

Bereit für Neues

LBBW

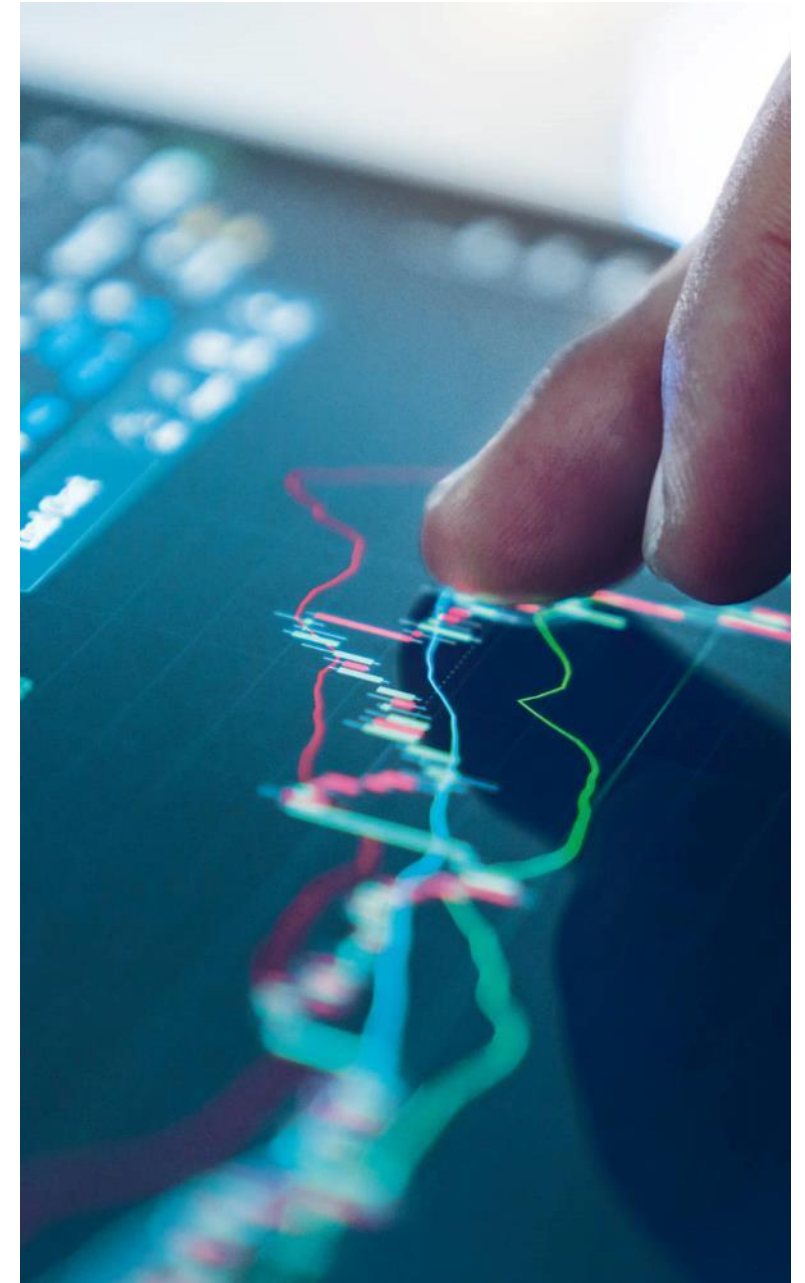
Kapitalmarktkompass-Update

Märkte im Schatten der französischen Neuwahlen

18.06.2024 LBBW Research

Agenda

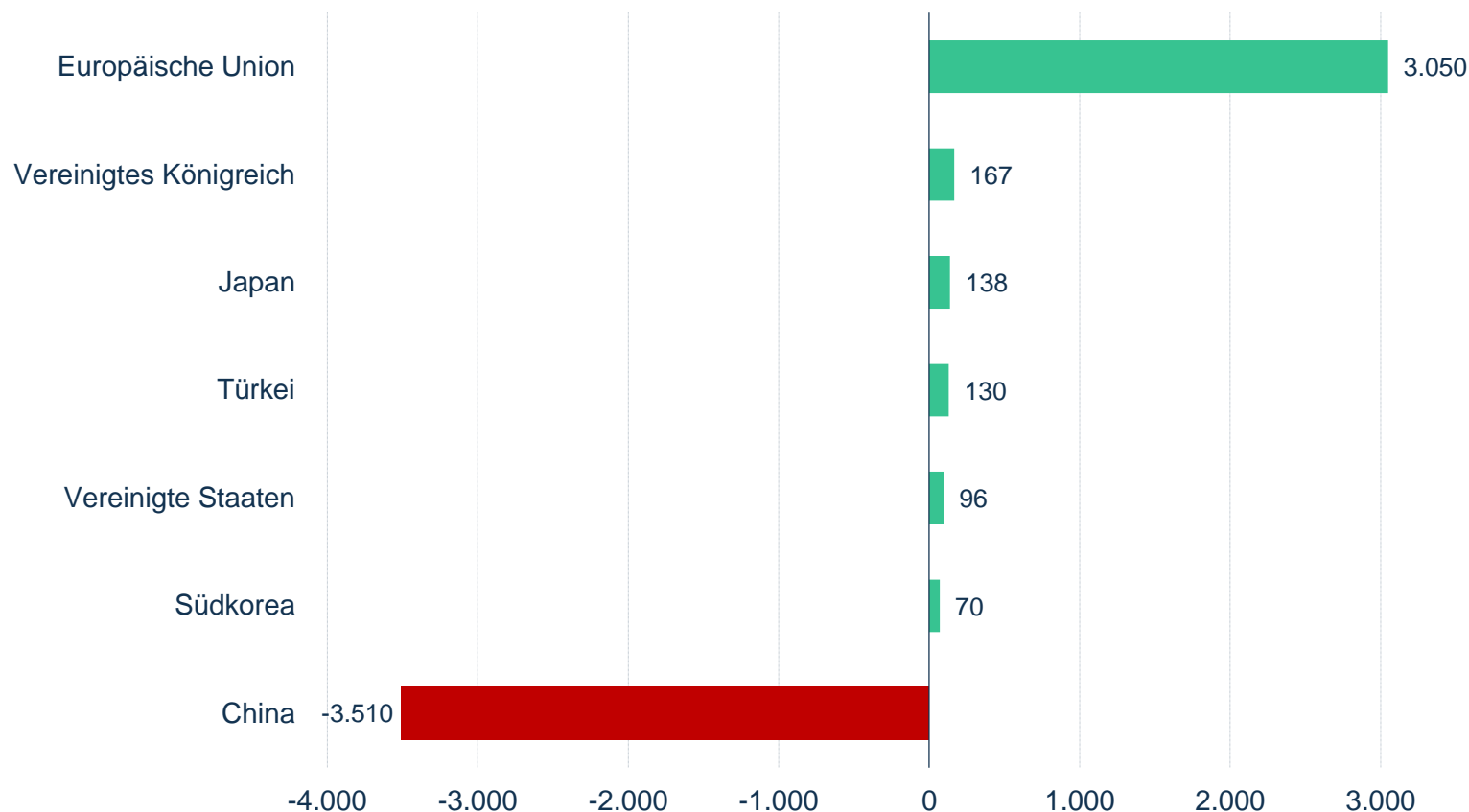
- | | | |
|----|---|----|
| 01 | Frankreich: Staatsanleihen im Schatten der Neuwahlen | 04 |
| 02 | Update zur Geldpolitik von EZB und Fed | 09 |
| 03 | Financials 2. Halbjahr 2024 – Die Zinswelle ebbt ab | 20 |
| 04 | Bankenmarkt Baltikum: Oligopolistische Struktur verhilft zu hervorragenden Kennzahlen | 31 |
| 05 | Disclaimer | 43 |



EU-Zölle auf Chinas EV-Importe von bis zu 48%

Simulation: Veränderung Absatzzahlen in der Autoindustrie nach Produktionsland

in Mio. EUR



- Die geplanten Zölle variieren je Hersteller und reichen von 17,4 % (u.a. BYD) bis 38,1 % (u.a. SAIC Motor Corp.). Diese Zollsätze werden zusätzlich zu bestehenden Zöllen von 10% verhängt, summieren sich somit für einzelne Hersteller auf bis zu 48,1%.
- Eine Simulationsrechnung des IfW Kiel ergab, dass der Absatz von Autos aus chinesischer Produktion durch die höheren Zölle um umgerechnet EUR 3,5 Mrd. bzw. ein Viertel zurückgehen könnte. Der Absatz von PKWs aus europäischer Produktion könnte dagegen um EUR 3 Mrd. zulegen.
- Laut EU-Kommission besteht jedoch noch Verhandlungsspielraum mit China.
- Vergeltung Chinas dürfte angesichts der Abhängigkeit von Europas Absatzmarkt und der Angst vor Eskalation begrenzt ausfallen.
- [Hier geht's zum LBBW-Blickpunkt](#)



01

Frankreich: Staatsanleihen im Schatten der Neuwahlen

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

Frankreich: Vorgezogene Neuwahlen!

Umfragen zur ersten Runde der Neuwahlen

Monatswerte, nicht saisonbereinigt

Macrons Renaissance (vormals REM) koaliert im „Ensemble Citoyens“ mit weiteren Klein-Parteien.



Polling firm	Fieldwork date	Sample size	EXG	NFP				DVG	ECO	PA	ENS	DVC	LR	DVD	DSV	RN	REC	REG	DIV
				LFI	PCF	PE	PS												
Ifop	15 Jun 2024	–	–	26%				3.5%	–	–	19%	–	7%	1.5%	–	35%	3%	–	5%
Opinion Way	12–13 Jun 2024	1,011	1%	25%				2%	2%	–	20%	–	7%	2%	–	33%	3%	–	5%
Cluster17	11–13 Jun 2024	2,800	1%	28.5%				3%	1.5%	–	18%	1%	7%	2.5%	1.5%	29.5%	3.5%	1%	2%
Opinion Way	11–12 Jun 2024	1,019	1%	25%				3%	1%	–	19%	–	9%	1%	–	32%	4%	–	5%
Elabe	11–12 Jun 2024	1,502	1%	28%				5%	–	–	18%	–	6.5%	2%	–	31%	4%	–	4.5%
Ifop	10–11 Jun 2024	1,089	1%	25%				5%	–	–	18%	–	9%	1.5%	0.5%	35%	4%	–	1%
			1%	11%	19%			3%	–	–	17%	–	8%	2%	<0.5%	34%	4%	–	1%
			1%	11%	2%	6%	13%	2%	–	–	16%	–	8%	1%	0.5%	35%	3.5%	–	1%
Opinion Way	10 Jun 2024	1,095	1%	23%				4%	2%	–	18%	–	8%	2%	–	33%	5%	–	4%
Harris-Interactive	9–10 Jun 2024	2,744	3%	22%				9%	–	–	19%	–	9%		–	34%	4%	–	–
Ifop	12–13 Dec 2023	1,100	1.5%	24%				6%	–	–	19%	–	11%	3%	1%	28%	5%	–	1.5%
			1%	10%	4%	9%	8%	2%	–	–	18%	–	10%	3%	1%	27%	6%	–	1%
Elabe	3–5 Apr 2023	1,808	1%	25.5%				3%	–	–	21.5%	–	11.5%	1%	–	24.5%	4.5%	–	6%
Ifop	20–21 Mar 2023	1,094	1%	26%				5%	–	–	22%	–	10%	2%	1%	26%	5%	–	2%
			1%	11%	3%	9%	7%	3%	–	–	21%	–	10%	1%	1%	26%	5%	–	2%
Harris-Interactive	3–7 Mar 2023	2,108	1%	24%				6%	–	–	24%	1%	10%	3%	1%	22%	4%	–	4%
Cluster17	4–6 Nov 2022	2,151	1.5%	24.5%				3%	–	1%	25%	0.5%	10.5%	2%	2%	20%	5%	1%	4%
Ifop	2–4 Nov 2022	1,513	1.5%	25%				4%	–	–	27%	–	11%	2%	0.5%	21%	5.5%	–	2.5%
			1.5%	11%	3%	7%	8%	2%	–	–	26%	–	11%	3%	0%	21%	5%	–	1.5%
Ministry of the Interior (Le Monde)	12 Jun 2022	–	1.17% (1.19%)	25.66% (26.16%)				3.70% (3.30%)	2.67% (–)	–	25.75% (25.80%)	1.25% (1.30%)	11.29% (11.30%)	2.33% (1.92%)	1.13% (1.21%)	18.68% (18.68%)	4.24% (4.25%)	1.28% (1.09%)	0.85% (3.80%)

- In den Umfragen führt der Rassemblement National (RN) von Marine Le Pen deutlich.
- Allerdings ist es schwierig, vor dort aus direkt auf die Verteilung der Mandate im Parlament zu schließen.
- **Gewählt wird in zwei Runden in 577 Wahlkreisen:**
- In **Runde 1** ist gewählt, für wen mehr als die Hälfte der Wähler und mindestens 25% der Wahlberechtigten gestimmt haben.
- Falls kein Kandidat gewählt ist, wird eine **Stichwahl** abgehalten. Dort dürfen alle Kandidaten erneut antreten, die in der ersten Runde einen Stimmenanteil von mindestens 12,5% der Wahlberechtigten erzielt haben, auf jeden Fall aber die beiden Bewerber mit den meisten Stimmen.

Frankreich: Markt wird nervös

Renditen und Spreads

Monatswerte, nicht saisonbereinigt

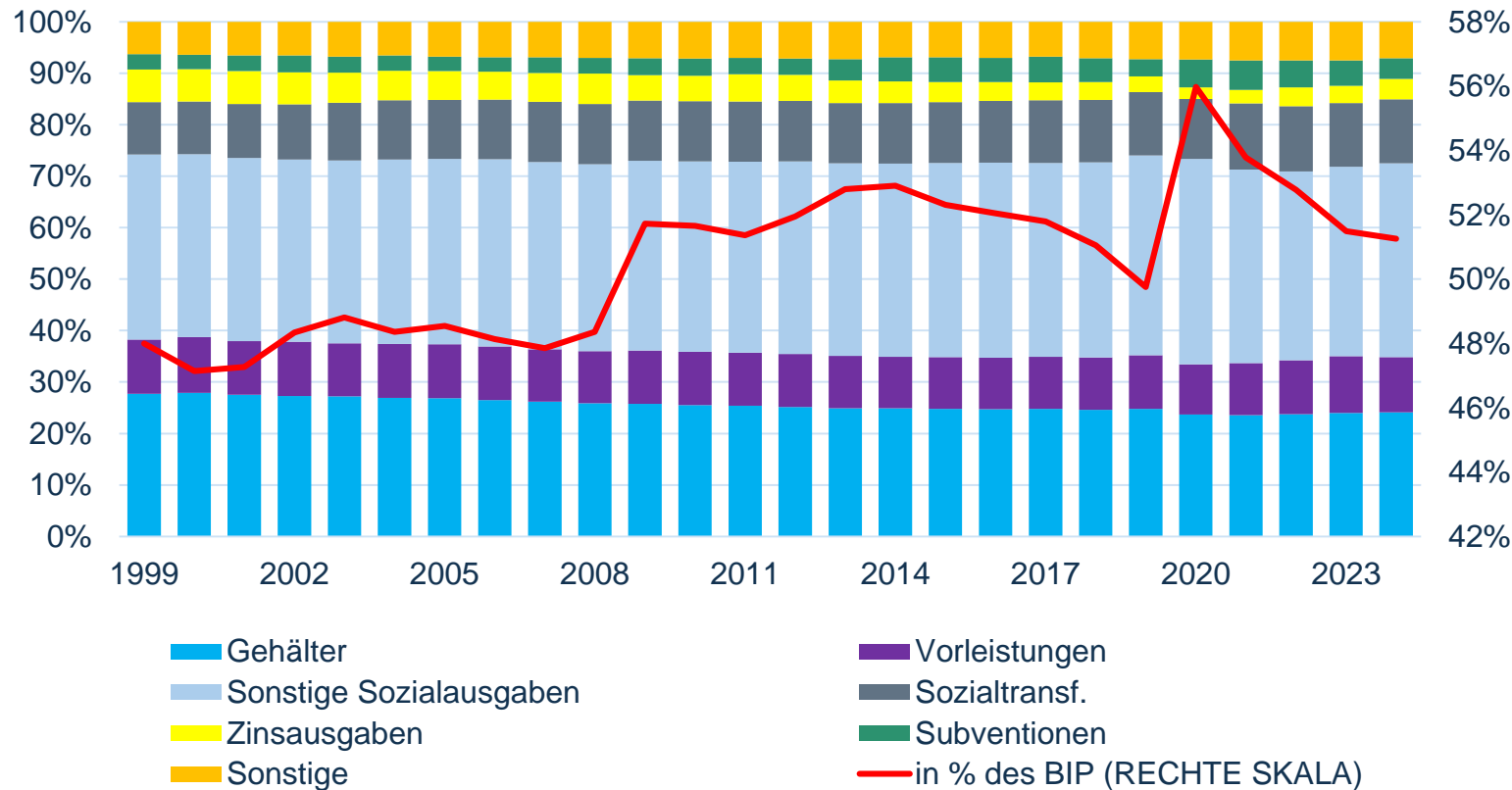


- Angesichts eines möglichen Wahlerfolgs für die Rassemblement National (RN), befürchten die Märkte eine Lähmung der Fiskal-, Wirtschafts- und Sozialpolitik.
- Pläne wie eine Rückkehr zur Rente mit 60 Jahren, die Nationalisierung von Autobahnen, Banken und strategischen Branchen oder der Ausstieg aus der Windenergie führten zu höheren Schulden und steigenden Steuersätzen, warnt bspw. der Arbeitgeberverband.
- Völlig offen ist jedoch, ob der RN eine Mehrheit erzielen oder eine Koalition bilden kann.
- Die Ankündigung vorgezogener Neuwahlen in Frankreich hat auch die Spreads italienischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen um mehr als 10 Bp. steigen lassen, obgleich sich in Italien die Position der Regierung Meloni eher noch befestigt hat.

Frankreichs Staatsausgaben: Struktur

Frankreich: Staatsausgaben

Jahreswerte in Mrd. (2024: Prognosen EU-Kommission)

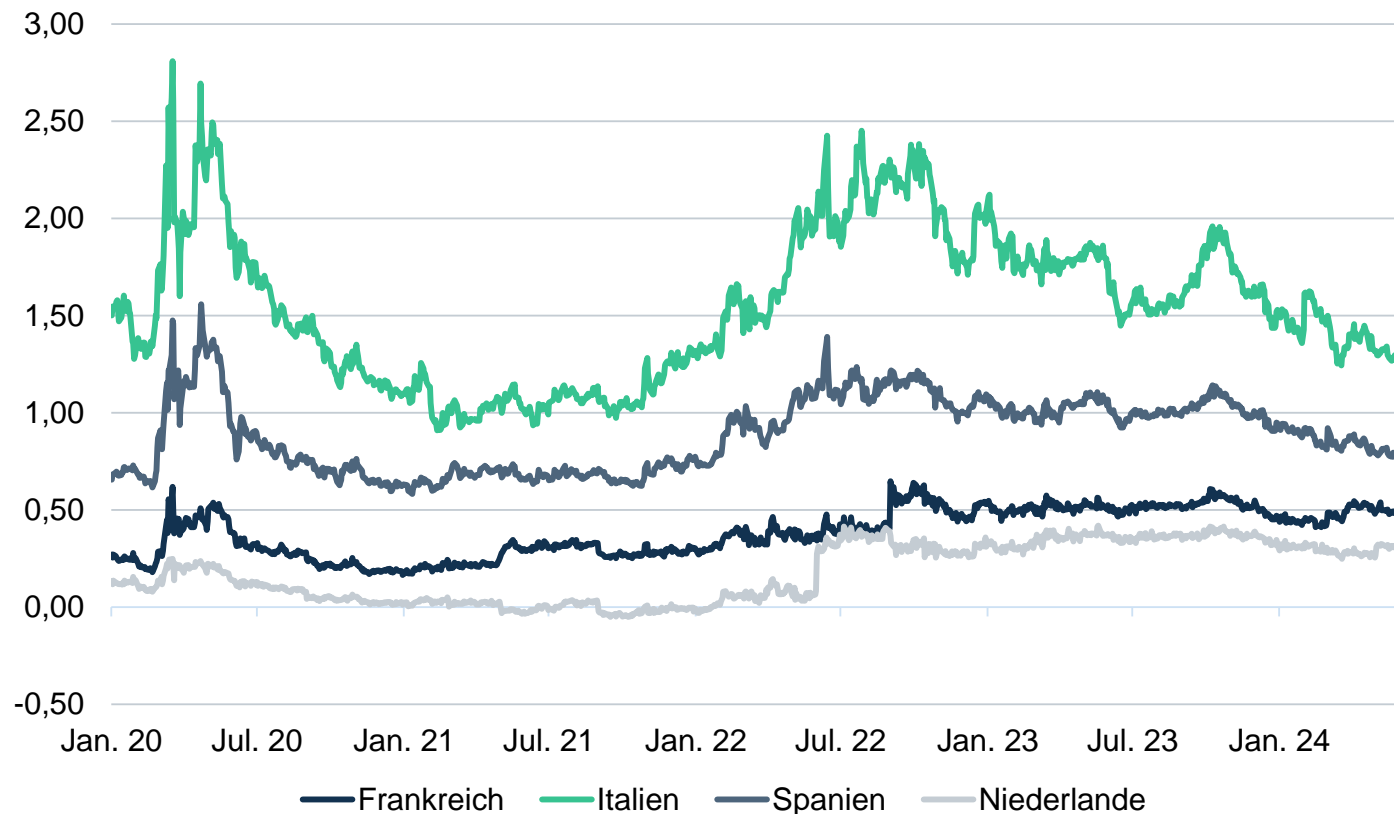


- Der Anteil der Staatsausgaben am BIP nimmt in Frankreich seit Beginne der Währungsunion tendenziell zu.
- Der Anteil der Sozialausgaben (inkl. Renten) dürften in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Überdies sind die Zinsausgaben zuletzt gestiegen.
- Ein Regierung unter der Regie des RN würde daran kaum etwas ändern, eher ist im Gegenteil mit neuen zusätzlichen Staatsausgaben zu rechnen.

Spreadausweitung trifft alle EWU-Staaten

Spreads zu Bund, 10 Jahre RLZ

Tagesdaten, %-Punkte



- Die fallenden Bund-Renditen haben aktuell alle Spreads für EWU-Staatsanleihen steigen lassen. Neben Frankreich sind insbesondere Spanien sowie Italien betroffen.

02

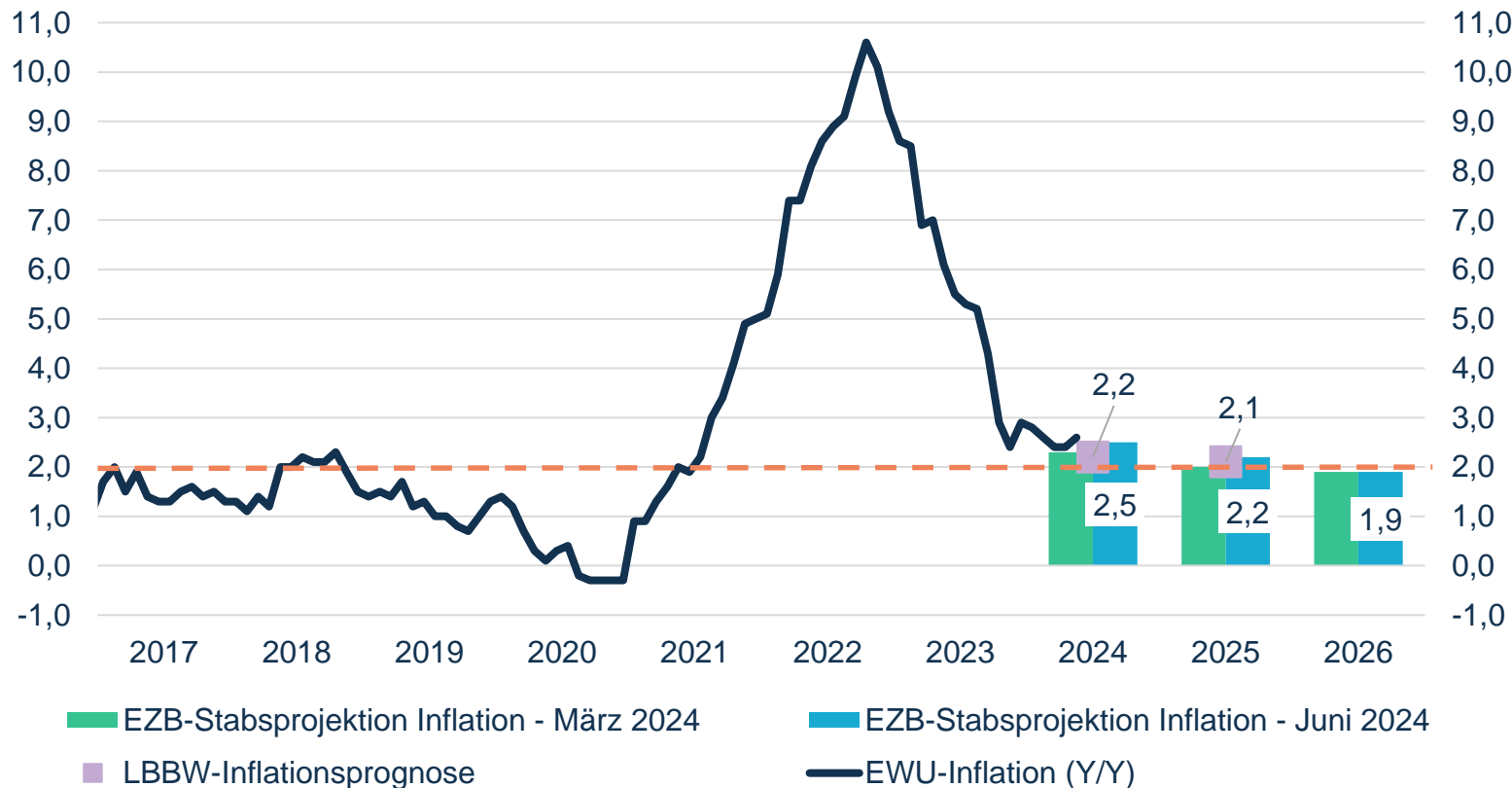
Update zur Geldpolitik von EZB und Fed

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

EWU: Inflation geht nur langsam zurück

HVPI (Y/Y) und Projektionen der EZB für 2024 bis 2026

in Prozent



- Projektionen des Eurosystems (EZB und nat. Notenbanken).
- Die Projektionen der EZB lassen weiter erhöhte Inflation erwarten.
- **Beachtlich insbesondere die Erhöhung der Projektion für 2025 (EZB rechnet erst im Verlauf des zweiten Halbjahrs mit nachhaltiger Annäherung an 2 %-Ziel!).**
- 2026 ist dann aber wieder „Zielerreichung“ angesagt.

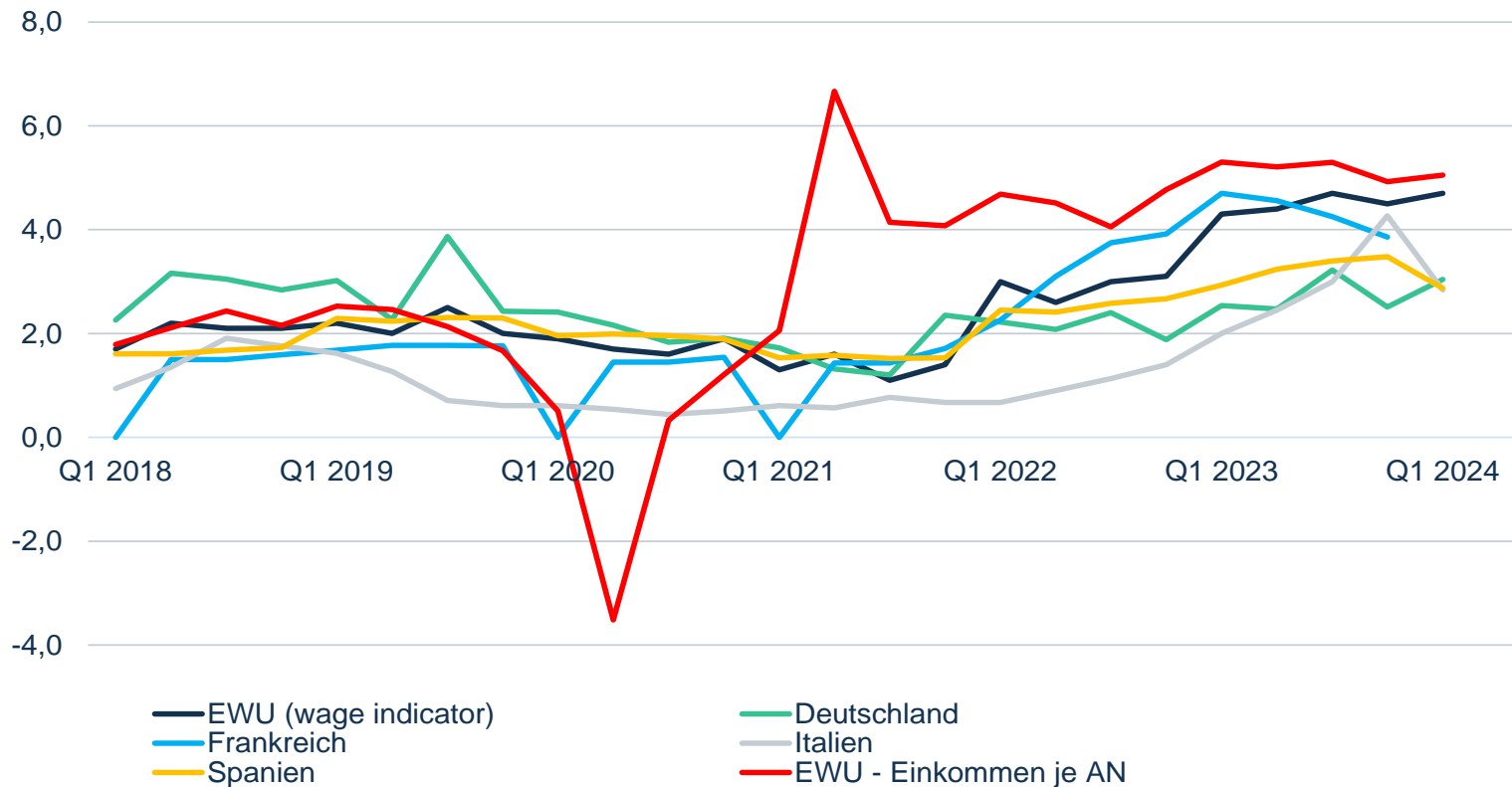
Kernaussagen der EZB-Sitzung

- **Inflationsausblick hat sich deutlich verbessert (Anm. Wir kommen von deutlich höheren Niveaus und haben jetzt die „letzte Meile“ vor uns)**
- **Leitzinsen bleiben solange restriktiv, wie es nötig ist, um Preisniveaustabilität zu gewährleisten**
- **Inflation bleibt weit ins kommende Jahre auf erhöhtem Niveau**
- **EZB folgt einem datenabhängigen Kurs und einem Meeting-für-Meeting-Ansatz**
- **Löhne sind Risiko für Inflation**, sie steigen immer noch in erhöhtem Tempo, Indikation deutet auf Nachlassen des Anstiegs hin

Lohnentwicklung stärker als gedacht

Löhne und EZB-Lohnindikator im Euroraum

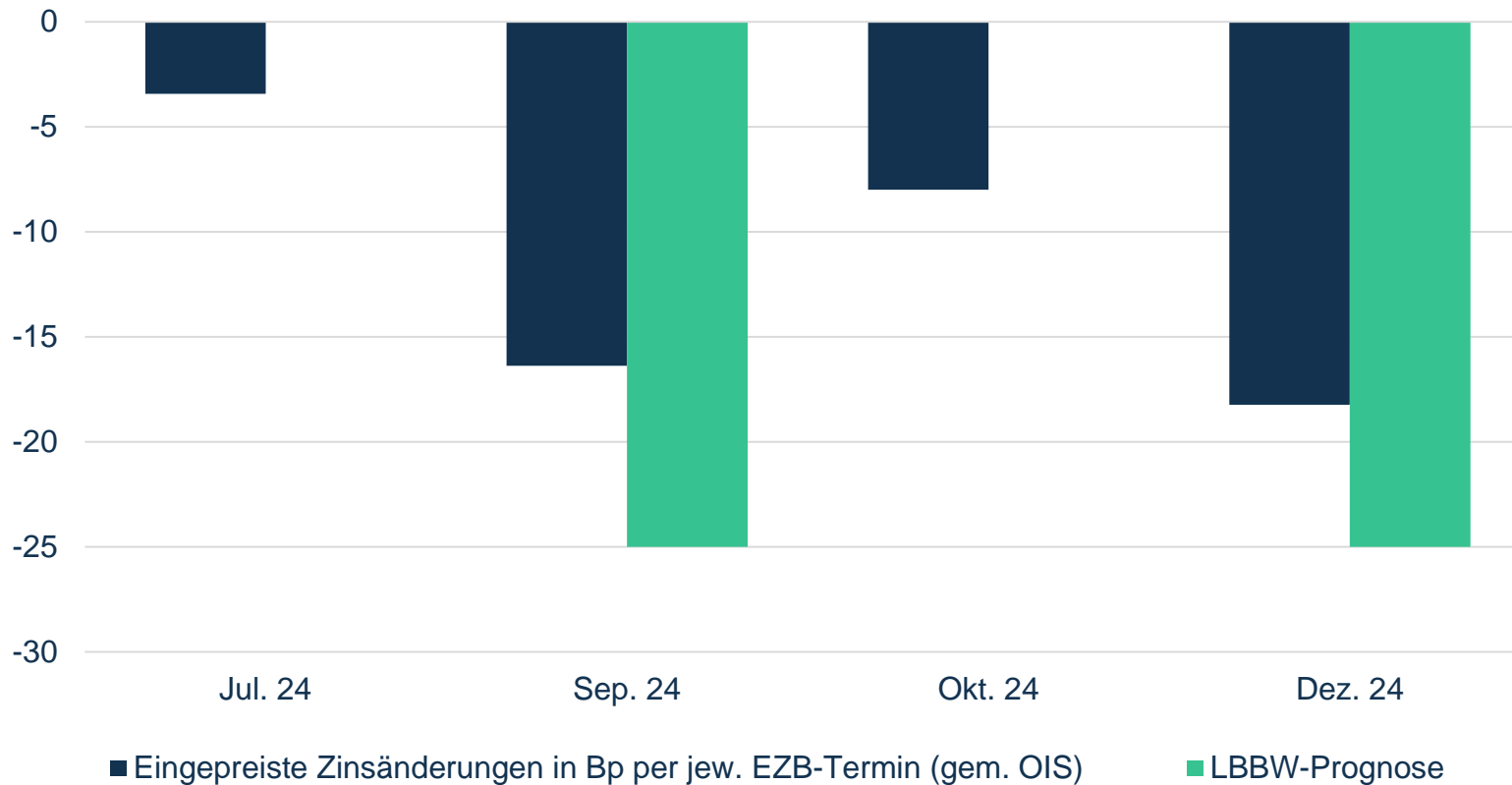
in Prozent



- Die Zahlen zur Lohnentwicklung sind derzeit etwas verwirrend.
- Für Q1 wurde sowohl der „Lohn-Indikator“ (+4,7%) der EZB gemeldet als auch die tatsächliche Entwicklung der „Kompensation je AN“ für die Löhne im Euroraum (+5,1%).

LBBW-Research: Bis Ende 2024 noch zwei Senkungen

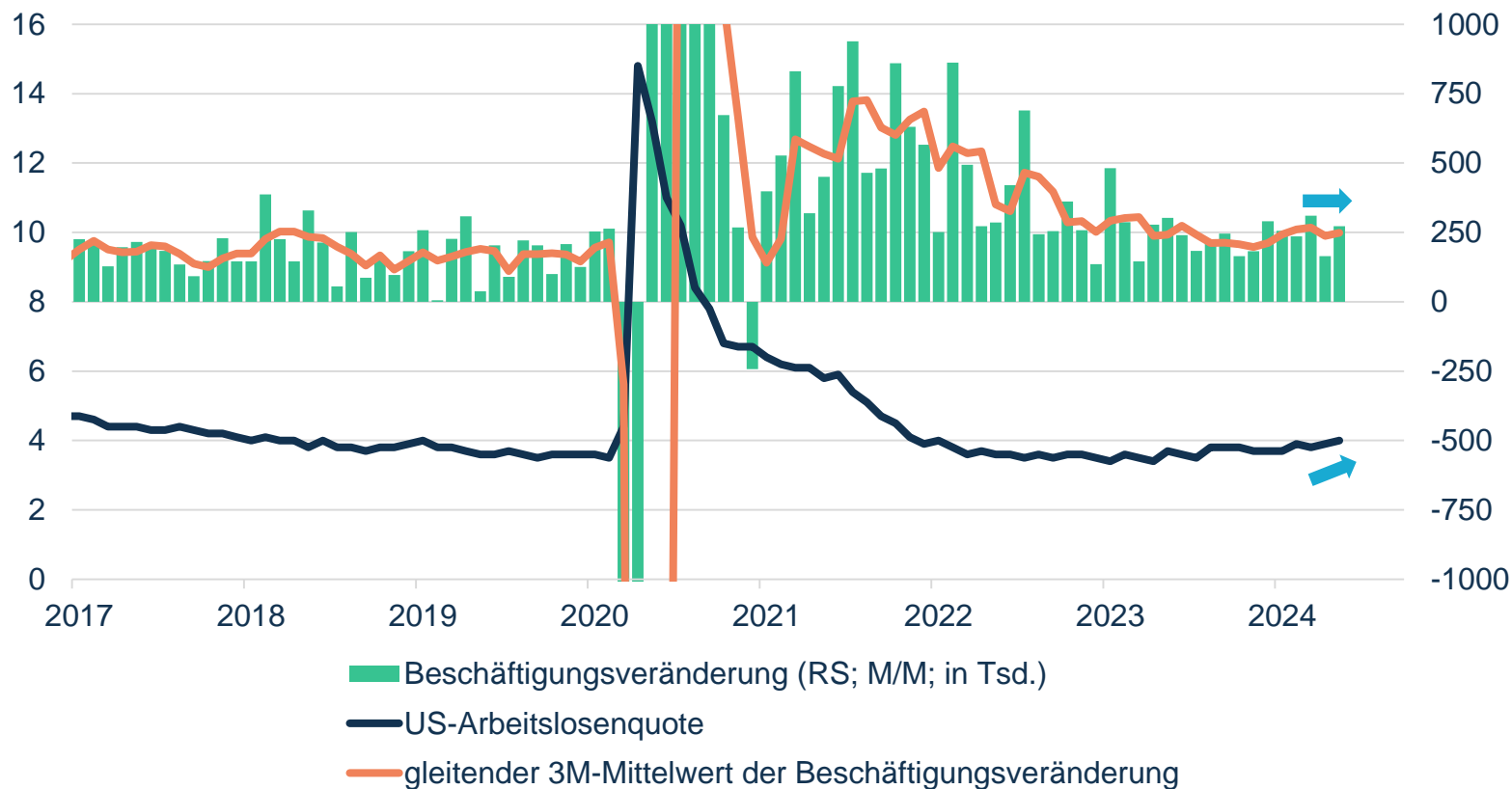
Marktimplizite Leitzinsveränderung für ausgewählte EZB-Termine und LBBW-Prognose



- Für 2024: LBBW-Research bestätigt die Prognose von „noch zwei Senkungen“ (50 Bp) im laufenden Jahr.
- Im September von der EZB geplant: Differenz zwischen Einlagesatz und Hauptrefisatz auf 15 Bp. senken (aktuell 50 Bp.). Dieses „Manöver“ dürfte mit einer zweiten Senkung des Einlagesatzes einhergehen.
- Im Dezember dürfte es dann mit den Projektionen eine weitere Senkung um 25 Bp. geben.
- Die Markterwartungen haben sich in den vergangenen Tagen unserer Prognose angenähert. Die Terminalsätze preisen bis Jahresende Senkungen um kumuliert knapp 45 Bp ein.

USA: Arbeitsmarkt liefert widersprüchliche Signale

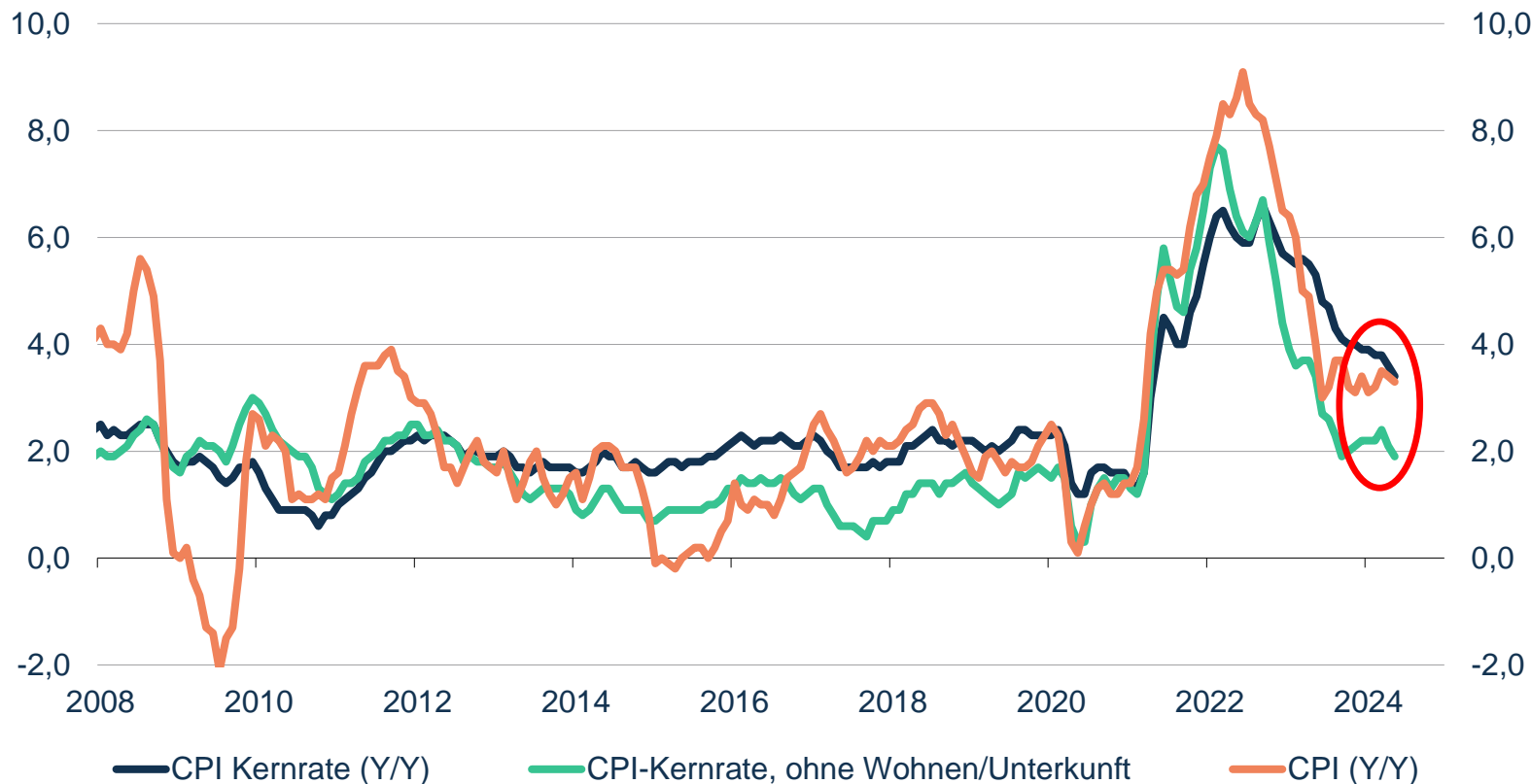
US-Beschäftigungsveränderung (M/M, in Tsd.) und Arbeitslosenquote (in %)



- Nach einer konsistenten Tendenz der Abkühlung im April hat der Arbeitsmarktbericht für Mai widersprüchliche Signale gesendet.
- Die Arbeitslosenquote erreichte erstmals seit Januar 2022 wieder die 4 %-Marke.
- Demgegenüber lag der Jobzuwachs laut Unternehmensumfrage mit +272 Tsd. (M/M) weit über der Konsenserwartung und weit höher als im April.
- Der gleitende 3M-Durchschnitt blieb annähernd konstant bei robusten +250 Tsd.
- Die Löhne haben das mäßige 0,2 %-Plus vom April mit +0,4 % im Mai relativiert.
- => Der US-Arbeitsmarkt zeigt ein paar Schwächen, knickt aber nicht auf breiter Front ein.

USA: Inflation im Mai softer als erwartet

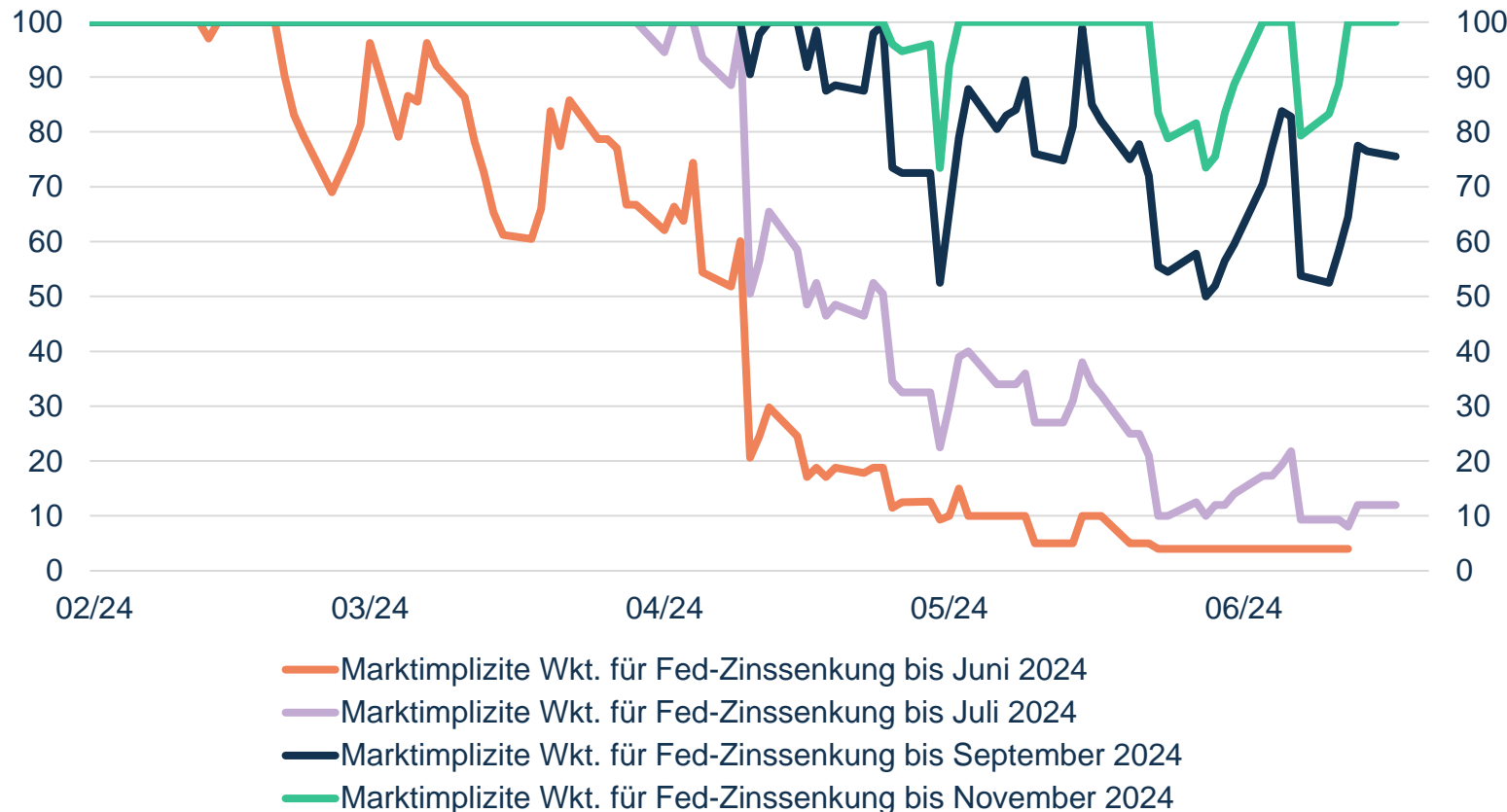
US-Konsumentenpreise (Y/Y), Kernrate und „Super-Kernrate“



- Die US-Konsumentenpreisdaten für Mai waren demgegenüber **auf breiter Front softer als erwartet**.
- Die Headline-Inflation ging den zweiten Monat in Folge zurück.
- Die Entspannung war zwar zu großen Teilen auf fallende Kraftstoffpreise zurückzuführen – eine Tendenz, die sich im Juni voraussichtlich fortsetzt.
- Die Kernrate (3,4 % nach 3,6 %) war jedoch ebenfalls niedriger als erwartet.
- Abzüglich des „Hauptinflationstreibers“, der Wohnkosten, lag die Kernrate mit 1,9 % („Super-Kernrate“) im Stabilitätsbereich.
- => Die Mai-Daten relativieren ein Stück weit das Stocken der Desinflation aus Q1!

Fed: Inflationsrückgang schürt Hoffnung auf Zinswende

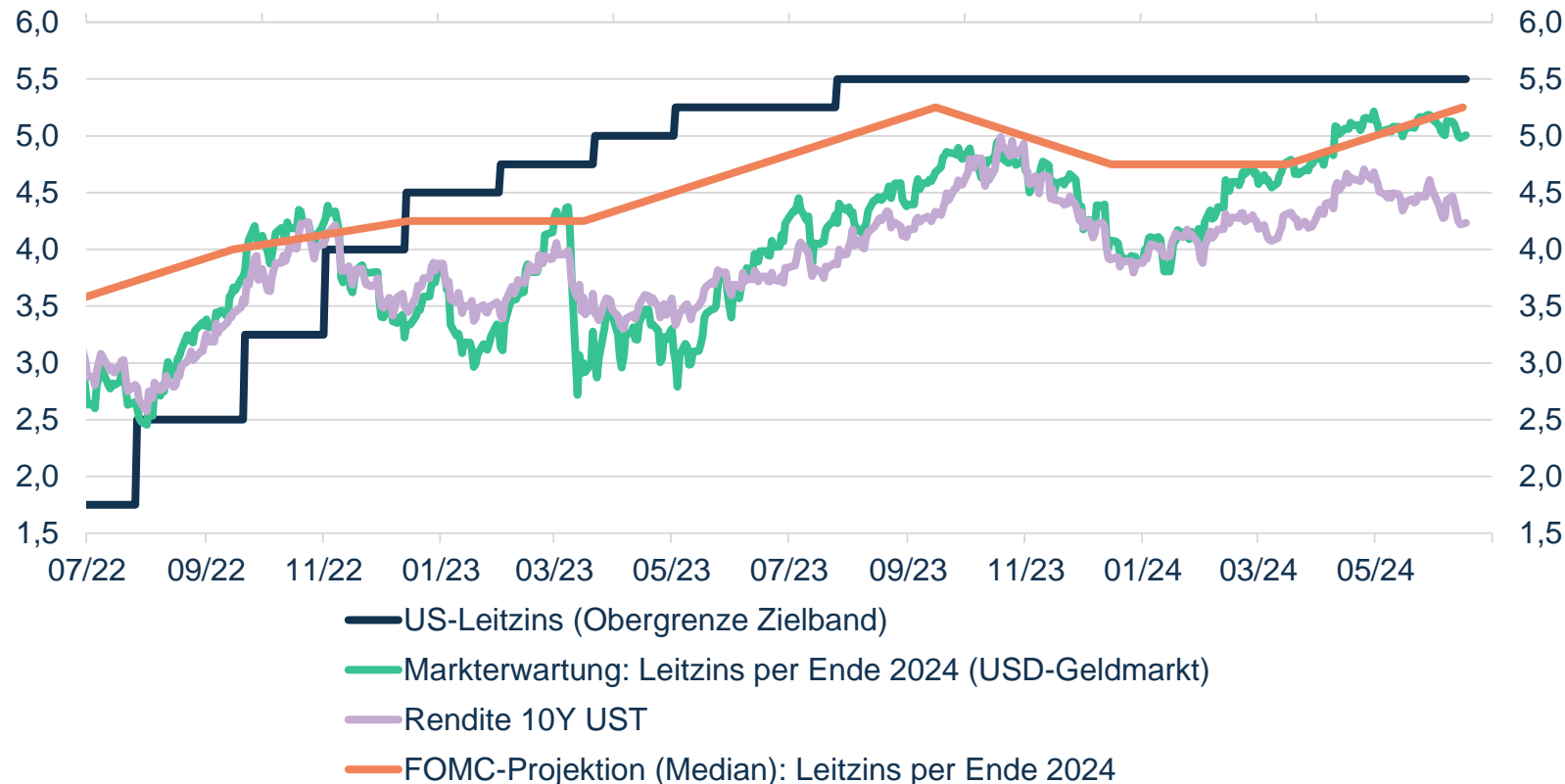
Marktimplizite Wahrscheinlichkeiten für Fed-Zinssenkung



- **Fazit: US-Makrodaten geben weiterhin sehr wechselhaftes Bild ab.**
- Einerseits: Höheres Tempo des Jobaufbaus und gestiegener Lohndruck spielen den geldpolitischen Falken in die Karten.
- Andererseits: Kerninflation ist Wasser auf die Mühlen der Tauben. Fed-Chef Powell würdigte die CPI-Daten als „ermutigend“.
- => Tür für Zinswende im September hat sich durch die CPI-Daten ein Stück weiter geöffnet. Marktimplizite Wahrscheinlichkeit auf rund 75 % gestiegen.
- „Higher for Longer“ bleibt in Summe gleichwohl das Motto der Fed. „Mehr gute Daten“ zur Inflation seien notwendig, um die Zuversicht der Notenbanker hinreichend zu stärken.

Fed: „Dot Plot“ sendet „hawkishes“ Signal

10Y US-Treasuryrendite, US-Leitzins, marktimplizite Zinserwartung per Ende 2024 und Fed-Projektion



- Der aktualisierte Dot Plot mahnt zu Vorsicht vor Zinssenkungseuphorie. Im Median gehen die US-Notenbanker bis Ende 2024 lediglich noch von einer Zinssenkung aus statt bisher drei.
- Die Tür für einen zweiten Schritt bleibt allerdings geöffnet. Acht von 19 Fed-Offiziellen favorisieren dies aktuell. Notenbankchef Powell bezeichnete die Projektionen zudem als „konservativ“.
- Per Jahresende 2024 erwartet der Marktkonsens nunmehr zwei Zinssenkungsschritte à 25 Bp.
- Wir bleiben dabei, dass eine US-Zinswende frühestens im September zu erwarten ist. Wir teilen die Markterwartung, dass die Fed ihren Leitzins bis Jahresende um kumuliert 50 Bp senken wird.

Rentenmarkt: Flucht in die sicheren Häfen überlagert Notenbank-Signale

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries

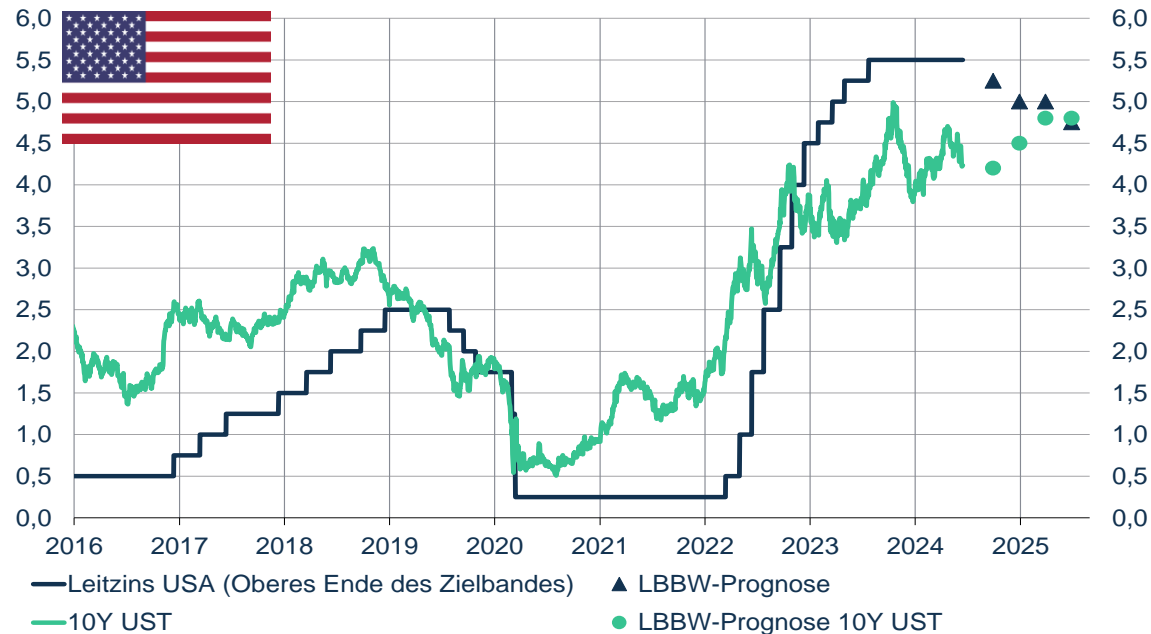


- Am Rentenmarkt fielen die „hawkishen“ Signale von EZB und Fed nicht (bzw. nur kurz) auf fruchtbaren Boden.
- Am US-Treasurymarkt haben die Inflationsdaten das Fed-Signal dominiert.
- Im Euroraum überlagerte die Flucht in die Sicherheit von Bundesanleihen nach dem „Frankreich-Schock“ den EZB-Impuls.
- Technik unterstützt rentenpositiven Umschwung: Bundrendite mit Top-Bildung im Bereich von 2,70 %. Renditeaufwärtstrend seit Anfang 2024 scheint gebrochen!
- Aber Vorsicht vor Euphorie: „Politische Rally“ könnte „kurze Beine“ haben.
- Erwartete „Sommerrally“ schon zum Teil vorweggenommen. Rückschlaggefahr u.a. abhängig von nächsten Inflationsdaten.

Fazit: EZB „im Plan“, US-Zinswende erst nach der Sommerpause

USD-Zinsen und Prognose

in %

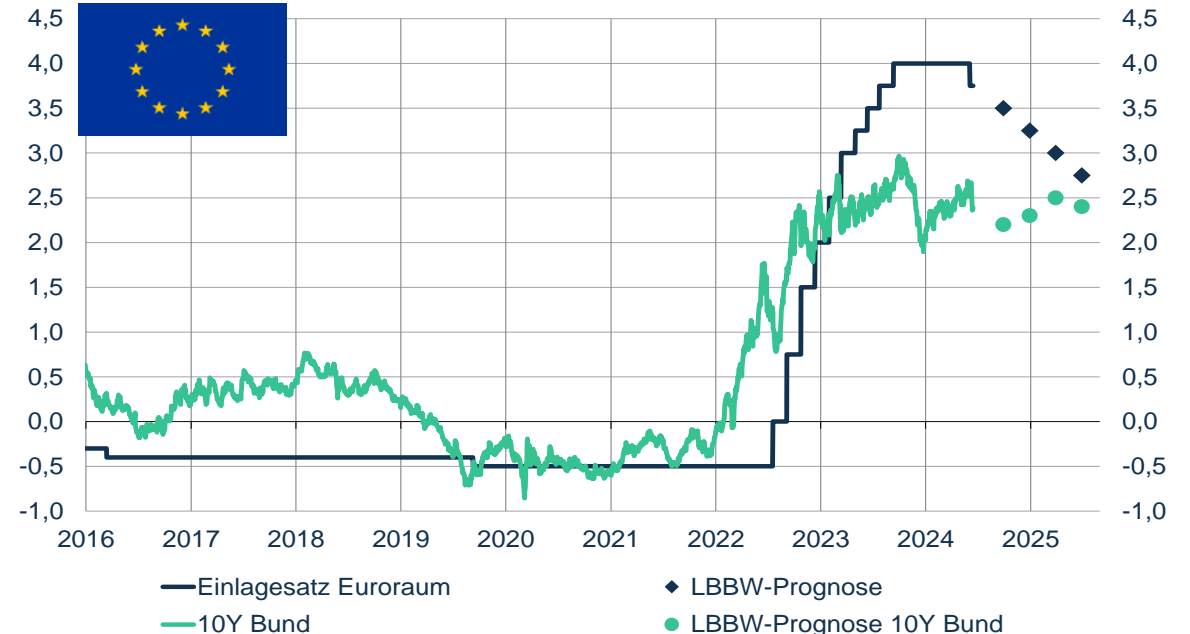


- Erste Leitzinssenkung frühestens im September, -50 Bp bis Ende 2024. Fed setzt Lockerung Ende 2024 zeitweilig aus, aus Sorge vor negativen Folgen eines Trump-Politikwechsels für die Inflation.
- Renditen kurzfristig abwärts, drehen ab Q4 23 erneut nach oben.

Quellen: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Zinsen und Prognose

in %



- Zwei weitere Zinssenkungen bis Ende 2024. EZB setzt Lockerungskurs in H1 2025 mit einem Schritt/Quartal fort.
- Langfristzinsen: Moderat sinkender Trend erwartet. „Flight to Quality“ stützt Bundkurse im Trump-Szenario.

03

Financials

2. Halbjahr 2024

– Die Zinswelle
ebbt ab

Christian Götz, CEFA
Senior Investment Analyst
Tel: + 49 711 127-7 44 70
christian.goetz@LBBW.de

Inhalt

01

Eigenkapital

- Die Puffer dürften aufgrund gestiegener shareholder-value Orientierung zwar abnehmen, aber ausreichend bleiben.

02

Refinanzierung

- Die Refinanzierungskosten bleiben auf einem relativ hohen Niveau. Der Mix ändert sich: Weniger EZB-Tender, mehr Termineinlagen, mehr Wholesale-Funding.

03

Rentabilität

- Der Rückenwind durch die Zinswelle ebbt ab. Der Höhepunkt liegt hinter uns.

04

Assetqualität

- Angesichts der schwachen Konjunktur sollten die Risikokosten leicht zunehmen. In Europa stellt das CRE-Portfolio kein systemisches Risiko dar.

05

Regulierung

- Hier stehen Basel IV und die EU-Kapitalmarktunion im Rampenlicht. Ersteres kommt alsbald, letzteres bleibt eine langfristige Baustelle.

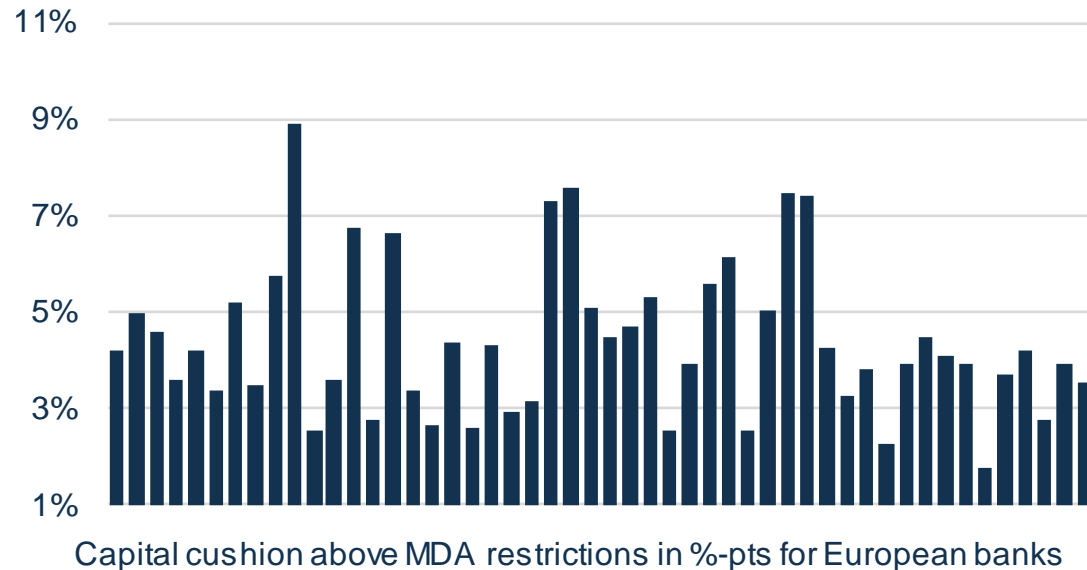
06

Fazit

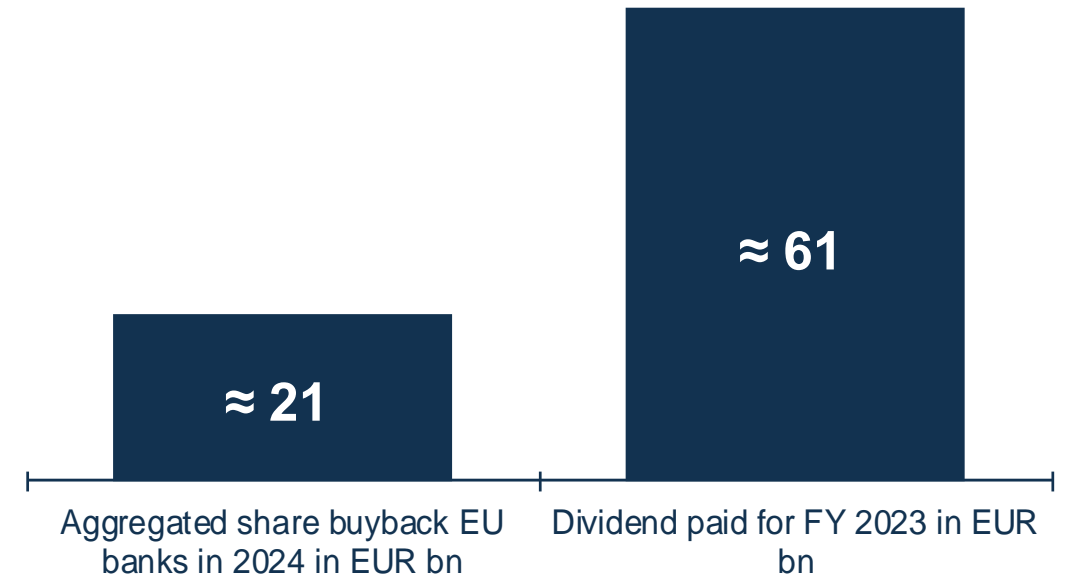
- Die Kennzahlen bleiben solide, aber schwächen sich ab. Daher spricht u.E. trotz eines geringer erwarteten Primärmarkt-Angebots derzeit wenig für weitere Spread-Einengungen.

01 Ausreichend Sicherheitspuffer vorhanden

Aktuelle MDA-Puffer Banken Europa



Dividenden und Aktienrückkäufe statt Investitionen bei Europas Banken

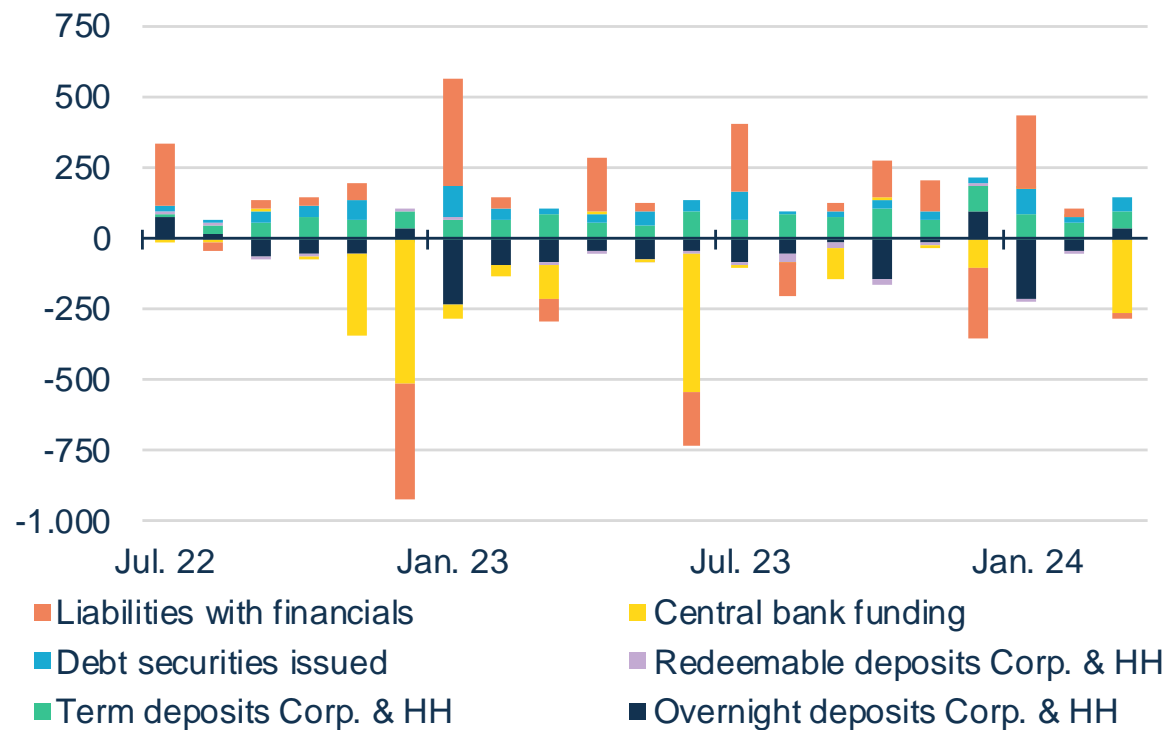


- Derzeit liegt der Median für den MDA-Puffer bei 4,1%-Punkten. Oftmals liegt er zudem immer noch über den internen Zielvorgaben einzelner Institute. Bedingt durch die sukzessive Einführung von Basel IV ab Januar 2025 und der anhaltenden shareholder-value-Orientierung dürfte dieser Puffer tendenziell sinken.
- Gleichwohl sehen wir durch die hohen Ausschüttungen und Aktienrückkäufe keine Gefährdung der Eigenkapitalbasis.

Quelle: CreditSights, Bloomberg, BIS, LBBW Research. Grafik links: Sample beinhaltet rund 50 europäische Institute. Grafik rechts: Sample beinhaltet die rund 20 größten Banken in Europa. MDA = Ausschüttungsfähiger Höchstbetrag.

02 Veränderungen der Passivseite der Banken in der Eurozone

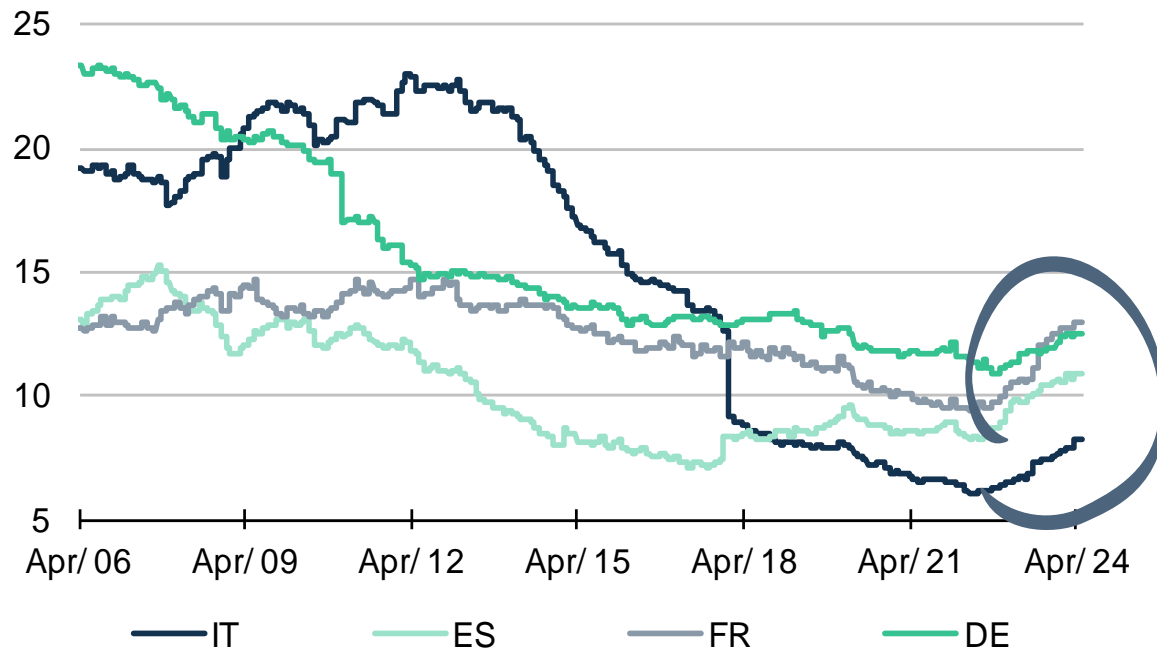
Flows verschiedener Verbindlichkeiten seit der EZB-Zinswende im Juli 2022 in Mrd. EUR



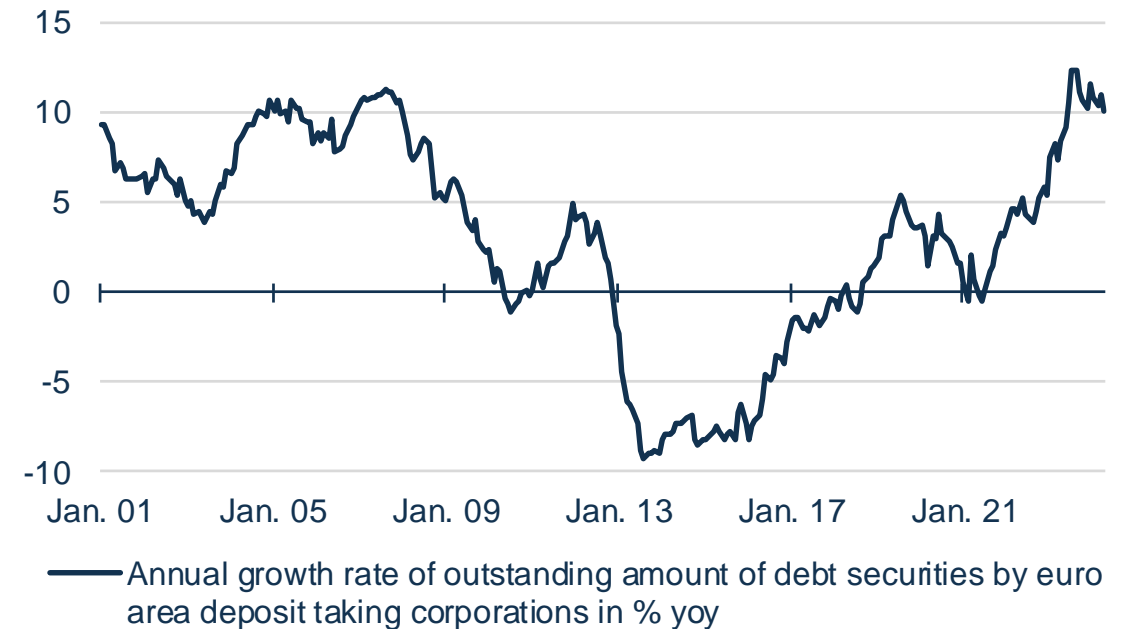
- Das Ende der Nullzins-Ära führte zu deutlichen Änderungen auf der Passivseite der Bankbilanzen.
- Die Refinanzierung via EZB hat (planmäßig) abgenommen. Ebenso sind in nahezu allen Monaten Abflüsse bei den Übernacht einlagen zu beobachten.
- Stetige Zuflüsse gibt es dagegen bei den höherverzinslichen Termineinlagen sowie bei der Mittelaufnahme über den Kapitalmarkt.
- Dieses Muster dürfte auch in den kommenden Monaten zu beobachten sein.
- Zugleich sind die gesamten Refinanzierungskosten gestiegen. Insgesamt haben sich diese seit Q2 / 2022 im Schnitt, vor allem aufgrund höherer Zinszahlungen, verfünffacht.
- Damit bleiben die Refinanzierungskosten auf einem neuen, einem relativ hohen Niveau – ungeachtet der Anfang Juni erfolgten Leitzinssenkung der EZB.

02 Wholesale Funding – Langjähriger Trend kehrt sich um

Anteil Wholesale-Funding an der Bilanzsumme der Bankensysteme in %



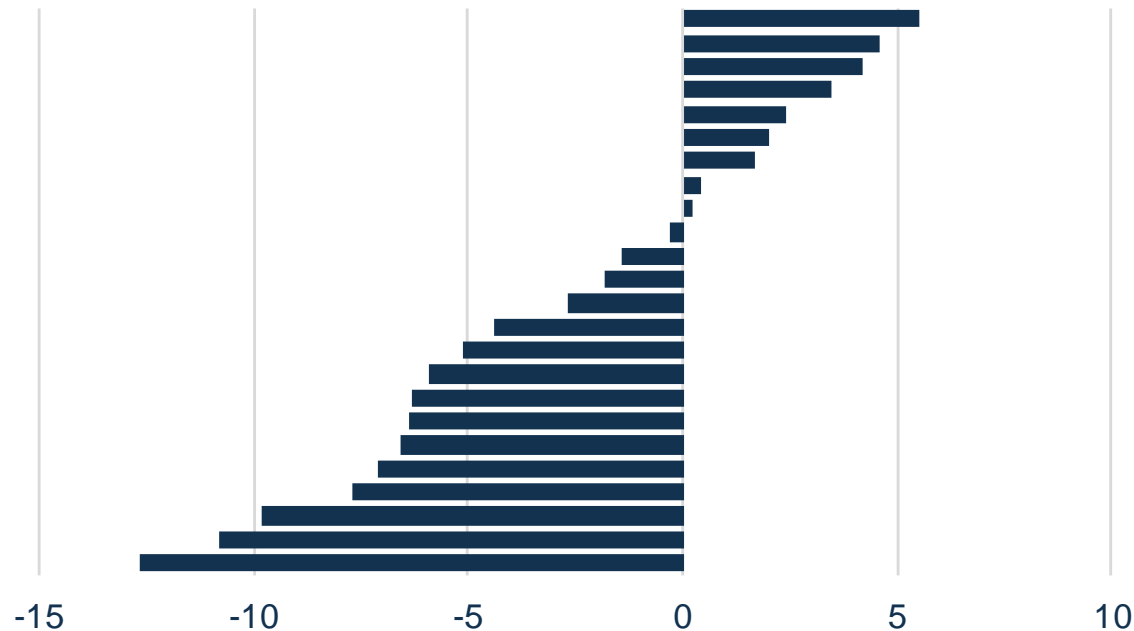
Wachstumsrate ausstehender Schuldverschreibungen der Banken in %



- Die marktbasierete Refinanzierung wird nach über einer Dekade an relativ hoher EZB-Abhängigkeit wichtiger. Dies ist credit-positive, denn statt Vollzuteilung zum Einheitszins gewinnt der Marktpreis seine Signalfunktion zurück. Statt Tender-Vollzuteilung zum EZB-Einheitszins gewinnt die individuelle, risikoorientierte Investorensicht an Bedeutung.

03 Verhältnis zwischen Erlöswachstum und steigenden Aufwendungen verschlechtert sich

Für Mehrzahl der EU-Banken werden im GJ 2024 „negative jaws“ erwartet



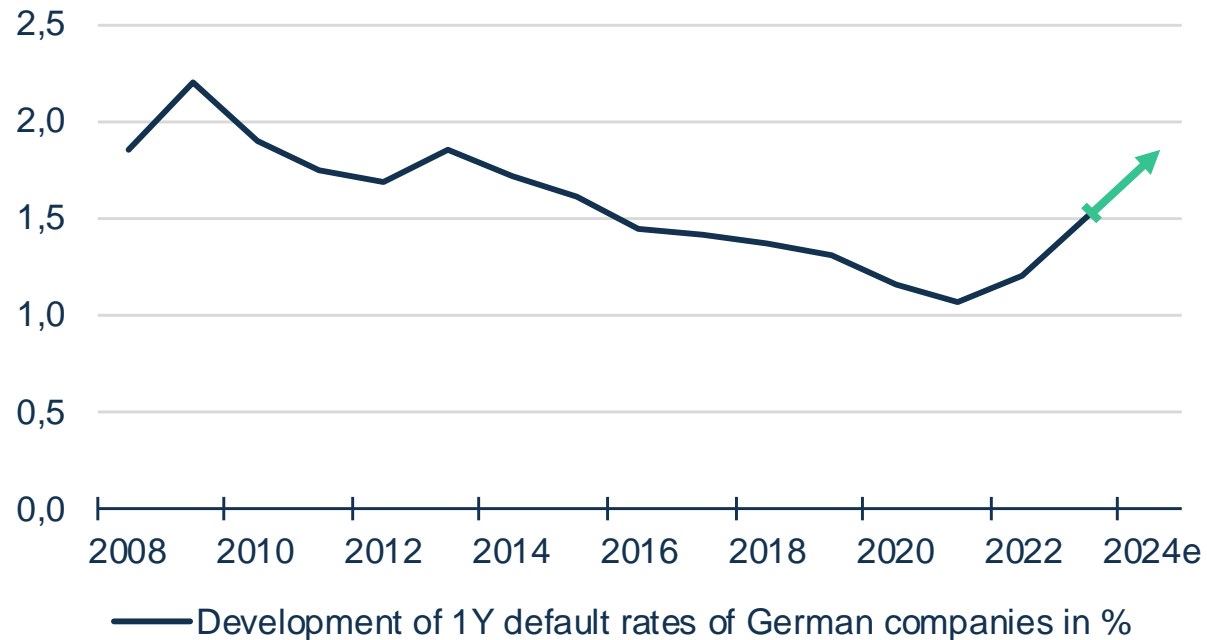
■ Operating jaws of various European banks in %-points for FY 2024

- Man spricht von „negative jaws“, wenn die Kosten schneller zulegen als die Erlöse.
- Das Gros der Betriebsausgaben entfällt auf das Personal. Einige Institute wie z.B. SocGen, Dt. Bank, Intesa oder Barclays haben daher Kostensenkungsprogramme initiiert, die zunächst einmal Kosten verursachen. Gleiches gilt bei der Ausdünnung des Filialnetzes. Zudem hat die Inflation zu deutlichen Lohnsteigerungen geführt.
- Zugleich dürften die Zinseinnahmen nicht mehr so kräftig sprudeln wie noch im Vorjahr. Die Zinswelle läuft aus.
- Die Bloomberg-Konsensschätzungen für dieses Jahr deuten bei vielen EU-Banken auf solch ein Szenario hin.
- Damit dürften auch weitere Verbesserungen bei der Eigenkapitalrentabilität unwahrscheinlich sein.

Quelle: Bloomberg „EU Bank's Rising EUR 300 bn Costs Threaten Profitability“ vom Mai 2024, LBBW Research. Das anonymisierte Datensample umfasst rund 25 EU-Großbanken. Die „jaws“ werden errechnet durch die Differenz zwischen der Wachstumsrate der Betriebsausgaben und der Wachstumsrate der Erlöse. FY = Fiskaljahr.

04 Verhaltene Konjunktur und geopolitische Risiken belasten die Assetqualität

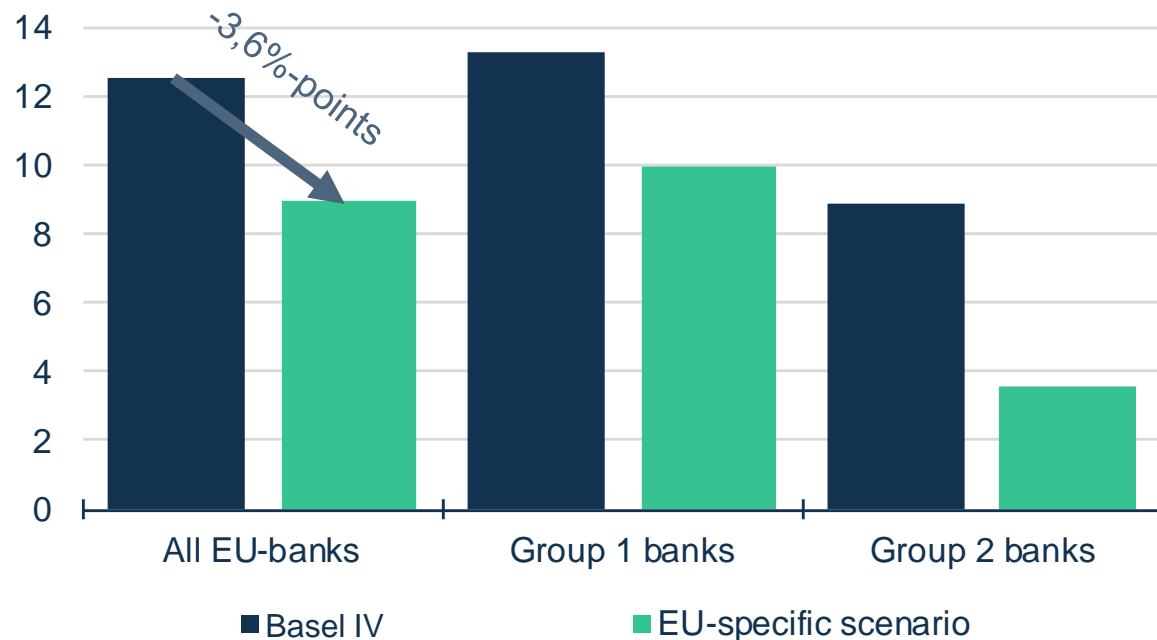
Entwicklung 1Y Ausfallraten deutscher Unternehmen



- Letztes Jahr stieg die Ausfallrate deutscher Unternehmen von 1,2% auf 1,5%. Creditreform geht für das Jahr 2024 von einer Zunahme auf 1,8% aus. Dies wäre der höchste Wert seit 2013.
- Deutschland ist mit seiner schwachen Konjunkturentwicklung das Schlusslicht in Europa. Zudem unterscheiden sich die Ausfallraten je nach Unternehmenssektor und Firmengröße.
- Dennoch dürfte der Trend europaweit betrachtet derselbe sein: Die Assetqualität verschlechtert sich tendenziell.
- Ein deutlicher Hinweis darauf ist der Anstieg der ausfallgefährdeten Kredite. Solche „Stufe 2“ Kredite sind (noch) nicht notleidend, aber weisen eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit auf, als zuvor angenommen wurde.
- Kurzum: Wir gehen von steigenden Risikokosten aus, wobei deren Gesamtniveau aber weiterhin moderat bleiben dürfte.

05 Basel IV kommt ab Januar 2025

Die Tier 1 Mindesteigenkapitalanforderung wird steigen

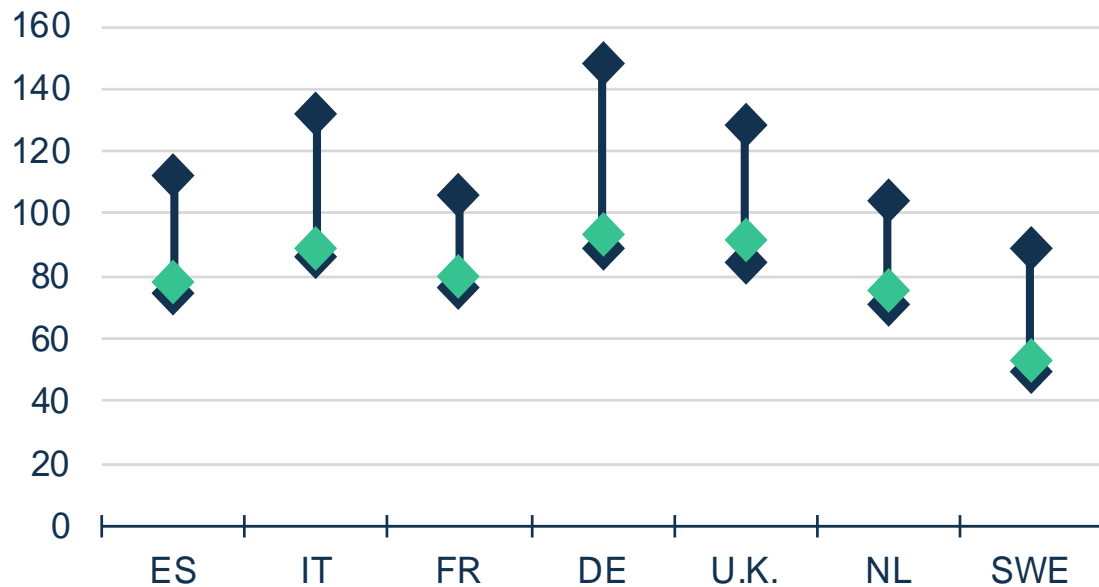


- „Basel IV“ (genauer CRR III / CRD VI) hat in Europa im Frühjahr seinen gesetzgeberischen Abschluss gefunden.
- Ab Januar 2025 greifen die neuen Vorgaben.* Sie dürften peu à peu zu höheren Eigenkapitalanforderungen führen. Durch eine EU-spezifische Umsetzung wird aber die Belastung geringer ausfallen – um 3,6%-Punkte geringer bezogen auf die Tier 1 Mindestanforderung.
- Aggregiert liegt die Tier 1 Kapitallücke somit bei nur noch 0,61 Mrd. EUR. Dies sollte für das Bankensystem kein Problem darstellen.
- In den USA und Großbritannien startet Basel IV 6 Monate später.
- Auch auf die EBA wartet viel Arbeit: Es gibt rund 140 neue Mandate für technische und regulatorische Implementierungsstandards.

Quelle: EBA September 2023, LBBW Research. Simulationen basierend auf den Bilanzdaten Ende 2022. Gruppe 1: Tier 1 Kapital über 3 Mrd. EUR und international aktiv. Gruppe 2: National agierende Institute. * Für CRD VI gilt eine 18-monatige Überführungsfrist in nationales Recht. Für die Regelungen zum Marktrisiko / Handelsbuch ist mit Blick auf die internationale Konkurrenz ein späteres Inkrafttreten geplant. Dies fußt auf Art. 461 CRR III, nach dem die EU-Kommission befugt ist, beim Marktrisiko für bis zu drei Jahre Entlastungsmaßnahmen anzuwenden, um international gleiche Wettbewerbsbedingungen herzustellen.

06 (Zu) freundliches Credit-Umfeld in den letzten Monaten

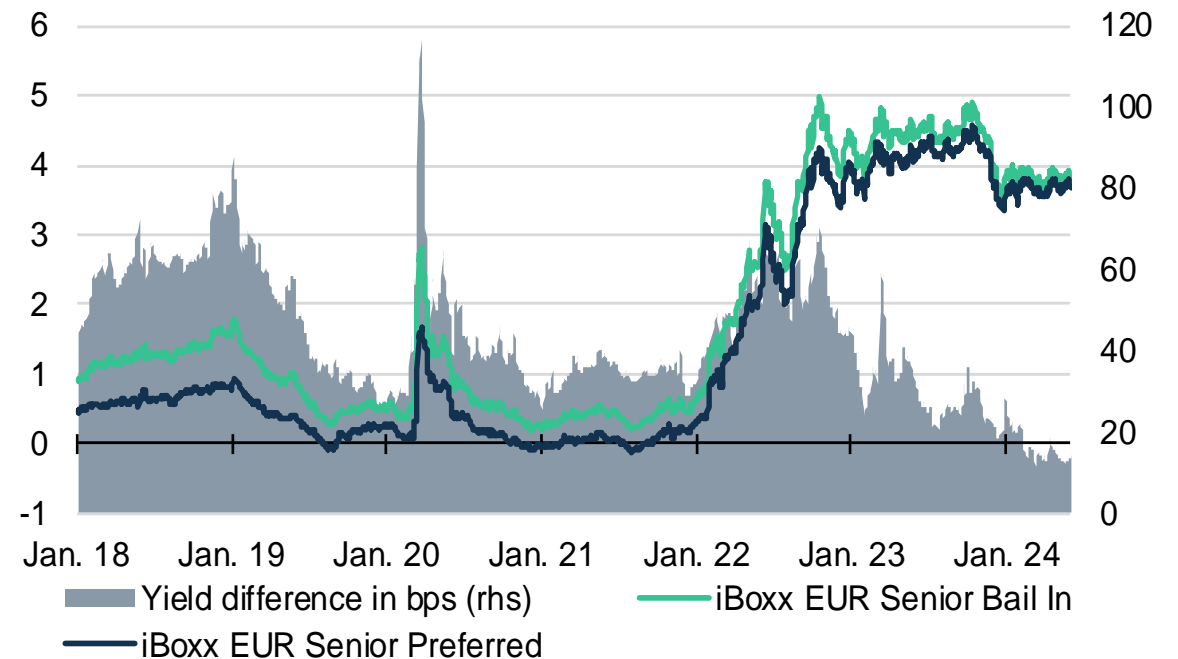
Min. / Max. / Aktueller Spread versch. Länderindizes in bps seit Beginn 2024



iBoxx EUR Banks Senior Indices min. / max. / current spread in bps

- Trotz erwarteter leichter Verschlechterung der Fundamentaldaten liegen derzeit die Spreads am unteren Ende der diesjährigen Bandbreite. Investoren sahen vermehrt Chancen denn Risiken, wie sich an der gesunkenen Rendite-Differenz zwischen Non-Preferred- und Preferred-Anleihen zeigt.

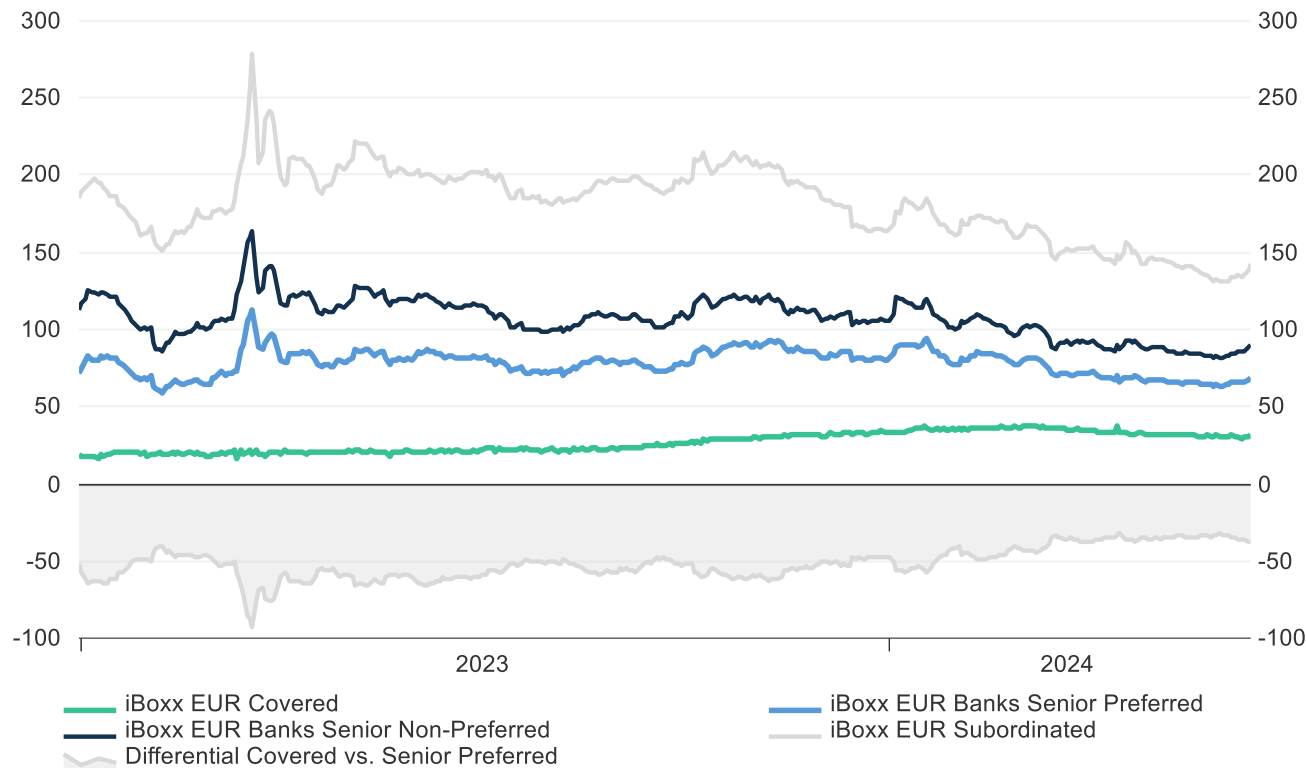
Rendite Senior-Bankanleihen in % sowie Renditedifferenz in bps



Quelle: LSEG, Bloomberg, Markit iBoxx, LBBW Research. Der iBoxx EUR Banks Senior Index enthält sowohl SP- als auch SNP-Papiere.

06 Vorläufiges Ende der Spread-Einengungen am Senior-Markt wahrscheinlich

Entwicklung verschiedener Financials Indizes in bps



- Senior Bank-Bonds zeigen seit Jahresanfang Spread-Einengungen von 15 bzw. 20 Basispunkten auf Indexebene für Preferred- bzw. Non-Preferred-Anleihen.
- Seit Ende Mai hat der Wind gedreht und dem Markt seitdem leichte Spread-Ausweitungen beschert. Dies ging einher mit einer rückläufigen Dynamik in den Orderbüchern von Neuemissionen.
- Der Spread-Abstand von Preferred-Anleihen zu Covered Bonds sank bis Ende Mai auf ein langjähriges Minimum von nur noch rund 35 Basispunkten.
- Damit ist die Luft für weiter sinkende Risikoprämien begrenzt - auch wenn wir für die kommenden Monate von einem geringeren Primärmarkt-Angebot ausgehen. Ferner ist ein möglicher Rückenwind durch evtl. Rating-Heraufstufungen im 2. Halbjahr 2024 nicht absehbar.
- Kurzum: Wahrscheinlicher sind aus unserer Sicht vielmehr stabile bis leicht höhere Spreads bei unbesicherten Bankanleihen.

Hinweis

Bereit für Neues

LBBW

Outlook zweites Halbjahr 2024

Financials – Die Zinswelle ebbt ab

Christian Götz, CEFA
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-74470
christian.goetz@LBBW.de

Rodger Rinke
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-46860
rodger.rinke@LBBW.de

Julian Hoffmann
julian.hoffmann@LBBW.de

Juni 2024
Erstellt am: 14.06.2024 10:27

Erstmalige Weitergabe: 14.06.2024 10:36

Den kompletten Financials Outlook finden Sie im LBBW Markets Portal unter www.lbbw-markets.de

04

Bankenmarkt Baltikum: starke KPIs dank Oligopol

Carl Sattler
Senior Investment Analyst
Tel: +49(711)127-42114
carl.sattler@lbbw.de

Das Baltikum: Kennzahlen einer aufstrebenden Region

Bevölkerung (2023):

Estland: 1,37 Mio.

Litauen: 2,86 Mio.

Lettland: 1,88 Mio.

EU27: 448,4 Mio.

EU-Beitritt:

1. Mai 2004

Euro-Einführung:

Estland: 1. Januar 2011

Lettland: 1. Januar 2014

Litauen: 1. Januar 2015

BIP pro Kopf (2023):

Estland: 27.590 EUR

Litauen: 25.070 EUR

Lettland: 21.440 EUR

EU27-Schnitt: 37.610 EUR

BIP-Wachstum (2012-23):

Estland: 104,1%

Litauen: 124,2%

Lettland 97,2%

EU27-Schnitt: +45,9%

Arbeitslosigkeit (2023):

Estland: 6,4%

Litauen: 6,9%

Lettland: 6,5%

EU27-Schnitt: 6,1%

Oligopolistische Struktur in allen drei Bankenmärkten

Die größten Banken

Per 31.12.2023

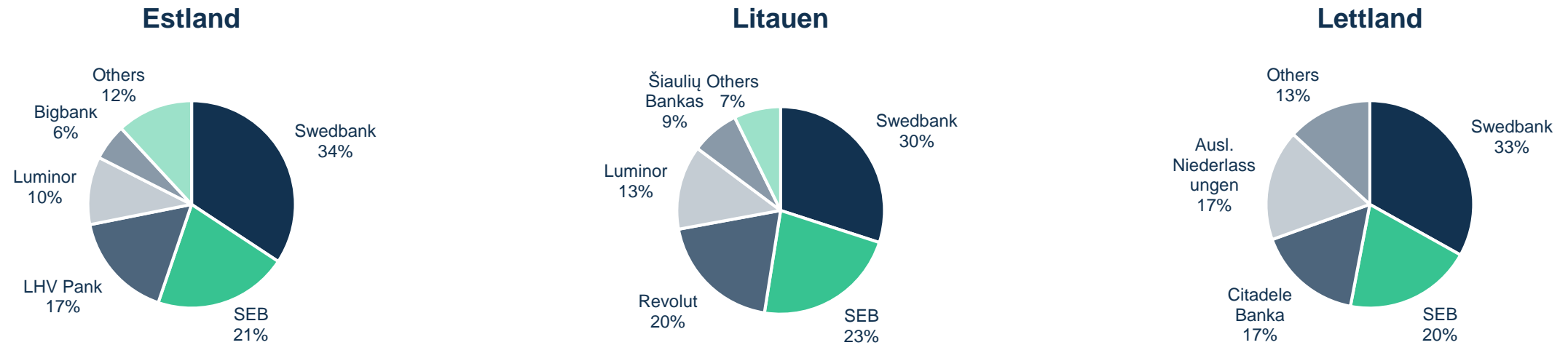
	Bilanzsumme in Mrd. EUR
Swedbank Baltics	43,2
SEB Baltics	28,1
Luminor Holding	15,5
Revolut EEA Group	12,1
LHV Group	7,1
AS Citadele banka	4,9
Šiaulių bankas Group	4,8
Bigbank AS	2,3
Total assets Baltics	131,1

- Die beiden schwedischen Banken Swedbank und SEB dominieren die Bankenmärkte in Estland, Litauen und Lettland.
- Hinzu kommen weitere lokal ansässige Institute sowie das weltweit aktive Fintech/Neobank Revolut.
- Die Bilanzsummen verteilen sich dabei ungefähr proportional zu Bruttoinlandsprodukt und Bevölkerung:
 - 41,3 Mrd. EUR auf Estland
 - 61,7 Mrd. EUR auf Litauen
 - 28,1 Mrd. EUR auf Lettland

Wenige Institute beherrschen den baltischen Bankenmarkt

Banken in den baltischen Staaten: Marktanteile nach Bilanzsumme

Per 31.12.2023



- Das Bankgeschäft in den baltischen Staaten ist eine ertragreiche Geschäftsregion für nordische Banken, insbesondere Swedbank und SEB.
- Beide Institute besitzen hohe Marktanteile von mindestens 20%. Unter anderem deshalb entfällt z.B. ein Fünftel von Swedbanks Gewinn auf Estland, Litauen und Lettland.

Baltische Banken mit hervorragenden KPIs (Q4/2023)

Return on Equity (RoE):

Ø 22,1%

Estland: 20,1%
Litauen: 22,9%
Lettland: 23,2%

EU Schnitt: 10,3%

CET1-Quote (fully loaded):

Ø 20,20%

Estland: 22,1%
Litauen: 18,1%
Lettland: 20,4%

EU Schnitt: 15,9%

Cost-Income-Ratio (CIR):

Ø 38,2%

Estland: 37,9%
Litauen: 42,0%
Lettland: 34,8%

EU Schnitt: 56,0%

Liquidität (LCR / NSFR)

Ø 238%/160%

Estland: 182% / 145%
Litauen: 343% / 201%
Lettland: 189% / 160%

EU Schnitt: 167%/127%

NPL-Quote:

Ø 0,6%

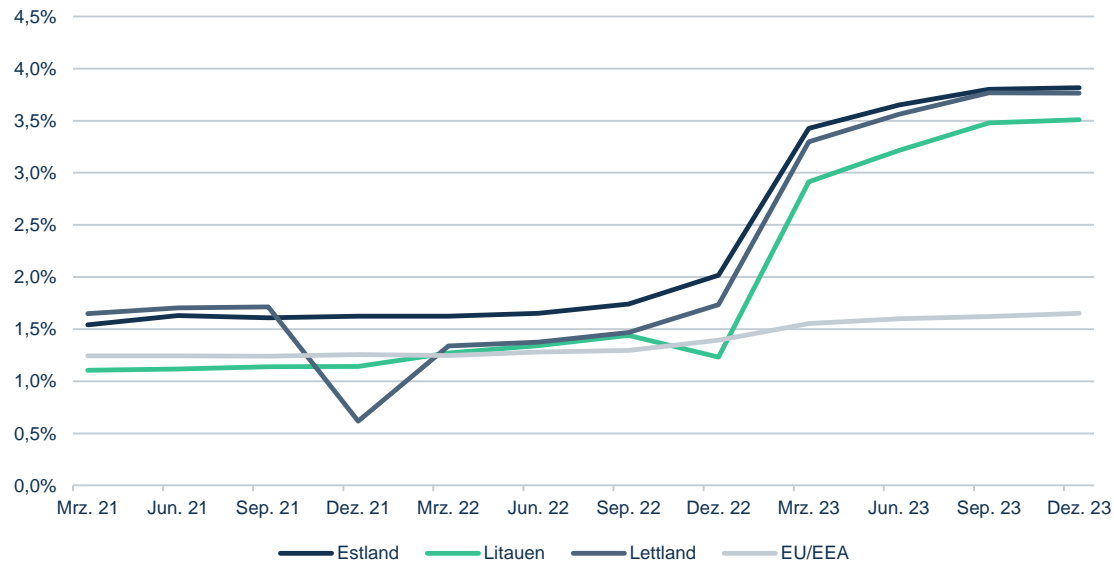
Estland: 0,7%
Litauen: 0,6%
Lettland: 0,4%

EU Schnitt: 1,9%

Zinsmarge und Rentabilität profitieren deutlich von der Leitzinswende

Entwicklung der Zinsmarge

Q1/2021 bis Q4/2023

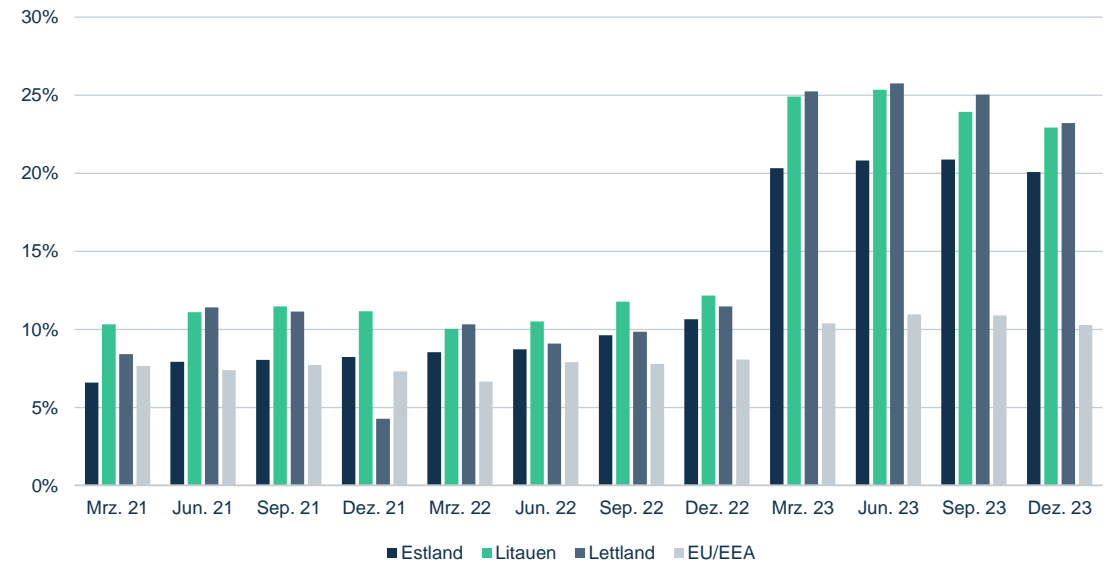


- Estland und Litauen wiesen bereits vor der Leitzinswende eine überdurchschnittliche Zinsmarge auf.
- Die vorherrschenden variablen Zinssätze konnten im Zuge der Zinserhöhungen zeitnah angehoben werden, während die Zinsen auf Depositen deutlich langsamer ansteigen.

Quelle: EBA Risk Dashboard, LBBW Research

Eigenkapitalrentabilität (RoE)

Q1/2021 bis Q4/2023

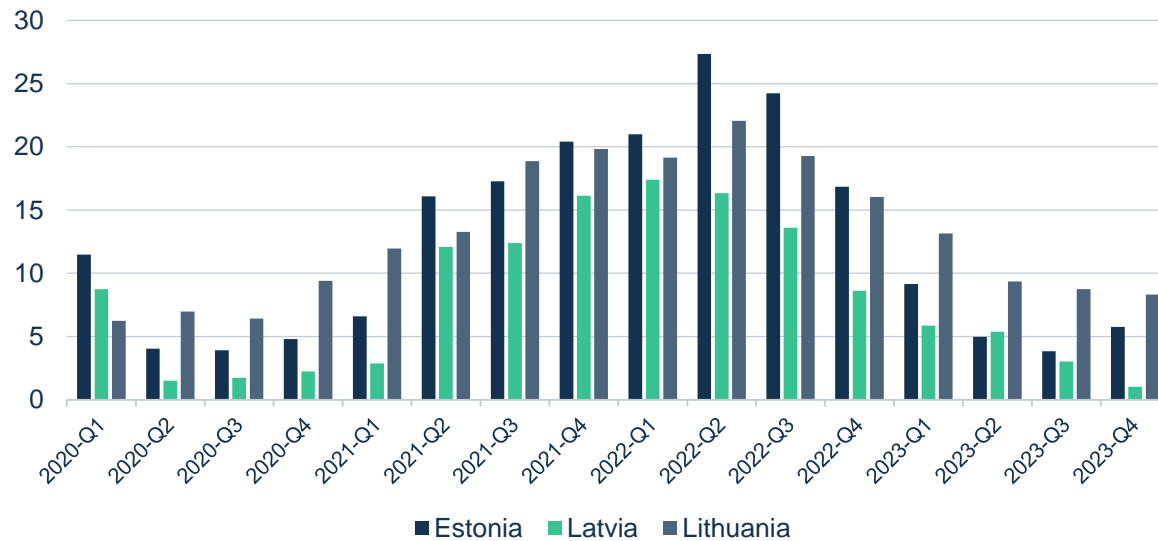


- Die höhere Zinsmarge wirkte sich unmittelbar positiv auf die Rentabilität aus. Dies führt dazu, dass der Return on Equity der Banken in allen drei baltischen Staaten den EU-Durchschnitt aktuell ungefähr um das Doppelte übertrifft.
- Der Zenit dürfte aufgrund der Zinssenkungen und des zunehmenden Wettbewerbs um Einlagen allerdings erreicht sein.

Immobilienmarkt mit deutlichen Preisanstiegen

Veränderung der Immobilienpreise (y-o-y)

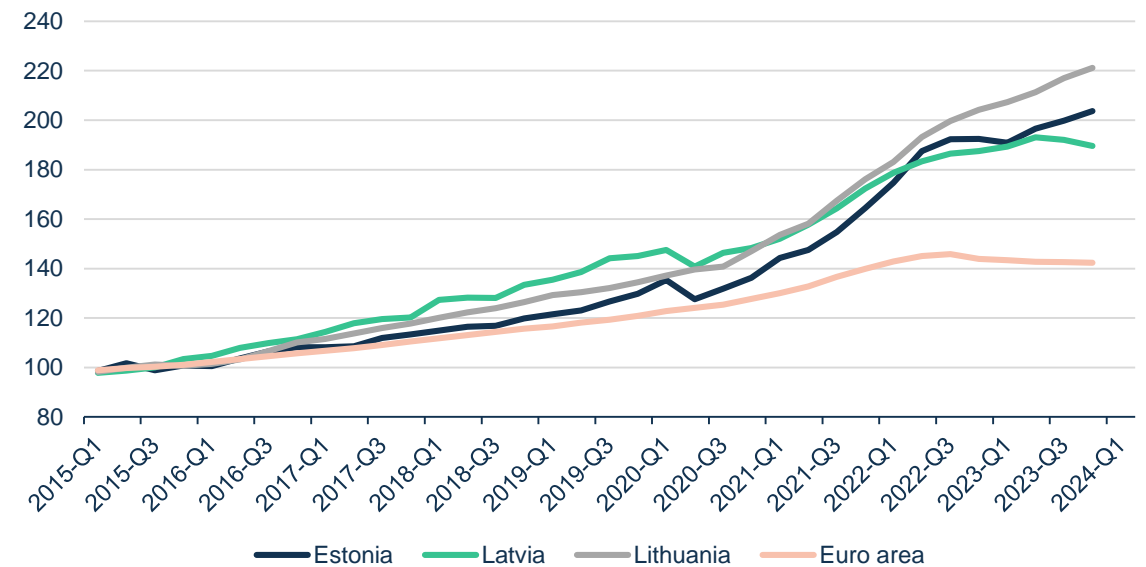
Q1/2020 bis Q4/2023, in %



- Die Immobilienmärkte der baltischen Staaten erlebten im Zuge der überschüssigen Liquidität und der Niedrigzinsen ab 2021 einen regelrechten Boom.
- Am stärksten fielen die Preisanstiege in Estland aus, gefolgt von Litauen und Lettland.

Indexierte Entwicklung der Immobilienpreise

Q1/2015 bis Q4/2023

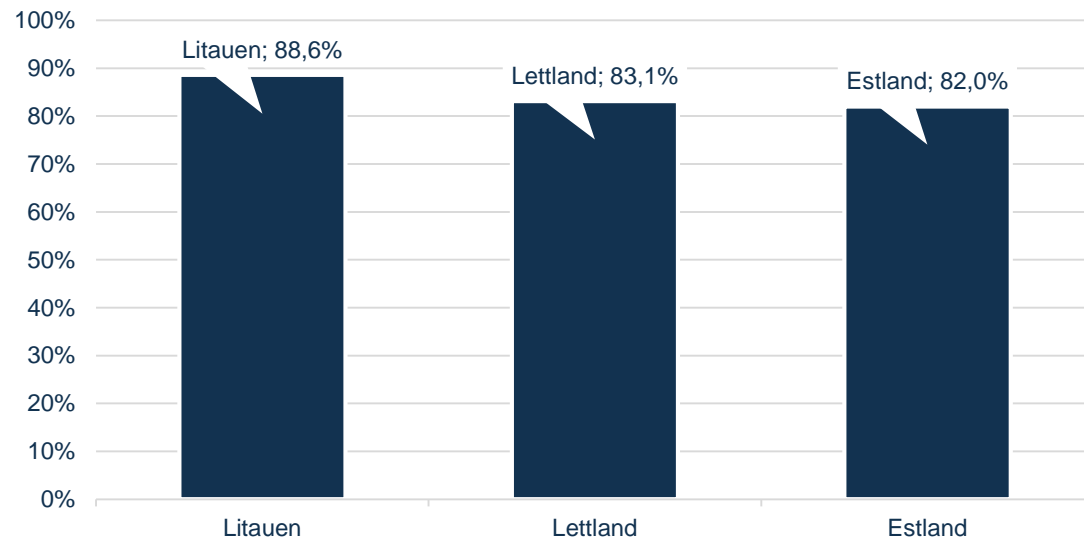


- Im Zuge der gestiegenen (Hypotheken-)Zinsen flachten die Preisanstiege spürbar ab, zuletzt kam es in Lettland bei quartalsweiser Betrachtung auch zu leichten Preisrückgängen.
- Insgesamt profitieren die Immobilienpreise aber von der starken Wirtschaftsentwicklung sowie dem robusten Arbeitsmarkt.

Immobilienmarkt mit hoher Eigentümerquote und niedriger Haushaltsverschuldung

Wohneigentumsquote

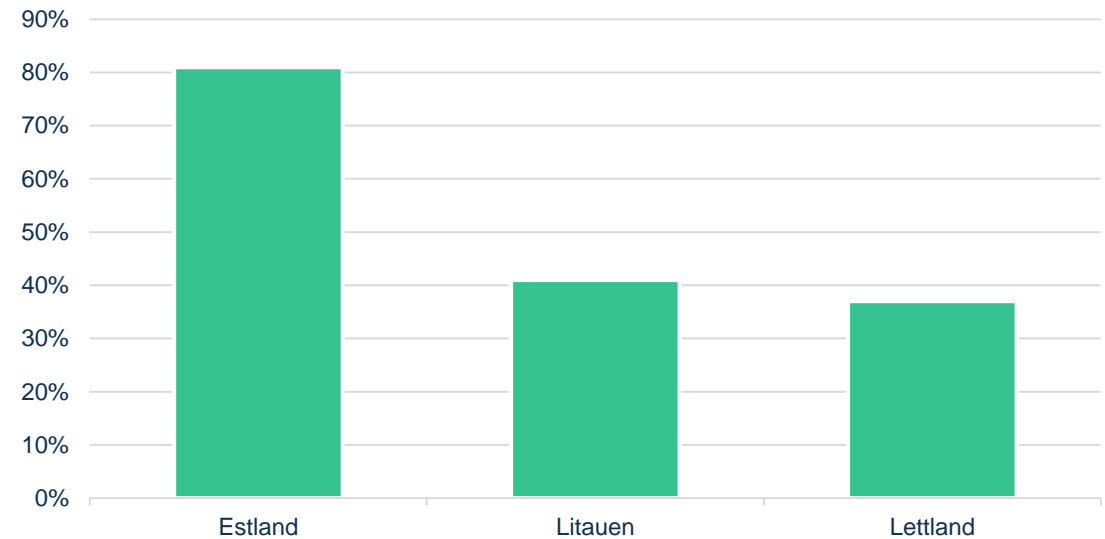
2022



- Der Anteil von Hauseigentümern ist in CEE und insbesondere in den baltischen Staaten sehr hoch (EU27-Durchschnitt: 69,1%).
- Nach dem Zerfall der Sowjetunion wurden die in Staatsbesitz befindlichen Immobilien zügig privatisiert und häufig an die Bewohner verkauft.

Debt-to-Income-Ratio der Haushalte

2022

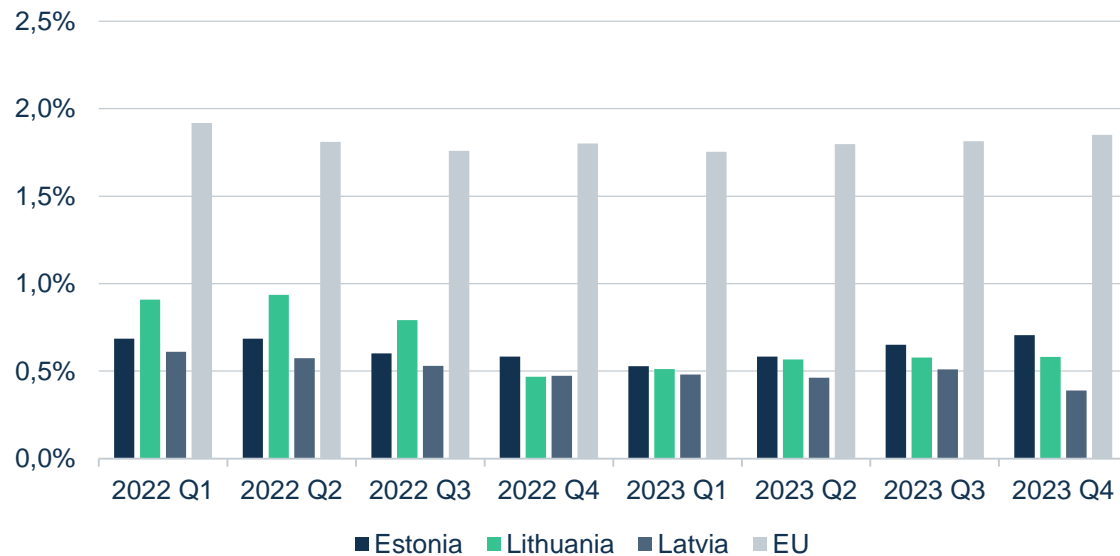


- Die Haushaltsverschuldung gemessen am Einkommen ist in allen drei Baltischen Staaten unterdurchschnittlich.
- Gerade die Nordeuropäischen Nachbarstaaten weisen hier Werte zwischen 150% bis 250% auf. Eine hohe Haushaltsverschuldung erhöht insb. in Krisenzeiten die Risiken für die Finanzstabilität.

Assetqualität zeigt sich anhaltend stark, Risikokosten unterdurchschnittlich

NPL-Quote zeigt sich unbeeindruckt

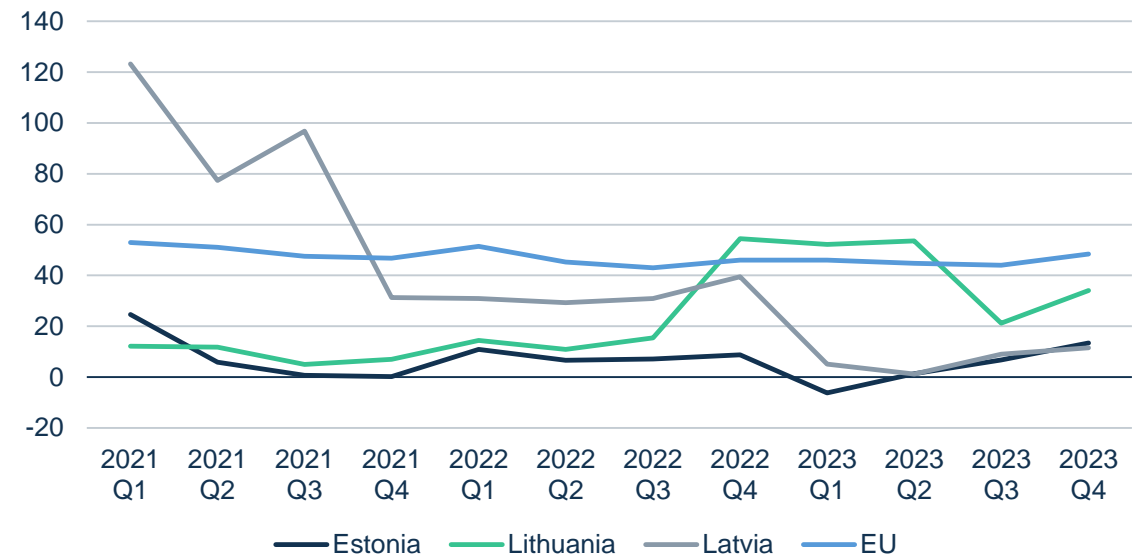
Q1/2022 bis Q4/2024



- Die starke Asset-Qualität zeigt sich an dem sehr niedrigen Anteil an notleidenden Krediten.
- Hier halfen die in den letzten Jahren stetig gestiegenen Immobilienpreise (welche die indexierten Beleihungswerte senken) sowie die positive Wirtschaftsentwicklung.

Risikokosten

in Basispunkten



- Ein ähnliches Bild zeichnet sich auch bei den Risikokosten ab, welche zuletzt unterhalb des EU-Durchschnitts lagen.
- Zudem bilden die hervorragende Rentabilität sowie die starke Kapitalausstattung der Institute einen weiteren Puffer, um potenziell steigende Risikokosten problemlos abzufedern.

Zusammenfassung



Die baltischen Banken arbeiten dank der **oligopolistischen Struktur des Bankenmarktes höchst profitabel**. Die Leitzins-erhöhungen führten zu einem zusätzlichen Ertragsboom, dieser ebbt im Zuge der ersten EZB-Zinssenkungen sowie des zunehmenden Wettbewerbs im Einlagengeschäft jedoch ab. Die Rentabilität dürfte aber weiterhin überdurchschnittlich bleiben.



Die Kreditausfälle zeigen sich trotz der seit 2022 massiv gestiegenen Finanzierungskosten stabil. Die NPL-Ratio erreicht einen der niedrigsten Werte in Europa, auch die Risikovorsorge lag zumeist unterhalb des EU-Durchschnitts. Wir erwarten keine deutliche **Verschlechterung der Asset-Qualität**, hier dürfte auch der robuste Arbeitsmarkt helfen.



Darüber hinaus verfügen die baltischen Banken über eine **überdurchschnittliche Kapital- und Liquiditätsausstattung**. Sowohl die CET1-Quote als auch LCR und NSFR liegen deutlich oberhalb des EU-Durchschnitts, zudem besteht die Möglichkeit die Kennzahlen aufgrund der hohen Rentabilität aus eigener Kraft weiter zu stärken.



Die **oligopolistische Struktur ist ein deutlicher Vorteil für die ansässigen Banken**. Allerdings könnte der Markteintritt von weiteren Mitbewerbern sowie Fintechs die Margen, insbesondere die Zinsmarge, unter Druck setzen.



Unsere Schlussfolgerung: Die baltischen Banken glänzen dank ihrer starken Marktstellung mit im europäischen Vergleich hervorragenden Kennzahlen. Die hohe Rentabilität resultiert in der starken Kapitalbasis und den überdurchschnittlichen Liquiditätskennzahlen. Dank der starken wirtschaftlichen Entwicklung in den vergangenen Jahren legten die Immobilienpreise deutlich zu, auch der Zinsanstieg konnte diese Entwicklung nur verlangsamen. Unter anderem deshalb weisen die baltischen Institute eine der niedrigsten NPL-Ratios in Europa aus.

LBBW-Prognosen

(keine Änderungen seit Kapitalmarktkompass Juni)

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

Zinsen und Spreads				
in %	aktuell	30.09.24	31.12.24	30.06.25
EZB Einlagesatz	3,75	3,50	3,25	2,75
Bund 10 Jahre	2,34	2,20	2,30	2,40
Fed Funds	5,50	5,25	5,00	4,75
Treasury 10 Jahre	4,21	4,20	4,50	4,80
BBB Bundspread (in Bp.)	135	125	120	110

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.24	31.12.24	30.06.25
DAX	18 002	18 000	19 000	20 000
Euro Stoxx 50	4 839	4 800	5 100	5 200
S&P 500	5 432	5 100	5 400	5 500
Nikkei 225	38 815	38 000	40 000	40 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.24	31.12.24	30.06.25
US-Dollar je Euro	1,07	1,06	1,03	1,00
Franken je Euro	0,95	1,00	1,00	1,00
Pfund je Euro	0,84	0,82	0,82	0,82
Gold (USD/Feinunze)	2 332	2 200	2 100	2 100
Öl (Brent - USD/Barrel)	83	85	80	80

+ Angehoben
- Gesenkt

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Termine:

- Dienstag, 02.07.2024
- Dienstag, 16.07.2024 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.08.2024
- Dienstag, 03.09.2024
- Dienstag, 17.09.2024 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.10.2024
- Dienstag, 15.10.2024 14h – KMK-Update

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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



Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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



Disclaimer

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

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

