

## Zinswende: Bitte anschnallen!



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Getrieben von historisch hohen Inflationszahlen hat die Fed im Juni mit einem ungewöhnlich großen Zinsschritt von 75 Bp agiert, während die EZB – noch in den Startlöchern – substanzielle Zinserhöhungen für den Sommer angekündigt hat. Da sich am herausfordernden Inflationsumfeld zunächst wenig ändern wird, erwarten wir im zweiten Halbjahr auf beiden Seiten des Atlantiks markante Zinserhöhungen um jeweils 175 Bp.

Auch wenn die Märkte bereits im Juni, der von erneuten Kursrückgängen in nahezu allen Asset-Klassen geprägt war, vieles von den bevorstehenden Zinserhöhungen eingepreist haben, stehen bei der Umsetzung der strafferen Geldpolitik weitere Marktturbulenzen an. Dabei dürften die jüngsten Höchststände bei den längerfristigen Zinsen in den USA und im Euro-Raum nochmals übertroffen werden. Neben den Zinserhöhungen wird dazu auch die Verschärfung des „Quantitative Tightening“ (QT) der Fed beitragen. Während die Fed ihren Anleihebestand abbaut, ist dies bei der EZB noch lange nicht abzusehen. Im Gegenteil: die EZB dürfte gezwungen werden, im Rahmen des noch zu definierenden Anti-Fragmentierungsinstruments erneut Netto-Käufe von Peripherie-Anleihen zu tätigen. Auch wenn dies durch die Herausgabe von EZB-Schuldtiteln sterilisiert werden dürfte, zeigt sich einmal mehr das Dilemma der EZB, eine einheitliche Geldpolitik für einen uneinheitlichen Währungsraum zu gestalten.

Die straffere Geldpolitik wird die durch Kaufkraftverluste, Lieferkettenprobleme und die Unsicherheit über den Krieg in der Ukraine ohnehin angeschlagene Konjunktur zusätzlich belasten. Wir haben daher unsere BIP-Prognosen für 2023 erneut nach unten revidiert. Wir erwarten eine technische Rezession in den USA und eine längere Stagflationsphase im Euro-Raum. 2023 sollte die Inflation jedoch nach unten kommen und die Zentralbanker wieder entspannter werden lassen. Die EZB-Zinsen dürfte daher im ersten Halbjahr 2023 den Höhepunkt erreichen und die Fed in der zweiten Jahreshälfte sogar die Zinsen senken. Beides sollte auf Jahressicht zu einer Korrektur der Zinsen am langen Ende beitragen.

Was die Konjunktur anbelangt, bleiben die Risiken hoch, besonders in Europa, wo ein wahrscheinlich gewordener russischer Gaslieferstopp die größten Auswirkungen hätte. Bei all den negativen Nachrichten, sollten die Stabilisierungszeichen aus China nicht ignoriert werden. Nach Beendigung der Lockdowns steht dort eine Belebung der Wirtschaft an.

Mit besten Grüßen  
Jürgen Michels

### Kurz & klar

- Starke Zinsanhebungen von Fed und EZB im zweiten Halbjahr 2022.
- Fundamentale Probleme im Euro-Raum treten wieder zum Vorschein.
- Längere Stagflation im Euro-Raum und technische Rezession in den USA.
- Rückgang der Inflation ermöglicht 2023 Ende der geldpolitischen Straffung.
- Trotz anhaltender Volatilität bleiben wir offensiv in der Asset-Allokation ausgerichtet.

## Globales Umfeld: Konjunkturelle Bremsspuren

- ▶ Zusätzliche Zinserhöhung schwächen Konjunktur und mittelfristig Inflation

Der Verlust an Kaufkraft macht den Konsumenten in vielen Teilen der Welt zu schaffen. Dies spiegelt sich in niedrigem Verbrauchervertrauen und teilweise bereits nachlassender Kaufdynamik wider. Mit zunehmenden Risiko eines russischen Gas-Lieferstopps bleibt der Ausblick besonders für Europa sehr fragil. Entgegen der erwarteten schwachen Konjunktur in Europa und den USA mehren sich die Anzeichen einer Stabilisierung in China. Bei Entfaltung der Stimulus-Programme dürfte dort im kommenden Jahr die Dynamik zunehmen.

Die bereits angekündigte deutliche Verschärfung der geldpolitischen Straffung auf beiden Seiten des Atlantiks wird keine schnellen Erfolge bei der Inflationsbekämpfung zeigen, aber die Konjunktur belasten. Mit Blick auf 2023 sollte die Politik jedoch Früchte zeigen und die Inflation klar nach unten gerichtet sein.

## Rohstoffmärkte: US-Rezession drückt Ölpreis – und bremst Goldpreis-Rückgang

- ▶ Saudi-Arabien und VAE könnten Förderdefizite anderer OPEC-Länder stärker ausgleichen

Wir heben unsere Ölpreis-Prognosen etwas an, da der Markt inzwischen Rezessionsängste einzupreisen scheint und der Ölpreis sich dennoch bei rund 110 USD halten konnte. Außerdem wird zunehmend deutlich, dass die Ölproduktion in Russland sanktionsbedingt sinkt und auch in wichtigen afrikanischen Förderländern wie Angola oder Nigeria nicht mehr genügend in die Förderung investiert wird. Nach wie vor erwarten wir allerdings auf Jahressicht, dass der Ölpreis trotz einer Nachfrageerholung in China sukzessive zurückgeht (bis auf 95 USD je Fass Brent). Zum einen dürfte eine US-Rezession im ersten Halbjahr 2023 Öl weiter unter Druck setzen. Zum anderen deutet die jüngste Aufforderung der OPEC an ihre Mitglieder, bis Ende des Jahres die unterschrittenen Förderziele zu erfüllen, darauf hin, dass Saudi-Arabien und die VAE 2023 die Defizite anderer Förderstaaten stärker ausgleichen könnten. Mit schwindenden Chancen einer Ausweitung des Ölangebots durch einen Iran-Deal deutet die Annäherung zwischen den USA und Saudi-Arabien (als Gegner eines Iran-Abkommens) auf eine solche Lösung hin. Aufgrund der international knappen Reservekapazitäten bleibt das Abwärtspotenzial des Ölpreises jedoch begrenzt.

- ▶ Inflationsängste sollten 2023 nachlassen – zulasten des Goldpreises

Auf Sicht von drei Monaten senken wir unsere Goldpreisprognose aufgrund der stärkeren Fed-Zinserhöhungen auf 1800 USD je Feinunze (bisher 1850 USD). Dabei nehmen wir allerdings weiterhin an, dass Inflationsängste den Preis zunächst noch stark unterstützen. Mit einem Rückgang der US-Kerninflation um die Jahreswende sollten diese Ängste nachlassen. Dann dürfte der Goldpreis unter die Marke von 1800 USD fallen und sich einem Niveau nähern, das den inzwischen positiven Renditen inflationsgeschützter US-Anleihen (bei längeren Laufzeiten) angemessener wäre. Allerdings gehen wir nur von einem langsamen Rückgang aus (auf nach wie vor 1750 USD in einem Jahr), denn die erwartete US-Rezession dürfte mit einer erhöhten Risikoaversion an den Märkten und rückläufigen (nominalen) Anleiherenditen einhergehen und so den Goldpreis stützen.

## USA: Zinswende nimmt erneut Tempo auf

- ▶ Noch stärkere Zinsstraffung in diesem Jahr

In Reaktion auf die jüngsten Inflationszahlen stemmte sich die Fed auf der Juni-Sitzung gegen steigende Inflationserwartungen und hob den Leitzins um 75 statt der angekündigten 50 Bp an. Energiepreise führten die Teuerung einmal mehr an; wir erhöhen unsere Inflationsprognose für 2022 auf 7,8%. Der anhaltende Preisdruck dürfte auch im dritten Quartal zu erheblichen Straffungsmaßnahmen der Fed führen. Wir rechnen mit Zinsschritten von 75 Bp im Juli und 50 Bp im September; im Winter dürfte die Schlagzahl auf 25 Bp gedrosselt werden. Mit dem Jahresendstand des Leitzinsbandes von 3,25% - 3,5% sollte dann der Gipfel erreicht sein.

- ▶ US-Wirtschaft in 2023 in technischer Rezession

Der steilere Zinspfad der Fed, der inflationsbedingte Kaufkraftverlust, ein schwaches Konsumklima und die jüngste Verlangsamung des industriellen Outputs trüben den konjunkturellen Ausblick ein und erhöhen das Risiko einer Rezession im kommenden Jahr, welche wir jetzt im Basisszenario erwarten. Die Konjunkturschwäche und eine etwas geringere Preisdynamik dürfte die Fed zu Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2023 bewegen.

### Euro-Raum: Einstieg in einen denkwürdigen Zinszyklus

- ▶ EZB zu mehreren 50 Bp-Schritten gezwungen

Die zentrale Prognoseänderung betrifft in diesem Monat die EZB: Wir gehen nach der aufsehenerregenden Juni-Sitzung nun von einem recht steilen Zinspfad aus. Nach der Erhöhung um 25 Bp über das gesamte Zinsband hinweg im Juli, spricht das Inflationsumfeld für den bereits implizit angekündigten größeren Schritt um 50 Bp im September. Angesichts der jüngsten Daten zu den Verbraucherpreisen, hoher Rohölpreise, eines schwachen Euros und der russischen Liefermengenbeschränkungen bei Erdgas darf das als gesichert gelten. Unsere Inflationsprognose für 2022 und 2023 haben wir erneut eine Spur nach oben angepasst. Wir erwarten nun auch zwei weitere große Zinsschritte im Oktober und Dezember. Zum Jahresende wird der Einlagesatz bei 1,25% liegen.

Zweifelsohne wird die Konjunktur von einem solchen Vorgehen der Notenbanker gebremst. Die Phase der Stagflation dürfte trotz eines etwas besseren 2. Quartals bis Jahresende anhalten. Auch 2023 dürfte das Expansionstempo des realen BIP unter 1% liegen.

### Deutschland: Teuerung belastet Konsum spürbar

- ▶ Inflationsprognose kräftig angehoben

Während unsere Aufwärtsrevision der Preisprognosen im Euro-Raum noch recht moderat ausfällt, machen in Deutschland die dramatische Anhebung der Gaspreise nach den russischen Lieferkürzungen, eine sich beschleunigende Kerninflation sowie eine überschaubare Wirkung der staatlichen Spritpreispbremse eine größere Korrektur der Inflationsprognose für 2022 von 6,4% auf 7,3% nötig. Die konjunkturellen Belastungsfaktoren nehmen dadurch zu, erst gegen Jahresende ist mit der Anhebung des Mindestlohns im Oktober mit einer nennenswerten Beschleunigung der Lohndynamik zu rechnen. Zudem trübt sich der Arbeitsmarkt trotz hoher Personalnachfrage der Unternehmen bereits etwas ein, das Konsumklima bleibt trübe und die steigenden Zinsen belasten den Immobilien- und Bausektor. Die Phase gesamtwirtschaftlicher Stagflation dürfte in Deutschland ebenfalls länger anhalten. Wir erwarten für 2023 nur noch ein Wachstum von knapp über 1%.

### Devisenmärkte: Die EZB holt auf – und stärkt den Euro

- ▶ Kein Bruch der Euro-Unterstützungsmarken um 1,04 EUR-USD erwartet

Wir ändern unsere Euro-Dollar-Prognosen über den gesamten Prognosehorizont zugunsten eines (um jeweils 1-2 Cent) stärkeren Dollar, weil die Fed zuletzt den Straffungskurs verschärft hat und der Dollar von der seit Juni höheren Risikoaversion an den Märkten profitiert. Hervorzuheben ist allerdings, dass der Euro nicht unter die seit 2015 mehrfach getestete Unterstützungsmarke um 1,04 EUR-USD abwertete, bedingt auch durch die erheblich gestiegenen Renditen 10-jähriger Bundesanleihen. Nach wie vor rechnen wir damit, dass umfangreiche Fed-Zinserhöhungen den Dollar in drei Monaten auf seiner derzeit hohen Bewertung halten. Darüber hinaus erwarten wir jedoch, dass die EZB mit der Zinswende zugunsten des Euro aufholt (mit Anhebungen bis Juni 2023). Zudem dürfte die von uns erwartete US-Rezession im 1. Halbjahr 2023 nicht zu einer typischen Aufwertung des Dollar führen (wegen der Risikoaversion), da wir nicht von einer tiefen globalen Rezession ausgehen. Wir erwarten eine Dollar-Abwertung auf 1,12 EUR-USD in einem Jahr (zuvor 1,13 EUR-USD).

## Rentenmärkte: Rendite-Volatilität bleibt kurzfristig bestehen

### ► Renditeprognosen angehoben

Nach neuen Renditespitzen im Juni von 1,76% bei 10-jährigen Bunds und 3,48% bei 10-jährigen Treasuries (Tagesendwerte) rechnen wir auf Sicht der nächsten Wochen mit anhaltend hoher Rendite-Volatilität, wobei ein erneutes Überschießen der Renditen möglich ist. Auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten sollten eine deutliche Konjunkturertrübung und langsam abnehmender Inflationsdruck dann aber zu Renditekorrekturen vor allem bei längeren Laufzeiten führen. Gebremst werden diese allerdings durch das Quantitative Tightening der Fed und das Ende der Netto-Anleihekäufe der EZB. Unsere Rendite-Prognosen für Bunds und Treasuries haben wir vor dem Hintergrund der stärkeren Zinsstraffungen von EZB und Fed sowie unserer erhöhten Inflationsprognosen angehoben.

### ► Covered Bonds bleiben im Vergleich zu anderen Asset-Klassen stabil

Im Vergleich zu unbesicherten Anleihen überstanden Covered Bonds die ersten sechs Monate des turbulenten Jahres glimpflich (iBoxx EUR Covereds +4 Bp). Allerdings stieg der Druck in den vergangenen Wochen und Emittenten mussten zuletzt hohe Neuemissionsprämien (ca. 10 Bp) zahlen, um Transaktionen platzieren zu können. Mit dem Ende der Nettokäufe durch die EZB im Juli dürften die Spreads daher noch einmal reagieren. Allerdings sollten die Neuemissionsvolumina von den aktuell sehr hohen Niveaus (YTD 121 Mrd. Euro) sinken, da die Emittenten in der ersten Hälfte des Jahres schon kommende Fälligkeiten refinanziert haben. Dies sollte die Spreads langfristig wieder etwas stützen.

### ► Corporate Spreads leiden unter Zinsanstieg, Ende der Nettokäufe und Rezessionsängsten

Das Ende der CSPP-Nettokäufe in Kombination mit stark gestiegenen Swap- und Bund-Renditen bescherte dem Corporates-Segment im ersten Halbjahr einen Total Return-Verlust sondergleichen (iBoxx Non-Fin -13% ytd). Der zuletzt noch steiler eingepreiste Zinspfad setzte die Spreads zusätzlich unter Druck, die für IG-Anleihen gemessen am iBoxx Non-Fin mittlerweile über 100 Bp notieren. Auf mittlere Sicht sollten die Risikoaufschläge nach Überschreiten des Gipfels auf einem hohen Niveau bleiben.

### ► Defensiver Primärmarkt, schwacher Sekundärmarkt bei Banken Seniors

Senior-Banken-Anleihen haben seit Jahresbeginn, gemessen am iBoxx EUR Banks Senior, einen Total Return von -9,7% verbuchen müssen. Spreads haben kürzlich neue Jahreshochs erreicht; kurzfristig scheinen Impulse für eine Einengung zu fehlen. Aus fundamentaler Sicht ist die kritische Frage, wie stark sich wesentliche Kennzahlen (CET1/NPL) verschlechtern. Auf der Neuemissionsseite wurden im Juni bisher nur etwas mehr als 10 Mrd. Euro platziert, und das vorwiegend im Laufzeitbereich zwischen 2 und 5 Jahren bei hohen Neuemissionsprämien. Die Pipeline für die nächsten Wochen dürfte gut gefüllt sein.

## Aktienmärkte: Wirtschaftliche Eintrübung vorerst überzogen eingepreist

### ► Stabilisierung in eröffneter Seitwärtsmarktbandbreite zunehmend wahrscheinlich

Die Aktienmärkte zeigen sich weiterhin von der forcierten Zinswende, dem Ukraine-Krieg und der Null-Covid-Politik in China belastet. In den Kursen sind jedoch die Ängste und eine technische Rezession in den USA bereits weitgehend eingepreist. Unsere Erwartungshaltung einer begrenzten Sommerrallye wurde bisher allerdings mit dem Verfall des S&P500 in einen Bärenmarkt gekontert. Dennoch beobachten wir zunehmend Signale, die für eine Erholung innerhalb der Bandbreite sprechen, die die Aktienmärkte in diesem Jahr eröffnet haben. Neben nachlassenden Inflationserwartungen sind dies mittlerweile auch Renditen und Ölpreise, die von ihren Jahresspitzen zumindest temporär zurückgegangen sind und eine leichte wirtschaftliche Stabilisierung in China.

Die attraktive Bewertung in den meisten Aktienmärkten bei immer noch soliden Margenentwicklungen in vielen Branchen, noch üppige Liquidität bei Mangel an Anlagealternativen, die schon fast sieben Monate aufgestaute und jüngst auf Extreme kumulierte Skepsis der Anleger und andere verhaltensökonomische Indikationen untermauern unsere konstruktive Haltung. Dabei unterstellen wir keine durch Energiemangel ausgelöste Wirtschaftskrise.

### Asset-Allokation: Suche nach dem kleinsten Übel

|                             | Allokationsempfehlung 6-12 M. <sup>*)</sup> |   |         |   |    | Total Return <sup>*)</sup> (%) |       |       |
|-----------------------------|---|---|---------|---|----|--------------------------------|-------|-------|
|                             | --  | - | neutral | + | ++ | YTD                            | -3M   | -12M  |
| <b>Aktien</b>               |   |   |         |   |    | -11,8                          | -8,9  | -2,4  |
| USA                         |   |   |         |   |    | -11,5                          | -10,7 | 4,2   |
| Euro-Raum                   |   |   |         |   |    | -15,4                          | -6,4  | -11,2 |
| Japan                       |   |   |         |   |    | -13,9                          | -9,9  | -12,9 |
| Emerging Markets            |   |   |         |   |    | -9,3                           | -4,4  | -13,6 |
| <b>Renten</b>               |   |   |         |   |    | -8,8                           | -4,7  | -6,3  |
| <b>Staatsanleihen</b>       |   |   |         |   |    | -7,6                           | -3,9  | -4,2  |
| USA                         |   |   |         |   |    | -3,8                           | -0,8  | 1,8   |
| Euro-Raum Core/Semi-Core    |   |   |         |   |    | -13,5                          | -8,4  | -13,2 |
| Euro-Raum Non-Core          |   |   |         |   |    | -12,8                          | -8,4  | -13,0 |
| Covered Bonds               |   |   |         |   |    | -9,4                           | -5,3  | -10,1 |
| <b>Unternehmensanleihen</b> | →   |   |         |   |    | -12,6                          | -7,5  | -12,9 |
| Investment Grade            | →   |   |         |   |    | -12,5                          | -7,3  | -12,9 |
| High Yield                  |   |   |         |   |    | -13,4                          | -8,6  | -13,1 |
| <b>Rohstoffe</b>            |   |   |         |   |    | 26,3                           | -8,7  | 38,4  |
| Öl                          |   |   |         |   |    | 66,3                           | 1,1   | 76,6  |
| Gold                        |   |   |         |   |    | 7,0                            | -3,5  | 15,4  |
| Industrie-Metalle           |   |   |         |   |    | -0,9                           | -23,8 | 16,2  |
| <b>Cash</b>                 |   |   |         |   |    | -0,2                           | -0,1  | -0,5  |

\*) Allokationsempfehlungen und Total>Returns auf Euro-Basis Stand: 27.06.2022

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- Wir stufen Corporates im Investment Grade auf „leicht untergewichten“

In einem weiterhin schwierigen Umfeld und einem Monat mit Verlusten in nahezu allen Asset-Klassen behalten wir unsere Allokationsempfehlungen größtenteils bei. Lediglich die Einstufung der Investment Grade (IG) Corporates ändern wir von „deutlich“ auf „leicht untergewichten“, nachdem hier im Zuge starker Spreadausweitungen sowie Renditeanstiege bereits deutliche Verluste eingetreten sind. Im Einklang mit unseren Prognosen, die auf einen baldigen Gipfel der IG-Spreads sowie Bund-Renditen hindeuten, halten wir eine Heraufstufung für erforderlich. Hintergrund für eine nachlassende Ausweitungsdynamik sind die bereits weitgehend eingepreisten Zinserhöhungen sowie das Ende der CSPP-Nettokäufe, ebenso wie Rezessionsängste, welche die Bilanzen der Unternehmen belasten würden. Ein Risikoszenario bleibt der Stopp russischer Gaslieferungen.

- Aktien und Industriemetalle bleiben attraktiv

Aktien bleiben neben Industriemetallen mittelfristig die attraktivste Anlageklasse. Die wirtschaftliche Eintrübung und der jüngste Kursverfall ändern diese Einschätzung nicht. Die Korrektur von weiterhin zu optimistischen Gewinnschätzungen dürfte nun weitgehend eingepreist sein. Die Margen der Unternehmen dürften sich auf den Schnitt der Branchen zumindest zunächst noch auf überdurchschnittlichem Niveau halten können. Das Value-Segment bietet zudem einen guten Inflationsschutz.

- China auf dem Weg der Erholung

Immerhin haben chinesische Aktien schon einen Boden gefunden und gedreht, was als Indikator für eine wirtschaftliche Stabilisierung in Reich der Mitte, getrieben durch massive Stimuli bei gleichzeitig etwas aufgeweichter Null-Covid-Politik gesehen werden kann. Der Hang Seng-Index hatte am 15.3., der Shanghai Composite am 26.4. ein Tief erreicht. Letzterer hat seither einen direktionalen Aufwärtstrend aufgebaut, was signalisiert, dass der Gipfel der Unsicherheit um die Omikron-Welle eingepreist wurde.

# Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

|                                | Welt-BIP Anteil | BIP-Wachstum zum Vorjahr |                  |                  | Inflation zum Vorjahr |                  |                  | Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP |             |             | Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP |            |            | Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP |             |            |
|--------------------------------|-----------------|--------------------------|------------------|------------------|-----------------------|------------------|------------------|---|-------------|-------------|--|------------|------------|--------------------------------------|-------------|------------|
|                                |                 | 2021                     | 2022             | 2023             | 2021                  | 2022             | 2023             | 2021                                    | 2022        | 2023        | 2021                                   | 2022       | 2023       | 2021                                 | 2022        | 2023       |
| USA                            | 24,7            | 5,7                      | 2,4              | 0,8 (1,1)        | 4,7                   | 7,8 (7,5)        | 3,4              | -11,2                                   | -4,0        | -4,5        | 125                                    | 119        | 120        | -3,0                                 | -2,5        | -2,5       |
| Euro-Raum                      | 15,6            | 5,3                      | 2,2 (1,8)        | 0,8 (1,1)        | 2,6                   | 7,6 (7,1)        | 3,8 (3,6)        | -5,1                                    | -4,9        | -3,9        | 97                                     | 95         | 94         | 3,2                                  | 2,4         | 2,9        |
| Deutschland                    | 4,5             | 2,8                      | 1,3              | 1,1 (1,5)        | 3,1                   | 7,3 (6,4)        | 3,7 (3,5)        | -3,7                                    | -4,0        | -3,6        | 67                                     | 67         | 66         | 7,2                                  | 6,1         | 6,5        |
| Frankreich                     | 3,2             | 7,0                      | 1,7 (2,2)        | 0,7 (1,0)        | 2,1                   | 6,4 (6,2)        | 3,9              | -6,5                                    | -5,5        | -4,0        | 112                                    | 110        | 109        | -2,4                                 | -3,0        | -2,0       |
| Italien                        | 2,3             | 6,6                      | 2,2 (1,6)        | 0,7 (0,8)        | 1,9                   | 6,6 (6,3)        | 3,2 (2,9)        | -7,2                                    | -5,9        | -4,5        | 153                                    | 148        | 149        | 2,5                                  | 1,2         | 1,6        |
| Spanien                        | 1,5             | 5,1                      | 3,4              | 1,0 (1,4)        | 3,0                   | 8,5 (7,8)        | 4,5 (4,3)        | -6,9                                    | -5,5        | -4,3        | 119                                    | 112        | 111        | 1,0                                  | 1,8         | 2,1        |
| Niederlande                    | 1,1             | 5,0                      | 2,5 (2,2)        | 1,1              | 2,8                   | 9,5              | 4,5              | -2,5                                    | -3,5        | -3,0        | 52                                     | 48         | 48         | 8,5                                  | 8,7         | 8,7        |
| Japan                          | 5,3             | 1,6                      | 2,2              | 1,7              | -0,2                  | 2,2              | 1,7              | -9,5                                    | -7,5        | -4,0        | 263                                    | 262        | 259        | 3,0                                  | 1,0         | 1,2        |
| Großbritannien                 | 3,4             | 7,4                      | 3,2              | 0,0              | 2,6                   | 8,5              | 4,5              | -9,5                                    | -5,5        | -4,2        | 103                                    | 100        | 99         | -3,4                                 | -3,4        | -3,2       |
| Kanada                         | 2,1             | 4,6                      | 3,4              | 1,6              | 3,4                   | 6,1              | 3,5              | -6,0                                    | -2,3        | -1,5        | 115                                    | 111        | 110        | -3,0                                 | -2,2        | -1,0       |
| Südkorea                       | 1,9             | 4,0                      | 2,8              | 2,7              | 2,4                   | 5,0 (4,5)        | 2,7 (2,3)        | -3,0                                    | -1,5        | -1,3        | 51                                     | 52         | 53         | 5,6                                  | 4,5         | 5,0        |
| Schweiz                        | 0,9             | 3,7                      | 2,2 (2,0)        | 1,3              | 0,6                   | 2,5              | 1,3 (1,5)        | -2,0                                    | -0,9        | -0,3        | 27                                     | 27         | 27         | 7,2                                  | 6,3         | 7,0        |
| Übrige Fortgeschr. Länder      | 3,6             | 5,3                      | 2,6              | 2,4              | 2,7                   | 5,6              | 3,2              | -4,4                                    | -3,5        | -3,0        | 59                                     | 57         | 57         | 4,5                                  | 3,9         | 2,5        |
| <b>Fortgeschrittene Länder</b> | <b>57,7</b>     | <b>5,2</b>               | <b>2,4 (2,3)</b> | <b>1,0 (1,2)</b> | <b>3,2</b>            | <b>6,9 (6,6)</b> | <b>3,4 (3,3)</b> | <b>-8,3</b>                             | <b>-4,4</b> | <b>-3,9</b> | <b>120</b>                             | <b>117</b> | <b>117</b> | <b>0,1</b>                           | <b>-0,1</b> | <b>0,0</b> |
| China                          | 18,8            | 8,1                      | 3,5              | 5,1 (5,2)        | 1,0                   | 2,1              | 2,5              | -6,0                                    | -8,0        | -7,5        | 73                                     | 78         | 82         | 1,9                                  | 2,1         | 1,3        |
| Asien (ohne CN / JP / KO)      | 8,4             | 6,3                      | 4,7 (4,6)        | 5,1 (5,3)        | 3,9                   | 5,3 (5,5)        | 5,2              | -                                       | -           | -           | -                                      | -          | -          | -                                    | -           | -          |
| Indien                         | 3,3             | 8,9                      | 6,0              | 5,9 (6,0)        | 5,2                   | 6,7              | 5,6              | -10,4                                   | -10,0       | -9,0        | 88                                     | 87         | 87         | -1,2                                 | -2,7        | -2,2       |
| Indonesien                     | 1,3             | 3,7                      | 4,7              | 5,5 (5,6)        | 1,7                   | 4,2 (4,7)        | 4,5              | -4,6                                    | -4,0        | -3,0        | 43                                     | 43         | 43         | 0,3                                  | 0,9         | -0,8       |
| Lateinamerika                  | 4,7             | 6,5                      | 2,4 (2,1)        | 1,6 (1,9)        | 7,6                   | 10,2             | 6,4              | -                                       | -           | -           | -                                      | -          | -          | -                                    | -           | -          |
| Brasilien                      | 1,7             | 4,6                      | 1,6 (1,0)        | 1,0 (1,2)        | 8,3                   | 10,5             | 6,0              | -4,8                                    | -7,6        | -7,4        | 92                                     | 92         | 93         | -1,6                                 | -1,5        | -1,6       |
| Mexiko                         | 1,4             | 4,8                      | 2,0              | 1,7 (2,0)        | 5,7                   | 7,5              | 4,5              | -3,5                                    | -2,3        | -2,5        | 65                                     | 66         | 67         | 1,2                                  | 0,2         | -0,4       |
| Russland                       | 1,9             | 4,7                      | -10,0            | -2,0             | 6,7                   | 16,0 (18,0)      | 10,0             | 0,0                                     | -4,0        | -5,0        | 17                                     | 18         | 19         | 6,9                                  | 5,0         | 3,0        |
| Mittel- und Osteuropa          | 3,2             | 6,8                      | -0,3             | 3,2 (3,4)        | 9,1                   | 27,9 (26,4)      | 14,0 (13,2)      | -                                       | -           | -           | -                                      | -          | -          | -                                    | -           | -          |
| Türkei                         | 0,9             | 11,0                     | 2,0              | 2,5              | 19,6                  | 70,0 (65,0)      | 25,0 (22,0)      | -3,5                                    | -7,0        | -7,5        | 42                                     | 44         | 45         | -1,9                                 | -4,6        | -4,0       |
| Polen                          | 0,7             | 5,7                      | 3,9              | 2,8 (3,0)        | 5,1                   | 11,5             | 7,1              | -1,9                                    | -4,0        | -3,9        | 54                                     | 51         | 50         | 1,6                                  | -0,5        | -0,2       |
| Naher u. Mittlerer Osten       | 4,1             | 3,4                      | 4,6              | 2,8 (3,0)        | 13,2                  | 12,8             | 10,5             | -                                       | -           | -           | -                                      | -          | -          | -                                    | -           | -          |
| Subsahara-Afrika               | 1,3             | 4,2                      | 3,4 (3,3)        | 2,8 (2,9)        | 11,0                  | 12,2             | 9,6              | -                                       | -           | -           | -                                      | -          | -          | -                                    | -           | -          |
| Südafrika                      | 0,4             | 4,9                      | 2,5 (2,0)        | 1,4              | 4,5                   | 6,0              | 4,7              | -6,4                                    | -5,8        | -6,2        | 69                                     | 70         | 74         | 3,7                                  | 1,3         | -1,0       |
| Schwedenländer                 | 42,3            | 6,7                      | 2,8              | 4,0 (4,1)        | 4,7                   | 7,5 (7,6)        | 5,7 (5,6)        | -5,3                                    | -5,7        | -5,4        | 65                                     | 66         | 69         | 0,9                                  | 1,5         | 0,9        |
| <b>Weit</b>                    | <b>100,0</b>    | <b>5,8</b>               | <b>2,6 (2,5)</b> | <b>2,3 (2,4)</b> | <b>3,8</b>            | <b>7,2 (7,0)</b> | <b>4,4 (4,3)</b> | <b>-</b>                                | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>-</b>                               | <b>-</b>   | <b>-</b>   | <b>-</b>                             | <b>-</b>    | <b>-</b>   |

Quellen: Refinitiv, BayernLB Research    "-" nicht verfügbar    alte Prognosen in Klammern



# Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in Prozent, Spreads in Basispunkten, Monatsendstände

|                                 |                    | Stand am<br>28.06.2022 | in 3 Monaten<br>Sep 2022 | in 6 Monaten<br>Dez 2022 | in 12 Monaten<br>Jun 2023 |
|---------------------------------|--------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <b>Leitzinsen</b>               |                    |                        |                          |                          |                           |
| Euro-Raum*                      |                    | -0,50                  | 0,25                     | 1,25                     | 1,75                      |
| USA                             |                    | 1,50 - 1,75            | 2,75 - 3,00              | 3,25 - 3,50              | 3,25 - 3,50               |
| Japan*                          |                    | -0,10                  | -0,10                    | -0,10                    | -0,10                     |
| Großbritannien                  |                    | 1,25                   | 1,75                     | 2,25                     | 2,25                      |
| Schweiz*                        |                    | -0,25                  | 0,00                     | 0,25                     | 0,25                      |
| <b>Zins-/Renditekurven</b>      |                    |                        |                          |                          |                           |
| Deutschland / Euro-Raum         | 3MEURIBOR          | -0,21                  | 0,45                     | 1,40                     | 1,80                      |
|                                 | 2 Jahre            | 0,96                   | 1,25                     | 1,20                     | 1,20                      |
|                                 | 5 Jahre            | 1,37                   | 1,55                     | 1,35                     | 1,25                      |
|                                 | 10 Jahre           | 1,64                   | 1,70                     | 1,40                     | 1,25                      |
|                                 | 30 Jahre           | 1,84                   | 1,90                     | 1,60                     | 1,40                      |
| EUR Swap-Satz                   | 10 Jahre           | 2,41                   | 2,45                     | 2,15                     | 2,00                      |
|                                 | USA                |                        |                          |                          |                           |
| USA                             | 3M SOFR OIS        | 2,05                   | 3,15                     | 3,50                     | 3,40                      |
|                                 | 2 Jahre            | 3,13                   | 3,25                     | 3,10                     | 2,95                      |
|                                 | 5 Jahre            | 3,28                   | 3,40                     | 3,10                     | 2,90                      |
|                                 | 10 Jahre           | 3,21                   | 3,35                     | 3,10                     | 2,90                      |
|                                 | 30 Jahre           | 3,31                   | 3,40                     | 3,10                     | 2,85                      |
| Japan                           | 3M JPY OIS         | -0,04                  | -0,05                    | -0,05                    | -0,05                     |
|                                 | 10 Jahre           | 0,24                   | 0,25                     | 0,25                     | 0,20                      |
| Großbritannien                  | 3M SONIA OIS       | 1,55                   | 1,90                     | 2,30                     | 2,30                      |
|                                 | 10 Jahre           | 2,47                   | 2,65                     | 2,50                     | 2,30                      |
| <b>Staatsanleihe-Spreads</b>    |                    |                        |                          |                          |                           |
| Deutsche Bundesanleihen         | 10 Jahre - 2 Jahre | 68                     | 45                       | 20                       | 5                         |
| US-Treasuries                   | 10 Jahre - 2 Jahre | 8                      | 10                       | 0                        | -5                        |
| Treasuries vs. Bunds            | 2 Jahre            | 217                    | 200                      | 190                      | 175                       |
|                                 | 10 Jahre           | 157                    | 165                      | 170                      | 165                       |
| <b>Corporate Credit Spreads</b> |                    |                        |                          |                          |                           |
| iBoxx € Non-Financials          | Ø 6,1 Jahre        | 108                    | 110                      | 120                      | 100                       |
| iBoxx EUR Banks Sen. Preferred  | Ø 3,5 Jahre        | 94                     | 95                       | 95                       | 75                        |
| iBoxx EUR Banks Sen. Bail-in    | Ø 4,7 Jahre        | 134                    | 135                      | 140                      | 115                       |
| iTraxx Europe                   | 5 Jahre            | 109                    | 110                      | 95                       | 80                        |
| <b>Covered Bonds</b>            |                    |                        |                          |                          |                           |
| iBoxx € Covered (Spread)        | Ø 5,4 Jahre        | 9                      | 17                       | 20                       | 20                        |
| Deutsche Pfandbriefe (Rendite)  | 2 Jahre            | 1,46                   | 1,72                     | 1,65                     | 1,60                      |
|                                 | 5 Jahre            | 1,93                   | 2,10                     | 1,86                     | 1,70                      |
|                                 | 10 Jahre           | 2,23                   | 2,30                     | 1,95                     | 1,75                      |

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research

\* Einlagesatz

## Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

|                                   |             | Stand am<br>28.06.2022 | in 3 Monaten<br>Sep 2022 | in 6 Monaten<br>Dez 2022 | in 12 Monaten<br>Jun 2023 |
|-----------------------------------|-------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <b>Aktienindizes<sup>1)</sup></b> |             |                        |                          |                          |                           |
| DAX                               |             | 13.232                 | 13.800                   | 14.600                   | 15.200                    |
| EURO STOXX 50                     |             | 3.549                  | 3.640                    | 3.840                    | 4.000                     |
| S&P 500                           |             | 3.822                  | 4.000                    | 4.300                    | 4.500                     |
| Nikkei 225                        |             | 27.049                 | 28.200                   | 29.800                   | 30.500                    |
| <b>Devisen</b>                    |             |                        |                          |                          |                           |
| Dollar                            | USD pro EUR | 1,05                   | 1,06                     | 1,08                     | 1,12                      |
| Japanischer Yen                   | JPY pro EUR | 143                    | 143                      | 143                      | 142                       |
|                                   | JPY pro USD | 136                    | 135                      | 132                      | 127                       |
| Britisches Pfund                  | GBP pro EUR | 0,86                   | 0,86                     | 0,87                     | 0,89                      |
|                                   | USD pro GBP | 1,22                   | 1,23                     | 1,24                     | 1,26                      |
| Schweizer Franken                 | CHF pro EUR | 1,01                   | 1,04                     | 1,05                     | 1,05                      |
|                                   | CHF pro USD | 0,96                   | 0,98                     | 0,97                     | 0,94                      |
| <b>Rohstoffe</b>                  |             |                        |                          |                          |                           |
| Rohöl-Brent (Dollar je Fass)      |             | 118                    | 110                      | 105                      | 95                        |
| Gold (Dollar je Feinunze)         |             | 1.820                  | 1.800                    | 1.775                    | 1.750                     |

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, BayernLB Research 1) Monatsendstände



# Das Research-Team der BayernLB

## BayernLB Research

**Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750**

**Anna Maria Frank, -21751**; Sekretariat

**Ingo Bothner, -21787**; Medienfachwirt, Business Management

**Christoph Gmeinwieser, -27053**; CIIA, Business Management

**Dr. Ulrich Horstmann, -21873**; CEFA, CO2-Zertifikate, Business Management

## Länderrisiko- und Branchenanalyse

**Hubert Siplý, -21307**

**Manuel Schimm, -26845**

Asien

**Gebhard Stadler, CFA, -28891**

Euro-Raum, DE, EZB, Nord/Osteuropa

**Roland Gnan, -26658**

USA, Fed, Kanada, GUS

**Verena Strobel, -21320**

Südeuropa, Naher und Mittlerer Osten, Afrika

**Dr. Alexander Kalb, -22858**

Maschinen-/Anlagenbau, Westeuropa, Südamerika

**Wolfgang Linder, -21321**

Mobilität

**Thomas Peiß, -28487**

Energie

**Asja Hossain, CFA, -27065**

Bau und Grundstoffe

**Miraji Othman, -25888**

Technologie

**Dr. Sebastian Schnejdár, -26386**

Immobilien

## Investment Research

**Emanuel Teuber, -27070**

Green Finance, Covered Bonds, Banken

**Wolfgang Kiener, -27058**

FX, Gold, Öl

**Manfred Bucher, CFA, -21713**

Zins- & Aktienstrategie, Asset Allokation

**Dieter Münchow, -23384**

Value Investing & Behavioral Finance

**Georg Meißner, CFA, -26396**

Banken

**Pia Ahrens, -25727**

Corporate Bonds & SSD, Strategie

**Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323**

Corporate Bonds & SSD

**Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068**

Corporate Bonds & SSD, Green Finance

**E-mail:** vorname.nachname@bayernlb.de

**Telefon:** 089 2171 + angegebene Durchwahl

## Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 29.06.2022. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Die im Text genannten Finanzmarktinformationen stammen von Bloomberg und Refinitiv, soweit nicht anders vermerkt.

## Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

|      |                                  |
|------|----------------------------------|
| ab:  | arbeitstäglich bereinigt         |
| BIP: | Bruttoinlandsprodukt             |
| gg:  | gegenüber                        |
| lS:  | linke Skala                      |
| Md:  | Monatsdurchschnitt               |
| Me:  | Monatsende                       |
| rS:  | rechte Skala                     |
| sb:  | saisonbereinigt                  |
| Vj:  | Veränderung gegenüber Vorjahr    |
| Vol: | Volumen                          |
| Vp:  | Veränderung gegenüber Vorperiode |

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Briener Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
www.bayernlb.de