



03.08.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LB≡BW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass August

Lieferketten: Bis zum Zerreißen gespannt

Erstellt am: #RELEASE_DATE#

Webkonferenz

Sehr geehrte Damen und Herren,

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

Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 03.08.2021 folgende Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736** oder **+49-89-95467578**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **175 809 7562#**
4. Sie brauchen keine Teilnehmer-Nummer. Um der Webkonferenz beizutreten, drücken Sie bitte die Rautetaste: **#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/onstage/g.php?MTID=e8a43e72789e5ed28c01e8d8c456af36a>

Event-Kennnummer: **175 809 7562**

Event-Passwort: **LBBW**

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

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Mit freundlichen Grüßen
Ihr LBBW Research-Team

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 07.09.2021, 14h
- Dienstag, 21.09.2021, 14h – KMK Update
- Dienstag, 05.10.2021, 14h
- Dienstag, 19.10.2021, 14h – KMK Update

Jetzt beitreten

≡ Per Browser beitreten **NEW!**

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

Sommerzeit, Reisezeit – so hieß es früher einmal. Inzwischen muss man sich gut überlegen, wohin die Reise gehen soll, damit man sich nicht unversehens nach der Rückkehr in Quarantäne begeben muss. Wer an den Finanzmärkten unterwegs ist, der kennt das Prinzip schon lange: Was gestern noch eine attraktive Assetklasse schien, ist heute „verseucht“ und mag morgen wieder ein lohnendes Anlageziel sein.

Im Juli gab es erneut Friktionen. Die Renten haben zu einer Kursrally angesetzt, während die Aktien, zumindest in Europa, auf der Stelle getreten oder sogar zurückgefallen sind. Die Ursache dürften wieder aufflackernde Zweifel an einer schnellen Erholung der Konjunktur sein – kein Wunder angesichts beträchtlicher Gefahren der Corona-Delta-Variante sowie sich häufender Nachrichten über Lieferengpässe in bestimmten Bereichen. Die Anspannung der Lieferketten teils bis zum Zerreißen erscheint uns wichtig genug, um sie in diesem Monat zum Sonderthema dieser Publikation zu machen.

Die Akteure an den Rentenmärkten gehen angesichts der aktuellen Gemengelage offenbar davon aus, dass die Zentralbanken monetäre Injektionen in Form von Anleihekäufen oder günstiger Liquidität im Zweifel eher länger als kürzer hochdosiert verabreichen. Das erklärt für mich den Renditerückgang beiderseits des Atlantiks, obgleich für das zweite Halbjahr die Zeichen auf steigende Inflationsraten stehen und niemand weiß, wie schnell und kräftig sich der vermutete Fall der Inflationsrate ab Anfang 2022 vollziehen wird. Basiseffekte sprechen für einen raschen Rückgang, Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen dagegen eher für ein verlangsamtes Nachlassen. In der Summe hat uns diese Konstellation am Rentenmarkt vorerst das tiefste Realrenditeniveau für Bundesanleihen seit Verfügbarkeit der Zeitreihen in den Fünfzigerjahren beschert.

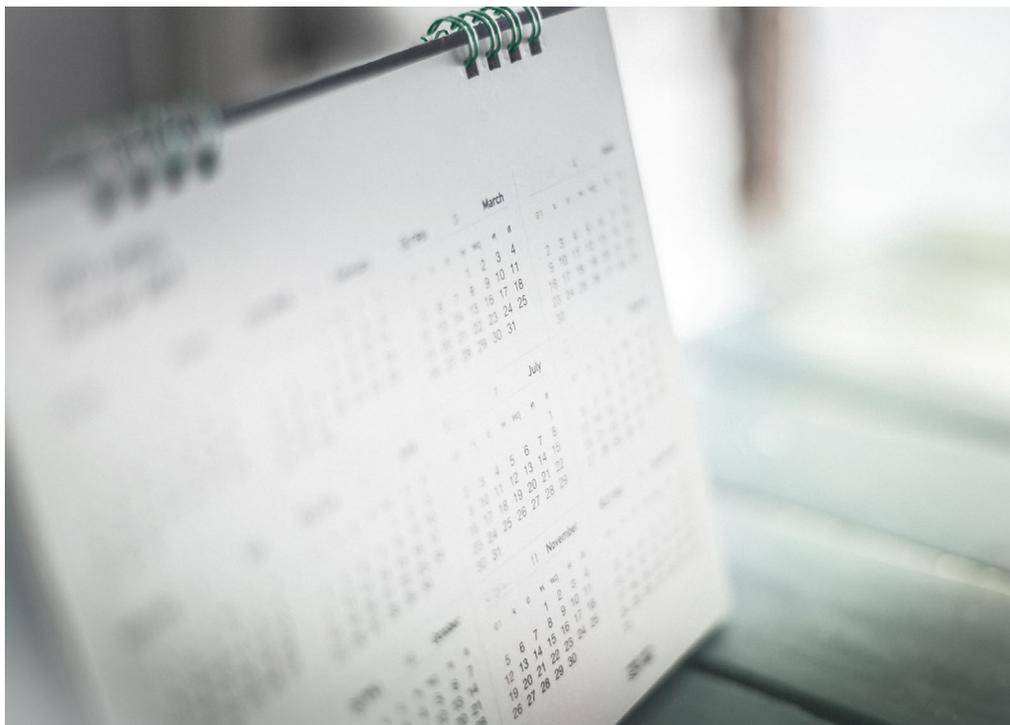
Ob wegfahren oder lieber daheim bleiben: Allen, die noch oder wieder an den Finanzmärkten aktiv sind, soll unsere Publikation auch im Urlaubsmonat August ein wertvoller Kompass sein.

Ihr
Dr. Thomas Meißner



Dr. Thomas Meißner
Abteilungsleiter
Makro- und Strategy-Research
+49 (0) 711 – 127 – 73 574
thomas.meissner@LBBW.de

Unsere Themen im August

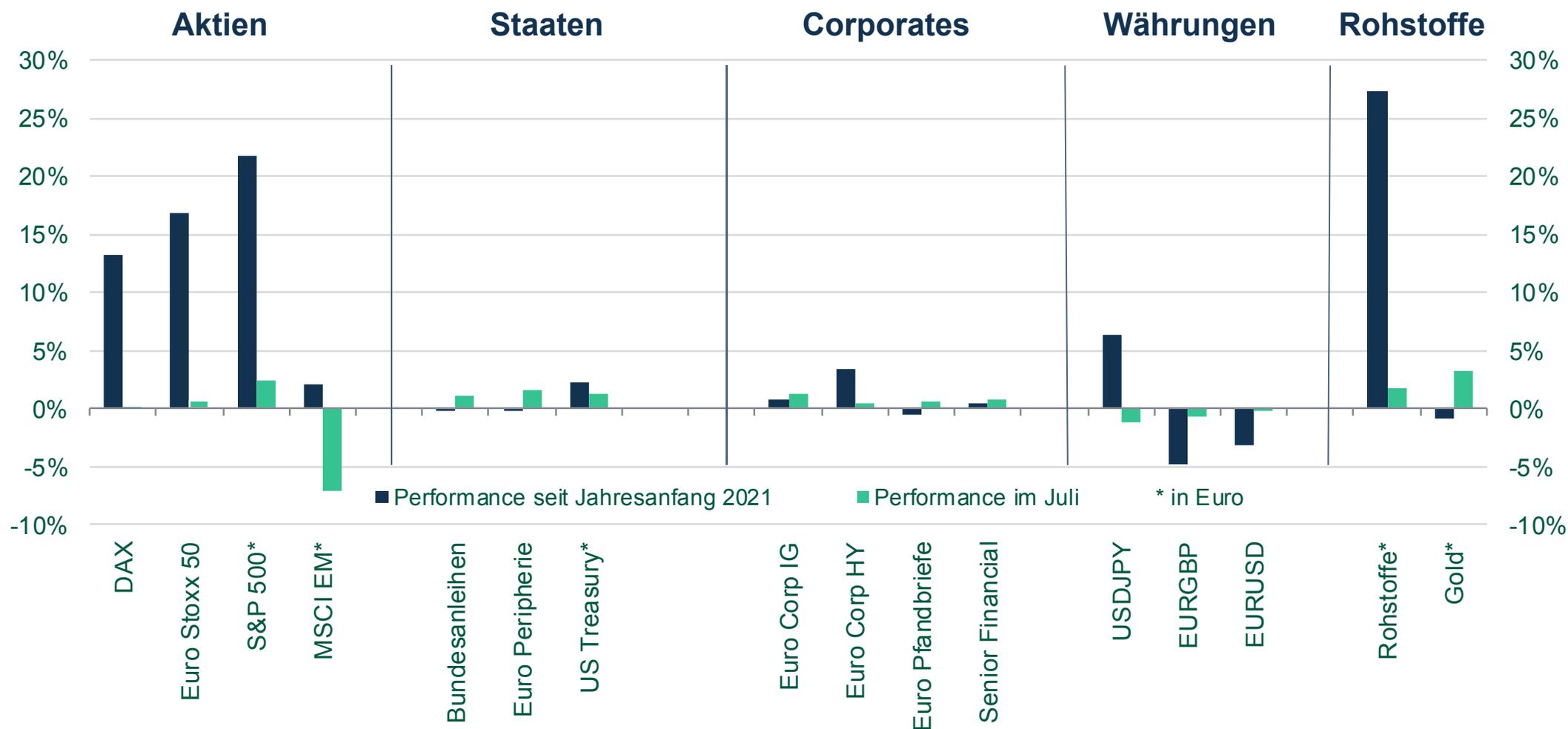


- 26.08.-28.08.: Fed-Symposium in Jackson Hole – Wie könnte der Exit aus der ultra-lockeren Geldpolitik aussehen?
- 11.08.: Inflationsdaten USA
- 31.08.: Inflationsdaten Eurozone

Leiter Makro- und Strategy-Research
Dr. Thomas Meißner
+49 (0) 711 – 127 – 73 574
thomas.meissner@LBBW.de

Rentenmärkte legen im Juli deutlich zu, Rückschlag bei Emerging-Markets-Aktien

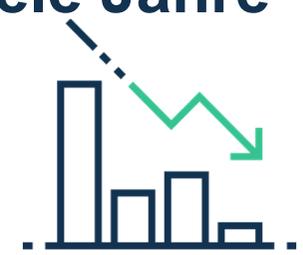
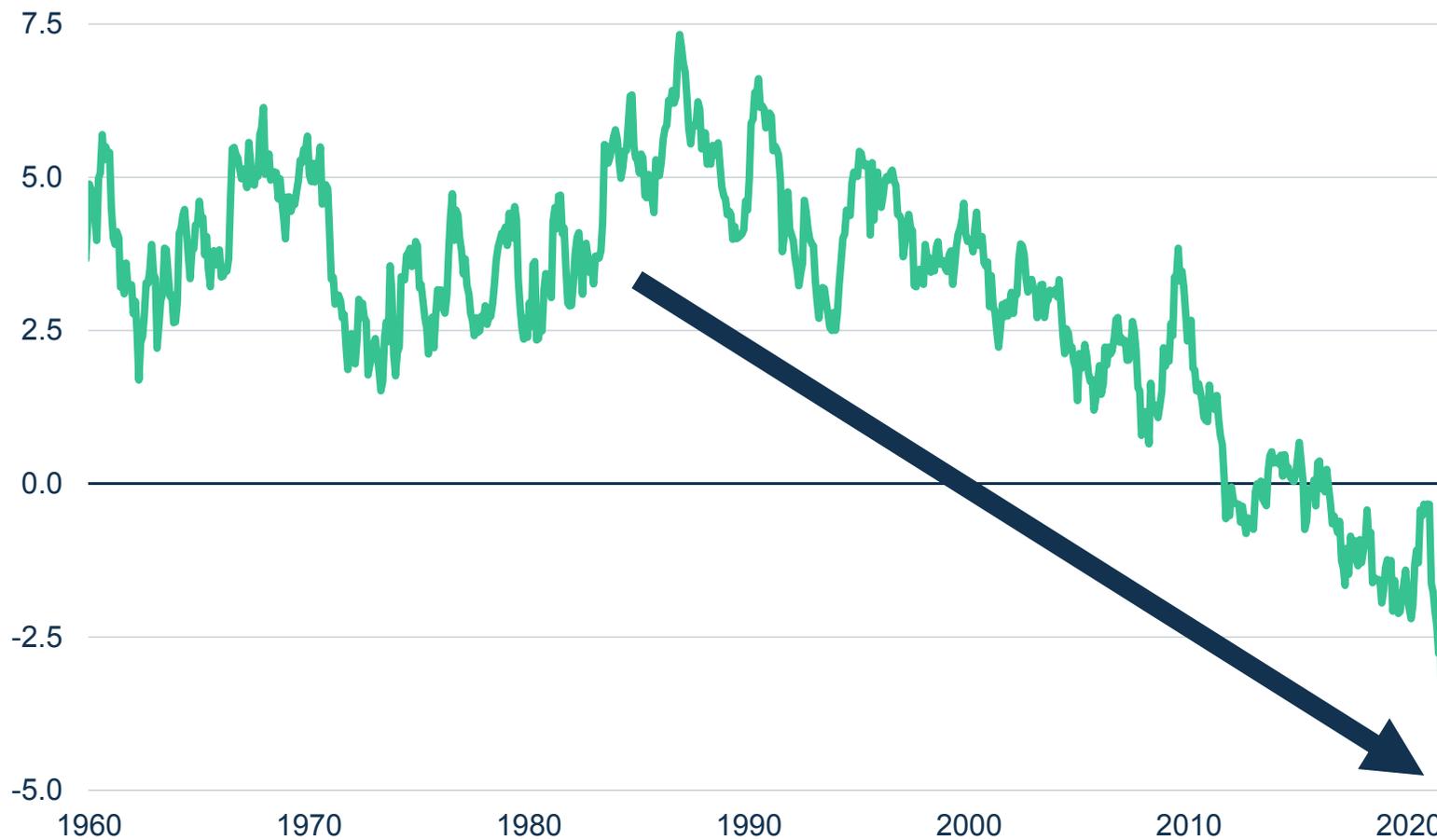
ausgewählte Assets in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Graph des Monats: Rentenmarkt: In realer Rechnung mit Minusrenditen – auf viele Jahre

Zehnjahres-Realrendite: Bunds ./ Inflationsrate, Deutschland
(in % p. a.)



- Der Rentenmarkt hat jüngst einen neuen unrühmlichen Rekord erzielt. Wird von der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen die laufende Inflationsrate abgezogen, so lag diese Realrendite seit 60 Jahren noch nie so tief wie zuletzt: bei (!) negativen (!) vier Prozent.
- Die Renditen erfüllen ihren Auftrag schon lange nicht mehr: für Wachstum und für Inflation zu kompensieren.
- Eine Trendumkehr ist nicht in Sicht – im Gegenteil. Auf Jahre hinaus winkt ein unattraktiver Rentenmarkt.
- Geht die EZB bei ihrer Einschätzung der Inflation fehl, dann könnte es für alle, die sparen und anlegen, zukünftig noch teurer werden.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen der LBBW.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Sonderthema: Lieferketten unter Stress

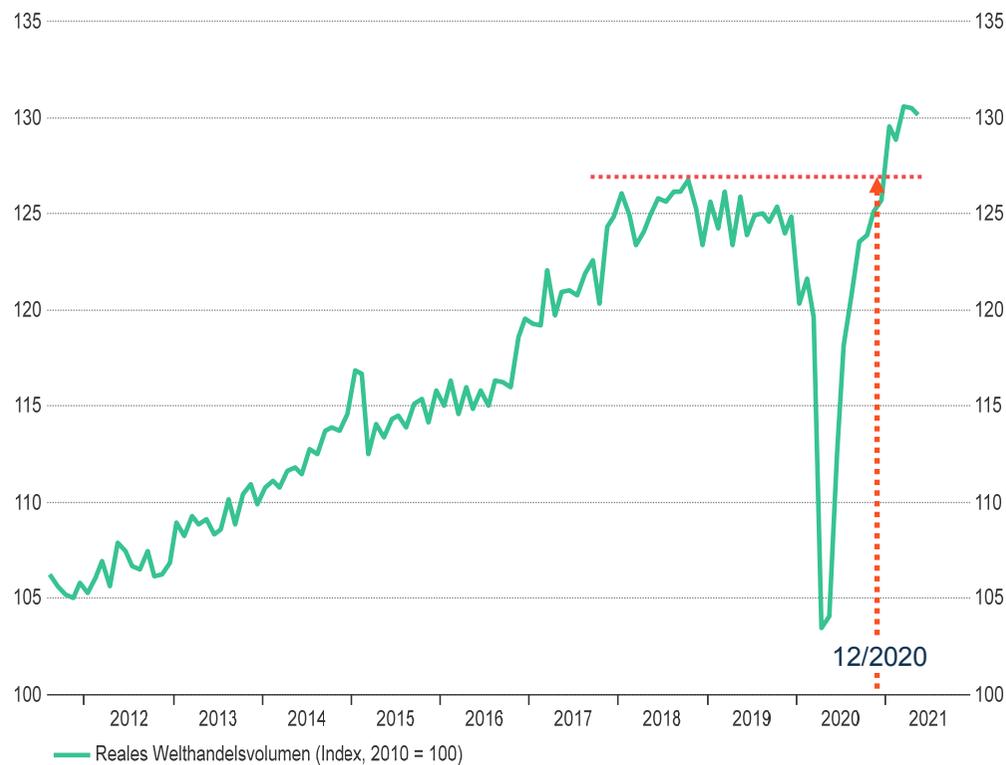


- Der internationale Schiffsverkehr läuft derzeit „unrund“. Erst war tagelange der Suezkanal blockiert, dann musste der Hafen von Shenzhen wegen eines Corona-Ausbruchs seinen Containerumschlag deutlich herunterfahren.
- Belastungen für die Schifffahrt dürfte es noch bis weit in das dritte Quartal geben.
- Eine Knappheit bei Halbleitern drosselt derweil weltweit die Industrieproduktion. Die Engpässe hier dürften bis weit ins nächste Jahr bestehen bleiben – oder länger.

Matthias Krieger
Senior Economist
Tel: + 49 - (0)711 - 127 - 73036
matthias.krieger@lbbw.de

Welthandel: Erholung schreitet kräftig voran

Reales Welthandelsvolumen Index (2010 = 100)



- Nach einem massiven pandemiebedingten Einbruch hat das Welthandelsvolumen zuletzt wieder stark zugenommen. Inzwischen liegt es über den Vergleichswerten aus der Zeit vor Beginn der Pandemie.

Containerumschlagindex von RWI und ISL* 2015 = 100 / Daten aus 91 Häfen / Stand: Juni 2021

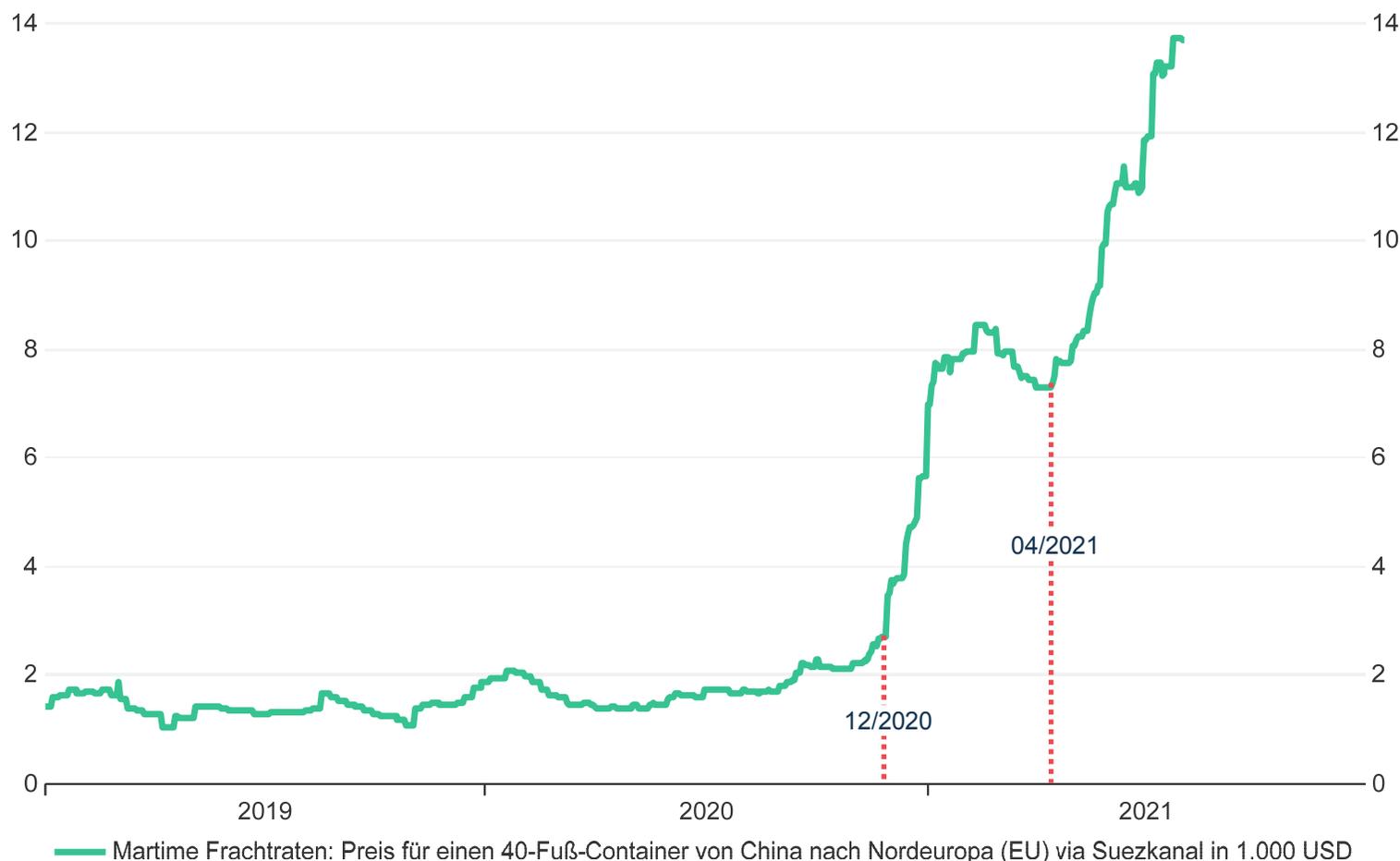


- Der Bedarf an Containern im Schiffsverkehr ist hoch. Der Löwenanteil des internationalen Handels wird über den Seeweg abgewickelt, und Industriegüter werden vorwiegend in Containern transportiert.

Quelle: <https://www.isl.org/de/containerindex/juni-2021>; <https://www.rwi-essen.de/containerindex>, Refinitiv, LBBW Research

Frachtraten im Schiffsverkehr massiv gestiegen

Kosten pro Container für den Seeweg von China nach (Mittel-) Europa in 1.000 USD



- Die maritimen Frachtraten sind zuletzt in zwei Wellen massiv angestiegen:

Ab 12/2020:

- rasche Erholung des Welt-handels – Containermangel in Asien wg. Lockdown in Europa

Ab Q2 2021:

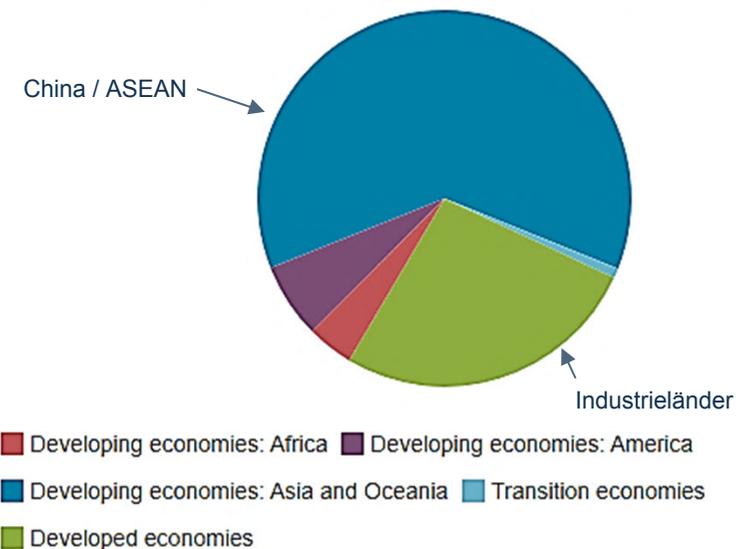
- Folgewirkungen der Blockade des Suez-Kanals Ende März
- Corona-Ausbrüche in Indien/ Philippinen als Heimat vieler Seeleute
- Vier Wochen Stau von Containerschiffen vor dem Hafen Shenzhens (Yantian) wegen eines Corona-Ausbruchs mit nachfolgenden Dominoeffekten

Weltweiter Containerumschlag

Containerumschlag: Die elf größten Häfen Mio. Twenty-foot equivalent units (TEU) 2020

Platz	Hafen	Land	Umschlagvolumen
1.	Shanghai	Volksrepublik China	43,5 Mio. TEU
2.	Singapur	Singapur	36,8 Mio. TEU
3.	Ningbo-Zhoushan	Volksrepublik China	28,7 Mio. TEU
4.	Shenzhen	Volksrepublik China	26,5 Mio. TEU = 4,2 % Weltumschlag
5.	Guangzhou	Volksrepublik China	23,2 Mio. TEU
6.	Qingdao	Volksrepublik China	22 Mio. TEU
7.	Busan	Südkorea	21,8 Mio. TEU
8.	Tianjin	Volksrepublik China	18,3 Mio. TEU
9.	Hongkong	Chinesische Sonderverwaltungszone	18 Mio. TEU
10.	Los Angeles / Long Beach	Vereinigte Staaten von Amerika	17,3 Mio. TEU
11.	Rotterdam	Niederlande	14,4 Mio. TEU
Gesamtes Umschlagsvolumen:			270,5 Mio. TEU = 43 % Weltumschlag
Quelle: Statista			Umschlagvolumen Welt: 620 Mio. TEU

Containerverkehr Anteile 2019



- Der Hafen von Shenzhen steht für rund 4,2 % des Welt-Containerumschlags.
- Ein Stillstand hier hat signifikante Auswirkungen auf das eng getaktete logistische Netzwerk des Welthandels.
- Container liegen bei einem Stau "brach" und können nicht weiterverwendet werden.
- Auch die steigende Belastung von Ausweichhäfen streut Sand ins Getriebe.

Quelle: Statista; <https://stats.unctad.org/handbook/MaritimeTransport/Indicators.html>; <http://www.hamburg-container.com/container.html>; LBBW Research

Umschlagzeiten in Containerhäfen

Hafenaufenthalt 2019

in Tagen

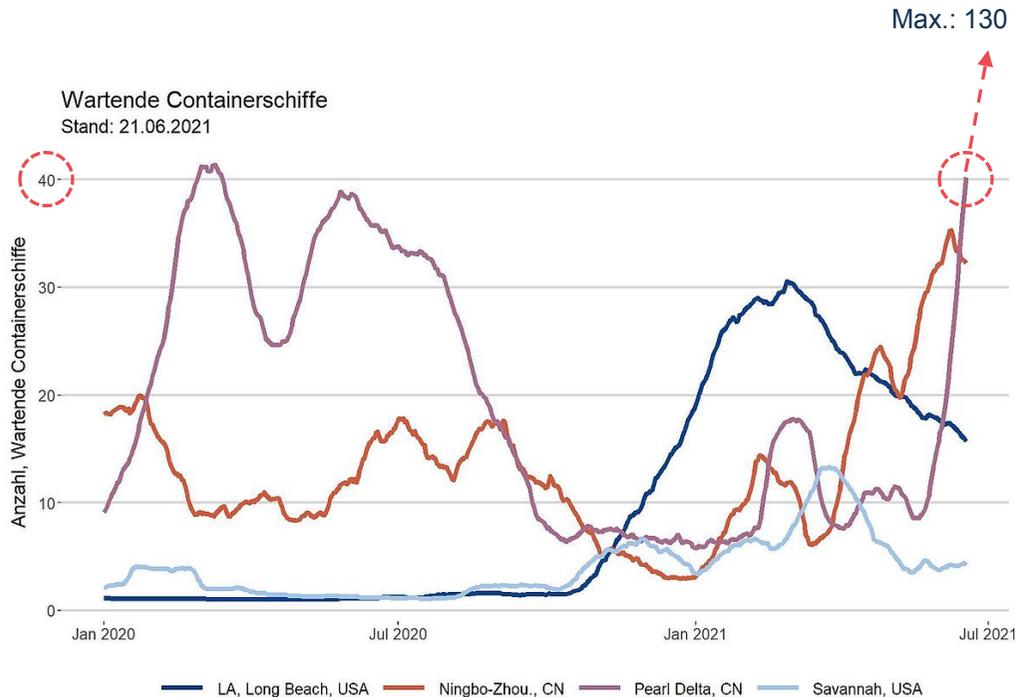
Economy		Number of port calls	Median time at port (days)						
			All market segments	Liquid bulk	Container ship	Dry breakbulk	Dry bulk	LPG carriers	LNG carriers
1	Norway	586 161	0.4	0.6	0.3	0.3	0.9	0.8	0.3
2	United States of America ^a	290 748	1.4	1.6	1.0	1.8	1.8	2.0	1.3
3	Japan	280 874	0.4	0.3	0.4	1.1	0.9	0.3	1.0
4	China	254 868	1.0	1.1	0.6	1.2	2.0	1.0	1.2
5	Italy	233 081	1.3	1.3	0.8	1.9	3.6	1.4	..
6	Turkey	200 494	1.1	1.1	0.7	1.5	2.7	1.1	1.4
7	United Kingdom ^b	197 893	1.2	1.1	0.6	1.5	4.0	1.4	1.3
8	Indonesia	175 242	0.7	0.5	1.0	1.1	0.4	0.9	1.0
9	Greece	159 583	1.3	1.3	1.1	1.3	3.6	1.1	1.4
10	Spain	142 773	0.9	0.8	0.7	1.1	2.3	1.0	1.1
11	Netherlands	124 059	0.6	0.5	0.8	0.4	0.8	0.9	1.3
12	Denmark	113 170	0.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.1	..
13	Germany	108 634	0.6	0.4	0.8	0.5	2.5		
14	Canada	104 330	0.7	1.1	1.5	0.3	0.3		
15	Korea, Republic of	95 992	1.3	1.0	1.4	1.6	2.5		
16	Sweden	78 766	0.8	0.7	0.6	1.0	0.5		
17	France ^c	72 014	0.8	0.8	0.6	1.3	2.3		
18	Russian Federation	71 412	1.1	1.1	0.8	1.5	3.1		
19	Croatia	71 023	1.2	1.0	0.6	2.6	1.8		
20	Australia	66 076	1.5	1.3	1.2	1.8	1.7		

- Die normalen Liegezeiten in einem Containerhafen sind kurz (i.d.R. < 1 Tag).
- Tage- oder gar wochenlange “Staus” stören die Logistik empfindlich.

Quelle: <https://stats.unctad.org/handbook/MaritimeTransport/Indicators.html>; LBBW Research

Containerstau vor chinesischen Häfen

Wartende Containerschiffe



Quelle: Fleetmon, eigene Berechnungen. 30-Tage gleitender Durchschnitt

- Anzahl der Container weltweit: 38 Millionen (geschätzt)
- 1 Standard-Containerschiff = 14.000 Container
- d.h. 40 Schiffe = 1,5 % des Welt-Containervolumens

- Institut für Weltwirtschaft Kiel (IfW):

5. Juli: „... Die Anzahl wartender Containerschiffe im chinesischen Perlfussdelta ist ungewöhnlich hoch.

Einzelne Häfen wie Yantian haben weniger als die Hälfte ihrer üblichen Containermenge verschifft.

Gegenwärtig sind bereits **knapp fünf Prozent aller Containerschiff-Kapazitäten durch Staus an den chinesischen Häfen gebunden.** ...“

„Das ist mehr als in der ersten Corona-Welle. Im Roten Meer sind aktuell zehn Prozent weniger Containerschiffe unterwegs, als dies zu erwarten wäre. Das Frachtaufkommen auf dem Roten Meer ist ein Indikator für den Handel zwischen Asien und Europa“

21. Juli: „... beobachten weiterhin Verwerfungen in der Containerschiffahrt, auch wenn sich die Staus vor chinesischen Häfen zurückbilden. Für Chinas Handel weist der Indikator in beide Richtungen aber leicht positive Werte aus. Dies signalisiert eine Verbesserung gegenüber dem Vormonat und eine **Abschwächung der Schifffahrtskrise.**

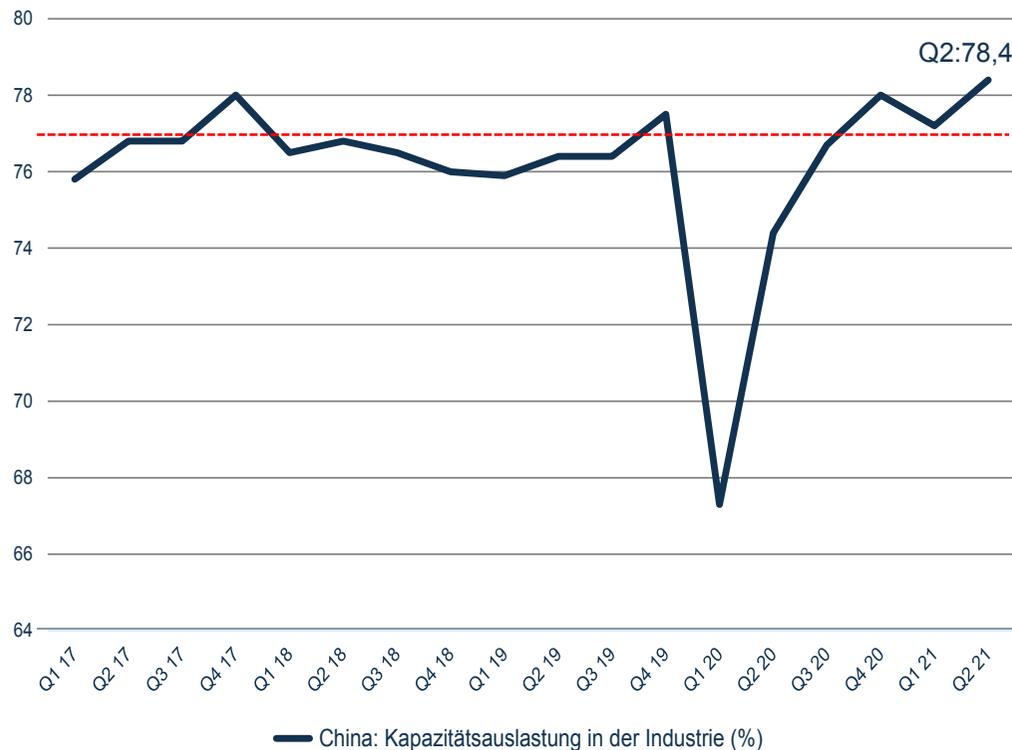
Auffällig ist, dass das **Frachtvolumen im Roten Meer**, ein Indikator für den europäisch-asiatischen Handel, nun schon seit mehreren Wochen über **zehn Prozent unter den eigentlich erwartbaren Mengen liegt**“

„... **Belastungen bis weit ins dritte Quartal zu erwarten**“

Quelle: <https://www.ifw-kiel.de/de/themendossiers/internationaler-handel/kiel-trade-indicator/>; LBBW Research

Industrie, Welt: Grundsätzlich zwar keine Kapazitätsengpässe, ...

China: Kapazitätsauslastung der Industrie in % (mit Mittelwert)



- Die Kapazitätsauslastung der Industrie insgesamt in China ist zwar relativ hoch, mit zuletzt 78,4 % aber längst nicht „überspannt“.

Quelle: Nationales Statistikamt, Refinitiv, LBBW Research

USA: Kapazitätsauslastung der Industrie in % (mit Mittelwert)



- In den USA ist die Kapazitätsauslastung der Industrie insgesamt derzeit noch eher unterdurchschnittlich.
- Eine ernste Verknappung bei Zulieferungen aus diesen Staaten dürfte insofern kurzfristig kaum entstehen.

... aber Engpässe in Teilen der Elektronikindustrie

USA: Kap.-Auslastung Computer/Halbleiter in %



Taiwan: Exportaufträge Elektronikprodukte in Mrd. USD/Monat



- Bei Computerchips ist dagegen die Kapazitätsauslastung z.B. in den USA außergewöhnlich hoch.

- Die Exportaufträge z.B. in Taiwans Elektronikindustrie spiegeln hier die hohe Nachfrage.

Quelle: Nationales Statistikamt, Refinitiv, LBBW Research

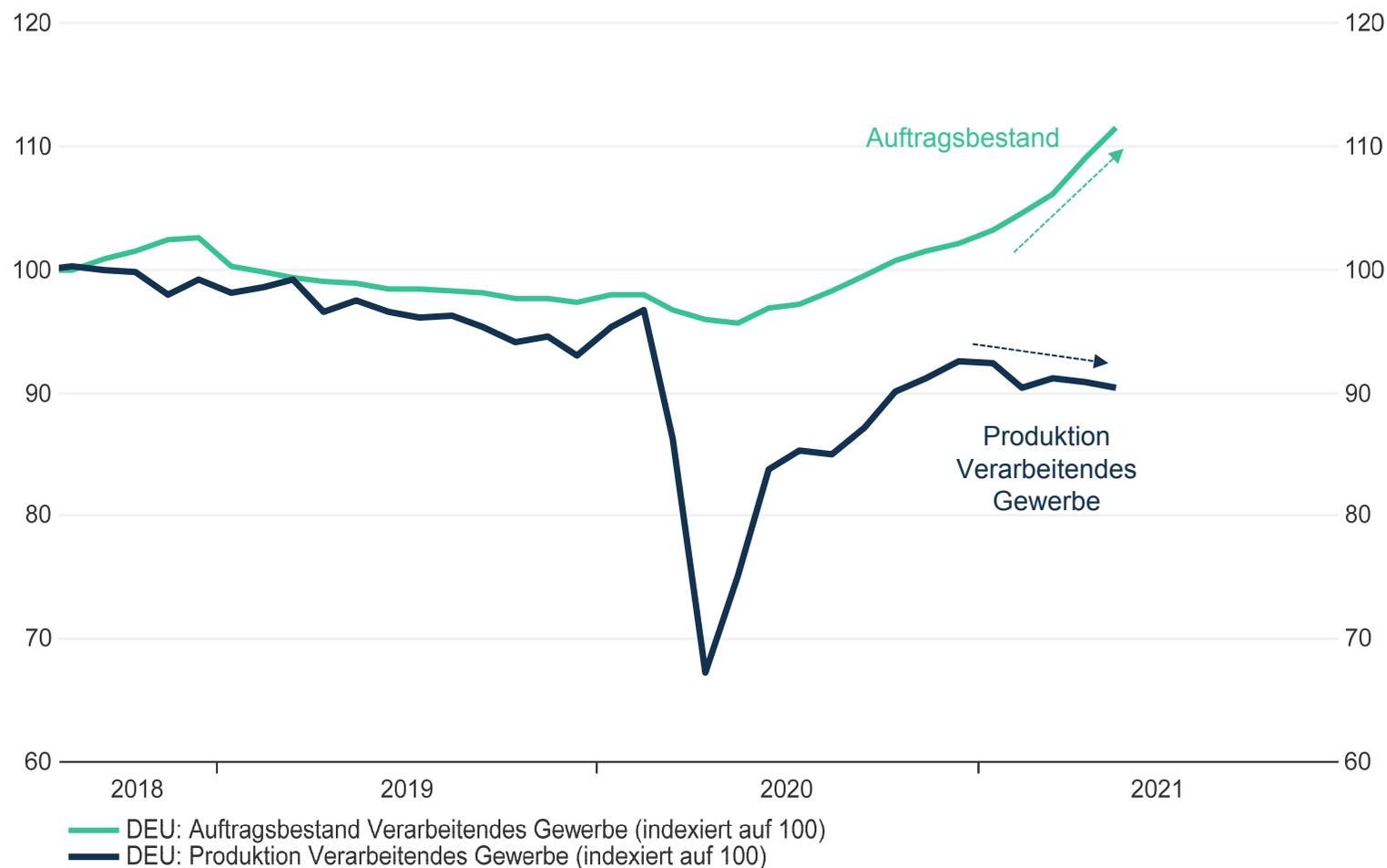
Engpässe bei Halbleitern dauern an

Knappheit bei Halbleitern

- Von der Pandemie ausgelöster Digitalisierungsschub:
Sprunghaftes Wachstum - Auftragsfertiger in Fernost kommen mit Lieferungen in Verzug.
- Probleme im Schiffsverkehr: Halbleiter-Kunden setzten bislang auf Just-in-time-Anlieferung. Der Hafen Shenzhen (Yantian) steht normalerweise für rund 90 % der chinesischen Elektronikexporte.
- Neue Fabriken bringen nur langfristig Entlastung: Ein großes Werk zu errichten, dauert zwei bis vier Jahre.
- Eine Fabrik für die höchst integrierten Chips kostet 10 Mrd. USD; die Hürden für neue Werke sind hoch.
- Weltgrößter Chip-Produzent Intel (Intel-Chef Pat Gelsinger):
„ ...während ich erwarte, dass die **Talsole bei den Engpässen in der zweiten Jahreshälfte durchschritten wird**, wird es noch **ein oder zwei Jahre dauern, bis die Industrie die Nachfrage vollständig erfüllen kann**“

Deutschland: Auftragsbestand nur schleppend abzarbeiten

Verarbeitendes Gewerbe Deutschland: Auftragsbestand vs. Produktion indexiert auf 100



- Die deutsche Industrie kann ihren hohen Auftragsbestand derzeit nur eingeschränkt abarbeiten.
- Wesentlicher Grund: fehlende Zulieferungen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zusammenfassung: Aktuelle Lieferengpässe

Institut für Weltwirtschaft Kiel (IfW) / LBBW Research:

- Industrieproduktion weltweit gegenwärtig deutlich unter demjenigen Niveau, das die Auftragslage hergäbe.
- Grund 1:
Kapazitätsprobleme, z.B. im Elektroniksektor.
- Grund 2: Fehlende Zulieferungen aufgrund von Transportengpässen in der Schifffahrt (Containerstaus in wichtigen Häfen wie Yantian-Shenzhen / Mangel an freien Containern / Corona-Ausbrüche unter Seeleuten).
- IfW-Schätzung:
Lieferengpässe kosten die deutsche Industrie derzeit rund 5 % an Wertschöpfung.
- IfW-Schätzung:
Kosten bis Ende 2021 rund 25 Mrd. EUR oder 1 % des deutschen BIP.
- Beeinträchtigungen der Lieferketten durch Probleme im Schiffsverkehr bis weit ins dritte Quartal 2021 (IfW)
- 2022:
Nachholeffekte wahrscheinlich.
- Knappheit bei Halbleitern bis weit ins Jahr 2022 –
oder bis 2023

Quelle: IfW Kiel - <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/medieninformationen/2021/lieferengpaesse-kosten-deutsche-volkswirtschaft-rund-25-mrd-euro>; LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Corona-Update



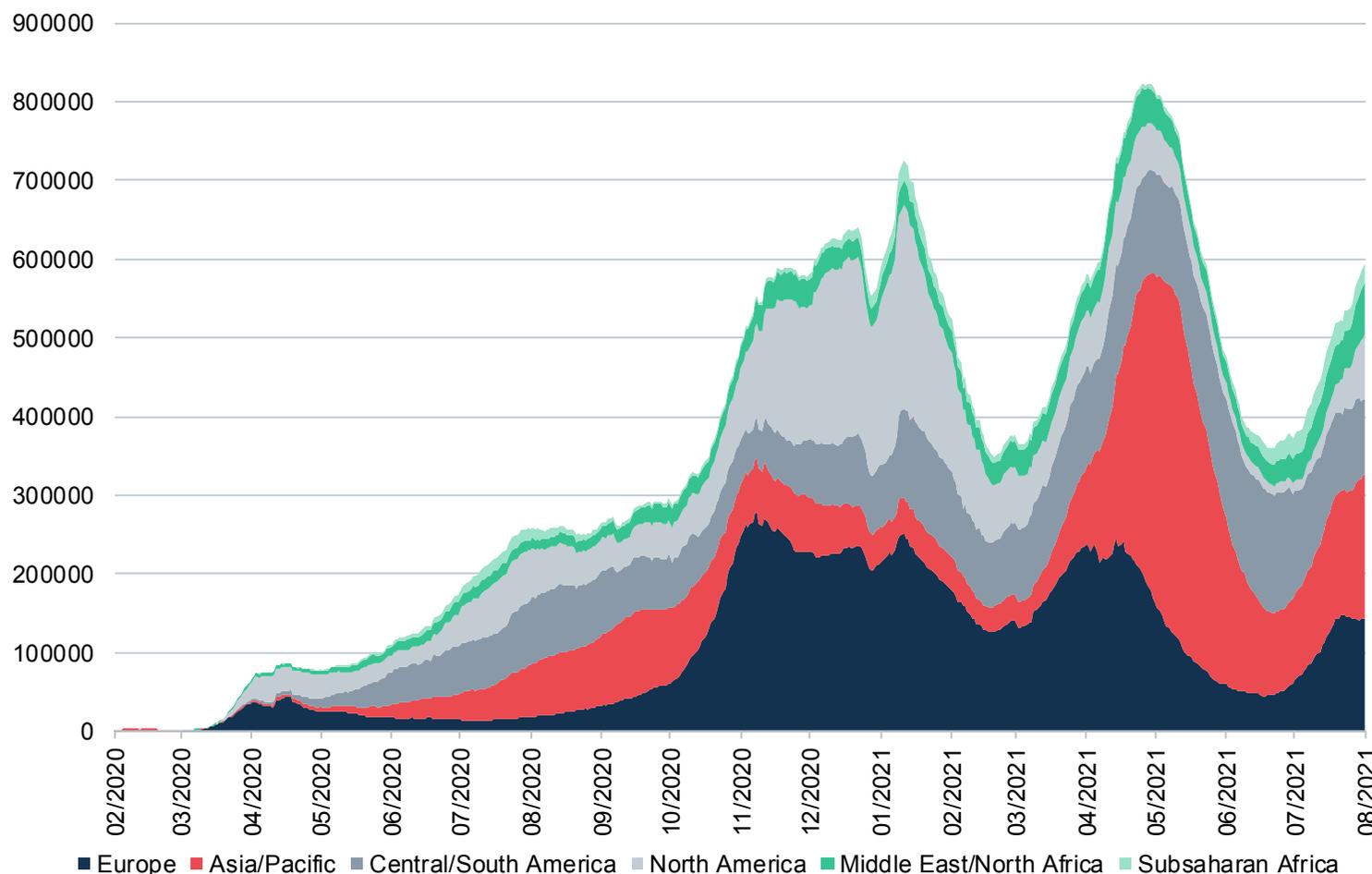
- Die hochansteckende Delta-Variante lässt die Inzidenzen weltweit deutlich steigen. Für Deutschland rechnen wir zunächst noch mit vglw. moderaten Infektionszahlen.
- Aktuelle Studien belegen eine reduzierte Wirksamkeit der Impfstoffe in Bezug auf die Vermeidung der Ansteckung. **ABER:** Impfstoffe reduzieren nach diesen Studien weiterhin zuverlässig die Wahrscheinlichkeit eines Krankenhausaufenthalts bzw. eines schweren Krankheitsverlaufs. Der bisher enge Zusammenhang zwischen Neuinfektionen und zeitverzögerten Krankenhausaufnahmen / Sterbefällen hat sich stark abgeschwächt.
- Um eine „Herdenimmunität“ bei der Delta-Variante zu erreichen, müsste lt. Weltärztebund-Chef Montgomery eine Immunisierungsquote von 85% erreicht werden. Dies ist kurzfristig nicht zu schaffen.
- Deutschland befindet sich mit nur noch leicht steigenden Impfquoten in der Übergangsphase vom „pandemischen“ in ein „endemisches“ Geschehen, erklärt das RKI. Solange die Kapazitäten des Gesundheitssystems nicht an ihre Grenzen kommen, gehen wir davon aus, dass auch bei steigenden Inzidenzen nur in begrenztem Umfang auf wieder strengere Maßnahmen zurückgegriffen wird. Großbritannien ist hierbei ein Testballon.
- Auf lange Sicht ist mit dem Entstehen weiterer Virusvarianten zu rechnen. Hier liegt u.E. das größte Risiko darin, dass bisherige Impfstoffe bei einer künftigen Variante keinen hinreichenden Immunschutz bieten.

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

Delta-Variante bringt neue Welle

Neuinfektionen nach Regionen auf Basis des Sieben-Tage-Mittelwerts

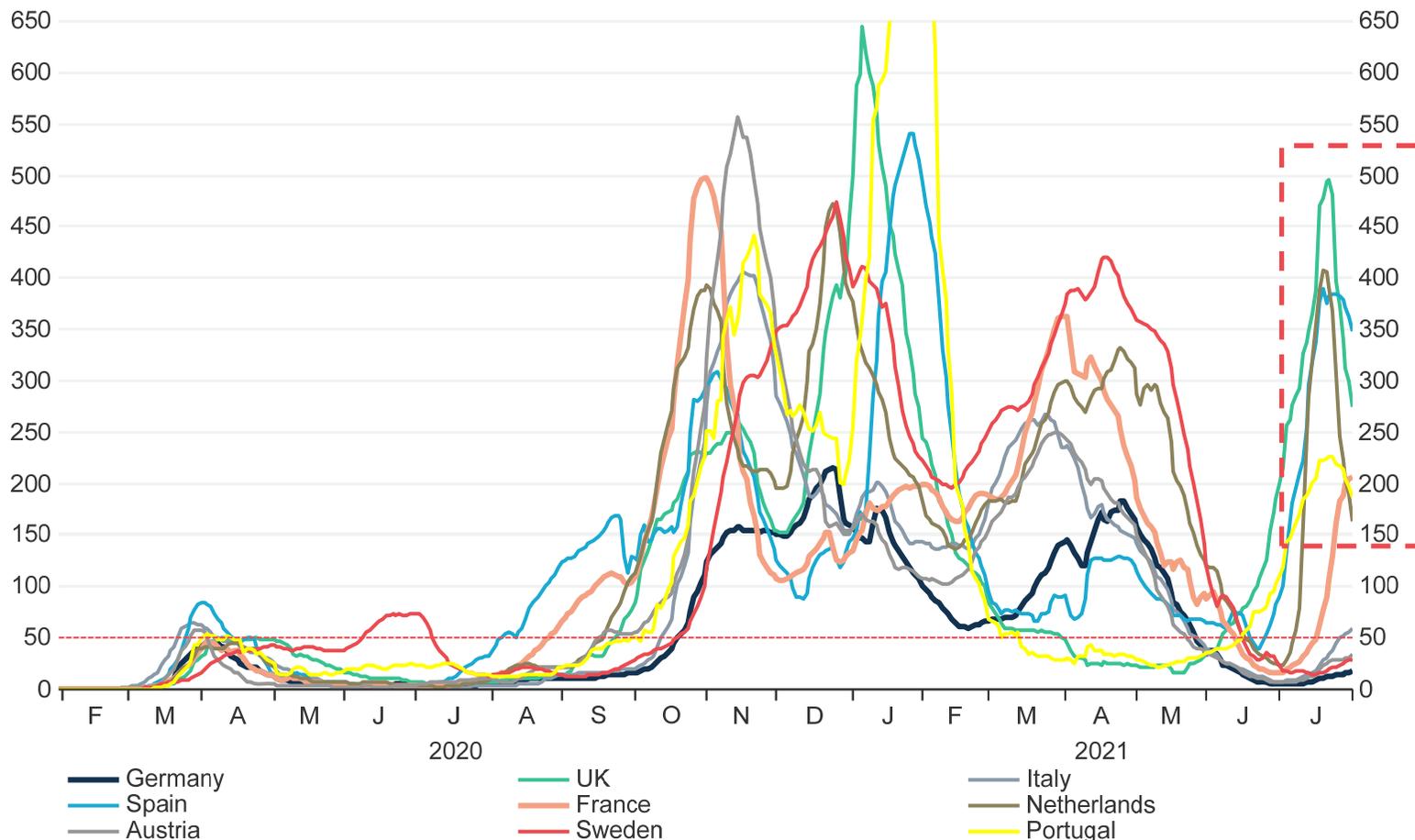


- Die hoch ansteckende Delta-Variante setzt sich weltweit immer mehr durch. Trotz zum Teil bereits hoher Impfquoten steigen die Inzidenzen wieder stark an.
- In den **USA** ist die 7-Tages-Inzidenz wieder auf 180 nach oben geschneilt – trotz einer im weltweiten Vergleich hohen Impfquote. In **Israel** ist die Impfquote noch höher und trotzdem liegt die aktuelle Inzidenz bei knapp 200.
- Aktuelle Studien aus Israel belegen eine reduzierte Wirksamkeit des Biontech-Impfstoffs in Bezug auf die Vermeidung der Ansteckung. **ABER:** Impfstoffe reduzieren weiterhin zuverlässig die Wahrscheinlichkeit einer Krankenhausaufnahme bzw. eines schweren Krankheitsverlaufs.

Quelle: Ourworldindata.org, LBBW Research

Europa: Zuletzt wieder deutlich fallende Inzidenzen in UK und in den Niederlanden

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



- Nachdem sich die Delta-Variante zuerst in UK ausbreitete und dort zu einem massiven Anstieg der Inzidenzen führte, ist nun ein deutlicher Anstieg der Inzidenzen in vielen Staaten zu beobachten, insbesondere in den Niederlanden, in Spanien, in Portugal und in Frankreich.
- **In den vergangenen Tagen/Wochen hat der Anstieg der Inzidenzen in Großbritannien, den Niederlanden, Spanien und Portugal wieder nach unten gedreht. Ist der Höhepunkt der Delta-Welle dort bereits überwunden?**
- Die Infektionszahlen in Deutschland steigen wieder kontinuierlich an, bewegen sich aber noch auf niedrigen Niveaus.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Alpha vs. Delta: Wirksamkeit einer Pfizer- / Biontech-Zweifachimpfung

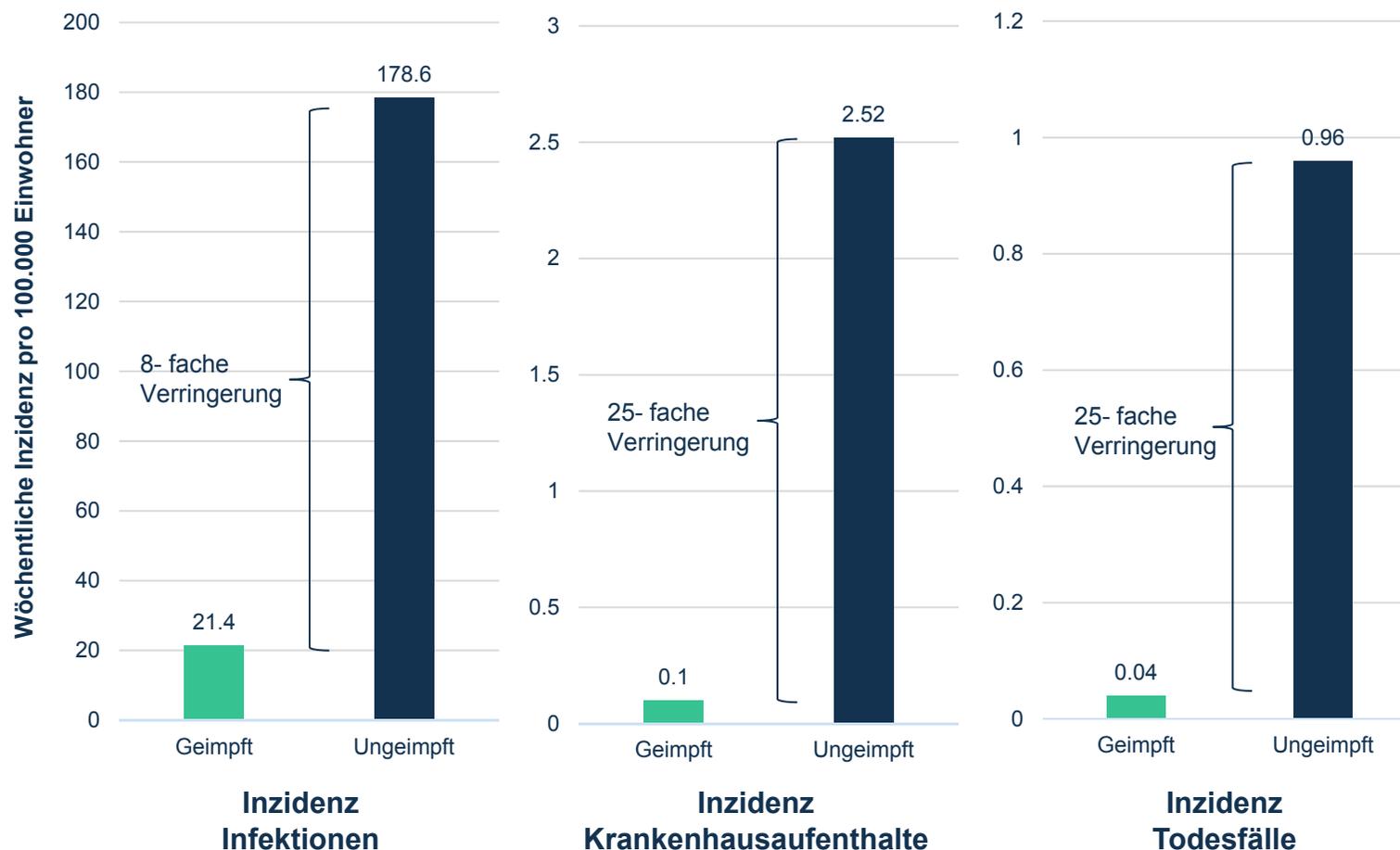


Quelle: Sheikh et al. Lancet (2021), LBBW Research

Deutlich höheres Risiko für nicht geimpfte Personen

Risiko von Infektion, Krankenhausaufenthalt und Tod

Geimpfte vs. ungeimpfte Personen

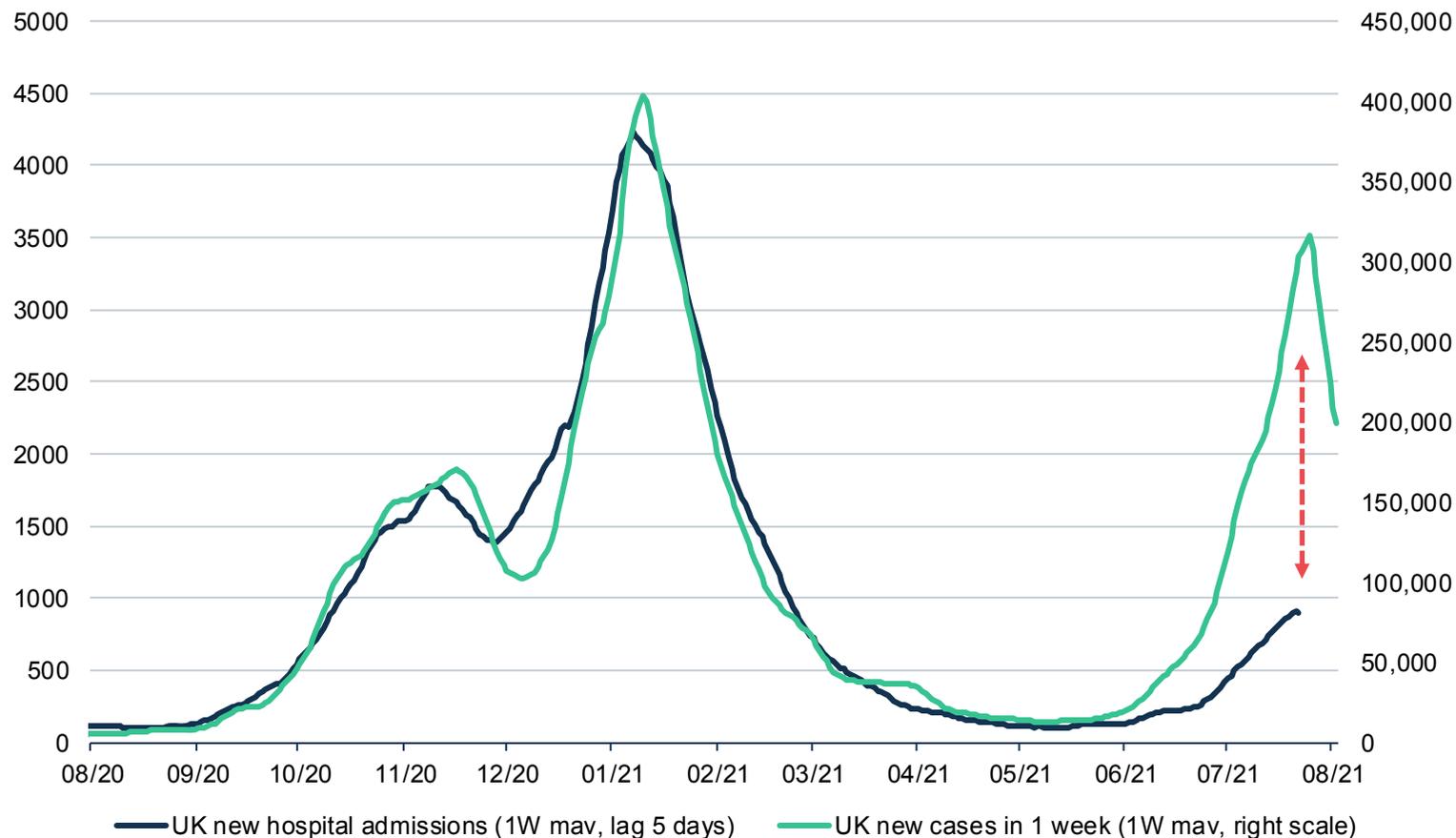


- Gemäß einer aktuellen Studie aus den USA reduziert sich das Risiko, an COVID-19 zu erkranken, nach einer vollständigen Impfung in etwa um den Faktor 8.
- Noch besser ist die Schutzwirkung vor einer schweren Erkrankung: Die Inzidenz bei den Krankenhausaufenthalten und bei den Todesfällen ist um den Faktor 25 geringer als bei nicht geimpften Personen.

Quelle: Lopez Bernal et al. NEJM (2021), Daten aus COVID Data Tracker, Stand: 24.07.2021, LBBW Research

Großbritannien: Krankenhauseinweisungen steigen – aber deutlich schwächer als in der Vergangenheit

Krankenhausneuaufnahmen und Covid-19 Neuinfektionen pro Tag bzw. Summe über sieben Tage, geglättet

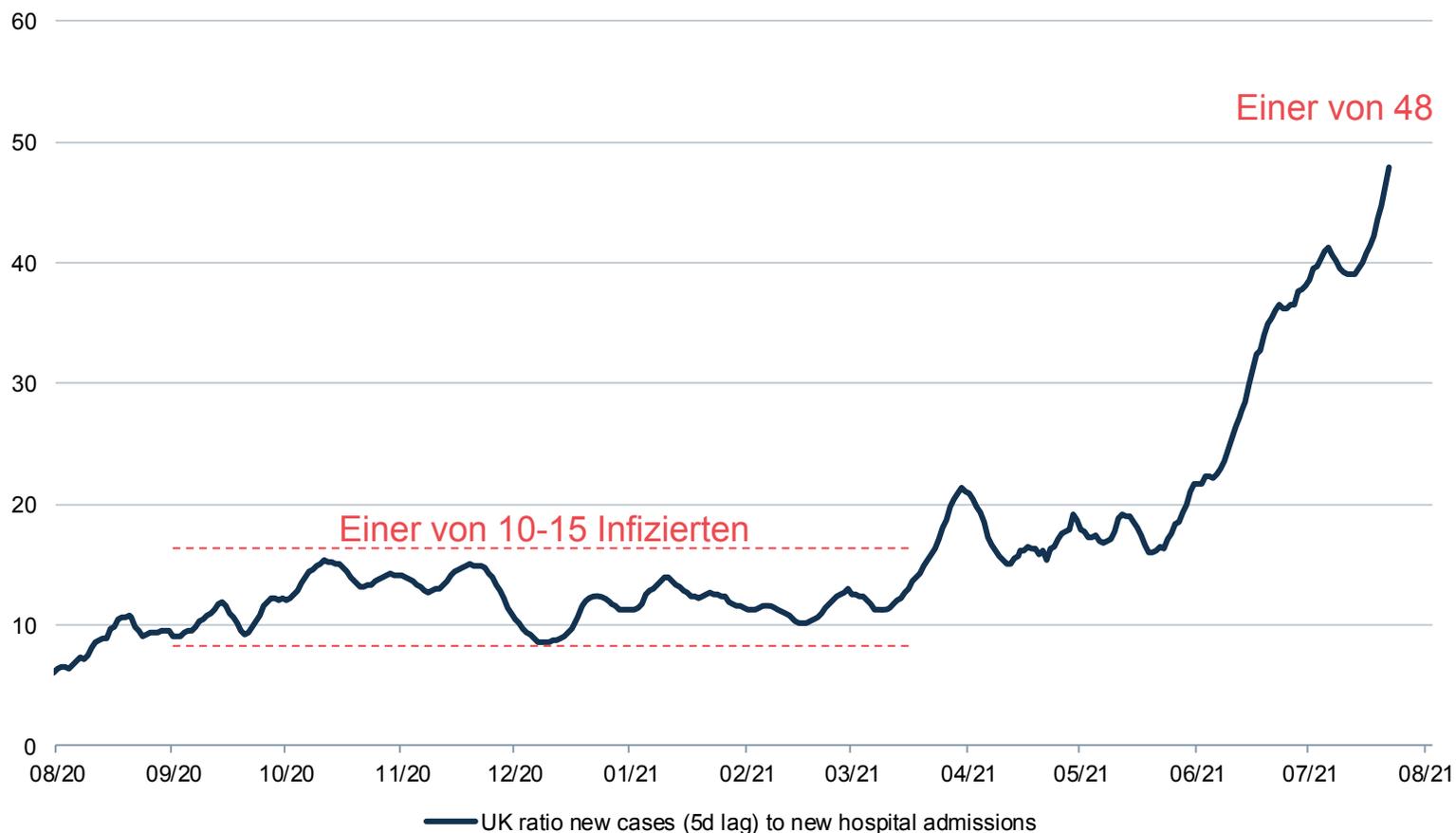


- Großbritannien zeigt sich bereit dazu, ein gewisses Infektionsgeschehen zu tolerieren.
- Die täglichen Neuaufnahmen von Covid-19-Patienten in den Krankenhäusern sind zwar angestiegen, bleiben aber bislang deutlich hinter dem Anstieg der Neuinfektionen zurück.
- Zuletzt schwächte sich der Anstieg der Neuinfektionen ab. Es bleibt spannend, wie weit die Neuinfektionszahlen noch steigen werden und wie sehr sich die Neuaufnahmen in den Krankenhäusern davon abkoppeln können.

Quelle: Refinitiv, coronavirus.data.gov.uk; LBBW Research

Großbritannien: Hohe Impfquote reduziert notwendige Krankenhausbehandlungen deutlich

Verhältnis von Neuinfektionen und Krankenhausaufnahmen pro Tag (Summe über sieben Tage, geglättet)



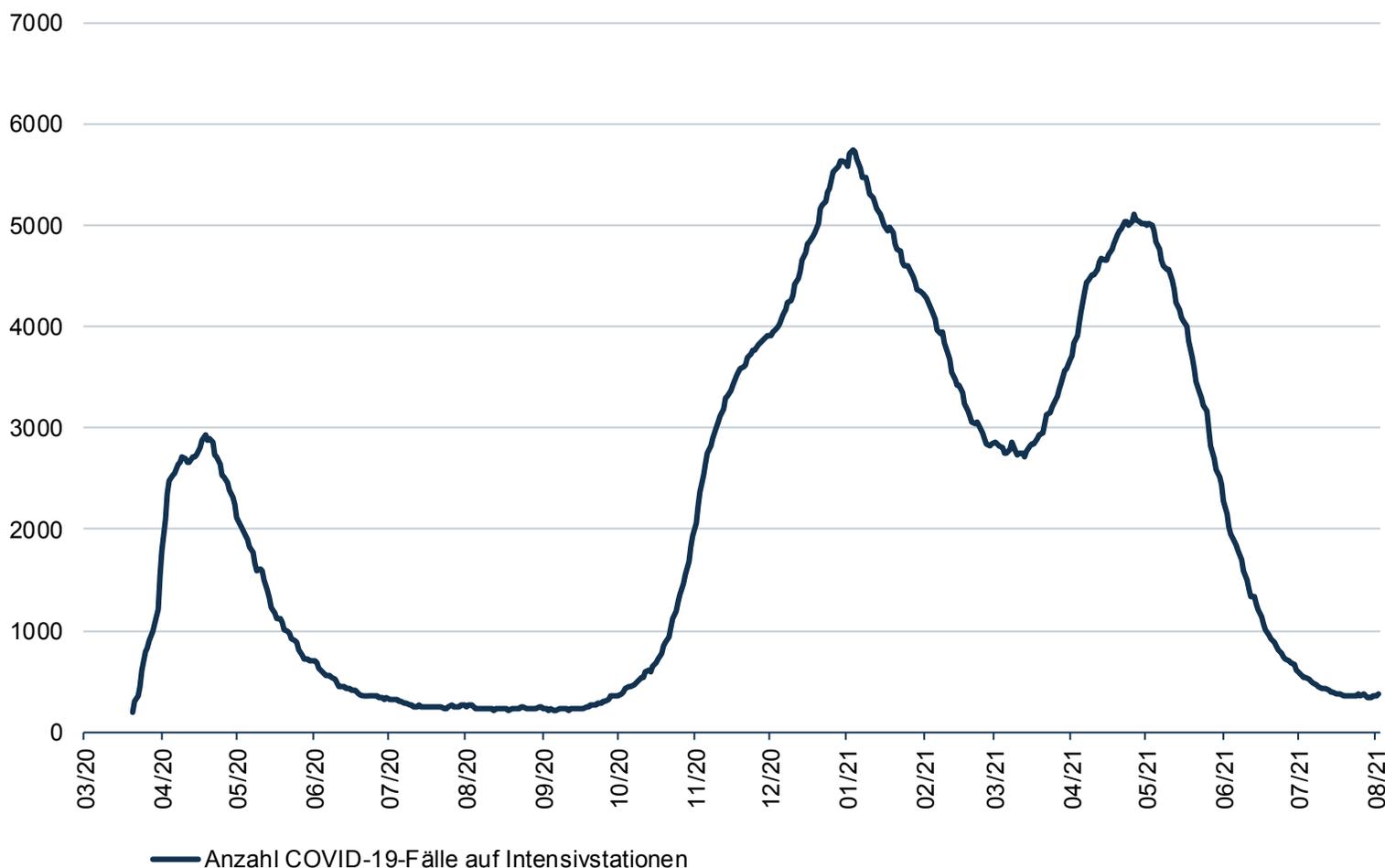
- Die Wirksamkeit der Corona-Impfstoffe bezüglich einer Verhinderung von schweren Krankheitsverläufen scheint sich zu bestätigen.
- Musste bis April rund einer aus 10-15 Infizierten zur Behandlung ins Krankenhaus, hat sich diese Relation nun deutlich verschoben. Nur noch einer von 45 Neuinfizierten wurde in den vergangenen Wochen zur Behandlung ins Krankenhaus eingeliefert.
- Vereinfacht gesprochen: Die hohe Impfquote hat die Wahrscheinlichkeit schwerer Krankheitsverläufe um das Drei- bis Vierfache reduziert.

Quelle: coronavirus.data.gov.uk; LBBW Research

Deutschland: Lage in den Krankenhäusern hat sich entspannt

Intensivbettenbelegung

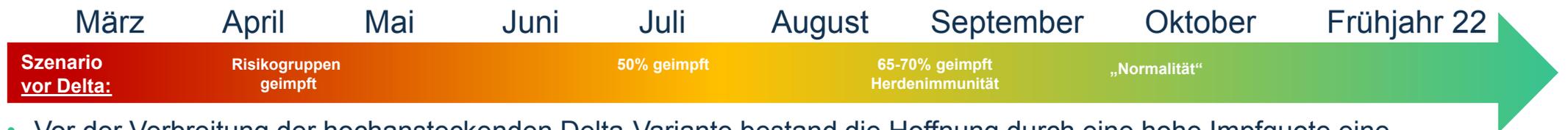
Anzahl der COVID-19-Fälle auf deutschen Intensivstationen



- Im Zuge der gesunkenen Infektionszahlen und der Impfungen – anfangs insbesondere Älterer – ist die Anzahl der COVID-19-Patienten, die einer intensivmedizinischen Betreuung bedürfen, stark gesunken. Dies schafft Puffer für einen künftigen Anstieg der Infektionen.
- Zu berücksichtigen ist, dass der Altersdurchschnitt der Krankenhauspatienten (aller, nicht nur der Intensivpatienten) deutlich gesunken ist: Der Altersmedian lag zu Jahresbeginn bei 77 Jahren, in KW 28 nur noch bei 47 Jahren.
- Jüngere haben eine höhere Überlebenschance, belegen die Krankenhausbetten dadurch aber im Schnitt länger und haben einen größeren Zeitverzug zwischen Infektion und Krankenhausaufnahme.

Quelle: DIVI-Intensivregister (www.intensivregister.de), LBBW Research

Delta-Variante: „Herdenimmunität“ kommt langsam; „Neue Normalität“ wohl ab Frühjahr 2022



- Vor der Verbreitung der hochansteckenden Delta-Variante bestand die Hoffnung durch eine hohe Impfquote eine „Herdenimmunität“ zu erreichen. Eine Impfquote von rd. 65-70% hätte ausgereicht, um den R-Wert unter 1 zu halten.

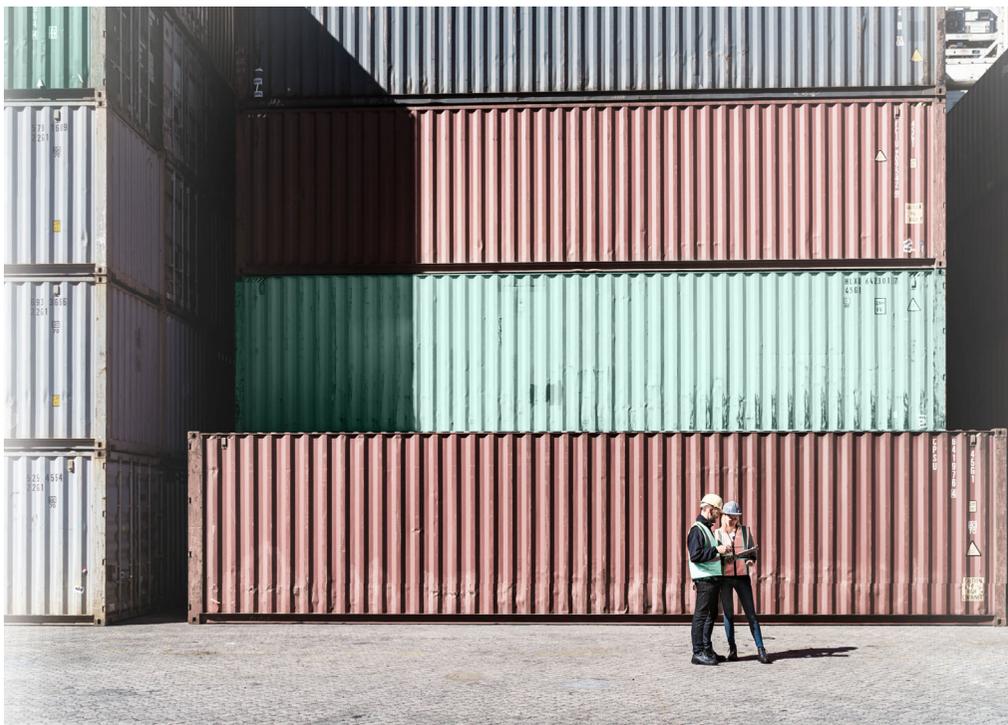


- Um eine **„Herdenimmunität“ bei der Delta-Variante** zu erreichen, müsste lt. Weltärztebund-Chef Montgomery eine **Immunisierungsquote von 85%** erreicht werden. Dies ist kurzfristig nicht zu schaffen. Unserer Meinung nach dauert dies **durch Impfen und „Durchseuchung“** vermutlich ein gutes halbes Jahr. Corona wird zum Dauergast. Wir müssen lernen, mit Corona zu leben.
- Auf die Frage, ob er einen Zeitpunkt sehe, ab dem Corona als ganz normale Erkrankung angesehen werden könne, sagte Weltärztebund-Chef Montgomery im ARD-„Europamagazin“, der Punkt sei dann erreicht, wenn 85% der Bevölkerung durch Impfung und Durchmachen der Erkrankung immunisiert seien.
- „Wir werden aber Corona nie wieder los. Wir werden in bestimmten Situationen immer Masken tragen müssen, Hände waschen müssen, Abstand halten, und wir werden regelmäßig nachimpfen müssen, wie wir das von der Grippe ja auch kennen“, so Montgomery.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Makro



- USA: Prognosen angepasst – weniger Wachstum, mehr Inflation
- EWU: BIP in Q2 mit deutlichem Plus von 2,0%,
- Deutsche Konjunktur: Zurück auf Wachstum
- Konjunktur EWU: Deutliches Plus im zweiten Quartal
- Deutschland: Preisschub übertrifft Erwartungen deutlich, Prognosen angepasst
- EWU: Inflation auch im Euro-Raum über Erwartungen
- EZB: Neue Strategie beschlossen
- China: Wachstumsdynamik normalisiert sich, Immobilienentwickler und Regierung belasten den Aktienmarkt

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

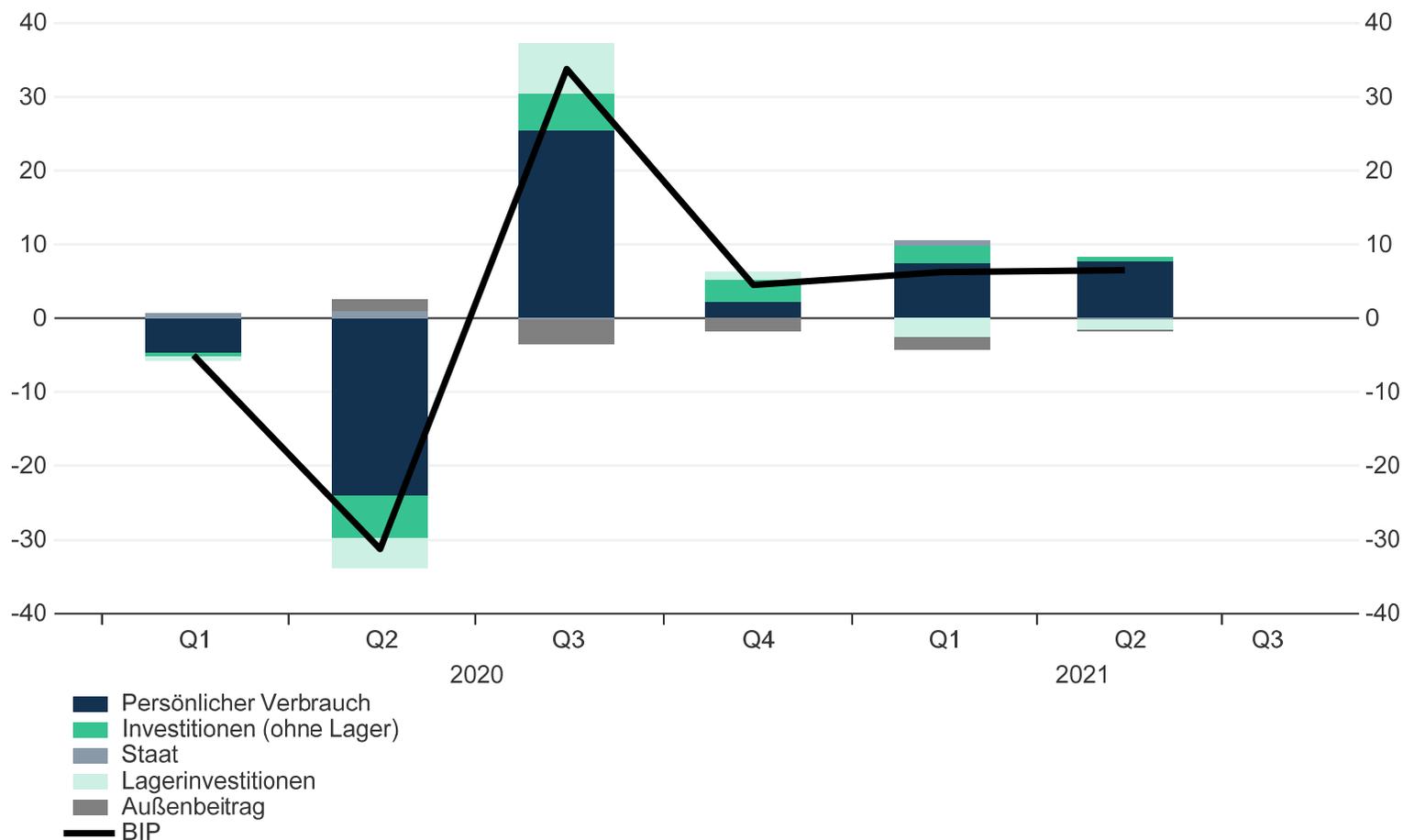
Matthias Krieger
Tel: + 49 711 127-7 30 36
matthias.krieger@LBBW.de

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

USA: Wachstum blieb hinter Erwartung zurück

BIP-Verwendungskomponenten

Saisonbereinigte Quartalswerte, Beiträge in Prozentpunkten

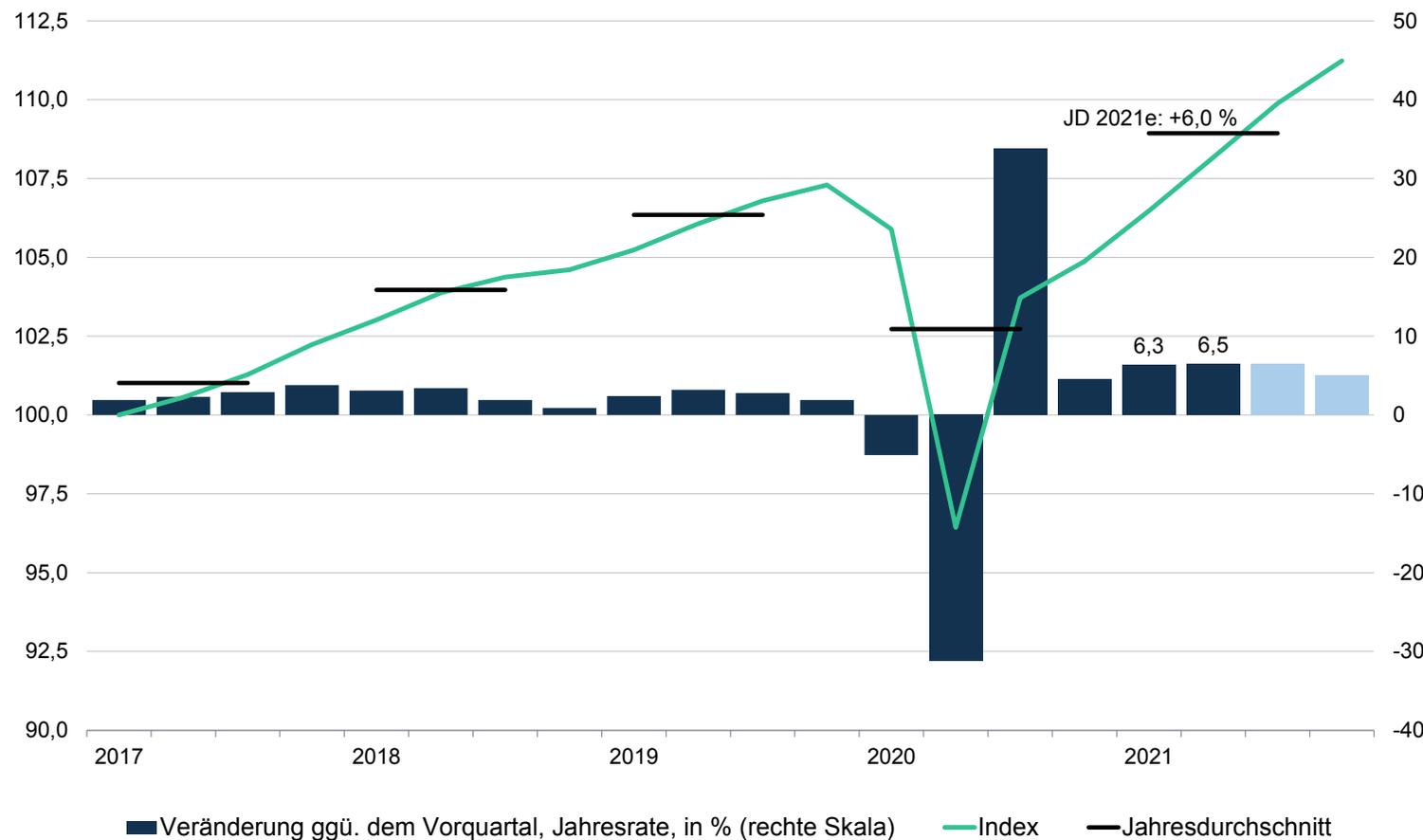


- Die US-Wirtschaft legte im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von 6,5 % zu: erneut kräftig. Gleichwohl blieb das Expansionstempo damit deutlich hinter unserer Erwartung zurück.
- Ein Grund für die Abweichung ist, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände im größeren Ausmaß reduzierten als von uns angenommen
- Ein weiterer Grund ist, dass sowohl die Investitionen in Wirtschaftsbauten als auch die Investitionen in Wohnbauten rückläufig waren. Hier dürften die vielfältigen Meldungen über einen Mangel an Baustoffen ihren Ausdruck gefunden haben.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Die Bäume wachsen nicht in den Himmel

US-Bruttoinlandsprodukt Quartalswerte, Index bzw. in %

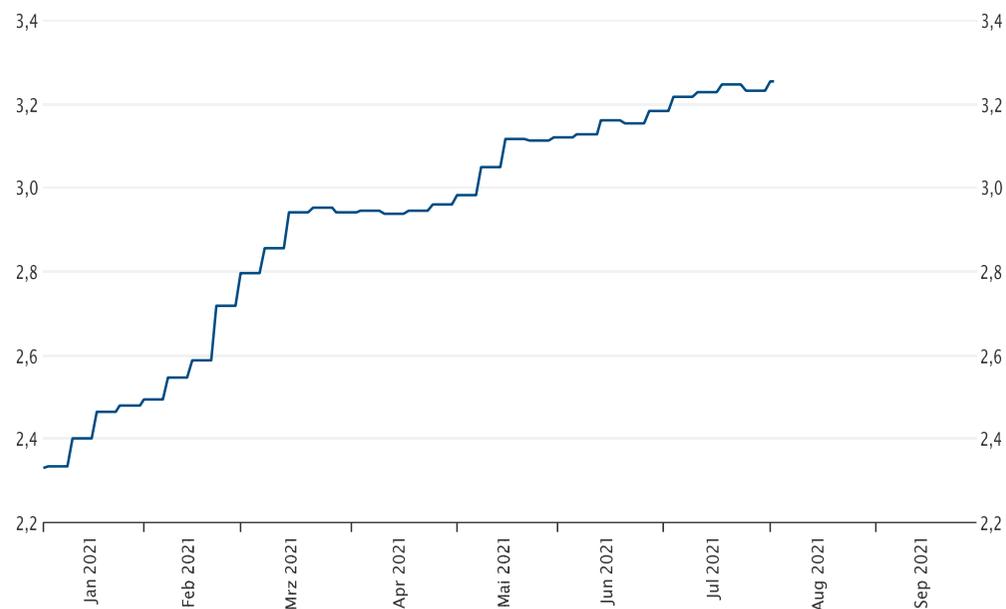


- Ein Wiederaufstocken der leergefegten Läger sowie eine Erholung der Bautätigkeit sollten dem US-Wachstum in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres Rückenwind geben. Zudem sollte die Erholung am Arbeitsmarkt die Konjunktur stützen. Darüber hinaus besteht die Chance, dass die Konsumenten ihre hohen Ersparnisse verausgaben.
- Dem steht entgegen, dass die Früchte aus Konjunkturprogramm und Öffnung der Wirtschaft nur einmal geerntet werden können. Wir prognostizierten bislang für das Gesamtjahr 2021 ein US-Wachstum in Höhe von 7,5 %. Im Lichte der jüngsten Veröffentlichungen reduzieren wir auf 6,0 %.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Inflationsprognose 2021 kaum noch zu erreichen

Benzinpreis pro Gallone (alle Sorten) Tageswerte, in US-Dollar



Die Benzinpreise kletterten im Juli weiter nach oben. Dies ist ein Grund, warum wir für Juli 2021 einen Anstieg des US-Konsumentenpreisindex um 0,5 % gegenüber dem Vormonat prognostizieren. Angesichts dessen ist unsere Inflationsprognose für das Gesamtjahr 2021 in Höhe von 3,5 % nicht mehr zu halten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

US-Konsumentenpreisindex Saisonbereinigte Monatswerte, in %

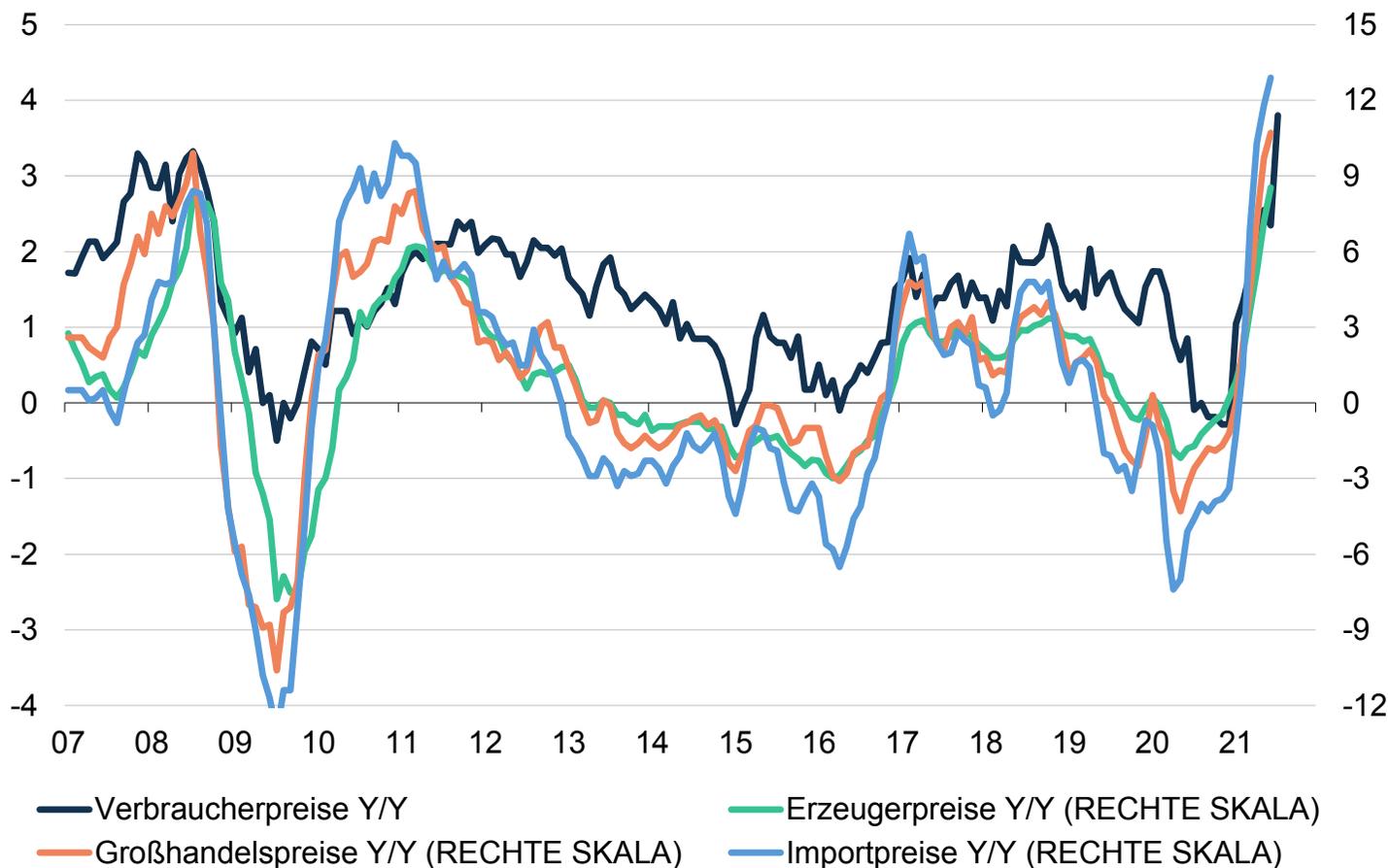


Selbst unter der Annahme einer Stagnation der Konsumentenpreise im Zeitraum August bis Dezember 2021 ergäbe sich für das Gesamtjahr 2021 eine Inflationsrate in Höhe von 4,0 %. Im Ergebnis erhöhen wir unsere Inflationsprognose für 2021 auf 4,4 %.

Deutschland: Preisschub übertrifft Erwartungen deutlich

Deutschland: Preise auf verschiedenen Stufen

(Monatswerte, Änderung zum Vorjahresmonat in %)

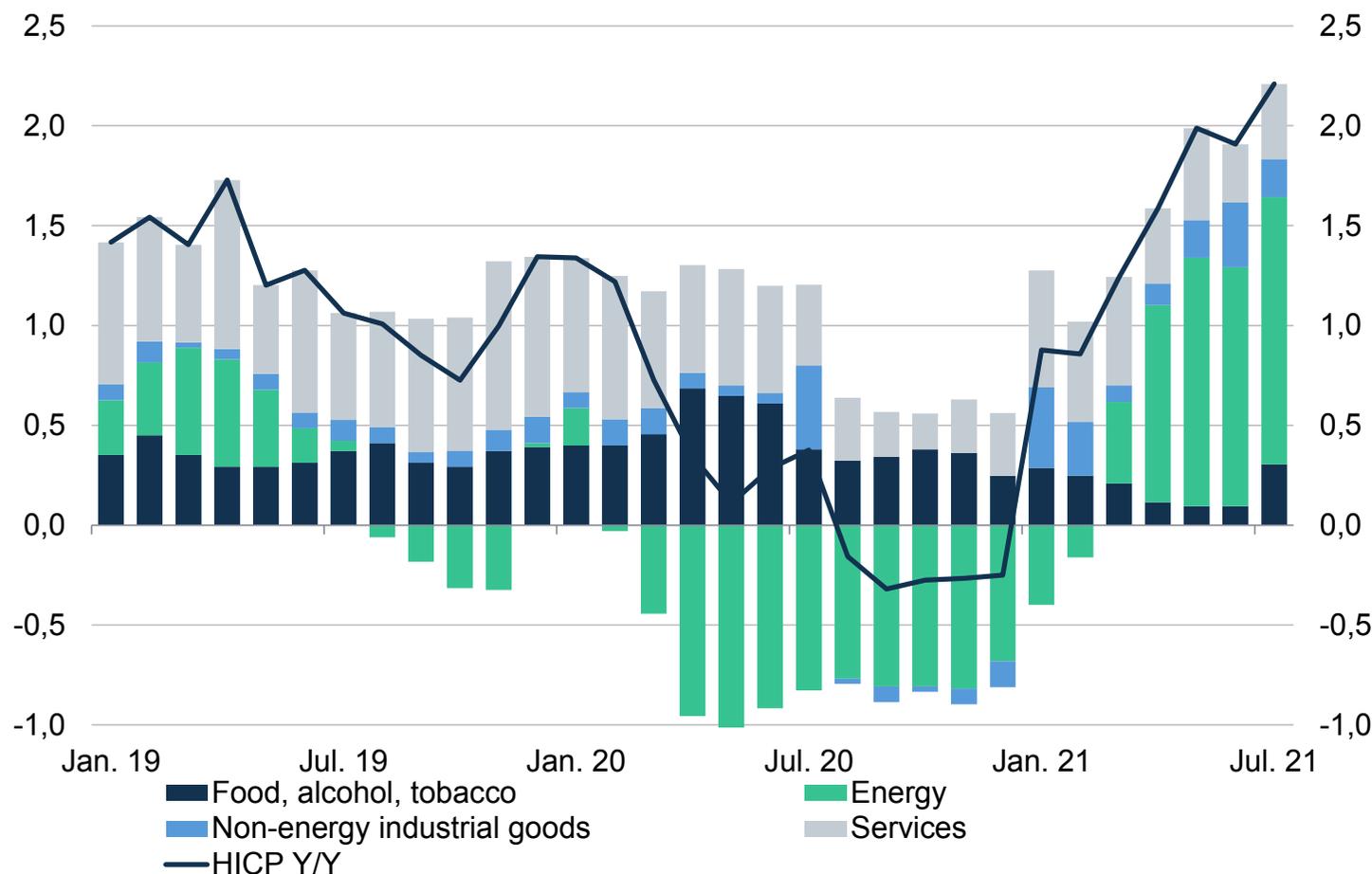


- Die deutschen Verbraucherpreise (nationaler CPI) legten im Juli mit 3,8% Y/Y stärker als erwartet zu. Vor allem Energie wurde teurer (+11,6%), auch Nahrungsmittel (+4,5%) zogen an. Hingegen blieben die Wohnungsmieten stabil. Ein Anstieg um 1,3% Y/Y war bereits im Juni verzeichnet worden.
- Auf den vorgelagerten Stufen war die Steigerung für Preise importierter Güter auffällig (+12,9%). Seit 1963 war der Anstieg nur im Umfeld der Öl-krisen 1973 und 1979 stärker.
- Angesichts des Preisdrucks heben wir unsere Prognose für 2021 von 2,5% auf 3,0% an. Für 2022 heben wir die Prognose von 1,7% auf 2,1% an.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU: Inflation auch im Euro-Raum über den Erwartungen

HVPI und Beiträge der einzelnen Gütergruppen (% zum Vorjahresmonat bzw. Beitrag in Prozentpunkten)



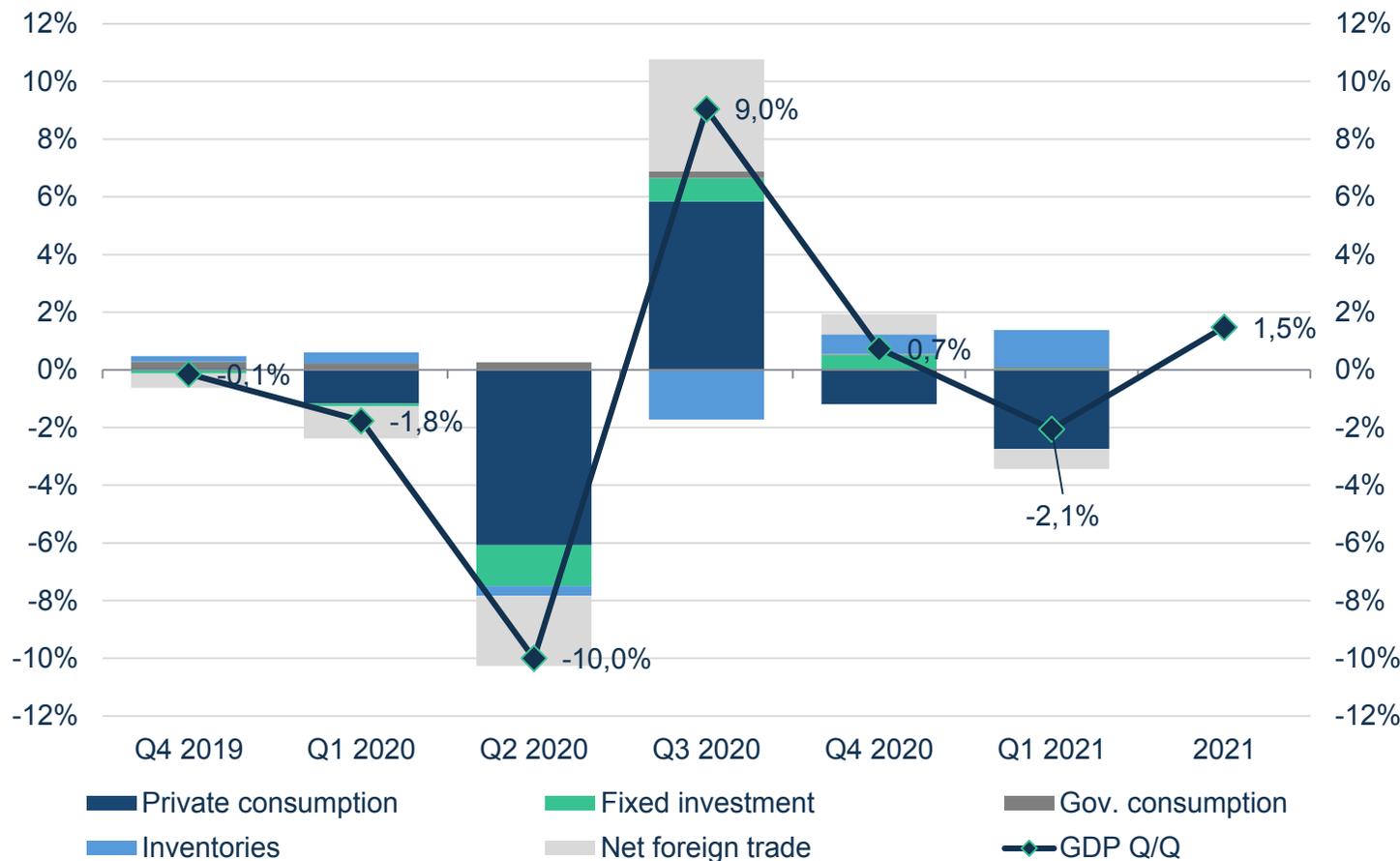
- Im Euroraum zogen die Preise Juli mit +2,2% Y/Y deutlich an, wengleich nicht so stark wie in Deutschland, wo sich v.a. ein Mehrwertsteuereffekt bemerkbar machte.
- Preistreiber waren vor allem die Energiepreise. Derweil lieferten Nahrungsmittel einen so hohen Beitrag zur Inflation wie seit Ende 2020 nicht.
- Im weiteren Verlauf 2021 dürfte der Inflationsdruck steigen. Aufgrund der vorliegenden Zahlen heben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2021 von 1,8% auf 2,2% an. Für das kommende Jahr erwarten wir nun eine leicht höhere Inflationsrate als bislang angenommen: 1,6% statt 1,5%.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutsche Konjunktur: Zurück auf Wachstum

Deutschland: BIP und Beiträge

(Quartalswerte, Änderung zum Vorquartal in %, sb.)



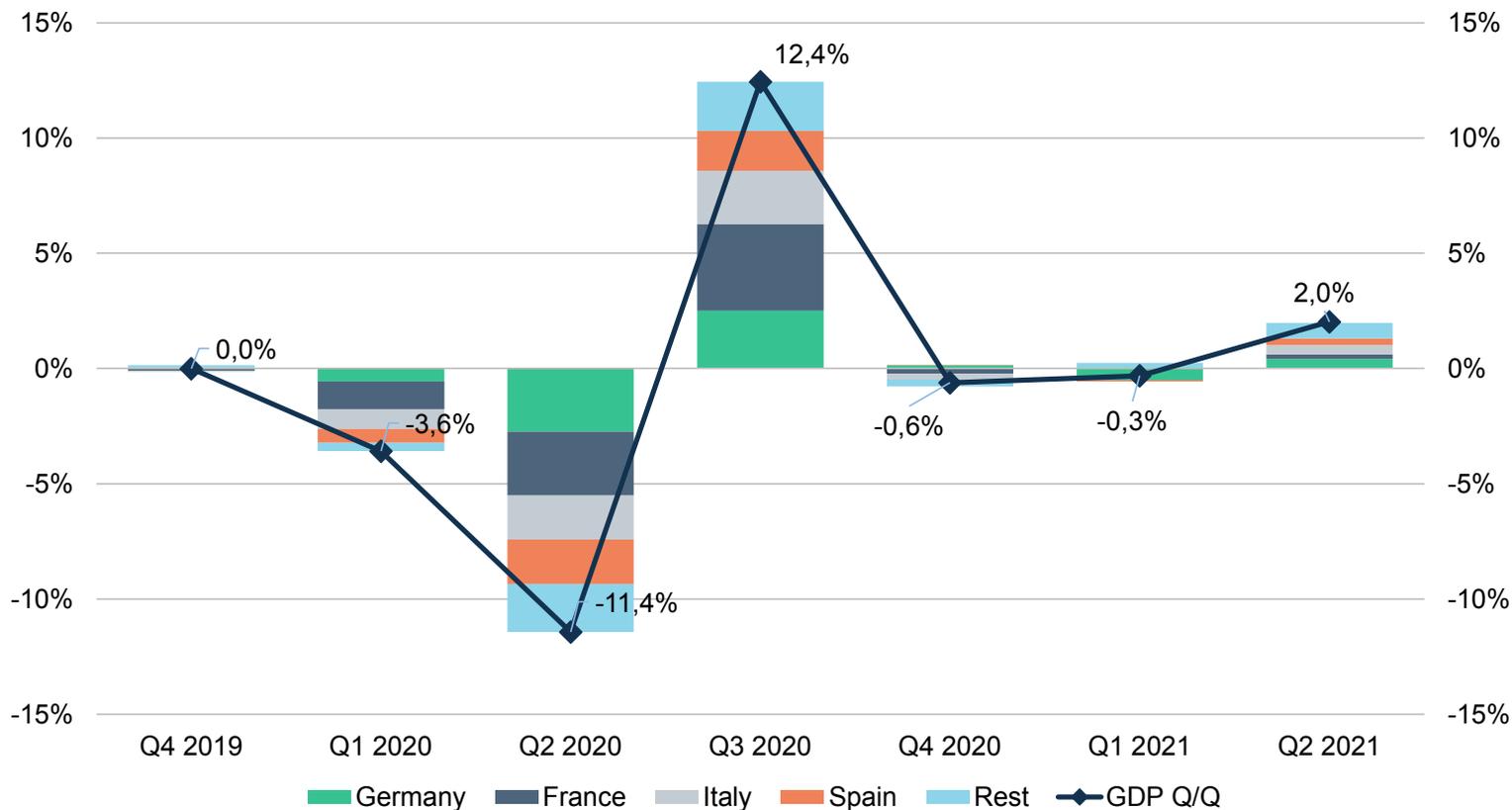
- Im zweiten Quartal legte die deutsche Wirtschaftsleistung um 1,5% zum Vorquartal zu. Das Auftaktquartal wurde abwärts revidiert. Statt einem Minus von 1,8% wurde ein Rückgang von 2,1% gemeldet.
- Das bewegte sich im Rahmen unserer Erwartungen, so dass wir unsere Prognose von 3,2% für das Gesamtjahr 2021 zunächst bestätigen.
- Corona und Lockdown dominieren weiterhin die Konjunktur: Hauptgrund für die Erholung im zweiten Quartal waren nach Angaben von Destatis die privaten und staatlichen Konsumausgaben. Vor allem erstere sind seit Ausbruch der Pandemie zu einem erheblichen Teil für die Schwankungen des BIP ursächlich.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Konjunktur EWU: Deutliches Plus im zweiten Quartal

EWU BIP und Beiträge der Staaten

(% zum Vorquartal bzw. Beiträge in Prozentpunkten)



- Für den Euroraum ging es nach zwei schwachen Quartalen um die Jahreswende 2020/21 mit 2,0% im zweiten Quartal wieder recht deutlich aufwärts.
- Alle Länder (n. Angaben von Eurostat) legten im Vergleich zum Vorquartal zu. Unter den vier großen Staaten waren besonders die deutlichen Zuwächse in Spanien (+2,8%) und Italien (+2,7%) auffällig. Demgegenüber blieb die Dynamik in Frankreich mit +0,9% vergleichsweise moderat.
- Der hohe Stand der Frühindikatoren lässt für den weiteren Jahresverlauf ähnlich hohe Wachstumsraten erwarten. Hauptrisiko dürfte die Ausbreitung der Delta-Variante sein.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Neue Strategie der EZB – was hat sich geändert?

Alt

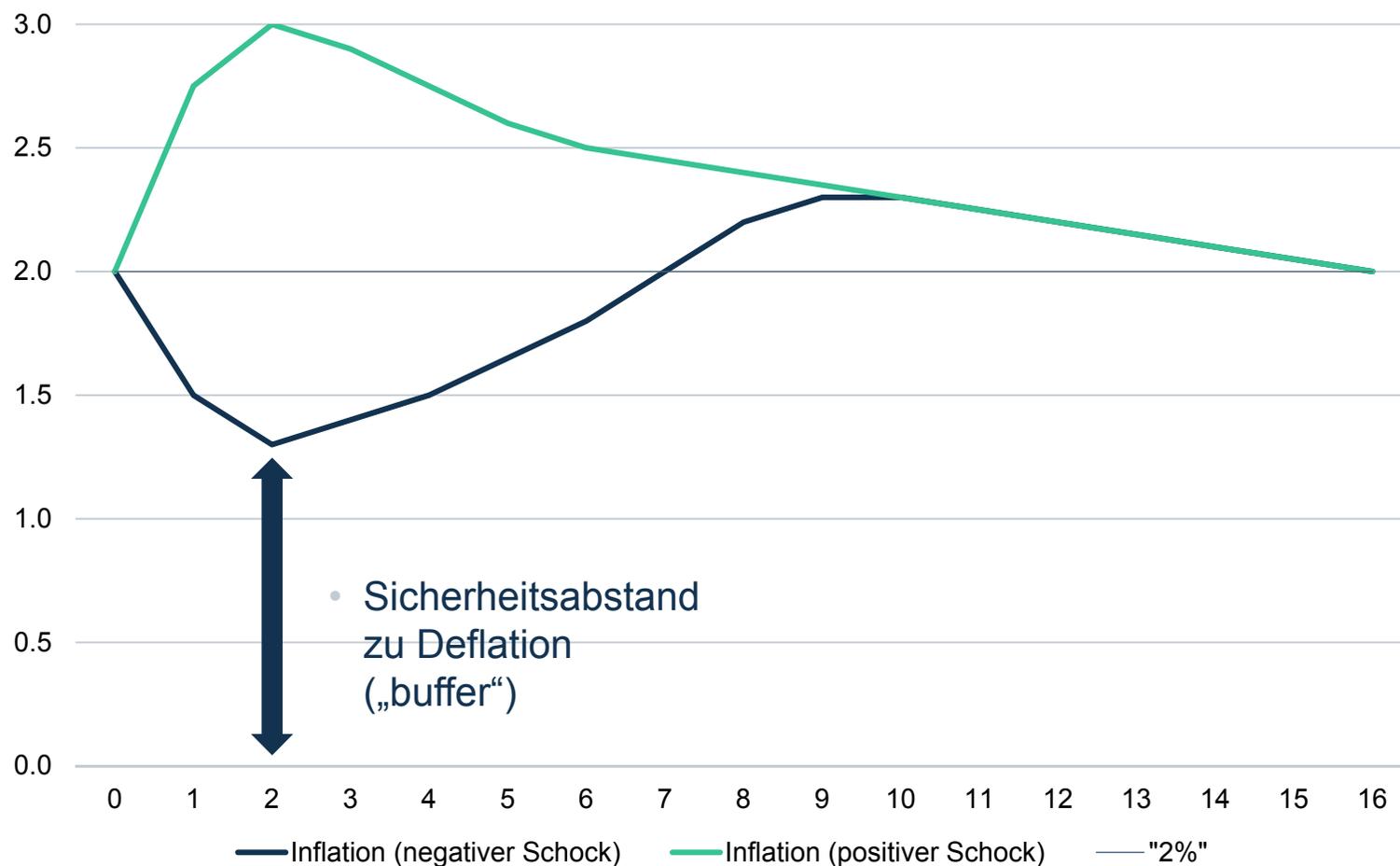
- Inflation „unter, aber nahe 2%“
- Inflation gemessen am HVPI
- Zwei Säulen: „Economic analysis ... and ... monetary analysis (M3)“ + „cross check“
- Statement auf der Pressekonferenz stark ritualisiert
- Leitzinsen wichtigste Politikvariable
- Unkonventionelle Geldpolitik:
 - Forward Guidance
 - Asset Purchases
 - Längerfristige Liquiditätsinjektionen (TLTRO&Co.)
- EZB unterstützt „allg. Ziele der Union“ nach Artikel 127 AEUV

Neu

- Inflationsziel 2%; Abweichungen nach oben wie nach unten gleichermaßen unerwünscht; allerdings kein „average inflation targeting“
- Inflation HVPI ergänzt um „owner-occupied housing“ (OOH), aber noch nicht technisch umgesetzt; Zeitplan unbestimmt; bis dahin operiert die EZB mit Schätzungen (OOH erhöht Inflation um ca. 0,2% bis 0,4%)
- Überprüfungen der Strategie künftig regelmäßig (nächste Überprüfung 2025)
- Leitzinsen bleiben zwar wichtigste Politikvariable, aber Forward Guidance, Asset Purchases und Langfristliquidität bleiben reguläre Instrumente
- Klimawandel und damit verbundene Risiken für Preise und Konjunktur werden künftig herausgehoben analysiert und explizit in den Zielkatalog der EZB mit aufgenommen; Preisniveaustabilität ist Mandat; Unterstützung der allgemeinen Politik der EU nach Art. 127, soweit in diesem Rahmen möglich

Stilisierte Inflation, neue Strategie, zwei Schocks

Inflationsrate, stilisierter Verlauf (Quartalswerte)

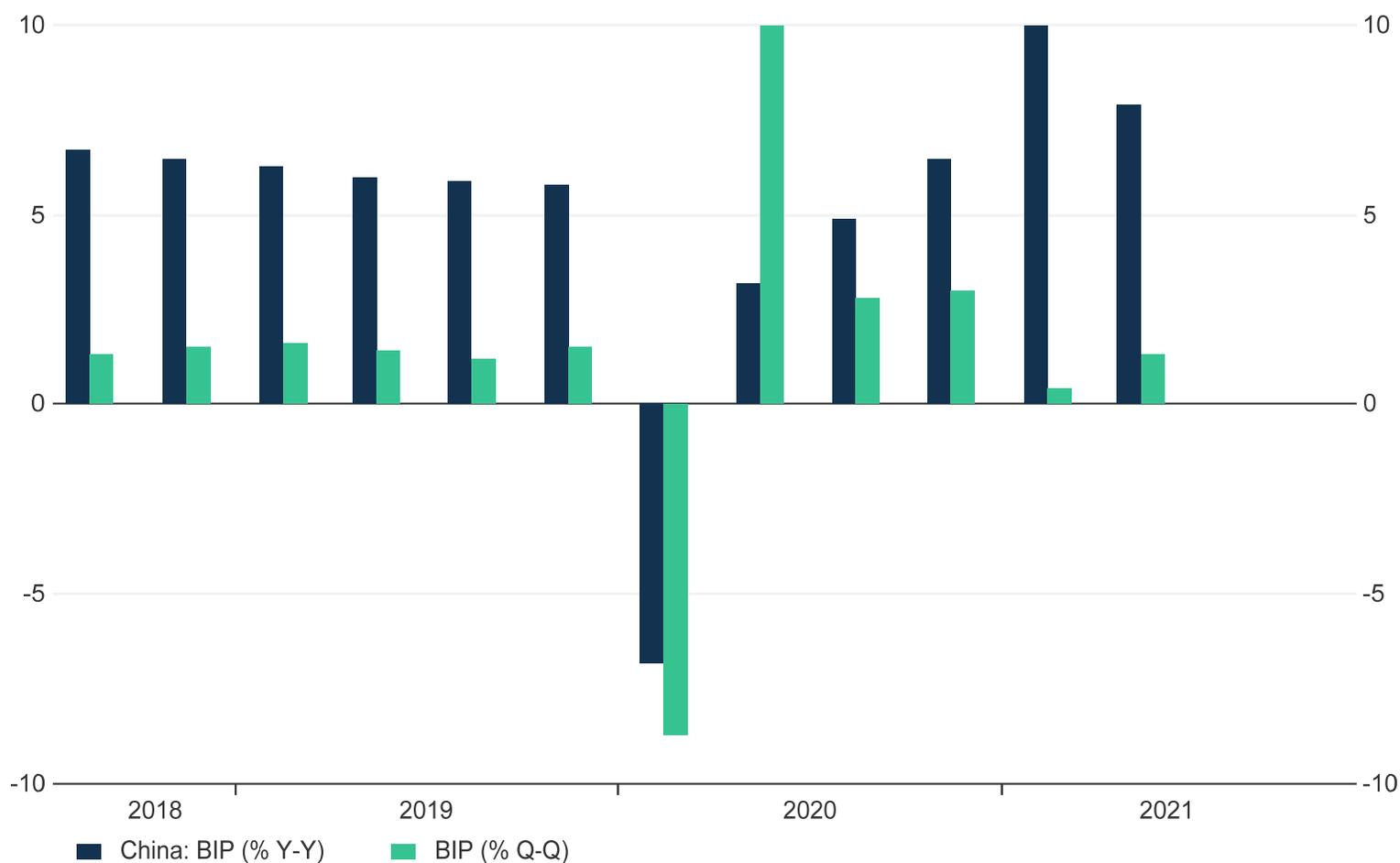


• Sicherheitsabstand zu Deflation („buffer“)

- Bsp: Negativer Schock führt zu Rückgang der Inflation, positiver Schock zu Anstieg.
- **Neue Strategie:** Vermeide Deflationsrisiken! Notfalls wird Überschießen der 2%-Marke toleriert (nicht aber „angestrebt“), um Buffer zu Deflation zu wahren. Langfristiges Ziel sind genau 2%.
- Wichtig: Wenn Schock positiv, dann zielt Geldpolitik auf 2%, ohne „Unterschießen“ der Inflation. Kein Buffer, kein „Average Targeting“.
- Ziel ist zwar symmetrisch formuliert, aber Geldpolitik ist es eigentlich nicht.
- Wie erreicht die EZB das? Instrumente? Kommunikation? Unterschied zu heute?

China: Dynamik normalisiert sich

China: BIP-Zuwachs (in % Y-Y und Q-Q)

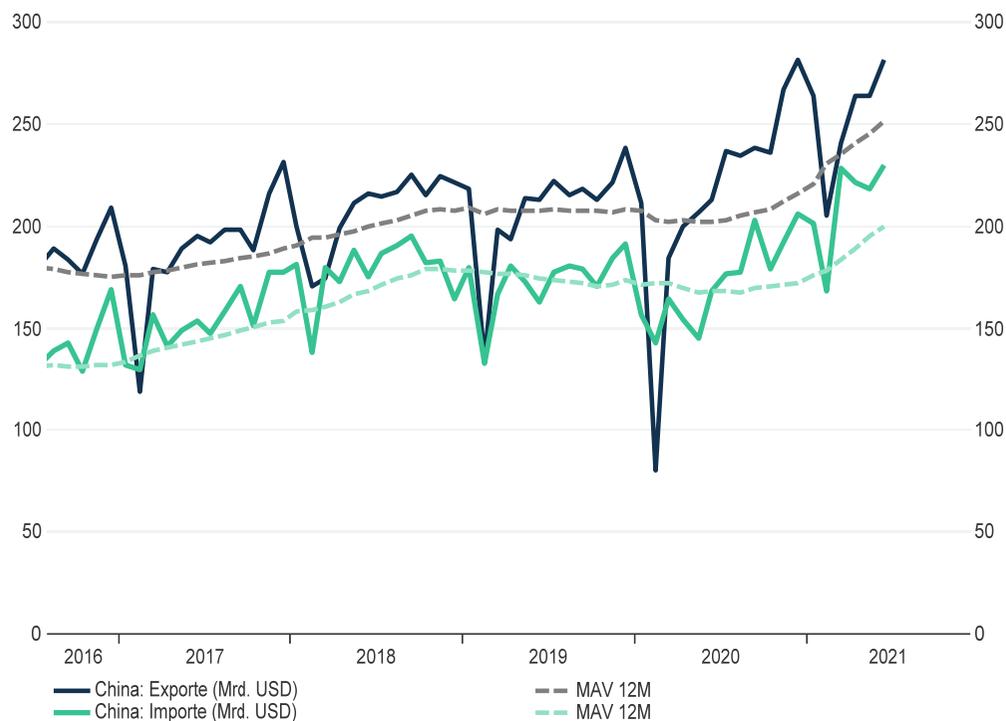


- Das chinesische BIP legte im zweiten Quartal 2021 auf Jahresbasis um 7,9 % zu, auf Quartalsbasis um 1,3 %.
- Die Zuwachsraten lagen im Jahresvergleich zuletzt zwar weiter über den Vorkrisenvergleichswerten, im Quartalsvergleich aber darunter.
- Unterm Strich scheint sich die Wirtschaftslage in China mehr und mehr zu normalisieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

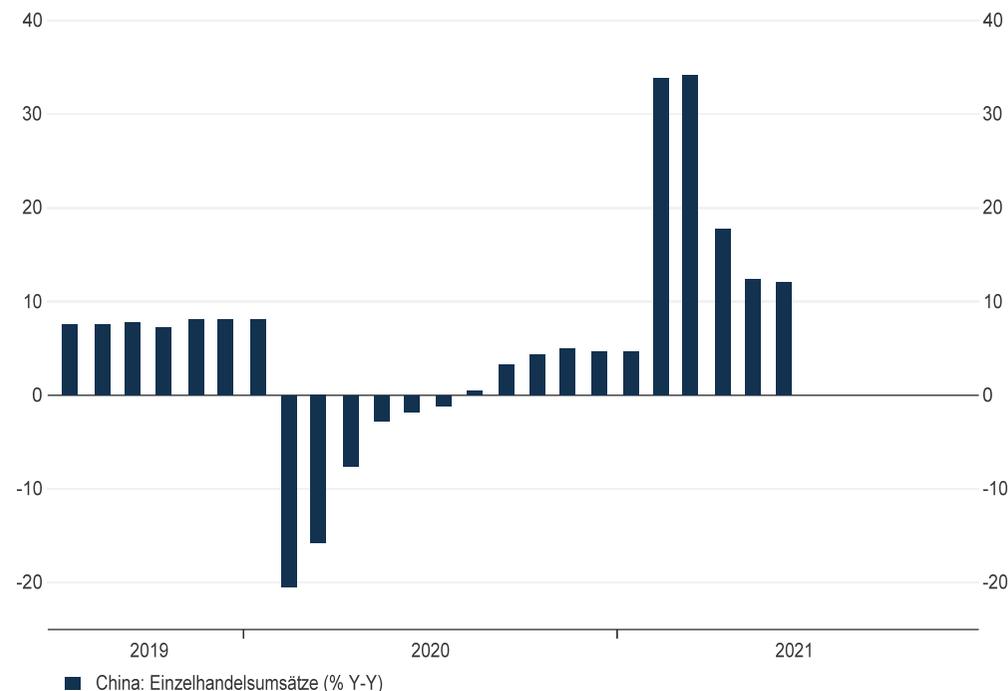
China: Außenhandel und Konsum stützen

China: Exporte und Importe (in Mrd. USD/Monat mit MAV 12M)



- Chinas Außenhandel zeigte sich zuletzt kräftig belebt.
- Dies reflektiert einen stark erholten Welthandel. Das Welthandelsvolumen liegt real derzeit deutlich über den Werten unmittelbar vor der Pandemie.

Einzelhandelsumsätze (in % Y-Y)



- Die Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze liegt noch immer über den Vorkrisenwerten. Der private Konsum ist wieder eine wichtige Nachfragesäule im Reich der Mitte.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

China: Evergrande und Regierung belasten Aktienmarkt

Aktienmarkt: CSI 300 (indexiert auf 100)



- Spekulationen um Chinas hoch verschuldeten Immobilienprojektentwickler „China Evergrande“ nährten zuletzt Sorgen um den chinesischen Immobilienmarkt.
- In Verbindung mit einer wiederentdeckten Kontroll- und Regulierungsfreude der kommunistischen Regierung führte dies auch zu kräftigen Kursrückgängen am chinesischen Aktienmarkt.
- Staatliche Markteingriffe zulasten kommerzieller Bildungsanbieter sowie des Fahrdienst-Vermittlers Didi verunsicherten die Investoren zuletzt und nährten die Furcht vor weiteren Eingriffen in die Finanzmärkte und in die Geschäftsmodelle dort notierter Unternehmen.
- Sollte sich die Regierung weiter in dieser Richtung „engagieren“, dürfte dies der Attraktivität Chinas eher schaden.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Zinsen

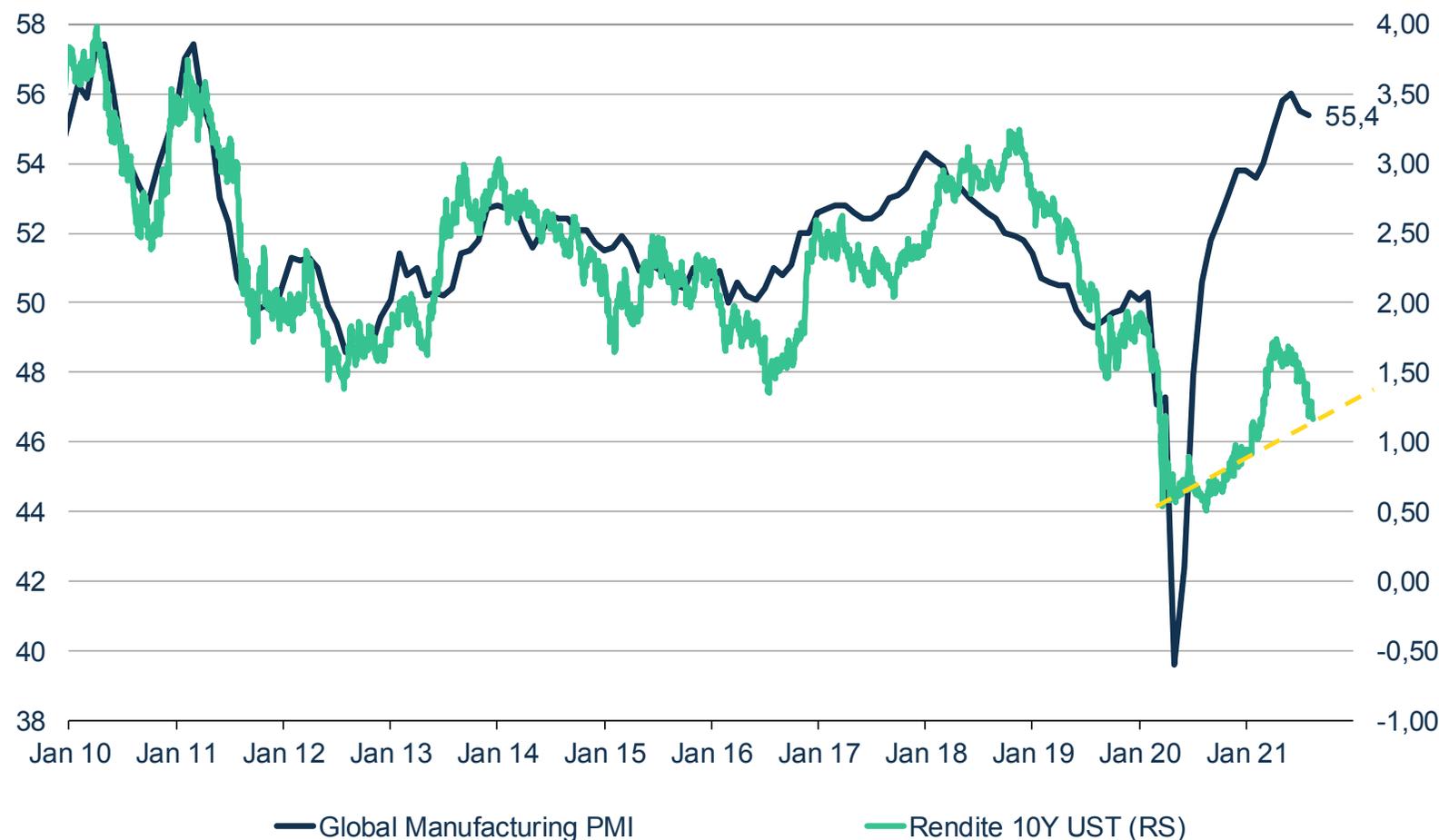


- Die USD-Langfristzinsen haben inzwischen fast die Hälfte des vorherigen Anstiegs korrigiert, nicht zuletzt weil die Sorgen vor konjunkturellen Rückschlägen wachsen.
- Die Gefahr eines Kollaps des Konjunkturaufschwungs wird u.E. jedoch durch den Renditerutsch überzeichnet.
- Wir gehen nicht von einer Renditetrendwende nach unten aus, sondern sehen die sukzessive voranschreitenden Vorbereitungen der Fed auf einen „Exit“ aus der ultra-expansiven Geldpolitik als Argument für den Übergang in einen nachhaltigeren, aber flacheren Aufwärtstrend.
- Am EUR-Zinsmarkt hat die EZB mit ihrer neuen geldpolitischen Strategie dafür gesorgt, dass Spekulationen auf eine geldpolitische Wende deutlich zurückgedrängt und eine renten-bullische Stimmung forciert wurde.
- Konjunktursorgen und eine rentenpositive Saisonkomponente dürften die Tendenz zu sinkenden Euro-Langfristzinsen ebenfalls befeuert haben.
- Beginnende Marktspekulationen auf eine erneute EZB-Zinssenkung sind u.E. klares Anzeichen einer Übertreibung. Auf mittlere Frist gehen wir von einem Wiederanstieg der Euro-Langfristzinsen aus.

Elmar Völker
Tel: + 49 711 127-7 63 69
Elmar.voelker@LBBW.de

USD-Rentenmarkt: Renditetrendwende nach unten oder Übergang in einen nachhaltigeren Aufwärtstrend?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und globaler PMI für das Verarbeitende Gewerbe

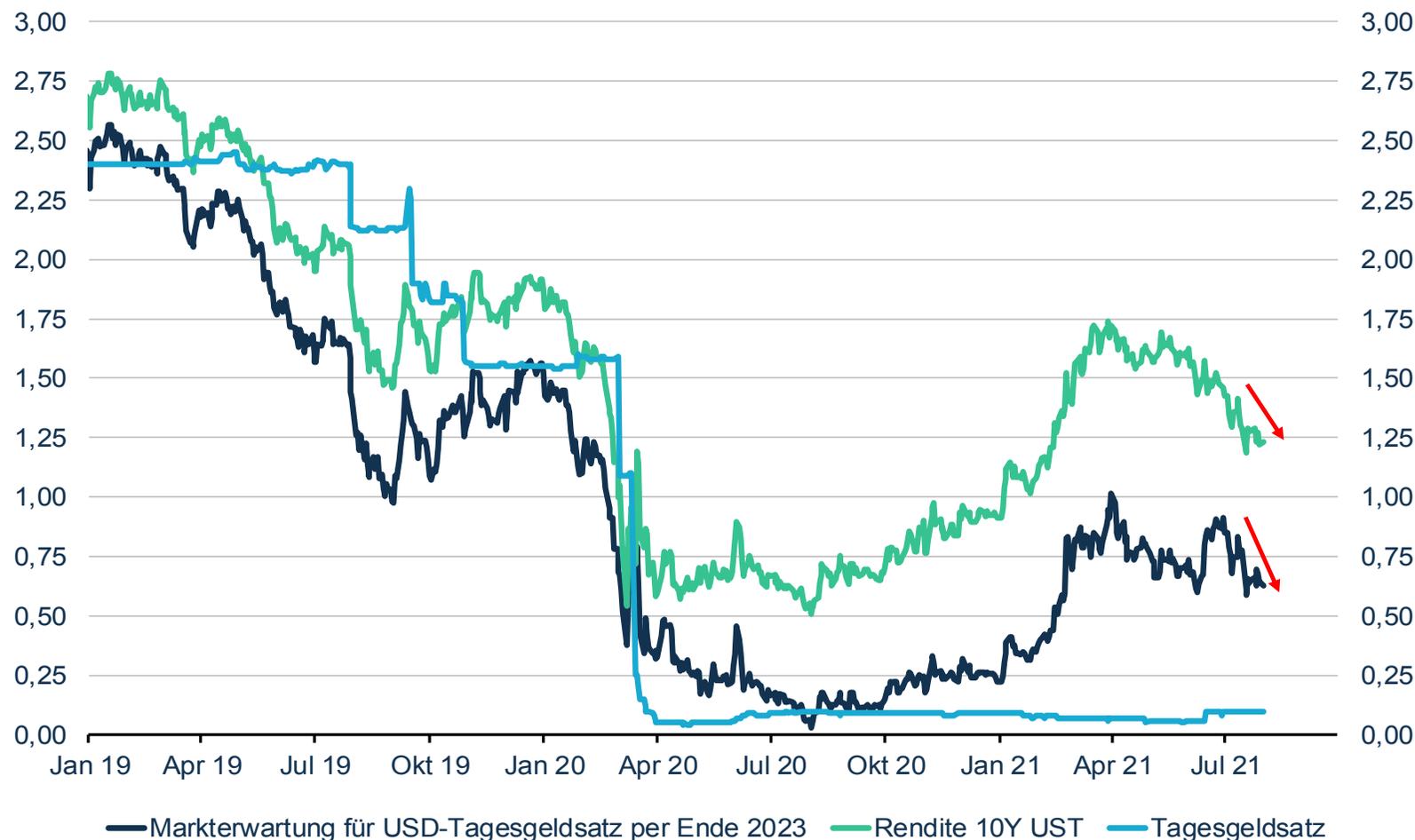


- Die im Frühjahr verzeichnete Konsolidierung der USD-Langfristzinsen ist im Juli einer dynamischen Abwärtsbewegung gewichen.
- **Ein wesentlicher Grund hierfür: Wachsende Sorgen, dass der globale Konjunkturaufschwung seinen Zenit überschritten hat und ins Stottern gerät.** Der bereits zuvor beobachtete Rückzug von Reflationierungsspekulationen ist hierdurch forciert worden.
- Ist damit eine Renditetrendwende nach unten eingeleitet? Sorgen vor einem Kollaps des Aufschwungs sind u.E. überzogen. Im Rückblick erscheint eher der Renditeanstieg vom Frühjahr als Übertreibung.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fed: Markiert Jackson Hole das Signal für den „Einstieg in den Ausstieg“ aus der ultra-lockeren Geldpolitik?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und USD-Leitzinserwartungen per Ende 2023 aus Terminkursen am USD-Geldmarkt

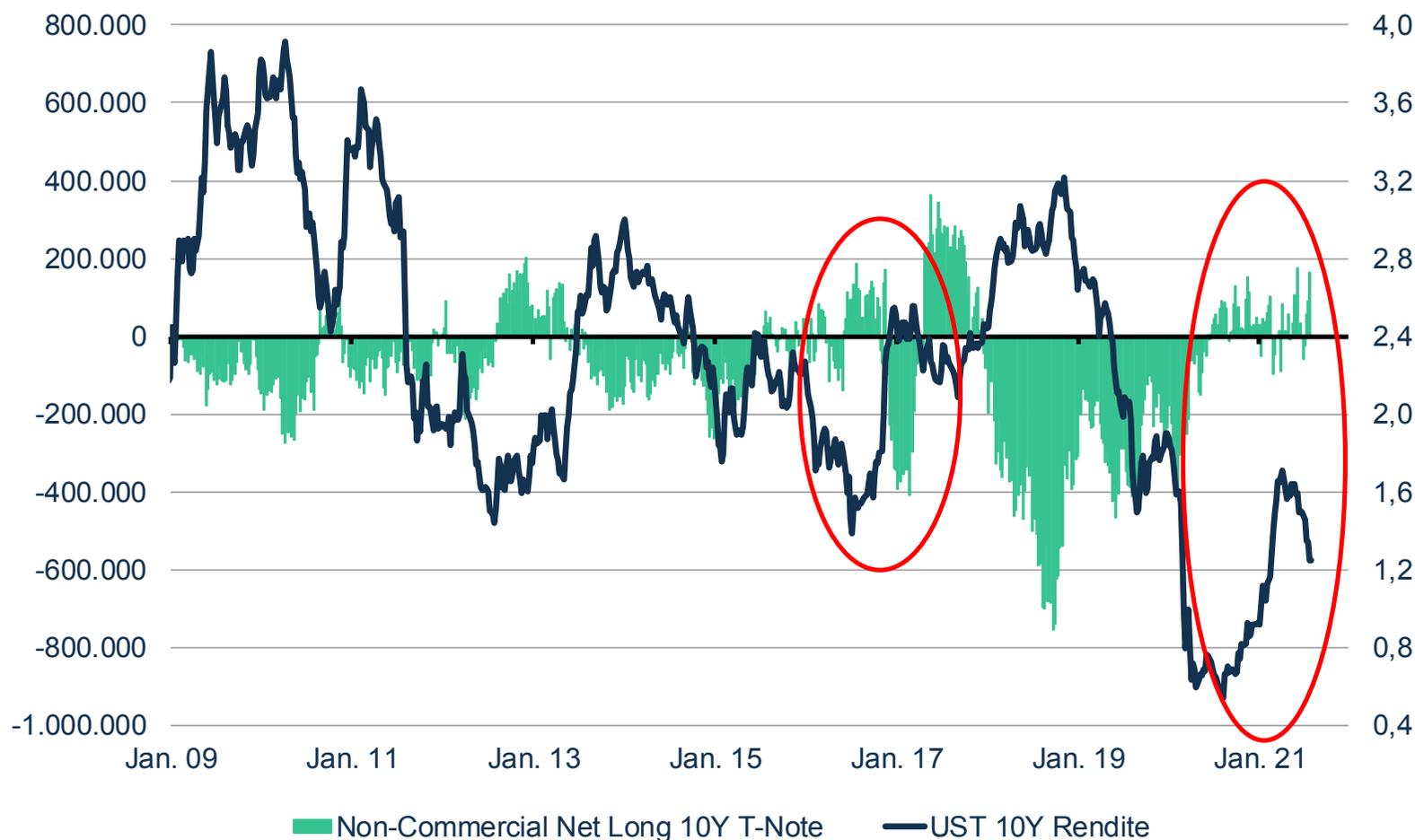


Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Die Tatsache, dass die US-Notenbank intensiv über einen schrittweisen „Exit“ aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik nachdenkt, spricht u.E. gegen eine Renditetrendwende und für den Übergang in einen nachhaltigeren (aber flacheren) mittelfristigen Aufwärtstrend.
- Das jährliche Symposium der Fed in Jackson Hole (26.-28. August) bietet die nächste Gelegenheit, um die Weichen in Richtung „Exit“ zu stellen.
- Es ist u.E. zwar noch zu früh für die konkrete Ankündigung eines „Taperings“ der Anleihekäufe. Wir erwarten jedoch, dass Fed-Chef Powell die Märkte auf eine Ankündigung in den nachfolgenden Wochen vorbereitet.
- Ein solches Signal könnte den zuletzt stark rückläufigen Trend bei der „Exit“-Spekulation am Markt wenden.

USD-Rentenmarkt: Bereinigung von „Short-Positionen“ als mögliche Basis für Wiederanziehen der Treasuryrenditen

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Netto-Position spekulativ orientierter Anleger im 10Y T-Note-Future

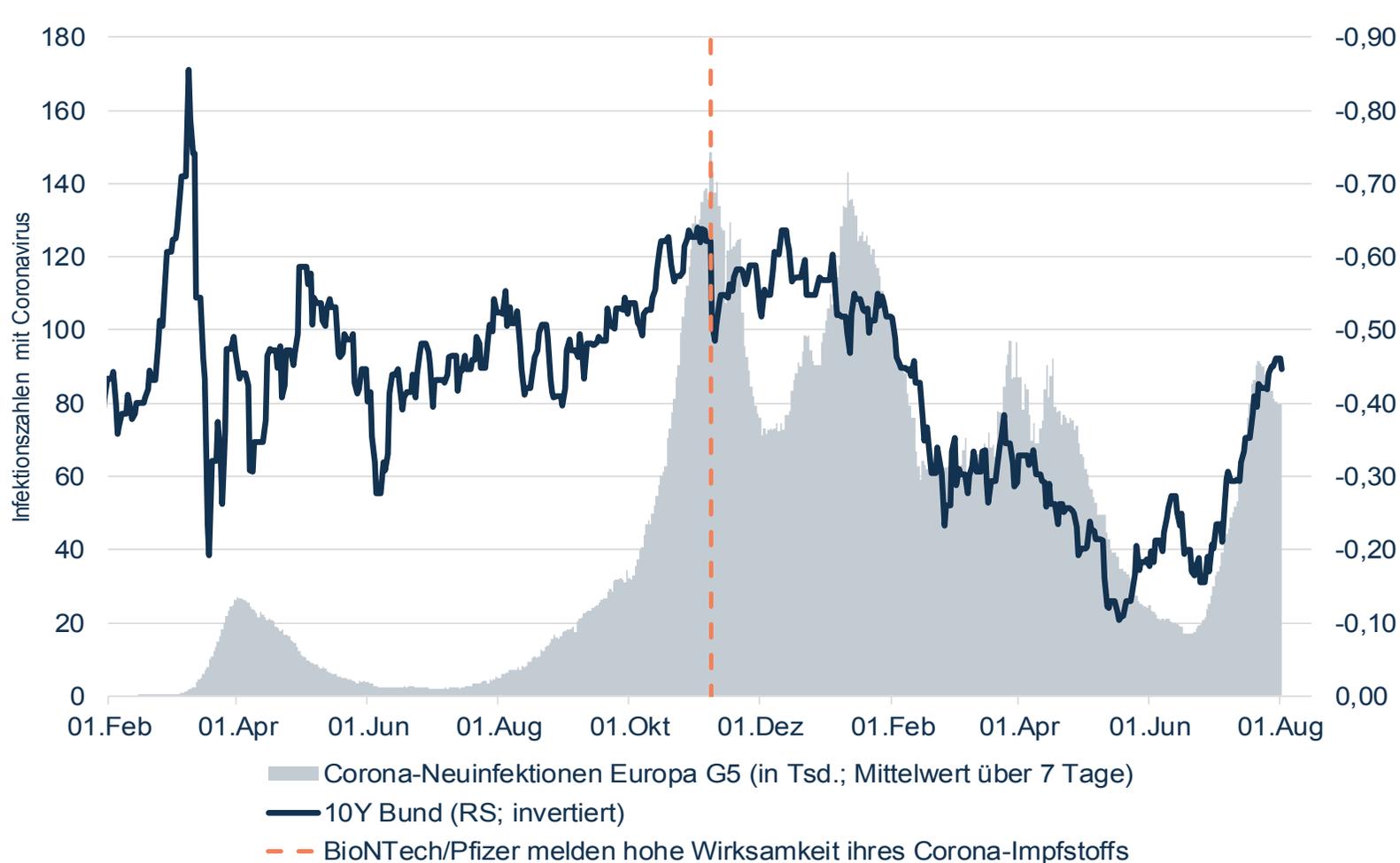


- In der Summe sehen wir am US-Staatsanleihemarkt ein Tauschen zwischen einerseits Carry Tradern, die auf Renditevorteile langlaufender US-Staatsanleihen setzen, u.a. im internationalen Vergleich, und andererseits jenen Akteuren, die auf eine mittelfristige geldpolitische Wende setzen.
- Die Carry Trader hatten zuletzt deutlich die Oberhand, was auf der rentenbearischen Seite zunehmend zu einer Bereinigung / Auflösung von Short-Positionen geführt haben dürfte.
- Die Netto-Position spekulativ orientierter Anleger im 10Y T-Note Future hat zuletzt wieder deutlich auf „long“ gedreht.
- Eine Bereinigung der „Shorts“ könnte u.E. mittelfristig Raum schaffen für einen Wiederanstieg der Renditen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Sorge vor erneuter Zuspitzung der Corona-Lage ist Wasser auf die Mühlen der Rentenbullen

Kumulierte Corona-Neuinfektionen der fünf größten europäischen Staaten und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

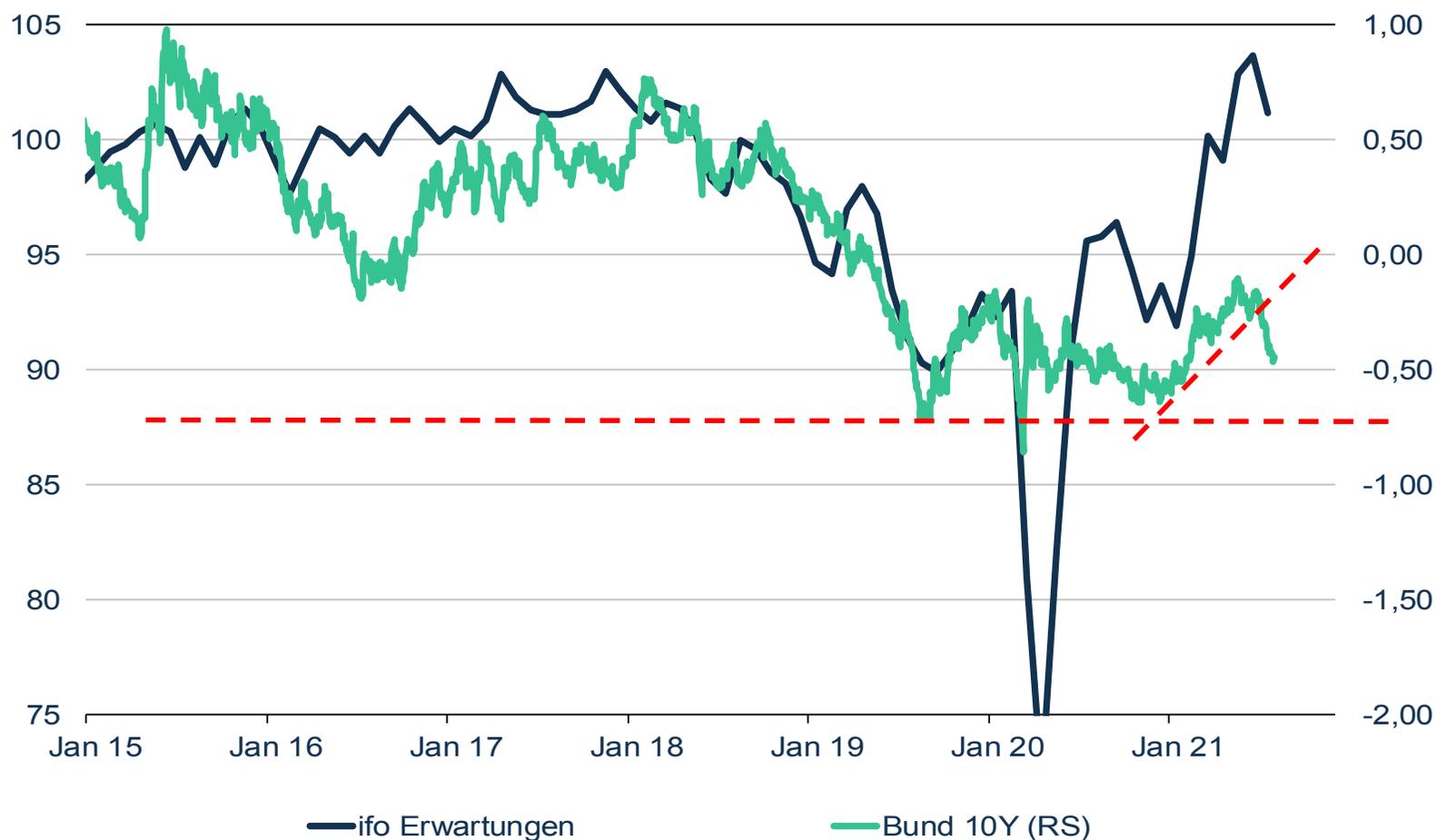


- Die rasante Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus hat den Rentenbullen zuletzt massiv in die Karten gespielt.
- Die Sorge vor einer ausgeprägten vierten Infektionswelle im Herbst mit neuen wirtschaftlichen Einschränkungen sorgt für eine deutlich wachsende Nachfrage nach Sicherheit. Bei den Risikoassets spürt man dies zwar bisher kaum, am Staatsanleihemarkt war es aber im Juli wohl das bestimmende Thema.
- **Wir gehen derzeit nicht davon aus, dass sich ein Szenario erneuter harter Restriktionen bewahrheitet.** Vor diesem Hintergrund erscheint die Vehemenz des Renditerückgangs bei langlaufenden Bunds als überzogen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: ifo-Rücksetzer eher „Unebenheit“ im Aufschwung als erneute Trendwende

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ifo-Erwartungsindex

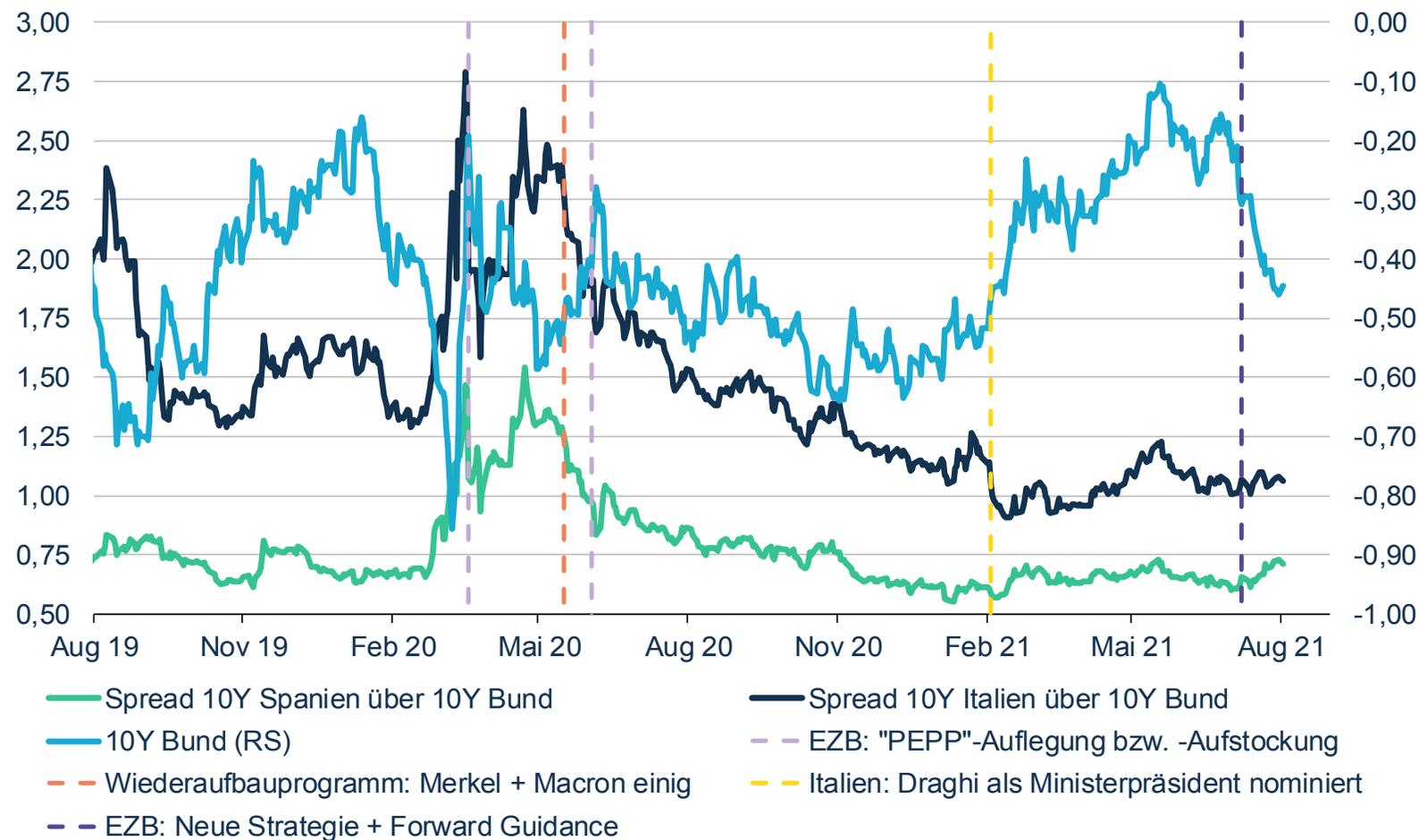


- Im Kontext neu aufgeflammter Corona-Sorgen ist u.E. auch der jüngste Rücksetzer des ifo-Geschäftsklimas, insbesondere der Erwartungen, zu sehen.
- Der scharfe Renditerückgang bei 10-jährigen Bundesanleihen legt in diesem Kontext nahe, dass sich die Marktteilnehmer bereits für eine erneute negative konjunkturelle Wende wappnen.
- Wir halten es für verfrüht, bereits auf eine nachhaltige Abkehr vom Thema Reflationierung zu setzen.
- **Dies gilt umso mehr, als die die EWU-Inflation in den kommenden Monaten weiter anziehen dürfte. Letzteres gilt nach den jüngsten Rücksetzern insbesondere auch für die Kerninflation.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: „Dovishe“ Akzentuierung der neuen EZB-Strategie festigt niedrige Spreadniveaus...

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Renditeaufschläge italienischer sowie spanischer Staatsanleihen

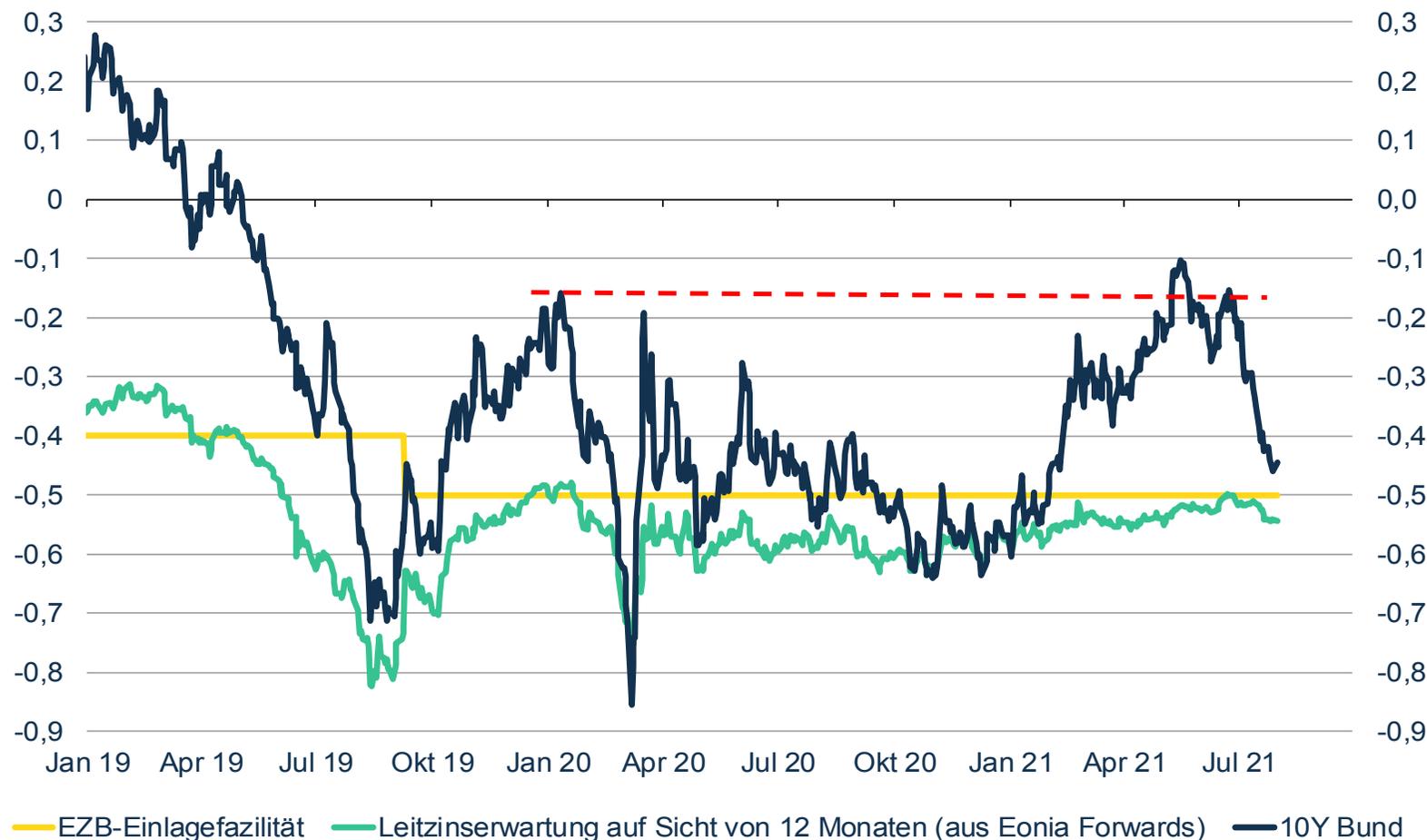


- Neben Konjunktursorgen dürfte die EZB einen wesentlichen Impuls für die jüngst freundliche Tendenz der Staatsanleihekurse im Euroraum geliefert haben.
- Die Kombination aus neuer Strategie (Anhebung Inflationsziel, explizite Toleranz für Überschießen) und Forward Guidance verstärkt die Wahrnehmung, dass sich die EZB im Zweifel sehr viel Zeit lassen wird mit einem Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik.
- Die feste Verankerung der Renditeaufschläge italienischer Staatsanleihen nahe eines mehrjährigen Tiefs belegt u.E., dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich eines „Taperings“ der EZB-Anleihekäufe zurückgestellt haben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: ... erneutes Auftreten von EZB-Zinssenkungsspekulation erscheint jedoch übertrieben!

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Markterwartung für Tagesgeldsatz auf Sicht von zwölf Monaten

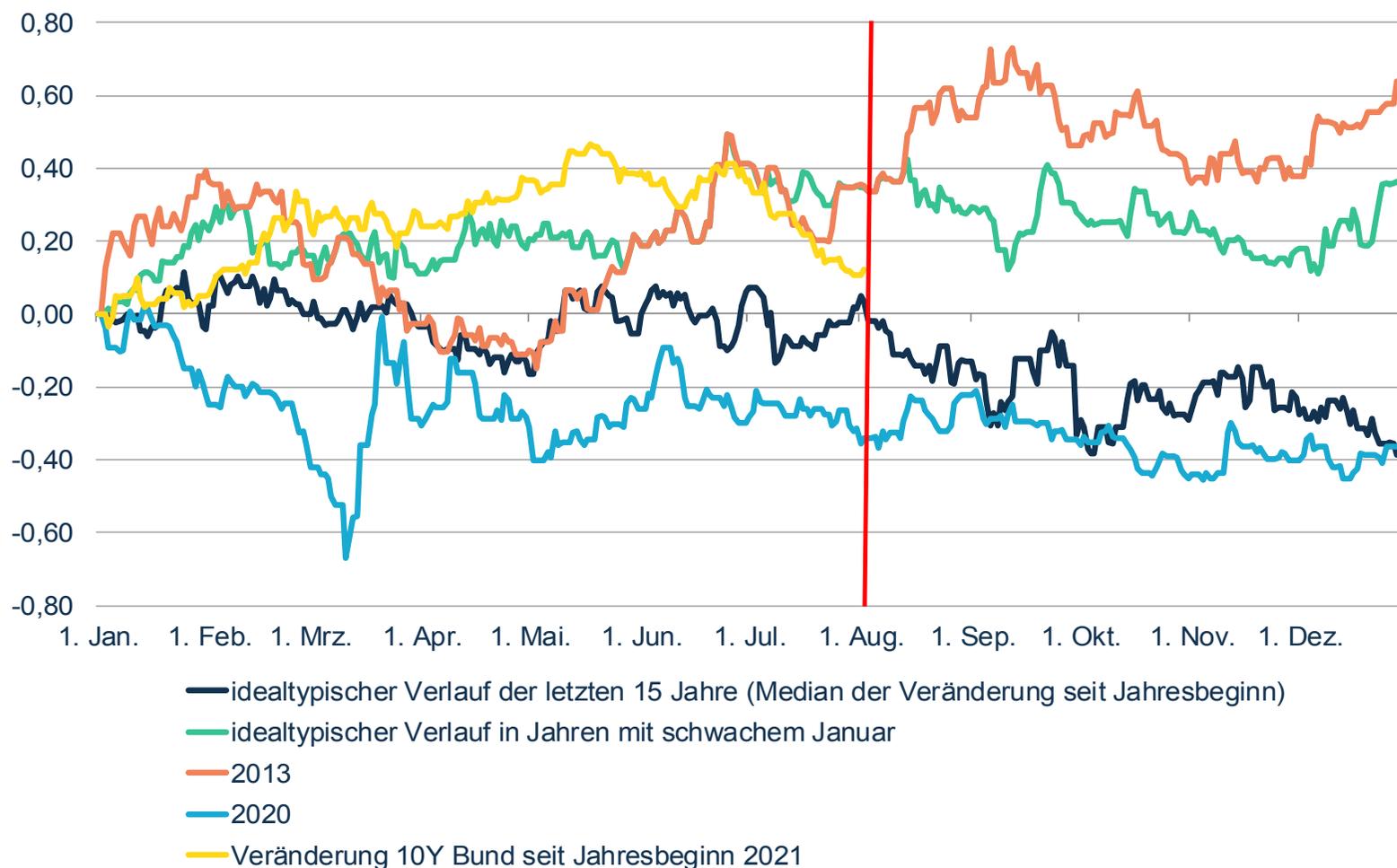


- Im Kontext der aufgeflamten Konjunktursorgen gehen die Marktteilnehmer dabei so weit, dass sie – statt eines Exits – inzwischen beginnen, **auf eine erneute Senkung des EZB-Einlagesatzes zu spekulieren!** Die Erwartung einer solchen neuerlichen Kehrtwende in Richtung mehr Lockerung halten wir selbst im Licht der überarbeiteten Guidance für überzogen.
- Eine fortgesetzte Ausbreitung von Zinssenkungsspekulationen würden wir als Zeichen einer sich verstärkenden „bullischen Übertreibung“ werten, was mittelfristig mithin Potenzial für einen spürbaren Wiederanstieg der Langfristzinsen eröffnet.
- **Dies gilt u.E. umso mehr, als die EZB-Signale für neuerlich anziehende Inflationserwartungen gesorgt haben.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Bullisher Start in den Sommer lehnt sich an Saisonmuster an – Dynamik scheint aber überzogen

Kumulierte Veränderung der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und idealtypische Saisonverläufe



- Eine gewisse Saisonkomponente könnte bei der jüngsten Kursrally am Euro-Rentenmarkt ebenfalls eine Rolle gespielt haben.
- Der idealtypische Renditeverlauf (hier: 10Y Bund) hat seinen Höhepunkt in etwa um die Jahresmitte, bevor der saisonale Trend ab dem Sommer eher nach unten geht. Dies gilt nicht zuletzt in Jahren, die wie 2021 mit steigenden Renditen gestartet sind.
- In der Summe dürften sich die unterschiedlichen rentenbullischen Faktoren (Delta-Sorgen, dovische Signale der EZB, Saisonkomponente) wechselseitig verstärkt haben. Dies führte zu einer Überstrapazierung des saisonalen Trends, was u.E. ebenfalls Spielraum für einen Wiederanstieg der Bundrendite eröffnet.

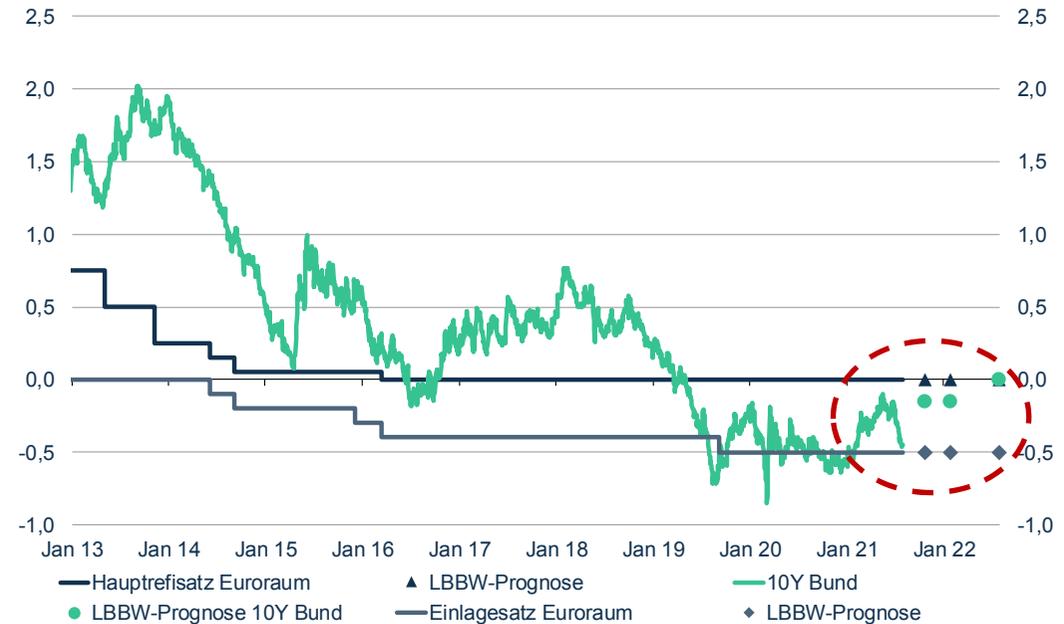
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fazit: Renditerutsch scheint überzogen, Potenzial für mittelfristige Rückkehr in den ansteigenden Trend

US-Leitzins und Rendite 10-jähriger US-Treasuries mit LBBW-Prognose



EZB-Leitzins und Rendite 10-jähriger Bunds mit LBBW-Prognose



- **USA:** Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt wohl Anfang 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries sollte im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulationen sowie hohen Angebotsdrucks erneut anziehen, die „dovische“ Haltung der Fed begrenzt jedoch das Aufwärtspotenzial.
- **Euroraum:** Die EZB belässt den Einlagesatz bis auf Weiteres bei -0,50 %. QE-Programm könnte nochmals verlängert werden, vorsichtiges Zurückfahren des Volumens beginnt gegen Jahresende 2021. Die Langfristzinsen befinden sich in einer ausgedehnten Bodenbildung. Die jüngsten Rücksetzer erscheinen überzogen, mittelfristig dürfte sich mit Abebben der Coronavirus-Pandemie ein nachhaltiger Wiederanstieg ausbilden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Credits



- Spreads im Einklang mit Frühindikatoren => weitere leichte Einengungen möglich
- High Yield steuert auf Rekordjahr bei Neuemissionen zu
- Über 30% des Neuemissionsvolumens aus HY-Segment
- 25% der Neuemissionen mit Laufzeiten von mindestens zehn Jahren
- Rekordvolumen an neuen ESG-Bonds
- EZB als Großinvestor bei Corporate Bonds
- EZB-Nachfrage stützt die Kurse
- IG-Bonds nach guter Juli-Performance nicht mehr attraktiv

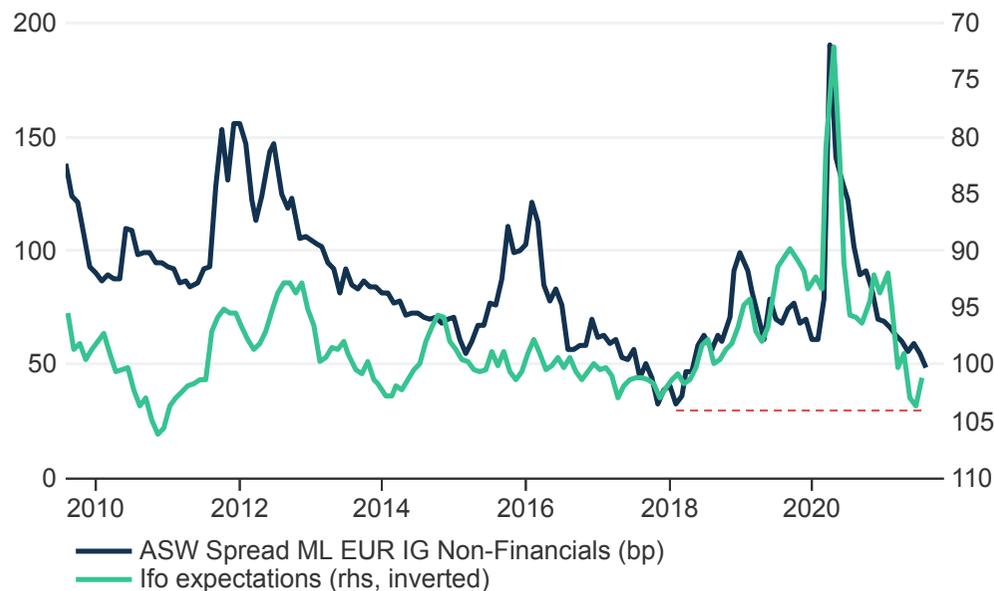
Matthias Schell, CFA
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

Spreads im Einklang mit Frühindikatoren – weitere leichte Einengungen möglich

ifo-Erwartungen vs. IG-Spreads

ifo-Geschäftserwartungen Deutschland und EN00



Economic Sentiment vs. IG-Spreads

Economic Sentiment Eurozone und EN00



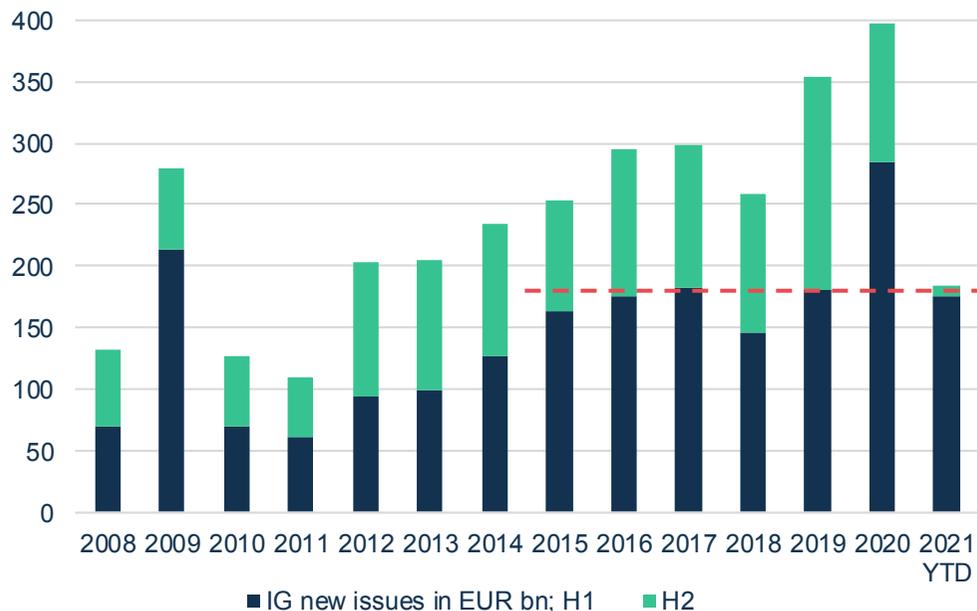
- Zu Beginn der Coronakrise wurden fallende konjunkturelle Frühindikatoren (in obigen Charts invers dargestellt) in Europa von einem deutlichen Anstieg der Risikospreads begleitet. Anschließend erholten sich die Spreads zunächst schneller als die Frühindikatoren.
- Gemessen an den deutschen Frühindikatoren bewegen sich die Spreads aktuell weitgehend im Einklang mit den ökonomischen Erwartungen (Chart links). Auf europäischer Ebene erholten sich die Frühindikatoren zuletzt deutlich stärker als die Spreads (Chart rechts).
- Bei zunehmender konjunktureller Dynamik – wovon wir unverändert ausgehen – erscheinen, gemessen an den Tiefständen von 2018, weitere leichte Spreadeinengungen möglich.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

High Yield steuert auf Rekordjahr bei Neuemissionen zu

Investmentgrade-Neuemissionen ab 2008

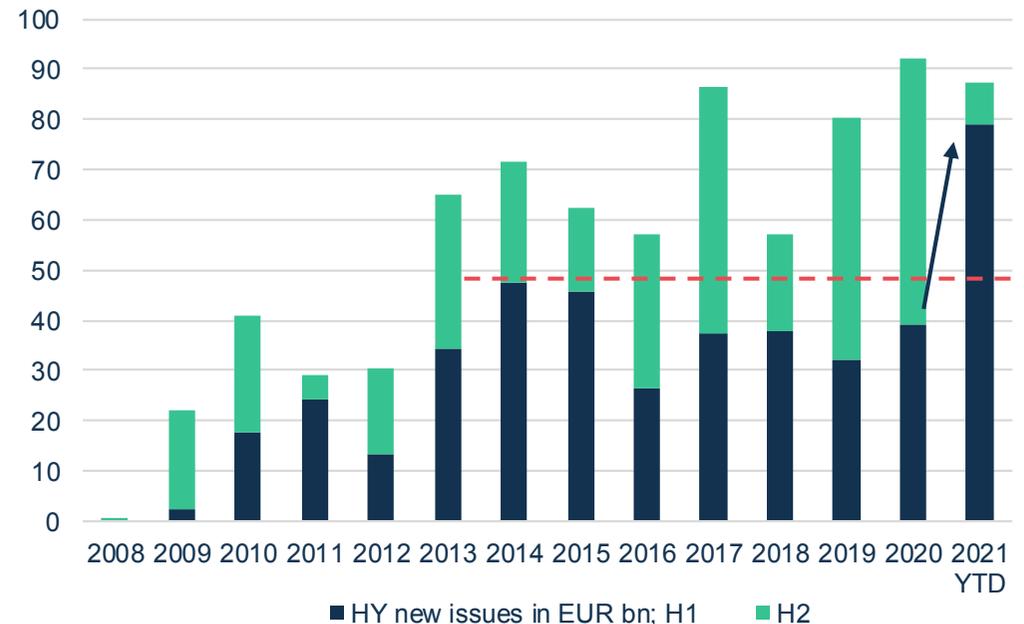
Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



- Die Unternehmen aus dem Investmentgrade hatten ihre Cash-Bestände vor allem im ersten Halbjahr 2020 deutlich aufgestockt und dazu neue Rekordvolumen an Neuemissionen begeben.
- Mit der aufgebauten Liquidität sind die IG-Unternehmen so gut ausgestattet, dass nach den Rekordjahren 2019 und 2020 wieder eine Beruhigung bzw. Normalisierung eintreten dürfte.

High-Yield-Neuemissionen ab 2008

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



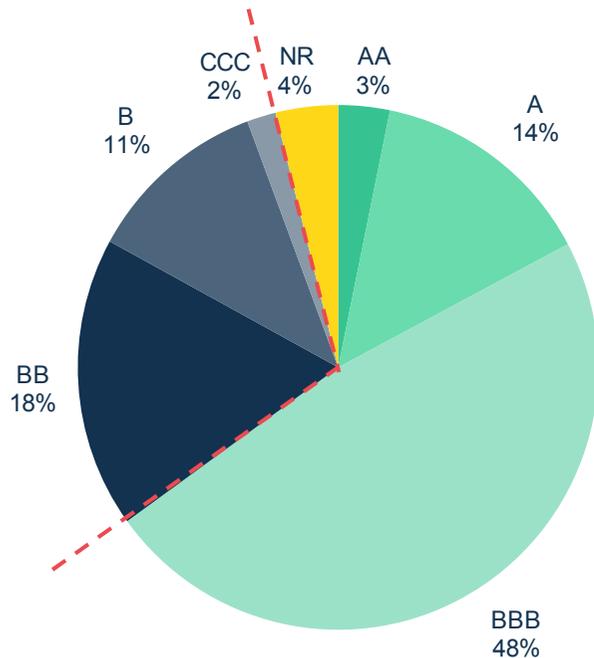
- Das High-Yield-Segment boomt dagegen weiter: Im ersten Halbjahr 2021 verdoppelte sich das platzierte HY-Neuemissionsvolumen von 39,2 auf 79,2 Mrd. Euro!
- Damit befindet sich das HY-Rekordvolumen des Gesamtjahrs 2020 von 92 Mrd. Euro in Reichweite; es dürfte in den Sommermonaten übertroffen werden (Ende Juli fehlten nur noch rund 5 Mrd. Euro).

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

Über 30% des Neuemissionsvolumens aus HY-Segment

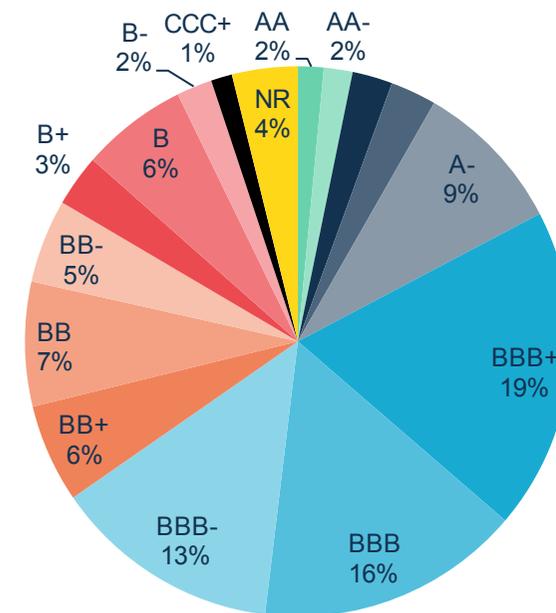
Struktur des Emissionsvolumens 2021 YTD

Anteil der Ratingkategorien in %



Detaillierte Aufteilung Emissionsvolumen

Anteil der Ratingklassen in %



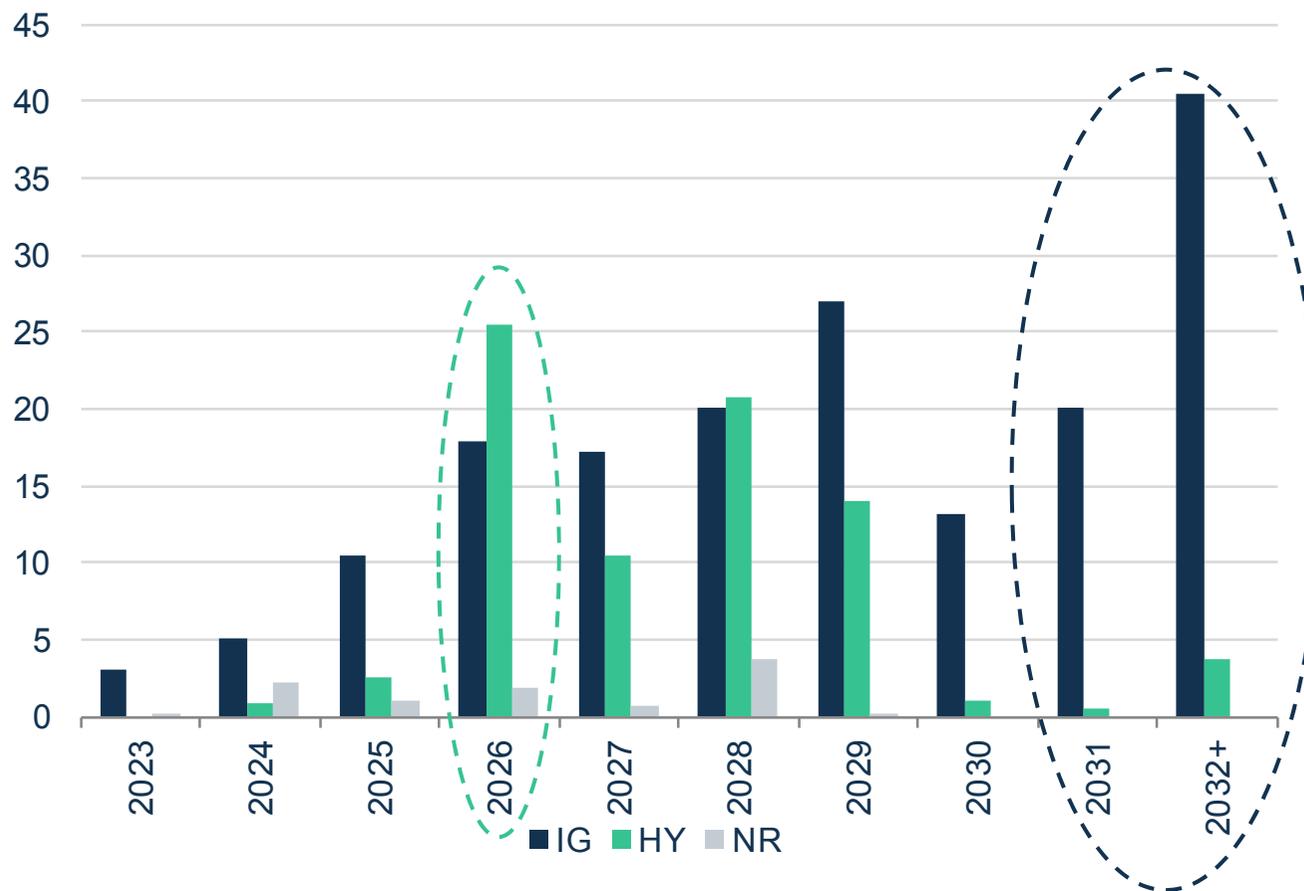
- Die High-Yield-Bonds steigerten ihren Anteil am EUR-Emissionsvolumen der Unternehmen auf einen hohen Wert von 31% (2020: 18%). Der Anteil nicht gerateter Unternehmen (NR) erhöhte sich auf geringem Niveau (von 2% im Jahr 2020 auf 4% in H1/2021).
- Der größte Anteil des Neuemissionsvolumens stammte wie üblich aus dem Investmentgrade (65%). Der Anteil der bonitätsstärksten Unternehmen (AA und A) ging zurück, da sich diese bereits im ersten Halbjahr 2020 überdurchschnittlich stark mit Bonds eingedeckt hatten.
- Fast die Hälfte des gesamten Volumens entfiel auf die Ratingkategorie BBB (Anteil 48%).

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

25% der Neuemissionen mit Laufzeiten von mind. 10 Jahren

EUR-Neuemissionen 2021 nach Fälligkeiten

Corporate Bonds, Volumen in Mrd. Euro



- Der hohe Anteil an Neuemissionen mit High-Yield-Rating führte dazu, dass mit insgesamt ca. 45 Mrd. Euro das größte Volumen auf die Laufzeit von fünf Jahren entfiel (2026).
- Sehr beliebt waren zudem Laufzeiten von sieben und acht Jahren sowie Laufzeiten von mind. zehn Jahren (2031 und 2032+).
- Der Anteil der sehr langen Laufzeiten von mind. zehn Jahren blieb bei IG-Neuemissionen sehr hoch. Dadurch ergab sich für den Gesamtmarkt seit Jahresanfang ein hoher Anteil von rund 25%. Im Jahr 2020 hatten die Unternehmen einen Rekordanteil von 28% mit Laufzeiten von mind. zehn Jahren begeben, getrieben durch das IG-Rekordvolumen und das Niedrigzinsniveau.

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

ESG-Bonds: Rekordvolumen an Neuemissionen

ESG-Neuemissionen von EUR Corporate Bonds

Jahresvolumen in Mrd. Euro sowie ESG in % an Gesamtvolumen



- Seit Jahresanfang haben die Unternehmen über 60 Mrd. Euro an ESG-Neuemissionen in Euro begeben und damit bereits das Gesamtvolumen des vorherigen Rekordjahres 2020 (43,3 Mrd. Euro) deutlich übertroffen!
- Der ESG-Anteil am Volumen der neu begebenen Corporate Bonds verdoppelte sich 2021 in etwa auf 22% (2020 rund 9%)!
- Den größten Sprung gab es bei Sustainability-Linked Bonds, die erst seit 2019 vertreten sind und deren Coupon-Höhe an das Erreichen von Nachhaltigkeitszielen geknüpft ist.
- Sustainability Bonds (Nachhaltigkeit als Verwendungszweck der Bond-Emission) und Social Bonds nehmen bislang eine untergeordnete Rolle ein.

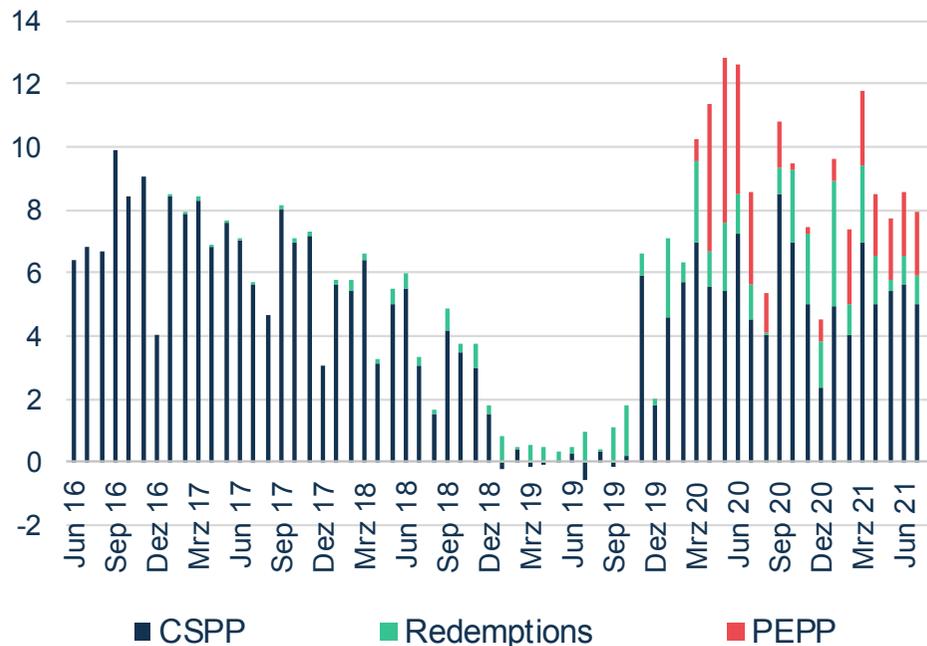
Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research



EZB ist Großinvestor bei Corporate Bonds

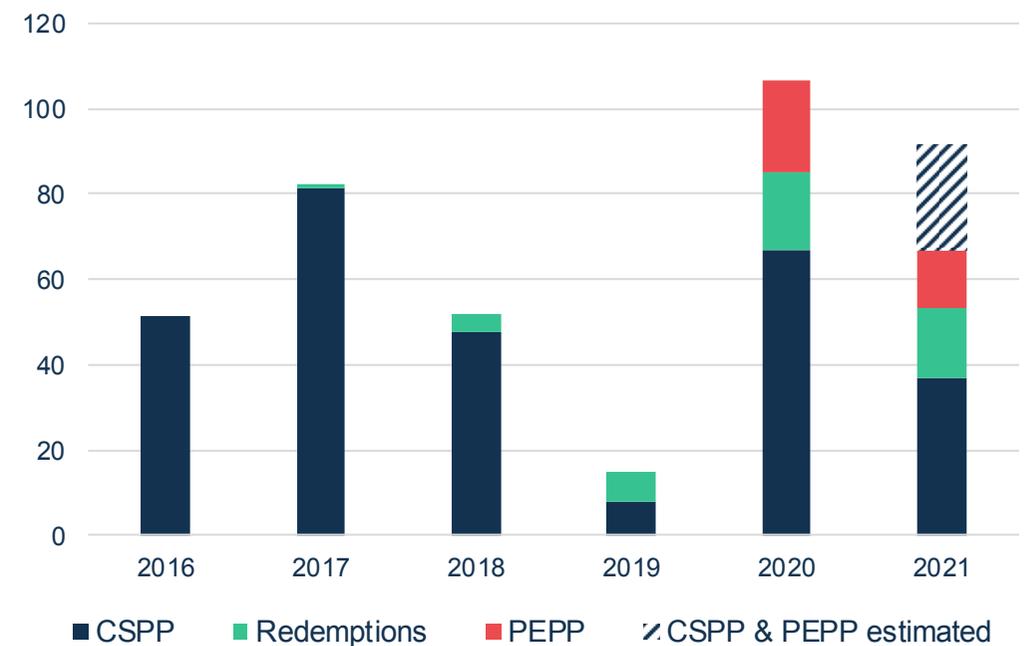
Monatliche EZB-Käufe (CSPP & PEPP)

Corporate Bonds, Volumen (in Mrd. Euro)



Jährliche EZB-Käufe (CSPP & PEPP)

Corporate Bonds, Volumen (in Mrd. Euro)



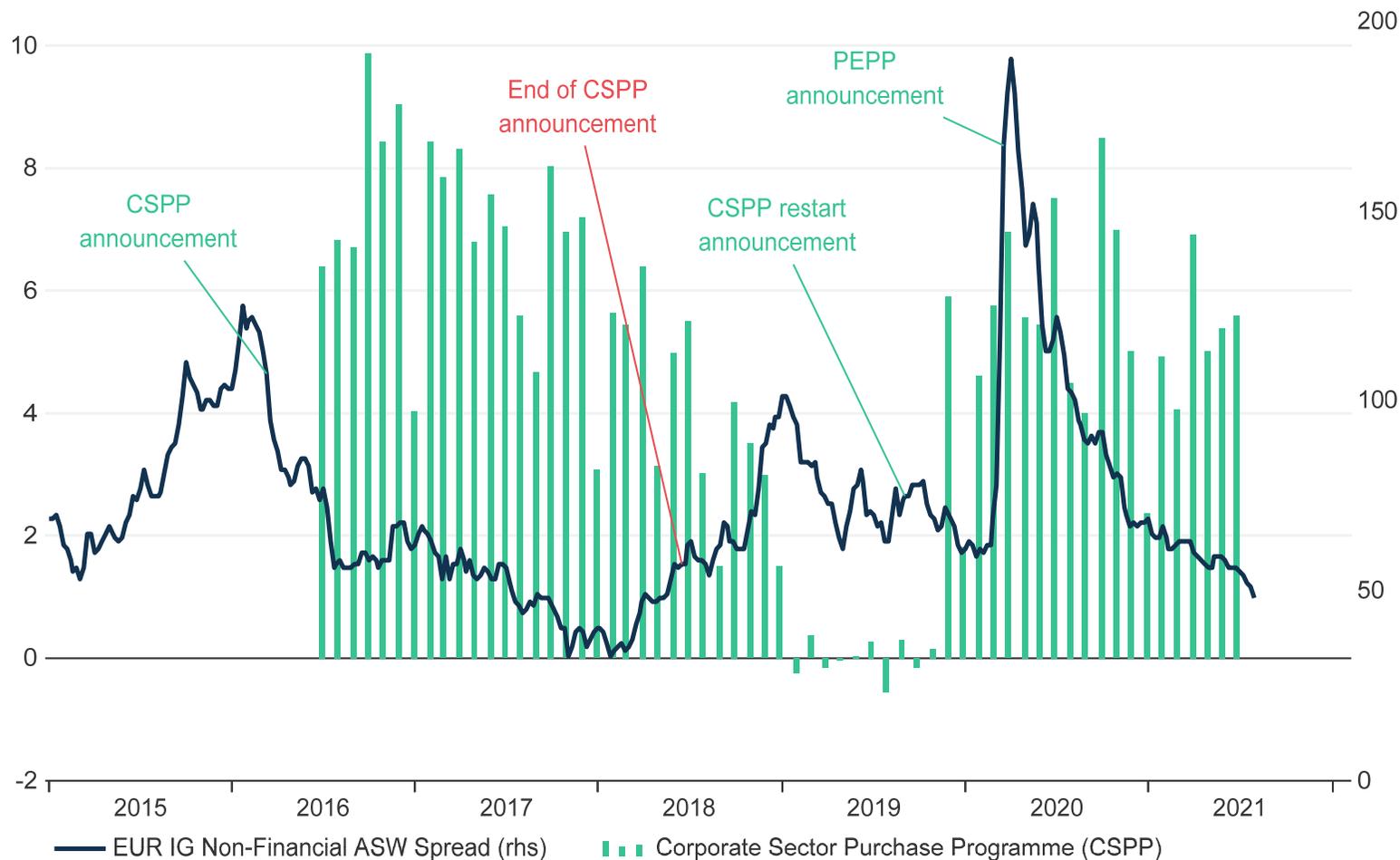
- Zu den Käufen im Rahmen des CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) kam im März 2020 als Reaktion auf die Corona-Krise das PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) hinzu, das noch bis Ende März 2022 läuft.
- Die EZB erwarb seit 2020 ca. ein Drittel ihrer Netto-Zugänge am Primärmarkt. Bei Hochrechnung auf die Brutto-Käufe (inkl. Wiederanlage der fälligen Bonds bzw. Redemptions) schätzen wir, dass die EZB im ersten Halbjahr 2021 ein Volumen von ca. 17 Mrd. Euro an Neuemissionen erworben hat, was rund 10% des Investmentgrade-Neuemissionsvolumens von H1/2021 entspricht.
- Der EZB-Bestand an Corporate Bonds ist auf über 320 Mrd. Euro angewachsen. Rechnerisch hält die EZB ca. 17% (!) des Indexvolumens an EUR-Unternehmensanleihen im Investmentgrade und ist damit u. E. der größte Investor für Corporate Bonds in EUR.

Quelle: EZB, Refinitiv, LBBW Research (Juni-/Juli-Werte teilweise geschätzt, da noch nicht vollständig veröffentlicht)

EZB-Nachfrage stützt die Kurse

EZB-Käufe und Investmentgrade-Spreads

CSPP-Netto-Kaufvolumen in Mrd. Euro, Spreads in Bp.



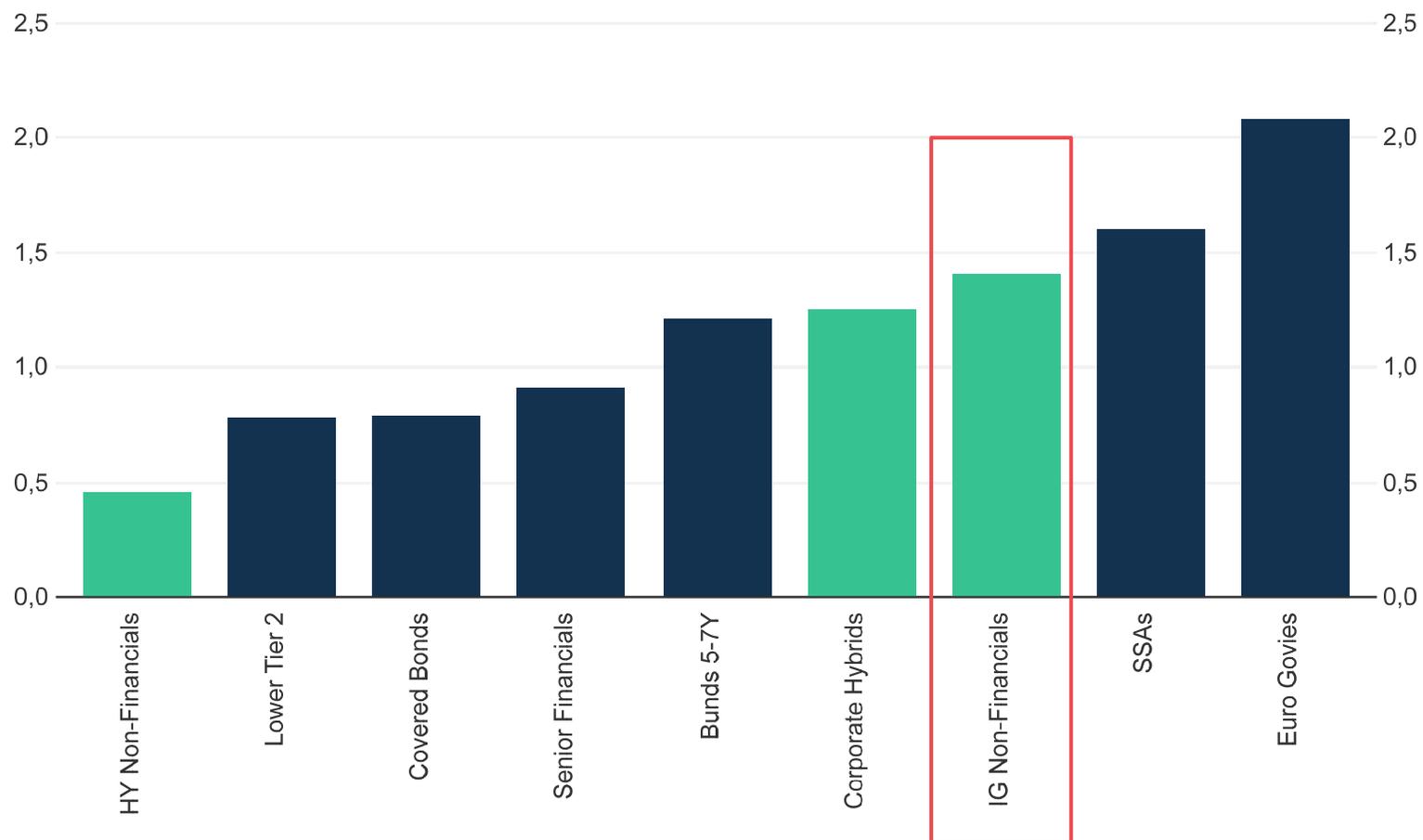
- Die Ankündigung und Durchführung der EZB-Kaufprogramme für Corporate Bonds (CSPP und PEPP) führte jeweils zu einem Trend sinkender Risiko-Spreads.
- Umgekehrt war 2018 im Zuge des erwarteten Rückgangs der Bondkäufe ein Anstieg der Credit-Spreads zu verzeichnen, auch wenn hier noch weitere Faktoren eine Rolle spielten.
- Ein deutliches Herunterfahren der EZB-Bondkaufprogramme (Tapering) ist für 2021 zwar nicht in Sicht, aber für die Zeit ab 2022 zu erwarten.
- Sobald eine deutliche Reduzierung oder sogar das Ende der Nettokäufe absehbar wird, dürften auch die Spreads davon beeinträchtigt werden – wenngleich vermutlich nicht so stark wie im Jahr 2018.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

IG-Bonds nach guter Juli-Performance nicht mehr attraktiv

Total Return für Fixed Income

Monat Juli 2021, in %



- Der Rückgang der Bund-Renditen im Juli sorgte für Kursanstiege bei den EUR-Anleihen.
- Die HY-Bonds mussten im Juli zwar leichte Spreadausweitungen verzeichnen, erzielten aber dennoch eine positive Performance.
- Innerhalb der Corporates-Segmente profitierten die Investmentgrade-Bonds am meisten, dank Spread-einengungen und längerer Laufzeiten.
- Nach der starken Performance im Juli bieten die Corporate Bonds im Investmentgrade nur noch ein geringes absolutes Rendite-Niveau, daher stufen wir diese von „0/+“ auf „0“ zurück. HY-Bonds und Hybride bleiben u. E. dagegen attraktiv („+“).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

HY und Hybride bieten Rendite-Polster für Investoren

Aktuelle Renditen verschiedener Fixed-Income-Klassen

Jährliche Rendite in Prozent



- Nach dem Zinsrückgang im Juli liegen die Renditen der Staatsanleihen größtenteils im negativen Bereich.
- Die Renditen der Corporate Bonds befinden sich historisch betrachtet zwar auf einem sehr niedrigen Niveau, lassen aber eine vergleichsweise bessere Performance erwarten.
- Das größte Rendite-Polster bieten HY- und Hybridbonds, so dass diese unseres Erachtens weiterhin eine positive Performance erzielen dürften.
- IG-Bonds weisen zwar bessere Performance-Aussichten als Bundesanleihen auf, allerdings können steigende Bundrenditen zu Verlusten führen. Innerhalb des IG-Segments würden wir daher die Ratingkategorie BBB bevorzugen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Aktien



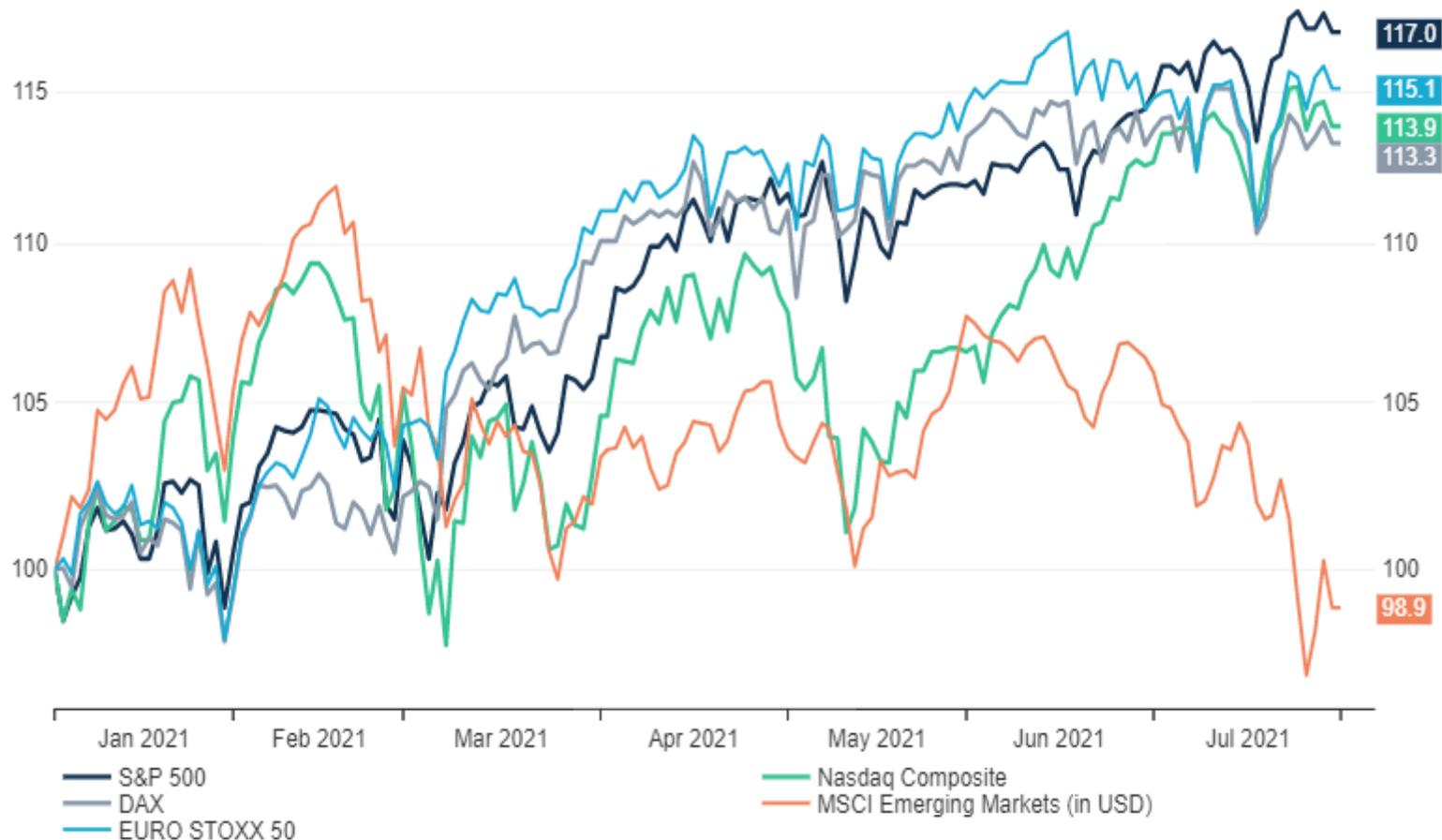
Frank Klumpp, CFA
Tel: +49(711)127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

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

- Die laufende Berichtssaison brachte bis dato überwiegend gute Geschäftszahlen zum zweiten Quartal. Der grundsätzlich positive Gewinntrend bleibt damit in den meisten Regionen intakt.
- Abwärtsrevisionen drohen hingegen bei chinesischen Konzernen, die mit einer Regulierungswelle der Zentralregierung konfrontiert werden.
- Es dürfte zu früh sein, unsere vorsichtige Haltung gegenüber der Assetklasse „Aktien Emerging Markets“ aufzugeben - China-Aktien machen hier den größten Anteil aus.
- Der Polit-Schwenk wirft die Frage auf, inwieweit Peking in die Geschäftstätigkeit auch ausländischer Unternehmen im Reich der Mitte eingreifen wird.
- Nicht auszuschließen ist, dass die zuletzt spürbare Risikoaversion gegenüber China-Titeln auch auf westliche Unternehmen mit höherem China-Exposure übergreift.
- Im August und September stehen beim DAX die beiden saisonal schwächsten Monate bevor.

Aktienmärkte in intakten Aufwärtstrends; Ausnahme: Emerging Markets

Aktienindizes international indexiert, 01.01.2021=100

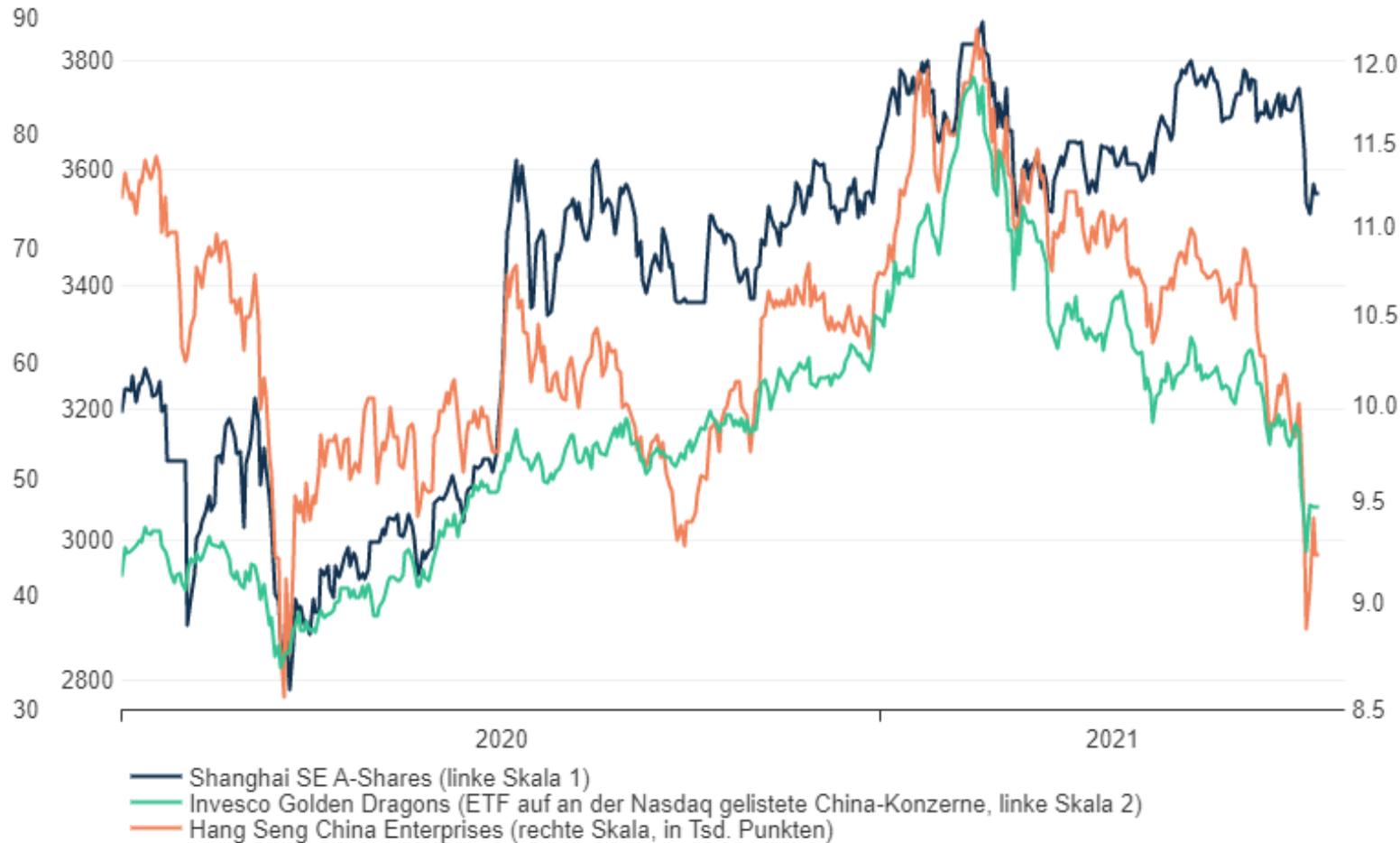


- Die Aktienmärkte in Europa und den USA legen fast im Gleichschritt zu. Die Aufwärtstrends sind diesseits und jenseits des Atlantiks intakt.
- Zuletzt büßten Europa-Titel wieder ihre Führungsrolle ein, nachdem die in den USA hoch gewichteten Wachstumswerte in der Gunst der Anleger stiegen.
- Dagegen tut sich schon seit Februar eine Schere zwischen den etablierten Märkten und den Aktien aus Schwellenländern auf.
- Ende Juli kam es hier zu weiteren Abverkäufen, nachdem die chinesische Regierung neue Regulierungsmaßnahmen durchsetzte.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

China-Titel leiden unter Regulierungsoffensive

China-Aktien in Shanghai, Hongkong und den USA in Indexpunkten



- Nachdem in den Wochen und Monaten zuvor vor allem Tech-Unternehmen im Kreuzfeuer der Zentralregierung standen, waren es zuletzt die privaten Bildungskonzerne, denen man kurzerhand die Erzielung von Gewinnen untersagte.
- Dieser „bildungspolitische“ Schock schickte naturgemäß die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen in die Tiefe, führte aber auch zu einem weiteren Vertrauensverlust gegenüber chinesischen Aktien im Allgemeinen – sowohl unter inländischen als auch unter internationalen Anlegern.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Aktienmärkte hoch bewertet – China-Titel trotz Kurseinbußen nicht besonders günstig

KGV-Multiples international



- Die Folge ist, dass sich der übliche Bewertungsabschlag für chinesische Valoren nochmals ausgeweitet hat.
- Das derzeit ausgewiesene 12-Monats-Forward-KGV in Höhe von 14,8 könnte noch etwas Korrekturbedarf haben, da vermutlich noch Abwärts-Gewinnrevisionen eingearbeitet werden müssen.
- Zudem liegt das KGV nach wie vor über dem Vor-Pandemie-Hoch.
- Wir bleiben weiter vorsichtig für Emerging Markets im Allgemeinen und für China-Aktien im Besonderen und empfehlen weiterhin eine Untergewichtung dieser Titel im internationalen Portfolio.

US-Konzerne legen glänzende Q2-Reports vor – Sowohl Gewinnrend als auch Revisionstrend bleiben intakt

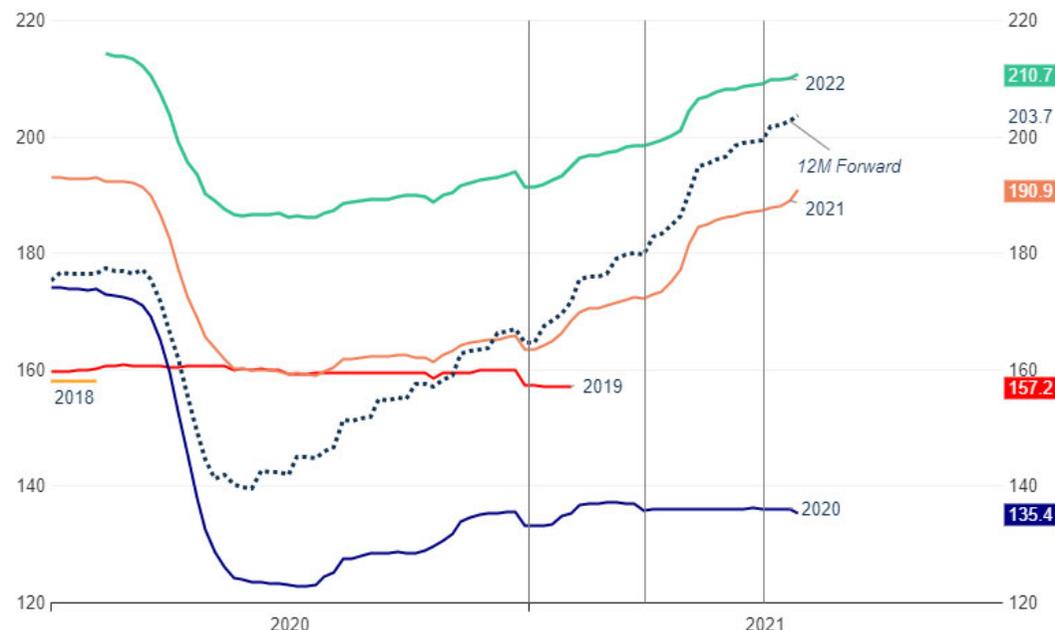
Berichtssaison Surprise S&P 500

nach Sektoren, Gewinne und Umsätze

Sektor	Anzahl Berichtsunternehmen		Gewinne (in %)			Umsätze (in %)	
		in %	positiv	neutral	negativ	positiv	negativ
alle	297 / 504	59%	89%	3%	8%	88%	12%
Energie	10 / 22	45%	80%	0%	20%	80%	20%
Finanzwerte	35 / 64	55%	91%	6%	3%	97%	3%
Gesundheit	54 / 64	84%	94%	2%	4%	85%	15%
Immobilien	18 / 29	62%	83%	6%	11%	78%	22%
Industrie	56 / 74	76%	86%	5%	9%	91%	9%
nichtzykl. Konsum	19 / 32	59%	84%	5%	11%	89%	11%
Rohstoffe	14 / 28	50%	71%	7%	21%	71%	29%
Technologie	40 / 74	54%	98%	0%	3%	95%	5%
Telekom	12 / 26	46%	92%	0%	8%	100%	0%
Versorger	9 / 28	32%	78%	0%	22%	67%	33%
zyklischer Konsum	30 / 63	48%	90%	0%	10%	80%	20%

Gewinne S&P 500

in Indexpunkten, aggregiert



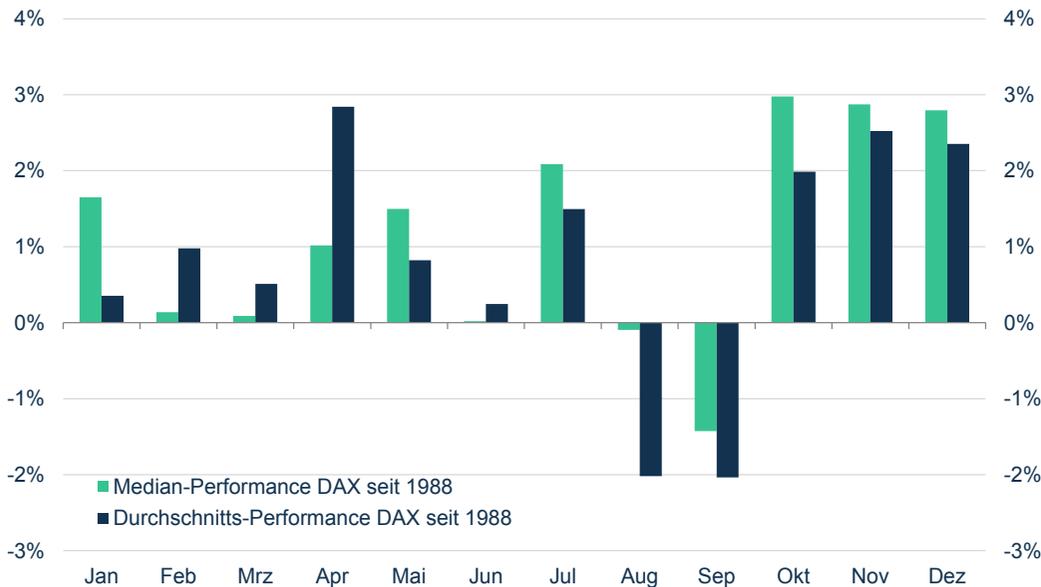
- Die Berichtssaison zum zweiten Quartal läuft auf Hochtouren. Die Unternehmen legen dieser Tage überwiegend positive Zahlen vor.
- In den USA haben bis Freitagabend 297 Unternehmen aus dem S&P 500 ihre Zahlen vorgelegt. Davon haben 89 % der berichteten Quartalsgewinne die zuvor gehegten Erwartungen der Analysten übertroffen.

- Selbst wenn man bedenkt, dass die Übererfüllung der Zahlen schon fast Normalität ist, so ist dies dennoch ein beachtlicher Wert, welcher auf Top-Line-Ebene (Umsatz) nicht viel schlechter ausfällt.
- Der positive Gewinn-Revisionstrend blieb bis zuletzt intakt. Die 12-Monats-Forward-Gewinne legen weiter zu.

August und September sind saisonal schwache Monate

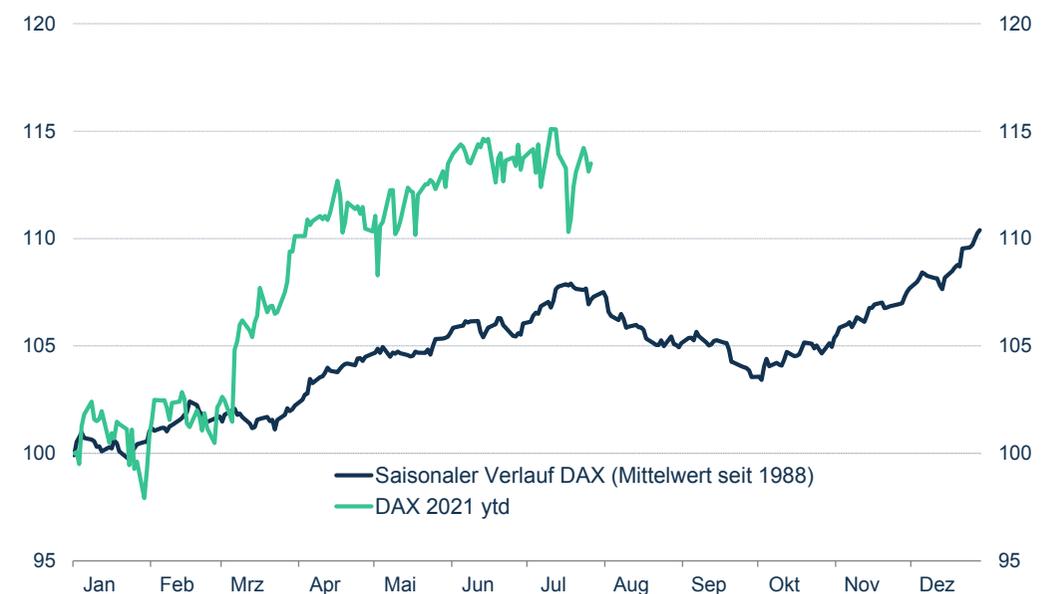
Saisonalität DAX

monatliche Performance seit 1988



DAX-Verlauf 2021

im Vergleich um historischen Durchschnitt



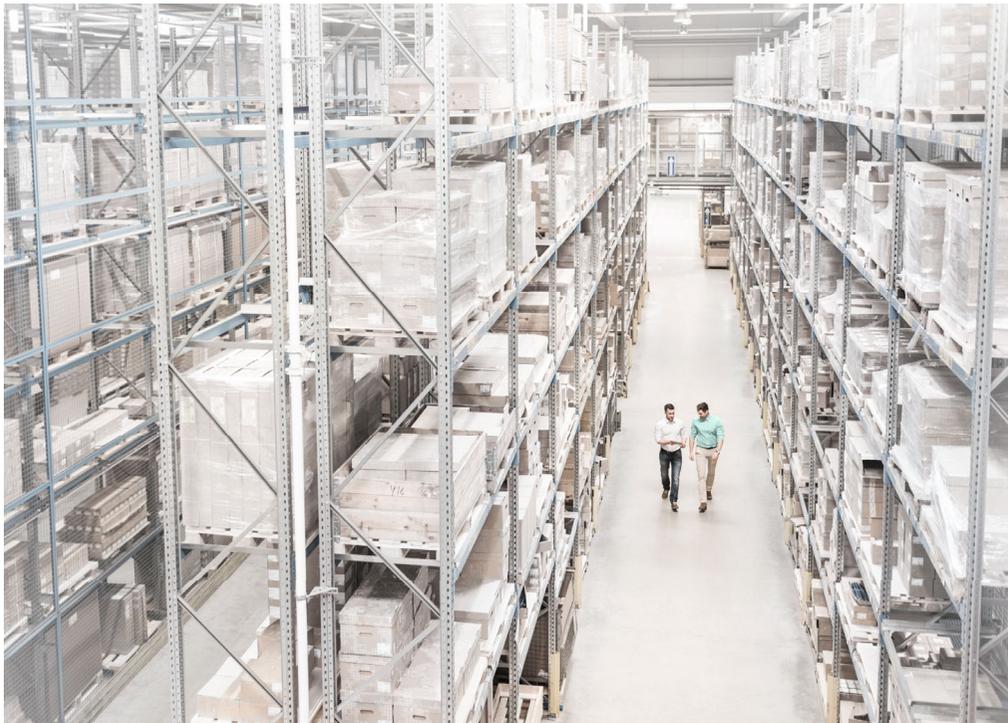
- An der Schwelle zum Monat August kommt das Thema „Saisonalität“ wieder auf den Tisch: Die beiden schwächsten Börsenmonate auf Basis des DAX seit Gründung stehen bevor. Im Durchschnitt verlor der hiesige Leitindex in diesen Monaten jeweils über 2%.

- Ohnehin läuft der DAX bis dato überdurchschnittlich gut, so dass eine Konsolidierung bzw. Korrektur nicht überraschen sollte.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Prognosen und Asset Allokation

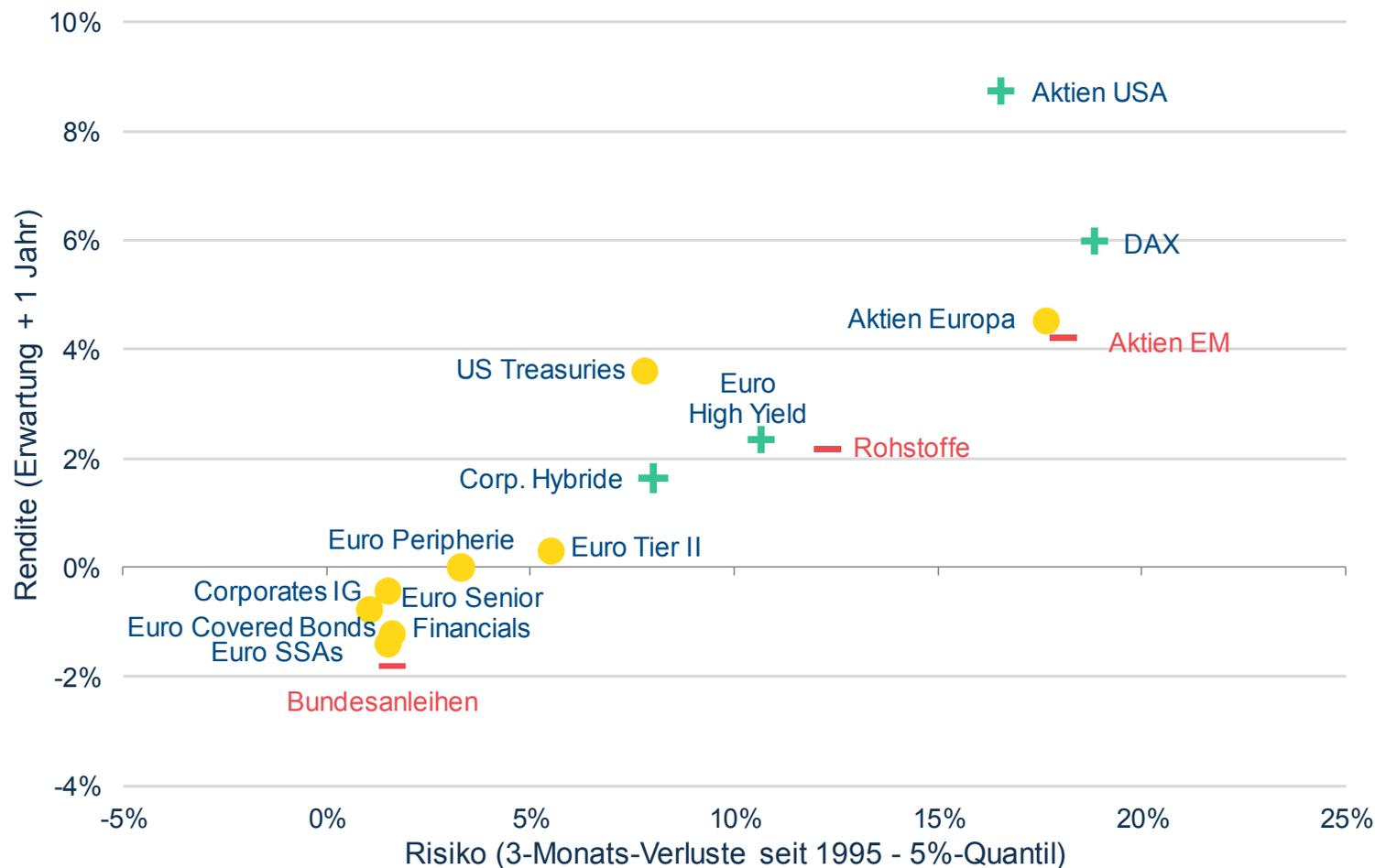


Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

- An den **Rentenmärkten** hat die Sorge vor konjunkturellen Rückschlägen in den vergangenen Wochen zu weiteren Renditerückgängen geführt. Dabei wird die Gefahr eines Zusammenbruchs des Aufschwungs unseres Erachtens überzeichnet. Speziell die Spekulationen auf eine erneute EZB-Zinssenkung werten wir als Übertreibung. Mittelfristig gehen wir beiderseits des Atlantiks von leicht steigenden Langfristzinsen aus – mit entsprechend negativen Implikationen für den Total Return.
- Das **Credit-Segment** bietet zwar aufgrund höherer Ausgangsrenditen einen etwas besseren Puffer gegenüber steigenden Renditen, doch nach fortgesetzten Spreadeinengungen sind auch hier zumindest im IG-Bereich negative Total Returns auf Sicht von zwölf Monaten zu erwarten. Dementsprechend stufen wir die IG-Credits auf neutral gegenüber Bunds zurück. Eine immerhin positive Performance versprechen die riskanteren Credit-Klassen wie High Yield, Hybride oder Banken-Nachträge.
- Für den **Aktienmarkt** bleiben wir angesichts fehlender Alternativen im Niedrigzinsumfeld mittel- bis langfristig positiv gestimmt. In einer kurzfristigen Betrachtung ist allerdings auch hier das Potenzial nach bereits starken Kursgewinnen und bei entsprechend hohen Bewertungen begrenzt, zumal die Monate August und September eine saisonal schwierige Phase markieren. Auf regionaler Ebene bleiben wir bei unserer vorsichtigen Haltung gegenüber den Emerging Markets. In China könnten im Zuge verstärkter Regulierung weitere Abwärtskorrekturen der Gewinnschätzungen anstehen.

Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit und der Erwartung einer näher rückenden konjunkturellen Erholung bleiben wir auf mittlere bis längere Sicht weiter konstruktiv für Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen sowie für reale Assets wie Immobilien gestimmt.
- Die von uns erwartete Dollar-Stärke ggü. dem Euro auf Sicht der nächsten 12 Monate führt zu einem signifikanten Anstieg der Return-Erwartungen bei in Dollar notierten Assets (US-Treasuries, US-/EM-Aktien und Rohstoffen). Alleine der Dollar-Effekt dürfte gut 3% auf Jahressicht zur Performance dieser Assets beitragen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Asset Allokation: Einschätzungen auf einen Blick

Allokation im Überblick (auf Sicht von 6 - 12 Monate)

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Zins	Duration 0/-	- 1-3 Jahre	0/+ Euro-Peripherie	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
		+ 4-7 Jahre	0/- Bund	
		0/- 8-10 Jahre	0 USD-Bonds	
Credit	Credit Spread 0/+	0 Corporate Inv. Grade	0/- Emerging Markets Debt	Overweight: Autos, Oil & Gas
		+ Corporate High Yield		
		+ Corporate Hybride		
		0 Senior Financials		
		0/- Covered Bonds/SSAs		
		0/+ Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.		
Aktien	Aktien 0/+	+ Automobil, Energie (Öl & Gas)	0/- Europa ex Deutschland	
		Technologie, Versicherer	0/+ Japan	
		Industrie, Handel	0/+ Deutschland	
		- Pharma, Telekom, Konsum	0/- Schwellenbörsen	
		Reise & Verkehr	0/+ USA	
Währungen	Währungen (zu Euro) 0/+	+ Währungen mit starkem Wirtschaftswachstum	+ USD, GBP	Selektiv
		- Wachstumsschwäche	0 - JPY, CNY, CHF	
Rohstoffe	Rohstoffe 0/-	0 Edelmetalle	0/+ Gold	LBBW Rohstoffe 2
		0/- Industriemetalle	0/- Silber	
		0/- Energie	0/- Brent	
Immobilien	Immobilien 0/+	+ Wohnen, Nahversorger, Logistik	+ Deutschland	
		0/- Büro		
		- "High Street" Einzelhandel		

Quelle: LBBW Research

Marktprognosen

Konjunktur				
in %		2020	2021e	2022e
Deutschland	BIP	-5.1	3.2	5.5
	Inflation	0.5	3.0 +	2.1 +
Euroland	BIP	-6.8	4.5	4.8
	Inflation	0.3	2.2 +	1.6 +
USA	BIP	-3.5	6.0 -	4.5
	Inflation	1.2	4.4 +	3.0
China	BIP	2.3	7.5	5.9
	Inflation	2.5	3.2	2.8
Welt	BIP	-3.5	5.8 -	4.7
	Inflation	3.2	3.7 +	3.1

Zinsen				
in %	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
EZB Einlagesatz	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10 Jahre	-0.52	-0.15	-0.15	0.00
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25
Treasury 10 Jahre	1.17	1.75	1.60	1.90

Quelle: LBBW Research

03.08.2021 • Kapitalmarktkompass August 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
DAX	15 569	15 500	16 000	16 500
Euro Stoxx 50	4 117	4 000	4 100	4 200
Dow Jones	34 838	34 000	35 000	36 000
Nikkei 225	27 781	29 000	29 500	30 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1.19	1.19	1.18	1.15
Franken je Euro	1.08	1.11	1.12	1.14
Gold (USD/Feinunze)	1815	1900	1850	1800
Öl (Brent - USD/Barrel)	73	65	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

Szenarien Konjunktur und Märkte: Hauptszenario 65 % (zuvor 65%)

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	15 500	16 000
Euro Stoxx	4 000	4 100
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,50
10 Jahre Bund	-0,15	-0,15
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Nach einem pandemiebedingten Einbruch der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr hat die Welt 2021 zu einer Erholung angesetzt. In Deutschland wird das BIP voraussichtlich um 3,2% zulegen, im Euroraum um 4,5%, in den USA um 6,0% und China um 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung fällt mit nachlassenden Lockdown-Maßnahmen kräftig aus. Die Vorkrisenniveaus werden im Euroraum Ende 2021 wieder erreicht; in den USA war dies bereits Mitte dieses Jahres der Fall.
- Die Inflationsraten ziehen 2021 deutlich an. In Deutschland treiben eine Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO₂-Abgabe die Teuerung. Zudem sorgen Haushaltsenergie und Kraftstoffe für steigenden Preisdruck. In Deutschland dürfte die Inflation von 0,5% im Jahr 2020 auf 3,0% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 2,2%.
- Die Risikoaversion an den Finanzmärkten nimmt zwar 2021 schrittweise ab, Staatsanleihen bleiben aber als sicherer Hafen gesucht.
- Die Aktienmärkte profitierten zuletzt von massiven Gewinnaufwärtsrevisionen. Die Gewinnschätzungen für 2021 liegen klar oberhalb der Vorkrisenniveaus aus dem Jahr 2019. Das Bewertungsniveau fällt zwar inzwischen sehr hoch aus. Das TINA-Argument („there is no alternative“) bleibt gleichwohl weiterhin schlagend.

Szenarien Konjunktur u. Märkte: Optimistisches Szenario 20 % (zuvor 20%)

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	17 000	19 000
Euro Stoxx	4 600	4 900
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,45
10 Jahre Bund	0,00	0,25
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Entwicklungen

- Der Aufholprozess nach dem Ende vieler coronabedingter Einschränkungen ist schnell und kräftig. Eine beherzt-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt den Prozess. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ihr Übriges. Die erlittenen Einbußen werden noch 2021 aufgeholt.
- Die Corona-Impfkampagne kommt rasch voran; das Leben normalisiert bis zum Ende des Sommers 2021 weitgehend und dauerhaft.
- EZB und Fed behalten ihre sehr expansive Geldpolitik trotz zunehmender Anzeichen für höhere Inflation bei, bis die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie vollends überwunden sind.
- Die Gewinne der Unternehmen ziehen weiter an. Eine Insolvenzwelle bleibt aus. Der Arbeitsmarkt in Deutschland und im Euroraum belebt sich. Der Arbeitsmarkt in den USA erholt sich zügig.
- Die Geldmarktzinsen im Euroraum bleiben auf längere Sicht negativ. Die Langläufer-Renditen setzen angesichts wachsender Spekulation auf eine erfolgreiche und dauerhafte Reflationierung ihren Aufwärtstrend beschleunigt fort.
- Das Anhalten des übergeordnete Niedrigzinsumfelds wird bei alledem an den Finanzmärkten nicht infrage gestellt. Die Aktienmärkte setzen ihren Aufwärtstrend trotz schwelender Inflationssorgen dynamisch fort und klettern deutlich über die bisherigen Allzeithöchststände hinaus.

Szenarien Konjunktur und Märkte: Risikoszenario 15 % (zuvor 15%)

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	13 500	12 500
Euro Stoxx	3 400	3 200
Zinsen		
3M Euribor	-0,65	-0,75
10 Jahre Bund	-0,65	-0,85
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

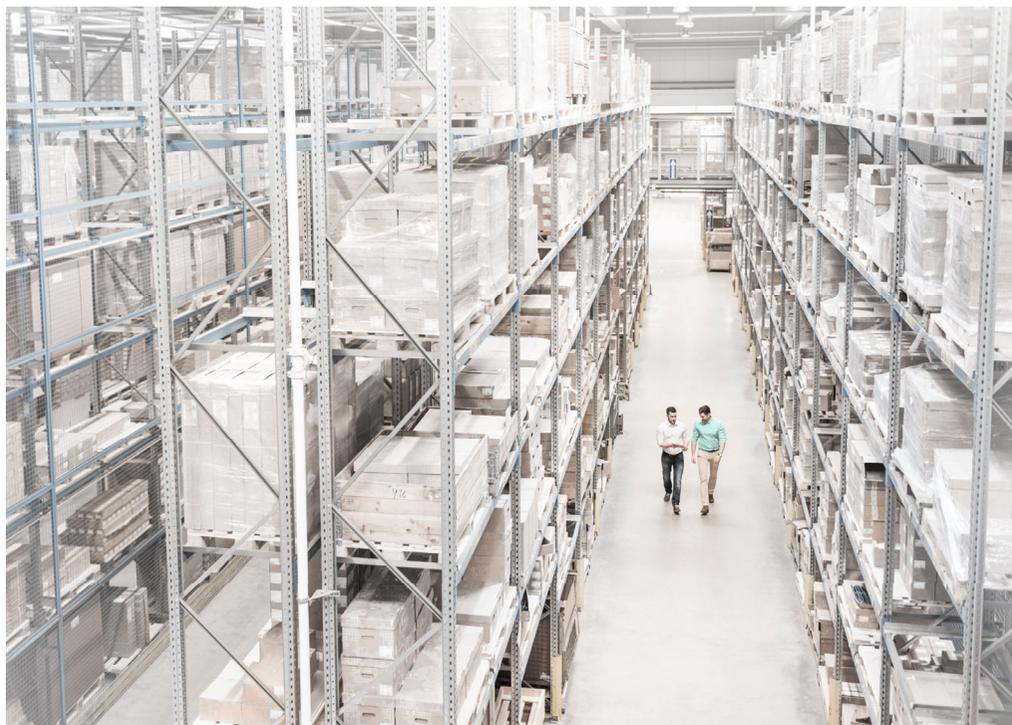
Entwicklungen

- Eine erneut starke Zunahme von Infektionen mit dem Corona-Virus („Delta-Variante“) führt in wichtigen Industrieländern zu neuen Lock-down-Maßnahmen, die so gravierend ausfallen, dass der konjunkturelle Aufholprozess erneut zurückgeworfen wird.
- Einen Rückschlag zur Unzeit erfährt die Industriekonjunktur durch einen Engpass bei Vorleistungen und Zwischenprodukten. Insbesondere ein Mangel an Mikrochips wirkt sich produktionshemmend aus. Verschärft wird das Problem durch Störungen im Seefracht-Verkehr.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung stockt. Im personennahen Dienstleistungssektor werden die Vorkrisenniveaus absehbar nicht erreicht.
- An den Finanzmärkten kommt es zu einer neuerlichen massiven Welle der Flucht in die Sicherheit von Liquidität und von Staatsanleihen erster Bonität. Deflationssorgen verstärken einen neuerlichen Renditeabwärtsdruck am Staatsanleihemarkt.
- Zu den wirtschaftlichen Folgen kommt politische Unsicherheit. Globalisierung als Ziel stellen weiterhin viele Kräfte in der internationalen Arena infrage.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Lieferketten unter Stress	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 31
05	Zinsen	Seite 45
06	Credits	Seite 56
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 74
09	Anhang	Seite 82

Anhang



- Übersicht: Währungen und Rohstoffe
- Spreadprognosen und Ausfallraten
- Renditetabellen
- Publikationen des LBBW Research
- Disclaimer

Devisenmärkte im Überblick – Hauptwährungen

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURUSD	1,19	1,18	1,15	<ul style="list-style-type: none"> Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet. Die Fed dürfte eher als die EZB eine Zinserhöhungsphase einläuten. Die USA werden im Jahr 2021 deutlich stärker wachsen als der Euroraum.
EURJPY	130	130	132	<ul style="list-style-type: none"> Eine relative Schwäche der japanischen Wirtschaft in der begonnenen weltwirtschaftlichen Erholungsphase ist eingepreist. Die Inflationsrate stellt in Japan im Gegensatz zu den USA und dem Euroraum keinen Grund zu Besorgnis dar. Die eher wieder etwas zunehmende Verunsicherung weltweit stützt den Yen.
EURGBP	0,86	0,85	0,84	<ul style="list-style-type: none"> Das Vereinigte Königreich wird im Jahr 2021 stärker wachsen als der Euroraum. BoE wird ihre Leitzinsen früher erhöhen als die EZB. GBP nach Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.
EURCHF	1,08	1,12	1,14	<ul style="list-style-type: none"> Die Unsicherheit begrenzt derzeit das Abwertungspotenzial ggü. dem Euro. Die SNB schwächt bei Bedarf den Franken mit Devisenmarktinterventionen. Gemäß Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro hoch bewertet. Gescheiterter EU-Rahmenvertrag längerfristig Belastungsfaktor.
EURCNY	7,67	7,95	7,95	<ul style="list-style-type: none"> Chinas Wirtschaft erholte sich bislang kräftig, wovon auch der CNY profitierte. Der Aufschwung verliert nun aber an Dynamik. Zunehmende Markteingriffe und Regulierungen der Regierung verunsichern internationale Investoren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURBRL	6,19	5,70	6,00	<ul style="list-style-type: none"> Der Inflationsanstieg auf 8,35 % im Juni lässt bereits für die nächste Notenbank-sitzung im August eine Leitzinsanhebung erwarten, der weitere folgen werden. Die positive Entwicklung der Handelsbilanz und die inflationsbedingt höheren Steuereinnahmen lassen einen Rückgang der Schuldenquote auf 85 % erwarten.
EURHUF	357	350	345	<ul style="list-style-type: none"> Die ungarische Notenbank hat den Leitzinssatz im Juli weiter auf 1,2 % angehoben und wird diesem Schritt voraussichtlich in diesem Jahr noch weitere folgen lassen. Die bisher zügige Straffung der Geldpolitik, die Aussicht auf weitere Zinsschritte und die hohe Wachstumsdynamik sollten den ungarischen Forint erneut stützen.
EURMXN	23,59	22,50	23,50	<ul style="list-style-type: none"> Die restriktivere Ausrichtung der mexikanischen Notenbankpolitik beugt einer deutlichen Abwertung des Pesos vor, sofern das globale Zinsumfeld früher als bisher erwartet ansteigen sollte. Die Konjunkturprogramme der USA werden den Pesos noch weiter stützen.
EURPLN	4,56	4,35	4,30	<ul style="list-style-type: none"> Wir erwarten, dass die bisher noch lockere Ausrichtung der polnischen Geldpolitik wegen des dynamischen Wirtschaftswachstums und des Preisanstieges auf 5,0 % im Juli im weiteren Jahresverlauf gestrafft wird und den Zloty stützen wird. EU-Transferzahlungen und das Konjunkturprogramm stützen weiter das Wachstum.
EURRON	4,92	5,00	5,10	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate erreichte im Juni 2021 3,94 %, jedoch zeigt die rumänische Notenbank noch keine Hinweise auf eine Straffung der Geldpolitik. Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich deutlich aufgehellt und ließ den Stimmungsindikator innerhalb eines Jahres von 68 auf zuletzt 103 ansteigen.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.08.2021, 10:45 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURRUB	86,6	80,0	78,0	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank hat den Leitzinssatz im Juli deutlich um 100 Basispunkte auf 6,5 % angehoben. Der damit einhergehende Renditevorteil des Rubels gegenüber anderen Schwellenländer-Währungen sollte den Rubel stützen. Eine Verschärfung der Spannungen mit dem Westen sind der größte Risikofaktor.
EURTRY	9,99	11,10	11,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank der Türkei behält den Leitzinssatz weiter bei 19 %, jedoch stellte sie zuletzt eine Zinssenkung um 100 Basispunkte für November 2021 in Aussicht. Ein Anstieg des globalen Zinsumfeldes macht die Lira wegen der weiter negativen Handelsbilanz und des Rückgangs der Währungsreserven weiter anfällig.
EURZAR	17,24	20,10	21,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Sorge vor einem Anstieg des globalen Zinsniveaus, einer dritten Pandemiewelle und die jüngsten Ausschreitungen könnten den Rand belasten. Zur Umsetzung des ambitionierten Plans zur Sanierung der Staatsfinanzen werden die Verhandlungen mit den Gewerkschaften im September wesentlich sein.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.08.2021, 10:45 Uhr

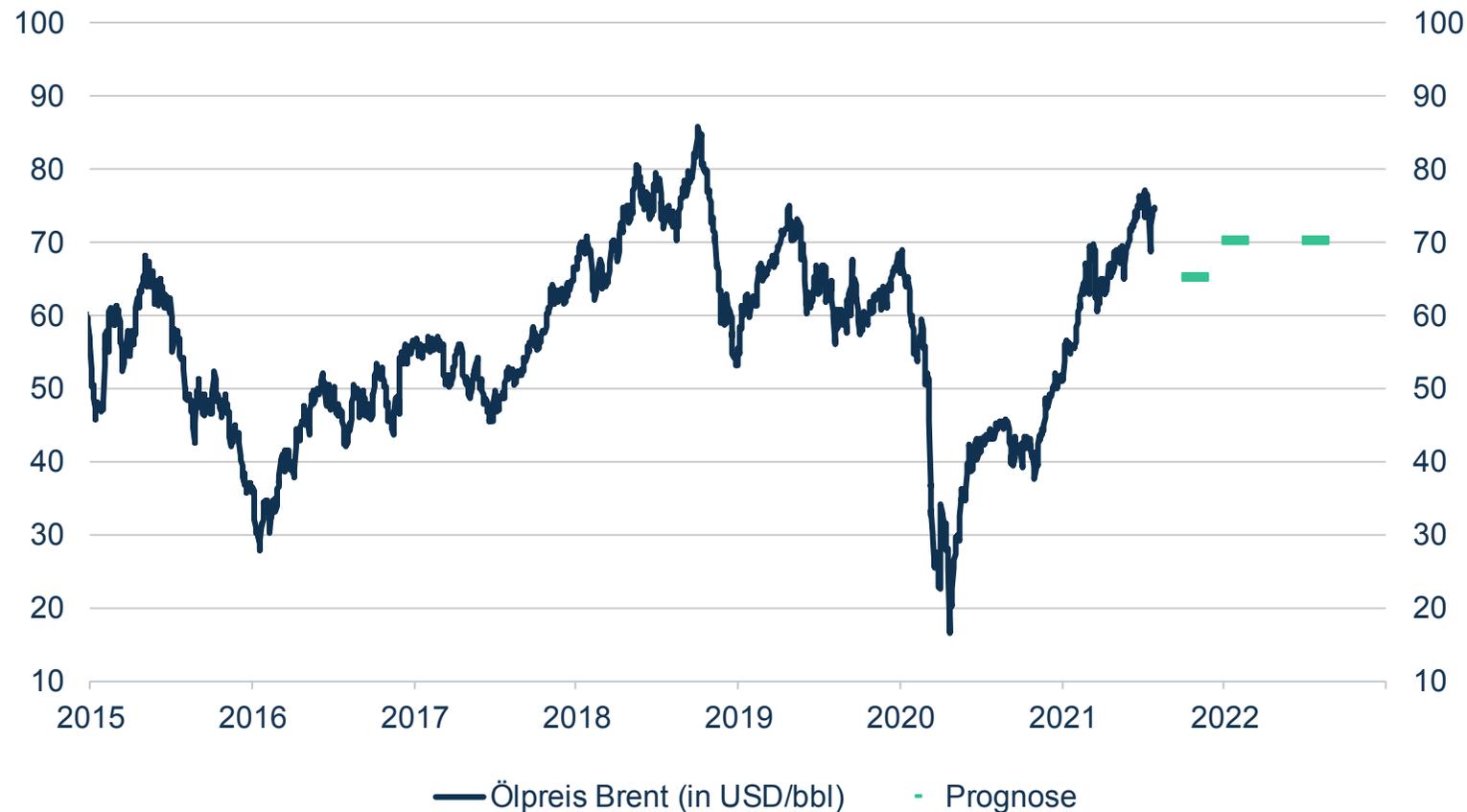
Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURAUD	1,62	1,58	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Australiens Notenbank behält ihre lockere Ausrichtung bei, wonach erst für 2023 eine Anhebung des Leitzinssatzes zu erwarten ist. Eine erneute Ausbreitung der Pandemie und die damit einhergehenden Lockdown-Maßnahmen haben die Stimmungsindikatoren zuletzt einbrechen lassen.
EURCAD	1,48	1,46	1,44	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank hat im Juli das Kaufprogramm für Staatsanleihen wie erwartet weiter reduziert und könnte es bis zum Jahresende komplett einstellen. Dies weckt die Zinsfantasie der Anleger und sollte den kanadischen Dollar erneut stützen. Die Konjunktur präsentiert sich dank des stabilen Ölpreises weiterhin als robust.
EURCZK	25,47	25,20	25,00	<ul style="list-style-type: none"> Der Arbeitsmarkt zeigt sich deutlich verbessert. So fiel die Arbeitslosenquote im Juni auf 3,7 %. Dieser enger werdende Arbeitsmarkt wird den Anstieg der Konsumentenpreise weiter stützen und damit eine weitere Straffung der Geldpolitik nach sich ziehen. Wir erwarten daher eine weitere Aufwertung der Krone.
EURNOK	10,48	9,75	9,55	<ul style="list-style-type: none"> Die norwegische Notenbank wird voraussichtlich im September den Leitzinssatz anheben. Von diesem Renditevorteil zum Euro wird die Krone profitieren können. Die Stimmung für die Krone hat sich wegen der verstärkten Ausbreitung der Delta-Variante etwas eingetrübt, wir erwarten jedoch keinen langfristigen Rückgang.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 02.08.2021, 10:45 Uhr

Brent: OPEC+ mit weiteren Lockerungen

Ölpreis Brent & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
Brent (in USD/Barrel)	74,84	Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Sep 2021	Dez 2021	Jun 2022
		43,42	51,89	44,42	65	70	70

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Brent Preisanstieg

- + OPEC kürzt Output seit April 2020 um 4,0 mbpd.
- + OPEC-Compliance im Juni bei 110,2 %.
- + US-Output steigt 2021 bislang um 0,2 mbpd auf 11,2 mbpd an.
- + Kerosin-Nachfrage dürfte im 2. Halbjahr 2021 wieder anziehen.
- + Durchschnittl. Angebotsdefizit am Ölmarkt 2021 ca. 0,7 mbpd.
- Weiter stockende Ölnachfrage aufgrund anhaltender Corona-Beschränkungen.
- Mögliche Aufhebung der US-Sanktionen könnte für höheren Output im Iran sorgen.
- US Rig Count hat 2021 bislang um 47 % zugelegt; Comeback der US-Produktion im 2. Halbjahr 2021 wahrscheinlich.
- Output der OPEC+ soll von Aug.-Dez. um 2 mbpd steigen.

Gold: Fallende Renditen stützen Gold

Goldpreis & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Sep 2021	Dez 2021	Jun 2022
Gold (in USD/Feinunze)	1801,68	1771,68	1897,77	1893,60	1900	1850	1800

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

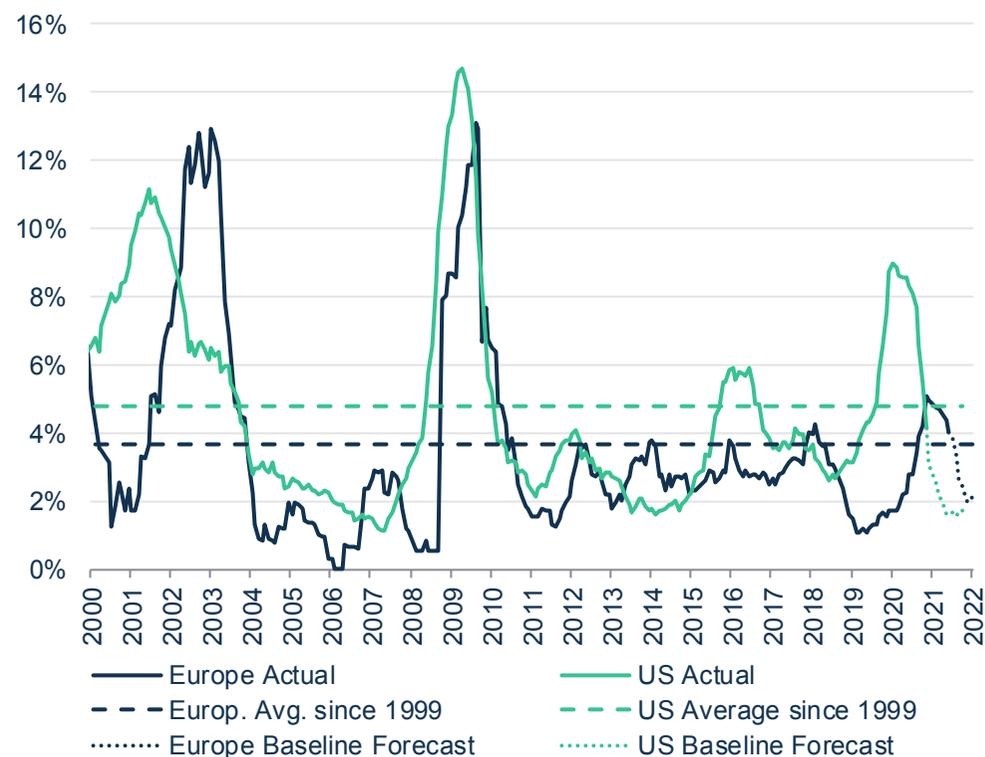
- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + Ansteigende Inflationsraten.
- + Output der Goldminen geht 2020 um 4 % auf rund 3.400 Tonnen zurück.
- + Schmucknachfrage seit Q4/20 auf Erholungskurs.
- + Fair Value abgeleitet aus US-Realzins bei rund 1.900 USD.
- + Fallende US-Renditen stützen Gold.
- ETC-Nachfrage 2021 bislang sehr schwach (-6,4 % bzw. -214 Tonnen).
- Schmucknachfrage nach Gold bricht 2020 um 38 % bzw. über 800 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold fällt 2020 um über 50 % oder knapp 350 Tonnen.
- Festerer US-Dollar belastet Goldpreis.

Spreadprognosen und Ausfallraten

Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	84	↘
Euro Unsubordinated Financial Index	75	↘
Euro High Yield Index	307	↘
Euro Lower Tier 2 Index	118	↘
Euro Pfandbrief Index	39	↔
Euro Covered Bond Index	43	↔
1-10 Year Euro Government Index	31	↔
Euro Quasi-Government Index	47	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	396	↘

HY-Ausfallraten und Prognose von Moody's in Prozent



Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
29.07.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0.75	-0.80	-0.82	-0.81	-0.78	-0.73	-0.68	-0.62	-0.56	-0.50	-0.25	-0.12	-0.02	0.04
France	-0.69	-0.72	-0.70	-0.66	-0.59	-0.50	-0.41	-0.31	-0.22	-0.12	0.24	0.48	0.64	0.78
Italy	-0.51	-0.40	-0.27	-0.14	-0.01	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65	1.15	1.48	1.67	1.82
Spain	-0.61	-0.58	-0.53	-0.45	-0.35	-0.24	-0.12	0.00	0.12	0.23	0.68	0.98	1.17	1.38
Netherlands	-0.77	-0.81	-0.79	-0.75	-0.69	-0.61	-0.54	-0.46	-0.39	-0.32	-0.10	0.02	0.08	0.12
Austria	-0.62	-0.74	-0.74	-0.72	-0.65	-0.55	-0.44	-0.35	-0.26	-0.18	0.11	0.26	0.36	0.46
Belgium	-0.71	-0.75	-0.73	-0.69	-0.62	-0.53	-0.44	-0.34	-0.24	-0.14	0.28	0.54	0.70	0.79
Ireland	-0.67	-0.67	-0.66	-0.61	-0.54	-0.46	-0.37	-0.27	-0.17	-0.08	0.25	0.46	-	-
Portugal	-0.67	-0.66	-0.61	-0.54	-0.44	-0.33	-0.21	-0.09	0.03	0.14	0.60	0.90	1.08	1.20
Finland	-0.70	-0.77	-0.76	-0.72	-0.66	-0.58	-0.49	-0.39	-0.30	-0.22	0.07	0.19	0.25	0.32
EUR Swap in %	-0.52	-0.49	-0.45	-0.41	-0.36	-0.30	-0.24	-0.18	-0.12	-0.06	0.19	0.30	0.31	0.28

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
29.07.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.85	-0.55	-0.37	-0.25	-0.15	-0.07	-0.01	0.05	0.10	0.15
AA-	-0.86	-0.54	-0.35	-0.21	-0.11	-0.02	0.05	0.11	0.16	0.21
A+	-0.78	-0.48	-0.31	-0.19	-0.09	-0.02	0.05	0.11	0.16	0.20
A	-0.80	-0.48	-0.29	-0.15	-0.05	0.04	0.11	0.17	0.23	0.28
A-	-0.72	-0.43	-0.26	-0.15	-0.05	0.02	0.08	0.14	0.19	0.23
BBB+	-0.72	-0.39	-0.20	-0.06	0.04	0.13	0.20	0.27	0.32	0.37
BBB	-0.63	-0.29	-0.10	0.05	0.15	0.24	0.32	0.38	0.44	0.49
BBB-	-0.52	-0.16	0.05	0.20	0.32	0.42	0.50	0.57	0.63	0.68
BB+	0.21	0.70	0.98	1.19	1.34	1.47	1.58	1.68	1.76	1.83
BB	0.87	1.36	1.64	1.84	1.99	2.12	2.23	2.32	2.40	2.48
BB-	1.56	2.03	2.30	2.50	2.65	2.77	2.88	2.97	3.05	3.12
B+	2.29	2.67	2.89	3.04	3.17	3.27	3.35	3.42	3.49	3.55
B	2.55	3.09	3.40	3.62	3.79	3.94	4.06	4.16	4.25	4.33
B-	3.15	3.99	4.48	4.83	5.09	5.31	5.50	5.66	5.80	5.93
EUR Swap in %	-0.52	-0.49	-0.45	-0.41	-0.36	-0.30	-0.24	-0.18	-0.12	-0.06

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
29.07.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.55	-0.43	-0.36	-0.31	-0.27	-0.24	-0.21	-0.18	-0.16	-0.14
AA-	-0.63	-0.43	-0.31	-0.23	-0.16	-0.11	-0.07	-0.03	0.01	0.04
A+	-0.63	-0.40	-0.26	-0.17	-0.09	-0.03	0.02	0.07	0.10	0.14
A	-0.55	-0.33	-0.21	-0.12	-0.05	0.01	0.05	0.10	0.13	0.16
A-	-0.60	-0.35	-0.21	-0.11	-0.03	0.03	0.09	0.13	0.17	0.21
BBB+	-0.49	-0.26	-0.12	-0.02	0.05	0.11	0.16	0.21	0.25	0.28
BBB	-0.58	-0.23	-0.02	0.13	0.24	0.34	0.42	0.49	0.55	0.60
BBB-	-0.44	-0.13	0.06	0.19	0.30	0.38	0.45	0.51	0.56	0.61
EUR Swap in %	-0.52	-0.49	-0.45	-0.41	-0.36	-0.30	-0.24	-0.18	-0.12	-0.06

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
29.07.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0.49	-0.51	-0.40	-0.39	-	-0.31	-	-0.22	-	-	-
AT	-0.51	-0.46	-0.45	-0.39	-0.32	-0.29	-0.27	-0.18	-0.13	-0.03	-
BE	-0.54	-0.51	-0.46	-0.42	-0.38	-0.29	-0.25	-0.16	-0.14	-0.08	-
CA	-0.49	-0.48	-0.46	-0.40	-0.34	-0.28	-0.20	-	-	-0.05	-
DK	-0.44	-0.34	-0.35	-0.21	-	-0.30	-	-	-	-0.05	-
FI	-0.54	-0.47	-0.42	-0.44	-0.33	-0.27	-	-0.17	-0.12	-	0.01
FR	-0.53	-0.50	-0.47	-0.42	-0.37	-0.31	-0.25	-0.17	-0.11	-0.05	0.01
DE	-0.55	-0.51	-0.47	-0.43	-0.38	-0.33	-0.27	-0.20	-0.15	-0.11	-0.04
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-	-	-	-0.39	-	-	-	-	-	0.00	-
IT	-0.46	-0.33	-0.38	-0.35	-0.24	-0.26	-0.24	-0.14	-0.06	-0.02	-
LU	-	-	-	-	-0.35	-0.27	-	-	-	-	-
NL	-0.50	-0.50	-0.43	-0.35	-0.36	-0.24	-0.24	-0.17	-0.11	-	0.02
NZ	-0.55	-0.45	-0.45	-	-0.34	-0.30	-	-0.09	-0.07	-0.03	0.05
NO	-0.52	-0.50	-0.40	-0.34	-0.35	-0.27	-0.25	-0.10	-0.12	-0.05	-
PL	-0.43	-	-0.43	-0.36	-	-	-	-	-	-	-
PT	-	-	-0.35	-	-	-0.28	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0.45	-0.38	-	-0.33	-0.14	-	-	0.06	-
ES	-0.40	-0.39	-0.38	-0.31	-0.35	-0.21	-0.15	-0.14	-0.12	-0.02	0.05
SE	-0.52	-0.47	-0.42	-0.39	-0.36	-0.34	-	-0.18	-0.12	-	-
CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0.54	-0.48	-0.44	-0.43	-0.28	-0.25	-0.29	-0.12	-	-	-
JP	-	-0.46	-	-	-	-0.28	-	-0.12	-	-	-
KR	-	-0.33	-	-0.36	-	-0.23	-	-0.14	-0.12	-	-
SK	-0.25	-	-	-0.30	-0.27	-	-	-0.10	-	-	-
EUR Swap in %	-0.52	-0.49	-0.45	-0.41	-0.36	-0.30	-0.24	-0.18	-0.12	-0.06	0.00

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

LBBW Research-Veröffentlichungen in den vergangenen vier Wochen (Auswahl)

DATUM	PUBLIKATIONEN
28.07.2021	Strategy Alert Renten: Fed geht einen Schritt in Richtung Tapering
26.07.2021	LBBW Strategy Alert: Ifo-Geschäftsklima: Rückschlag im Juli
26.07.2021	Blickpunkt Corporates: Lufthansa vor einer neuen Kraftprobe
26.07.2021	Blickpunkt Strategie: Corona-Update
22.07.2021	Strategy Alert Renten: EZB: Bekenntnis zu persistent akkomodierender Geldpolitik
20.07.2021	Strategy Alert Renten: EZB-Vorschau: Neuer Wein in neuen Schläuchen
20.07.2021	Blickpunkt Financials: Bankenmarkt Dänemark: Dänemarks Banken gut positioniert für die Wirtschaftserholung
19.07.2021	Blickpunkt Aktienmärkte: Rationale statt irrationaler Bubble
19.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Die LBBW Klimarisiko-Ampel - Einfluss des Klimawandels auf Japan
19.07.2021	Blickpunkt Strategie: Die LBBW Klimarisiko-Ampel - Einfluss des Klimawandels auf Japan
15.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: CO2-Zertifikatehandel - Chancen und Risiken
15.07.2021	Blickpunkt Corporates: CO2-Zertifikatehandel - Chancen und Risiken
14.07.2021	Strategy Alert Renten: Linker: Neuer Rückenwind durch die EZB-Strategievision?
14.07.2021	Blickpunkt Corporates: Rebound am Gasmarkt
13.07.2021	Blickpunkt Strategie: Neuemissionen Corporate Bonds in EUR: High Yield und ESG auf Rekordkurs
12.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Kein Blockchain-Geld für den Euroraum - Wie könnte der Digitale Euro aussehen?
12.07.2021	Blickpunkt Strategie: Kein Blockchain-Geld für den Euroraum - Wie könnte der Digitale Euro aussehen?
12.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Gesund leben - Aktueller Ausblick auf den Gesundheitssektor
09.07.2021	Blickpunkt Corporates : Gesund leben - Aktueller Ausblick auf den Gesundheitssektor
08.07.2021	Strategy Alert Renten: EZB: Neue Strategie wirft neue Fragen auf
08.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Mobilität der Zukunft - Autonomes Fahren - Evolution statt Revolution
07.07.2021	Blickpunkt Corporates: Mobilität der Zukunft - Autonomes Fahren - Evolution statt Revolution
06.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Wird Nachhaltigkeit bezahlt? Dem Phänomen Greenium auf der Spur
06.07.2021	Strategy Alert Renten: EZB-Kaufprogramm: Nettokäufe halten hohes Tempo im Juni
05.07.2021	Monatsrückblick: DAX fünf Quartale infolge im Plus
05.07.2021	Blickpunkt Corporates: Wird Nachhaltigkeit bezahlt? Dem Phänomen Greenium auf der Spur
05.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Deutscher Maschinenbau bleibt auf Wachstumskurs
05.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: Chemiebranche auf Kurs - Nachhaltigkeit gewinnt auch auf der Finanzierungsseite an Bedeutung
05.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: LBBW Inflationsmonitor - Entspannung, aber keine Entwarnung im Juni
02.07.2021	Blickpunkt Corporates: Deutscher Maschinenbau bleibt auf Wachstumskurs
02.07.2021	Blickpunkt Corporates: Chemiebranche auf Kurs - Nachhaltigkeit gewinnt auch auf der Finanzierungsseite an Bedeutung
02.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: BIP-Prognosen für Deutschland und die EWU angehoben
02.07.2021	Ausgewählte Blickpunkte: LBBW Anleihekompass Green Bonds - Neuemissionen Juni

Publikationen des LBBW Strategy Research im Überblick

Publikationen LBBW Strategy Research

Täglich	
LBBW Morgeninfo	Täglicher Marktkommentar, aktuelle Einschätzungen
Wöchentlich	
FITS	Trends und Analysen zu Konjunktur, Zinsen, Währungen und Rohstoffen
LBBW Credits	Aktuelle Entwicklungen und Einschätzungen zu den Credit- Märkten
LBBW Equity Weekly	Analyse zu Aktienstrategie, Technik und Sentiment, sowie aktuelles Einzeltitel- Research im Überblick
Märkte im Blick	Kurzeinschätzungen zu Konjunktur, Zinsumfeld, Aktienmärkte, Währungen und Rohstoffen
Monatlich	
Kapitalmarktkompass	Flagship- Publikation für institutionelle Investoren zu Makro, Zinsen, Credits und Aktien
Corporate Treasury Radar	Marktüberblick mit Fokus auf Zins-, Währungs- und Rohstoffmanagement
Factbook	Chartpool mit Kommentierungen zu Geld- und Kapitalmarkt, Währungen, Rohstoffen und Aktien
Index Kompakt	Indexanalyse zu DAX und Euro Stoxx 50
Anlassbezogen	
Strategy Alert	Kurzanalyse zu aktuellen Themen
Blickpunkt	Ausführliche Studie zu kapitalmarktrelevanten Themen
Commodity Research Fokus	Analyse zu einzelnen Rohstoffen
FX Flash	Analyse zu einzelnen Währungen/Ländern

Auf unsere Publikationen können Sie über unser Portal (www.lbbw-markets.de) bzw. über Bloomberg mit dem Code „LBBK“ zugreifen. Für weitere Möglichkeiten, die Publikationen einzusehen, bitten wir Sie, Ihren Ansprechpartner im Research- oder Sales-Team bzw. die Gruppe Research- und Analyseservices unter der Durchwahl +49711 127-76450 zu kontaktieren.

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.