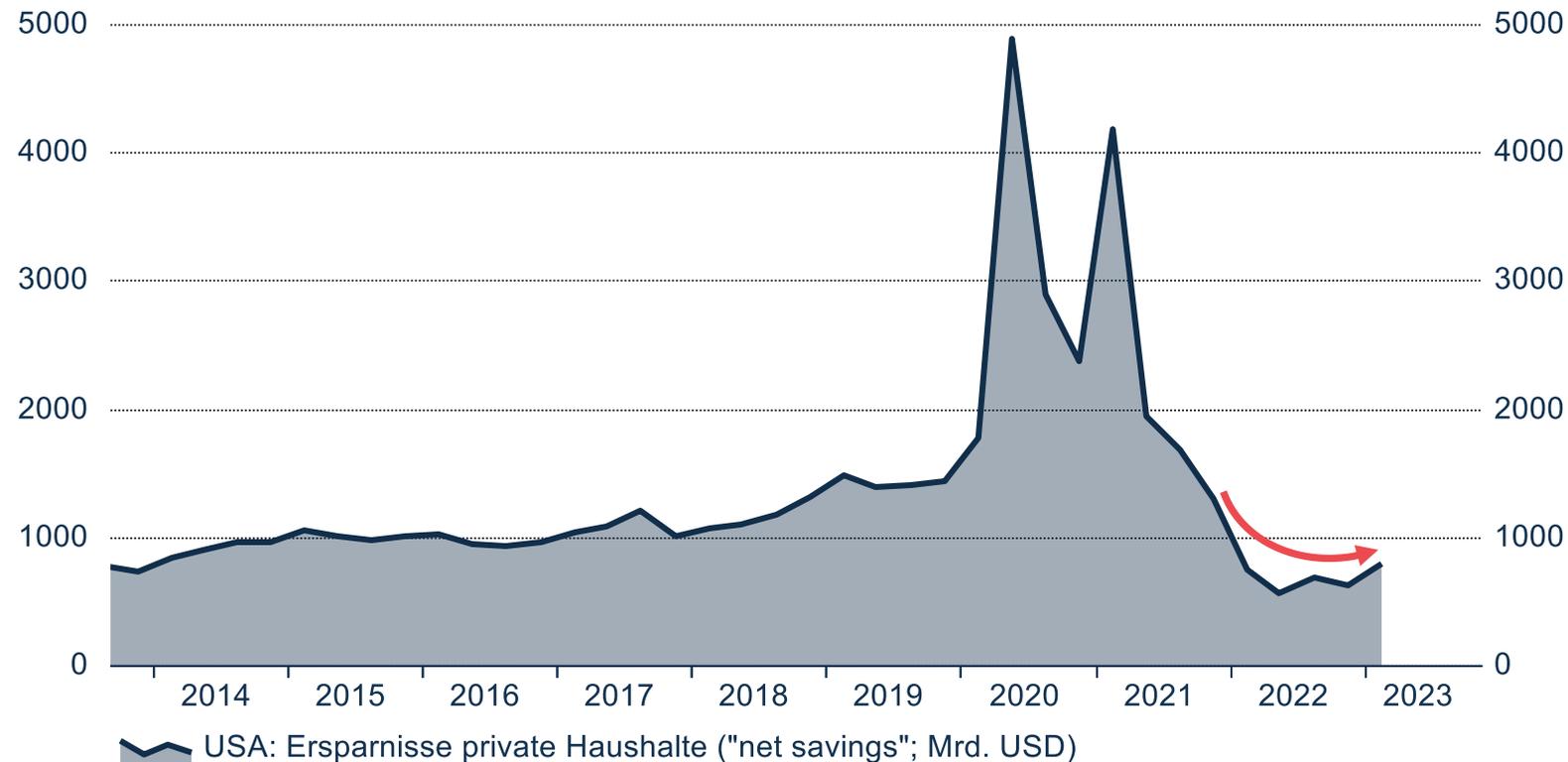


- Noch immer bewegt sich zudem das Lohnwachstum in den USA auf recht hohem Niveau. Im Jahresvergleich steigen die Stundenlöhne derzeit weiterhin um mehr als 4 %. In Verbindung mit den wieder nachgebenden Inflationsraten stabilisiert dies die Kaufkraft der Konsumenten.
- Im laufenden Quartal deutet nichts darauf hin, dass sich das Konsumentenvertrauen schon signifikant abgeschwächt hat. Auch in Q3 dürfte die US-Wirtschaft daher wohl mit einem ordentlichen BIP-Wachstum aufwarten.
- Vor diesem Hintergrund haben wir unsere BIP-Wachstumsprognose für das Jahr 2023 von 1,5 % auf 2,0 % revidiert.

USA: Corona-Ersparnisse aufgezehrt

USA: Ersparnisse der privaten Haushalte

in Mrd. USD

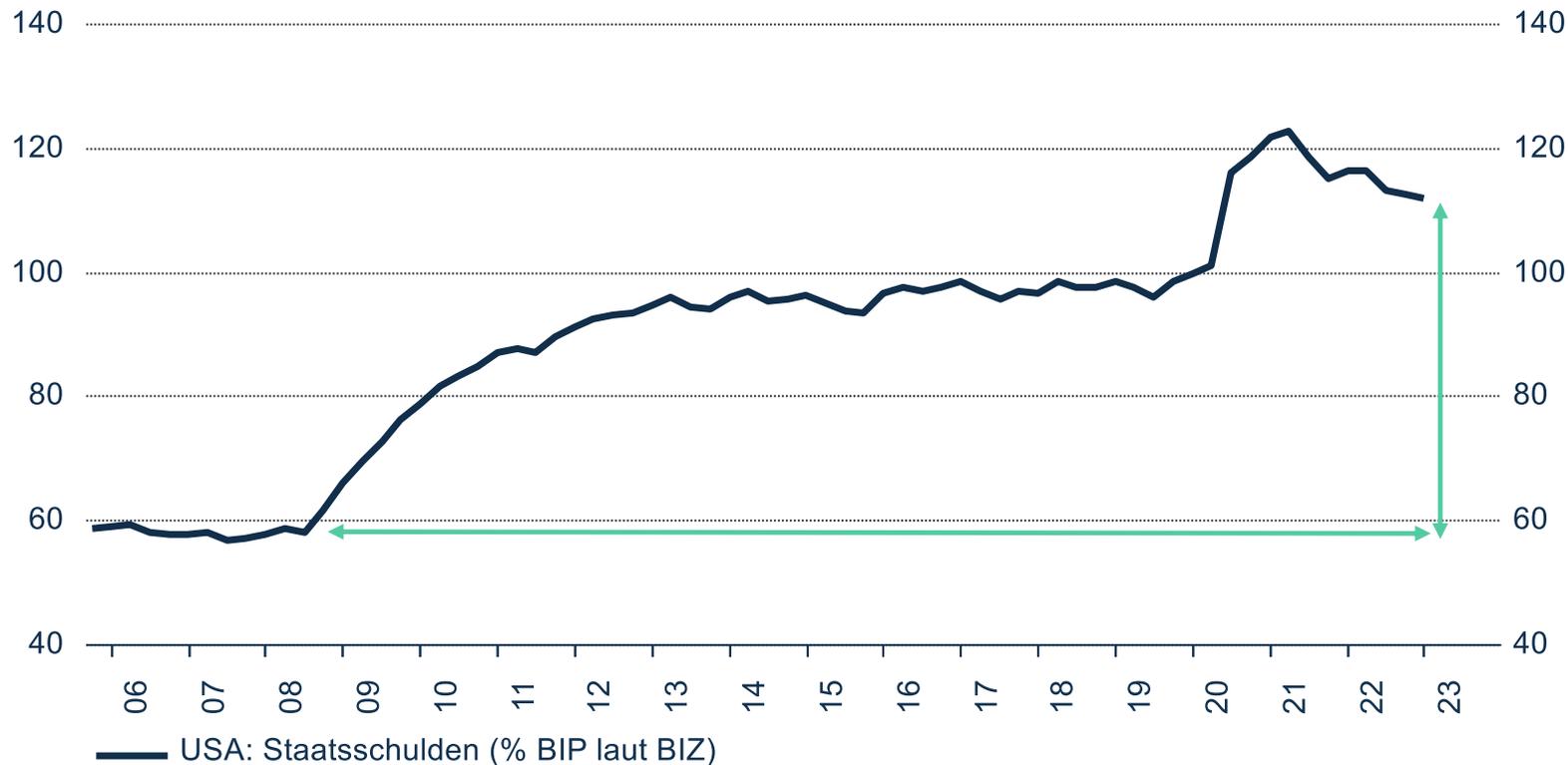


- Allerdings dürfte der Konsum das US-BIP nicht mehr allzu lange so stark stützen.
- Die während der Pandemiezeit angehäuften Ersparnisse der privaten Haushalte sind nun aufgezehrt und beflügeln den Konsum nicht länger.
- Die Ersparnisse stiegen zuletzt wieder an, d.h. die Konsumenten „entsparen“ nicht länger, sondern legen wieder mehr Geld auf die hohe Kante.
- Die hohen Zinsen zeigen hier Wirkung: Zum einen wird Sparen damit attraktiver. Zum anderen dürften hohe Kreditzinsen das Konsumentenvertrauen im weiteren Verlauf nun mehr und mehr dämpfen.

USA: Belastungsfaktoren nehmen zu

USA: Staatshaushalt braucht Konsolidierung

in % des BIP

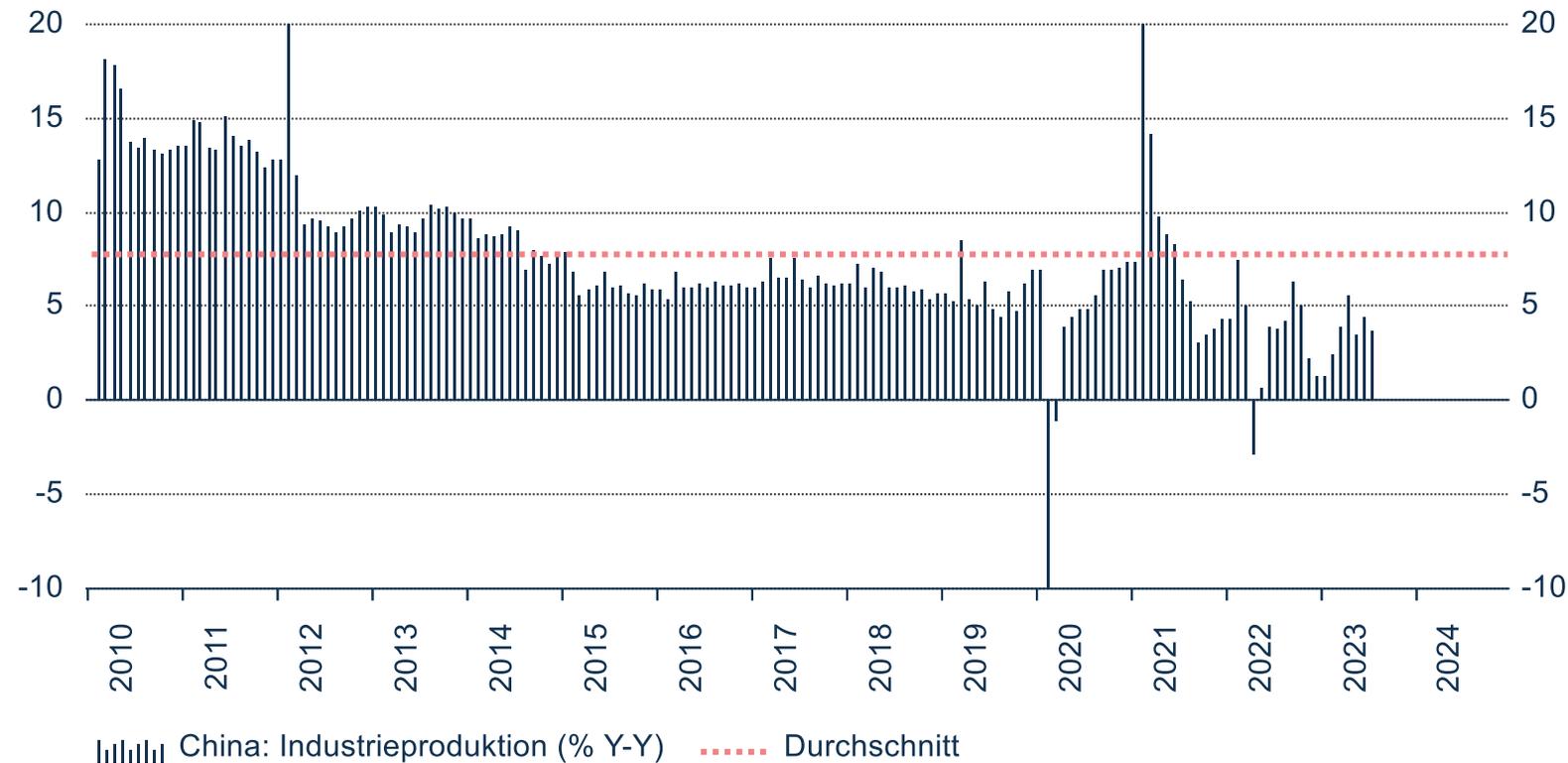


- Damit dürften sich Belastungsfaktoren wie die schwache Weltkonjunktur, deutlich höhere Zinsen, die inverse Zinskurve, schlechte Stimmungsindikatoren wie z.B. der ISM Manufacturing sowie die angespannte Haushaltslage des Staates die US-Wirtschaft bald in den Vordergrund drängen.
- Es ist kaum anzunehmen, dass die Republikaner der Regierung im Wahljahr 2024 im Budgetstreit bzw. bei der Ausweitung der Schuldengrenzen mehr als unbedingt notwendig entgegenkommen werden.
- 2024 dürfte daher in den USA von einem konjunkturellen Abschwung geprägt sein.
- Für 2024 haben wir unsere BIP-Prognose daher nur von 0,0 % auf 0,5 % nach oben genommen. Im Wesentlichen ist dies dem veränderten statistischen Überhang aufgrund der Prognoserevision für 2023 geschuldet.

China: Industrieproduktion wächst nur anämisch

Industrieproduktion

in % Y-Y mit Mittelwert

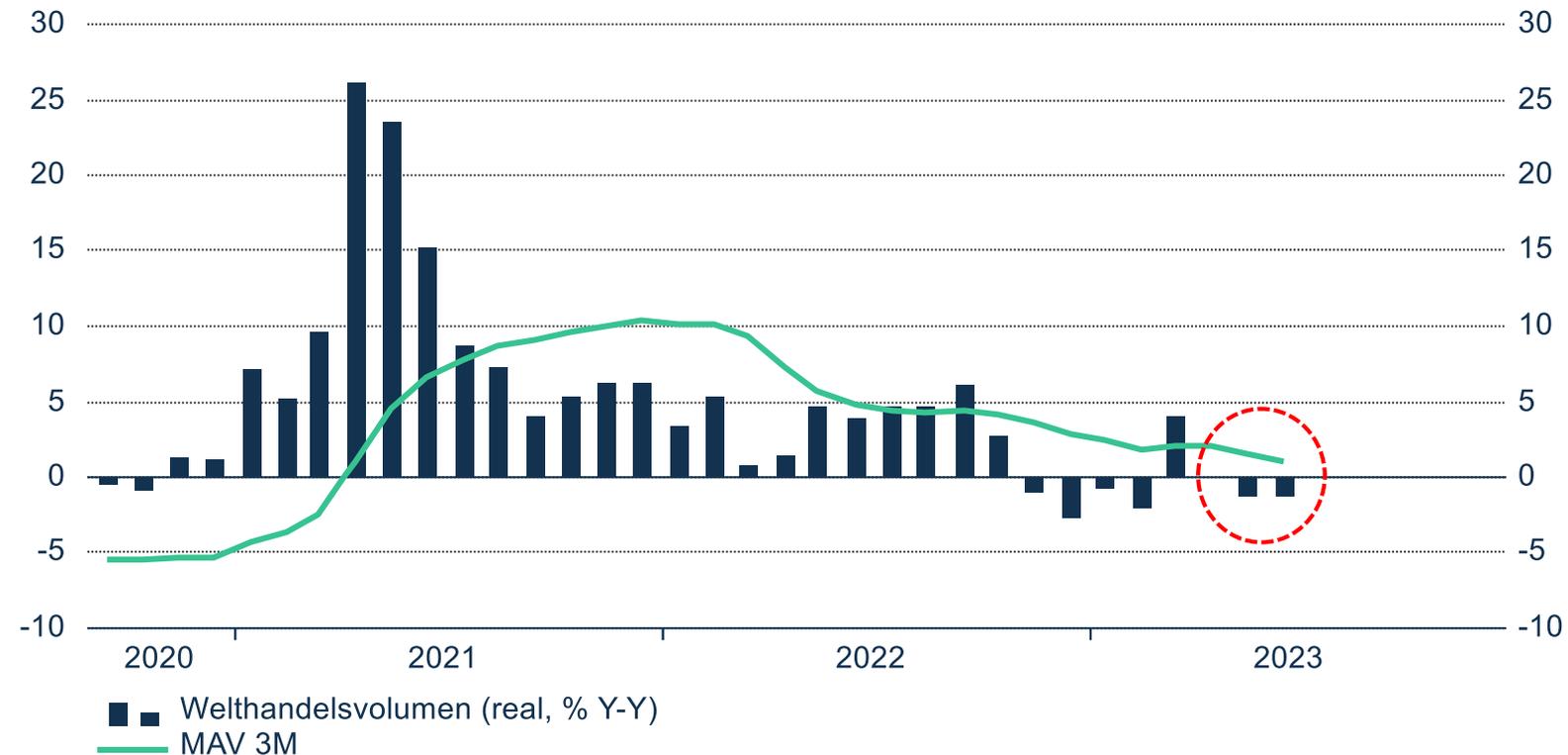


- Chinas Wirtschaft kommt nicht in Fahrt. Die Industrieproduktion weist zwar nach wie vor positive Wachstumsraten auf. Die Werte liegen aber deutlich unter denen der Vor-Corona-Zeit und z.T. selbst unter denen während der Pandemie.
- Die Immobilienkrise wird zu einer Dauerbelastung für die chinesische Volkswirtschaft. War der Bausektor früher mehr oder weniger der verlässliche Wachstumsmotor des Landes, mutiert er nun mehr und mehr zu einer Dauerbaustelle der Politik. Diese versucht angestrengt, die Kontrolle über den Sektor nicht zu verlieren.
- Mit einem raschen Ende der Turbulenzen ist hier nicht zu rechnen. [Wir verweisen an dieser Stelle auf unseren Blickpunkt „China: Immobiliensektor wird zur Dauerbelastung“ vom 31.08.2023.](#)

Japan: BIP-Revision wg. starken ersten Halbjahres

Welthandelsvolumen real

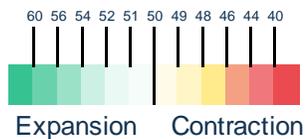
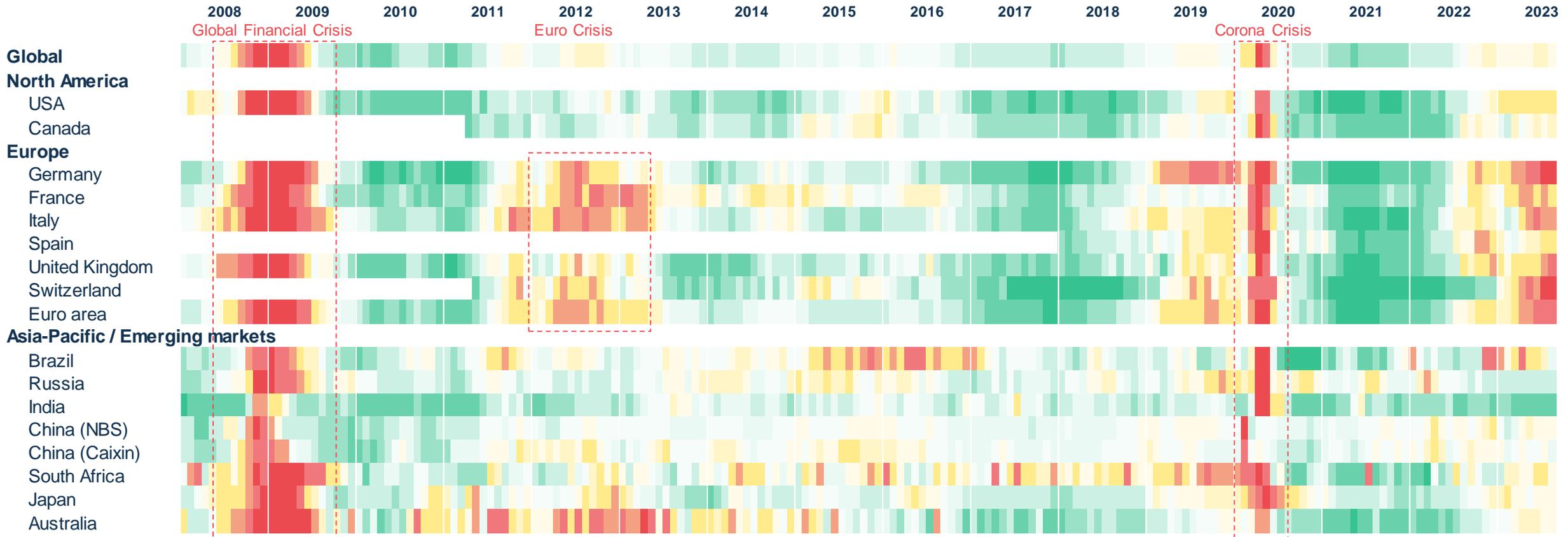
indexiert auf 100



- Japans Wirtschaft kann auf ein für japanische Verhältnisse überraschend starkes erstes Halbjahr zurückblicken.
- Der in Q1 starke Konsum ist zuletzt aber wieder eingebrochen und der in Q2 sehr starke Außenbeitrag dürfte im Zuge der schwächelnden Weltkonjunktur (siehe Grafik) nun deutlich an Zugkraft verlieren.
- Das zweite Halbjahr dürfte u.E. daher erheblich schwächer ausfallen. Wir rechnen hier nun eher mit einer rezessiven Tendenz.
- Gleichwohl erfordert das kräftige Wachstum im ersten Halbjahr eine deutliche Revision unserer BIP-Prognose für 2023 insgesamt:

Wir nehmen diese von 0,4 % auf 1,9 % nach oben. Der Wert von 0,6 % für das kommende Jahr bleibt unverändert.

Globale Einkaufsmanager-Indizes im Verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Bloomberg, LSEG, LBBW Research

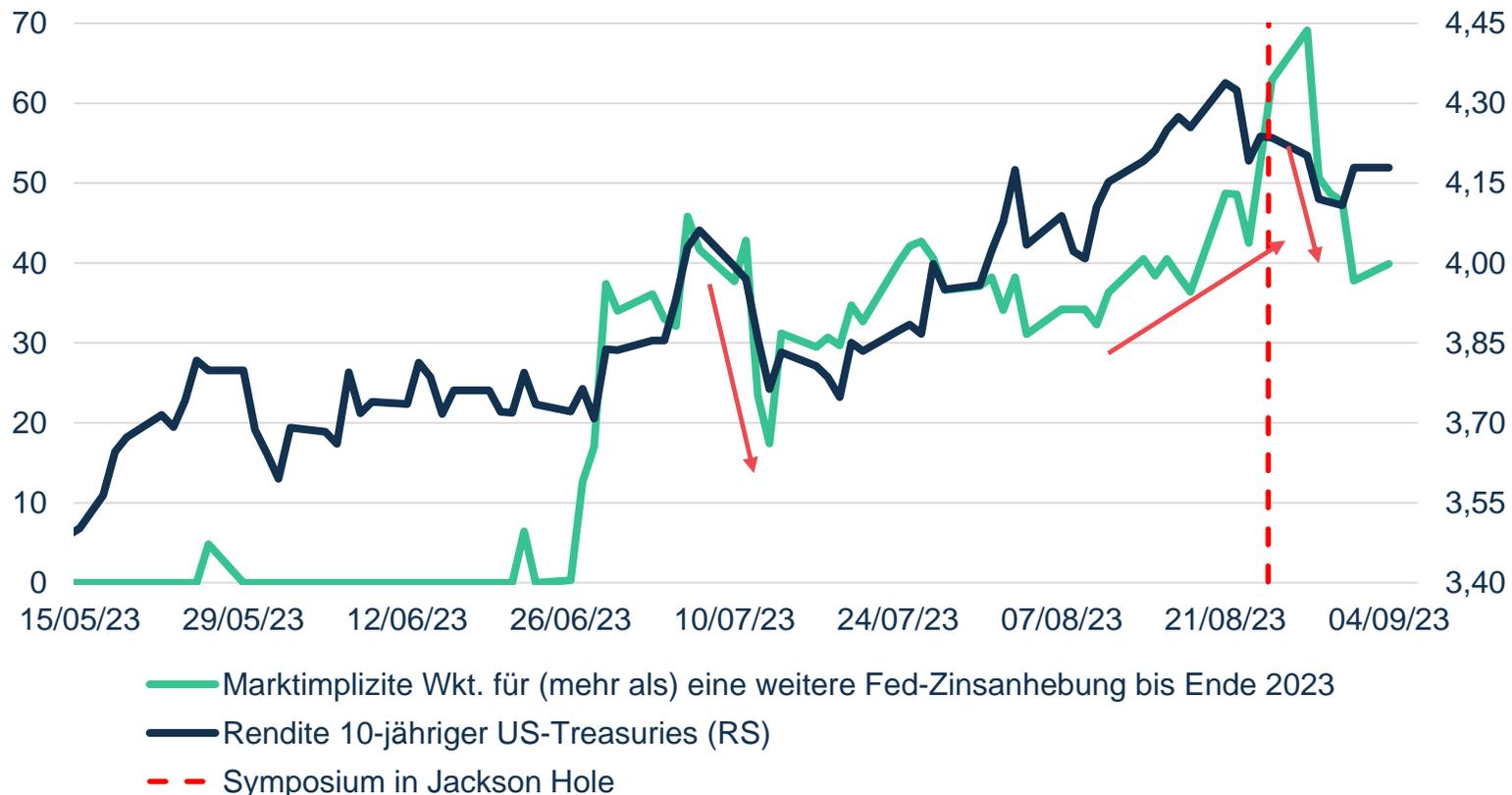
04

Notenbanken vor wichtigen Weichen- stellungen

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

Fed: Jackson Hole hält Spannung hoch

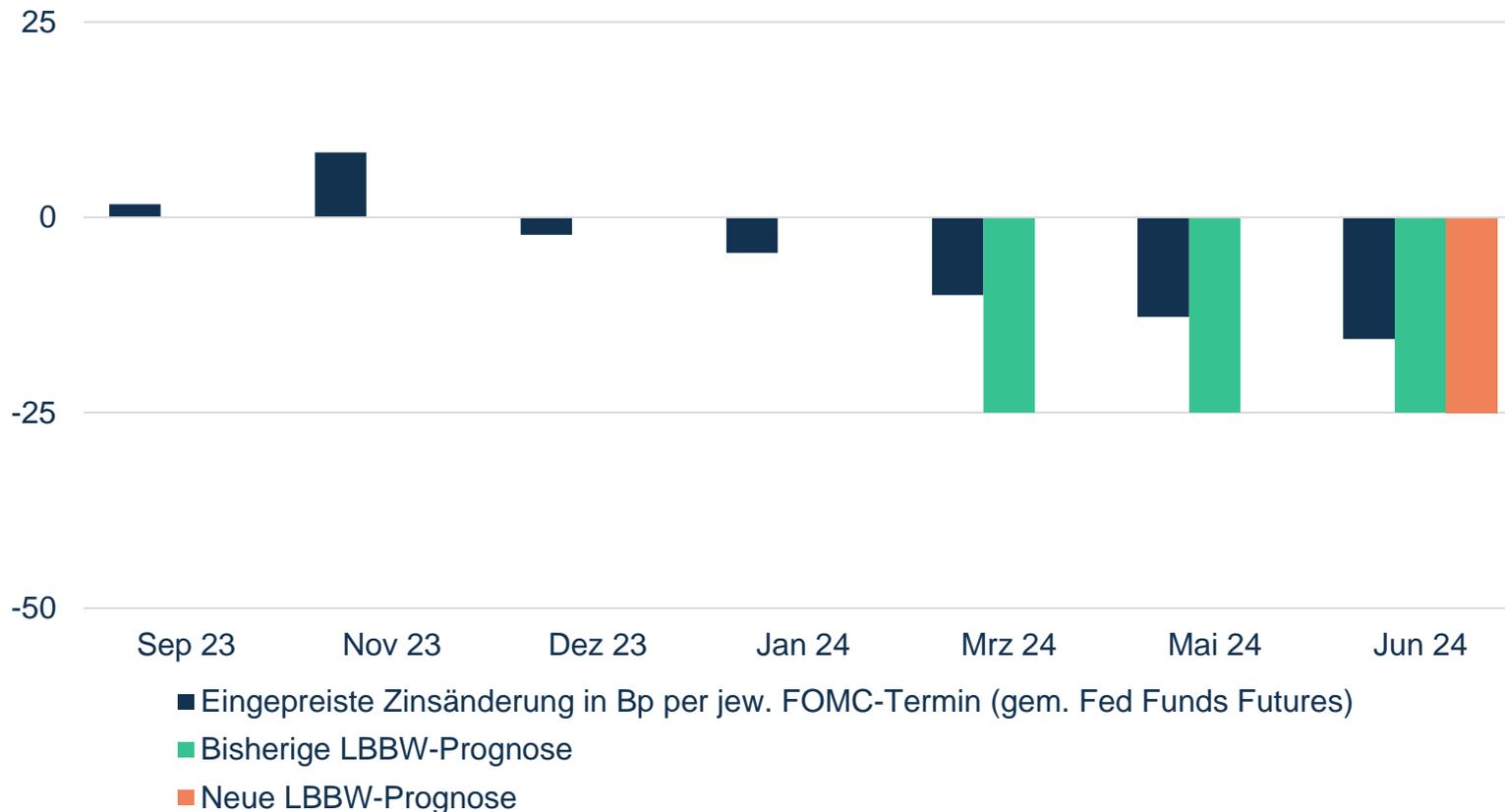
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und marktimplizite Wahrscheinlichkeit für weitere Fed-Zinsanhebung



- Jackson Hole: Powell sorgt sich, dass hartnäckig hohes BIP-Wachstum die zarten Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung zunichte macht.
- Laut „Dot Plot“ vom Juni erachten die US-Währungshüter im Median einen weiteren Zinsanhebungsschritt bis Ende 2023 als angemessen.
- Die marktimplizite Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinsanhebung sprang zwar nach mehreren starken Konjunkturdaten zeitweise über 50 %.
- Der US-Arbeitsmarktbericht für August sorgte aufgrund starker Abwärtsrevision der Vormonatswerte und mäßigen Lohnanstiegs aber für einen merklichen Dämpfer bei den Zinserhöhungserwartungen.

Fed-Prognose: Zinswende kommt später

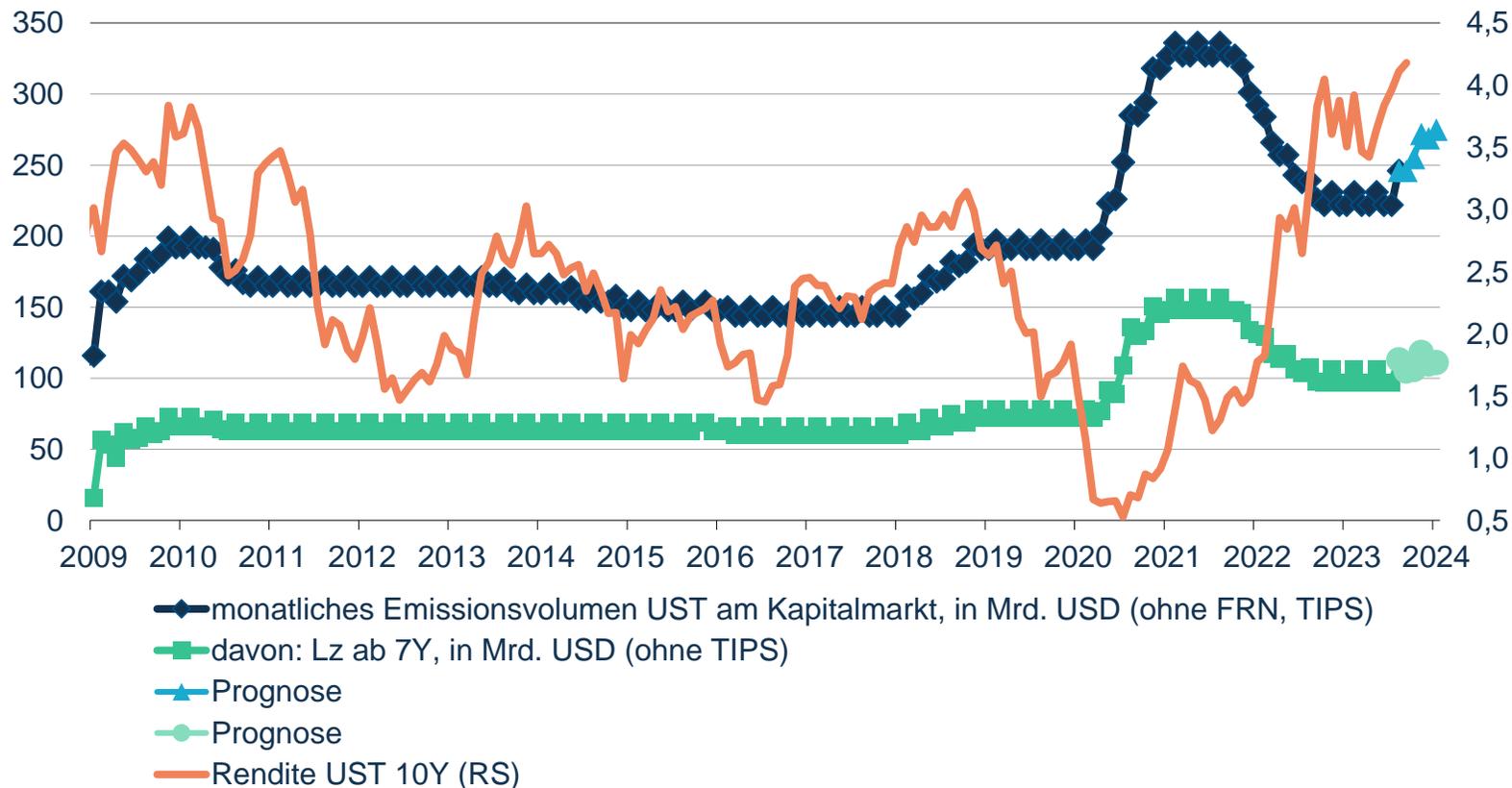
Am Markt eingepreiste Zinsschritte je FOMC-Sitzung sowie bisherige und neue LBBW-Prognose (in Bp)



- Durch die US-Inflationsentwicklung und das nachlassende Tempo beim Stellenaufbau sehen wir uns zwar in unserer Prognose eines Leitzins-Peaks bei 5,50 % bestärkt.
- Powells Zusage einer „sorgfältigen“ Abwägung weiterer Schritte spricht für eine Pause im September.
- Die Robustheit der Konjunkturdaten (steigende Wahrscheinlichkeit für „Soft Landing“) macht aber ein „high(er) for longer“ beim Leitzins wahrscheinlicher.
- Wir adjustieren daher unsere Prognose für den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung von März auf Juni 2024. Unsere Leitzinsprognose per Ende 2024 heben wir moderat auf 4,25 % an (bisher 4,00 %).

US-Staatsanleihen: Rating-Herabstufung als Menetekel?

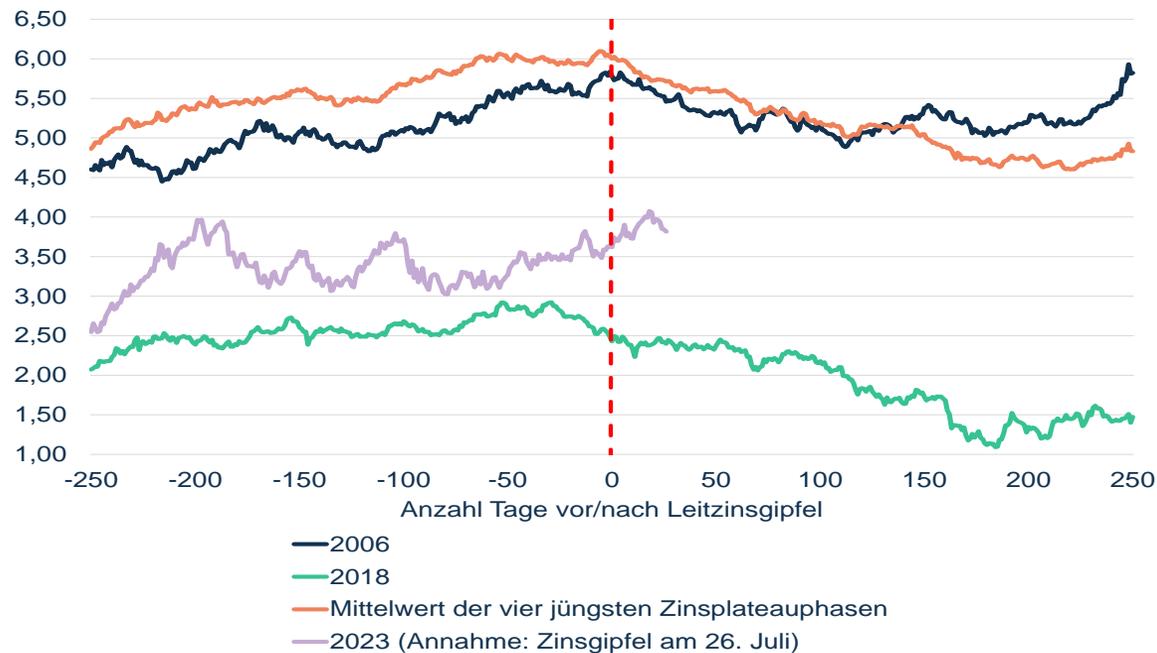
Monatliches Emissionsvolumen am US-Treasurymarkt (in Mrd. USD, mit Prognose) und 10Y US-Treasuryrendite



- Die Ratingagentur Fitch hat die Bonitätseinstufung der USA u.a. mit Verweis auf eine anhaltend laxe Defizitpolitik der Regierung von AAA auf AA+ gesenkt.
- Fitch folgt damit dem Schritt von S&P aus dem Sommer 2011.
- Damals profitierten die US-Staatsanleihekurse sogar von der Herabstufung, weil diese eine Flucht in die sicheren Häfen auslöste.
- Aktuell ist die Ausgangslage für den Treasurymarkt insofern ungünstiger, als das US-Schatzamt zugleich für das laufende Quartal eine Ausweitung seiner Emissionsvolumina am Kapitalmarkt angekündigt hat. Der Angebotstrend dürfte zudem auch in den Folgequartalen weiter nach oben weisen.

US-Leitzinszyklus & Langfristzinsen: 10Y-Zins beginnt Abstieg ab dem Leitzinsgipfel

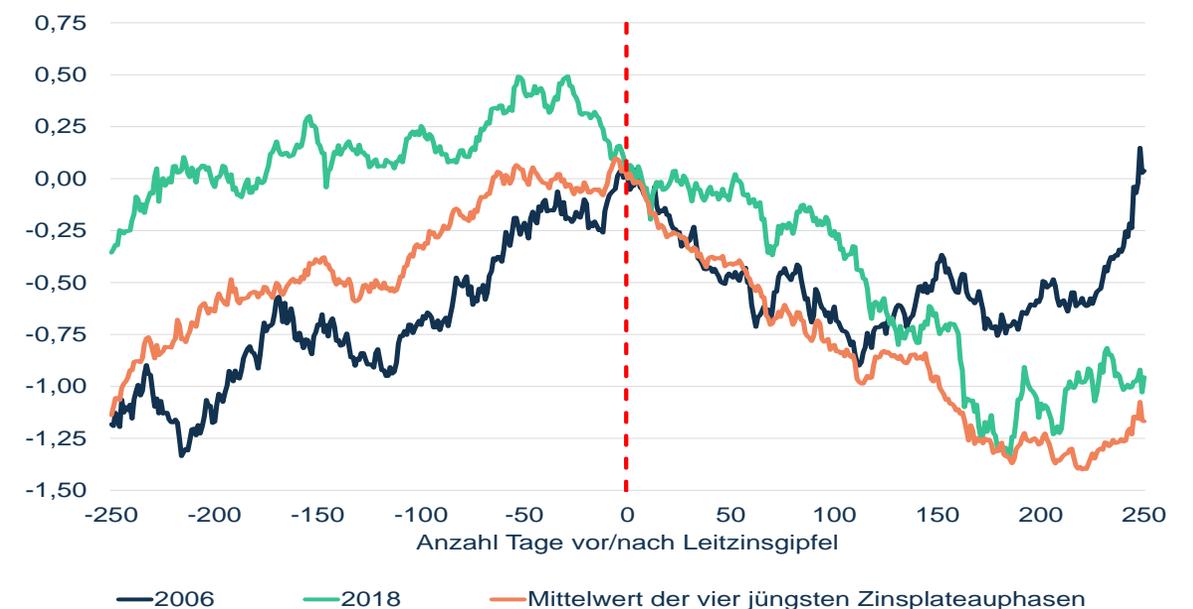
10Y USD-Swapsatz im Umfeld historischer Leitzinsgipfel



- 2006: Gipfelbildung beim 10Y USD-Swapsatz annähernd zeitgleich mit Leitzinsgipfel.
- 2018: 10Y Swap erreicht Peak bereits rund drei Monate vor finaler Fed-Zinsanhebung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

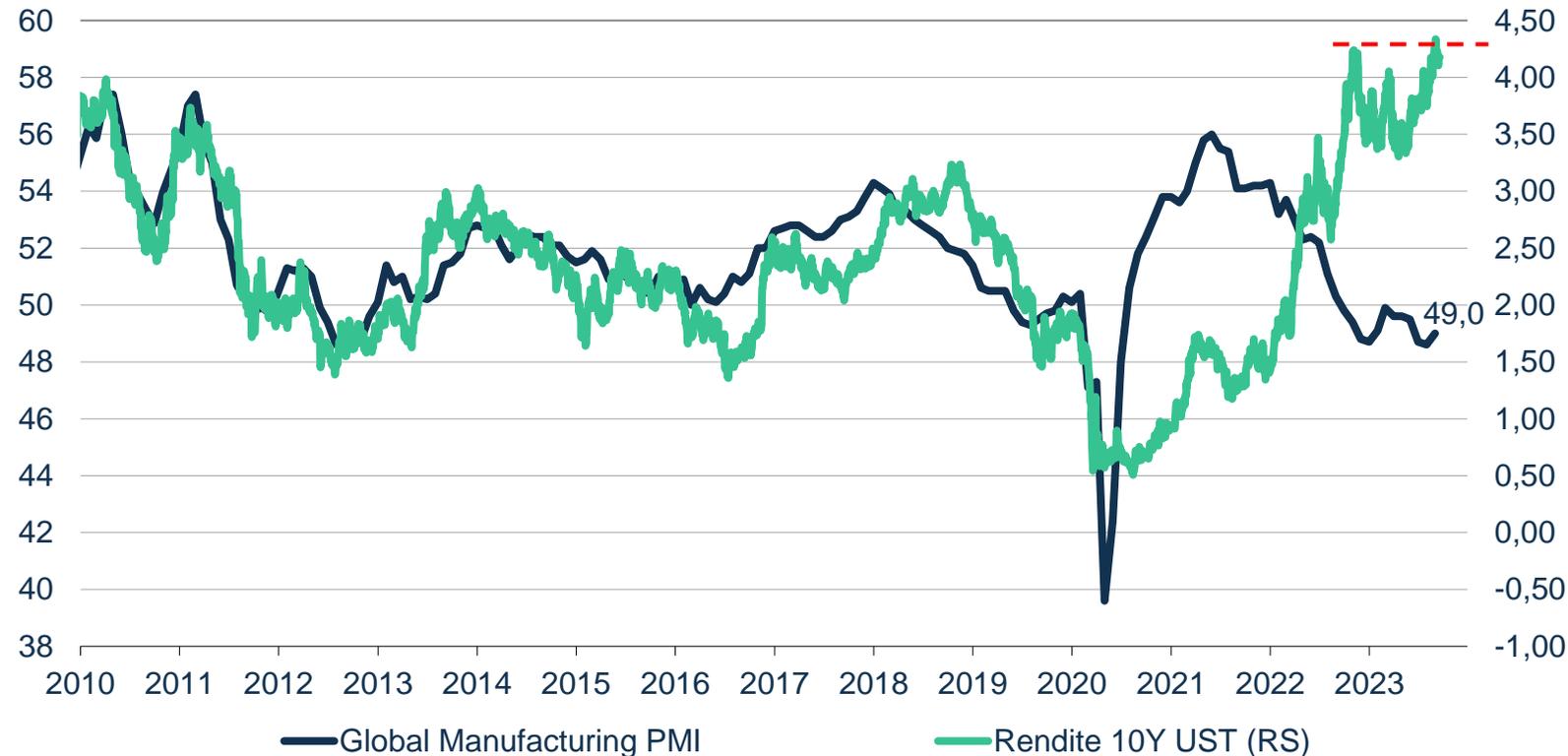
Veränderung 10Y USD-Swapsatz (in %-Pt.) im Umfeld historischer Leitzinsgipfel



- Im Durchschnitt über letzte vier Leitzinszyklen setzte die Gipfelbildung beim 10Y Swap einige Zeit vor dem Leitzins-Peak ein.
- **Signifikanter Renditeabwärtstrend in den ersten sechs Monaten nach dem Leitzinsgipfel.**

USD-Langfristzinsprognose angehoben – Anstieg gleichwohl übertrieben

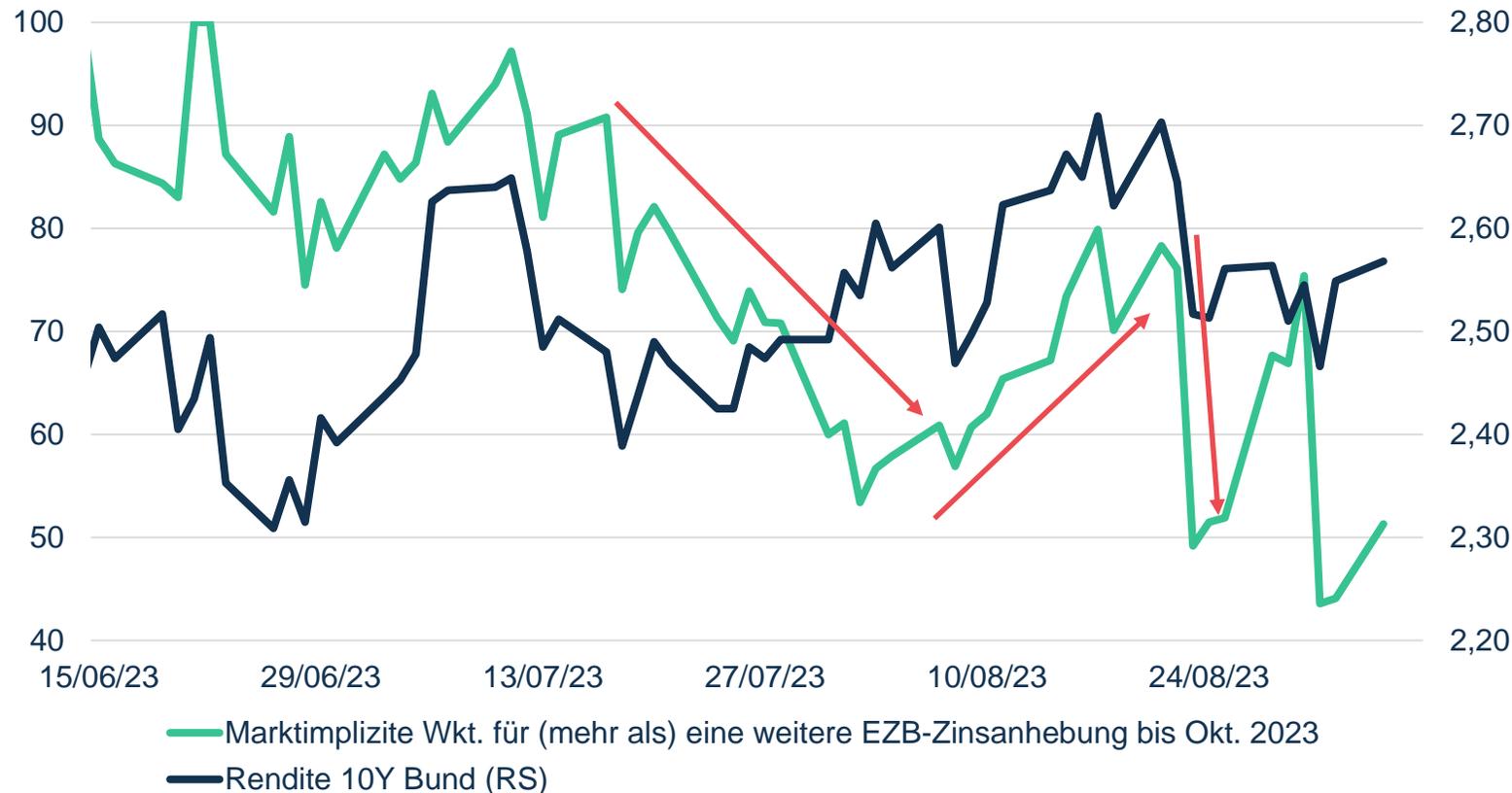
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und globaler PMI Manufacturing



- Das Momentum favorisiert nach dem Erreichen eines Zyklushochs die rentenbearische Seite.
- Dem steht gegenüber, dass die weltwirtschaftliche Lage weiterhin mau ist, insbesondere mit Blick auf die anhaltende Schwäche in China.
- Fazit: Die Argumente sprechen in Summe für eine Anhebung unserer Renditeprognose (Adjustierung bei Fed-Prognose, Sensibilisierung für Angebot, Momentum). Aber: Unser „Basis-Narrativ“ sinkender Renditen ist intakt, unseren Mittelfrist-Ausblick passen wir nur graduell an.
- 10Y UST-Prognose per Ende 2023 jetzt bei 3,85 % (bisher: 3,50 %), Prognose per Ende 2024 bei 3,40 % (bisher: 3,25 %).

EZB: Zinserwartung im Spannungsfeld zwischen US-Impulsen und Rezessions Sorgen

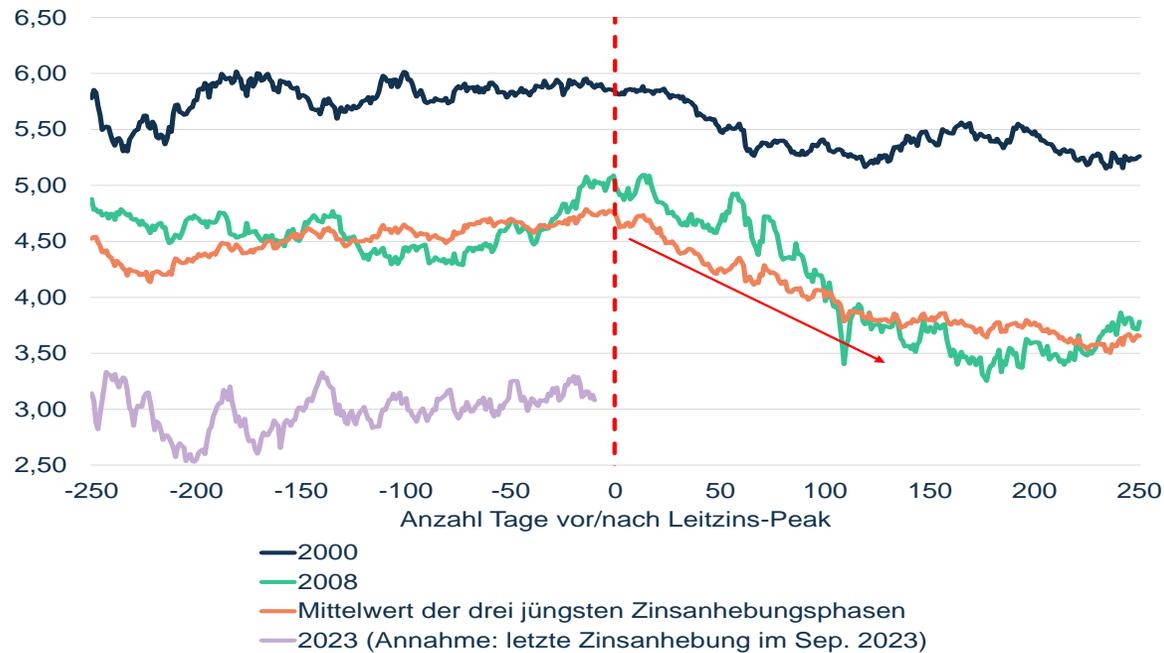
Rendite 10-jähriger Bunds und marktimplizite Wahrscheinlichkeit für eine weitere EZB-Zinsanhebung bis Okt. 2023



- Jackson Hole: Lagarde lässt sich bezüglich Plänen für nächstes EZB-Ratstreffen nicht klar in die Karten schauen. Lohnentwicklung werde „sehr aufmerksam“ beobachtet, Verankerung der Inflationserwartungen sei „hochkritisch“. Neue Projektionen geben Ausschlag auf September-Sitzung.
- Die Abmilderung „hawkisher“ Rhetorik seit Mitte Juli hat die Leitzinserwartungen in Summe deutlich gedrückt.
- Ein Absturz der PMIs im August lieferte einen weiteren Dämpfer – der Markt sieht die Chance auf eine weitere Zinsanhebung annähernd „50:50“.
- Die überraschende Stagnation der EWU-Inflation im August stützt unsere Erwartung, dass die EZB zu einem finalen 25-Bp-Schritt auf der Sitzung am 14. September greift.

EUR-Leitzinszyklus & Langfristzinsen: 10Y Swap mit Peak kurz vor Leitzinsgipfel

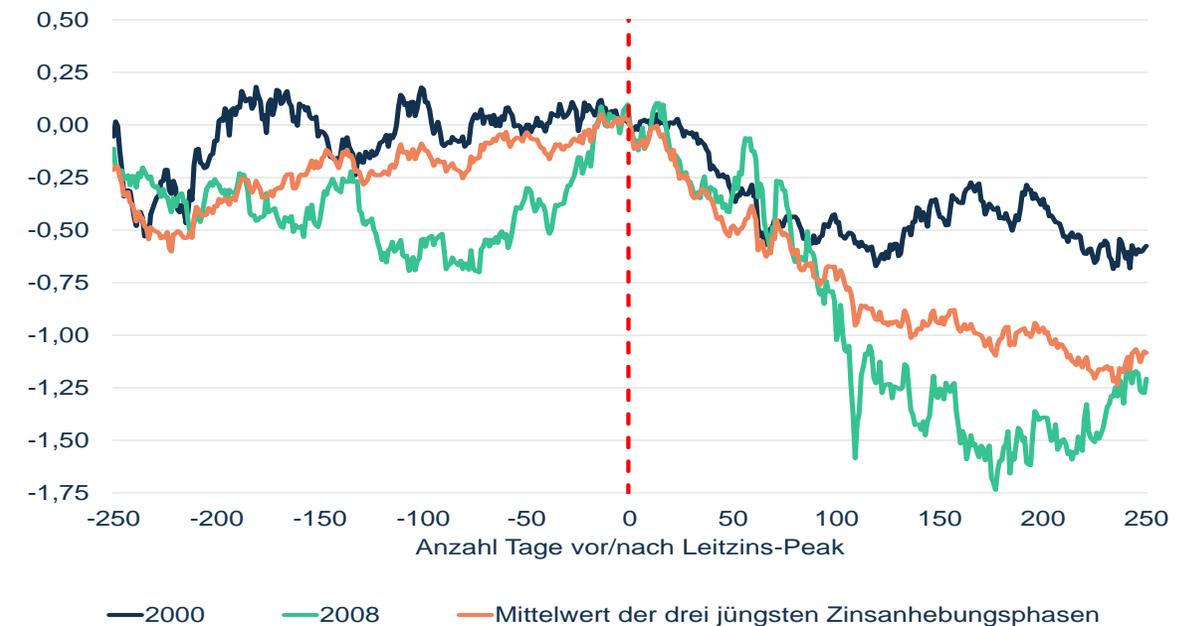
10Y EUR-Swapsatz im Umfeld historischer Leitzinsgipfel



- 2000: Gipfelbildung beginnt beim 10Y EUR-Swapsatz bereits rund neun Monate vor Leitzinsgipfel.
- 2008: 10Y Swap erreicht Peak erst kurz nach finaler EZB-Zinsanhebung.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Veränderung 10Y EUR-Swapsatz (in %-Pt.) im Umfeld historischer Leitzinsgipfel



- Im Durchschnitt über letzte drei Leitzinszyklen liegt der Gipfel beim 10Y Swapsatz zeitlich kurz vor dem Leitzins-Peak.
- Signifikanter Renditeabwärtstrend in den ersten sechs Monaten nach dem Leitzinsgipfel.

Fazit: Kein erneuter Crash am Rentenmarkt, mittelfristige Unsicherheit bleibt hoch

USD-Zinsen und Prognose

in %

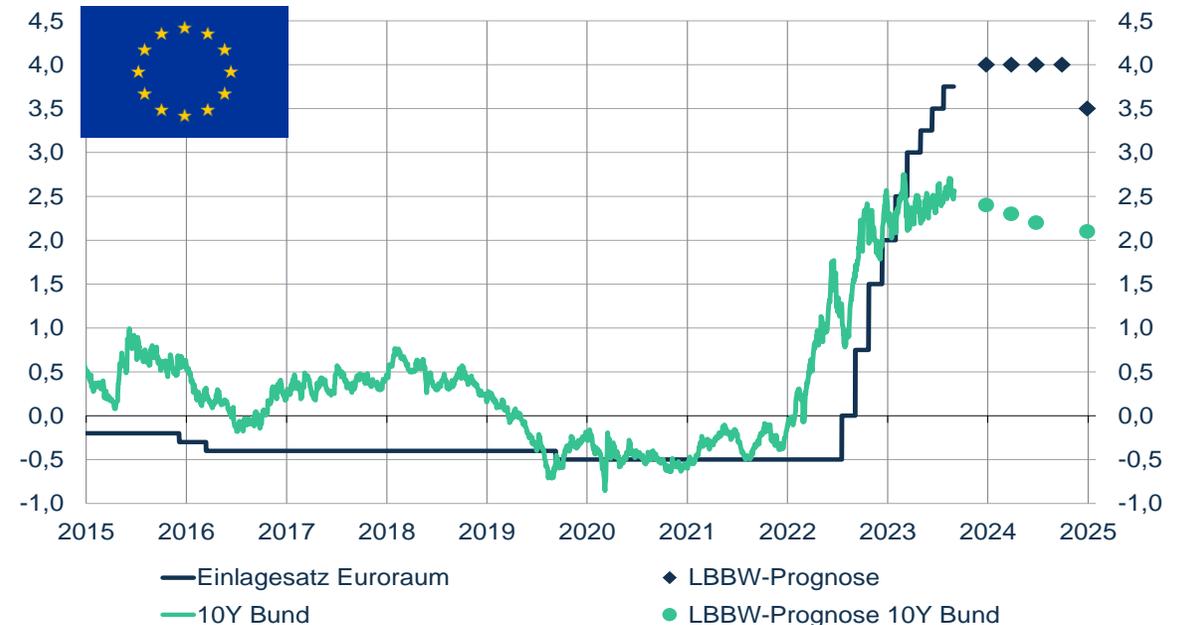


- Leitzinsgipfel auf aktuellem Niveau von 5,50 % erreicht. Aufwärtsrisiken, sofern Arbeitsmarkt eng bleibt und Desinflation stockt.
- Erste Leitzinssenkung im Juni 2024; insgesamt fünf Schritte bis Ende 2024; Aussicht auf mittelfristig sinkende Langfristzinsen.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %

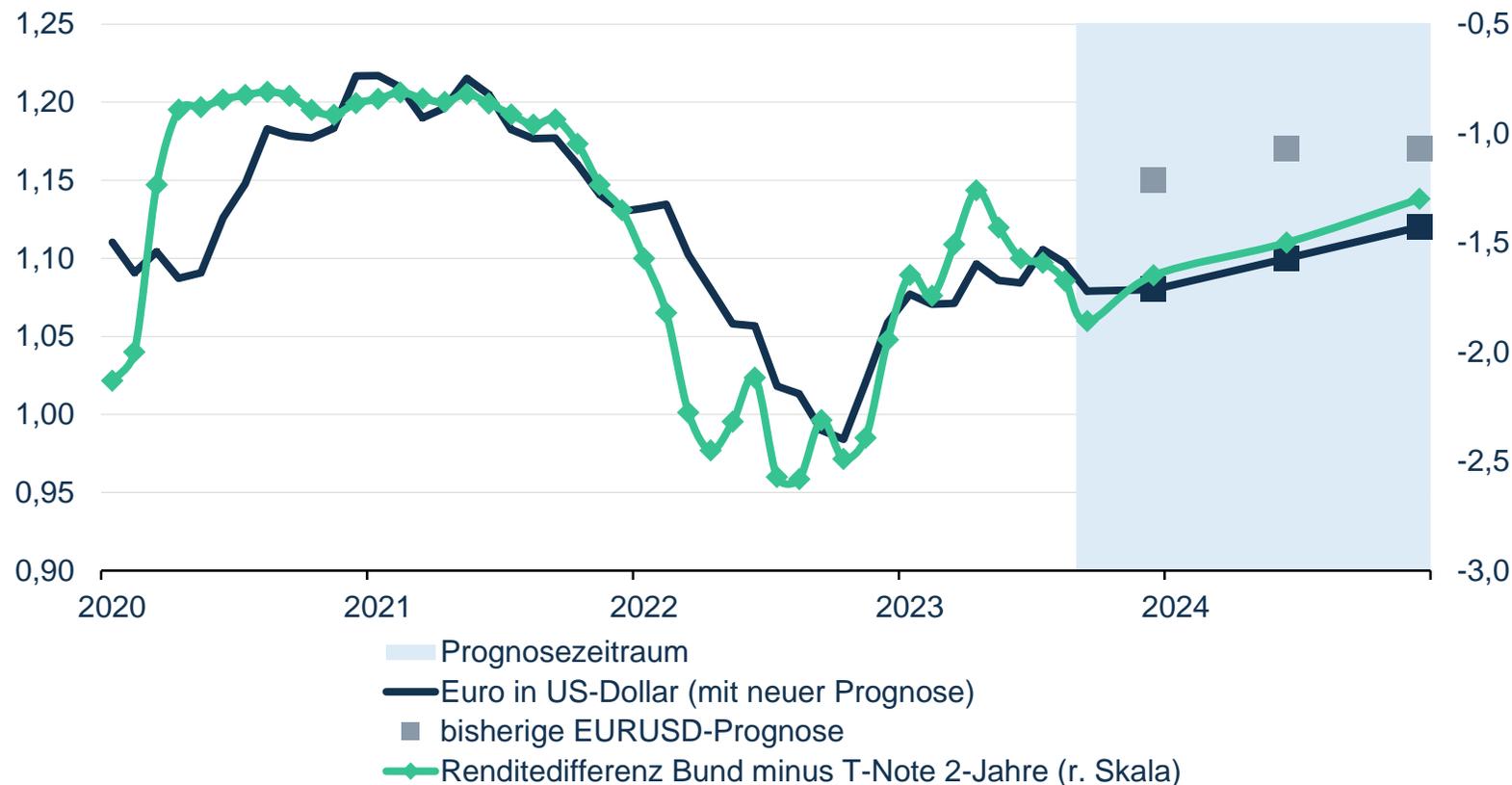


- Eine weitere Zinserhöhung um 25 Bp im Sep. 2023. Leitzinsgipfel bei 4,00 %; erste Senkung im Herbst 2024.
- Langfristzinsen: Aufwärtsrisiken durch Unsicherheit über Höhe des Leitzinsgipfels; auf mittlere Frist Trendwende erwartet.

Der Euro hat weiterhin Aufwertungspotential – Anstieg aber flacher als bisher prognostiziert

Euro in US-Dollar und Renditedifferenz (mit Prognose)

Monatsdurchschnitte



- Die Prognoserevision bei den USD-Zinsen wirkt sich auf den EURUSD-Währungsausblick aus, und zwar über eine veränderte Erwartung für die Entwicklung der Zinsdifferenz zum Euroraum.
- Eine mittelfristige Einengung des USD-Zinsvorsprung bleibt unser Hauptszenario, allerdings dürfte diese weniger dynamisch ausfallen als bisher erwartet .
- In den vergangenen drei Jahren zeigte der EURUSD-Wechselkurs einen relativ engen Gleichlauf mit der Renditedifferenz zweijähriger Staatsanleihen.
- Auf dieser Basis senken wir unsere Wechselkursprognose per Ende 2024 von 1,17 auf 1,12. Auf kürzere Sicht unterstellen wir nunmehr zunächst eine Seitwärtsbewegung.

Zinsprognosen im Detail

	Spot	31-Dec-23	Forecast 30-Jun-24	31-Dec-24	
Euro area					
ECB Main Refinancing Rate	4.25	4.50	4.50	4.00	
ECB Deposit Rate	3.75	4.00	4.00	3.50	
Overnight Rate (€STR)	3.65	3.95	3.95	3.45	
3M Euribor	3.80	3.95	3.90	3.35	
Swap 2Y	3.67	3.50	3.05	2.60	
Swap 5Y	3.22	3.05	2.70	2.50	
Swap 10Y	3.15	2.90	2.70	2.60	
Bund 2Y	3.09	2.95	2.50	2.05	
Bund 5Y	2.58	2.50	2.20	2.00	
Bund 10Y	2.55	2.40	2.20	2.10	
USA					
Fed Funds Target Rate	5.50	5.50	5.25	4.25	
Overnight Rate (SOFR)	5.31	5.35	5.10	4.10	
3M Money Market	5.66	5.30	5.00	4.05	
Swap 2Y (SOFR-OIS)	4.80	4.55	3.95	3.30	
Swap 5Y (SOFR-OIS)	4.08	3.80	3.50	3.15	
Swap 10Y (SOFR-OIS)	3.89	3.60	3.35	3.20	
Treasury 2Y	4.93	4.60	4.00	3.35	
Treasury 5Y	4.32	4.00	3.65	3.30	
Treasury 10Y	4.19	3.85	3.60	3.40	
Other industrialized countries					
Japan	Overnight Rate (TONAR)	-0.07	0.05	0.20	0.20
Japan	10Y Government Bond	0.64	0.65	0.75	0.80
UK	Overnight Rate (SONIA)	5.19	5.70	5.20	4.20
UK	10Y Government Bond	4.46	4.25	3.95	3.65
Switzerland	Overnight Rate (SARON)	1.71	1.95	1.95	1.70
Switzerland	10Y Government Bond	0.99	0.95	0.85	0.75

Quellen: LSEG, LBBW Research

05

Credits: Leichter Dämpfer im August



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		9,958

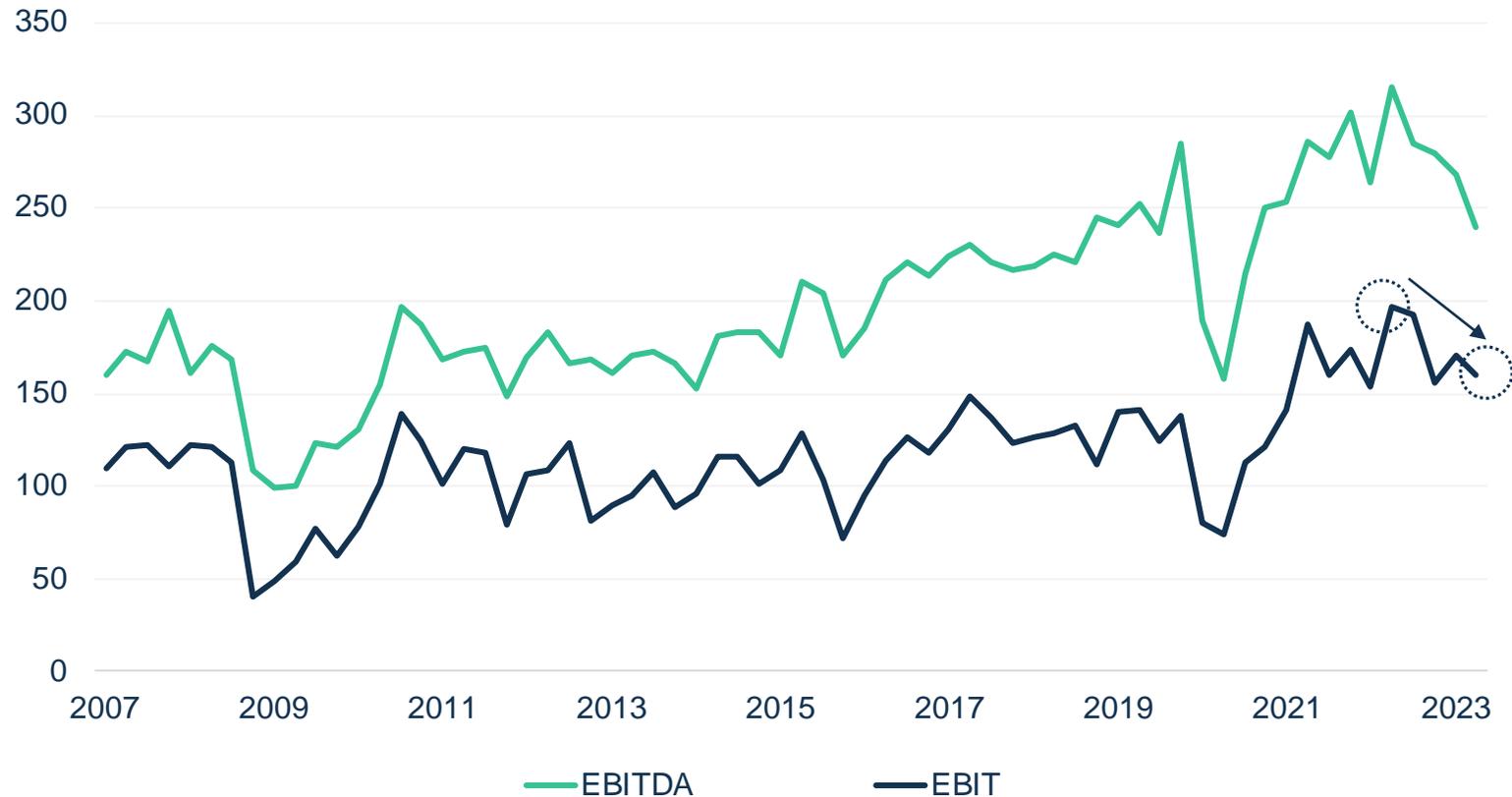
Matthias Schell, CFA
Senior Credit Analyst
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

In Q2 teils deutliche Ertragsrückgänge

Ertragsentwicklung in Europa nach Quartalen

Median STOXX Europe 600, in Mio. Euro

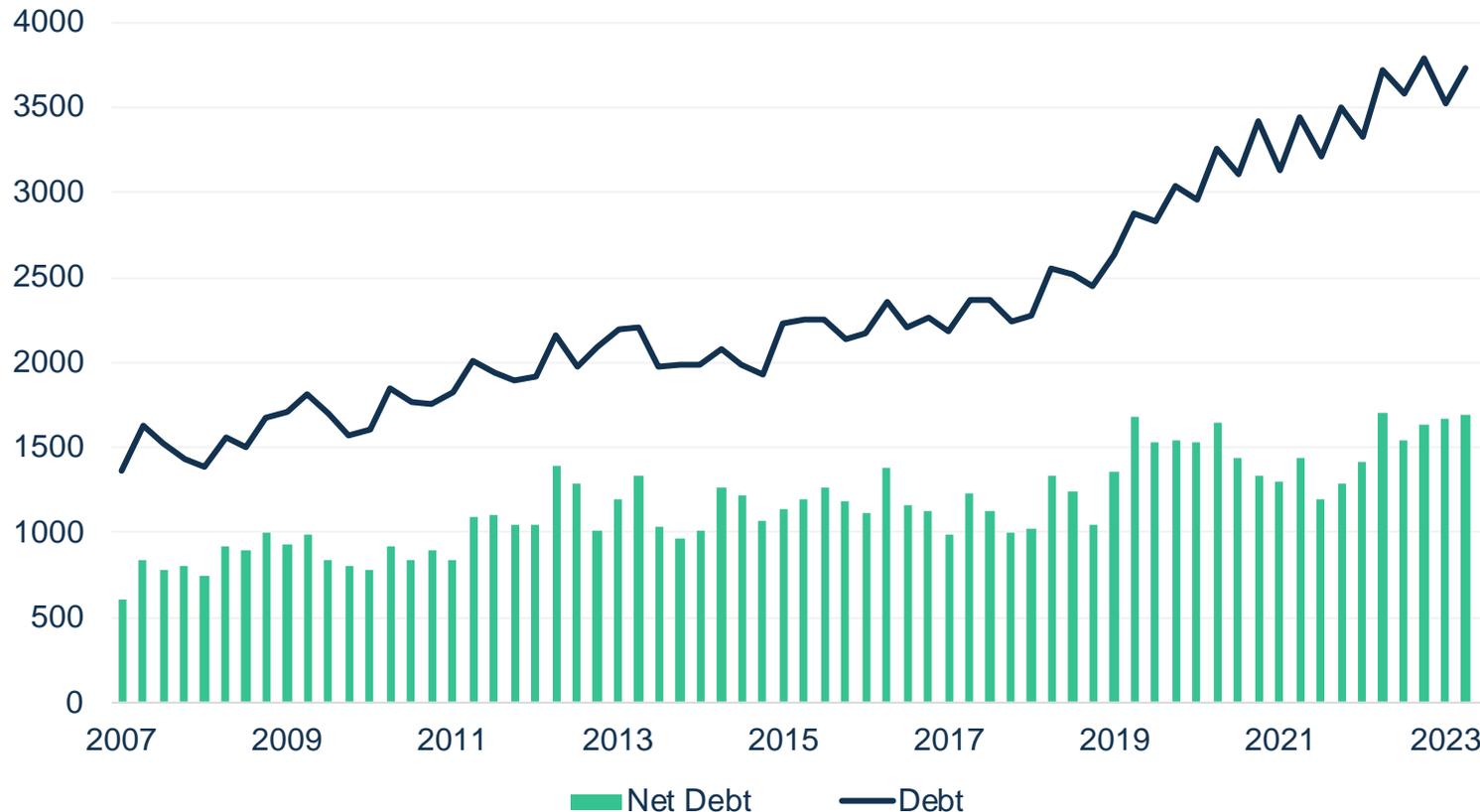


- Die meisten Unternehmen haben ihre Quartalsberichte inzwischen vorgelegt. In Q2/2023 sank das Median-EBIT im STOXX Europe 600 um 18% yoy.
- Immerhin gegenüber einer starken Vergleichsbasis: Im Vorjahresquartal Q2/2022 hatten die Unternehmen ein Rekordergebnis erzielt.
- Aggregiert stieg der Index-Gewinn zwar um 7% yoy. Dies war allerdings v.a. auf die Sektoren Finanzwesen, Versorger und Technologie zurückzuführen.
- Die meisten Branchen mussten dagegen Rückgänge hinnehmen – insbesondere Immobilien, Rohstoffe und Energie. Auch hier ist zu beachten, dass die starken Preissteigerungen im Vorjahresquartal z.B. zu Rekordgewinnen bei Ölkonzernen gesorgt hatten.

Finanzschulden am oberen Rand

Unternehmensverschuldung in Europa nach Quartalen

Median STOXX Europe 600, in Mio. Euro

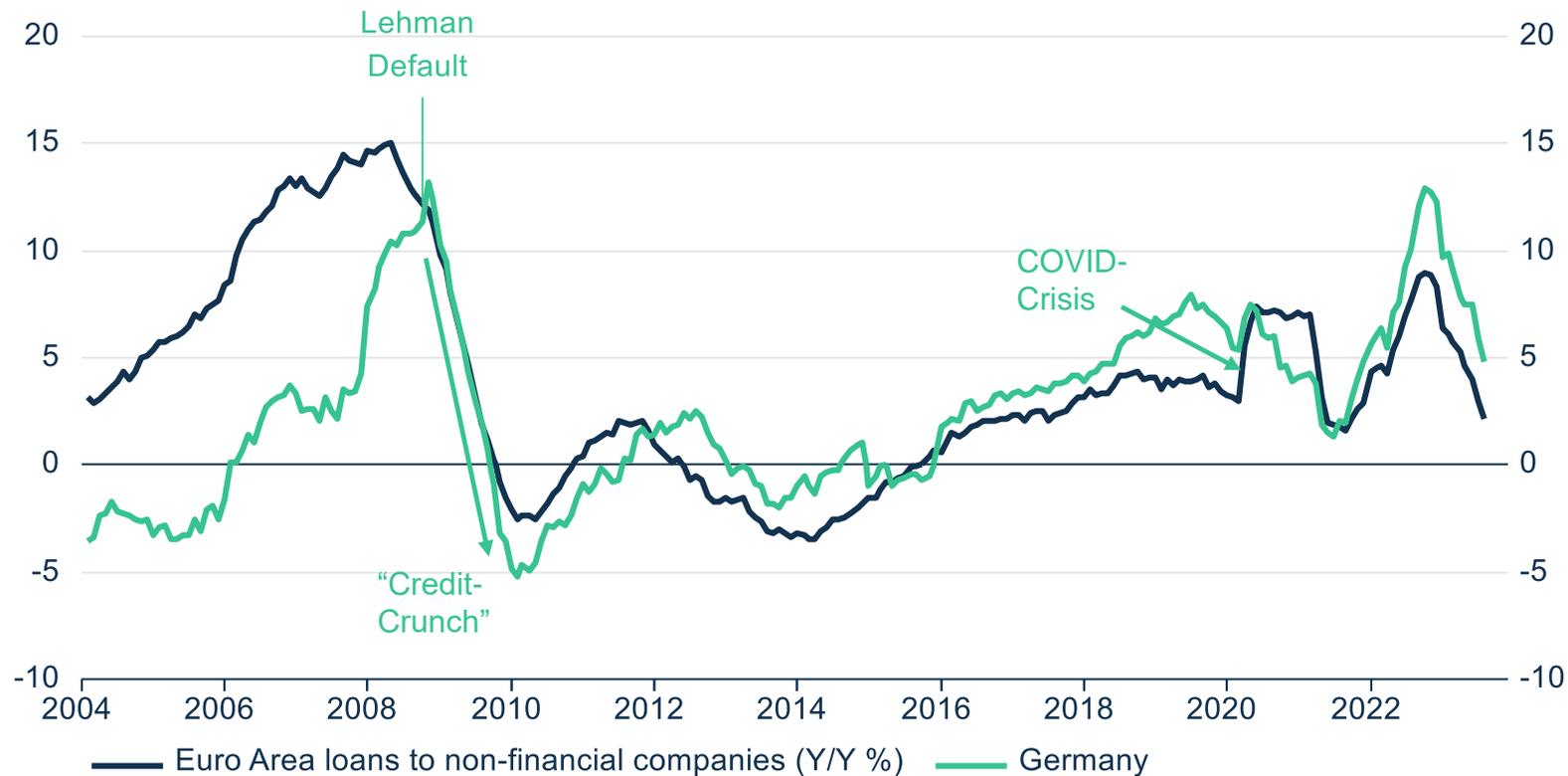


- Die oft rückläufigen Erträge in Q2/2023 trugen nicht dazu bei, die Verschuldung zu senken.
- Sowohl die Netto- als auch die Brutto-Finanzschulden der Unternehmen stiegen zur Jahresmitte 2023 im Median leicht an. Damit lagen sie im Bereich vorheriger Höchststände.

Sinkendes Wachstum der Kreditvergabe

Kreditvergabe

in Prozent ggü. Vorjahr

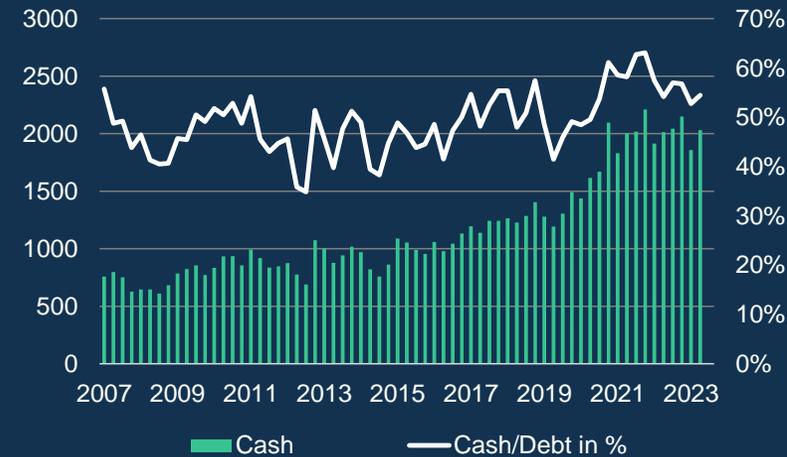


- Das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum zeigt sich seit Dezember 2022 deutlich rückläufig, allerdings ausgehend von einem vorherigen starken Anstieg auf fast 9% bzw. für Deutschland sogar 13% – die höchsten yoy-Wachstumsraten seit 2009!
- Im Juli 2023 lagen die Steigerungsraten in Deutschland noch immer bei rund +5% (Euroraum: +2,2%).
- Treiber für den Kreditbedarf in Deutschland war v.a. das gestiegene Preisniveau.
- Das hohe Zinsniveau dürfte die Dynamik der Kreditnachfrage weiter bremsen. Außerdem verfügen viele Unternehmen noch über hohe Cash-Reserven.



Cash und Cash/Debt

Median im STOXX Europe 600



In Q2/2023 stiegen die Cash-Bestände der europäischen Unternehmen im Median an.

Die Relation zu Brutto-Finanzschulden (Cash/Debt) blieb über der Marke von 50%, was weiterhin ein komfortables Niveau darstellt.

Cash-Bestände weiter hoch

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

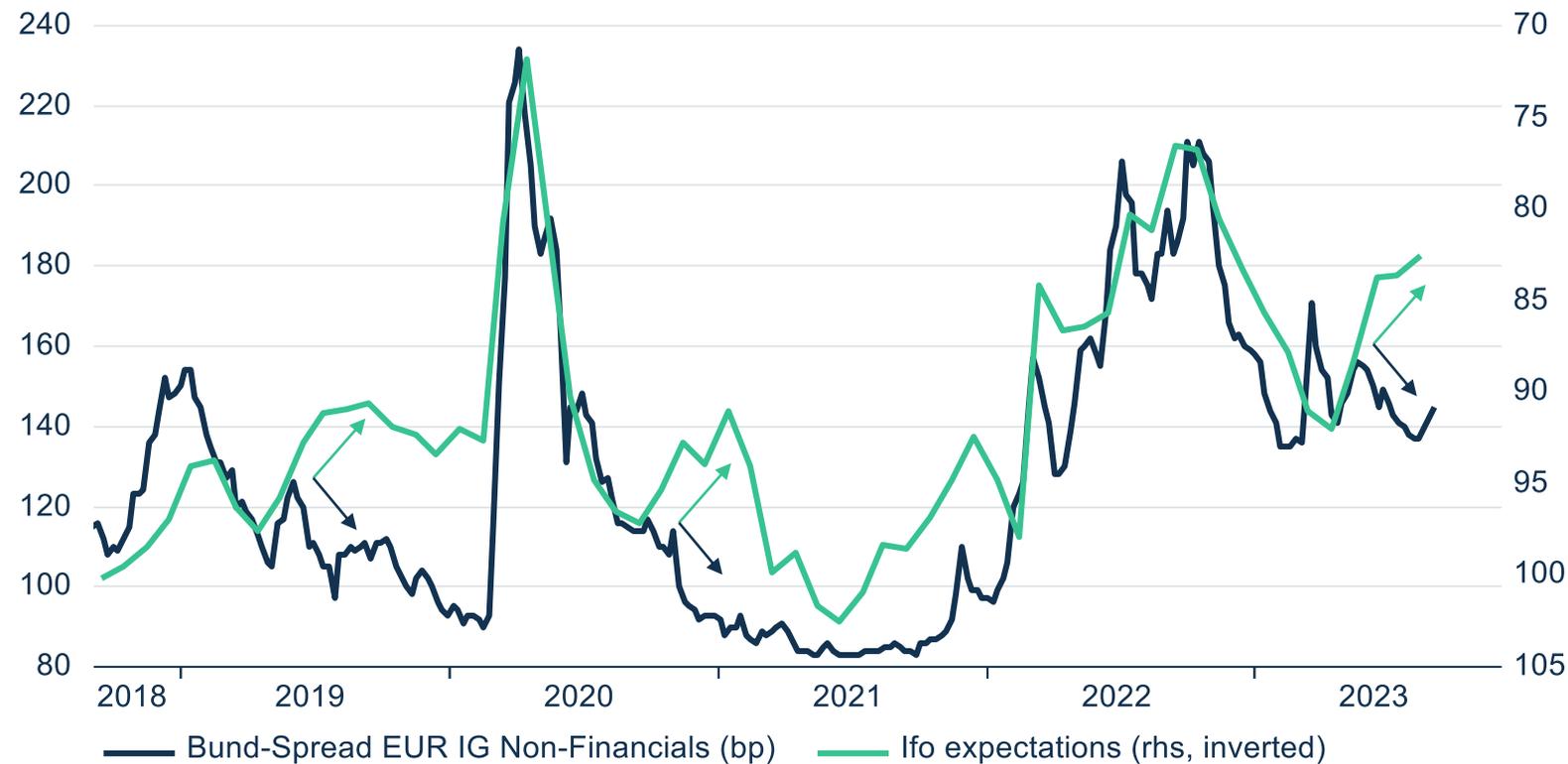
Auch aktuell liegt die Cash-Ausstattung der europäischen Unternehmen in der Breite deutlich über dem „Vor-Corona-Niveau“.



Im August leichter Spreadanstieg

ifo-Erwartungen vs. Corporate Spreads

Geschäftserwartungen Deutschland und Investmentgrade-Spreads über Bundesanleihen



- Die Corporate Spreads gegenüber Bundesanleihen hatten sich von Mai bis Juli eingengt – trotz sinkender ifo-Geschäftserwartungen für Deutschland.
- Unsere Erwartung einer vorübergehend divergierenden Entwicklung (wie 2019 und in H2/2022) wurde damit bestätigt.
- Nach den Spreadeinengungen rechneten wir mit einer Gegenbewegung, die im August auch erfolgte. Der leichte Spreadanstieg könnte sich im September kurzfristig noch fortsetzen.
- Mittelfristig sehen wir das aktuelle Spread- und Renditeniveau für Investoren weiterhin als attraktiv an.

06

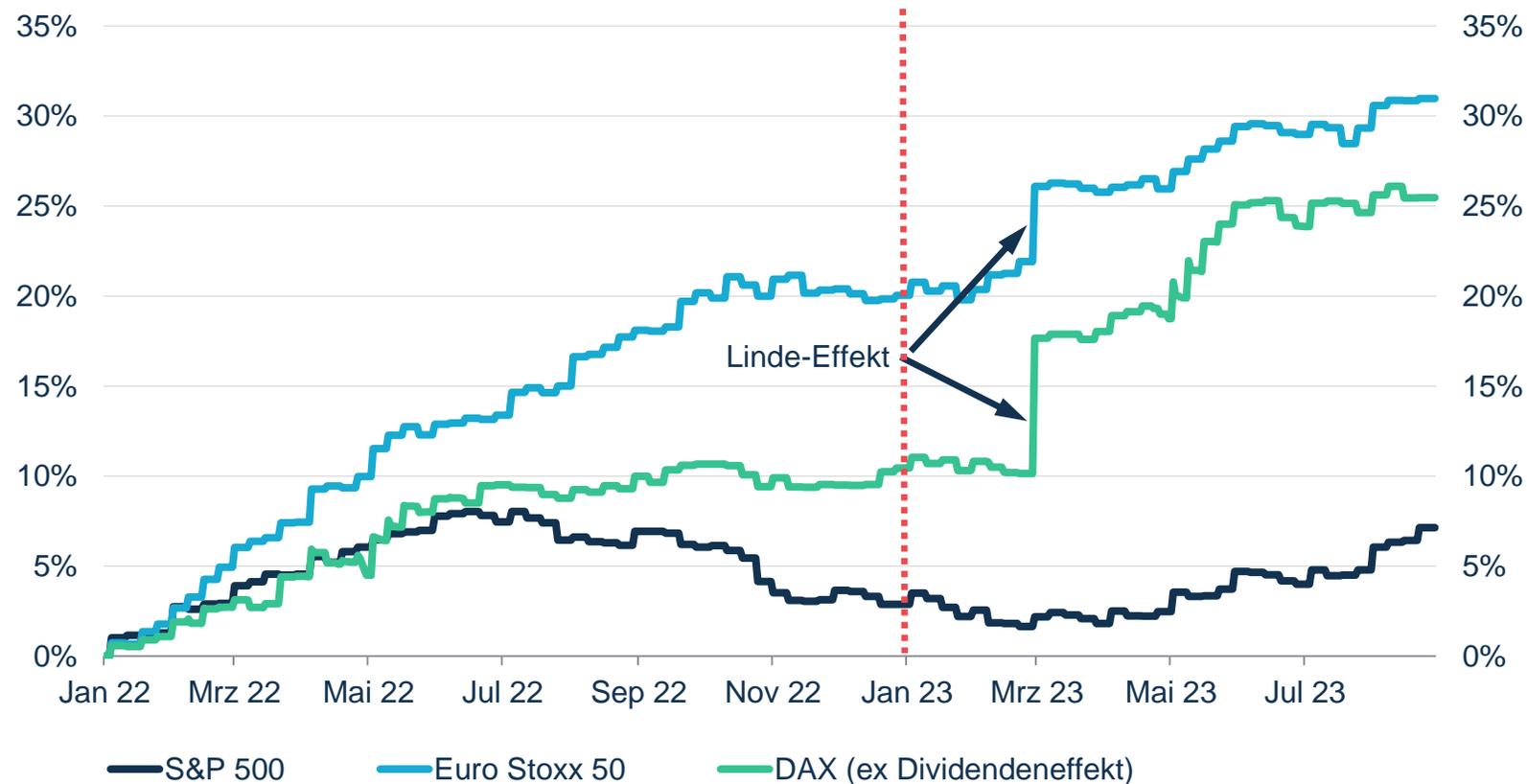
**Aktien:
Historie lässt
volatilen
September
erwarten**

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

Heimische Gewinnabwärtsrevisionen lassen weiter auf sich warten – Puffer wegen Substitutionseffekt

International: 12-Monats-Forward-Gewinne

indexiert

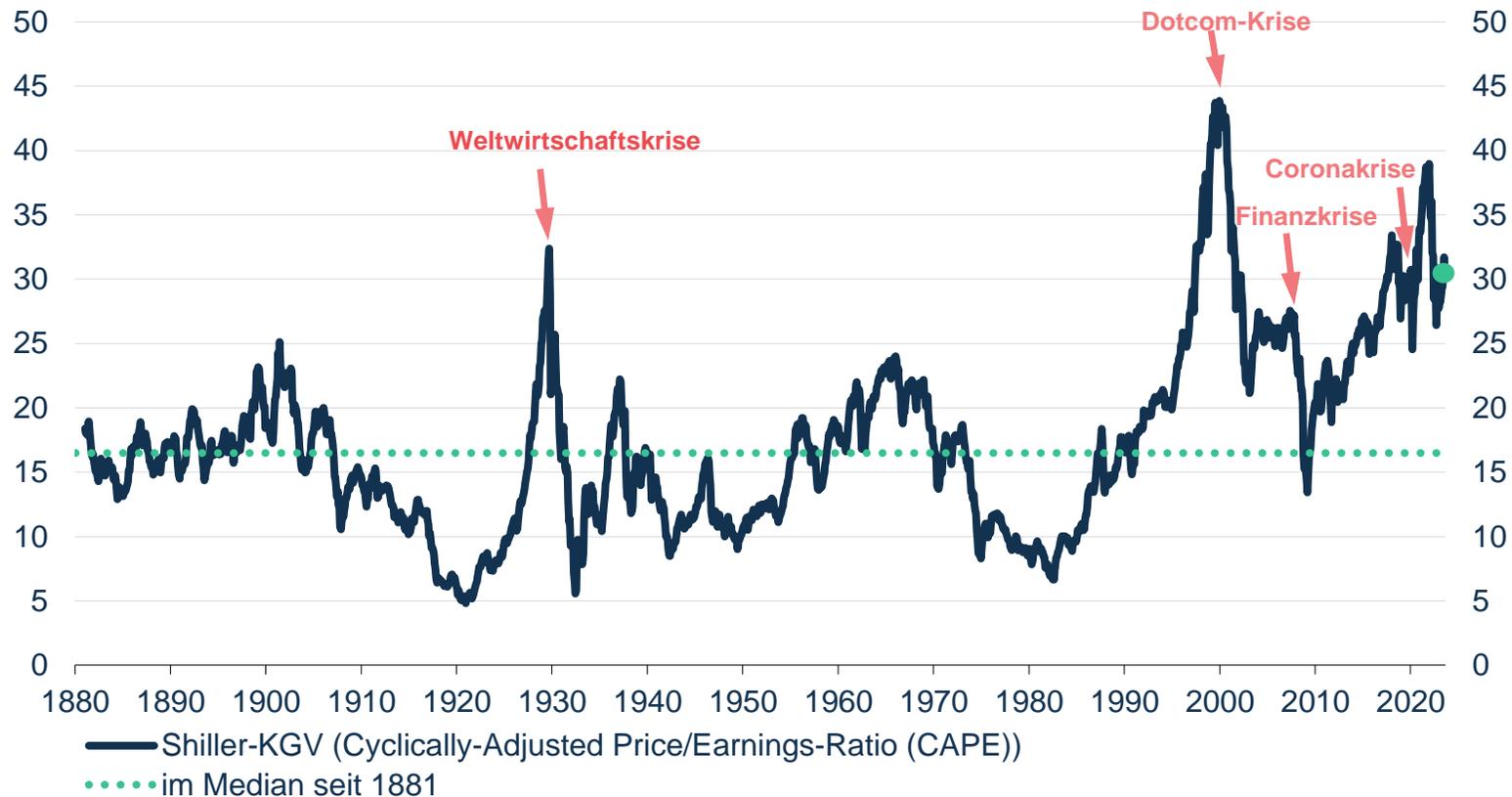


- Während die Gewinnschätzungen für den S&P 500 im Vorjahr sanken, tendierten sie in den beiden heimischen Indizes parallel hierzu seitwärts. Wegen der diesseits des Atlantiks klar schwächeren Konjunktur schien es nur eine Frage der Zeit, bis auch die für heimischen Indizes Abwärtsrevisionen erfolgen.
- Stattdessen legten ihre 12M-Fwd.-Gewinne seit Jahresbeginn weiter zu. Sie taten dies sogar weit stärker als im S&P 500. Dies gilt auch dann noch, wenn man den Linde-Effekt, welcher rein der Titelmzusammensetzung und nicht einer veränderten Analysteneinschätzung geschuldet ist, ausklammert.
- Falls die Kappungen doch noch kommen sollten, würden jene über den Substitutionseffekt zu einem Gutteil abgepuffert werden. Schließlich werden für 2024 deutlich höhere Gewinne erwartet.

US-Aktienmarkt gemäß Shiller-KGV sehr hoch bewertet

S&P 500: Cyclically-Adjusted-Price-Earnings-Ratio (Shiller-KGV)

Multiple



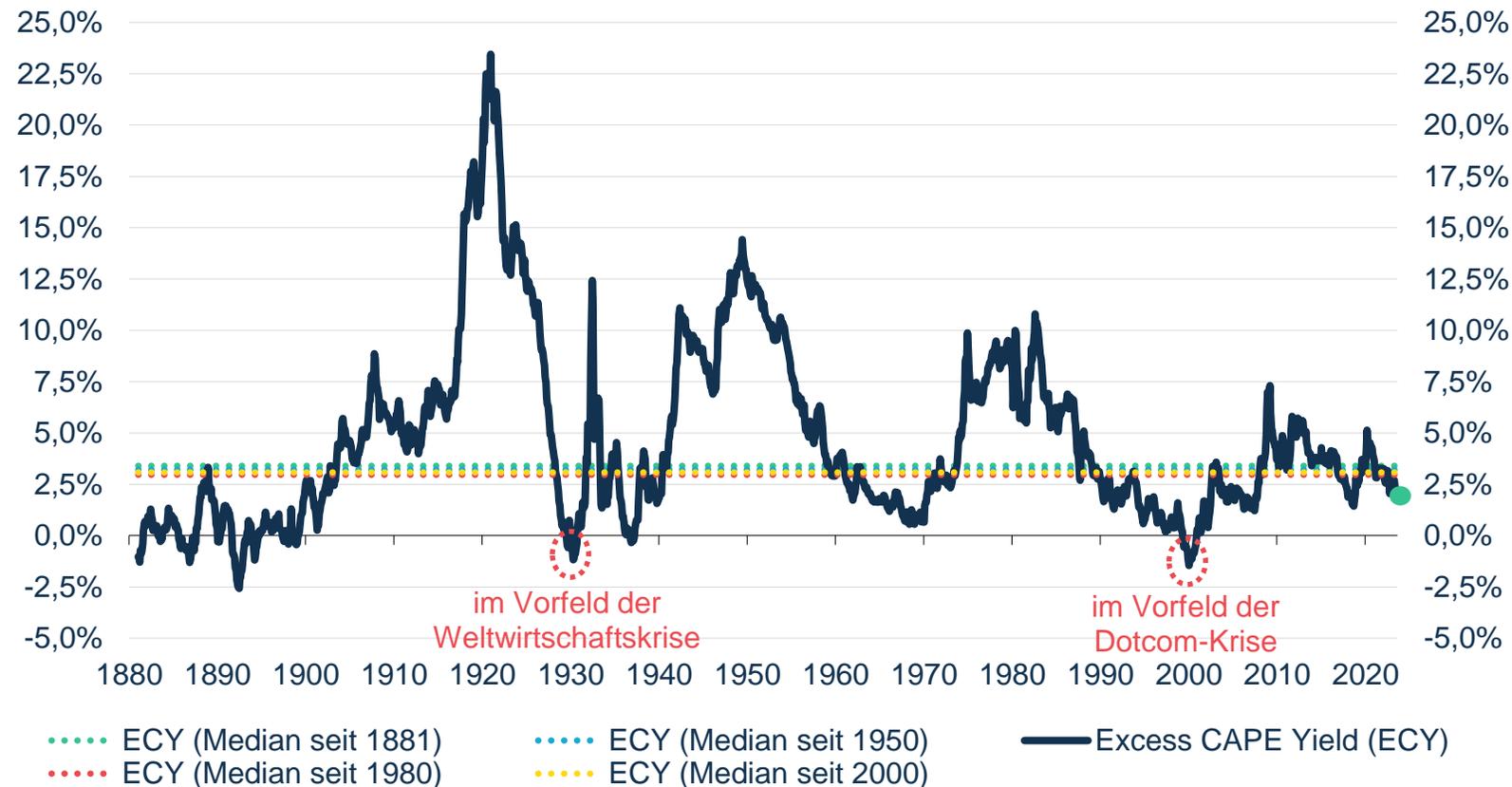
- Die vom Nobelpreisträger Robert J. Shiller entwickelte CAPE-Ratio gilt als das „bessere“ KGV. Um Teuerungseffekte und temporäre Verzerrungen auszublenden wird jene auf Basis des realen Durchschnittsgewinns der jeweils vergangenen zehn Jahre ermittelt. Sie fällt daher klar höher aus als das „normale“ KGV, welches auf zukunftsgerichteten Gewinnschätzungen basiert.
- Mit einer CAPE-Ratio von 30 sind US-Aktien derzeit fast doppelt so teuer wie im Median der mehr als 142-jährigen (!) Historie.
- Angesichts der Bewertungsspitze von 44 während der Dotcom-Bubble scheint allerdings noch viel Luft zu bestehen. Trotzdem ist auch das jetzige Niveau bereits sehr ambitioniert. Schließlich waren US-Aktien auf Basis dieser Kennzahl lediglich in knapp 5% aller Monate noch teurer als aktuell.

Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, LBBW Research

Kombination aus hoher Bewertung und mauer relativer Attraktivität als Damoklesschwert

S&P 500: Excess-CAPE-Yield (Shiller's relative Attraktivität)

in Prozentpunkten



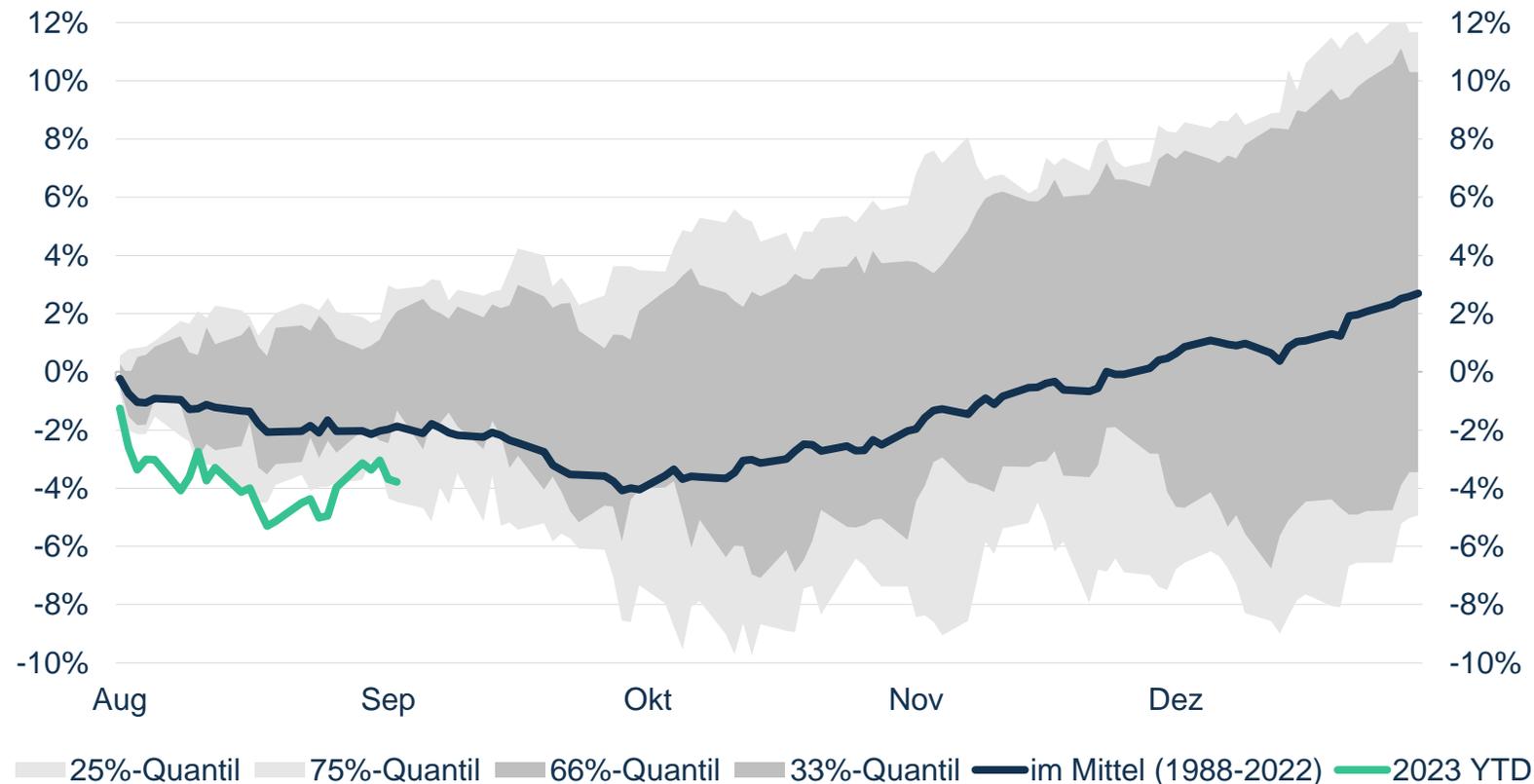
- Zur relativen Attraktivität von US-Aktien ggü. zehnjährigen US-Treasuries entwickelte Shiller mit ECY eine weitere Kennzahl. Jene fußt auf der inversen CAPE-Ratio.
- ECY, also der Aufschlag zu Gunsten der Aktien, liegt mit 1,8%-Punkten dabei aktuell klar unterhalb der Mediane früherer Referenzzeiträume (>3%-Punkte). Aktienrisiken werden ex ante damit zwar nur noch klar unterdurchschnittlich entlohnt. In 28% aller Monate fiel ECY jedoch noch niedriger aus als und war dabei temporär sogar negativ.
- Eine noch ungünstigere Kombination aus hoher Bewertung (CAPE) und geringer relativer Attraktivität (ECY) wie aktuell war nur noch in gut 3% der Zeit zu beobachten. 60% jener Fälle betrafen die sich aufbauende Dotcom-Bubble. Damals verschärfte sich die Situation erst noch drei Jahre lang, bis die Blase platzte.

Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, LBBW Research

Der August machte seinem schlechten Ruf alle Ehre – der September ist oftmals noch schwieriger

DAX: Saisonaler Verlauf August bis Dezember versus 2023

in Prozent



- August und September sind historisch die beiden schwächsten DAX-Monate des Jahres. Im Mittel aller 35 abgeschlossenen Jahre (also von 1988 bis einschließlich 2022) sank der deutsche Blue-Chip im August um 2,0% und im September um 2,2%.
- Auch dieses Jahr entwickelte sich der DAX im August schwach und gab mit 3,0% dabei überdurchschnittlich nach.
- Auf Schlusskursbasis hatte das Minus temporär bei 5,3% gelegen. Zum Monatsende hin setzte eine gewisse Erholung ein.
- Der für Aktien regelmäßig schwierigsten Phase des Jahres schließt sich typischerweise eine Jahresend rally an, welche die Anleger wieder versöhnt.

Quelle: LSEG, LBBW Research

Einem schwachen August folgte häufig ein volatiler September – dies galt für beide Richtungen

DAX: Vierfelder-Tafeln zur historischen Entwicklung im September

in Prozent

Anzahl an Jahren		September dann im ...		Gesamt
		+	-	
August zuvor im ...	+	6	11	17
	-	8	10	18
		14	21	35

mit einem prozentualen Anteil von		September dann im ...		Gesamt
		+	-	
August zuvor im ...	+	35,3%	64,7%	48,6%
	-	44,4%	55,6%	51,4%
		40,0%	60,0%	100,0%

mit einer Ø-Performance von		September dann im ...		Gesamt
		+	-	
August zuvor im ...	+	2,8%	-5,3%	-2,3%
	-	5,4%	-8,0%	-2,1%
		4,3%	-6,5%	-2,2%

- Wenn der DAX im August – so wie dieses Jahr – bereits schwach war, lag die historische Wahrscheinlichkeit für einen DAX-Rückgang im September mit „nur“ 55,6% niedriger, als wenn der Index im August im Plus geschlossen hatte (64,7%). Der Erwartungswert betrug dann zudem nur -2,1% anstatt -2,3%.
- Auffällig ist, dass einem schwachen August im September weit volatilere Tage folgten, als wenn der DAX im August noch im Plus gelegen hatte. Dies gilt für beide Richtungen: Falls er im September wieder stieg, lag seine Durchschnittsperformance bei 5,4% (ggü. nur 2,8%). Falls er hingegen sank, was um gut elf Prozentpunkte wahrscheinlicher war, lag der Durchschnittsverlust bei 8,0% (ggü. „nur“ 5,3%).

07

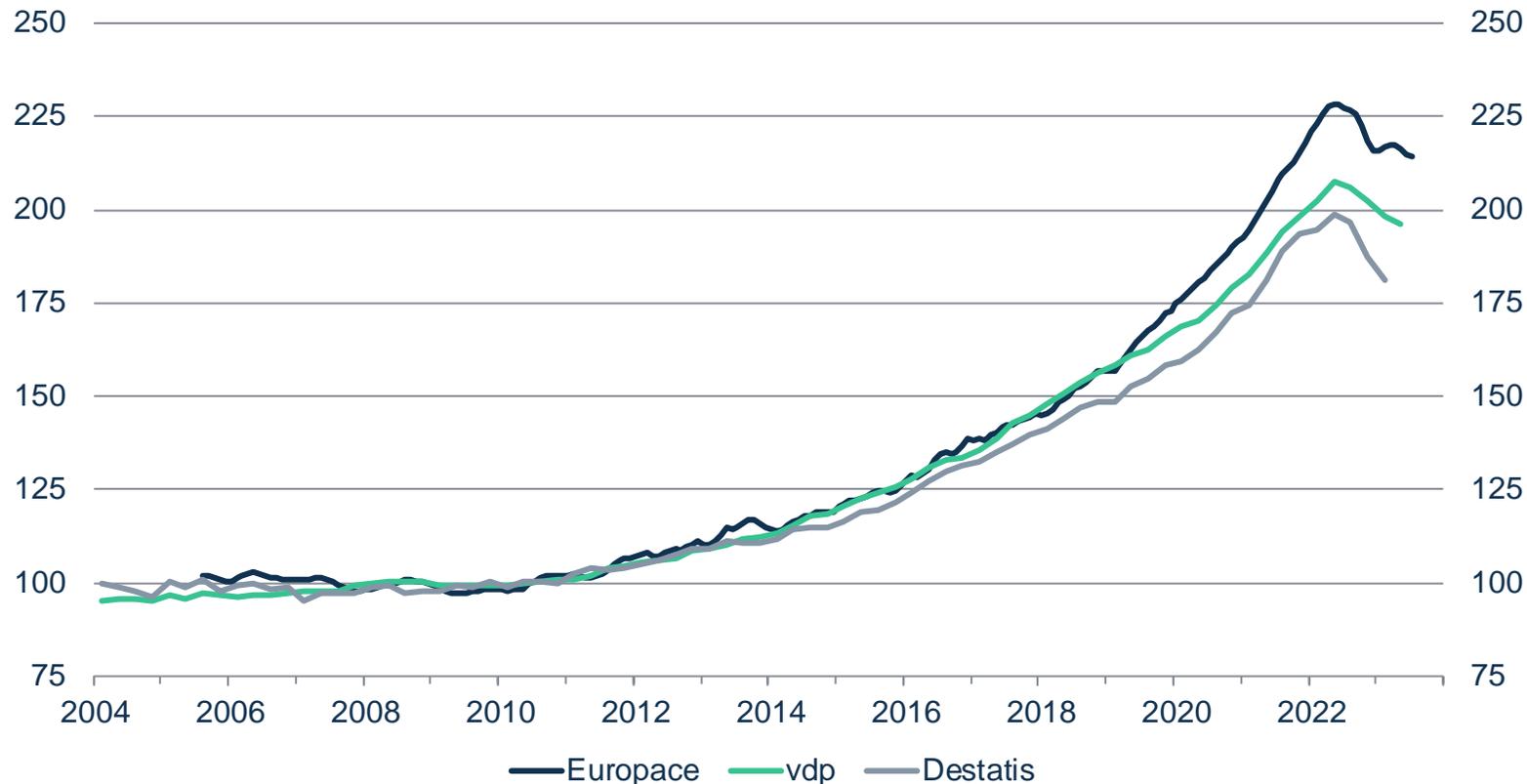
Immobilien – Preise fallen langsamer

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

Wohnimmobilien: Preisrückgang verlangsamt sich

Preisentwicklung von Wohnimmobilien

Indizes, 2010 = 100

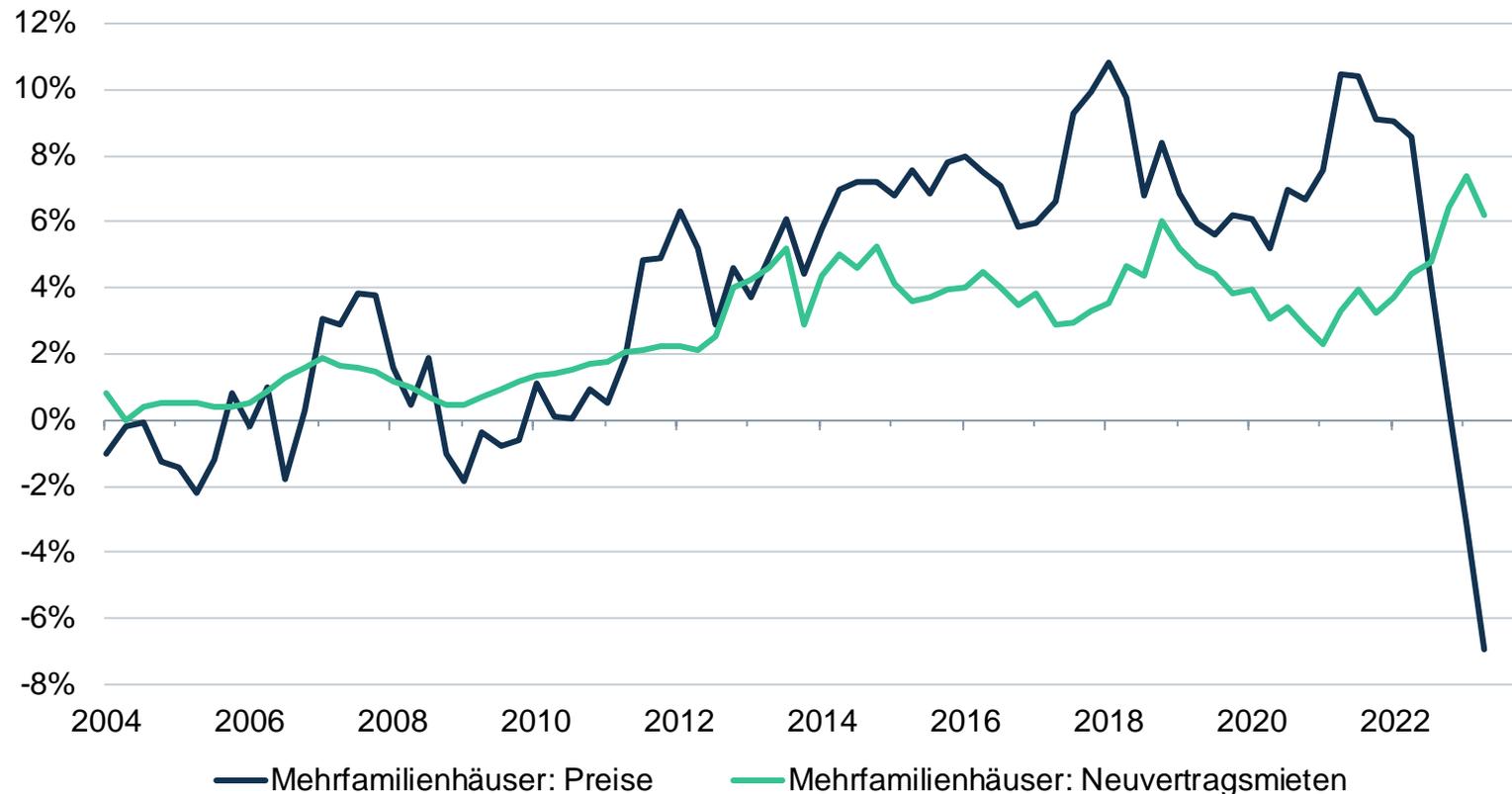


- Der monatliche Index von **Europace**, einem Vermittler von Immobiliendarlehen, erholte sich zwar im Februar und März, gab von April bis Juli aber wieder nach.
- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (**vdp**) meldet für das zweite Quartal 2023 einen Preisrückgang für Wohnimmobilien von nur noch 0,9% im Quartalsvergleich nach -2,0% in Q1 und -1,8% in Q4 2022.
- Das Statistische Bundesamt (**Destatis**) veröffentlicht erst am 22. September Daten zu Q2. Für Q1 vermeldete es einen Rückgang um 3,1% und für Q4 2022 ein Minus von 4,9%.
- Der Preisrückgang hat sich im Vergleich zu Ende 2022 verlangsamt. Wir erwarten weiter leicht nachgebende Preise, denn die belastenden Faktoren überwiegen aus unserer Sicht weiterhin.

Wohnimmobilien: Preise fallen, Mieten steigen

Preise und Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern

Veränderungsraten ggü. Vorjahr in Prozent

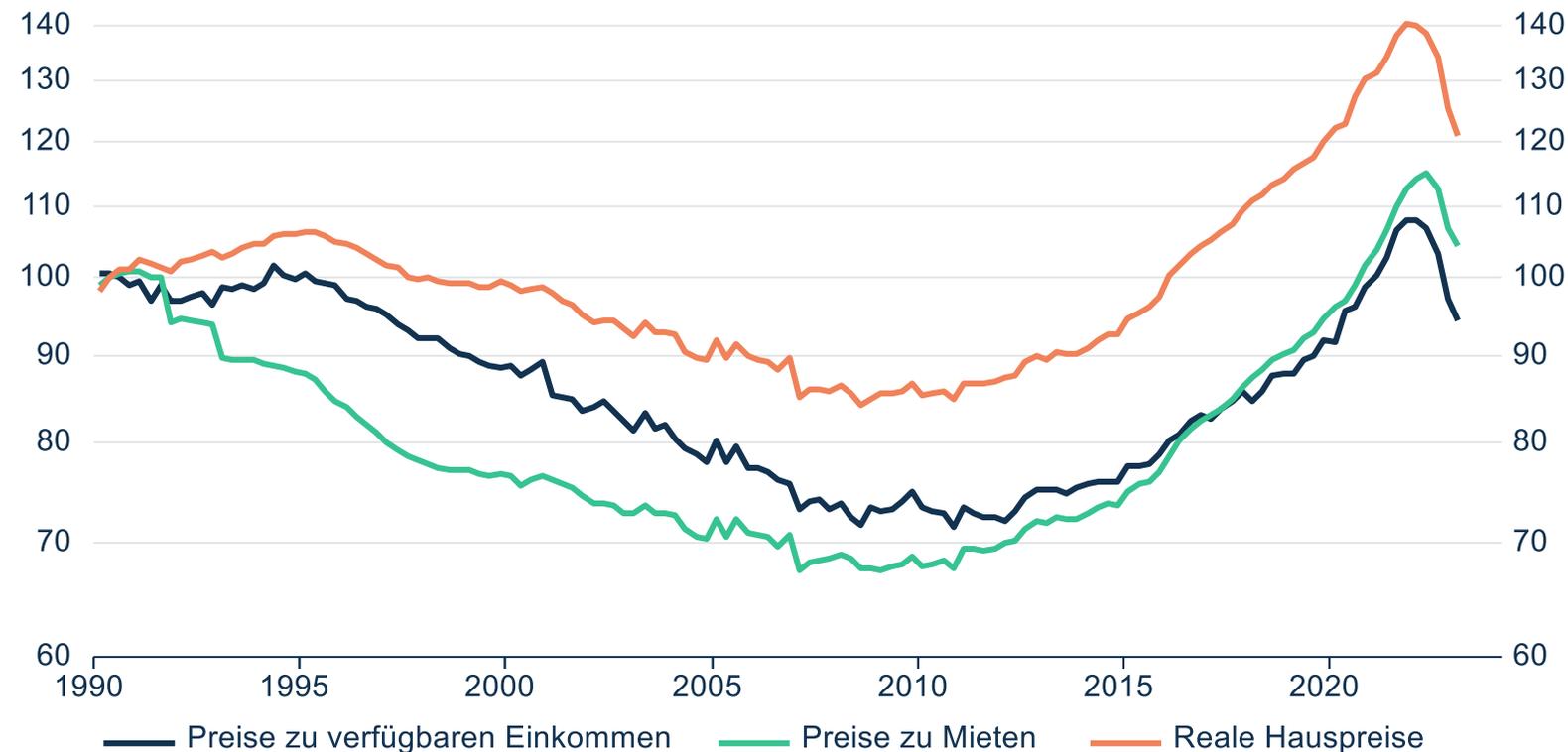


- Bei der Preisentwicklung von Wohnimmobilien zeichnet sich nach Daten von vdp eine deutlich stabilere Entwicklung bei selbstgenutztem Wohnraum ab als bei Mehrfamilienhäusern. Während selbstgenutztes Wohneigentum im zweiten Quartal 0,4% (Q/Q) bzw. 3,8% (Y/Y) verlor, belief sich bei Mehrfamilienhäusern der Preisrückgang in Q2 auf 1,4% (Q/Q) bzw. 6,9% (Y/Y).
- Aus unserer Sicht ist es plausibel, dass die Preise von Mietobjekten durch den zurückliegenden Zinsanstieg stärker belastet wurden als selbstgenutzte Objekte.
- Die Neuvertragsmieten verlangsamten etwas ihren Anstieg (+0,9% Q/Q), liegen aber gleichwohl kräftige 6,2% über dem Vorjahresniveau.

Bewertungskennzahlen für Wohnimmobilien haben bereits ein Stück nachgegeben

Bewertungskennzahlen für Wohnimmobilien in Deutschland

Quartalsdaten, Indizes, 1990 = 100

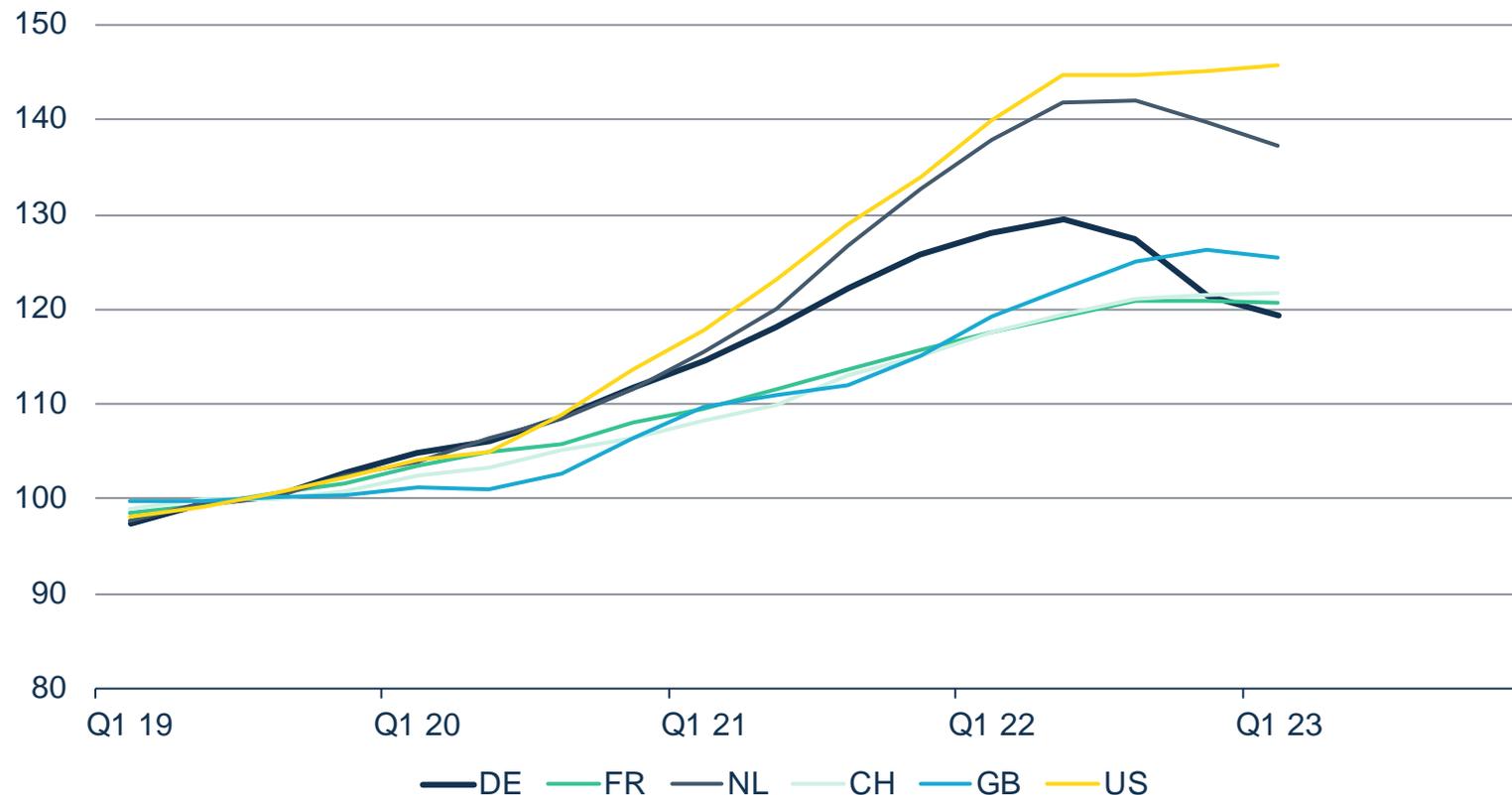


- Der Anstieg des Bewertungsniveaus deutscher Wohnimmobilien im vergangenen Jahrzehnt zeigt sich an verschiedenen Kennziffern. In der Grafik dargestellt ist das Verhältnis der Immobilienpreise zu den verfügbaren Einkommen, zu den Mieten sowie zu den Verbraucherpreisen.
- Im Laufe des vergangenen Jahres haben die Kennzahlen nun gedreht. Wir rechnen für die kommenden Quartale mit einer Fortsetzung der rückläufigen Entwicklung.
- In der Vergangenheit hatten wir dargelegt, dass am deutschen Wohnimmobilienmarkt zwar eine hohe Bewertung, aber keine spekulative Preisblase vorliege. Zu dieser Einschätzung stehen wir weiterhin.

Korrektur der Wohnimmobilienpreise ist in Deutschland vergleichsweise stark

Preisentwicklung von Wohnimmobilien bis Q1 2023

Indizes, 2019 = 100

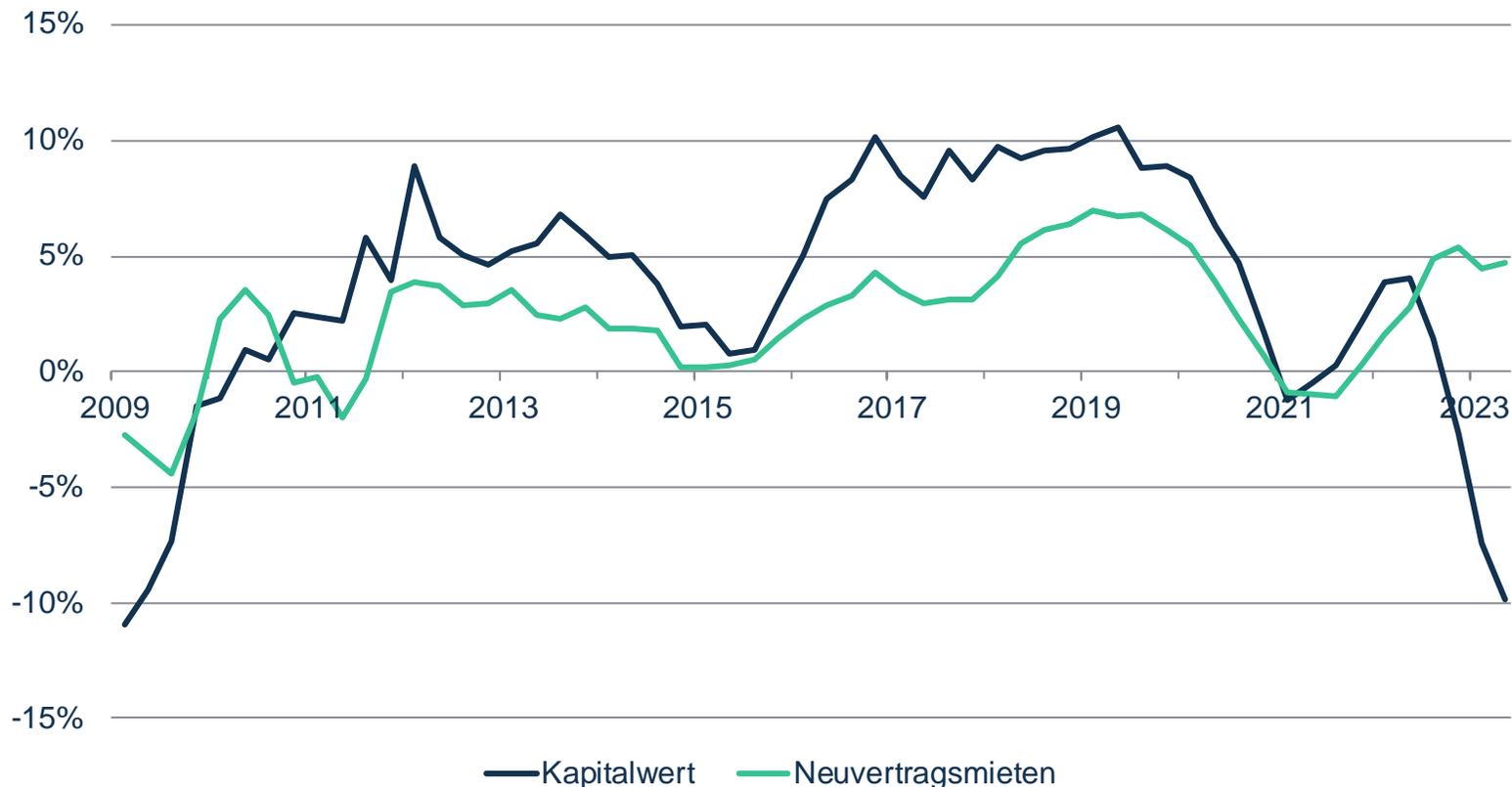


- Im internationalen Vergleich scheint der Preisrückgang, wie er sich in Deutschland seit Q2 2022 einstellte, eher die Ausnahme denn die Regel zu sein.
- Weder in Nachbarländern wie Frankreich, den Niederlanden oder der Schweiz noch in Ländern mit einem noch stärkeren Zinsanstieg wie bspw. Großbritannien oder den USA sind die Preise so stark zurückgegangen wie in Deutschland.
- Dies ist umso bemerkenswerter, wenn man bedenkt, dass keines dieser Länder einen derart starken Bevölkerungszuwachs infolge des Kriegs in der Ukraine erlebt hat wie Deutschland.

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

Preise und Neuvertragsmieten von Büros

Veränderungsrate ggü. Vorjahr



- Der Preisrückgang bei Büroimmobilien hat sich gemäß des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) im zweiten Quartal 2023 verlangsamt. Im Vergleich zum Vorquartal gab der Index für den Kapitalwert um 1,9% nach (Q1 2023: -4,3%). Im Vergleich zum Vorjahr notiert der Index 9,8% niedriger. Die Mieten kletterten im Quartalsvergleich um 1,2%.
- Der von JLL veröffentlichte Index „Victor“ für die Wertentwicklung von Top-Bürohäusern in fünf Großstädten zeigt im Jahresvergleich einen Wertverlust von kräftigen 19,4% an. Der Index notiert nun auf dem Niveau von Q2 2018. Immerhin: Im Quartalsvergleich hat sich der Rückgang im zweiten Quartal 2023 auf -4,8% verlangsamt nach -5,7% in Q1 und -8,2% in Q4 2022.
- Wir erwarten vorerst weiter fallende Preise.

08

Prognosen und Asset Allokation – September oft schwieriger Monat für Aktien

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

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 Schwächephase: BIP in Q4/2022 minus 0,4%, in Q1/2023 minus 0,1%, Q2 mit Stagnation
- Frühindikatoren deuten auf schwaches Q3 hin
- Hohe Inflation bremst reale Kaufkraft
- EZB zieht Zinszügel weiter an



Aktienmärkte



- Der August machte seinem schlechten Ruf alle Ehre; der September ist in aller Regel ebenfalls problematisch
- Gewinnschätzungen zu den heimischen Unternehmen wohl weiter zu hoch
- US-Bewertungen sehr ambitioniert
- Defensive Positionierung empfohlen



Zinsumfeld



Geldmarkt/Notenbanken

- Fed: Leitzins-Peak bei 5,50% wohl erreicht; sinkende Inflation spricht gegen noch ausgeprägtere Straffung; erste Senkung im Juni 2024
- EZB: ein weiterer Zinsschritt wahrscheinlich; Leitzins-Peak bei 4,00 % (Einlagesatz); erste Senkung im Herbst 2024



Devisen



- US-Dollar gewinnt wieder an Stärke
- US-Renditevorteil sollte abnehmen
- EWU wächst 2024 etwas stärker als US-Wirtschaft
- Standort USA gilt als attraktiver



Rohstoffe



- Trübe Konjunkturperspektiven belasten Rohstoffmarkt
- OPEC+ auch im September mit kräftiger Kürzung bei der Ölförderung
- Anhaltende Zinserhöhungen der wichtigsten Notenbanken führen zu Korrektur beim Goldpreis

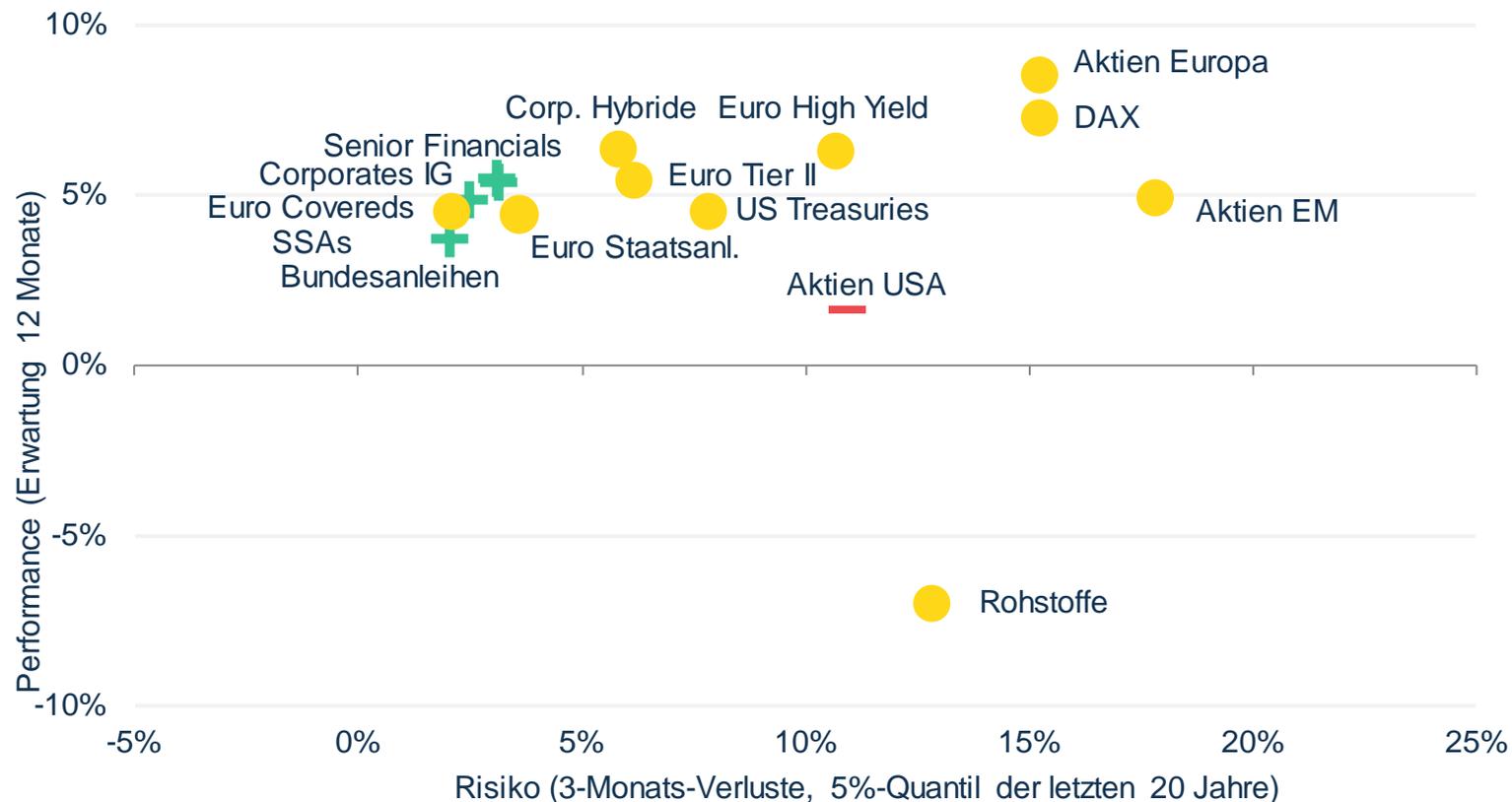
Renditen

- EUR-Langfristzinsen kurzfristig mit Aufwärtsrisiken; auf mittlere Frist Trendwende nach unten 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 2% 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
Zins	0/+	0/+ 0-3 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	
Aktien	0	+ Automobil Nahrungsmittel Technologie Telekom Versorger	0/- USA 0 Japan 0/+ Europa ex D 0 Deutschland 0/- EMMA Asia 0 EMMA ex Asia	Value Dividendenstrategien
Währungen	0/-	gegenüber Euro	+ GBP 0 CNY - JPY, USD, CHF	Selektiv
Rohstoffe	0	0/+ Edelmetalle 0 Industriemetalle 0 Energie	0/+ Gold 0/+ Silber 0 Brent	LBBW Rohstoffe 1
Immobilien	0/-	0/+ Nahversorger, Wohnen 0 Logistik 0/- Büro, "High Street" Einzelhandel	0 Deutschland	

LBBW Prognosen

Konjunktur

in %		2022	2023e	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,9	-0,5	1,0	1,5
	Inflation	6,9	6,0	2,8	2,1
Euroraum	BIP	3,5	0,2	1,2	1,6
	Inflation	8,4	6,0	2,5	2,1
USA	BIP	2,1	2,0 +	0,5 +	2,5
	Inflation	8,0	4,0	2,0	2,0
China	BIP	3,0	4,5	3,0	4,0
	Inflation	2,0	1,0	2,1	2,2
Welt	BIP	3,4	2,6 +	2,4 +	3,3
	Inflation	8,8	4,2	2,9	2,9

Zinsen und Spreads

in %	aktuell	31.12.23	30.06.24	31.12.24
EZB Einlagesatz	3,75	4,00	4,00	3,50
Bund 10 Jahre	2,51	2,40	2,20	2,10
Fed Funds	5,50	5,50	5,25 +	4,25
Treasury 10 Jahre	4,19	3,85 +	3,60 +	3,40
BBB Bundspread (in Bp.)	170	160	150	140

Quelle: LSEG, LBBW Research

Aktienmarkt

in Punkten	aktuell	31.12.23	30.06.24	31.12.24
DAX	15 840	16 000	17 000	17 500
Euro Stoxx 50	4 283	4 250	4 500	4 600
S&P 500	4 516	4 350	4 600	4 800
Nikkei 225	32 711	32 000	34 000	35 000

Rohstoffe und Währungen

	aktuell	31.12.23	30.06.24	31.12.24
US-Dollar je Euro	1,08	1,08 -	1,10 -	1,12
Franken je Euro	0,96	0,98 -	1,00 -	1,00
Pfund je Euro	0,86	0,84	0,82	0,82
Gold (USD/Feinunze)	1 939	1 950 -	2 000 -	2 100
Öl (Brent - USD/Barrel)	87	80	80	75

+ Angehoben
- Gesenkt

Kurzübersicht Szenarien

10% Positivszenario

- 1) Die Inflationsraten in den Industrieländern fallen zügig, Zentralbanken senken Leitzinsen, Konjunktur nimmt wieder Fahrt auf.
- 2) Ukraine: Zwischen den Kriegsparteien werden Verhandlungen aufgenommen. Regimewechsel in Moskau.
- 3) Russland nimmt Gaslieferungen über noch funktionierende Pipelines zumindest teilweise wieder auf, Energiepreise fallen stark.
- 4) „Risk on“ an den Kapitalmärkten (Credit Spreads fallen, Aktien- und Immobilienpreise steigen).

60% (bisher 65%) Hauptszenario

- 1) Konjunktur durch schwachen Konsum und steigende Leitzinsen belastet (Deutschland stagniert).
- 2) Unsicherheiten im Bankensektor haben wieder nachgelassen, verschwinden aber nicht vollständig (kleinere/mittlere Banken USA).
- 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.

20% (bisher 15%) Downside Inflation hartnäckiger

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

10% Downside Finanzkrise / geopolitische Eskalation

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

Hauptszenario (60 %)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

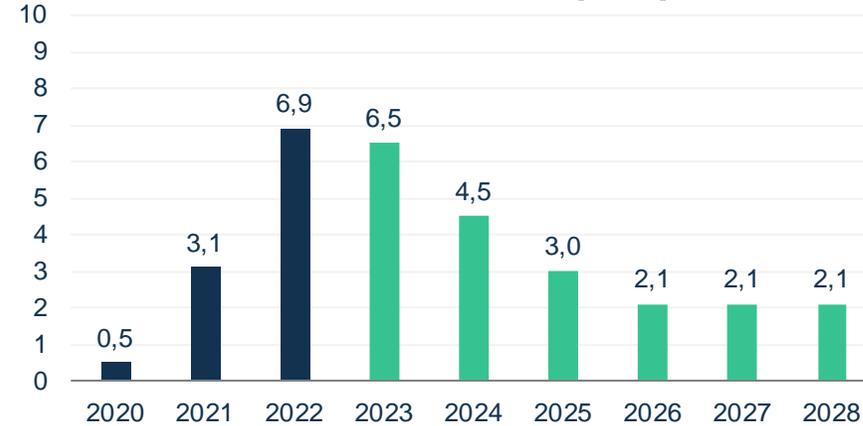
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 1) Inflation hartnäckiger (20 %)

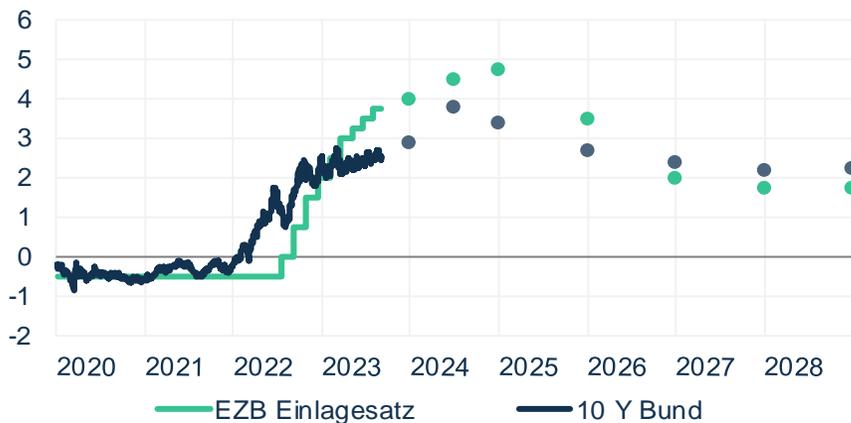
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



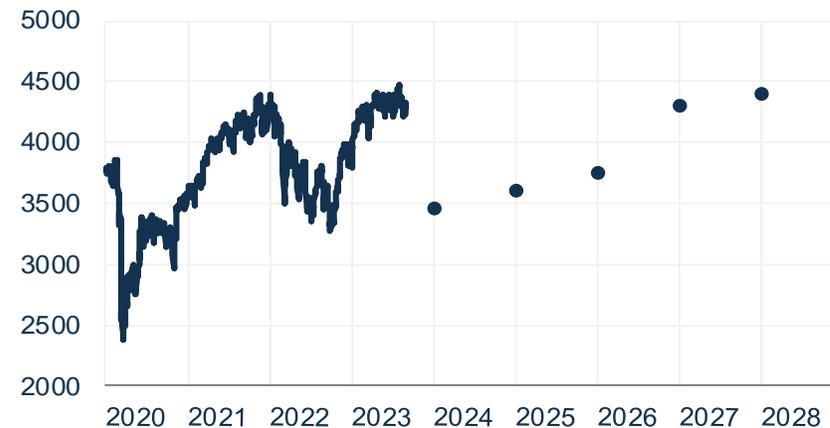
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

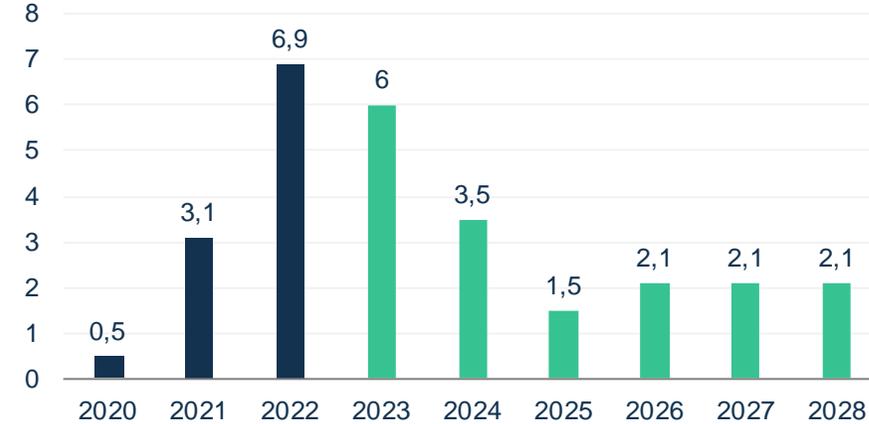
*BIP und Inflation sind Jahresdurchschnittswerte, Zinssätze und Euro Stoxx 50 sind bei den Prognosen Jahresendwerte

Negativszenario 2) Finanzkrise / Geopolitischer Schock (10 %)

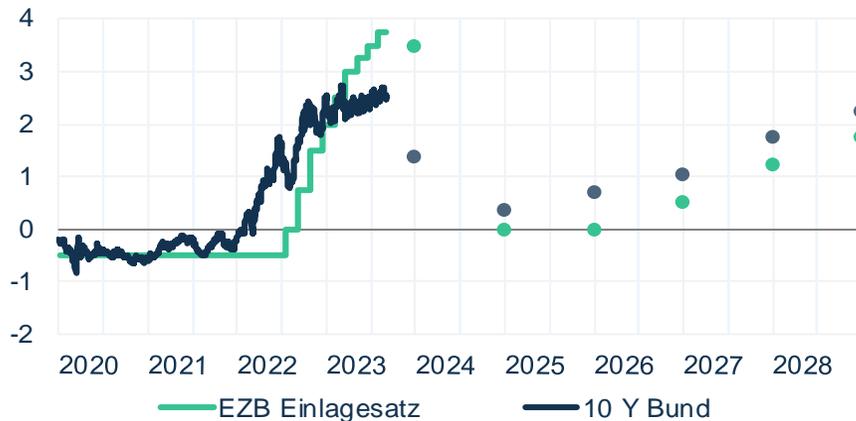
Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



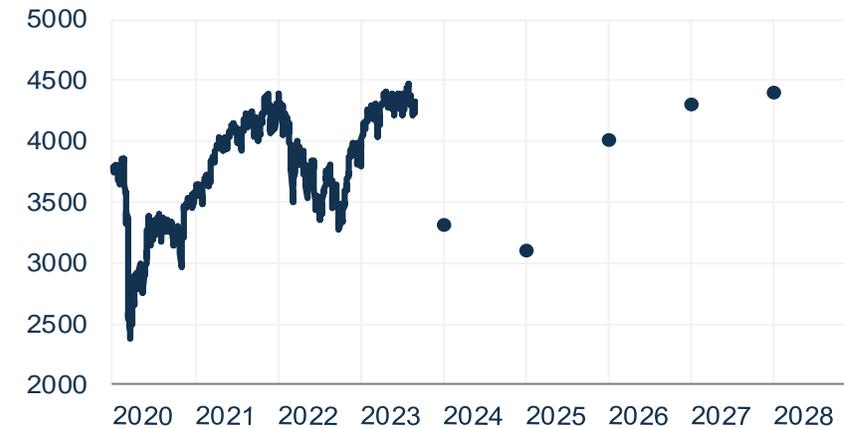
Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

Positivszenario (10 %)

Deutschland BIP-Wachstum (J/J)*



Deutschland Inflation (J/J)*



EZB Einlagesatz & 10 J Bund*



Euro Stoxx 50*



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

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

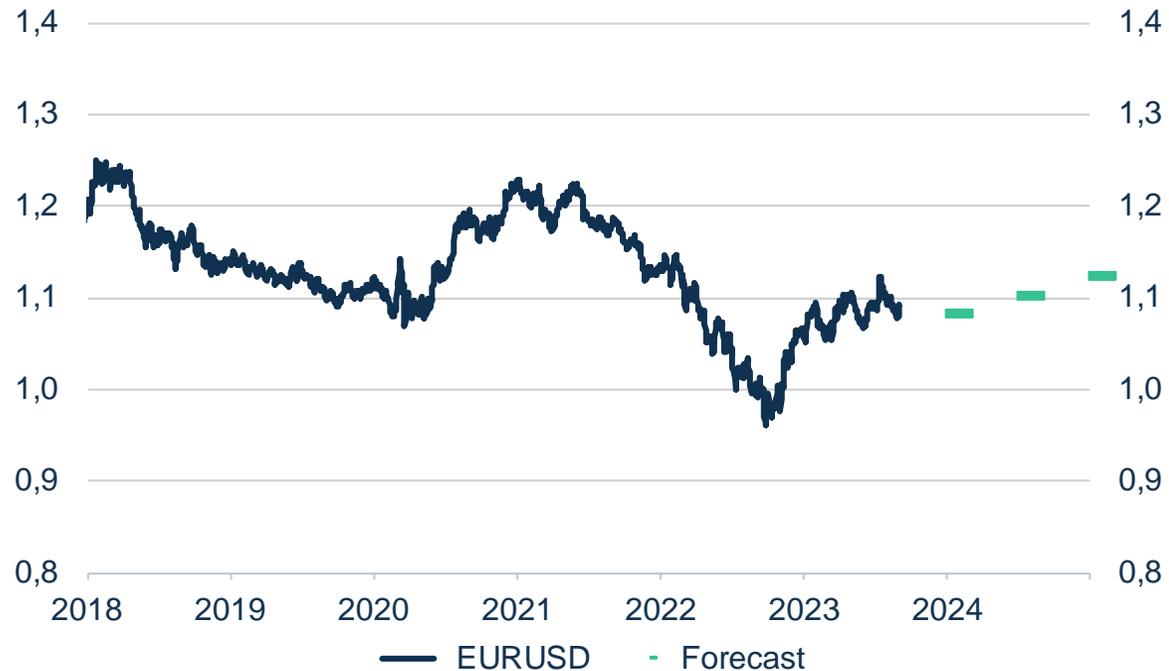
09

Anhang



EURUSD: Robuste US-Konjunktur stützt den Dollar

FX EUR/USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
EURUSD	1.08	1.05	1.07	1.08	1.08	1.10	1.12

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Nach unserer Prognose wird die EZB ihren Einlagesatz im September auf 4,00% erhöhen. Anschließend dürfte die EZB die Füße stillhalten. Die Fed hat im Juli ihr Zielband für den Tagesgeldsatz auf 5,25% bis 5,50% angehoben. Jedoch wird die Fed nach unserer Prognose ab der Jahresmitte 2024 ihren Leitzins dann senken.
- Die Wirtschaft des Euroraumes sollte 2024 stärker wachsen als die US-Wirtschaft.

Contra EUR

- Die US-Wirtschaft hat angesichts ihrer günstigen und sicheren Energieversorgung einen Wettbewerbsvorteil. Zudem machen die Regelungen des IRA Investitionen in den USA attraktiv.
- Der private Konsum stützt die US-Konjunktur. Im dritten Quartal 2023 dürfte die US-Wirtschaft noch einmal ordentlich wachsen, was dem Dollar kurzfristig zugute kommen sollte.

EURGBP: Pfund Sterling ist unterbewertet

FX EUR/GBP



EURGBP	Historical Data				Forecast		
	Spot	Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
	0.86	0.85	0.89	0.88	0.84	0.82	0.82

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die EZB dürfte ihren Einlagesatz im September um 25 BP auf 4,00% anheben.
- Die Ausweitung der Renditeabstände innerhalb des Euroraumes hält sich trotz der EZB-Erhöhungen in Grenzen.

Contra EUR

- Gemäß Kaufkraftparität ist das Pfund Sterling ggü. dem Euro deutlich unterbewertet.
- Das Vereinigte Königreich ist weniger von Energieimporten abhängig als der Euroraum.
- Das LB-Defizit des Vereinigten Königreichs hat sich deutlich verringert.
- Die BoE wird nach unserer Prognose ihren Leitzins von 5,25% auf 5,50% per September 2023 anheben.

EURCHF: Realzinsen nahe positivem Terrain

FX EUR/CHF



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
EURCHF	0.96	1.00	0.98	0.99	0.98	1.00	1.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro CHF

- Der Franken ist nach unserer Berechnung gemäß Kaufkraftparität (KKP) ggü. dem Euro unterbewertet.
- Die Inflationsrate in der Schweiz fällt und liegt im Gegensatz zum Euroraum nun sogar unter dem Leitzins der Notenbank. Die Realzinsen tendieren also nahe positivem Terrain.
- Die Schwäche insbesondere der deutschen Wirtschaft sowie die Erwartung, dass die „Tauben“ in der EZB nun zunehmend Aufwind bekommen, dürften den Franken stützen.

Contra CHF

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

EURJPY: Yen zum Euro wohl weiterhin schwächer

FX EUR/JPY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
EURJPY	157.47	138.03	140.66	145.75	164.00	162.00	160.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro EUR

- Die EZB hat ihren Einlagesatz kräftig erhöht und eine weitere Anhebung signalisiert.
- Der BoJ-Leitzins dürfte trotz etwas mehr Flexibilität in der Geldpolitik noch lange auf äußerst niedrigem Niveau verharren.
- Nach einem recht starken ersten Halbjahr dürfte Japans Wirtschaftsdynamik nun signifikant nachlassen.

Contra EUR

- Die Wirtschaft des Euroraumes - insbesondere Deutschlands - kämpft derzeit mit rezessiven Tendenzen.
- Die schwächer werdende Weltkonjunktur könnte einen Anstieg der Risikoaversion an den Finanzmärkten auslösen. Hiervon würde der Yen profitieren.
- Auch um den Yen zu stützen hat die BoJ ihre Renditebandbreite für 10jährige JGBs etwas ausgeweitet. Investoren könnten hier auf weitere Schritte spekulieren.

USDCNY: Chinas Immobilienkrise belastet den Yuan

FX USD/CNY



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
USDCNY	7.27	6.73	6.90	6.93	7.31	7.36	7.41
EURCNY	7.86	7.08	7.37	7.50	7.90	8.10	8.30

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro USD

- Die US-Fed hat ihre Zinsen deutlich erhöht.
- Das BIP-Wachstum in der VR China dürfte weiterhin relativ schwach bleiben.
- Die Verschuldungsprobleme bei chinesischen Unternehmen verunsichern. Vor dem Hintergrund der Immobilienkrise in China dürfte die PBoC ihre Zinsen noch weiter senken.
- Der geopolitische Konflikt „USA vs. VR China“ stützt den USD.

Contra USD

- Die VR China ist noch immer ein großer Wachstumsmarkt.
- Chinas Währungsbehörden kontrollieren den CNY-Außenwert.
- Die US-Zinserhöhungsphase läuft aus. Die Zinswende erwarten wir Mitte 2024.
- Die US-Wirtschaft dürfte 2024 eher stagnieren.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURBRL	5,34	5,70	5,40	<ul style="list-style-type: none"> Brasiliens Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 3,4 %. Damit lag das Ergebnis etwas unterhalb Vorquartals, übertraf aber dennoch die Markterwartungen. Die brasilianische Notenbank hat im August mit einer Leitzinssenkung um 50 Basispunkte die Zinswende eingeleitet. Dadurch wird der deutliche Renditevorteil zum Euro etwas abschmelzen.
EURHUF	382	380	375	<ul style="list-style-type: none"> Die ungarische Notenbank hat im August den Zinssatz für Übernacht-Ausleihungen erneut um 100 Basispunkte auf 16,5 % reduziert. Damit setzt sie die Normalisierung ihrer Geldpolitik fort. Die Inflationsrate Ungarns fiel im Juli auf 17,6 %. Sofern dieser Trend eines rückläufigen Preisauftriebes anhält, halten wir im späten Jahresverlauf eine Zinssenkung für wahrscheinlich.
EURMXN	18,44	20,20	19,80	<ul style="list-style-type: none"> Die mexikanischen Währungshüter haben erneut betont, den Leitzinssatz in diesem Jahr unverändert bei 11,25 % halten zu wollen. Damit bleibt der Zinsvorteil des Peso erhalten. Schwächere Wachstumsaussichten in den USA dürften auch Mexikos Konjunktdynamik verlangsamen. Der zuletzt schwächere Einkaufsmanagerindex unterstützt diese Betrachtung.
EURPLN	4,46	4,65	4,55	<ul style="list-style-type: none"> Die Konjunktur Polens enttäuschte im zweiten Quartal mit einem Rückgang um 0,6 %. Hierbei belastete insbesondere der Rückgang der privaten Konsumausgaben. Die Inflationsrate fiel im August auf 10,10 %. Aufgrund dieser Entspannung und des schwachen Wachstums halten wir im September eine Leitzinssenkung der Notenbank für möglich.
EURRON	4,94	5,15	5,24	<ul style="list-style-type: none"> Im zweiten Quartal wuchs Rumäniens Wirtschaft um 0,9 % und überraschte damit die Marktteilnehmer. Positiv wirkten sich hierbei besser als erwartete Ernteerträge aus. Rumäniens Wirtschaft wird in den kommenden Jahren von umfangreichen EU-Investitionen profitieren. Dies lässt Wachstumsraten von 3 bis 4 % erwarten.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURRUB	103,57	120,00	105,00	<ul style="list-style-type: none"> Der Kursverfall des Rubels hat sich bis auf 110 EURRUB beschleunigt. In einer Krisensitzung hat die Notenbank den Leitzinssatz um 350 Basispunkte auf 12,0 % angehoben. Im ersten Halbjahr dieses Jahres sind die Handelsbilanzüberschüsse um 80 % gegenüber der Vorjahresperiode eingebrochen. Dies belastet die russische Handelsbilanz.
EURTRY	28,93	28,00	26,00	<ul style="list-style-type: none"> Die türkische Notenbank überraschte im August mit einer deutlichen Zinsanhebung um 750 Basispunkte auf 25 %. Damit vollzogen die Währungshüter den von Marktteilnehmern geforderten deutlichen Zinsschritt. Dieser war notwendig, um einen Verfall der Lira zu verhindern. Im August stieg die Inflationsrate auf 58,9 %. Im Vormonat hatte sie noch bei 47,8 % gelegen.
EURZAR	20,41	21,00	21,60	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate erreichte im Juli 5,0 % und befindet sich damit weiter im Rückgang. Dies könnte es der Notenbank Südafrikas ermöglichen, den Leitzinssatz von 8,25 % zu senken. Das hohe Zinsniveau und die anhaltenden Stromausfälle belasten die südafrikanische Wirtschaft. Diese wird in diesem Jahr wohl kaum um mehr als 0,5 % wachsen.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.09.2023, 12:57 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 23	Progn. Q2 24	Einschätzung
EURAUD	1,67	1,63	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Die weiter eingetrübten Wachstumsaussichten in China belasten die australische Wirtschaft. Im Juli sank die Inflationsrate auf 4,9 % und damit stärker als angenommen. Zudem stieg die Arbeitslosenquote im Juli auf 3,7 %. Dies könnte die australische Notenbank zu einer abwartenden Haltung in ihrem Zinsanhebungszyklus bewegen.
EURCAD	1,47	1,45	1,41	<ul style="list-style-type: none"> Die Kerninflationsrate lag im Juli unverändert bei 3,2 % und verharrte damit auf dem Niveau des Vormonats. Hingegen stieg die Arbeitslosenquote auf 5,5 % an. Aufgrund von diesen gemischten Signalen erwarten wir zunächst eine abwartende kanadische Notenbank. Das eingetrübte Sentiment für konjunktursensible Währungen belastet den kanadischen Dollar.
EURCZK	24,10	24,50	24,10	<ul style="list-style-type: none"> Tschechiens Notenbank kündigte an, das Programm für die Stützungskäufe der Krone zu beenden. Dieses hatte die Währungsreserven um fast 20 % abschmelzen lassen. Die eingetrübten Wachstumsaussichten und das deutliche Sinken der Inflationsrate auf 8,8 % im Juli lassen bereits für Oktober eine Leitzinssenkung durch die Währungshüter erwarten.
EURNOK	11,49	10,30	10,10	<ul style="list-style-type: none"> Der Leitzinsanhebung auf 4,00 % im August könnten noch weitere Schritte folgen, da die restriktive Geldpolitik der norwegischen Notenbank bis nur wenig Wirkung zeigt: Die Arbeitslosenquote befand sich im Juli bei 1,8 %. Im selben Monat verharrte die Kerninflationsrate mit 6,4 % im selben Monat weiterhin auf einem hohen Niveau.

Quelle: LSEG, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 04.09.2023, 12:57 Uhr

Marktdatenübersicht Währungen

Exchange rates to EUR	4-Sep-2023	-1M %	-3M %	-1J %	YTD %	Max 52W	Min 52W
AUD	1.67	0.22	-2.90	-12.34	-5.77	1.70	1.46
BRL	5.30	0.86	0.30	-2.02	6.31	5.79	4.98
GBP	0.85	1.09	0.51	1.27	3.79	0.90	0.85
CNY	7.84	0.94	-3.25	-11.75	-5.40	8.08	6.88
JPY	157.95	-1.03	-5.16	-11.10	-10.85	159.39	138.02
CAD	1.47	0.42	-1.68	-10.56	-1.41	1.51	1.30
NZD	1.82	-0.78	-2.75	-10.07	-7.15	1.84	1.63
NOK	11.50	-3.05	2.76	-13.20	-8.57	12.00	9.88
PLN	4.47	-0.78	0.48	5.11	4.66	4.88	4.40
RUB	104.40	1.81	-16.48	-41.56	-25.38	110.46	55.60
SEK	11.89	-2.02	-2.80	-9.75	-6.45	11.95	10.62
CHF	0.95	0.71	1.95	2.88	3.45	1.00	0.95
ZAR	20.55	-1.18	1.80	-16.04	-11.64	21.14	17.05
CZK	24.10	0.60	-2.00	1.81	0.21	24.68	23.26
TRY	28.88	2.99	-22.41	-36.74	-30.82	30.25	17.78
HUF	382.90	1.58	-3.32	4.43	4.58	432.68	367.90
USD	1.08	2.20	-0.56	-7.03	-1.05	1.12	0.96
Exchange rates to USD							
JPY	146.45	-3.16	-4.63	-4.38	-9.90	149.99	127.52
CNY	7.27	-1.41	-2.59	-5.13	-5.15	7.30	6.70

FX: at-the-money volatility

Period	EUR/USD		EUR/CHF		EUR/JPY		EUR/GBP		EUR/HUF		EUR/PLN		EUR/CZK		EUR/CNY		USD/CNH	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
1 month	6.82	7.02	4.98	5.38	8.70	9.20	5.10	5.40	9.98	10.98	6.08	6.83	4.07	5.12	5.97	6.72	5.07	5.47
2 months	6.88	7.08	4.98	5.38	9.00	9.50	5.29	5.59	9.96	10.96	6.25	7.05	4.07	5.12	5.95	6.70	5.24	5.64
3 months	6.63	6.83	4.98	5.33	8.82	9.27	5.30	5.60	9.90	10.90	6.29	6.99	3.99	5.04	5.91	6.66	5.29	5.69
6 months	6.67	6.87	5.19	5.49	9.02	9.52	5.63	5.93	10.03	10.98	6.30	7.00	4.06	4.86	6.16	6.86	5.60	5.90
9 months	6.77	6.92	5.35	5.65	9.20	9.70	5.83	6.13	10.16	11.16	6.47	7.12	4.09	4.94	6.31	7.06	5.82	6.12
1 year	6.80	7.00	5.50	5.75	9.34	9.84	6.08	6.38	10.30	11.25	6.62	7.12	4.05	4.85	6.46	7.16	6.00	6.30
2 years	7.13	7.33	5.75	6.05	9.40	9.90	6.63	6.83	10.16	11.41	6.62	7.17	3.97	4.87	6.79	7.84	6.30	6.65
3 years	7.21	7.56	5.62	6.72	9.38	10.13	6.62	7.42							6.90	7.95	6.40	6.90
5 years	7.77	8.17	5.92	7.77	9.39	10.34	7.25	8.20									6.52	6.92

Data as of: 09/05/2023 7:37 AM

Brent: OPEC+ hält das Angebot weiter knapp

Ölpreis Brent & Prognose

in USD



Brent (USD/Barrel)	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
	89.07	99.10	84.92	80.06	80.00	80.00	75.00

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Ölembargo der EU gegen Russland seit Ende 2022.
- OPEC+ mit Förderkürzungen von mehr als 5 mbpd seit Ende 2022.
- Backwardation signalisiert weiterhin Knappheiten am Ölmarkt.
- Angebotsdefizit am Ölmarkt in Q3/23 ca. 1,5 mbpd.
- 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 auch 2024 mit relativ schwachem Wachstum.

Gold: Ende der Zinserhöhungen lässt auf sich warten

Goldpreis & Prognose

in USD



	Spot	Historical Data			Forecast		
		Ø 2022	Dec-22	Ø H1 23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Gold (USD/Ounce)	1 938	1 802	1 816	1 933	1 950	2 000	2 100

Quellen: LSEG, LBBW Research

Pro

- Niedrige Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- Notenbanken steigern Goldkäufe im 1. Halbjahr 2023 um 60%.
- Hohe Inflation treibt Nachfrage nach Münzen und Barren.
- US-Leitzinsen dürften Höhepunkt erreicht haben.
- US-Dollar dürfte abwerten.

Contra

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

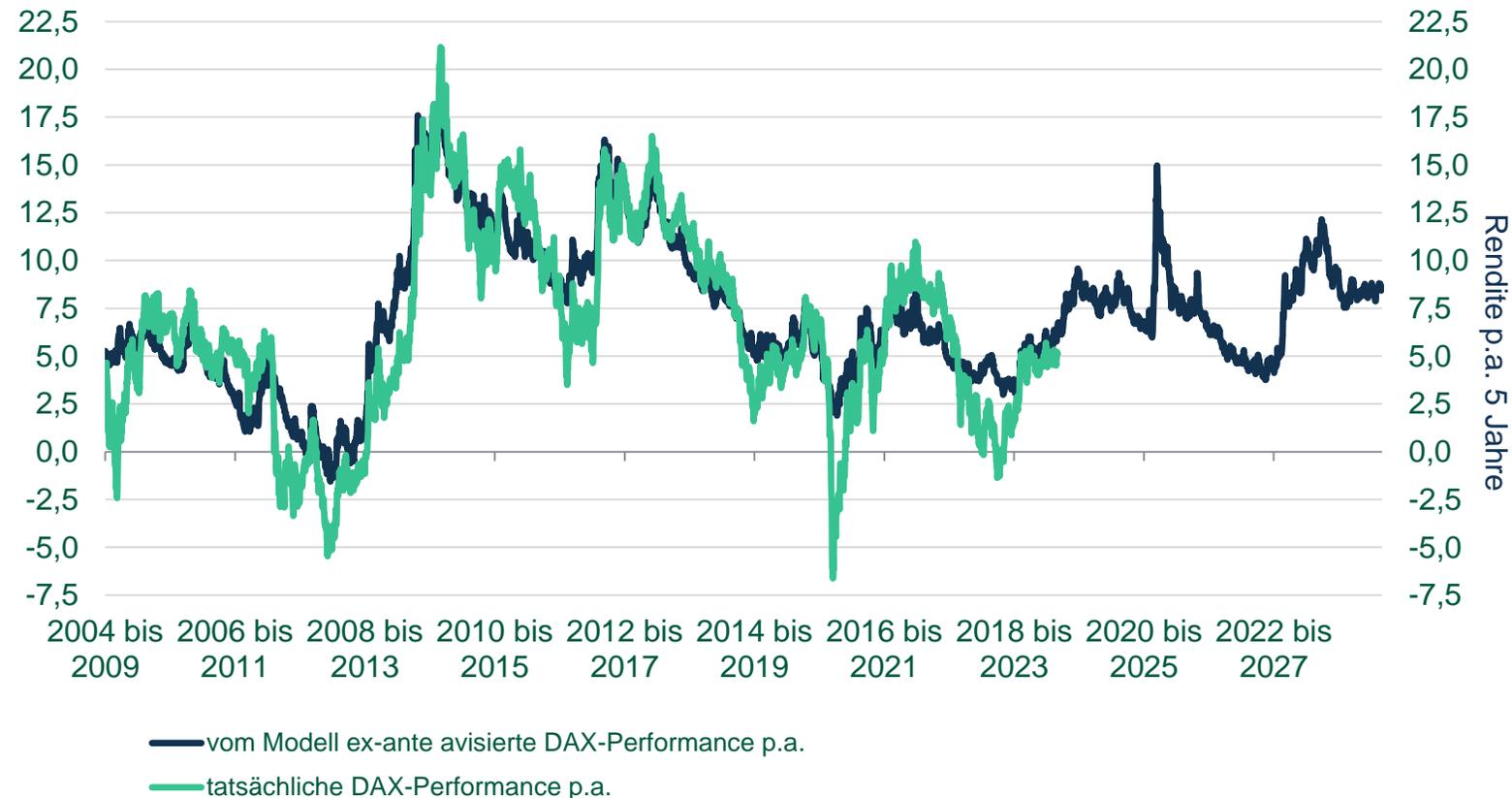
Marktdatenübersicht Rohstoffe

Energy (Spot)	Unit	4-Sep-2023	-1M %	-3M %	-1Y %	YTD %	Max 52W	Min 52W
Crude Oil Brent	USD/bbl	89.07	3.31	17.03	-4.29	4.89	98.78	71.85
Crude Oil WTI	USD/bbl	85.55	3.30	19.25	-2.08	6.63	92.61	66.64
Precious Metals (Spot)								
Gold	USD/oz	1 938	-0.07	-1.36	12.92	6.76	2 047	1 628
Silver	USD/oz	24.04	2.50	0.63	34.16	0.38	26.03	18.17
Platinum	USD/oz	960	4.46	-4.67	14.29	-6.89	1 128	848
Palladium	USD/oz	1 231	-2.15	-13.25	-39.00	-30.65	2 315	1 200
Industrial Metals (3M Future)								
LME Aluminium	USD/MT	2 213	-0.90	-2.25	-3.62	-6.96	2 659	2 114
LME Copper	USD/MT	8 452	-1.41	2.61	10.73	0.96	9 356	7 342
LME Lead	USD/MT	2 223	4.49	9.43	17.71	-3.05	2 293	1 749
LME Zinc	USD/MT	2 480	-0.98	7.50	-20.92	-16.59	3 487	2 249
LME Tin	USD/MT	26 372	-4.79	2.81	24.66	6.30	32 262	17 631
LME Nickel	USD/MT	21 040	-1.27	-0.81	2.49	-29.98	31 441	19 780

Auf Sicht lohnen sich Aktien

LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell

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



Quelle: LSEG, LBBW Research

Zwei Einflussfaktoren

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

Modellavis

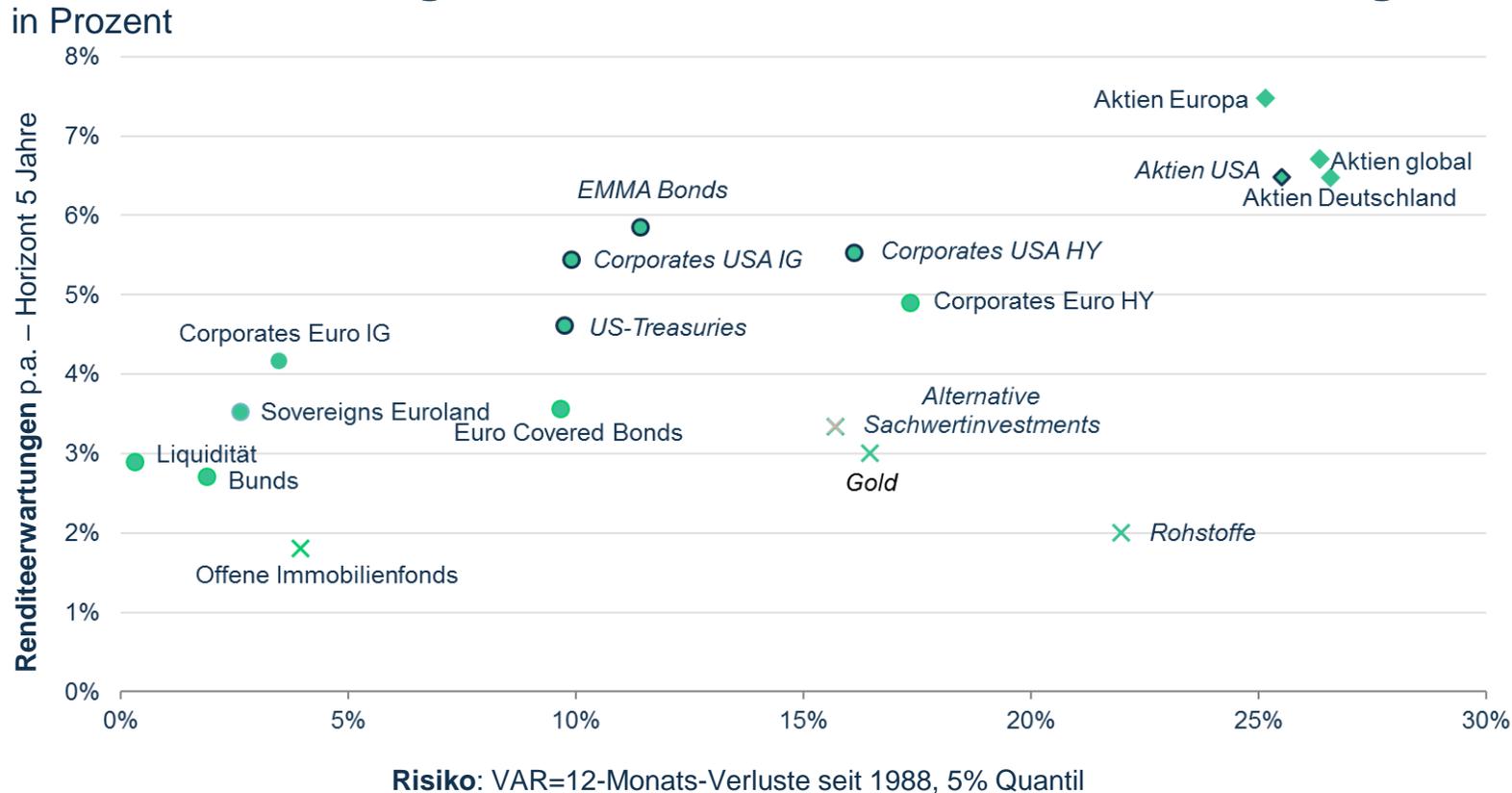
Seit über 19 Jahren sehr zuverlässige Prognose der geometrischen DAX-Durchschnitts-Performance

8,5% p.a.
Renditeerwartung

5 Jahre

Rendite-Risiko der Assetklassen auf 5-Jahressicht

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen



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														
04.09.2023	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	3,36	3,04	2,79	2,63	2,54	2,49	2,48	2,49	2,51	2,55	2,71	2,71	2,63	2,62
France	3,48	3,20	3,05	2,96	2,93	2,92	2,94	2,98	3,03	3,10	3,38	3,49	3,53	3,58
Italy	3,77	3,68	3,65	3,68	3,74	3,82	3,92	4,01	4,11	4,21	4,54	4,63	4,61	4,63
Spain	3,61	3,38	3,28	3,24	3,24	3,27	3,32	3,39	3,47	3,55	3,94	4,09	4,12	4,17
Netherlands	3,42	3,12	2,93	2,84	2,80	2,79	2,80	2,81	2,83	2,86	2,96	3,00	2,97	2,88
Austria	3,47	3,17	3,02	2,98	2,98	3,00	3,04	3,08	3,13	3,17	3,31	3,32	3,28	3,28
Belgium	3,56	3,23	3,02	2,92	2,90	2,92	2,98	3,04	3,11	3,17	3,45	3,61	3,68	3,68
Ireland	3,32	3,11	2,99	2,93	2,91	2,90	2,92	2,95	2,99	3,04	3,29	3,40		
Portugal	3,33	3,06	2,92	2,90	2,94	3,01	3,09	3,17	3,26	3,34	3,64	3,76	3,75	3,68
Finland	3,42	3,19	3,04	2,98	2,96	2,98	3,01	3,05	3,09	3,14	3,30	3,28	3,18	3,06
EUR Swap in %	4,04	3,73	3,49	3,33	3,24	3,18	3,15	3,14	3,13	3,13	3,14	3,03	2,89	2,77

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials												
04.09.2023	Maturity in Years (Call-Date)											
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
AA	3,30	3,36	3,40	3,42	3,44	3,46	3,47	3,48	3,49	3,50		
AA-	3,57	3,56	3,56	3,56	3,56	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55		
A+	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66	3,66		
A	3,72	3,73	3,74	3,74	3,75	3,75	3,75	3,76	3,76	3,76		
A-	3,69	3,72	3,74	3,76	3,77	3,77	3,78	3,79	3,79	3,80		
BBB+	3,75	3,83	3,88	3,91	3,94	3,96	3,98	3,99	4,00	4,02		
BBB	3,88	3,99	4,06	4,10	4,14	4,17	4,19	4,21	4,23	4,25		
BBB-	4,18	4,36	4,47	4,54	4,60	4,65	4,69	4,72	4,75	4,78		
BB+	7,45	6,64	6,17	5,83	5,57	5,36	5,18	5,02	4,89	4,76		
BB	5,81	6,09	6,26	6,37	6,46	6,54	6,60	6,66	6,70	6,75		
BB-	5,68	6,26	6,60	6,84	7,03	7,18	7,31	7,42	7,52	7,61		
B+	4,68	5,93	6,67	7,18	7,59	7,91	8,19	8,43	8,65	8,84		
B	7,91	8,16	8,31	8,42	8,50	8,57	8,62	8,67	8,71	8,75		
B-	13,62	12,36	11,63	11,10	10,70	10,37	10,09	9,85	9,63	9,44		
EUR Swap in %	3,97	3,64	3,41	3,27	3,19	3,14	3,12	3,11	3,11	3,12		

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred

04.09.2023	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	3,95	3,81	3,73	3,67	3,62	3,59	3,55	3,53	3,50	3,48
AA-	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
A+	4,06	4,04	4,03	4,02	4,02	4,01	4,01	4,00	4,00	4,00
A	4,14	4,08	4,04	4,02	4,00	3,98	3,97	3,96	3,95	3,94
A-	4,24	4,37	4,45	4,51	4,55	4,59	4,62	4,65	4,67	4,69
BBB+	5,29	4,88	4,64	4,47	4,34	4,23	4,14	4,06	3,99	3,93
BBB	3,99	4,09	4,15	4,19	4,22	4,25	4,27	4,29	4,31	4,32
BBB-	5,30	5,07	4,93	4,83	4,75	4,69	4,63	4,59	4,55	4,51
EUR Swap in %	4,04	3,73	3,49	3,33	3,24	3,18	3,15	3,14	3,13	3,13

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Renditekurven EUR Covered Bonds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds

04.09.2023

Country	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
AU	3,94	3,79	3,72	3,60	3,44	3,44	3,29	-	-	-
AT	3,79	3,86	3,72	3,57	3,50	3,42	3,39	3,40	3,55	3,40
BE	3,96	3,72	3,53	3,42	3,39	3,40	3,38	3,50	-	-
CA										
DK	3,82	-	3,53	3,35	-	3,32	3,31	-	-	-
FI	3,83	3,79	3,77	3,60	3,64	3,50	-	3,46	-	-
FR	3,82	3,74	3,56	3,48	3,43	3,43	3,40	3,42	3,43	3,45
DE										
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-	3,82	-	-	-	-	-	-	-	-
IT	4,05	3,93	3,77	3,70	3,72	3,64	3,55	3,72	3,65	3,57
LU										
NL	3,96	3,82	3,67	3,52	3,50	3,51	3,61	3,47	3,44	3,33
NZ	-	3,74	3,63	3,62	3,39	3,49	-	3,47	3,41	-
NO	3,93	3,76	3,69	3,59	3,50	3,41	3,25	3,50	-	-
PL										
PT	-	-	-	3,41	-	-	3,37	-	3,37	-
SG	3,83	3,79	3,53	3,35	-	-	-	-	-	-
ES	3,93	3,97	3,69	3,62	3,64	3,57	3,55	3,57	3,58	-
SE										
CH	-	-	-	-	3,52	-	-	-	-	-
UK	3,84	3,81	3,90	3,45	3,68	3,58	3,45	3,35	-	3,41
JP	-	4,12	3,79	3,48	3,57	-	-	-	-	-
KR										
SK	4,03	4,13	3,91	3,79	3,73	3,81	-	-	-	-
EUR Sw ap in %	3,73	3,49	3,33	3,24	3,18	3,15	3,14	3,13	3,13	3,14

Rendite über 4,0 %

Quelle: LSEG, LBBW Research

Disclaimer

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

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

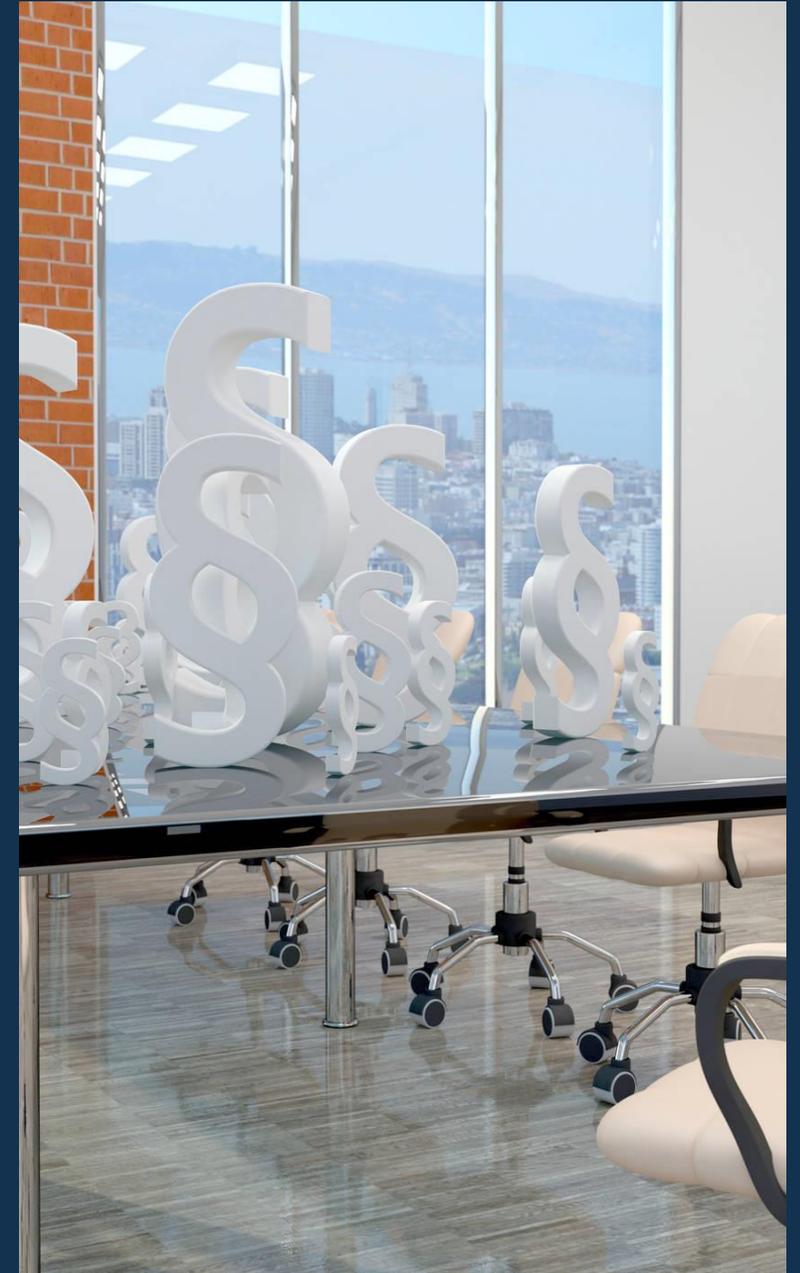
Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

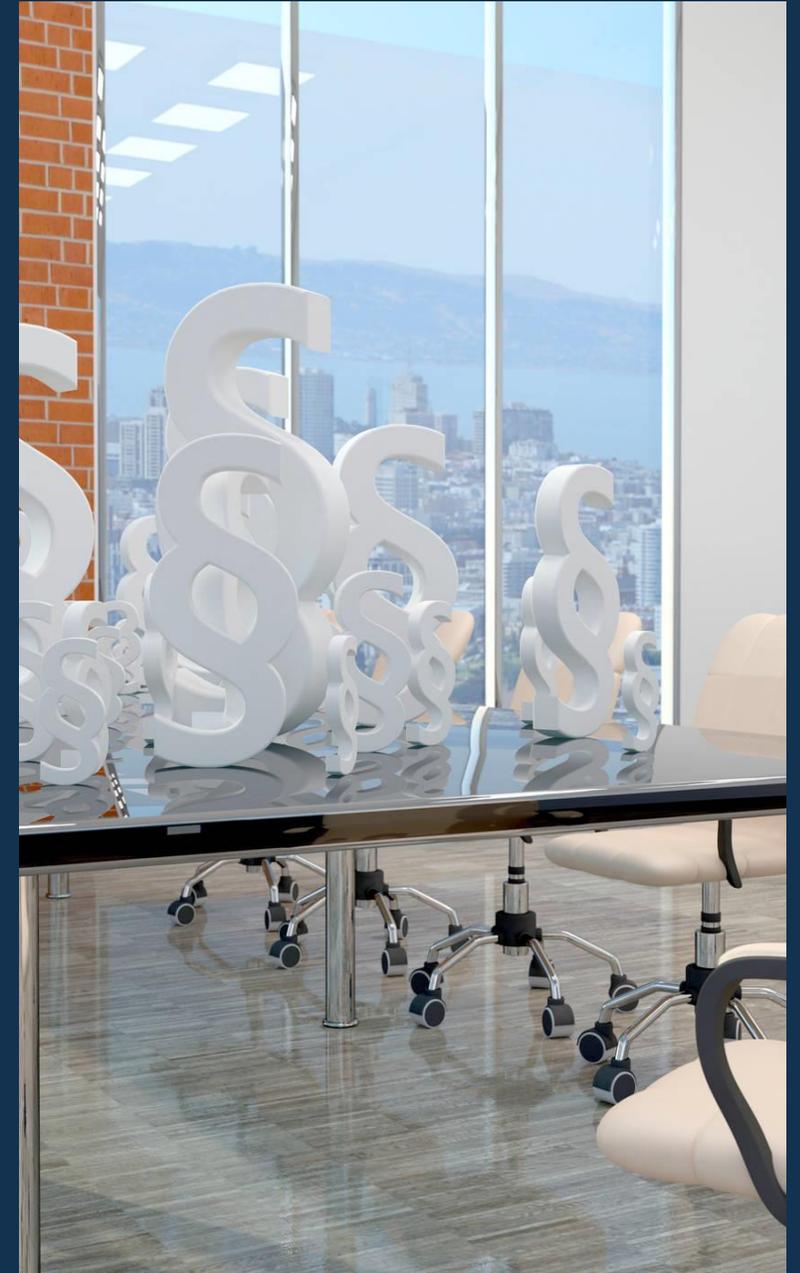
Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

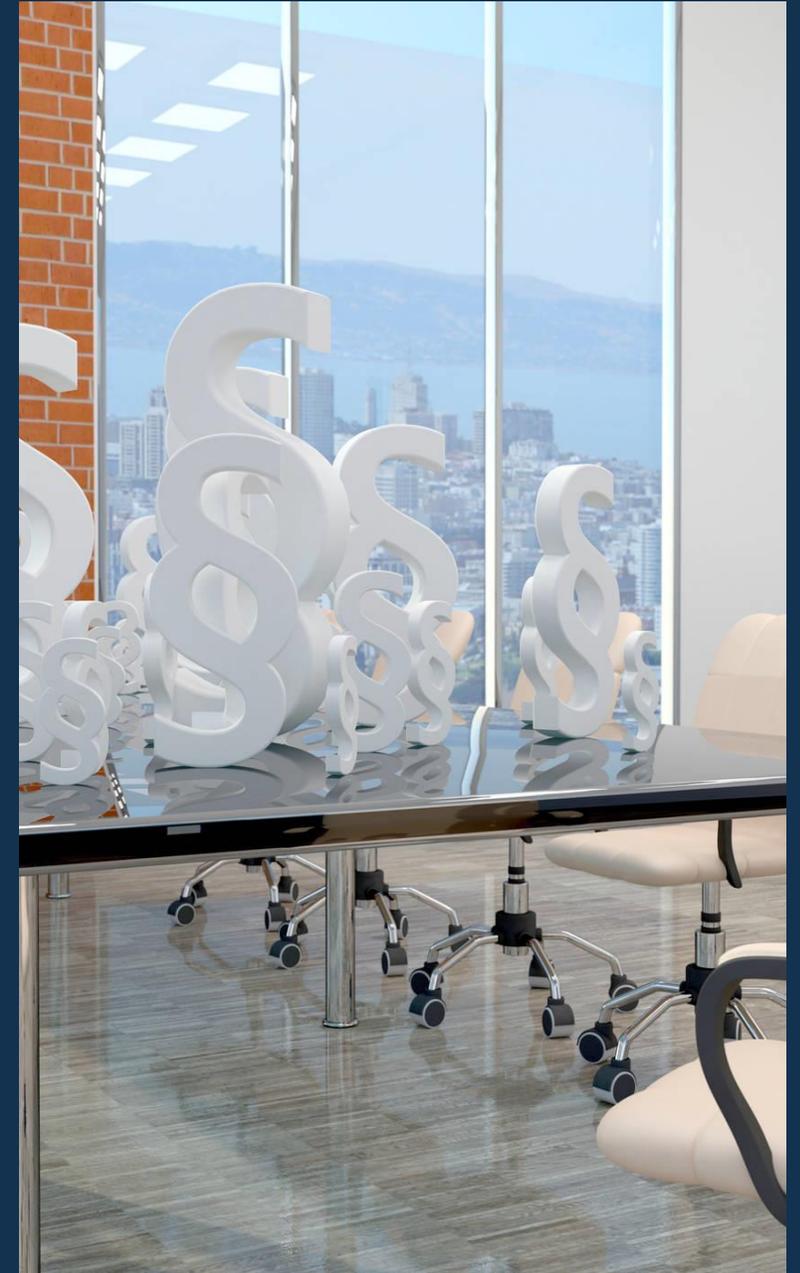
Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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



Disclaimer

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

