

## Investments Quarterly

Ausgabe 01/2024 | LBBW Research | Portfolio- und Anlageempfehlungen

Investmentstory

### Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus.

Seite 4



Konjunktur

### Licht am Ende des langen Tunnels.

Seite 8



Assetklassen

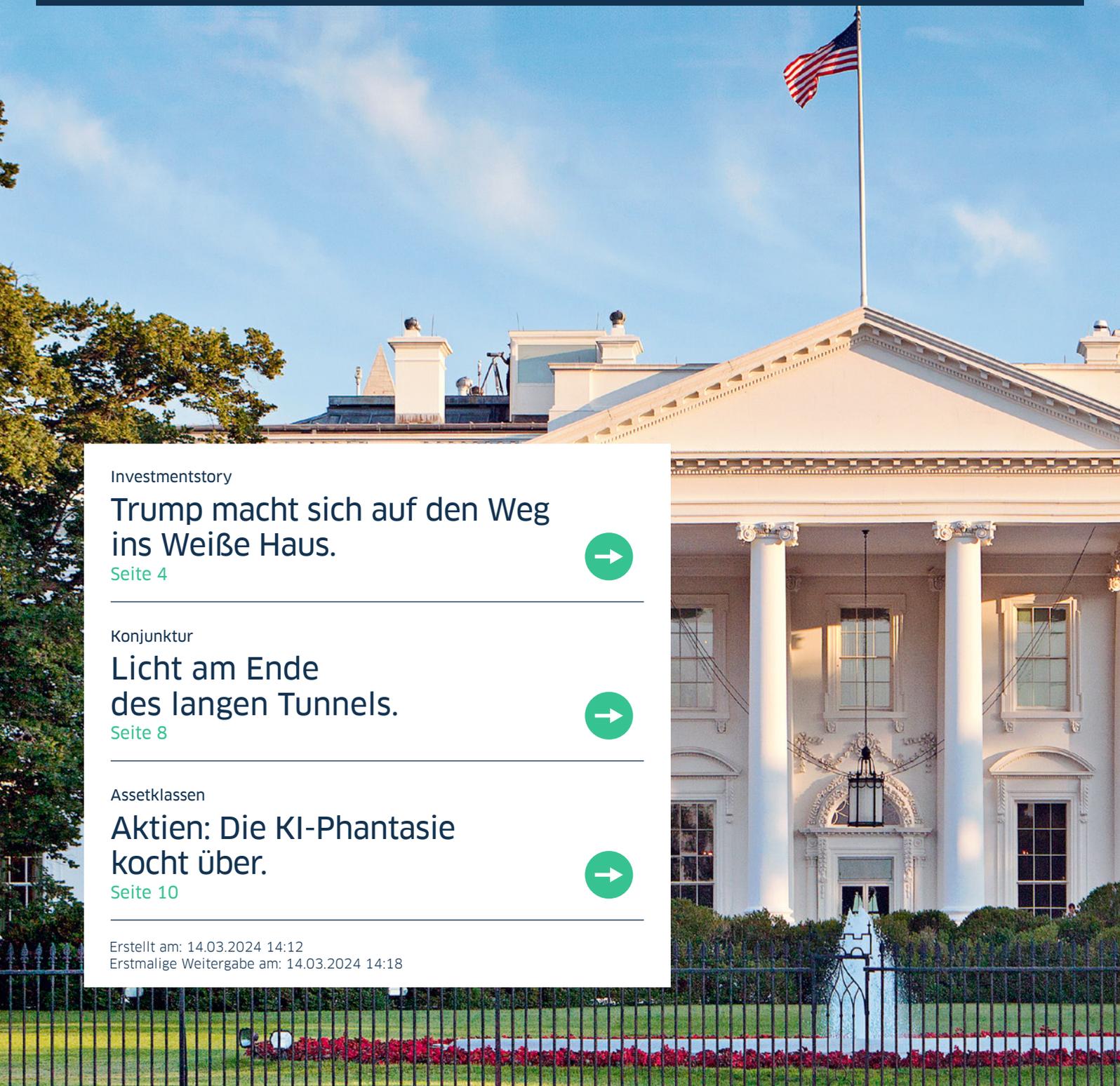
### Aktien: Die KI-Phantasie kocht über.

Seite 10



Erstellt am: 14.03.2024 14:12

Erstmalige Weitergabe am: 14.03.2024 14:18





### Dr. Thomas Meißner

Leiter Research  
Finanzmarktstrategie  
thomas.meissner@LBBW.de

## Liebe Leserinnen und Leser,

Fortsetzungen haften oft der Ruf an, schlechter als das Original zu sein. Insofern dürften die Erwartungen an die US-Präsidentenwahlen im November nicht allzu hoch sein. Denn nach dem Super-Tuesday sieht es ganz danach aus, als ob uns eine Neuauflage des Duells Biden vs. Trump erwartet. Nur dieses Mal mit umgekehrten Vorzeichen. Welche Folgen eine Rückkehr Trumps für die USA, Europa und die Finanzmärkte haben könnte, beleuchten wir in unserer Investmentstory.

Fakt ist, die US-Wirtschaft zeigt sich erstaunlich robust und dürfte 2024 stärker wachsen als erwartet. Dies eröffnet Chancen auf positive Impulse auch für Europa und Deutschland. Von einer Aufhellung der konjunkturellen Perspektiven könnten insbesondere mittelgroße Unternehmen profitieren. Der Ausblick für europäische Mid Caps erscheint aktuell besonders positiv.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen eine spannende und zugleich anregende Lektüre.

Ihr Thomas Meißner

## Unsere Rahmendaten.

Konjunktur (BIP-Wachstum 2024e), Zinsen & Inflation (Prognose 2024e)

Konjunktur					
%	USA 2,0	EWU 0,8	China 3,5	Japan 0,6	Welt 2,8

Zinsen			Inflation	
%	USA 4,25	EWU 3,00	USA 3,0	EWU 2,2

## Unsere Allokationsempfehlungen.

auf 6-12 Monate

Staatsanleihen			Unternehmensanleihen		Finanzwerte	
USA ↑	D ↗	EWU ⇒	Investment Grade ↑	High Yield ⇒	Bankanleihen ↗	Pfandbriefe ↗

Rohstoffe			Offene Immobilienfonds	
Edelmetalle ↗	Energie (Öl und Gas) ↘	Industriemetalle ⇒	↘	

Aktien				
Deutschland ↗	EWU ⇒	USA ↘	Japan ↗	Emerging Markets (Asien) ↘

Aktien Branchen				
Automobil ↑	Banken ↑	Energie (Öl und Gas) ↑	Immobilien ↑	Industrie ↑



Dem LBBW Research auf Twitter folgen.

- ↑ positiv
- ↗ leicht positiv
- ⇒ neutral
- ↘ leicht negativ
- ↓ negativ

# Inhalt

## 01

### Investmentstory

Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus.

[Seite 4 →](#)



## 02

### Trendthema

Mid Caps haben wieder Potenzial.

[Seite 7 →](#)



## 03

### Konjunktur

Licht am Ende des langen Tunnels.

[Seite 8 →](#)



## 04

### Assetklassen

Rohstoffe:  
Gold mit neuem Rekord.

Aktien:  
Die KI-Phantasie kocht über.

Anleihen:  
Neues Potenzial am Rentenmarkt.

Immobilien & Sachwerte: Boden bei Wohnimmobilien rückt in Sichtweite.

[Seite 9 →](#)



## 05

### Asset-Allokation

Gewichtung der Portfolios bleibt unverändert – vorerst.

[Seite 15 →](#)



## 06

### Sektor-Allokation

Energie ersetzt Telekom und Nahrung.

[Seite 16 →](#)



## 07

### Favoritenportfolio

Umsetzung der Branchenallokation.

[Seite 17 →](#)



## 08

### Portfolio- und Anlageempfehlungen

[Seite 19 →](#)



## 09

### Prognosen

[Seite 22 →](#)



### Impressum/Disclaimer

[Seite 23 →](#)

## 01

# Trump macht sich auf den Weg ins Weiße Haus.

Am ersten Dienstag im November wählen die US-Amerikaner ihren neuen Präsidenten. Aktuell deutet vieles auf eine Neuauflage des Duells von 2020 hin. Stellt sich die Frage, welche Auswirkungen eine Rückkehr von Donald Trump insbesondere für die USA, Europa und die Finanzmärkte haben könnte.

Wen die Republikaner und die Demokraten ins Rennen schicken, steht offiziell erst im Sommer fest. Die aktuellen Vorwahlergebnisse deuten aber auf eine Neuauflage des Duells von 2020 hin, nur mit umgekehrten Rollen: Der Herausforderer hieße diesmal Donald Trump und der Amtsinhaber Joe Biden. Bei einem solchen Elefantenrennen dürfte Donald Trump angesichts der historisch ungewöhnlich schlechten Zustimmungswerte für den US-Präsidenten Joe Biden gute Siegeschancen haben. Auch wenn das Wahljahr noch lang ist, und Anklagen, Gerichtsprozesse sowie das fortgeschrittene Alter der Kandidaten die Situation noch durcheinanderwirbeln können, stellt sich schon jetzt die Frage, was mit Trump 2.0 auf die Welt und insbesondere auf Europa zukommen könnte. Indikationen lie-

fern Trumps erste Amtszeit, Aussagen bei Wahlkampfveranstaltungen, aber auch das mehr als 900 Seiten starke Regierungsprogramm „Project 2025“ der Denkfabrik Heritage Foundation.

## US-zentrierter Protektionismus.

Ganz oben auf der Agenda der Republikaner stehen Deregulierung und Protektionismus. Für Einfuhren in die USA ist von Zollsätzen in Höhe von 10% die Rede. Bei der Förderung wird der Fokus sehr sicher auf der heimischen Industrie liegen. Angedacht ist, die in Trumps erster Legislatur beschlossenen Steuersenkungen von 2017 (Tax Cuts and Jobs Act) dauerhaft fortzuschreiben – teilweise laufen sie im kommenden Jahr aus. Sogar eine abermalige Senkung der Unternehmenssteuern auf 15% scheint denkbar.

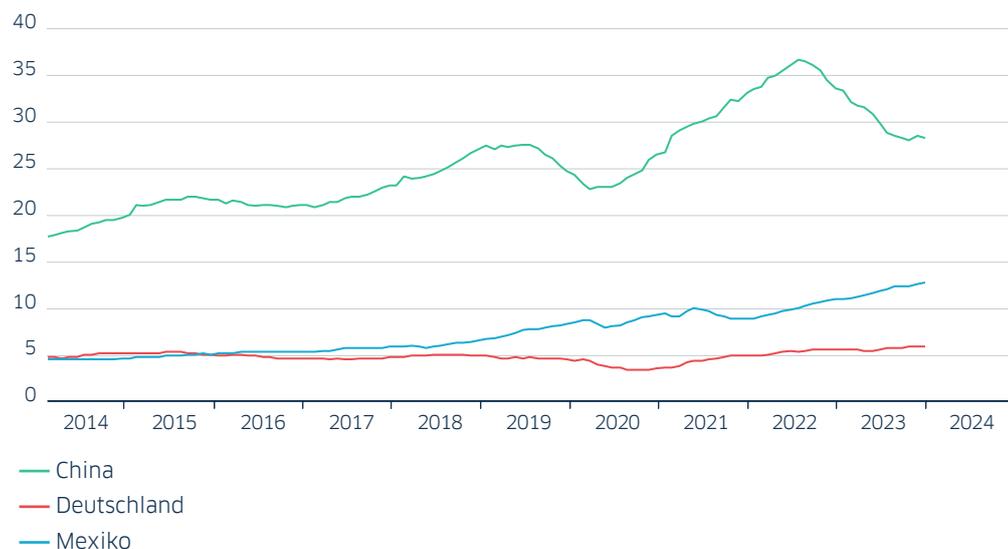
## Trump reloaded.



\* Make America Great Again

## Trump wird noch protektionistischer.

Handelsbilanz mit den USA: China, Deutschland, Mexiko in Mrd. USD pro Monat (MAV 12M).



Quellen: LSEG, LBBW Research; Stand: 27.02.2024

Relativ düster wird es wohl für die Klimapolitik aussehen: Als gesetzt gelten der Austritt aus dem Pariser Klimaabkommen und eine Reduzierung der von Biden eingeführten Subventionen für grüne Energie, Elektroautos und umweltfreundliche industrielle Fertigung im Rahmen des Inflation Reduction Act.

Viel Aufsehen hat zuletzt auch Trumps Drohung erregt, säumige NATO-Partner im Verteidigungsfall nicht zu unterstützen. Ein Weckruf für Europa? Ja, denn die von Trump initiierte Blockade der Militärhilfen für die Ukraine im US-Kongress zeigt schon jetzt, dass eine Neuauflage seiner Präsidentschaft die Sicherheitsarchitektur Europas massiv schwächen würde. Allerdings braucht Trump für die Umsetzung etlicher Maßnahmen die Zustimmung des US-Kongresses, in dem ihm die Wähler möglicherweise keine eindeutige Mehrheit bescheren. Ein Durchregieren wird also nicht so einfach – selbst wenn Trump wie angekündigt in der Bundesverwaltung große Teile des Personals tauscht.

### Beträchtliche volkswirtschaftliche Auswirkungen zu erwarten.

Zumindest in der Anfangsphase würde Trump 2.0 die US-Wirtschaft bei steigender Staatsverschuldung sicherlich

ankurbeln. Die Steuersenkungen ließen die Unternehmensgewinne steigen, und auch Protektionismus und Deregulierung dürften zunächst zu Erfolgen führen. Allerdings würden Einfuhrzölle die Inflationsraten erhöhen, und der staatliche Finanzbedarf zöge steigende Renditen am Kapitalmarkt nach sich, womit die Zinsstrukturkurve steiler würde. Die Implikationen für die EU und vor allem Deutschland wären sinkende Exporte in die USA. Eine wahrscheinliche Konsequenz einer Wahl von Donald Trump wäre wohl auch eine Aufwertung des US-Dollars. Schließlich gilt der Greenback in unsicheren Zeiten als sicherer Hafen – selbst dann, wenn die Unsicherheit von den Vereinigten Staaten selbst ausgeht.

### Sektoren in den USA auf der Gewinnerseite ...

Die ökonomischen Folgen der angekündigten Maßnahmen antizipieren die Finanzmärkte zum Teil bereits jetzt: Lässt man etwa einen „Trump-Basket“, bestehend aus Aktien, die unter ihm profitieren dürften, gegen den S&P-500-Index laufen, so weist dieser eine deutliche Outperformance auf. In die Hände spielen dürfte Trump 2.0 dank der Deregulierungsmaßnahmen vor allem den großen US-Banken. Positive



Effekte sind ferner für Öl- und Gaskonzerne zu erwarten, da Trump fossile Energieträger favorisiert, wohingegen erneuerbare Energien eher ins Abseits geraten dürften. Mutmaßliche Gewinner wären zudem nicht zuletzt Pharmatitel, da die Republikaner weniger Druck auf Medikamentenpreise ausüben würden.

### ... und in Europa.

In Europa haben die Aktienkurse der Wehrtechnik-Unternehmen substanziell zugelegt, seitdem das Ukraine-Paket im US-Kongress blockiert ist. Das ist nachvollziehbar, denn Europa sieht sich zunehmend auf sich allein gestellt und muss massiv aufrüsten. Zu den Trump-Profiteuren gehören möglicherweise auch Unternehmen, die den Löwenanteil des Geschäfts in Übersee machen und deren Kosten überwiegend in Euro anfallen. Zeigt der Greenback nach Trumps Wahlsieg – wie von uns prognostiziert – seine Muskeln, steigt der Wert ihrer US-Erlöse. Zugleich sinken die Kosten im Heimatland. Folge: Den Dollar-Verdienern winken steigende Margen. Dazu kommt noch: Je nachdem, wie stark die Dollar-Aufwertung ausfällt, kann sie die drohenden Zollbelastungen kompensieren.

### Historische Wahlmuster greifen nur bedingt.

Erfahrungsgemäß zählen Jahre, in denen US-Präsidenten oder der US-Kongress gewählt werden, nicht zu

den besten Börsenjahren. Wir haben die Daten des S&P 500 seit dem Jahr 1964 analysiert: Demnach liegt die Performance in Wahljahren im Median bei 10,1%. Zudem erweisen sich die Kurse in solchen Zeiten als besonders volatil. Das ist wenig verwunderlich, denn schließlich sind sie von großer Unsicherheit geprägt. Dazu passt auch, dass die US-Börsen parteiübergreifend im dritten Jahr unseren Erhebungen zufolge mit 19,4% am besten performen, weil diese Regierungsphase politisch gesehen relativ stabil ist. In die Überlegungen muss aber einbezogen werden, dass das Jahr 2024 eine Richtungsentscheidung bringen wird. Historische Daten sollten deshalb mit Vorsicht genossen werden. Ohnehin wird der Einfluss des Wahlgesehens auf die Börse 2024 von den Makrodaten sowie der Zins- und Inflationsentwicklung überlagert.

### Was bedeutet das für Anleger?

Wer dennoch gezielt auf einen Trump-Sieg setzen will, der könnte zu einem der oben genannten Branchen in seinem Depot übergewichten. Zum anderen erscheint ein höheres Gewicht in US-Dollar angeraten – direkt oder auch über europäische Aktien mit starkem US-Geschäft. Insgesamt sollten sich Anleger aber bis zur Wahl eher defensiv positionieren. Schließlich hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis auf dem erreichten Kursniveau verschlechtert, und zumindest in den USA sind die Bewertungen sehr ambitioniert.

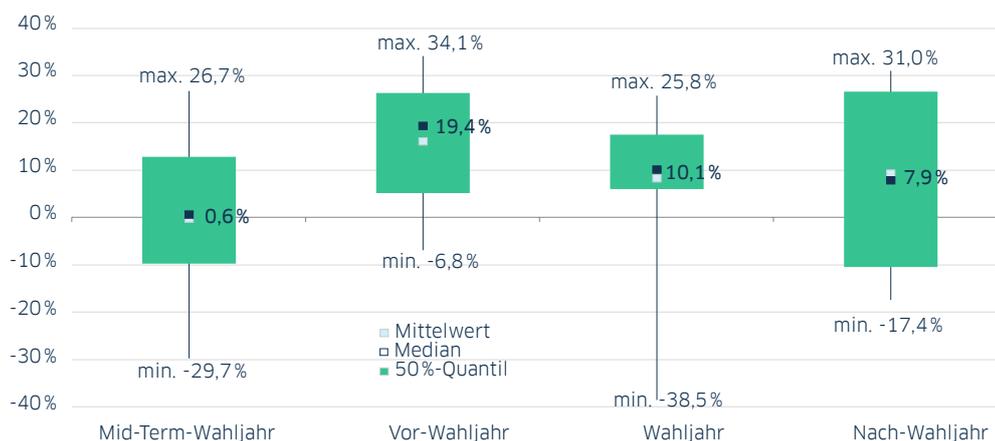


### Europas Rüstungsaktien sind gefragt.



Quellen: LSEG, LBBW Research;  
Stand: 27.02.2024

### In Wahljahren wurde bisher im Median eine Performance von 10,1% erzielt.



Quellen: LSEG, LBBW Research;  
Stand: 27.02.2024



# 02

## Mid Caps haben wieder Potenzial.

**Historisch betrachtet lag die Wertentwicklung der Aktien mittelgroßer Unternehmen deutlich über jener der größten Unternehmen. Seit 2021 verhält es sich jedoch umgekehrt. Das ist auf fundamentale Gründe, aber auch auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. Aus fundamentaler Sicht ist eine neue Outperformance der Mid Caps zu erwarten.**

In 15 der vergangenen 22 Jahre schaffte der MDAX eine Outperformance gegenüber dem DAX. Auf europäischer Ebene schnitt der STOXX Europe 200 Small in immerhin 13 von 22 Jahren besser ab als sein großer Bruder, der STOXX Europe 50. Die Performance-Unterschiede lassen sich auf strukturelle Faktoren und auf fundamentale Gründe zurückführen. Aus struktureller Sicht sind mittelgroße Unternehmen häufiger von Übernahmen betroffen. Bei den Blue Chips kommt das seltener vor und wirkt sich mitunter auch kursbelastend aus – wie etwa bei Bayer/Monsanto. Außerdem können Mid Caps in den Blue-Chip-Index aufsteigen, was bei Anlegern eine kurs-treibende Aufstiegseuphorie weckt. Fundamental betrachtet liegt es in der Natur einer Rendite, Anleger für ein eingegangenes Risiko zu entlohnen (Risikoprämie). Das bei kleineren Unternehmen erhöhte Risiko, das z. B. in der Corona-Pandemie zu beobachten war, kann daher langfristig zu Überrenditen führen.

### Ausblick für europäische Mid Caps besonders positiv.

Die genauere Betrachtung der Fundamentaldaten lässt insbesondere bei

europäischen Mid Caps auf eine positive Entwicklung hoffen. Die 12-Monats-Gewinnerwartungen europäischer Blue Chips sind seit Herbst 2022 leicht gesunken, während die der Mid Caps in Europa deutlich zugelegt haben. Die Kennzahl KGV zeigt, mit welchem Vielfachen des erwarteten Gewinns die Unternehmen bewertet sind (je niedriger, desto günstiger). Seit 2002 waren die Mid Caps im zeitlichen Median 20% höher bewertet als die Blue Chips. Derzeit liegen die Bewertungen nahezu gleichauf, woraus sich ein historisch günstiges Kursniveau ableiten lässt.

### Outperformance von Mid Caps gegenüber Blue Chips.

DAX und MDAX in Punkten.

	DAX	MDAX
28.12.2001	5.160	4.326
29.12.2023	16.752	27.137

Quelle: LSEG, LBBW Research

### Mid Caps verglichen mit Blue Chips historisch günstig.



Bewertungsauf-/abschlag STOXX Europe Small 200 ggü. STOXX Europe 50 in % (rechte Skala)

— STOXX Europe 50 12M-Fwd. KGV (linke Skala)

— STOXX Europe Small 200 12M-Fwd. KGV (linke Skala)

..... STOXX Europe Small 200: KGV-Aufschlag im Median seit 2002 (linke Skala)

Quelle: LSEG, LBBW Research; Stand: 27.02.2024



## 03

# Licht am Ende des langen Tunnels.

**Deutschland verharrt nach wie vor in der Stagnation. Doch im Zuge einer anhaltend robusten US-Wirtschaft und einer Verbesserung der Frühindikatoren im Euroraum hellen sich die globalen Perspektiven aktuell auf. Unsicherheit verursachen weiterhin die hohen (geo-)politischen Risiken.**

## Robuste US-Konjunktur

Die Weltwirtschaft zeigt nach wie vor eine geringe Dynamik – mit einer besonders ausgeprägten Schwäche in Deutschland. Die Bundesrepublik befindet sich seit mehreren Quartalen in einer Phase der Stagnation, und auch für das Jahr 2024 rechnen wir nur mit einem überschaubaren Wirtschaftswachstum von 0,3%. Diese Entwicklung steht in deutlichem Kontrast zu den robusten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den USA, wo insbesondere der Arbeitsmarkt anhaltende Stärke beweist. Eine sanfte Landung der US-Wirtschaft zeichnet sich zunehmend ab. Dieser Entwicklung haben wir Rechnung getragen und unsere Wachstumsprognose von 1,0% auf 2,0% angehoben.

Erste Anzeichen einer Verbesserung zeigen sich aktuell im Euroraum. Nach einer langen Phase überwiegend negativer Daten überraschten die Frühindikatoren zuletzt mehrheitlich positiv. In Deutschland hat sich das ifo-Geschäftsklima zwar stabilisiert, die Erwartungskomponente bleibt jedoch hinter der Bewertung der aktuellen Lage zurück. Das signalisiert, dass trotz einer gewissen Stabilisierung die Zukunftsaussichten

unverändert mit Fragezeichen behaftet sind. Die Verbesserung in der Eurozone insgesamt könnte jedoch mittelfristig auch der deutschen Wirtschaft positive Impulse geben.

Die robuste Entwicklung in den USA könnte global stabilisierend wirken und auch dem Euroraum Rückenwind verleihen. Für Deutschland bedeutet dies, dass trotz der aktuellen Stagnation und der nur verhaltenen Wachstumsprognose für 2024 die mittel- bis langfristigen Aussichten nicht gänzlich düster sind. Die Unsicherheit bleibt allerdings hoch, nicht zuletzt wegen anhaltend hoher geopolitischer Risiken und der im November anstehenden US-Präsidentenwahl.

## Endlich wieder positive Überraschungen im Euroraum.



Quellen: LSEG, LBBW Research; Stand: 07.03.2024

## 04

# Rohstoffe: Gold mit neuem Rekord.

**Anfang März ging es mit dem Goldpreis plötzlich sehr schnell nach oben. Mit über 2.180 US-Dollar erreichte das Edelmetall ein neues Allzeithoch. Die Frage, ob die Rally eine Fortsetzung findet, dürfte vor allem davon abhängen, wie sich die Goldnachfrage entwickelt.**

Unerwartet hohe Inflationsraten in den USA haben den Goldpreis nur kurzzeitig unter die Marke von 2.000 US-Dollar fallen lassen. Höhere Inflationsraten machen es wahrscheinlicher, dass die Notenbanken sich etwas mehr Zeit lassen, die Zinsen zu senken. Entsprechend könnten die Opportunitätskosten beim Kauf von Gold noch etwas länger auf einem hohen Niveau bleiben. Dennoch: Die US-Inflation wird wohl nach 4,1% im Jahr 2023 deutlich sinken. Für 2025 rechnen wir mit einer US-Inflation von nur noch 2,3%. Gute Argumente also für die US-Notenbank, die Leitzinsen zu senken. Eine Reihe schwächerer Konjunkturdaten aus den USA hat Anfang März genau dieses Argument wieder in den Fokus der Marktteilnehmer gerückt. Der Goldpreis kletterte daraufhin über die Marke von 2.180 US-Dollar auf einen neuen Rekordstand.

Die Schmucknachfrage zeigte sich 2023 trotz der schwachen Konjunktur recht robust. Die Exchange Traded Commodities (ETCs) standen jedoch mit Verkäufen von gut 250 Tonnen Gold im dritten Jahr in Folge auf der Verkaufsseite. Auch die Nachfrage nach Münzen und Barren entwickelte sich infolge sinkender Inflationsraten rückläufig. Dafür waren die Notenbanken weiter im Kaufrausch. Nach

den Rekordkäufen von 1.082 Tonnen im Jahr 2022 erreichten die Zentralbanken mit Käufen von 1.037 Tonnen Gold im Jahr 2023 den zweithöchsten jemals verzeichneten Wert. Wenn die Notenbanken in den Zinssenkungsmodus umschwenken und gleichzeitig damit fortfahren, ihre Währungsreserven verstärkt auch in Gold zu investieren, spricht vieles für eine Fortsetzung der Gold-Rally. Solange die ETCs jedoch weiter auf der Verkaufsseite stehen, dürften Rücksetzer nicht ausbleiben und für Gold dürfte es nur mit angezogener Handbremse nach oben gehen.

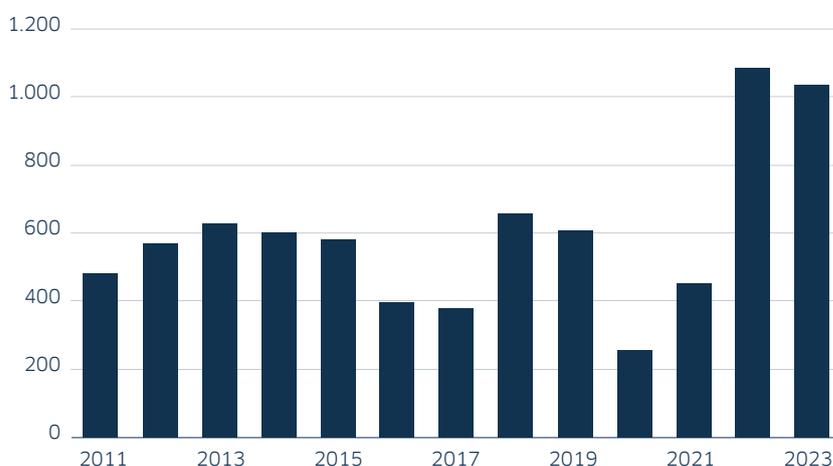
# 2200

USD/Feinunze

Prognose für Gold  
per 30.06.2025

Quelle: LBBW Research,  
Stand: 05.03.2024

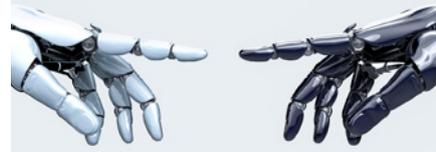
## Notenbanken mit gesteigertem Appetit auf Gold.



Goldkäufe der Notenbanken (in Tonnen p.a.)

Quelle: LSEG, LBBW Research; Stand: 07.03.2024

# Aktien: Die KI-Phantasie kocht über.



An den Börsen dreht sich alles um die Stars der KI-Szene. Mit zunehmender Konzentration auf wenige Titel steigt aber die Korrekturgefahr. Gleichzeitig verdienen ertrags- und ausschüttungsstarke Werte mehr Aufmerksamkeit, zumal die Dividendensaison bevorsteht. Über die Frühjahrs- und Sommermonate dürfte die Risikofreude abflauen, zumal die anstehenden US-Wahlen erhebliche Unsicherheit mit sich bringen.

## KI-Phantasie treibt die Weltbörsen.

Erstmals seit 35 Jahren war kürzlich am Börsenhimmel wieder eine seltene Konstellation zu beobachten: Die Aktienmärkte in Amerika, Japan und Europa stiegen parallel auf neue Allzeit-Kurshochs. Dies liegt allerdings ausschließlich an der Leuchtkraft der Zentralgestirne der KI-Galaxie.

Die sechs führenden Technologiewerte vereinigen rund 28% der US-Börsenkaptalisierung auf sich. Diese Konzentration liegt deutlich über der zum Höhepunkt der Internethausse Anfang 2000 beobachteten. Im Unterschied zu damals sind diese Konzerne heute zwar äußerst ertragsstark und besitzen sichere, schwer angreifbare Geschäftsmodelle. Den-

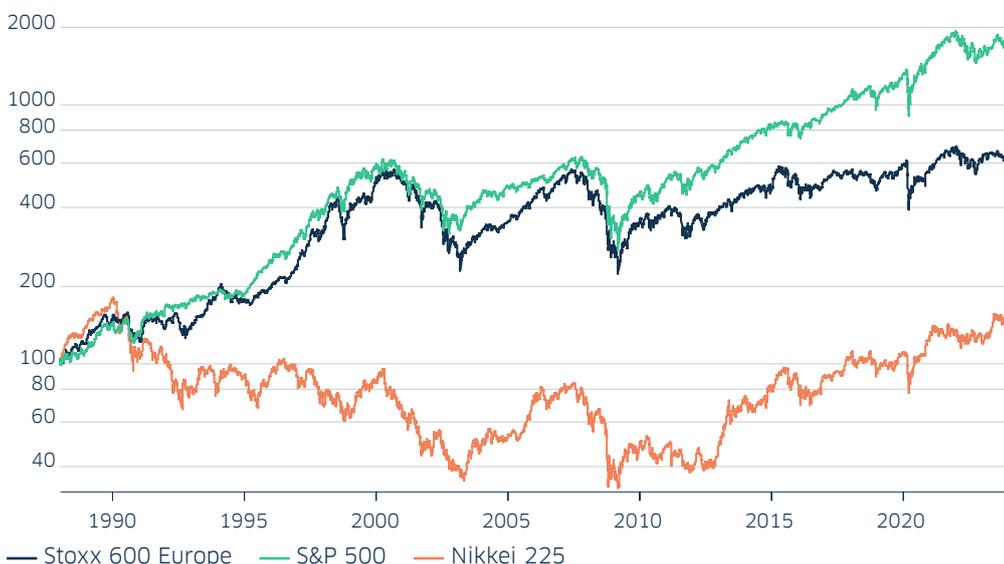
noch: Vielen Anlegern wird langsam mulmig, es fehlt nur ein Auslöser, um den Höhenflug zu stoppen.

## Neue Rekorde auch bei Dividenden.

Die KI-Welle überquerte auch den Atlantik: Zu den größten Kursgewinnern an den europäischen Börsen zählten die Technologiewerte SAP und ASML.

Das Ende des Winters steht aber auch im Zeichen der Bilanzvorlagen und Ausschüttungsvorschläge. Dividendenjäger können sich auf die beginnende Hauptversammlungssaison freuen: Die DAX-Konzerne wollen ihren Eignern kumuliert eine neue Rekordsumme von 54,8 Mrd. Euro ausschütten, und dies trotz des nahezu-Dividendenausfalls bei Bayer.

## Zeitgleiche Kurs-All-Time-Highs in Japan, den USA und Europa.



Quelle: LSEG, LBBW Research;  
Stand: 07.03.2024



24 Dividendenanhebungen stehen sieben Senkungen gegenüber, unterm Strich erhalten die DAX-Aktionäre für das abgelaufene Geschäftsjahr 1 Mrd. Euro mehr als für die Vorperiode.

### Gewinnmargen unter Druck.

Die sieben Dividendensenkungen zeigen aber auch, dass es nicht überall rund läuft. Tatsächlich stagnieren die Erträge in der Breite der Unternehmen schon seit zwei Jahren. Das ist eine Folge der Inflationswelle: Anfangs konnten die Firmen gestiegene Rohstoff- und Einkaufspreise weitergeben. Die Nachfragespitzen sind nun aber abgebaut, und die Beschäftigten können zum Inflationsausgleich Lohn erhöhungen durchsetzen. Diese Entwicklung drückt auf die Margen. Ein Wachstum der Unternehmensgewinne auf breiter Front ist erst dann zu erwarten, wenn die Konjunktur wieder Fahrt aufnimmt. Dazu bedarf es Zinssenkungen der Notenbanken. Die Börsen haben diese mutig antizipiert, aber der zähe Rückgang der Inflation lässt die Geldhüter zögern.

### US-Wahlen dämpfen Risikofreude.

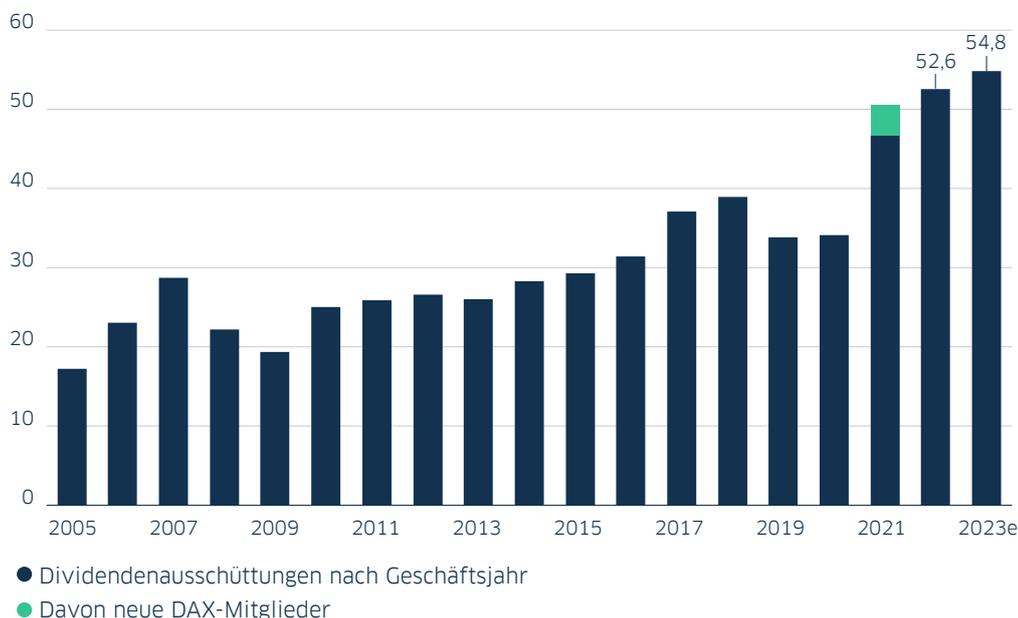
Der näher rückende US-Wahltermin und die geopolitische Unsicherheit

dürften die Risikofreude in den kommenden Monaten dämpfen. Sicher wird nicht alles so heiß gegessen, wie es in der Trumpschen Wahlkampfküche gekocht und den Anhängern aufgetischt wird. Die Diskussionen, die dadurch an den Märkten ausgelöst werden, dürften die Anleger aber in jedem Fall zu einer vorsichtigeren Positionierung bewegen. Da die Anleger in den KI-Stars überinvestiert sind, dürften diese in einer Konsolidierung am stärksten leiden.

### Dividendenstarke Titel favorisieren.

Besinnen sich die Anleger wieder stärker auf die tatsächliche Ertragskraft als Kriterium, käme dies Unternehmen mit stabilen Ausschüttungen zugute. Dies reflektiert die Anpassung unserer Branchenausrichtung. Klar zurückgeblieben sind zudem kleinere und mittelgroße Unternehmen, das gilt weltweit. Investments in den breiten US-Markt böten zudem eine gewisse Absicherung gegenüber einer aggressiven „America First“-Politik. Vorsichtig bleiben wir in Bezug auf die Schwellenländer. Themen wie „BRICS“ sind politisch getrieben und tendenziell gegen die westliche Wertegemeinschaft gerichtet. Anlegern Rendite zu bieten, ist nicht intendiert.

### Dividendenausschüttungen der DAX-Unternehmen nach Geschäftsjahr (in Mrd. Euro).



Quellen: Unternehmen, LBBW Research; Stand: 07.03.2024

# Anleihen: Neues Potenzial am Rentenmarkt.

Die Rentenmärkte bleiben in Bewegung: Nach dem drastischen Rückgang im 4. Quartal 2023 haben die Renditen seit Jahresbeginn wieder deutlich angezogen. Übereilte Hoffnungen auf Zinssenkungen weichen einer realistischeren Einschätzung. Die Erwartungen an die Leitzinswende, zunächst vorverlegt, haben sich damit wieder unserer Prognose angenähert.

## Zinswende steht weiterhin im Fokus der Rentenmärkte.

Die Rentenmärkte bleiben stark beeinflusst vom erwarteten Zeitpunkt der Leitzinswende. Zwischenzeitlich herrschte die Erwartung, die US-Notenbank könne bereits im März mit Zinssenkungen beginnen. Doch zuletzt signalisierte die Fed, weiter abwarten zu wollen.

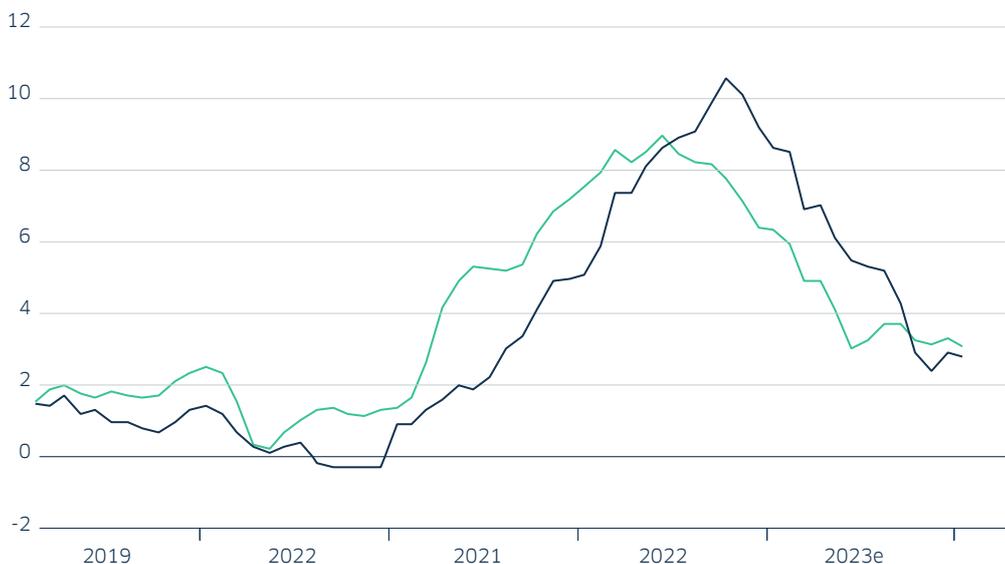
Damit hat sich die Erwartungshaltung unserer Prognose einer ersten US-Zinssenkung im Juni angenähert. Diese Anpassung spiegelte sich deutlich in der Preisbildung am Rentenmarkt wider und zeigt, wie sensibel Anleihen weiterhin auf veränderte Leitzinsperspektiven reagieren.

## Inflation und Konjunktur verzögern Zinssenkungen.

Der Grund für die veränderte Einschätzung war in erster Linie die anhaltend robuste Konjunktur in den USA. Hinzu kamen zuletzt negative Überraschungen bei der Inflationsentwicklung. Nicht nur in den USA, sondern auch im Euroraum hat sich der Rückgang zuletzt verlangsamt.

Die Botschaft der Notenbanken ist klar: Die Bekämpfung der Teuerung ist ein Marathon, kein Sprint. Eine übereilte Zinssenkung könnte mehr Schaden als Nutzen bringen, wenn sie falsche Signale an die Märkte sendet und die Inflationserwartungen destabilisieren würde.

## Inflationrückgang verlangsamt sich.



— Harmonisierter Verbraucherpreisindex Euroraum, in % ggü. Vorjahr  
 — US-Verbraucherpreisindex, in % ggü. Vorjahr

Quelle: LSEG, LBBW Research;  
 Stand: 07.03.2024



Daher gehen die Zentralbanken weiterhin mit Bedacht vor und scheuen übereilte Schritte.

### Nach Marktkorrektur wieder gutes Renditeniveau.

Die phasenweise überzogenen Zinssenkungserwartungen wurden inzwischen korrigiert, was auch Auswirkungen auf die langfristigen Renditen hatte. Der Renditerückgang zum Jahresende erschien übertrieben, es folgte eine entsprechende Gegenbewegung im Januar und Februar. Aktuell befinden sich die Renditen wieder auf einem deutlich attraktiveren Niveau, mit leichtem Abwärtspotenzial im weiteren Jahresverlauf. Durch die Korrektur bieten sich nun wieder positive Performance-Aussichten am Rentenmarkt. Hinzu kommt, dass durch das Abschmelzen der EZB-Kaufprogramme dem Markt Kapital entzogen wird. Am Anleihemarkt werden daher keine Knappheitspreise mehr für die tatsächlich verfügbaren Papiere gezahlt.

### Positive reale Renditen längerfristig sichern.

Die kurzfristige Optik ist aber zweitrangig für den Anleger. Entscheidendes Ziel muss sein, sich langfristig auch

nach Abzug der Inflation eine positive Rendite zu sichern. Kalkuliert man im Durchschnitt der kommenden zehn Jahre mit 2,5% Geldentwertung, so erscheint dies erreichbar. Pfandbriefrentieren mit über 3,0%, länger laufende Unternehmensanleihen werfen je nach Qualität der Schuldner bis zu 4,0% Rendite ab. Wer hingegen an seinen Geldmarktanlagen festhält, wird schon in einem Jahr nur noch eine „2“ vor dem Komma sehen, mit weiter fallender Tendenz. Wir empfehlen daher, Fälligkeiten weiter sukzessive in lange Laufzeiten umzuschichten.

### Den US-Dollar einbeziehen.

Mehr als nur eine Überlegung wert ist der US-Dollar. In Amerika bekommt der Investor auch bei bester Bonität über 4,0% Rendite geboten. Was die Wahlen im November bringen werden, steht zwar noch in den Sternen, ebenso, was eine mögliche zweite Präsidentschaft Donald Trumps für den Dollar bedeuten würde. Der Greenback erscheint aktuell aber keineswegs überbewertet, und der Renditevorteil bietet einen weiteren Puffer gegen eine mögliche Dollar-Abwertung. Eine signifikante Dollarquote bedeutet zudem eine Absicherung gegenüber schwierigen Zeiten für Europa.



# 2,10%

Prognose Rendite  
10-jähriger Bundesanleihen  
per 31.12.2024

# 3,85%

Prognose Rendite  
10-jähriger US-Staatsanleihen  
per 31.12.2024

Quelle: LBBW Research;  
Stand: 07.03.2024

### Übertriebene Zinssenkungshoffnungen wurden korrigiert.



— Rendite 10-jähriger Bundesanleihen, in %  
— Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, in %

Quelle: LSEG, LBBW Research;  
Stand: 07.03.2024



# Immobilien & Sachwerte: Boden bei Wohnimmobilien rückt in Sichtweite.

Die gestiegenen Zinsen haben die Immobilienpreise unter Druck gesetzt. Bei Wohnimmobilien hellen sich die Perspektiven nach dem Preisrückgang angesichts geringer Neubauten und der Zuwanderung auf. Denn beides dürfte den Leerstand weiter sinken lassen. Büroimmobilien leiden derweil weiter unter der Zunahme von Homeoffice und rezessionsbedingten Leerständen.

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) veröffentlichte für das vierte Quartal 2023 einen Rückgang der Wohnimmobilienpreise von 1,6% gegenüber dem Vorquartal. Das Tempo war damit ähnlich hoch wie im dritten Quartal (-1,7%). In der Jahresrate hat sich die Dynamik des Preisrückgangs zuletzt etwas abgeschwächt.

Das Statistische Bundesamt (Destatis) wird am 22. März 2024 die Daten zum vierten Quartal veröffentlichen. Auch hier ist eine Abschwächung des Abwärtstempos zu erwarten. Die Preiskorrektur wird sich nach unserer Einschätzung zunächst noch etwas fortsetzen. Um knapp 5,0% dürften die Preise noch sinken. Doch der Boden bei den Wohnimmobilienpreisen kommt zunehmend in Sichtweite.

## Büropreise dürften weiter sinken.

Bei den Preisen für Prime-Objekte in den Top-7-Städten meldete bul-

wiengesa - ein Beratungs- und Bewertungsunternehmen der Immobilienbranche - im Jahr 2023 einen Rückgang gegenüber 2022 von 18%. Für 127 große deutsche Städte veranschlagt bulwiengesa den Rückgang der Preise auf 10%.

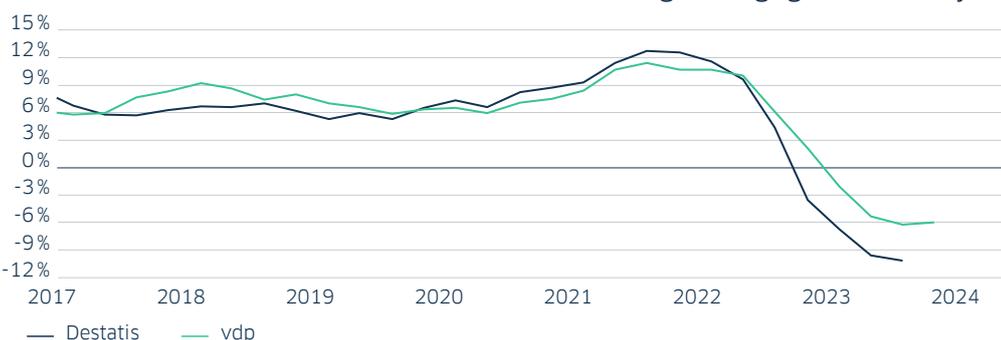
Der vdp weist auf Basis von Jahresdaten für 2023 ebenfalls einen Preisrückgang von 10% aus. Zum Jahresende lagen die Preise ein gutes Stück niedriger als im Jahresdurchschnitt.

## Negative Übertreibung möglich.

Im Hinblick auf die Bewertung veranschlagen wir ein faires Preisniveau für den Büroimmobilienmarkt auf dem Niveau der Preise des Jahres 2017. Demnach wäre ein gutes Stück des Weges zum Fair Value zurückgelegt. Die verbleibende Strecke dürfte noch schmerzhaft werden. Die Gefahr einer negativen Übertreibung ist gestiegen.

## Wohnimmobilienpreise sinken etwas langsamer.

Preisindizes für Wohnimmobilien - Veränderungsrate gegenüber Vorjahr.



# 05

## Gewichtung der Portfolios bleibt unverändert – vorerst.

An den Märkten hat sich im neuen Jahr eine nahezu euphorische Stimmung eingestellt. Insbesondere an den Aktienmärkten kam es zu einer fulminanten Rally. Am Rentenmarkt sind erste Zinssenkungen ab Mitte des Jahres zu erwarten.

Die positive Performance an den Aktienmärkten ist vor allem auf die mehr als erfreulichen Zahlen der Tech-Giganten zurückzuführen. Besonders Nvidia befeuerte den Aufwärtstrend mit deutlich erhöhten Prognosen, was bei den Marktteilnehmern eine regelrechte KI-Gier entfachte.

Auf der Zinsseite rücken die ersten Senkungen allmählich näher. So betonte Fed-Chef Powell in seiner jüngsten Rede, dass ein erster Zinsschritt „irgendwann im laufenden Jahr“ angemessen wäre. Auch die EZB hat die Weichen dafür gestellt, die Geldpolitik wieder zu lockern, und ihre Projektionen für Inflation und BIP-Wachstum revidiert. Die Entscheidungen der Notenbanken hängen jedoch nicht zuletzt von der weiteren Entwicklung der Inflation und der Wirtschaftsdynamik ab. Wir erwarten nach wie vor erste Zinssenkungen zur Jahresmitte.

Da wir im letzten Quartal bereits die Rentenquote erhöht haben und weiterhin eine baldige Konsolidierung am Aktienmarkt erwarten, haben wir die Gewichtungen in allen Portfolios vorerst unverändert gelassen. Die Anleiherenditen haben sich nach dem markanten Auf und Ab im letzten Quartal nun auf einem weiterhin at-

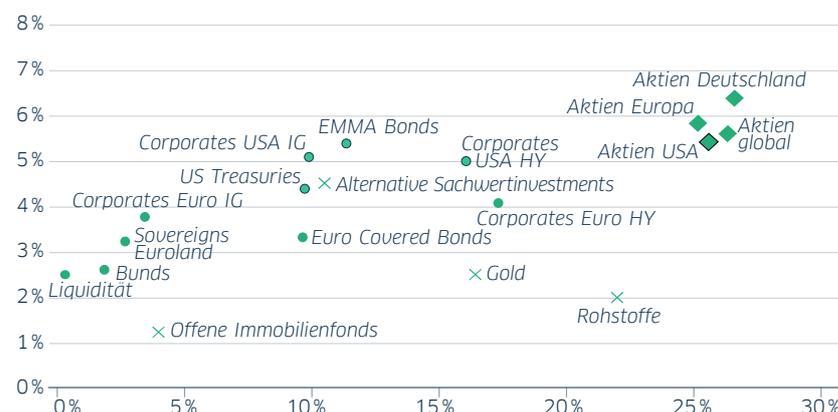
traktiven Niveau eingependelt. Am Aktienmarkt bleiben wir unseren Prognosen entsprechend weiterhin neutral positioniert. Bei Immobilien haben wir außerdem eine strukturelle Veränderung vorgenommen: Statt wie bisher Rücknahmepreise zur Risikoberechnung heranzuziehen, kalkulieren wir das Risiko fortan auf Basis der Börsenpreise offener Immobilienfonds. Dadurch ist eine adäquatere Risikobetrachtung gewährleistet.

Assetklasse	Risiko (5%-Quantil seit 1988)	Renditeerwartung p.a.
Liquidität	0,30%	2,50%
Renten	2,62%	3,24%
Bunds	1,88%	2,58%
Euro Covered Bonds	9,65%	3,29%
Corporates Euro IG	3,46%	3,76%
Corporates Euro HY	17,33%	4,08%
Corporates USA IG	9,90%	5,08%
Corporates USA HY	16,10%	4,98%
US Treasuries	9,73%	4,39%
EMMA Bonds	11,41%	5,40%
Aktien	26,32%	5,62%
Aktien Deutschland	26,57%	6,40%
Aktien Europa	25,13%	5,90%
Aktien USA	25,51%	5,40%
Offene Immobilienfonds	3,94%	1,20%
Rohstoffe	21,98%	2,00%
Gold	16,45%	2,50%
Alternative Sachwertinvestments*	10,50%	4,50%

Weitere Hinweise zu Renditeerwartungen und Risikobetrachtung auf den Portfolioseiten in dieser Ausgabe.

\*Alternative Sachwertinvestments: Die Benchmark basiert auf einer Zeitreihe der Datenplattform Preqin bzw. des Preqin Quarterly Index. Die Berechnung des Index der jeweiligen Assetklasse wird durch die Veränderung zum Vorquartal des gewichteten NAV (= Net Asset Value) und des DPI (= Distribution to Paid-In) der analysierten Fonds bestimmt. Die Zusammensetzung der Benchmark erfolgt analog zu den durchschnittlichen Allokationen der wesentlichen - durch die LBBW - vermittelten alternativen Dachfonds. Betrachtet wurde der Zeitraum 31.12.2007 bis 31.12.2022.

### Renditeerwartungen versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen. (in % auf 5-Jahressicht)



Quelle: LSEG, LBBW Research; Stand: 11.03.2024

## 06

Energie ersetzt  
Telekom und Nahrung.

Die Tauschempfehlung vom Dezember, Versorger durch Banken und Industrie zu ersetzen, erwies sich als richtig: Banken und Industrie waren im bisherigen Jahresverlauf Outperformer, Versorger entwickelten sich unterdurchschnittlich. Dagegen konnten die Favoriten Telekom und Nahrungsmittel ihre Defensivqualitäten nicht ausspielen. Wir ersetzen beide Branchen durch den Sektor Energie.

Im Jahr 2023 waren die Sektoren Handel, Bau und Technologie die Top-Branchen in Europa. Im bisherigen Jahresverlauf behielt die Tech-Branche ihren Outperformer-Status.

**Telekom und Nahrung werden durch Energie ersetzt.**

Die Seitwärtsbewegung der beiden defensiven Sektoren Telekom und Nahrungsmittel überrascht vor dem Hintergrund der positiven Gesamtmarktrendenz nicht: Sie konnten ihre Defensivqualitäten in dem freundlichen Umfeld schlichtweg nicht ausspielen. Wir gehen nicht davon aus, dass in den kommenden drei Monaten positive Kurstreiber auftauchen. Daher stufen wir beide Sektoren

herunter und ersetzen sie durch den Sektor Energie, der durch eine günstige Bewertung überzeugt und ebenfalls defensiven Charakter hat.

**Autos, Industrie, Banken, Immobilien weiter attraktiv.**

Die bisherigen Favoriten bleiben attraktiv. Automobile sehen wir weiterhin als Value-Play. Auch an den beiden zinsensitiven Sektoren Banken und Immobilien halten wir fest. Banken leiden zwar unter rückläufigen Zinsen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die negativen Effekte auf die Gewinne in Grenzen halten dürften. Immobiliertitel sind historisch günstig bewertet und antizyklisch interessant.

**Sektor-Ausblick:  
Favorisierte  
Branchen.**



**Übergewichten**



Automobil



Banken



Energie ↑



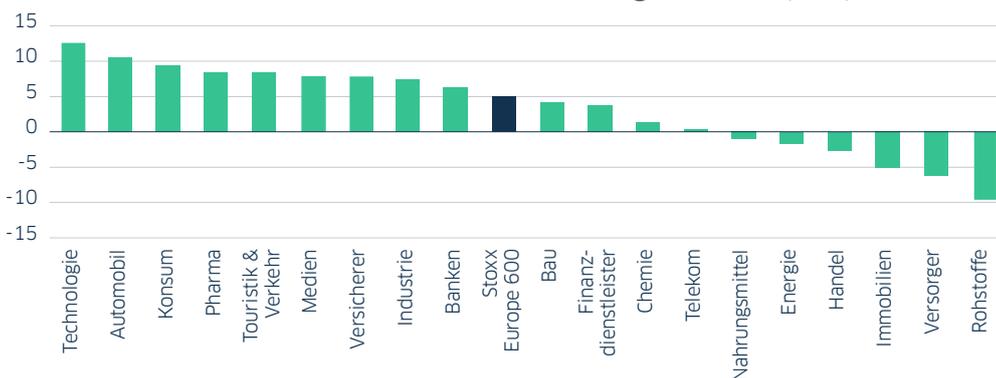
Immobilien



Industrie

Quelle: LBBW Research,  
Stand: 12.03.2024

**Performance STOXX-Sektoren seit Jahresbeginn 2024 (in %).**



Quelle: LBBW Research,  
Stand: 12.03.2024

## 07

# Umsetzung der Branchenallokation.

Im Favoritendepot ersetzen wir im Vergleich zur Dezember-Ausgabe die Aktien von Nestlé und RWE durch die Aktien der beiden Öl- und Gasunternehmen TotalEnergies und BP.

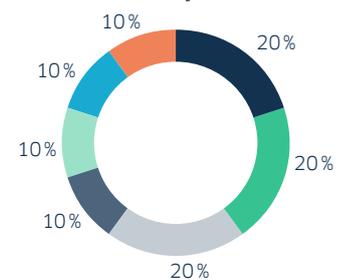
Mit der Aufnahme von TotalEnergies und BP werden wir der Branchenallokation gerecht. Diese setzt auf den Öl- und Gassektor, der mit einem Durchschnitts-KGV von 7 zu den drei Branchen mit einem einstelligen KGV (neben Banken und Automobil) zählt.

In der Förderung fokussieren sich die Konzerne derzeit auf die Optimierung der Projektportfolios hinsichtlich ihrer Rentabilität. Ihre hohen freien Cashflows können für Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe verwendet werden. Außerdem ist die

Verschuldung historisch niedrig, und die Ölgiganten halten an ihrem disziplinierten Investitionsverhalten fest. Schließlich tragen neue Explorationsprojekte aufgrund ihrer relativ langen Vorlaufzeit das Risiko, dass bei Anlaufen der Förderung die Nachfrage nach fossilen Energieträgern deutlich gesunken ist.

Der Ölpreis erscheint um das derzeitige Niveau von 80 US-Dollar gut abgesichert. Dieser Preis ermöglicht den Konzernen weiterhin attraktive Gewinnmargen.

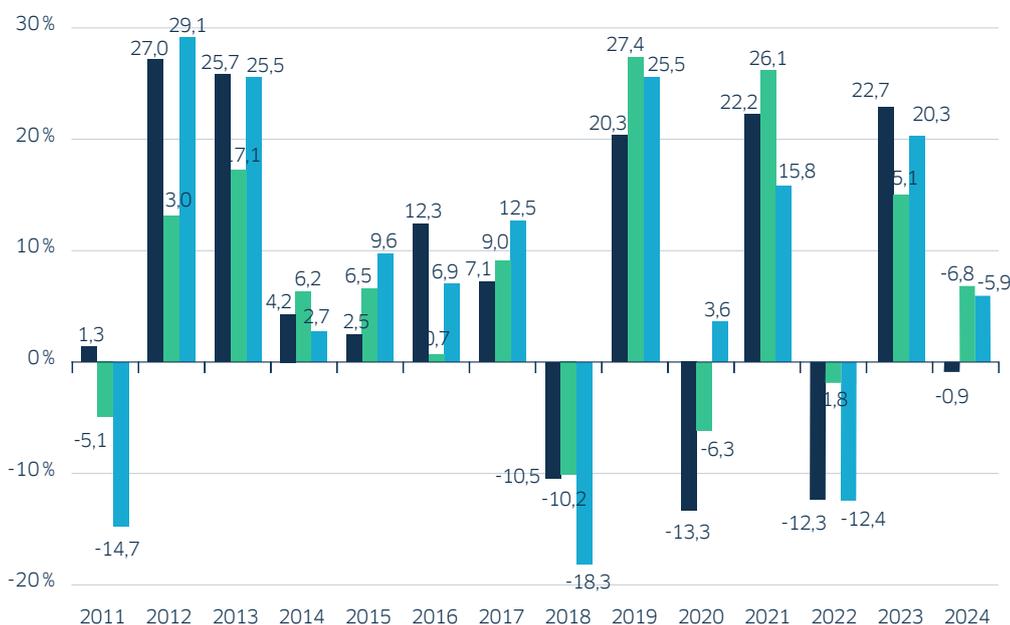
## Branchengewichtung Aktien Europa



- Automobil
- Banken
- Basisressourcen
- Hardware
- Investitionsgüter
- Telekommunikation
- Versorger

Quelle: LBBW Research;  
Stand: 13.03.2024

## Performance LBBW Research Favoriten Aktien seit 2011 (in %)



- LBBW Research Favoriten Aktien
- STOXX Europe 50 (NR)
- DAX

Quelle: Berechnung durch LBBW Research;  
Stand: 12.03.2024

# Aktien Europa

Titel Land Branche ISIN	Kurs am 13.03.24 Währung Hoch/Tief	Erg./Akte 2022 2023e 2024e	KGV 2023e Div. GJ 23e Div.-rendite	Kursziel* Kurspotenzial letzte AktieKompakt	Hinweis
Banco Santander Spanien Banks ES0113900J37	4,06 EUR 4,058 3,05	0,54 0,65 0,70	5,8 0,18 4,44	5,00 23,2% 31.01.2024	Größte spanische Bank mit 20% Marktanteil auf dem Heimatmarkt. Mehr als 80% des Ertrags wird im Retailgeschäft generiert. Starke Marktposition auch in den USA und Lateinamerika.
BP UK Basic Resources GB0007980591	477,45 GBP 558 444,25	1,46 0,80 0,84 USD	7,2 0,28 4,80	560,00 17,3% 09.02.2024	BP gehört zu den weltweit größten integrierten Öl- und Gaskonzernen. Mit dem Zahlenwerk zum vierten Quartal 2023 konnte das Unternehmen die Markterwartungen übertreffen. Höhere Aktienrückkäufe angekündigt.
Deutsche Telekom Deutschland Telecommunications DE0005557508	21,70 EUR 23,30 18,56	1,66 3,57 1,33	16,3 0,77 3,55	26,00 19,8% 26.02.2024	Dt. Telekom zählt zu den weltgrößten Kommunikationsunternehmen. Über 150 Mio. Mobilfunkkunden in Europa und den USA. Gute Position im Heimatmarkt, Fusion mit Sprint stärkt Amerikafokus.
Enel Italien Utilities IT0003128367	6,15 EUR 6,807 5,23	0,53 0,65 0,67	9,1 0,43 6,99	7,45 21,1% 10.11.2023	Gehört zu den größten Versorgern Europas. Aktivitäten umfassen die Erzeugung und den Verkauf von Strom und Gas in Europa, Nord- und Südamerika. Wachstumspotenziale in Schwellenländern und bei erneuerbaren Energien.
Infineon Deutschland Hardware DE0006231004	34,88 EUR 40,00 27,28	1,94 2,66 2,20	15,9 0,35 1,00	44,00 26,1% 06.02.2024	Infineon gilt als Top-Player im weltweiten Halbleiter-Markt. Das Unternehmen profitiert vom Digitalisierungstrend und neuen Technologien wie dem Autonomen Fahren und der Industrie 4.0.
ING Groep N.V. Niederlande Banks NL0011821202	14,12 EUR 14,12 10,38	0,97 2,02 1,67	8,5 1,11 7,86	15,00 6,2% 02.02.2024	Bank mit starker Position auf dem Heimatmarkt Benelux und einem starken Digitalbankarm. Verdoppelung des Nettoergebnisses im ersten Halbjahr 2023. Solide Kapitalausstattung.
Mercedes-Benz Deutschland Automobiles DE0007100000	73,32 EUR 76,10 55,43	13,55 13,46 12,94	5,7 5,30 7,23	91,00 24,1% 27.02.2024	Mercedes-Benz ist ein führender Hersteller von Premium-Personenwagen und Mobilitätsdienstleistungen. Hohe Automobilmarge durch Konzentration auf Premium. Klare Strategie in der E-Mobilität.
Siemens Deutschland Capital Goods DE0007236101	182,74 EUR 182,94 121,20	4,65 10,04 10,32	17,7 4,70 2,57	200,00 9,4% 08.02.2024	Siemens ist ein Industriekonzern mit Schwerpunkten in der Industrieautomatisierung und im Infrastruktursektor. Wachstumstreiber sind Medizintechnik, Industrie 4.0 und digitale Produkte.
TotalEnergies Frankreich Basic Resources FR0000120271	60,67 EUR 64,59 50,58	13,94 9,40 9,31 USD	7,0 3,01 4,90	70,00 15,4% 15.02.2024	TotalEnergies gehört zu den großen integrierten europäischen Öl- und Gaskonzernen. Ausbau alternativer Energieträger. Gute Finanzkennzahlen. Hohe Dividendenkontinuität.
Volkswagen Deutschland Automobiles DE0007664039	120,88 EUR 131,74 99,14	29,69 31,32 33,47	3,6 9,06 7,50	178,00 47,3% 01.03.2024	Volkswagen ist mit einem jährlichen Absatzvolumen von über 9 Mio. Fahrzeugen einer der führenden Automobilhersteller weltweit und der größte Automobilproduzent Europas.

\* Bei unveränderter Kaufempfehlung können einzelne Titel insbesondere in volatilen Marktphasen vorübergehend über dem Kursziel der letzten „AktieKompakt“ notieren.



# 08

## Portfolio- und Anlageempfehlungen

Depotstrukturen mit 4er-Anlageklassen-Systematik

Portfolio	Anlageklasse	minimal	neutral*	maximal	aktuell	Veränderung
<b>1</b>	Renten	40%	65%	100%	75%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 5,4% min. Rendite: -10,9% (2022) max. Rendite: 16,9% (1993) 5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 3,7% VaR5% Y <sup>3</sup> : -5,3%
	Aktien	0%	15%	20%	15%	
	Immobilienfonds	0%	15%	20%	5%	
	Liquidität	0%	5%	30%	5%	
<b>2</b>	Renten	40%	60%	95%	60%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 6,2% min. Rendite: -9,9% (2022) max. Rendite: 19,7% (1993) 5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 3,9% VaR5% Y <sup>3</sup> : -6,7%
	Aktien	15%	30%	45%	30%	
	Immobilienfonds	0%	10%	15%	5%	
	Liquidität	0%	0%	30%	5%	
<b>3</b>	Renten	5%	30%	70%	35%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 7,5% min. Rendite: -19,6% (2008) max. Rendite: 31,2% (1999) 5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 4,4% VaR5% Y <sup>3</sup> : -11,6%
	Aktien	30%	60%	90%	55%	
	Immobilienfonds	0%	10%	15%	5%	
	Liquidität	0%	0%	30%	5%	
<b>4</b>	Renten	5%	20%	50%	25%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 7,9% min. Rendite: -29,0% (2008) max. Rendite: 35,3% (1999) 5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 4,9% VaR5% Y <sup>3</sup> : -15,2%
	Aktien	45%	80%	95%	70%	
	Immobilienfonds	0%	0%	0%	0%	
	Liquidität	0%	0%	30%	5%	
<b>5</b>	Renten	0%	0%	0%	0%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 8,3% min. Rendite: -40,1% (2008) max. Rendite: 41,9% (1999) 5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 5,3% VaR5% Y <sup>3</sup> : -19,9%
	Aktien	45%	100%	100%	90%	
	Immobilienfonds	0%	0%	0%	0%	
	Liquidität	0%	0%	65%	10%	

\* angehobene Neutralquoten seit August 2019

Berechnung der historischen Renditekennzahlen auf Basis der neutralen Standardgewichtung, Stand: 31.12.2023

<sup>1</sup> p.a. Rendite seit 31.12.1987 (geometrische Durchschnittsrendite inkl. Dividenden und Ausschüttungen vor Steuern und Abgaben p.a.). Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Indexbasis: Liquidität=Rex 1 Jahr; Renten=Benchmarkindizes von führenden Indexanbietern auf Total-Return-Basis; Immobilien=Deka Immobilien Europa bzw. Vorgänger; Aktien EUR: MSCI Europa; Aktien Int.=50% S&P 500, 25% Topix, 25% MSCI Emerging Markets; Rohstoffe=Bloomberg Commodities TR; Währungsbetrachtung aus Sicht des Euro-Investors in ungesicherten Fremdwährungsanlagen.

<sup>2</sup> Renditeerwartungen Aktien: Quantitatives 5-Jahres-Modell, ggf. bereinigt um einen Ab- bzw. Aufschlag, inkl. Performanceanteil eines Rohstoffinvestments von bis zu 35% des angegebenen Aktienanteils. Renditeerwartungen Bonds: Aktuelle Rendite der jeweiligen Bond-Indizes, ggf. bereinigt um Annahmen zu Ausfällen und Recovery-Raten. Weitere Prämisse=konstante Zinsstrukturkurve. Renditeerwartungen Immobilien und Rohstoffe: Statistische Modelle, ggf. adjustiert um qualifizierte Expertenschätzungen. Renditeerwartungen von Fremdwährungsanlagen unter der Annahme konstanter Wechselkursrelationen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Stand: 11.03.2024

<sup>3</sup> VaR-Basis: Portfolioentwicklungen seit 1988, Quartalsdaten; Quelle: LBBW Research, Stand: 31.12.2023

Depotstrukturen mit 7er-Anlageklassen-Systematik

Portfolio	Anlageklasse	minimal	neutral*	maximal	aktuell	Veränderung
<b>1</b>	Renten Euro	30%	50%	100%	60%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 5,4% min. Rendite: -10,9% (2022) max. Rendite: 16,9% (1993)  5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 3,7% VaR5% Y <sup>3</sup> : -5,3%
	Renten Fremdwährung	0%	15%	30%	15%	
	Aktien Europa	0%	7,5%	15%	10%	
	Aktien International <sup>4</sup>	0%	7,5%	15%	5%	
	Immobilienfonds	0%	15%	20%	5%	
	Liquidität	0%	5%	30%	5%	
<b>2</b>	Renten Euro	20%	45%	85%	45%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 6,2% min. Rendite: -9,9% (2022) max. Rendite: 19,7% (1993)  5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 3,9% VaR5% Y <sup>3</sup> : -6,7%
	Renten Fremdwährung	5%	15%	30%	15%	
	Aktien Europa	10%	15%	30%	18%	
	Aktien International <sup>4</sup>	0%	10%	20%	7%	
	Rohstoffe	0%	5%	10%	5%	
	Immobilienfonds	0%	10%	15%	5%	
Liquidität	0%	0%	30%	5%		
<b>3</b>	Renten Euro	5%	20%	60%	25%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 7,5% min. Rendite: -19,6% (2008) max. Rendite: 31,2% (1999)  5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 4,4% VaR5% Y <sup>3</sup> : -11,6%
	Renten Fremdwährung	0%	10%	25%	10%	
	Aktien Europa	15%	30%	50%	35%	
	Aktien International <sup>4</sup>	5%	20%	35%	15%	
	Rohstoffe	0%	10%	20%	5%	
	Immobilienfonds	0%	10%	15%	5%	
Liquidität	0%	0%	30%	5%		
<b>4</b>	Renten Euro	3%	10%	40%	15%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 7,9% min. Rendite: -29,0% (2008) max. Rendite: 35,3% (1999)  5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 4,9% VaR5% Y <sup>3</sup> : -15,2%
	Renten Fremdwährung	2%	10%	30%	10%	
	Aktien Europa	20%	35%	60%	40%	
	Aktien International <sup>4</sup>	10%	30%	50%	25%	
	Rohstoffe	0%	15%	30%	5%	
	Liquidität	0%	0%	30%	5%	
<b>5</b>	Aktien Europa	20%	50%	80%	55%	Rendite p.a. <sup>1</sup> : 8,3% min. Rendite: -40,1% (2008) max. Rendite: 41,9% (1999)  5Y-Rendite (e) <sup>2</sup> : 5,3% VaR5% Y <sup>3</sup> : -19,1%
	Aktien International <sup>4</sup>	10%	35%	70%	30%	
	Rohstoffe	0%	15%	35%	5%	
	Liquidität	0%	0%	30%	10%	

\* angehobene Neutralquoten seit August 2019

Berechnung der historischen Renditekenzahlen auf Basis der neutralen Standardgewichtung, Stand: 31.12.2023

<sup>1</sup> p.a. Rendite seit 31.12.1987 (geometrische Durchschnittsrendite inkl. Dividenden und Ausschüttungen vor Steuern und Abgaben p.a.). Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Indexbasis: Liquiditat=Rex 1 Jahr; Renten=Benchmarkindizes von führenden Indexanbietern auf Total-Return-Basis; Immobilien=Deka Immobilien Europa bzw. Vorgänger; Aktien EUR: MSCI Europa; Aktien Int.=50% S&P 500, 25% Topix, 25% MSCI Emerging Markets; Rohstoffe=Bloomberg Commodities TR; Wahrungsbetrachtung aus Sicht des Euro-Investors in ungesicherten Fremdwährungsanlagen.

<sup>2</sup> Renditeerwartungen Aktien: Quantitatives 5-Jahres-Modell, ggf. bereinigt um einen Ab- bzw. Aufschlag. Renditeerwartungen Bonds: Aktuelle Rendite der jeweiligen Bond-Indizes, ggf. bereinigt um Annahmen zu Ausfällen und Recovery-Raten. Weitere Pramisse=konstante Zinsstrukturkurve. Renditeerwartungen Immobilien und Rohstoffe: Statistische Modelle, ggf. adjustiert um qualifizierte Expertenschätzungen. Renditeerwartungen von Fremdwährungsanlagen unter der Annahme konstanter Wechselkursrelationen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nichtzutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Stand: 11.03.2024

<sup>3</sup> VaR-Basis: Portfolioentwicklungen seit 1988, Quartalsdaten; Quelle: LBBW Research, Stand: 31.12.2023

Gewichtung	minimal	neutral	maximal	aktuell	vorige Ausgabe	Veränderung
USA	0%	50%	70%	50%	50%	0%
Japan	0%	25%	50%	30%	30%	0%
Emerging Markets	0%	25%	50%	20%	20%	0%

# Value at Risk, die Risikokennzahl erklärt.



Mit der Investmentkompass-Ausgabe 04/2021 wurden die Tabellen der Depotstrukturen mit 4er- und 7er-Anlageklassen-Systematik um eine Kennzahl ergänzt, die das Risiko eines Investments abbildet: den Value at Risk, kurz VaR.

Es gibt viele Möglichkeiten, Risiken mittels Kennzahlen abzubilden. Nach gründlichem Abwägen hat sich das LBBW Research für den sogenannten Value at Risk entschieden, weil dieser auch ohne finanzmathematische Kenntnisse ein griffiges Risikomaß ist.

## Wörtliche Übersetzung von „Value at Risk“:

„Werte im Risiko“

oder etwa „gefährdeter Wert“

bzw. das „Vermögen, das einem Risiko ausgesetzt ist“

## Praktische Bedeutung des VaR:

Der Value at Risk ist ein statistisches Risikomaß, das bei Banken, Versicherungen und Investmentfonds verwendet wird.

Die Kennzahl gibt das Risiko einer Investition an.

## Definition und Interpretation des VaR:

Der Value at Risk muss als statistisches Maß (Quantil der Verlustfunktion) interpretiert werden.

Der Value at Risk gibt den maximalen Verlust an, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) über einen bestimmten Zeitraum (Haltedauer) statistisch gesehen nicht überschritten wird.

### Das folgende Beispiel soll die Interpretation des Value at Risk verdeutlichen:

Die Basis der Berechnungen sind historische Entwicklungen eines Portfolios, jeweils mit Anlagezeitpunkt zum Quartalswechsel. Am Beispiel eines Konfidenzniveaus von 95%, eines VaR von -6,8% und einer Haltedauer von vier Quartalen würde dies bedeuten:

Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% wird statistisch gesehen ein Verlust von z.B. 6,8% innerhalb eines Jahres nicht überschritten. Bei einem Anlage-

betrag von 100.000 Euro wären dies 6.800 Euro. Anders ausgedrückt, hätte ein Investment in ein solches Portfolio in der Vergangenheit in einem von 20 Fällen Verluste in Höhe von 6,8% oder mehr innerhalb von vier Quartalen erwirtschaftet.

Wichtig zu wissen: Der Value at Risk bezieht sich lediglich auf Stichtage und macht keine Aussage über die zwischenzeitlichen Verluste innerhalb der vier Quartale.

## 09

## Marktprognosen



Aktien				
	13.03.2024	30.06.2024	31.12.2024	30.06.2025
DAX	17.961	16.800	18.000	18.500
EURO STOXX 50	5.001	4.600	4.700	4.900
S&P 500	5.165	4.800	4.900	5.100
Nikkei 225	38.696	38.000	40.000	42.000

Zinsen				
	13.03.2024	30.06.2024	31.12.2024	30.06.2025
EZB-Einlagesatz	4,00	3,75	3,00	2,50
Euro 3-Monatsgeld	3,94	3,60	2,90	2,45
Bund 2 Jahre	2,99	2,20	1,70	1,60
Bund 5 Jahre	2,41	1,90	1,85	1,80
Bund 10 Jahre	2,34	2,00	2,10	2,10
Fed Funds	5,50	5,25	4,25	3,75
US-Dollar 3-Monatsgeld	5,33	4,95	4,00	3,45
Treasury 10 Jahre	4,19	3,80	3,85	3,75

Wechselkurse				
	13.03.2024	30.06.2024	31.12.2024	30.06.2025
US-Dollar je Euro	1,09	1,08	1,10	1,12
Yen je Euro	162	159	157	158
Franken je Euro	0,96	1,00	1,00	1,00
Pfund je Euro	0,86	0,82	0,82	0,82

Rohstoffe				
	13.03.2024	30.06.2024	31.12.2024	30.06.2025
Gold (US-Dollar/Feinunze)	2.171	2.000	2.100	2.200
Öl (Brent - US-Dollar/Barrel)	84	80	75	75

Konjunktur					
	2022	2023e	2024e	2025e	
Deutschland	BIP	1,9	-0,1	0,3	1,0
	Inflation	6,9	5,9	2,5	2,1
Euroland	BIP	3,4	0,5	0,8	1,2
	Inflation	8,4	5,4	2,2	2,1
Großbritannien	BIP	4,3	0,1	1,0	2,0
	Inflation	9,1	7,3	3,0	1,8
USA	BIP	1,9	2,5	2,0	2,5
	Inflation	8,0	4,1	3,0	2,0
Japan	BIP	0,9	1,9	0,6	1,0
	Inflation	2,5	3,3	0,8	0,8
China	BIP	3,0	5,2	3,5	4,0
	Inflation	2,0	0,2	1,7	2,2
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,3
	Inflation	8,7	5,3	2,9	2,9

Quelle: LSEG, LBBW Research; Stand: 14.03.2024

# Impressum

Herausgeber: LBBW Research  
Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihren  
Anlageberater.

Redaktion: LBBW Research  
Konzeption und Gestaltung:  
Busch & Partner, Journalisten  
Redaktionsschluss: 14.03.2024  
Bildnachweis: LBBW, Getty Images

# Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, der Schweiz und in Liechtenstein.

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.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen so weit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren, für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen, und die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Diese Studie und die darin enthaltenen Informationen sind von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken ausgegeben und erstellt worden. Sie wird zu Ihrer privaten Information ausgegeben, mit der ausdrücklichen Anerkennung des Empfängers, dass sie kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zu kaufen, halten oder verkaufen und auch kein Medium, durch das ein entsprechendes Finanzinstrument angeboten oder verkauft wird, darstellt. Sie wurde ungeachtet Ihrer eigenen Investitionsziele, Ihrer finanziellen Situation oder Ihrer besonderen Bedürfnisse erstellt. Jede Vervielfältigung dieses Informationsmaterials in Gänze oder in Teilen ist verboten, und Sie dürfen dieses Material ausschließlich an Ihre Berater oder Angehörige der Berufsstände weitergeben, die Ihnen dabei helfen, die Finanzinstrumente zu bewerten.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und sollte keine verlässliche Grundlage zum Zwecke der Entscheidungsfindung bilden, in dieses bestimmte Finanzinstrument zu investieren. Mögliche Investoren sollten Informationen zugrunde legen, die im Emissionsprospekt zu finden sind, sowie auf andere öffentlich zugängliche Informationen zurückgreifen.

Die Informationen in dieser Studie sind von der LBBW aus Quellen geschöpft worden, die für zuverlässig gehalten werden. Die LBBW kann allerdings solche Informationen nicht verifizieren, und aufgrund der Möglichkeit menschlichen und tech-

nischen Versagens unserer Quellen, der LBBW oder anderen wird nicht erklärt, dass die Informationen in dieser Studie in allen wesentlichen Punkten richtig oder vollständig sind. Die LBBW schließt jegliche Haftung bezüglich der Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit solcher Informationen aus und ist für Irrtümer oder Auslassungen oder das Resultat der Nutzung dieser Informationen nicht verantwortlich. Die hierin enthaltenen Aussagen sind Äußerungen unserer nicht verbindlichen Meinung, jedoch keine Darlegung von Tatsachen oder Empfehlungen, ein Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Änderungen einer Einschätzung können wesentliche Auswirkungen auf die ausgewiesene Wertentwicklung haben. Informationen über die Wertentwicklung in der Vergangenheit weisen nicht auf zukünftige Wertentwicklungen hin. Die LBBW kann in der Vergangenheit andere Studien herausgegeben haben und in Zukunft andere Studien herausbringen, die mit den Informationen in dieser Studie nicht übereinstimmen und andere Schlussfolgerungen ziehen. Diese Studien spiegeln die verschiedenen Annahmen, Ansichten und analytischen Methoden der Analysten wider, die sie erstellt haben, und die LBBW ist in keinsten Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass ein Empfänger dieser Studie Kenntnis von diesen weiteren Studien erhält.

Dieses Material gibt nicht vor, allumfassend zu sein oder alle Informationen zu enthalten, die ein möglicher Anleger zu erhalten wünschen mag.

Nichts in dieser Studie stellt einen anlagerelevanten, rechtlichen, buchhalterischen oder steuerlichen Rat dar oder gibt vor, dass eine Anlage oder Strategie Ihren individuellen Umständen entspricht oder für diese geeignet ist oder anderweitig eine persönliche Empfehlung an Sie ausmacht. Diese Studie richtet sich lediglich an und ist nur gedacht für Personen, die sich hinreichend auskennen, um die damit einhergehenden Risiken zu verstehen. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, sollten Sie Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich weiterer und aktuellerer Informationen über spezielle Anlagemöglichkeiten und für eine persönliche Anlageberatung bezüglich der Angemessenheit der Anlage in ein Finanzinstrument oder einer Anlagestrategie aus dieser Studie konsultieren.

Die LBBW gibt nicht vor, dass auch in Zukunft ein Sekundärmarkt für diese Finanzinstrumente existieren wird. Anleger sollten sowohl die Möglichkeit als auch die Absicht haben, solche Finanzinstrumente auf unbestimmte Zeit zu halten. Ein möglicher Anleger muss feststellen, ob der Erwerb der Finanzinstrumente sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt, mit allen darauf anwendbaren Richtlinien und Einschränkungen vollständig übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der klaren und hohen Risiken, die mit einer Anlage in die Finanzinstrumente einhergehen. Die hierin enthaltenen Informationen umfassen teilweise sehr hypothetische

Analysen. Diese Analyse basiert auf bestimmten Annahmen bezüglich zukünftiger Ereignisse und Bedingungen, die per se unsicher, unvorhersehbar und dem Wandel unterworfen sind. Es wird keine Aussage über die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion getroffen und Anleger sollten sich nicht darauf verlassen, dass die Analyse auf die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion verweist. Tatsächliche Ergebnisse werden, vielleicht wesentlich, von der Analyse abweichen. Anleger sollten die Analysen unter dem Gesichtspunkt der zugrunde liegenden Annahmen, die hierin enthalten sind, betrachten, um ihre eigenen Schlüsse zu ziehen bezüglich der Plausibilität dieser Annahmen und um die Analyse dieser Betrachtungen zu bewerten. Eine Anlage in dieses bestimmte Finanzinstrument beinhaltet gewisse spezifische Risiken. Mögliche Anleger in dieses bestimmte Finanzinstrument sollten die Informationen, die im Emissionsprospekt enthalten sind, sorgfältig prüfen, einschließlich des Abschnittes „Risikofaktoren“.

Das bestimmte Finanzinstrument, auf das hierin Bezug genommen wird, kann ein hohes Risiko beinhalten, darunter Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert-, Produkt- und Marktrisiken, und ist nicht für alle Anleger geeignet. Die Finanzinstrumente können plötzliche und große Wertverluste erleiden, die Verluste verursachen, die dem ursprünglichen Anlagevolumen entsprechen, wenn diese Anlage eingelöst wird. Jede ausgeübte Transaktion beruht ausschließlich auf Ihrem Urteil bezüglich der Finanz-, Tauglichkeits- und Risikokriterien. Die LBBW gibt nicht vor, unter solchen Umständen beratend tätig zu werden, noch sind ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter dazu befugt.

**Informationen zu den Empfehlungen werden mindestens einmal jährlich aktualisiert. 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 Informationen nicht vorzunehmen.**

Weitere, gemäß DVO (EU) 2016/958 (insbesondere Art. 4, Abs. 1 lit. e und i sowie 6, Abs. 3) erforderliche Angaben und Übersichten finden Sie unter <https://www.lbbw-markets.de/publicdisclaimer>.

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.

#### **Informationen zum Rating und zur Aktualität des Ratings von MSCI**

Bei der in dieser Studie ausgewiesenen Ratingeinstufung von MSCI ESG Research LLC handelt es sich nicht um eine Rating-Einstufung der LBBW. Die einschlägigen aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Ratings finden in dieser Beziehung keine Anwendung. Die LBBW ist nicht Ersteller dieses Ratings. Die LBBW weist das Rating von MSCI lediglich informativ aus. Die LBBW schließt insofern jegliche Haftung aus. Die Ratingeinstufung von MSCI entspricht nicht zwingend dem Datum der Erstellung dieser Publikation und kann bis zu einer Woche alt sein. Die entsprechenden Daten werden bei der LBBW wöchentlich, in der Regel freitags, aktualisiert. Es kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass MSCI ESG Research LLC eine Ratingeinstufung ändert, diese Änderung der LBBW aber erst während des nächsten regelmäßigen Updates der MSCI-Daten (in der Regel am darauffolgenden Freitag) bekannt wird. Infolgedessen ist es nicht auszuschließen, dass das in dieser Studie ausgewiesene MSCI ESG Rating bereits zum Zeitpunkt der Publikationsveröffentlichung nicht mehr aktuell ist. Obwohl die Informationsanbieter der Landesbank Baden-Württemberg, einschließlich MSCI ESG Research LLC und ihrer verbundenen Unternehmen (die „ESG-Parteien“), Informationen (die „Informationen“) von Quellen einholen, die sie als zuverlässig erachten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Ursprünglichkeit, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Daten in diesem Dokument und sie schließen jegliche ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistung aus, einschließlich Gewährleistungen bezüglich der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen in keiner Form reproduziert und nicht als Grundlage für oder Komponente von Finanzinstrumenten, -produkten oder -indizes verwendet werden. Weiterhin dürfen die Informationen per se nicht verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere wann zu kaufen oder zu verkaufen sind. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit Daten in diesem Dokument oder für direkte, indirekte, besondere, strafbare oder Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit derartiger Schäden hingewiesen wurde.