



13.04.2021 • Martin Güth, Dr. Jens-Oliver Niklasch, Dr. Thomas Meißner, Frank Klumpp

LBBW
Bereit für Neues

LBBW Kapitalmarktkompass-Update

Deutschland schließt beim Impftempo zu Großbritannien auf

Erstellt am: 13.04.2021 10:02

Corona-Update



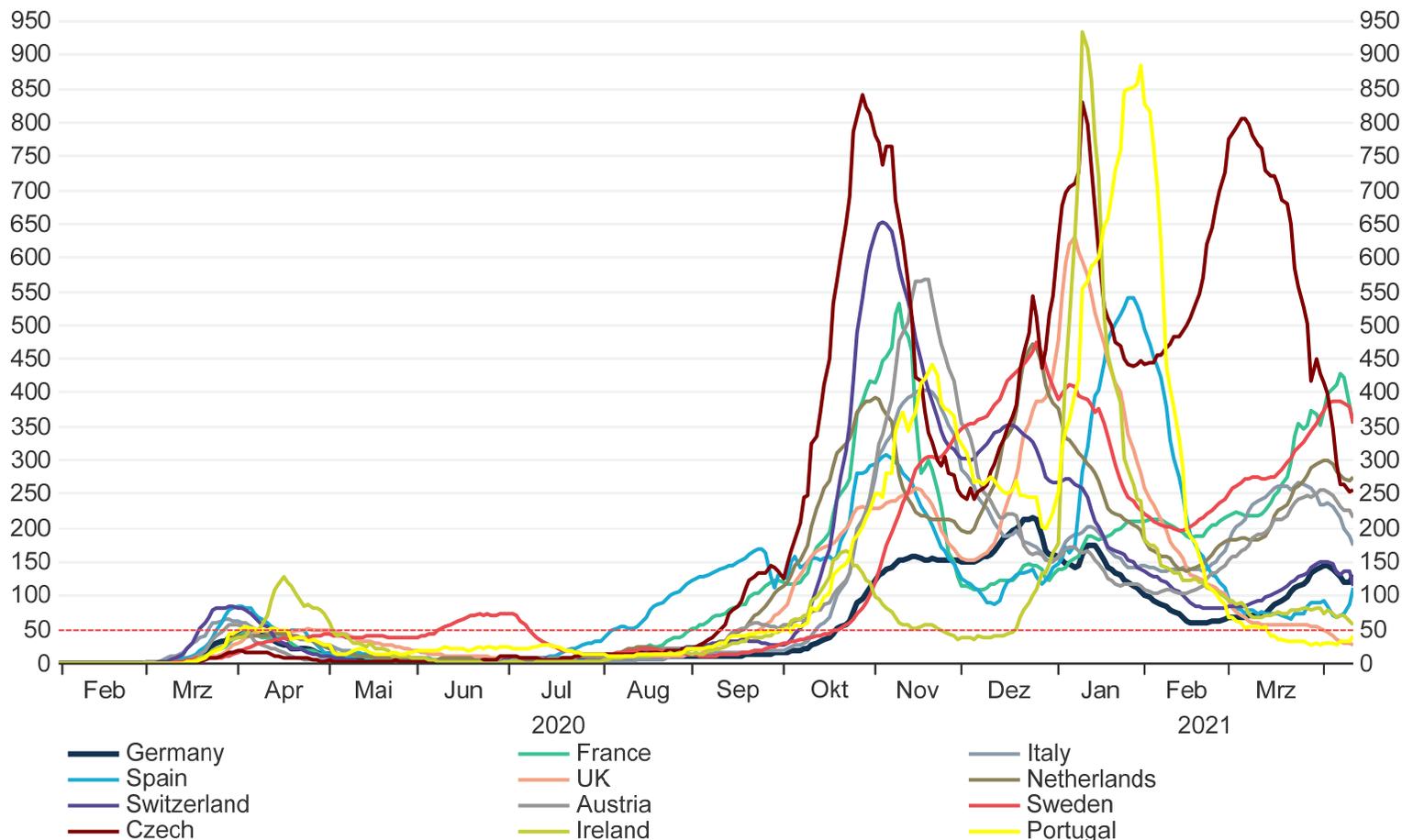
Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Martin Güth, CQF
Senior Economist
Tel: +49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

- Die Neuinfektionszahlen waren in vielen Ländern Europas in den zurückliegenden Wochen leicht rückläufig. Dies dürfte zum wesentlichen Teil durch die Osterfeiertage bedingt sein. In Deutschland scheint der Trend weniger stark anzusteigen wie befürchtet, ist aber nach wie vor aufwärtsgerichtet.
- Das Tempo der Impfungen hat in Deutschland an Fahrt gewonnen. Neben höheren Impfstofflieferungen tragen auch pragmatischere Empfehlungen seitens des RKI und des Bundesgesundheitsministeriums dazu bei.
- Johnson&Johnson hat inzwischen mit Impfstofflieferungen nach Europa begonnen. CureVac hofft weiter auf eine Zulassung in der EU noch im Mai oder Juni. BioNTech/Pfizer haben in den USA eine Notfallzulassung für Jugendliche beantragt.
- Deutschland hat beim Impftempo jüngst mit Großbritannien gleichgezogen. Dies liegt zwar auch an einem nachgelassenen Tempo in UK, aber das deutsche Tempo dürfte bis Anfang Mai weiter deutlich zulegen.
- Unsere Einschätzung, dass alle Impfwilligen in Deutschland bis Juli ein Impfangebot erhalten könnten, sehen wir nach wie vor intakt.
- Bund und Länder ringen derzeit um Beschlüsse und Kompetenzen.

Infektionslage in Europa: Ostertage verzerren die Statistik

Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner
Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



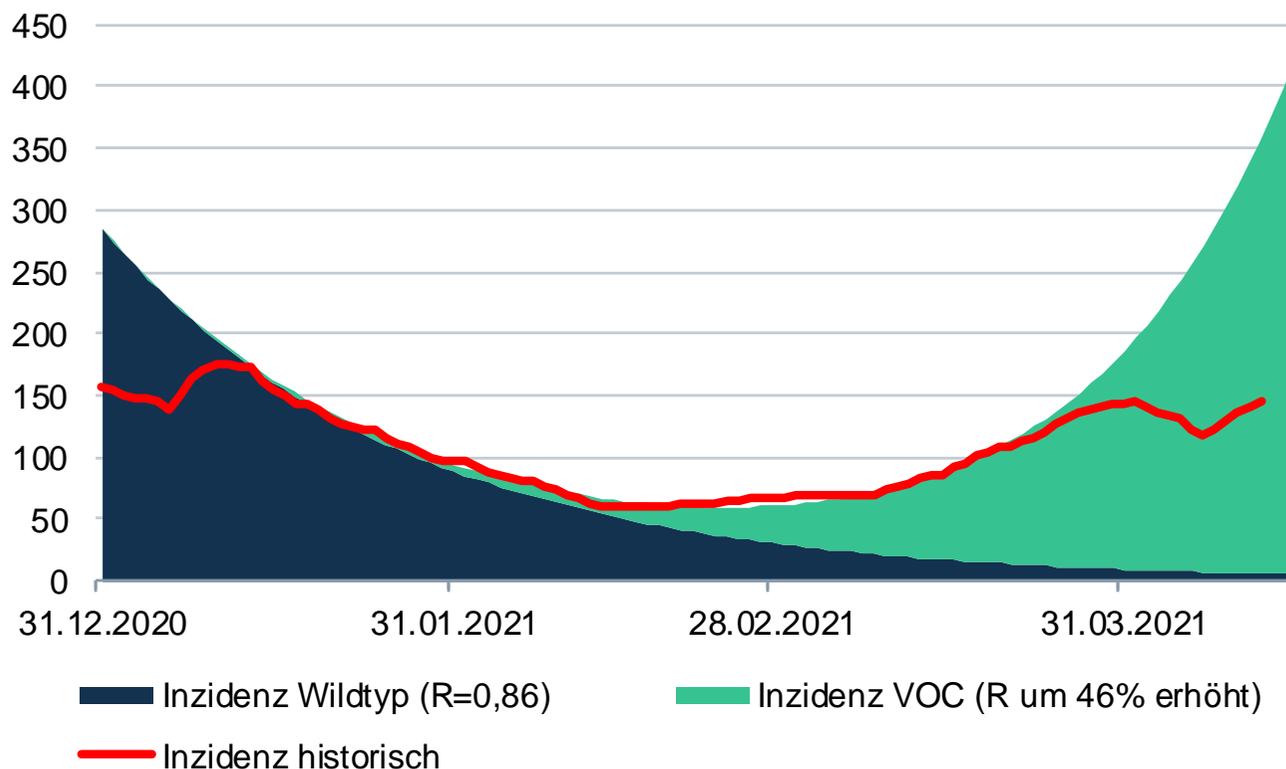
- In vielen Ländern machten die Inzidenzen einen Knick nach unten. Dies dürfte aber vor allem Ostern geschuldet sein.
- Frankreich ist seit Ostern in einem neuen verschärften Lockdown. Die Schulen bleiben für drei Wochen zu (1 Woche Distanzunterricht plus 2 Wochen Frühlingsferien). Spaziergänge und Sport sind max. 10 km von der eigenen Wohnung erlaubt. Zwischen 19 und 6 Uhr gilt für 4 Wochen eine Ausgangssperre.
- Großbritannien lockert wie geplant. Harter bisheriger Lockdown bei gleichzeitig hoher Impfquote muten fast wie eine „No Covid“-Strategie an und stehen im diametralen Gegensatz zur früheren Politik Großbritanniens. In einem Vier-Stufen-Plan sollen in England bis Ende Juni alle Restriktionen enden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Osterfeiertage verzerren die Infektionszahlen, aber das dürfte nicht der einzige Grund für die niedrigeren Zahlen sein

Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner, Simulation

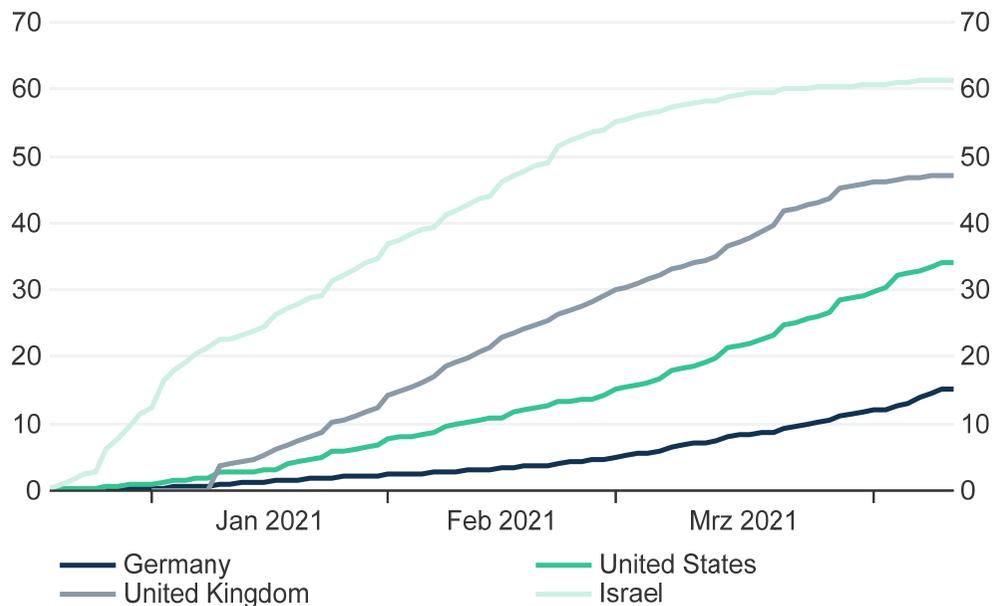
Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



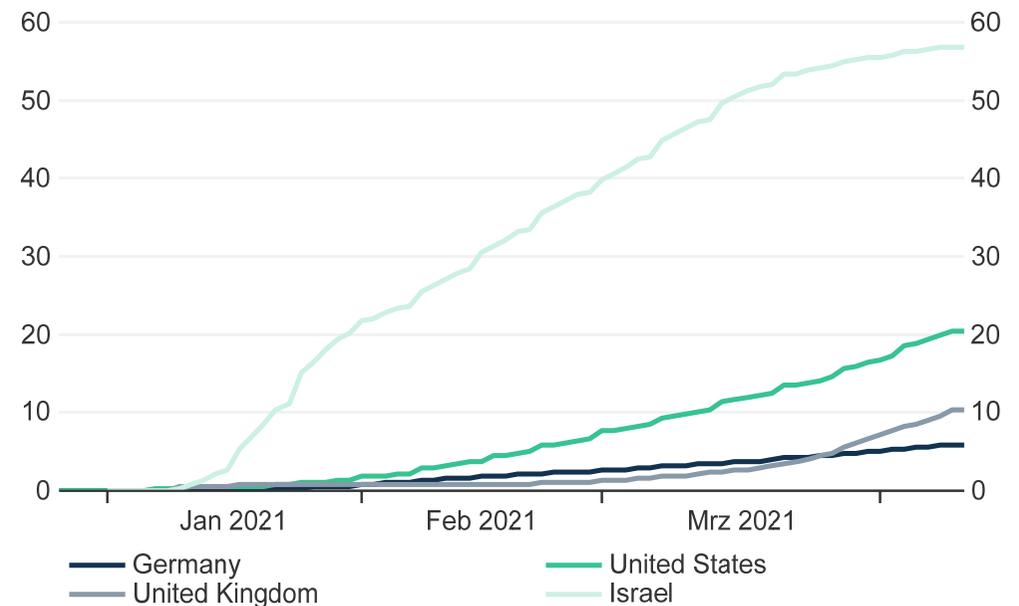
- Nebenstehende Simulation hatten wir in der Vergangenheit bereits häufiger dargestellt.
- Dass die Reproduktionsrate nicht so unveränderlich bleiben würde, wie in der Simulation unterstellt, war u.a. angesichts von Lockerungsschritten und Beginn des Frühlings absehbar.
- Durch die Ostertage blieben nun Arztpraxen geschlossen und nicht alle Testergebnisse wurden sofort gemeldet. Dies verzerrt die Infektionszahlen künstlich nach unten.
- Eine gewisse Divergenz zwischen Infektionszahlen und Simulation manifestierte sich aber bereits vor Ostern.
- Die Feiertage dürften aufgrund von Schulferien und ggf. einem vorsichtigeren Verhalten der Menschen vor Ostern zwecks Oster-Besuchen einen dämpfenden Effekt gehabt haben, der aber ein Einmaleffekt ist.
- Unser Fazit: Die Entwicklung ist „nicht Fisch, nicht Fleisch“. Die Zahlen steigen nicht so stark wie befürchtet, aber der Trend scheint weiterhin aufwärtsgerichtet zu sein.

Impfquote: Bei Erstimpfungen nimmt die Dynamik in Deutschland nun zu

Impfquote (erste Impfung) (in % der Bevölkerung, Tagesdaten)



Impfquote (zweite Impfung)

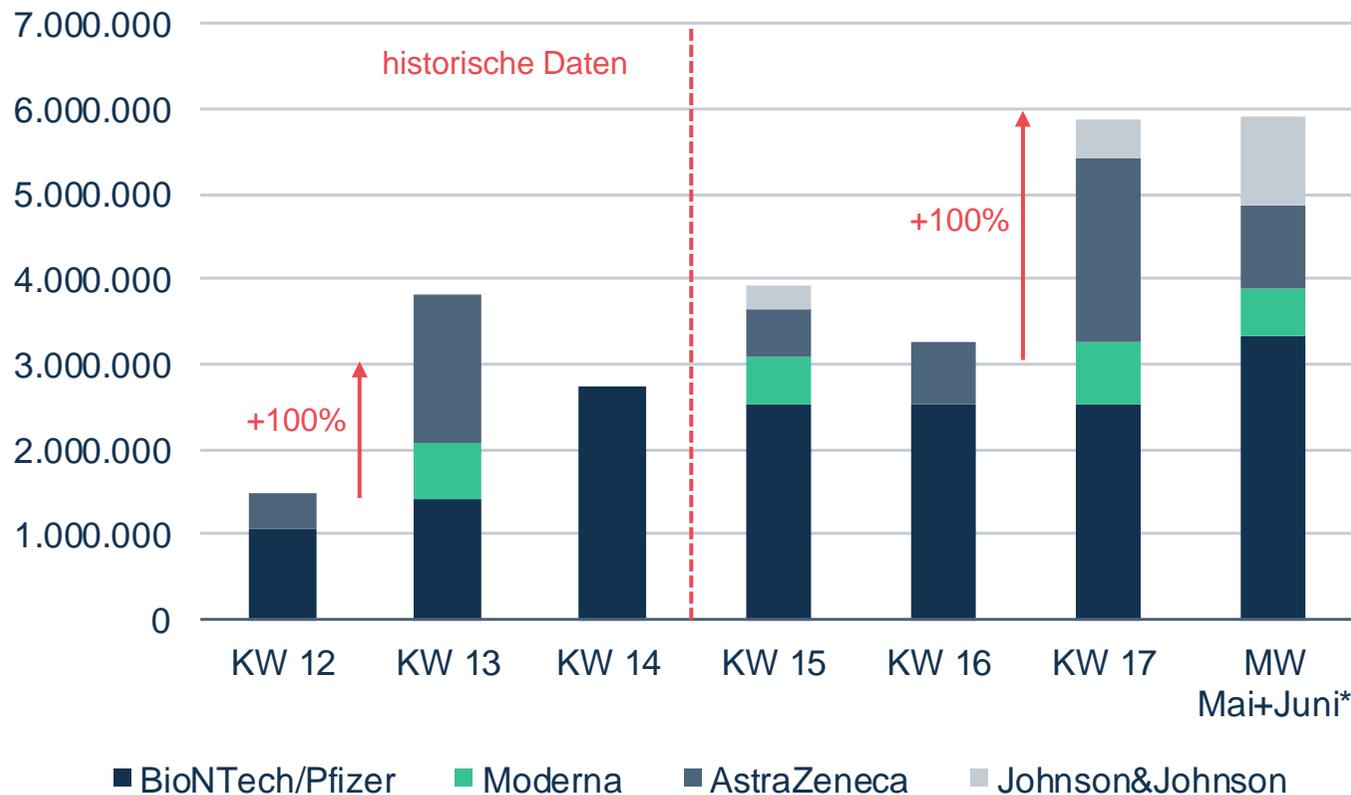


- In Israel liegt die Erstimpfquote bei 61% und steigt inzwischen kaum noch weiter. Auch Zweitimpfungen weit fortgeschritten.
- In den USA soll jeder erwachsene Bürger ab dem 19. April die Möglichkeit einer Impfung bekommen, d.h. Priorisierungen werden nicht mehr vorgenommen. Das Impftempo soll weiter gesteigert werden. In Großbritannien dürfte das Tempo dagegen vorerst nachlassen.
- In Deutschland steigt das Tempo nun. Dies liegt an höheren Impfstofflieferungen (vgl. folgende Seiten). Aber auch der Umstand, dass das Bundesgesundheitsministerium seit dem 24. März empfiehlt, das Zurückhalten von Impfdosen für die Zweitimpfungen auf ein Minimum zu reduzieren sowie die am 1. April überarbeitete Impfempfehlung der STIKO, gemäß der nun auch bei den mRNA-Impfstoffen der maximal zugelassene Abstand zwischen Erst- und Zweitimpfung ausgereizt werden soll, tragen zu einer Beschleunigung der Erstimpfungen bei.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: Vervielfachung der Impfstofflieferungen weiter im Plan – CureVac zeigt sich optimistisch

Wöchentliche Impfstofflieferungen für Deutschland



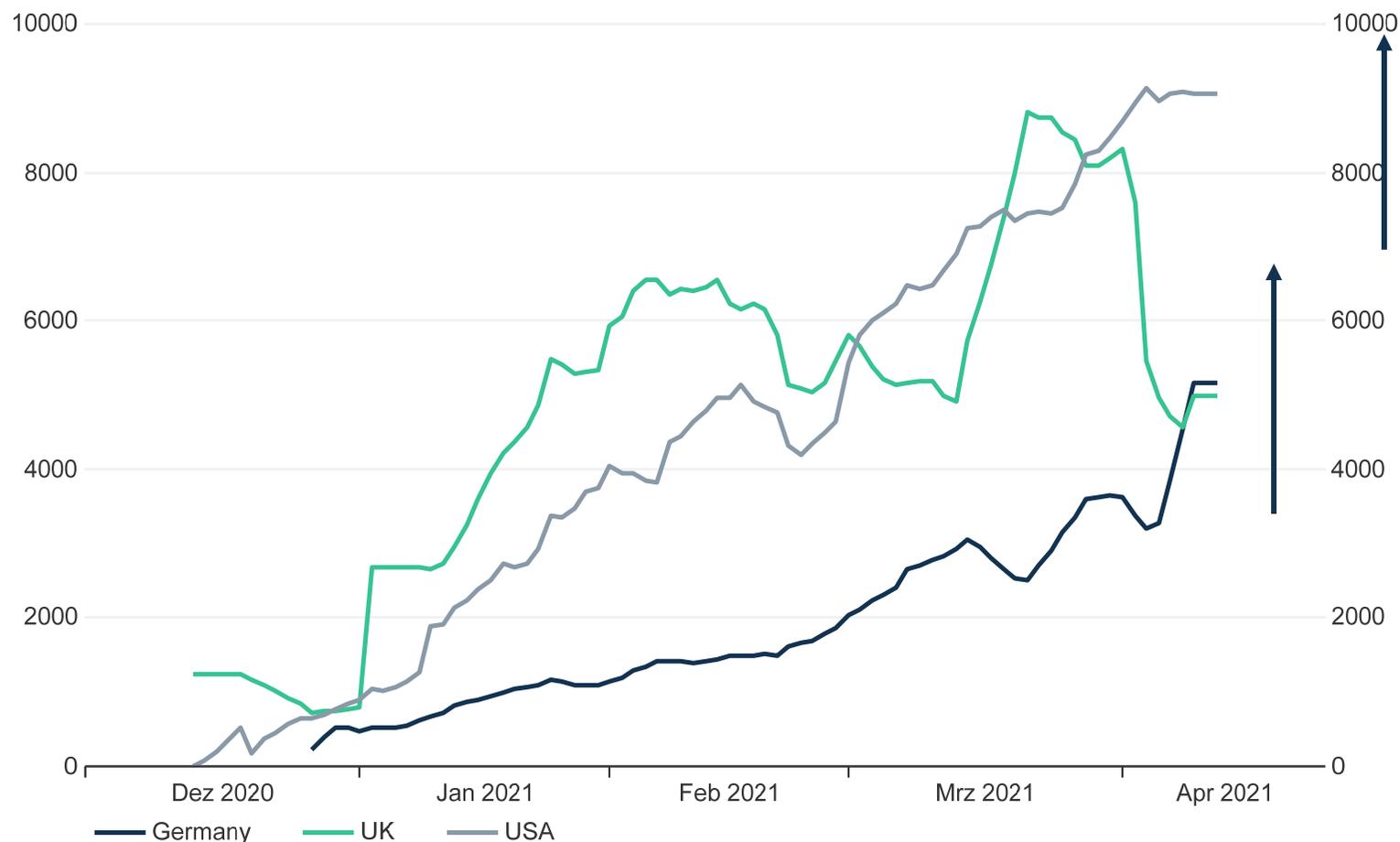
- Bzgl. der erwarteten Lieferungen wurden zuletzt keine größeren Änderungen gemeldet, wenngleich es immer wieder Berichte bzgl. Lieferverzögerungen seitens Moderna, AstraZeneca und Johnson&Johnson gab. Letzteres Unternehmen musste jüngst 15 Mio. Impfdosen aufgrund einer Kontamination vernichten.
- In Europa geht die EMA derzeit Hinweisen nach, ob es auch beim Impfstoff von Johnson&Johnson zu häufigeren Thrombosen im Zusammenhang mit der Impfung kommt.
- BioNTech/Pfizer haben in den USA eine Notfallzulassung ihres Impfstoffs für 12- bis 15-Jährige beantragt.
- CureVac hofft auf eine EU-Zulassung noch im Mai oder Juni und plant 2021 mit einer Produktion von 300 Mio. Dosen. Deutschland könnte davon 24,5 Mio. Dosen erhalten, davon 1,4 Mio. in Q2.

* Mittelwert der wöchentlichen Lieferungen, eigene Schätzung
 Für Moderna haben wir für KW 15 den Mittelwert der vom BMG angegebenen Bandbreite unterstellt. Von Johnson&Johnson werden im Mai 2,3 Mio. und im Juni 7,1 Mio. Impfdosen erwartet (Stand: 28. März).

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit, impfdashboard.de, tagesschau.de, LBBW Research

Impfgeschwindigkeit nimmt zu, und zwar deutlich

Anzahl Impfungen pro Tag pro 1 Million Einwohner geglättet über 7 Tage



- Die Daten zu den Impfstofflieferungen werden ständig aktualisiert. Nach aktueller Datenlage rechnen wir mit der Lieferung von 15,8 Mio. Impfdosen in der Zeit von KW 14 bis KW 17. Es wird sicherlich einen gewissen Zeitversatz geben, bis diese Impfdosen dann auch verimpft sind. Rein rechnerisch ließen sich mit 15,8 Mio. Dosen in 28 Tagen im Durchschnitt pro Tag 564.000 Impfungen durchführen.
- In der Grafik links würde die Zeitreihe für Deutschland damit auf rund 6.800 Impfungen pro Million Einwohner ansteigen.
- Im Mai und Juni wird im Durchschnitt so viel Impfstoff geliefert, dass davon rund 10.000 Impfungen täglich pro eine Million Einwohner verabreicht werden können.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Wie übersetzen sich die Impfstofflieferungen in Impffortschritte auf der Zeitachse?

Datum, bis zu dem alle Impfwilligen der Priorisierungsgruppen eine Erstimpfung erhalten haben könnten

	Impfquote 85%	Impfquote 70%
Höchste Priorität	Bereits erfolgt	Bereits erfolgt
Hohe Priorität	25.04.2021	25.04.2021
Erhöhte Priorität	09.05.2021	09.05.2021
Übrige Bevölkerung	13.06.2021	30.05.2021

Hinweis: Die hier dargestellten Termine basieren allein auf den erwarteten Impfstofflieferungen und den Impfkapazitäten. Zwischen Impfstofflieferung und Impfung sowie zwischen Impfung und tatsächlichem Impfschutz wird es aber jeweils einen Zeitversatz geben.

*Angaben gemäß Simulationsrechner des Zi zur Covid-19-Impfkampagne auf Basis von Daten bis zum 07.04.2021

Quelle: <https://www.zidatasciencelab.de/cov19vaccsim/>, LBBW Research

13.04.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

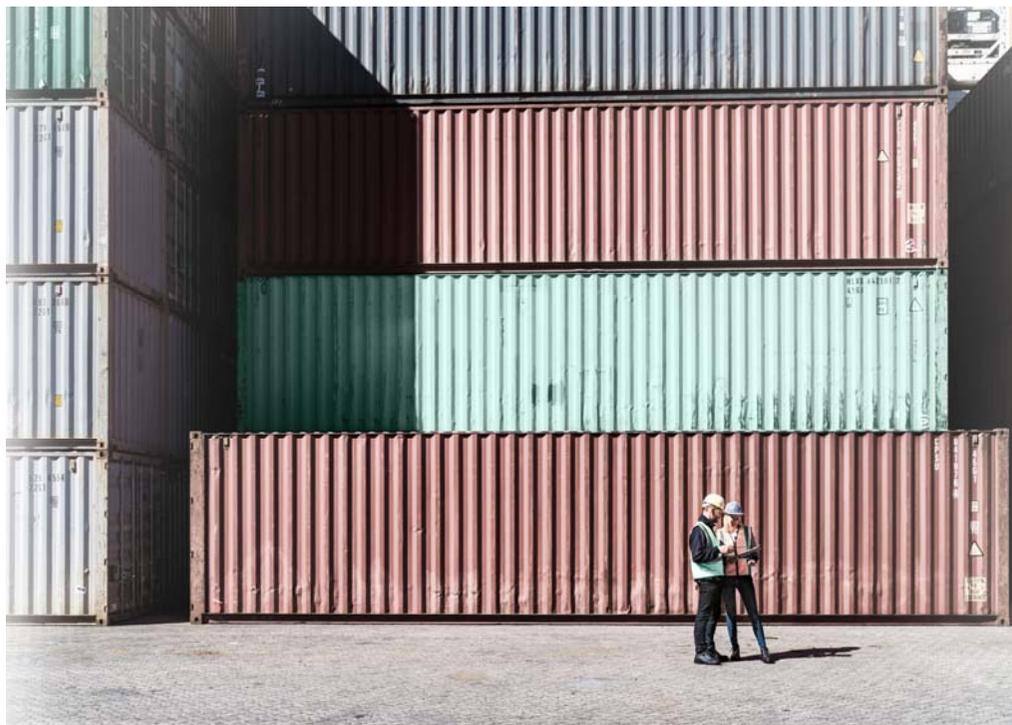
- Unterstellt ist bei dieser Simulation ein linearer Anstieg der Impfstofflieferungen im zweiten Quartal. Im Maximum werden rund 9 Mio. Impfdosen pro Woche geliefert. An Impfstoffen wird hier nur mit den bereits zugelassenen kalkuliert. Alle Impfstoffe werden sofort verimpft.
- Es wird in der Simulation davon ausgegangen, dass die Impfzentren pro Woche 2,25 Mio. Impfungen durchführen können, bei den Arztpraxen sind es 5 Mio.
- Berücksichtigt ist die Bevölkerung in Deutschland ab 18 Jahren.

Bund-Länder-Konferenz: Vorziehen? Verschieben? Absagen?

- Geplant war die nächste Bund-Länder-Konferenz für Montag, 12. April. Armin Laschet hatte sie vorziehen wollen, nun wurde sie gar abgesagt. Die Uneinigkeit der Beteiligten scheint ausgesprochen groß zu sein.
- Verschiedene Seiten fordern einen „harten Lockdown“. Offen bleibt dabei oft, was damit wirklich gemeint ist. Zur Diskussion steht derzeit wohl insbesondere:
 - Testpflicht für Betriebe
 - Nächtliche Ausgangssperren
 - Einschränkungen im Schulbetrieb
 - Stopp von „Modellprojekten“
- Eine Überarbeitung des Infektionsschutzgesetzes soll mehr Entscheidungsgewalt an den Bund übertragen.
- Die durch die Osterfeiertage verzerrten Daten zum Infektionsgeschehen dürften das Treffen von Entscheidungen zu neuerlichen Eindämmungsmaßnahmen zusätzlich erschweren.

=> Die Entscheidungsprozesse sind derzeit in vollem Gange. Die aktuellen Diskussionen deuten u.E. aber auf keine massiven zusätzlichen Belastungen der Wirtschaft hin. Landkreise, deren Inzidenz um die Marke von 100 pendelt, könnten einen Jojo-Lockdown erleben.

Makro



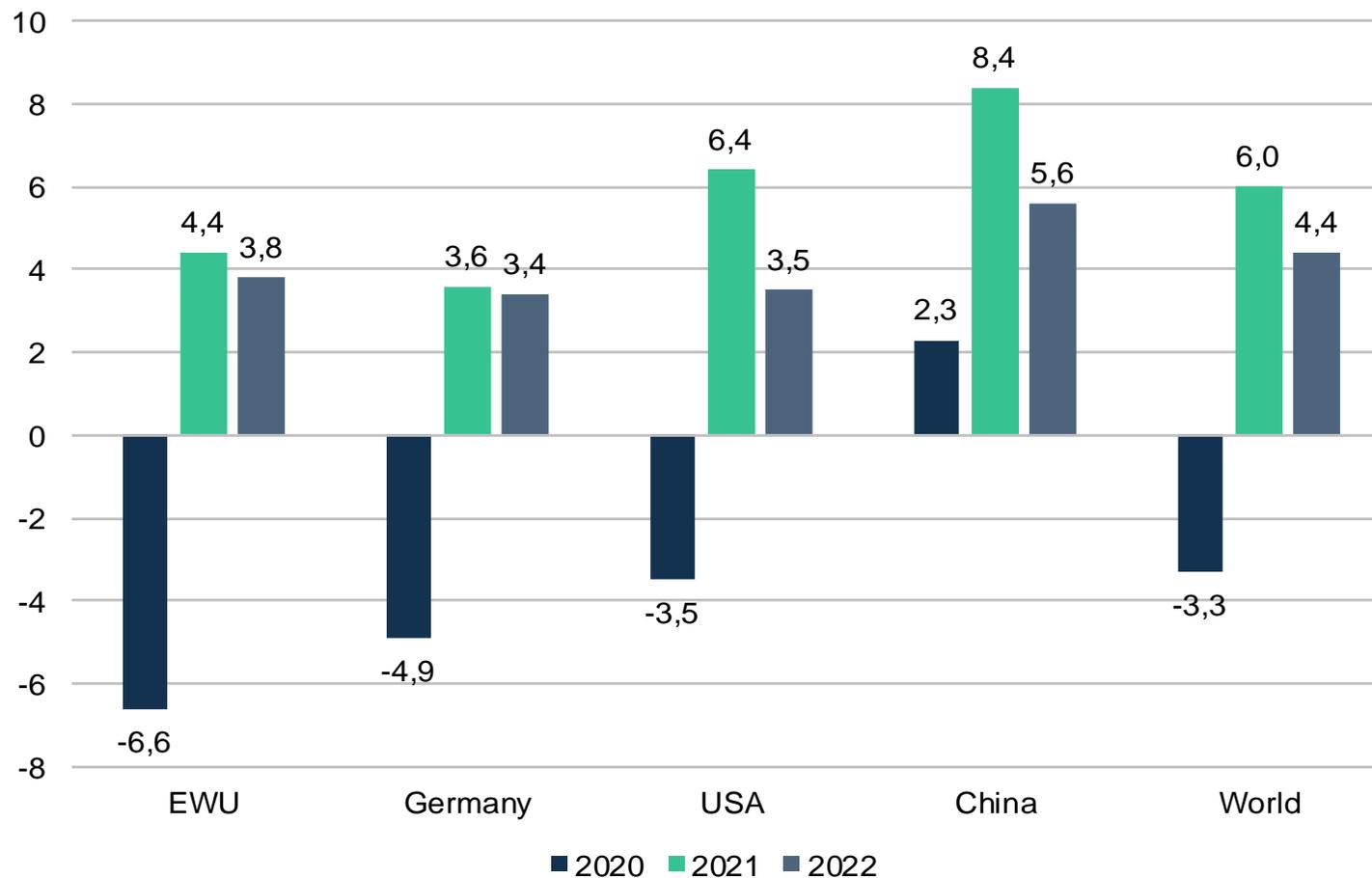
- IWF: BIP-Prognosen teils deutlich angehoben
- Staatsschulden auf dem Hoch, Zinsen auf dem Tief
- Eine „resiliente post-pandemische Welt“?

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

IWF: BIP-Prognosen teils deutlich angehoben

Neue BIP-Prognosen des IWF

(Veränderung zum Vorjahr in %)

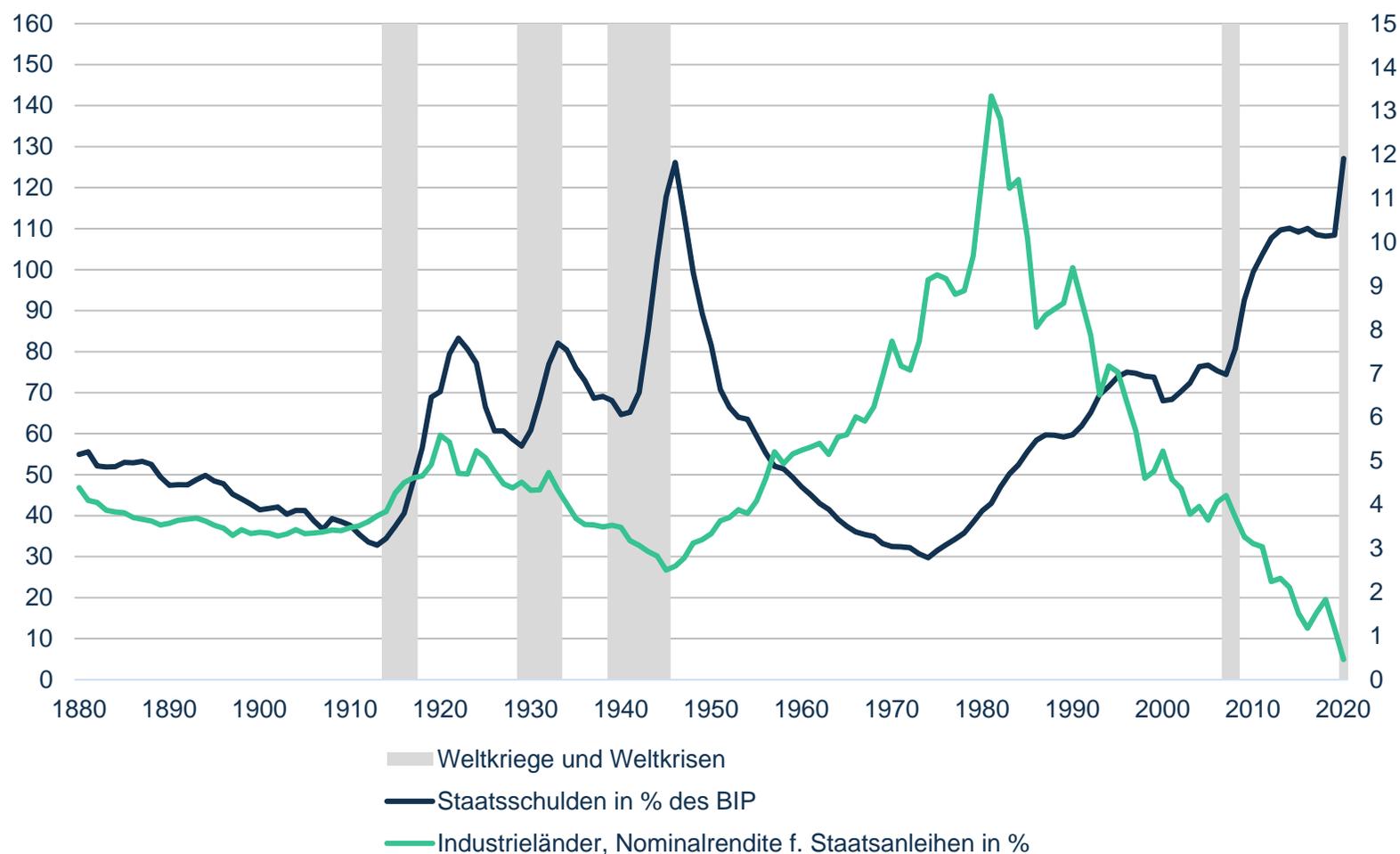


- Für die USA gab es gegenüber der Prognose vom Januar einen Aufschlag um 1,3 bzw. 1,0 Prozentpunkte für 2021 bzw. 2022,
- Für die anderen hier aufgeführten Wirtschafts-räume gab es Prognose-anhebungen um wenige Zehntelprozentpunkte.
- Der IWF stützt seine optimistische Sicht dabei insbesondere auf eine erfolgreiche Impfkampagne.
- Zu den Nachwirkungen der Pandemie gehört indes ein deutlicher Anstieg der Staatverschuldung, der jedoch angesichts der niedrigen Zinsen aktuell tragfähig ist.

Quelle: IWF, LBBW Research

Staatsschulden auf dem Hoch, Zinsen auf dem Tief

Staatliche Schuldenquoten und Renditen (Jahreswerte, alle Werte für Advanced Economies)



- Corona-Pandemie hat die Schulden (nochmal) explodieren lassen.
- Schulden sind hoch, aber Tragfähigkeit angesichts niedriger Renditen gegeben.
- Inflation ist global nach Angaben des IMF „contained in most countries“.

Quelle: IWF, LBBW Research.

Eine „resiliente post-pandemische Welt“?

- Der IWF sieht derzeit die Hauptrisiken vor allem in der Gefahr einer „**divergenten Erholung**“. D.h. einige Länder erholen sich deutlich schneller als andere. Dies könnte dazu führen, dass die Zinsen und Preise für Rohstoffe schon wieder steigen, während sich viele Länder noch in der Krise befinden.
- Diese Gefahr ist vor allem durch die **schnelle Erholung in China (-> Rohstoffpreise) und den USA (-> Zinsanstieg)** begründet.
- Der Leiter des Monetary and Capital Markets Department, Tobias Adrian, weist in seinem Blog-Beitrag darauf hin, dass eine zu schnelle Erholung zu unwillkommener Volatilität und entsprechenden Risiken für die Finanzstabilität führen könnte.
- Adrian: “Our estimate is that a 100 basis point rise in US term premia is associated, on average, with a 60 basis point rise in emerging market term premia.”
- Der IWF folgert aus den identifizierten Risiken u.a., dass weitere Kredite an Emerging Markets nötig werden könnten. Speziell sagte IWF-Direktorin Kristalina Georgieva eingangs des Frühjahrstreffen “...we will propose **a new SDR allocation of \$650 billion**. This will help address the long-term global need for reserve assets and provide a substantial liquidity boost to all our members, especially the **most vulnerable**.” Zum Vergleich: In der Finanzkrise wurde das IWF-Kapital um 250 Mrd. USD aufgestockt und aktuell beträgt die Kreditvergabefähigkeit rund 700 Mrd. USD (Gesamtressourcen sind 966 Mrd. USD).

Schwankungen am Devisenmarkt: Ausmaß, Bestimmungsgründe, anstehende Entwicklungen



- Die Finanzmärkte sind 2021 in Bewegung geraten: Aktien, Renten, Rohstoffe. Auch am Devisenmarkt haben sich neue Konstellationen ergeben. Beispiel: Der Euro hat sich gegenüber dem „Greenback“ von seinen zwischenzeitlich erreichten Höhen oberhalb von 1,23 USD zunächst verabschiedet.
- Die aktuellen Bewegungen an den Finanzmärkten laufen in sehr gesitteten Bahnen ab: kein Vergleich mit den Finanzmarktvolatilitäten aus der Frühzeit der Corona-Pandemie oder der Weltfinanzkrise ab 2007.
- An dieser Stelle fragen wir nach den Risiken, die sich durch erhöhte Marktvolatilitäten speziell in den Wechselkursen zwischen den weltführenden Währungen ergeben können. Wir stellen fest:
Schwankungen in den Wechselkursen können insbesondere dann auftreten, wenn die Treiber von Wechselkursen zu erhöhten Ausschlägen neigen, konkret
 - die Kaufkraftparität zwischen zwei Währungen,
 - die Zinsparität zwischen zwei Währungen,
 - das Wachstumsdifferenzial zweier Länder oder auch
 - die Risikoneigung der Anlegerinnen und Anleger am Markt.

Zur Einstimmung das Beispiel EURUSD 2020: Corona brachte die Vola – und eine Trendwende

Wechselkurs: Euro in US-Dollar



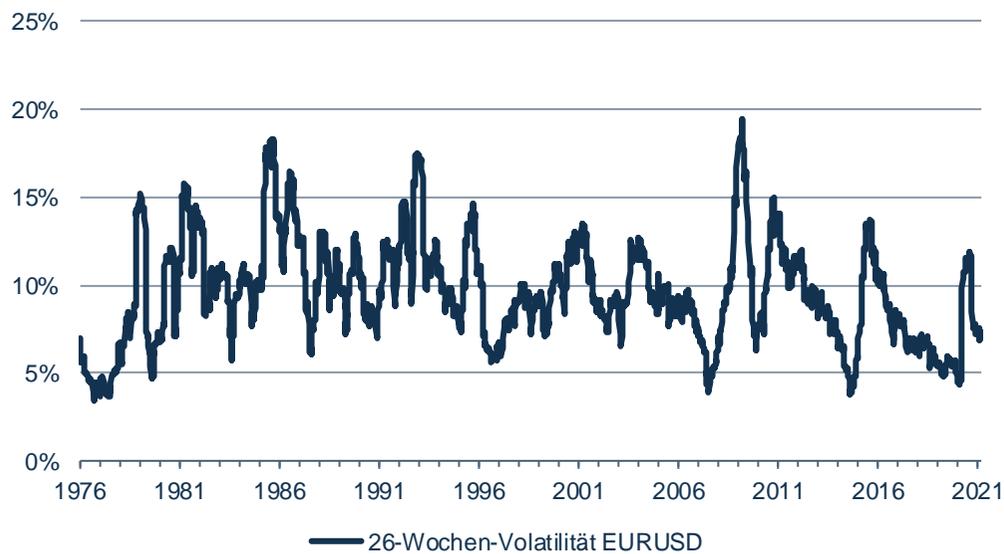
- Das Jahr 2020 war, auf der einen Seite, ein singuläres Jahr: Wann hatte es je zuvor schon einmal eine Corona-Pandemie gegeben? Auf der anderen Seite war 2020 ein typisches Jahr, speziell für die Volatilität am Devisenmarkt.
- Im ersten Quartal zackte Euro / US-Dollar im Chart auffällig auf und ab: Vorbote einer Trendwende Richtung stärkerer Euro.
- Es war die US-Geldpolitik, die eine Reaktion auf die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise suchte. Der Devisenmarkt interpretierte diese Suche als Unsicherheit und münzte sie in erhöhte Schwankungen um.
- Dieser Blickpunkt beschäftigt sich mit exakt derartigen Ausbrüchen an Volatilität am Devisenmarkt: wann, wodurch, wie stark?

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

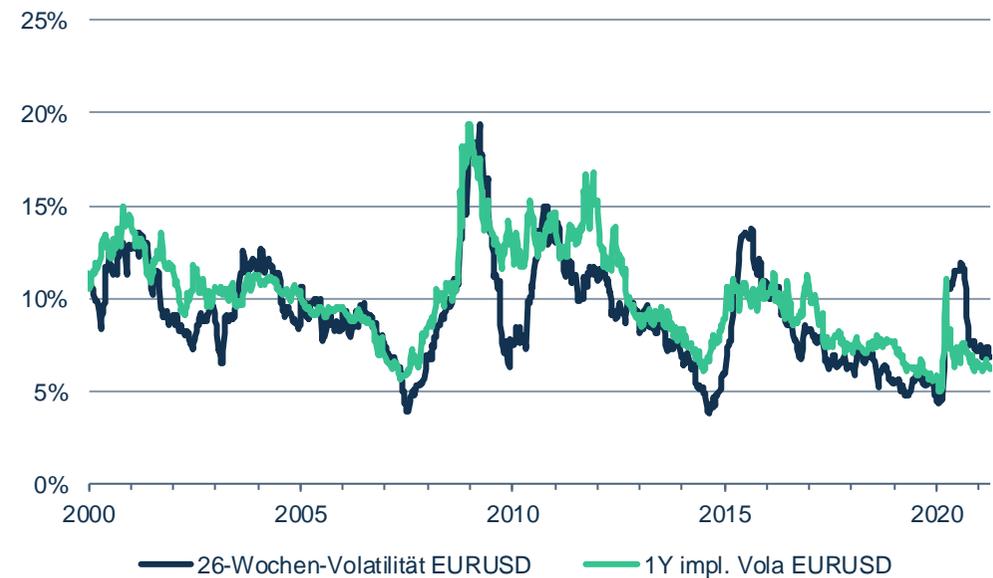
EURUSD:

Wechselkurs-Vola nach Corona-Ausbruch – überschaubar und kurz

Historische Vola seit 1976
(vor 1999 via DEM)



Historische und implizite Vola
seit dem Jahr 2000



- Die erhöhte Schwankungsanfälligkeit des Euro- / US-Dollar-Wechselkurses im Zuge der Corona-Pandemie hat sich mittlerweile, per März 2021, wieder zurückgebildet. Die Corona-Pandemie ist zwar beileibe nicht vorüber, wohl aber deren Rückwirkungen auf die FX-Vola.
- Gemessen an der Heftigkeit der weltweit grassierenden Corona-Gesundheitskrise hielten sich die Ausschläge im Austauschverhältnis zwischen der Gemeinschaftswährung und dem „Greenback“ in engen Grenzen – kein Vergleich zu den Zeiten der Weltfinanzkrise 2008ff. oder der Eurokrise 2014ff.
- Der Devisenmarkt benötigt offensichtlich noch stärkere Schocks als eine weltweite Pandemie, um „in Wallung“ zu kommen.
- Wir sagen: Sollte die US-Notenbank – wider Erwarten (!) – doch „tapern“, hätte dies das Zeug dazu, die FX-Vola ansteigen zu lassen (s. n. S.).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Wie teuer ist derzeit eine Absicherung gegen FX-Schwankungen?

Aktuelle implizite Volas im Vergleich zur historischen Vola

Historisch

26-Wochen-Vola	EURUSD	EURJPY	EURGBP	EURCHF
25% Quartil	6,3%	7,6%	5,8%	2,8%
50% Quartil	7,7%	9,7%	7,5%	4,1%
75% Quartil	10,3%	12,1%	8,7%	5,5%
Mittelwert	8,2%	9,8%	7,4%	6,1%

(Daten seit 2011)

Aktuelle implizite Vola von ATM-Optionen

Optionslaufzeit	EURUSD	EURJPY	EURGBP	EURCHF
3 Monate	5,8%	6,3%	6,5%	4,4%
6 Monate	6,0%	6,7%	6,7%	4,7%
12 Monate	6,3%	7,3%	7,0%	4,9%

12.04.2021

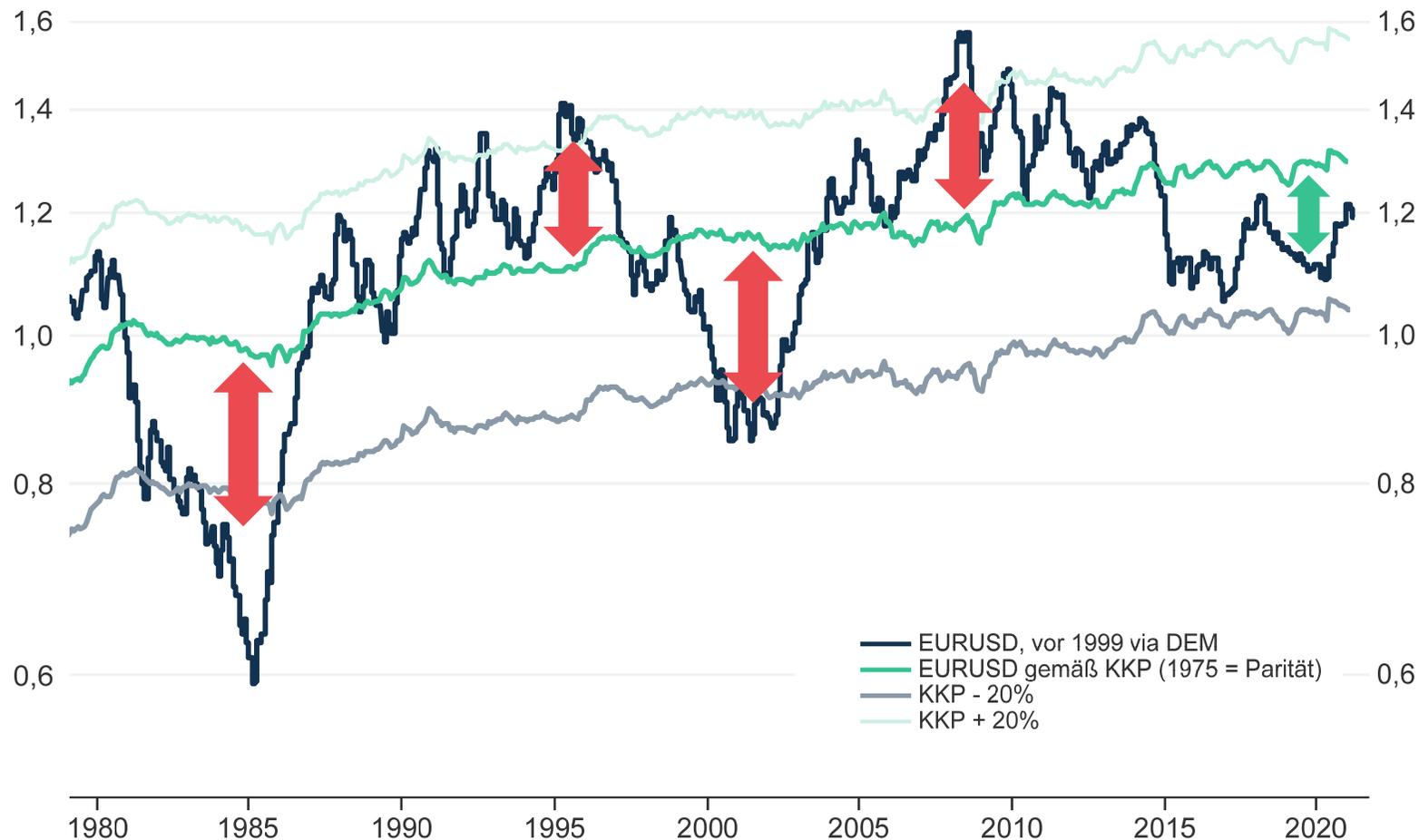
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

13.04.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Ob sich die Absicherung gegen Wechselkursschwankungen bezahlt macht, hängt nicht nur von der Stärke der künftigen Schwankungen ab, sondern auch von der Höhe der Absicherungskosten.
- Die aus Optionspreisen abgeleitete implizite Volatilität zeigt, dass mit Ausnahme von EURCHF die Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer für die hier betrachteten Wechselkurse eine Phase unterdurchschnittlicher Volatilität in den Optionen berücksichtigen, die Optionen also unter diesem Blickwinkel betrachtet günstig sind. Dies gilt insbesondere für EURUSD- und EURJPY-Optionen.
- Bei alledem: Absicherungen können das unternehmerische Risiko reduzieren und daher selbst dann sinnvoll sein, wenn eine Absicherung am Ende per Saldo Geld kostet.

Gilt nicht nur für Euro vs. US-Dollar: Der langfristige Maßstab ist die „Kaufkraftparität“

Euro in US-Dollar und Kurs gemäß KKP Monatswerte, logarithmische Skala



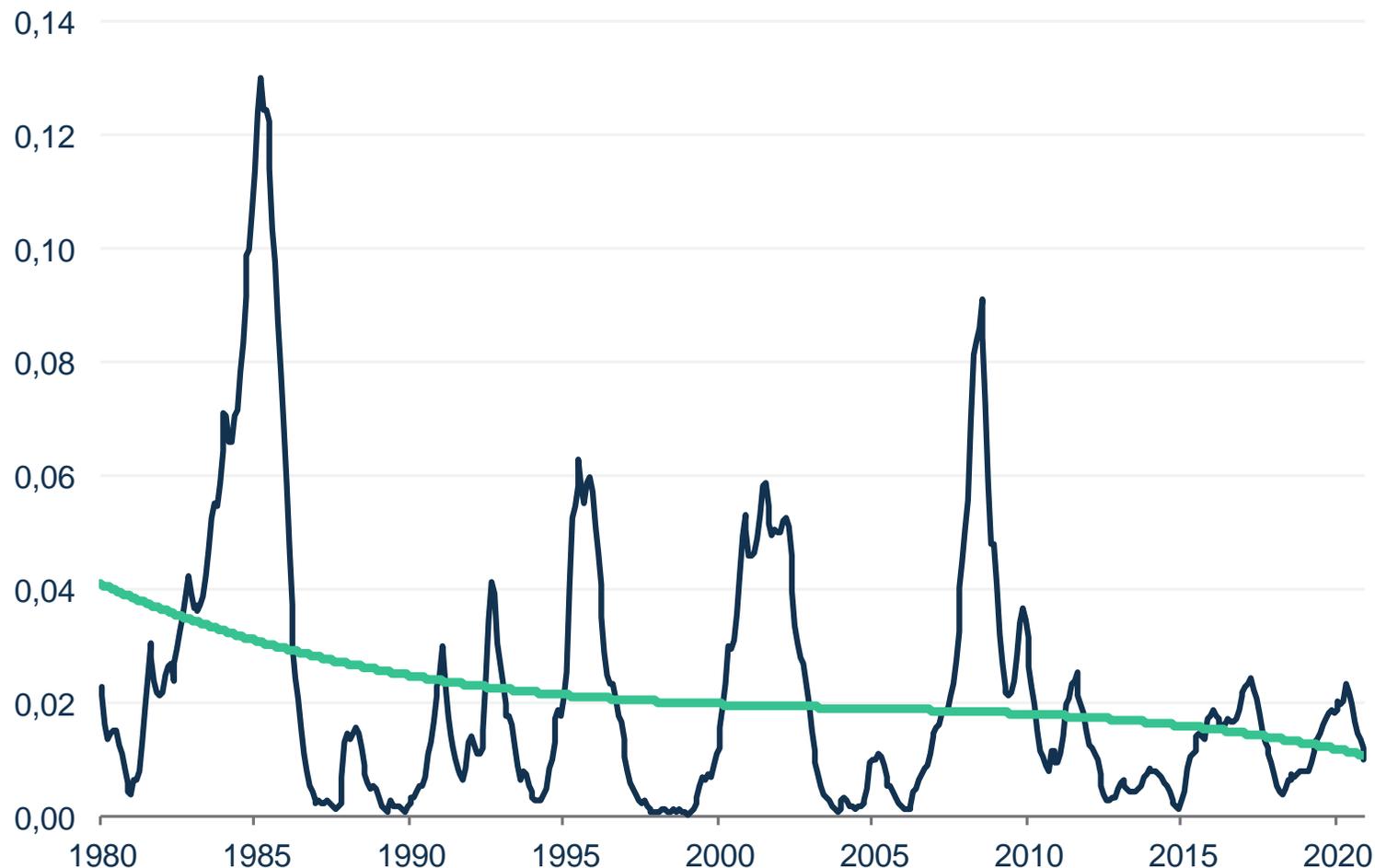
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Gemäß Kaufkraftparitäten-theorie sollten gleiche Warenkörbe in verschiedenen Währungsräumen denselben Wert haben. Zum Austauschverhältnis Euro / US-Dollar haben wir eine Zeitreihe aufgesetzt, die den Wechselkurs des Jahres 1975 als Gleichgewicht annimmt. Von dort entwickelt sich die Zeitreihe gemäß den Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks.
- Der US-Dollar wertet, fundamental gesehen, ab, wenn die US-Teuerungsrate diejenige im Euroraum übersteigt => Der Trend in der grünen Linie anbei weist aufwärts. Im umgekehrten Fall fällt die grüne Linie.
- In der Vergangenheit gab es immense Abweichungen zwischen fundamentalem und tatsächlichem Wechselkurs. Zuletzt haben sich die Abweichungen verringert.

Derselbe Inhalt wie in der vorhergehenden Graphik, nun in einer etwas anderen Darstellungsweise

EURUSD: Abweichung von der Kaufkraftparität (KKP)

KKP-Abweichung (in Prozent und quadriert) nebst Trend zu gewichtetem, gleitendem Durchschnitt



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- In der Tat lässt sich bei EURUSD ein Trend hin zur KKP beobachten. Die Abweichung des Wechselkurses von der KKP hat im Zeitablauf der Tendenz nach abgenommen, wenngleich stärker erst in den unmittelbar zurückliegenden Jahren.
- Speziell seit der Weltfinanzkrise haben die Abweichungen von der Kaufkraftparität extrem nachgelassen.
- **EURUSD tendiert im Zeitablauf immer näher in Richtung seiner KKP.**

EURUSD und Transatlantik-Renditedifferenz: Wenn die Korrelation zusammenbricht oder sich umkehrt, ...

Rollierende Korrelation über 52 Wochen und absolute Zinsdifferenz

Korrelation EURUSD mit 2Y-Renditedifferenz (wöch. Veränderungen); Zinsdifferenz in PP



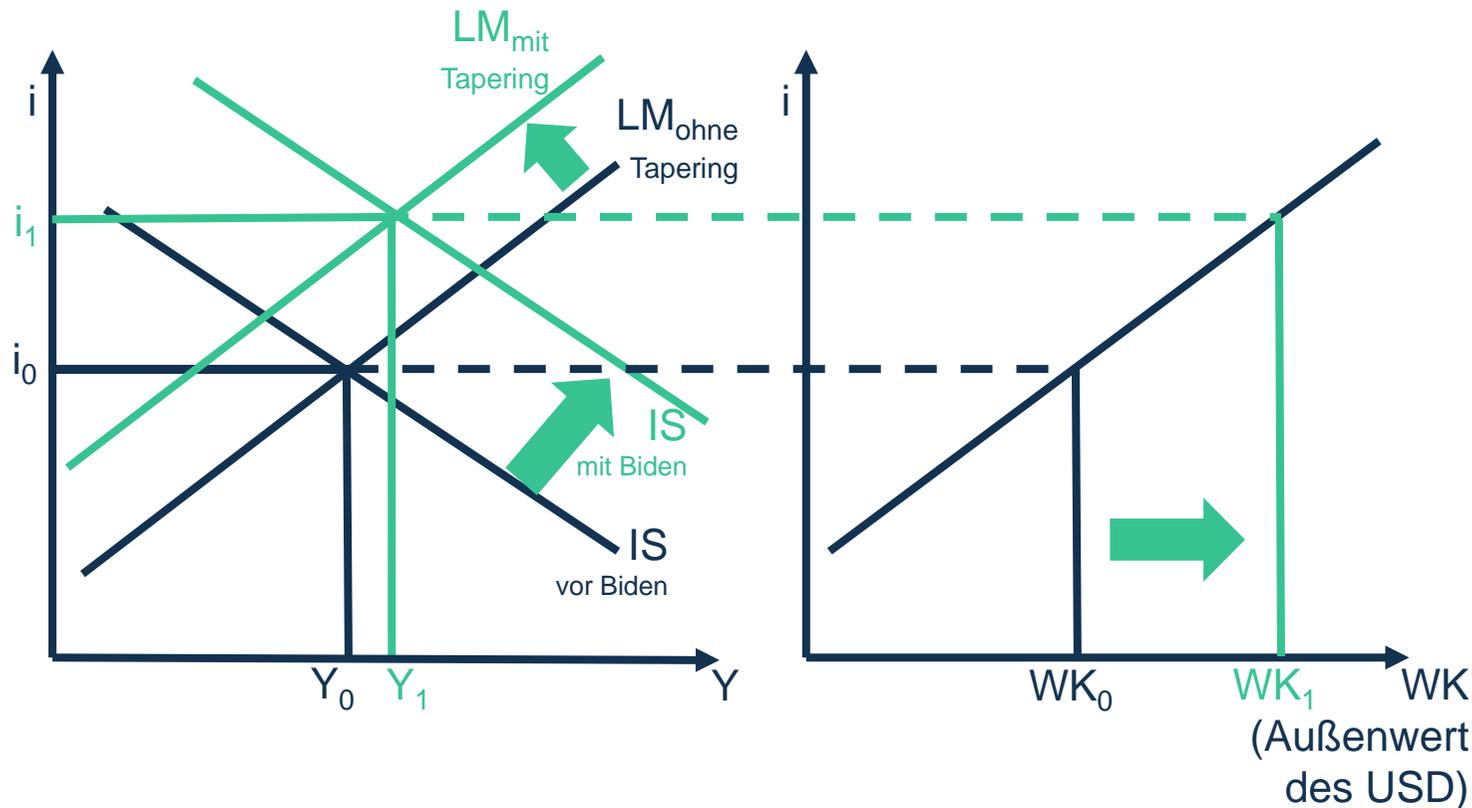
- 1999 bis Ende 2004: Der neu eingeführte Euro beginnt, sich als Währung zu etablieren. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase 2000 schwenkt die Geldpolitik dies- wie jenseits des Atlantiks um auf Expansion. 2004 zieht die Fed die Zinszüge als erste an.
- Dez. 2009: Verwerfungen durch die grassierende Finanzmarktkrise; nach einer längeren Zeit der Abwertung zum Euro wertet der USD schwungvoll auf.
- 2018: Euro wertet nach dem Wegfall von Belastungsfaktoren (z.B. Präsidentschaftswahl in Frankreich 2017) zunächst auf; die Fed erhöht ihre Leitzinsen.
- März 2020: Im Zuge der Corona-Pandemie senkt die Fed ihre Leitzinsen; die EZB ist bereits bei / unter null; der USD wertet ab.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EURUSD 2021: Mit einem „Tapering“ würde die Spannung steigen ...

Mundell-Fleming-Modell: Kommt das Tapering, kommt die FX-Vola?

(Zinsniveau, gesamtwirtschaftliche Leistung und USD-Wechselkurs / -Außenwert)

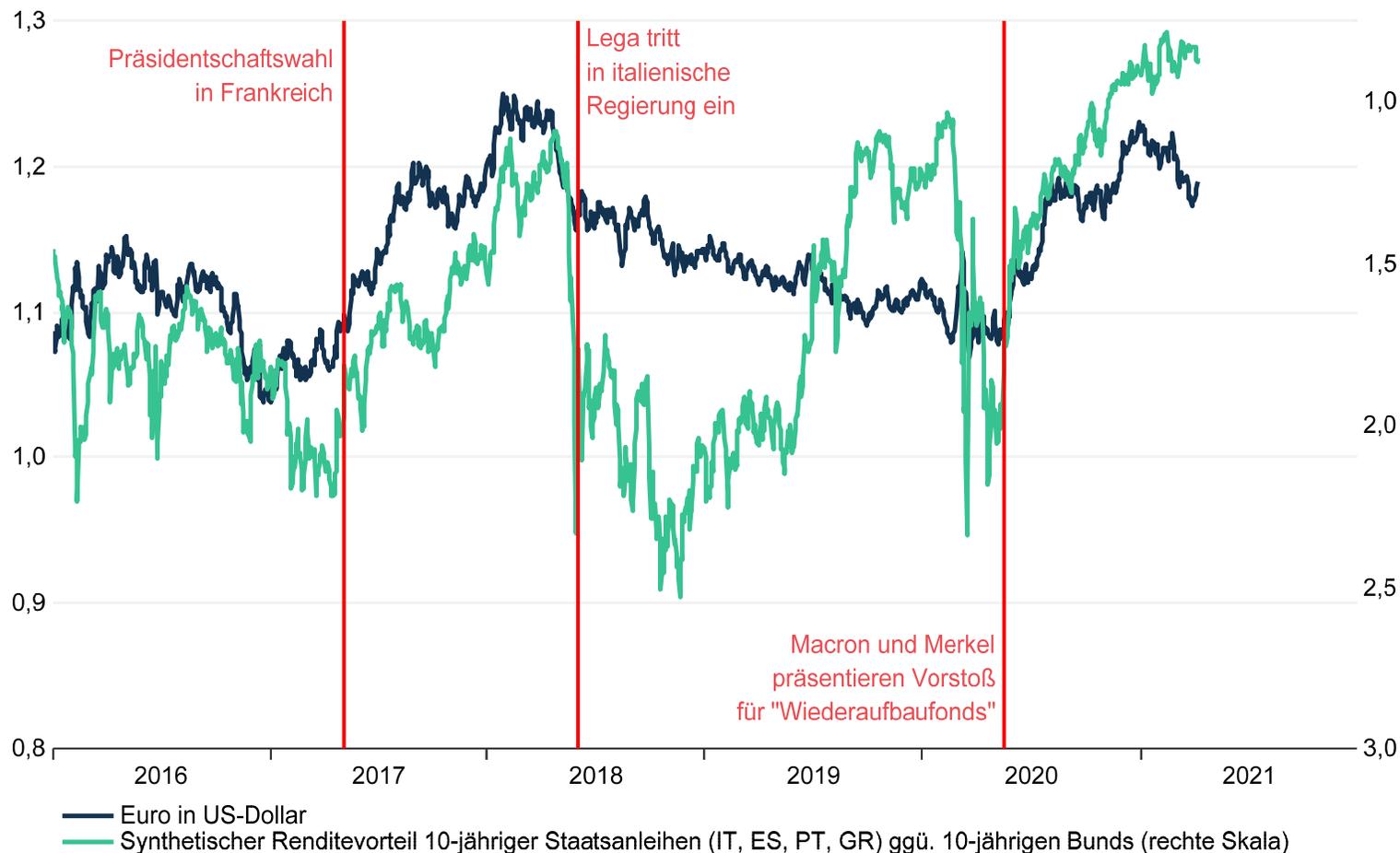


- i : Inländisches Zinsniveau (aus der Sicht der Vereinigten Staaten)
- Y : US-Bruttoinlandsprodukt
- WK : Wechselkurs / Außenwert des US-Dollar
- LM : LM-Kurve (US-Geldmarkt)
- IS : IS-Kurve (US-Gütermarkt)
- Fazit:
 - Deficit spending durch Biden bringt Wachstum sowie steigende Renditen am kurzen Ende der Kurve
 - Ein „Tapering“ würde das Wachstum ein wenig einfangen und den Zinsanstieg verstärken
 - Insgesamt: steigende Renditen am kurzen Ende der US-Kurve und ein aufwertender US-Dollar, relativ zu einer Situation unmittelbar vor den jüngsten US-Wahlen. Einleitung einer solchen neuen Phase: wahrscheinlich durch eine ansteigende FX-Vola.

Politische Risiken: Euro-Peripherie aktuell unauffällig

EURUSD-Wechselkurs und Renditeaufschlag Italiens & Co. vs. Bunds (in BP)

Renditespread (I, E, P, HEL): rechte Skala (Prozentpunkte); Wechselkurs: linke Skala



- In der Zeit seit Einführung des Euro haben Diskussionen um den Zusammenhalt der Gemeinschaft und um die Dauerhaftigkeit der Gemeinschaftswährung wiederholt die Finanzmärkte in Atem gehalten.
- Aktuell ist wenig hiervon zu hören. Zum Einen hat der faktische Einstieg des Euro-raums in eine gemeinsame Finanzpolitik via „Wiederaufbaufonds“ beruhigend gewirkt. Zum Anderen hat die Übernahme der Regierungsverantwortung in Italien durch Mario Draghi an dieser Stelle jüngst für Entlastung gesorgt.
- Für den Moment ist ein Wiederaufflammen der genannten Spekulationen nicht zu erkennen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Worauf wir in der kommenden Zeit achten werden: Die Devisenmarktvola wird wohl anziehen, wenn ...

- ... die Geldpolitik in den einzelnen Währungsblöcken auseinanderdriftet;
- ... sich die Geldmengenentwicklung verschiedentlich von der Wirtschaftsaktivität abkoppelt;
- ... in bestimmten Staaten die Staatsschuldenstände weiter ungezügelt ansteigen;
- ... die Handelspolitik differiert, so gegenüber China;
- ... die Geopolitik die Risikoaversion der Akteurinnen und Akteure am Finanzmarkt erhöht.
- **Entscheidend jeweils: die absehbaren Marktreaktionen**

Aktienmärkte: Branchenallokation für das zweite Quartal



- Freundliches 1. Quartal an den Aktienmärkten.
- „Reflation-Trade“ bringt Value-Anlagestil nach vorne.
- „Growth“ holte in den vergangenen vier Wochen aber bereits wieder auf.
- Steigende Kurse wurden von höheren aggregierten Gewinnschätzungen auf Gesamtmarktebene untermauert.
- Dies gilt in den meisten Fällen auch für die einzelnen Stoxx-Branchen.
- Drei bisherige Favoriten und zwei Neuaufnahmen bei den Stoxx-Sektorfavoriten.

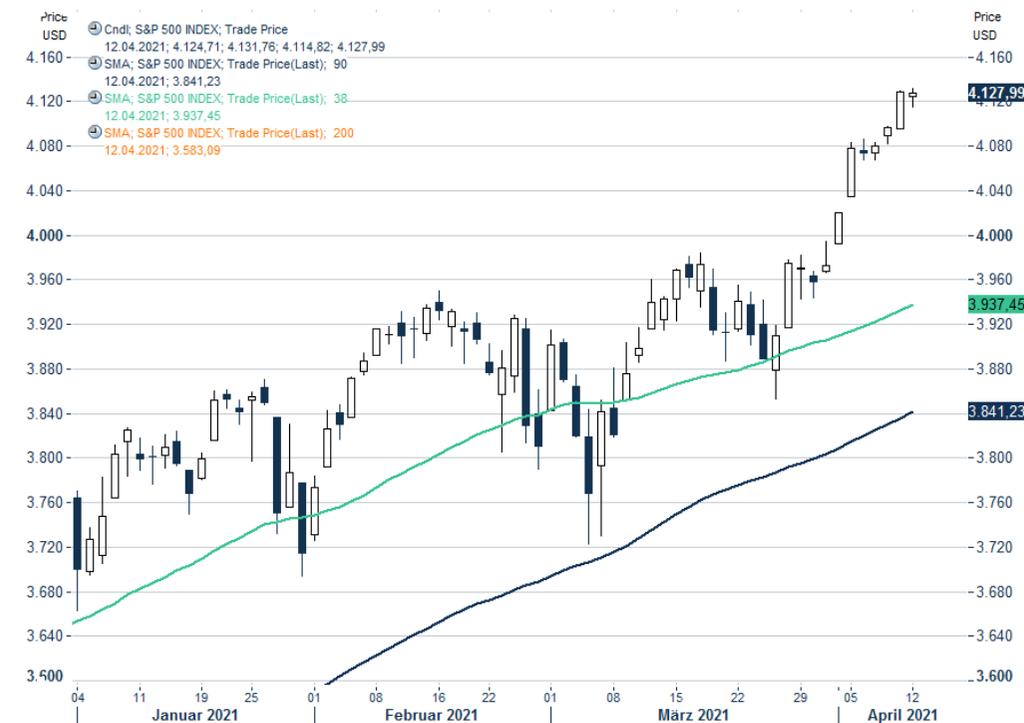
Frank Klumpp, CFA
Tel: +49(711)127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

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

Allgemeiner Marktüberblick: Freundliches 1. Quartal an den Aktienmärkten

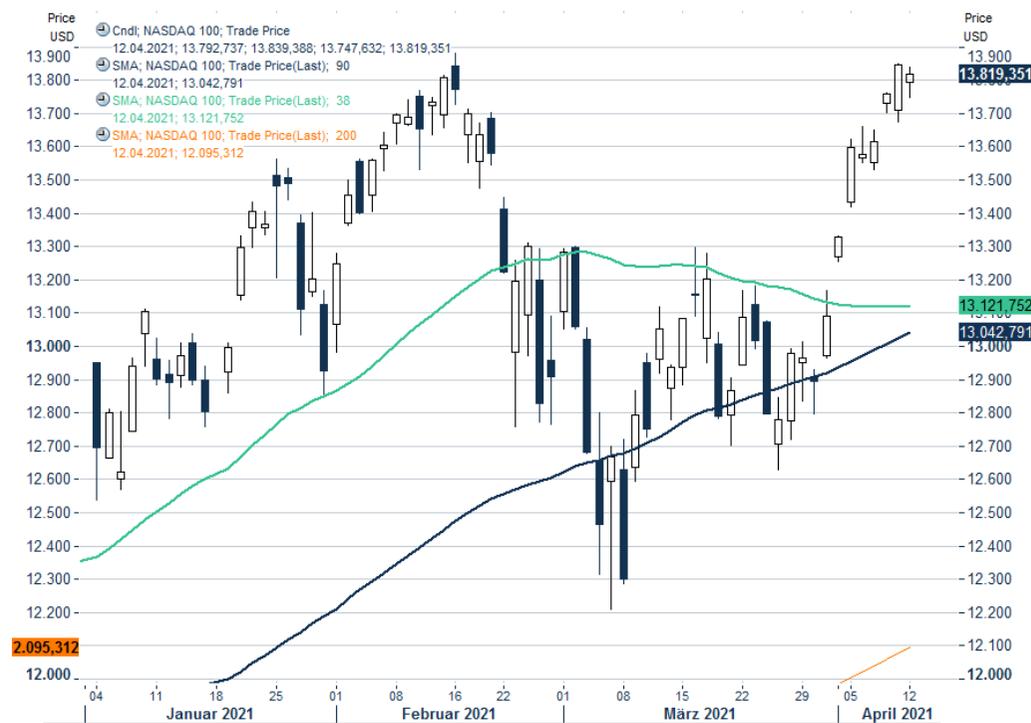
S&P 500

YTD, in Punkten



Nasdaq 100

YTD, in Punkten



Value vs. Growth: „Reflation Trade“ hilft Value-Titeln

S&P 500 Growth vs. Value

indexiert, 01.01.2020=100



- Wachstumswerte entwickelten sich im Vorjahr deutlich besser als Value-Titel. Dies war über den gesamten Zyklus hinweg zu beobachten:
- Vor Corona, während der Corona-Baisse und auch insbesondere im Zuge der folgenden rasanten Erholung im zweiten Quartal.
- Die Senatswahl in Georgia brachte „Value“ weiter nach vorne. Der „Reflation-Trade“ wurde populär, nachdem klar wurde, dass Joe Biden nun „durchregieren“ kann.
- In den vergangenen Wochen nahmen Growth-Titel den Aufwärtstrend jedoch bereits wieder auf.
- Typische Value-Sektoren: Banken, Energie, Automobile, Industrials,
- Typische Growth-Sektoren: Technology, Konsum

„Growth“: historische und erwartete hohe Wachstumsraten bei Umsatz und Gewinn.

„Value“: tiefes Kurs-Buchwert-Verhältnis, niedriges KGV und/oder hohe Dividendenrenditen.

Vorsicht – um Missverständnissen vorzubeugen: „Value-Investing“ ist grundsätzlich in beiden Faktor-Segmenten möglich.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Performance Stoxx-Sektoren nach Perioden: YTD-Favoriten: Autos, Banken, Touristik & Verkehr

Performance Stoxx-Sektoren nach Perioden, in %

2020		2021 ytd		1 Monat				
Ranking	%	Ranking	%	Ranking	%			
1	Technologie	14,8	1	Automobil	23,4	1	Technologie	8,8
2	Rohstoffe	12,5	2	Banken	20,5	2	Automobil	8,6
3	Konsum	12,2	3	Touristik & Verkehr	18,5	3	Nahrungsmittel	6,0
4	Versorger	11,4	4	Rohstoffe	16,5	4	Versorger	5,9
5	Handel	10,8	5	Bau	15,3	5	Medien	4,3
6	Chemie	10,5	6	Technologie	14,3	6	Chemie	4,3
7	Finanzdienstleister	6,7	7	Versicherer	13,5	7	Pharma	4,0
8	Industrie	5,9	8	Medien	12,0	8	Finanzdienstleister	3,8
9	Automobil	5,6	9	Industrie	11,9	9	Bau	3,7
10	Pharma	-1,4	10	Telekom	11,1	10	Immobilien	3,6
11	Stoxx Europe 600	-2,0	11	Finanzdienstleister	10,3	11	Stoxx Europe 600	3,1
12	Bau	-2,2	12	Stoxx Europe 600	9,7	12	Industrie	3,0
13	Medien	-5,9	13	Chemie	8,9	13	Konsum	2,6
14	Nahrungsmittel	-6,0	14	Konsum	8,9	14	Versicherer	2,4
15	Immobilien	-8,9	15	Handel	8,4	15	Telekom	1,8
16	Versicherer	-10,1	16	Energie	7,5	16	Touristik & Verkehr	0,5
17	Telekom	-12,7	17	Nahrungsmittel	5,5	17	Banken	0,2
18	Touristik & Verkehr	-14,7	18	Pharma	2,9	18	Handel	-0,3
19	Energie	-21,7	19	Versorger	2,7	19	Rohstoffe	-1,2
20	Banken	-24,4	20	Immobilien	0,9	20	Energie	-7,7

- Nebenstehende Tabellen zeigen die Performance der europäischen Stoxx-Sektorindizes während drei verschiedener Perioden:
(1) 2020
(2) 2021 ytd
(3) ein Monat
- Interessant ist hierbei u.a., dass der Tech-Sektor über sämtliche Zeiträume hinweg Outperformance generierte.
- Die „Top-5“ im bisherigen Jahresverlauf sind überwiegend Sektoren, die vom „Reflation-Trade“ profitierten und/oder eher Value-Charakter haben.
- Während der vergangenen vier Wochen zeigt sich ein differenzierteres Bild; u.a. machten die eher defensiveren Sektoren Nahrungsmittel, Versorger und Pharma wieder etwas Boden gut.

Positive Indexentwicklung wird von Gewinnsteigerungen begleitet

Stoxx 600 – Gewinne und Index in Indexpunkten

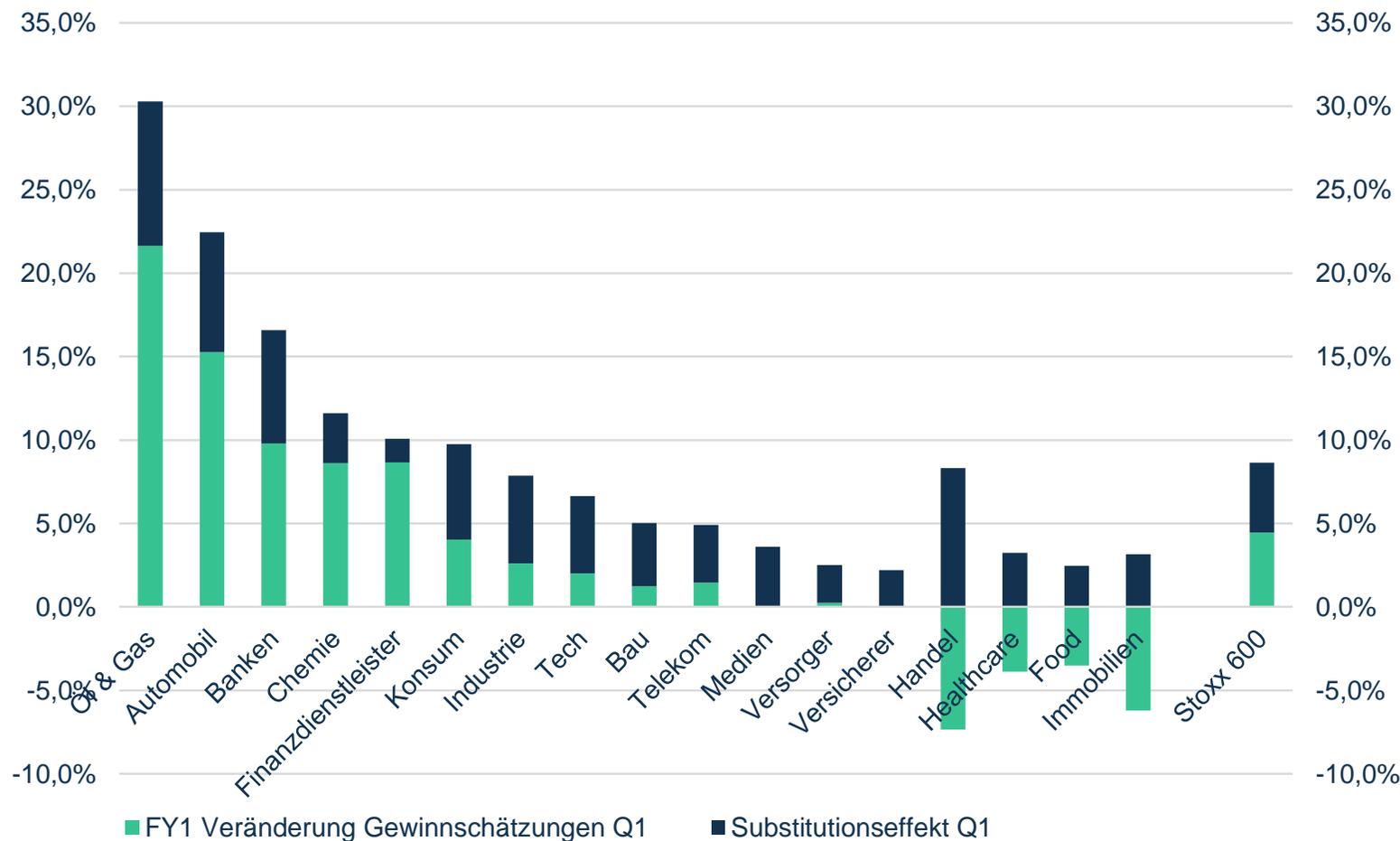


- Im bisherigen Jahresverlauf legten die Aktienmärkte rund um den Globus zu.
- Der Stoxx 600, auf dessen Basis wir die Branchenallokation vornehmen, zählt mit einem Plus von knapp 10% zu den besten Indizes.
- Die gute Performance wurde von einem deutlichen Aufwärtstrend der 12-Monats-Forward-Gewinne begleitet.
- Die meiste Zeit über ist ein solcher Anstieg zu einem großen Teil auf Substitutionseffekte zurückzuführen, während die „echten“ Gewinnüberraschungen durch steigende Gewinnschätzungen deutlich seltener sind.
- Derzeit jedoch nicht: Die Gewinnerwartungen wurden im ersten Quartal auf aggregierter Indexebene nach oben revidiert.

Steigende Gewinnerwartungen 2021: nicht nur Substitutionseffekte, sondern „echte“ Revisionen 2021!

Veränderung 12M-Forward-Gewinn Q1 2021

Zusammensetzung „Substitutionseffekt“ und Revision der 2021er Gewinne

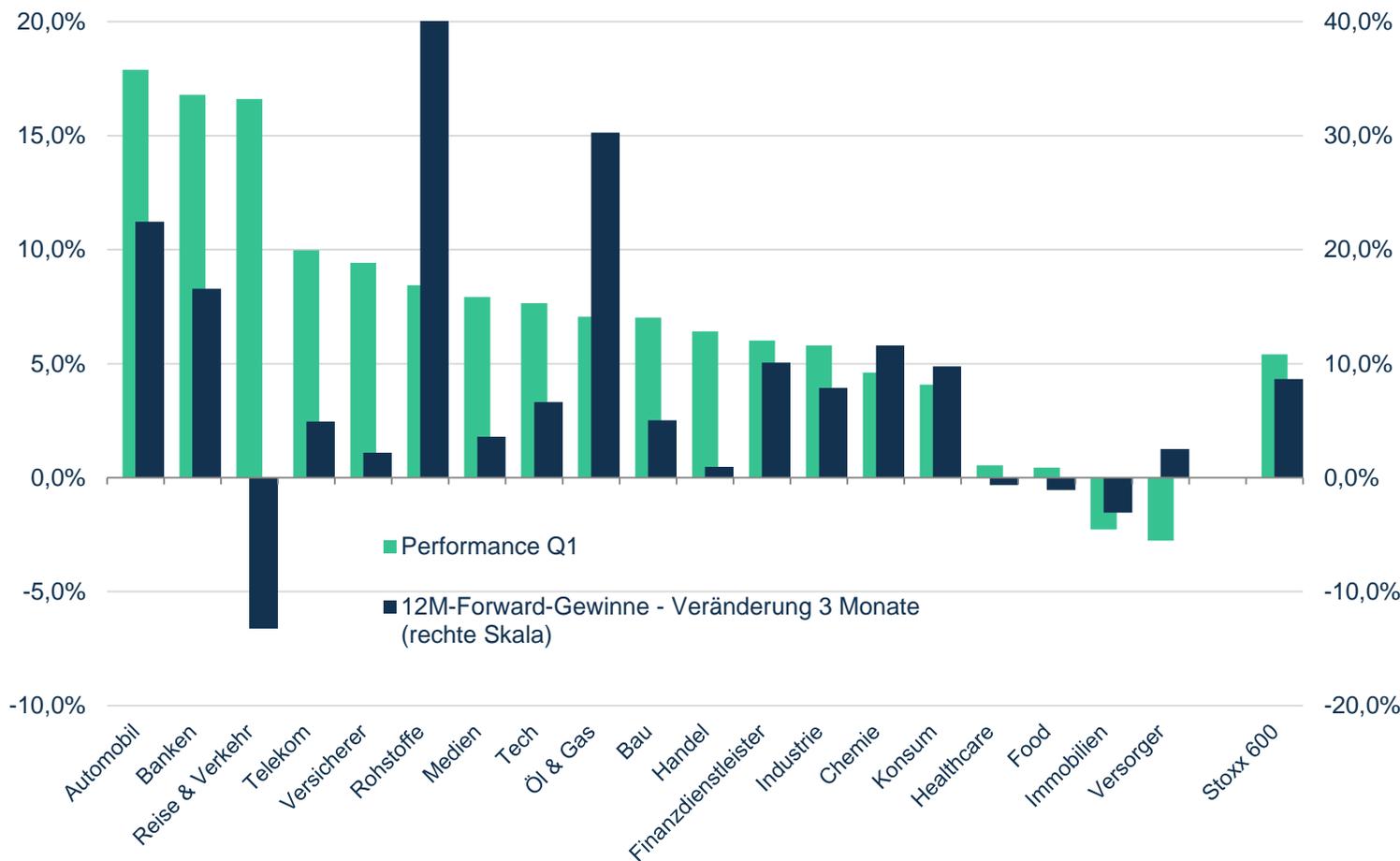


- Anstiege im 12M-Forward-Gewinn sind also häufig auf Substitutionseffekte zurückzuführen, während die „echten“ Gewinnüberraschungen durch steigende Gewinnschätzungen seltener sind.
- Was auf aggregierter Indexebene gilt, ist auch in vielen Branchen zu beobachten, vor allem bei denjenigen mit dem stärksten Anstieg des 12M-Forward-Gewinns: Öltitel, Automobile, Banken, Chemie und Finanzdienstleister.

Auch auf Branchenebene: Steigende Kurse – steigende Gewinne (und umgekehrt)

Performance und Gewinnentwicklung Q1 2021

in % YTD



Datenbasis: Refinitiv, I/B/E/S, Stoxx 600

- Wie auf Gesamtmarktebene gehen auch bei den meisten Sektoren höhere Kursanstiege im ersten Quartal mit entsprechend höheren Gewinnerwartungen einher. So erzielten diejenigen Branchen, deren 12M-Forward-Gewinn zweistellig zulegte (Autos, Rohstoffe, Banken, Energie), auch überdurchschnittliche Indexzuwächse.
- Die Branche Touristik & Verkehr, die fast 20% Kursgewinne verbuchte, aber sogar rückläufige Gewinnerwartungen aufweist, fällt hingegen völlig aus der Reihe. Offenbar stört es die Anleger derzeit nur wenig, dass die Erholung der Branche nach der (immer längeren) Corona-Pause weiter auf sich warten lässt.
- Am Ende der Performance-Skala befinden sich mit Versorger, Immobilien, Food und Healthcare Sektoren, deren Gewinnerwartungen ebenfalls rückläufig sind bzw. nur vergleichsweise schwach zulegten.

Summary: Automobil und Industrie neue Top-Sektoren

Branchenallokation



- Die neue Sektor-Ausrichtung enthält sowohl bisherige Favoriten als auch neue Impulse für die Allokation:
- Mit Tech setzen wir weiterhin auf einen (Dauer-)Top-Performer.
- Die zwischenzeitliche Korrektur der Tech-Titel an der Nasdaq spiegelte sich bei den europäischen Pendanten kaum wider.
- Auch im Hinblick auf die Performance von Versicherern und Energietiteln bleiben wir weiter zuversichtlich.
- Hinzu kommen zwei Neuaufnahmen, die Sektoren Automobil und Industrie.
- Die Sektoren Chemie sowie Versorger scheiden aus dem Favoritenkreis aus.

Sektorausblick Q2 – 2021: Investment-Cases für die Neuaufnahmen Autos und Industrie



Automobil

- + Deutliche Ergebnissteigerung gegenüber Vorjahr, verbesserte Kostenbasis gleicht Renditedruck aus.
- + Konjunkturelle Erholung, neue E-Modelle und Kaufprämien unterstützen Absatz.
- o CO2-Ziele bislang weitgehend erreicht ohne größere Strafzahlungen, hohe Anstrengungen weiterhin nötig.
- Knappheit bei Halbleitern, unverändert zunehmende Schadstoffregulierung.

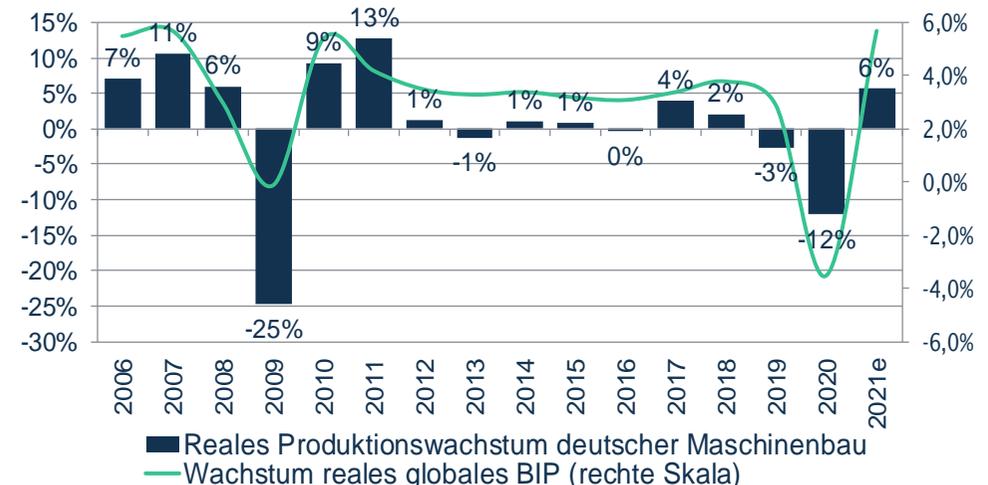
Relative Bewertung der Automobilbranche



Industrie

- + Steigende Frühindikatoren signalisieren eine sehr dynamische Nachfrageerholung.
- + Anhaltend tiefe Kostenbasis und erste Wirkung struktureller Maßnahmen sollten Ergebnisse stützen.
- + Zumindest Bestätigung der meist konservativ gesetzten Jahresziele.
- Ertragsrisiken durch steigende Materialpreise ab Q3.
- Dritte COVID-Welle verursacht Prognoseunsicherheit.

Maschinenbauproduktion (%YoY)



Marktprognosen

Konjunktur				
in %		2019	2020e	2021e
Deutschland	BIP	0,6	-5,3	2,5
	Inflation	1,4	0,5	1,9
Euroland	BIP	1,2	-6,8	4,0
	Inflation	1,2	0,3	1,7
USA	BIP	2,3	-3,5	7,5
	Inflation	1,7	1,2	2,6
China	BIP	6,1	2,3	7,5
	Inflation	2,9	2,5	3,2
Welt	BIP	2,9	-3,5	6,0
	Inflation	3,4	3,2	3,3

Zinsen				
in %	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,34	-0,30	-0,30	-0,20
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,68	1,75	1,60	1,90

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
DAX	15 215	14 000	15 000	15 500
Euro Stoxx 50	3 962	3 700	3 800	4 000
Dow Jones	33 745	31 500	33 000	34 000
Nikkei 225	29 539	31 000	32 000	33 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,19	1,21	1,18	1,15
Franken je Euro	1,10	1,10	1,12	1,14
Gold (USD/Feinunze)	1735	1800	1750	1700
Öl (Brent - USD/Barrel)	63	65	60	65

Quelle: LBBW Research

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Termine:

- Dienstag, 04.05.2021, 14h
- Dienstag, 18.05.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.06.2021, 14h
- Dienstag, 15.06.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.07.2021, 14h

Disclaimer

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

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.

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 Vertriebshändler 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.