



09.02.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LB≡BW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass Februar

Die Inflation meldet sich zurück

Erstellt am: 09.02.2021 11:07

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 09.02.2021 folgende Zugangsdaten:

Telefonnummer: +49 69 2017 44236
kein PIN erforderlich

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315611977&PIN=73803254&UserAudioMode=DATA>

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme und wünschen Ihnen eine interessante Veranstaltung.

Für Fragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr LBBW Research

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 09.02.2021, 14h
- Dienstag, 23.02.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 02.03.2021, 14h
- Dienstag, 16.03.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 30.03.2021, 14h
- Dienstag, 13.04.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.05.2021, 14h
- Dienstag, 18.05.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.06.2021, 14h
- Dienstag, 15.06.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.07.2021, 14h

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

aktuell läuft die Berichtssaison der börsennotierten Unternehmen zum vierten Quartal 2020, teilweise auch zum Gesamtjahr 2020. Beim S&P-500-Index aus den Vereinigten Staaten zeigt sich exemplarisch: Der Anteil derjenigen Unternehmen, die besser berichtet haben, als dies die zugehörigen Finanzanalytikerinnen und -analytiker im Vorfeld erwartet hatten, hat sich auf rekordverdächtige 83% geschraubt. Offensichtlich hatten, nicht zuletzt Corona-bedingt, viele am Finanzmarkt ihre Erwartungen an die Unternehmensgewinne zu stark in den Keller gedrückt.

Die Lage der Weltwirtschaft bleibt – keine Frage – bis auf Weiteres angespannt. Bei alledem dürfen wir nicht vergessen, dass die Wirtschaftsakteure überall auf der Welt versuchen, das Beste aus der verfahrenen Situation zu machen. Die Marktwirtschaft funktioniert, der Entdeckungswettbewerb bringt Lösungen hervor, auch für wirtschaftlichen Austausch „auf Distanz“. Alle Branchen, die auf persönliche, zwischenmenschliche Kontakte angewiesen sind wie manche Dienstleistungsbereiche, werden länger brauchen, um das tiefe Coronatal hinter sich zu lassen. Im Verarbeitenden Gewerbe hingegen haben sich viele in den zurückliegenden Quartalen neue Absatzchancen gesucht, speziell auch in Asien.

Wir haben aktuell unsere Prognosen noch einmal explizit auf die gespaltene Entwicklung hin abgeklopft: In Asien und Nordamerika läuft es ökonomisch besser als in Europa, im Verarbeitenden Gewerbe besser als bei vielen Dienstleistern. Anpassungen haben wir für die realwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten und für unsere Inflationsprognosen zum Euroraum und zu Deutschland vorgenommen. Letztere sind zugleich unser Sonderthema dieses Kapitalmarktkompass', denn die Inflation hat sich zu Jahresbeginn zurückgemeldet. Unsere Positionierungsempfehlungen haben wir derweil nicht stark verändert; sie zeigen dasjenige Bild, das die Finanzmärkte malen, bereits seit längerem.

Eine ertragreiche Lektüre bei bester Gesundheit wünscht Ihnen

Ihr
Uwe Burkert



Head of Research
Uwe Burkert
Chefvolkswirt
+ 49 711 127-73462
uwe.burkert@LBBW.de

Unsere Themen im Februar



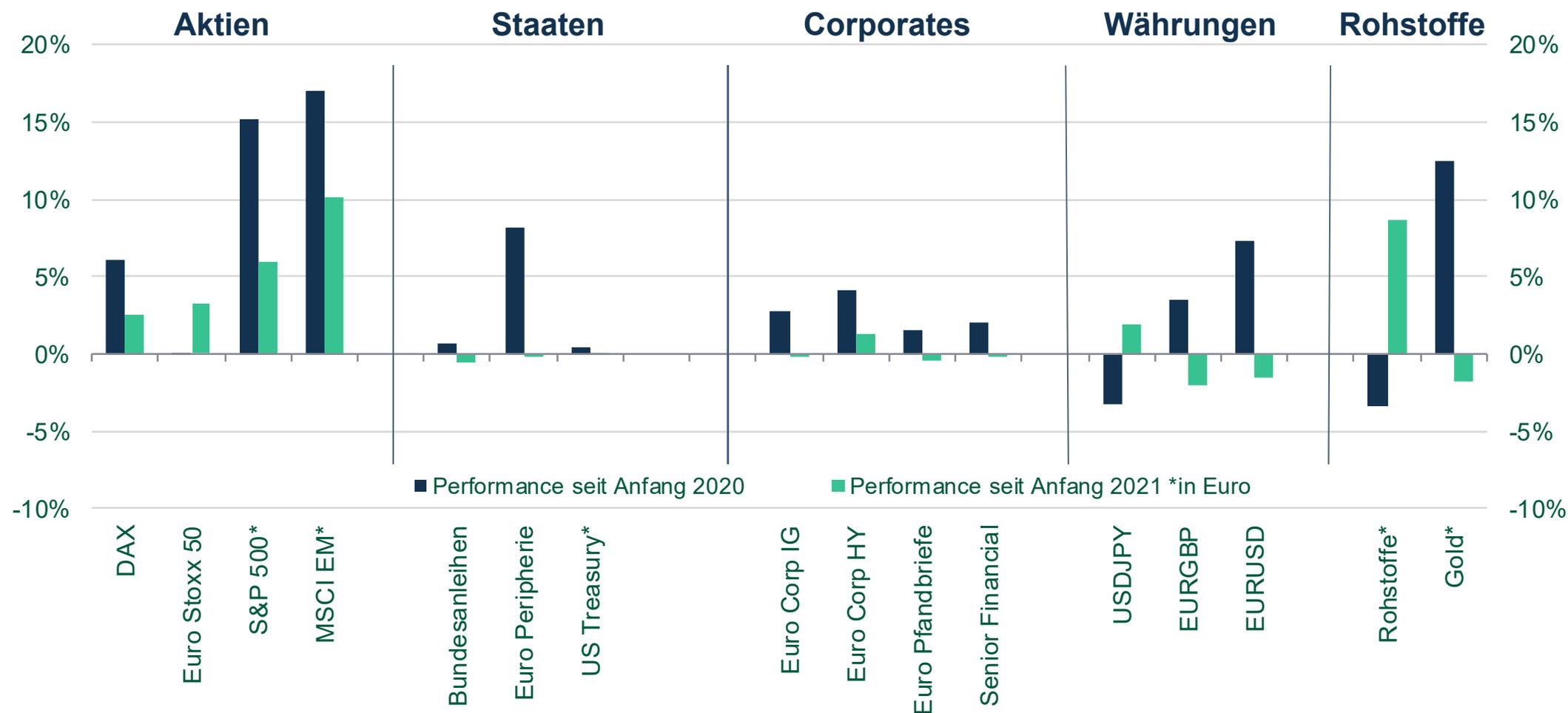
- 10.02. Bund-Länder-Runde: Wir sehen für Mitte / Ende Februar erste Spielräume für Erleichterungen bei den Eindämmungsmaßnahmen.
- Mitte Februar: Wichtigstes Notenbank-Event im Februar ist der halbjährliche Rechenschaftsbericht von Fed-Präsident Powell vor dem Kongress.

Leiter Strategy Research
Dr. Thomas Meißner
Tel: +49 711 127-73574
thomas.meissner@LBBW.de

Performance im Rückblick

Ausgewählte Assets

in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Graph des Monats: Die Inflation ist zurück – aus mehreren Gründen

Verbraucherpreise in Deutschland und Rohölpreis

(jeweils Veränderung gegenüber Vorjahr (in %))



- Zu Jahresbeginn ist ein ganz bestimmtes Phänomen aus dem „Winterschlaf“ erwacht: die Teuerung. Die „Headline“-Inflation in Deutschland hat im Januar mit einem Sprung positives Terrain zurückerobert, nachdem zuvor der Trend mehr als zwei Jahre abwärts gewiesen hatte.
- Verschiedene Gründe sind für die Rückkehr der Inflation zuletzt genannt worden. Im Rahmen des Schwerpunktthemas zum vorliegenden Kapitalmarktkompass gehen wir dezidiert hierdrauf ein.
- Einen nicht zu vernachlässigenden Faktor stellt der Rohölpreis dar. Die Disziplin der OPEC+ zeigt sich auch an der Zapfsäule. Die EZB könnte bemüht sein, durch diese Entwicklung „hindurchzuschauen“.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen der LBBW

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt



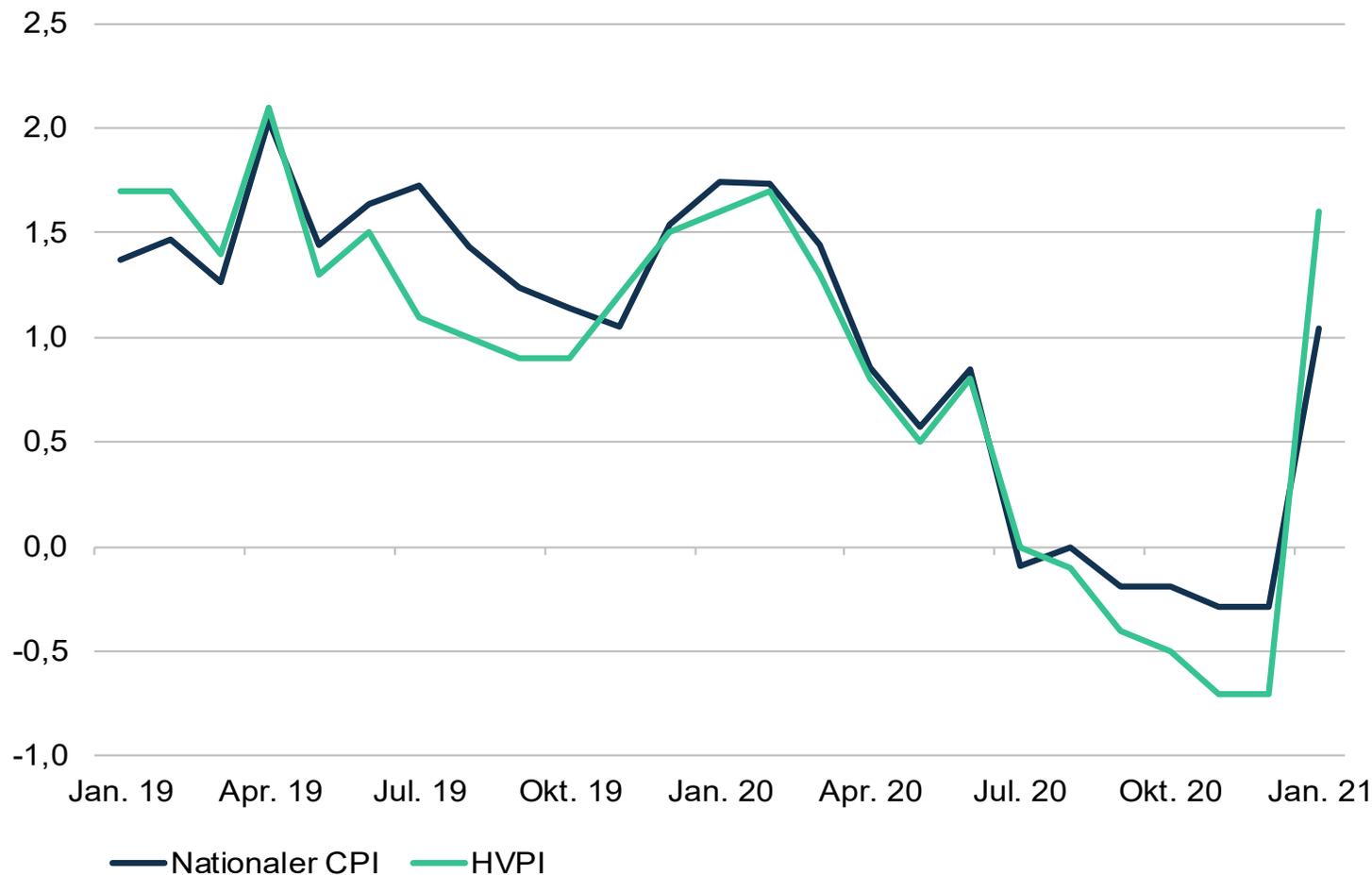
- Deutschland: Inflation springt auf 1,0%
- Inflation – gekommen, um zu bleiben?
- Neue Gewichte für den HVPI
- EWU: Inflation ebenfalls deutlich aufwärts
- Inflationserwartungen:
Zwar gestiegen, aber noch moderat
- EWU: Ist der Geldmengenanstieg ein Inflationsrisiko?
- Inflation-Prognosen 2021 für Deutschland und für die EWU angehoben.

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

Deutschland: Inflation springt auf 1,0%

Deutsche Inflationsrate Y/Y

(nationale CPI und HVPI, Monatswerte, nicht sb.)



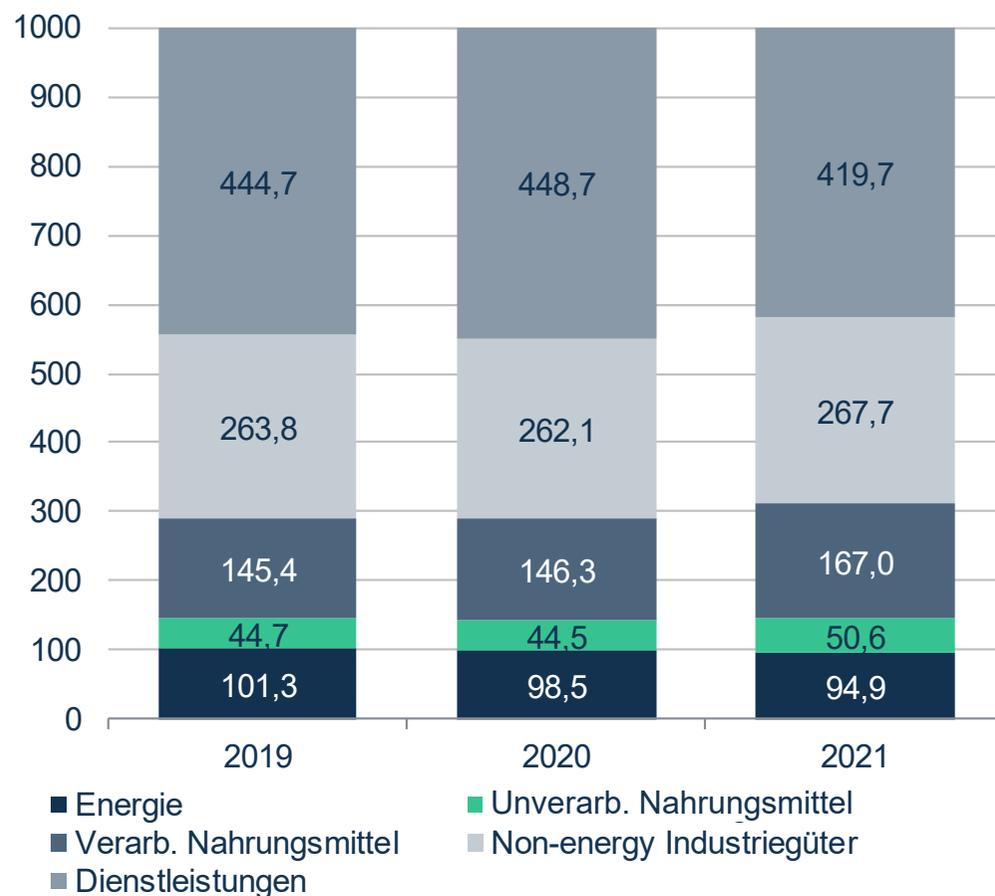
- Der Inflationsschub im Januar hat die Erwartungen übertroffen.
- Nach nationaler Lesart (CPI) stieg die Inflation von ./. 0,3% per Dezember 2020 auf +1,0% im Januar 2021. Für die nach HVPI-Methode berechnete deutsche Inflation stieg die Rate sogar von ./. 0,7% auf +1,6%.
- Gründe hierfür waren lt. Destatis höhere Steuern, Energiepreise sowie der Anstieg des Mindestlohns. Zudem schlugen sich (fehlende) Saisonfaktoren nieder.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU – Gewichte für den HVPI

HVPI: Gewichte

(in Promille)



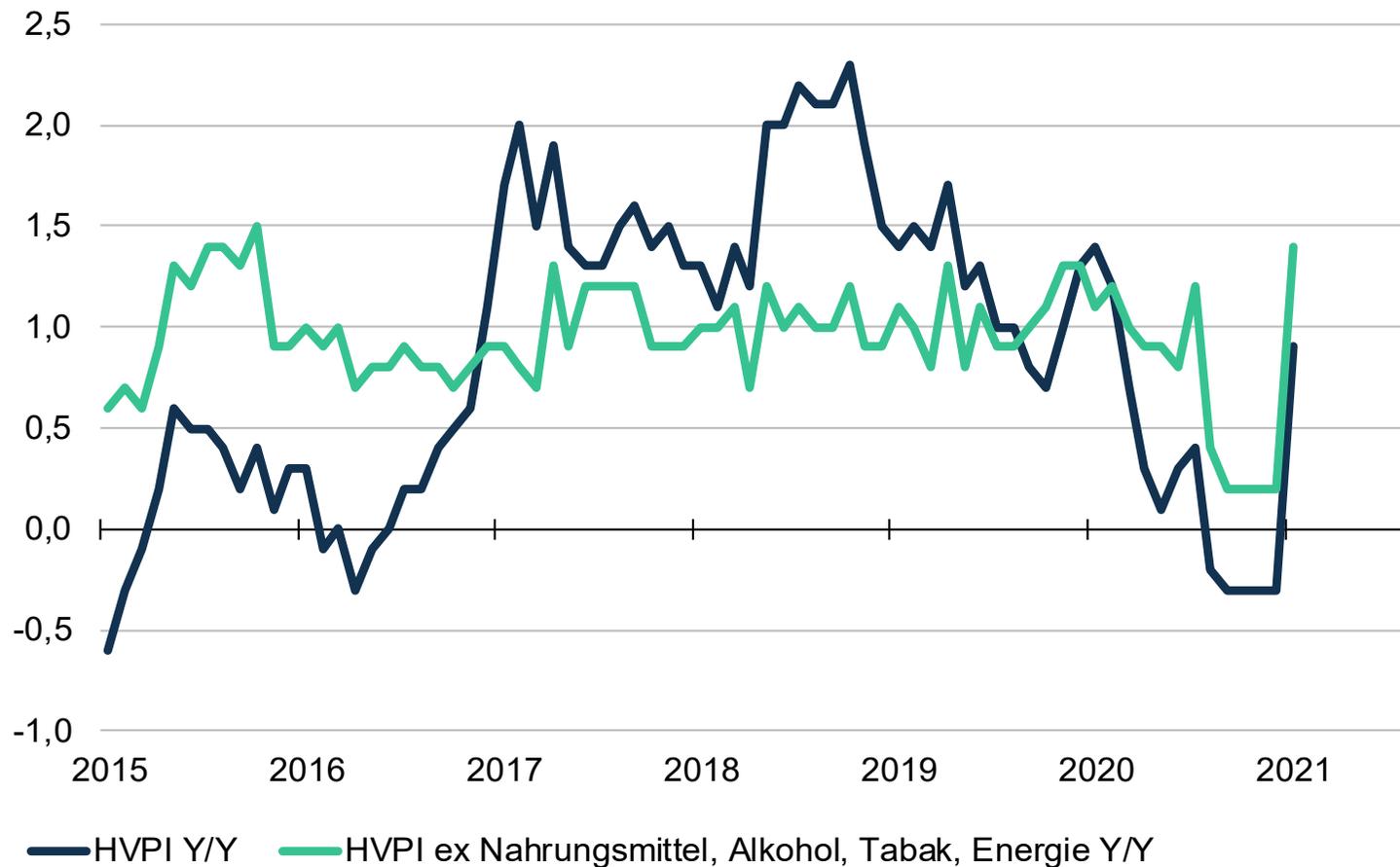
- Eurostat hat mit seiner Flash-Mitteilung für den Januar die Gewichte der Gütergruppen angepasst. Die jährliche Überprüfung des HVPI stützt sich für 2021 auf das Verbrauchsschema aus dem Jahr 2020. Normalerweise hat der HVPI hier zwei Jahre Verzug, um die Qualität der Daten sicherzustellen. Aufgrund der Corona-Pandemie hat Eurostat für die Berechnung des HVPI eine Aktualisierung mit den Daten aus dem Vorjahr verordnet (vgl. Verordnung 2020/1148 der EU-Kommission). Diese Regelung gilt bis Ende 2022. Aufgrund der Corona-Pandemie und der damit verbundenen zwangsweisen Neuorientierung der Verbraucher fiel die Anpassung der Gewichte deutlich kräftiger aus als üblich.
- Die neuen Gewichte tragen allerdings in der Summe praktisch kaum zu den Preisanstiegen bei. Der Anstieg der Inflationsrate geht wesentlich auf den Anstieg der Preise für Energie, auf die Preise für Lebensmittel sowie auf Non-Energy Industrial Goods zurück. Letztere dürften auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer sowie den fehlenden Winterschlussverkauf zurückzuführen sein.

Quelle: Eurostat, LBBW Research

EWU: Inflation ebenfalls deutlich aufwärts

HVPI Y/Y und Kernrate „ex FETA“ Y/Y

(Monatswerte, nicht sb.)



- Die Inflation stieg im Januar von -0,3% auf +0,9%: deutlicher als zunächst gedacht (0,5%), aber nicht so stark wie nach den deutschen Zahlen befürchtet.
- Die Kernrate hat parallel dazu kräftig zugelegt (von 0,2% auf 1,4%).
- Die Teuerung geht u.a. auf eine geringere Entlastung durch den Energiepreisrückgang sowie einen Wegfall der saison-typischen Rückgänge von Preisen für Bekleidung und Pauschalreisen zurück.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Inflationserwartungen: Zwar gestiegen, aber noch moderat

Inflations-Forwards, 5Y5Y

(Tagesdaten)



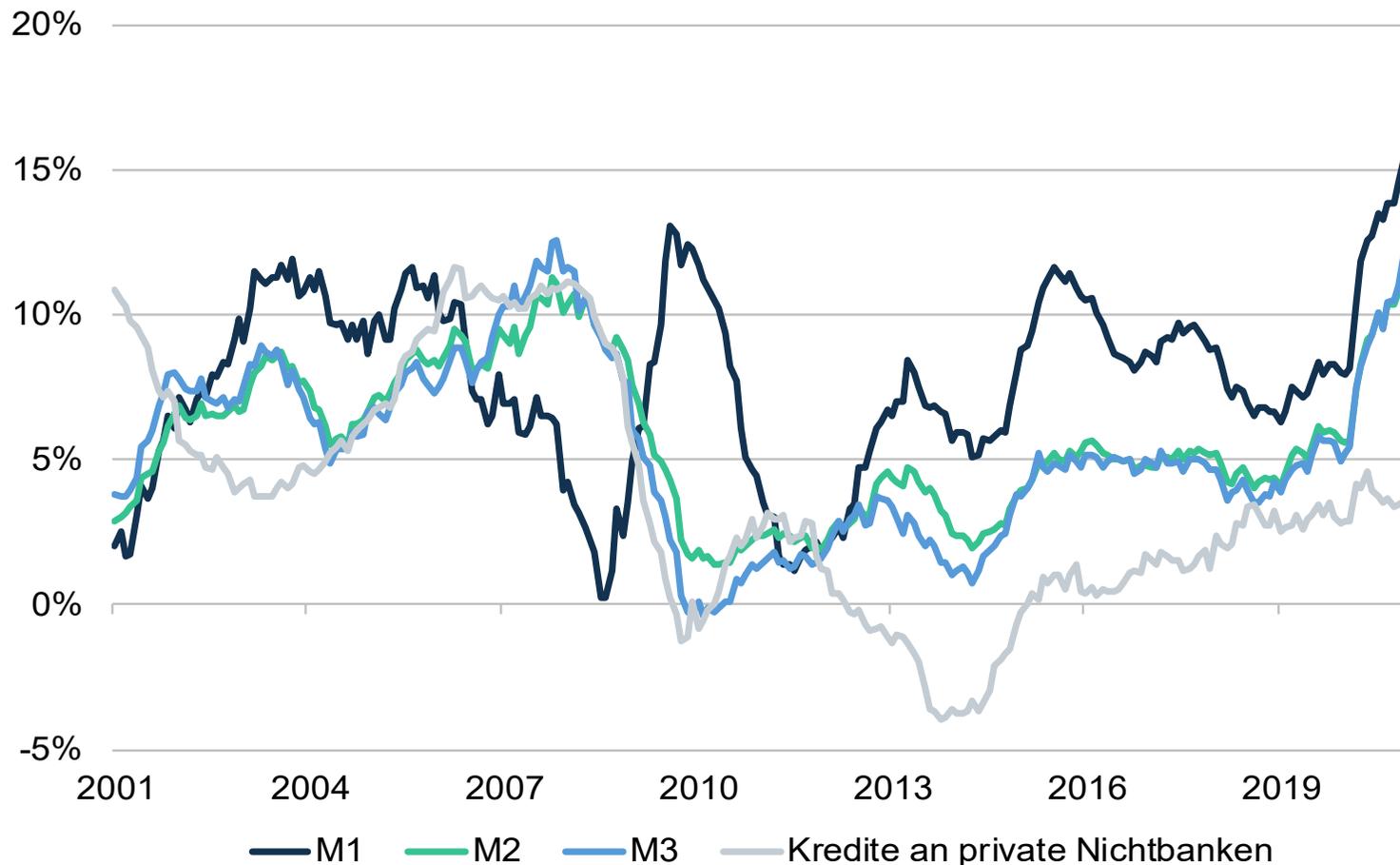
- Die Inflationserwartungen (5Y5Y Inflation-Forwards) sind seit einem Tief im Frühjahr 2020, damals waren die Ölnotierungen mit Lieferort Cushings sogar vorübergehend negativ, deutlich gestiegen. Aktuell liegen sie auf dem höchsten Stand seit Mai 2019
- Im längerfristigen Vergleich sind die Inflationserwartungen indes weiter moderat. Sie sind auch weit unterhalb des Zielbereichs der EZB für die Preisniveaustabilität („below, but close to 2%“).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU: Ist der Geldmengenanstieg ein Inflationsrisiko?

Geldmengenaggregate M1, M2, M3

(Veränderung zum Vorjahresmonat)



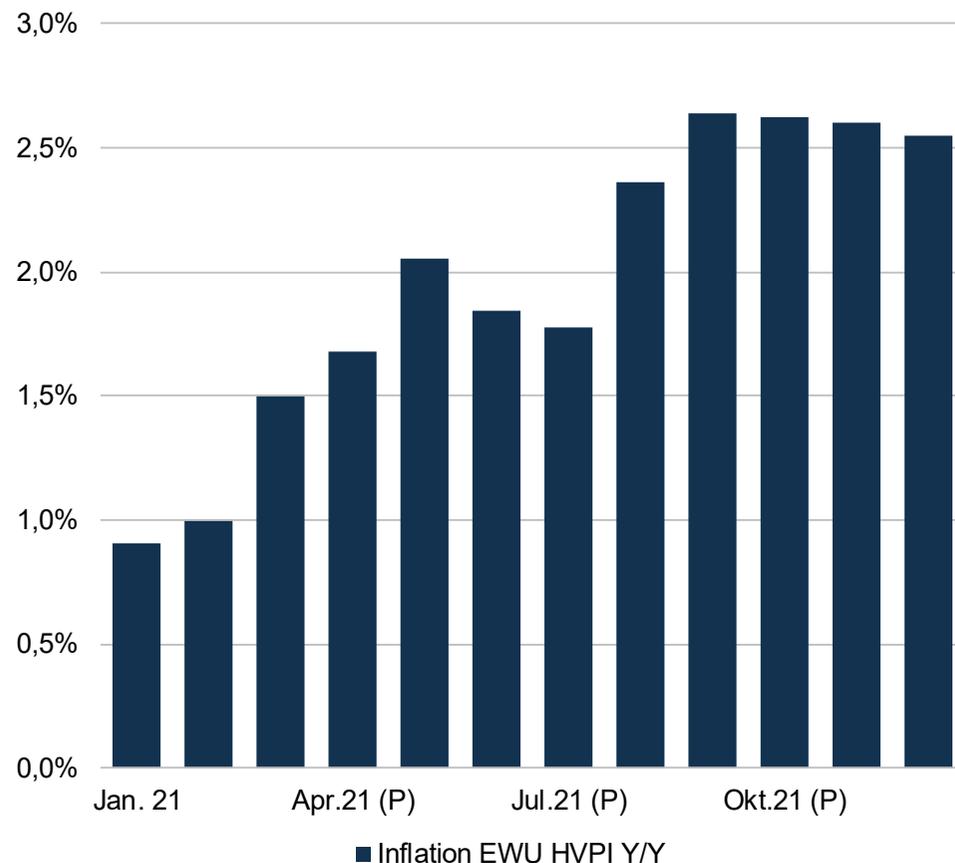
- Die Geldmenge wächst mit zweistelligen Raten. Die EZB führt dies auf ihre Assetkäufe zurück.
- Die Kreditvergabe legt gleichfalls stärker zu, aber mit 3,8% Y/Y weniger dynamisch, was für eine verhaltene Gesamtnachfrage spricht.
- Die Geldmenge scheint für die Inflation kaum Erklärungsgehalt zu haben. Zwar gilt: Keine Inflation ohne Geld, aber einem Anstieg der Geldmenge allein folgt kein zusätzlicher Inflationsdruck.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Fazit: Inflationsprognosen für 2021 angehoben

EWU: Inflation und Verlaufsprojektion

(Monatswerte)



- Der Sprung der Teuerung zu Jahresbeginn war größer als erwartet. Aufgrund von Basiseffekten und eines deutschen Steuereffekts dürfte die Inflation im ersten Halbjahr 2021 überwiegend steigen.
- Aufgrund der anhaltenden (pandemiebedingten) Konjunkturschwäche rechnen wir derzeit nicht mit einem fortgesetzten Anstieg der Inflationsrate über das Jahresende 2021 hinaus.
- Mittel bis langfristig spricht wenig für eine deutliche Reflationierung. Die Globalisierung dürfte weiterhin die Güterpreise dämpfen, der aktuelle Anstieg der Geldmenge ist eher portfoliotechnisch bedingt, und die Markterwartungen (5Y5Y) sind, ungeachtet eines Anstieges, niedrig.
- Wir heben für das laufende Jahr 2021 unsere Prognose für **Deutschland (von 1,3% auf 1,9%)** und den **Euroraum (von 1,1% auf 1,7%)** an. Unser mittel- bis langfristiges Bild niedriger Inflation bleibt dagegen unverändert.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Corona-Update



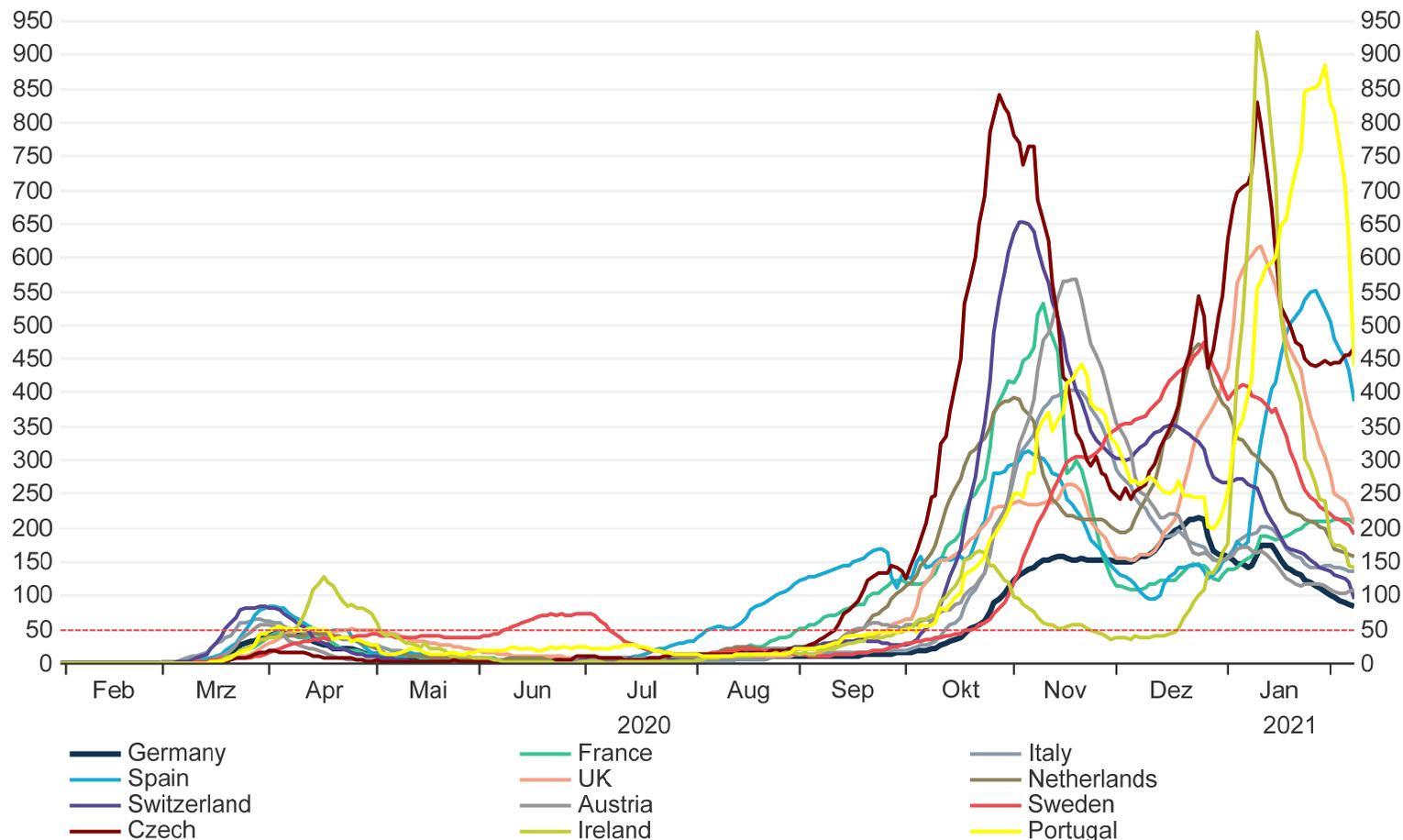
Rolf Schäffer, CIIA
 Gruppenleiter Strategy/Macro
 Tel: +49 711 127-76580
 rolf.schaeffer@LBBW.de

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

- Neuinfektionszahlen sinken in vielen Staaten Europas und zwar auch in Staaten, in denen die ansteckendere Virusvariation B.1.1.7 stark verbreitet ist. In Deutschland ist die 7-Tages-Inzidenz inzwischen unter 80 gesunken.
- Das Impfen dürfte in Deutschland nach und nach an Geschwindigkeit gewinnen. Bislang wurden gut 3 Mio. Impfdosen verabreicht. Bis Ende des ersten Quartals könnten es über 18 Mio. sein und zur Jahresmitte könnte rund die Hälfte der Bevölkerung geimpft sein.
- Lockerungen der Eindämmungsmaßnahmen bergen das Risiko eines erneuten Anstiegs der Infektionszahlen. Ein vorsichtiges und schrittweises Vorgehen ist hierbei daher unverzichtbar. Mit voranschreitender Impfung der Risikogruppen dürfte ein unvorhergesehener Anstieg der Infektionszahlen aber deutlich weniger stark mit einem Anstieg der Sterbefälle verbunden sein als bislang.
- Bei der Bund-Länder-Konferenz am 10. Februar dürften sich Lockerungsdiskussionen im Wesentlichen auf eine Öffnung von Kitas und ggf. Grundschulen beschränken. Gleichwohl ist eine Lockerungsperspektive wichtig für die Wirtschaft.
- Österreichs Weg, Läden und Schulen zu öffnen, begleitet von einer intensiven Teststrategie, könnte auch Deutschland als Versuchsballon dienen.

Infektionslage in Europa entspannt sich weiter – 7-Tages-Inzidenz in Deutschland bei 73

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



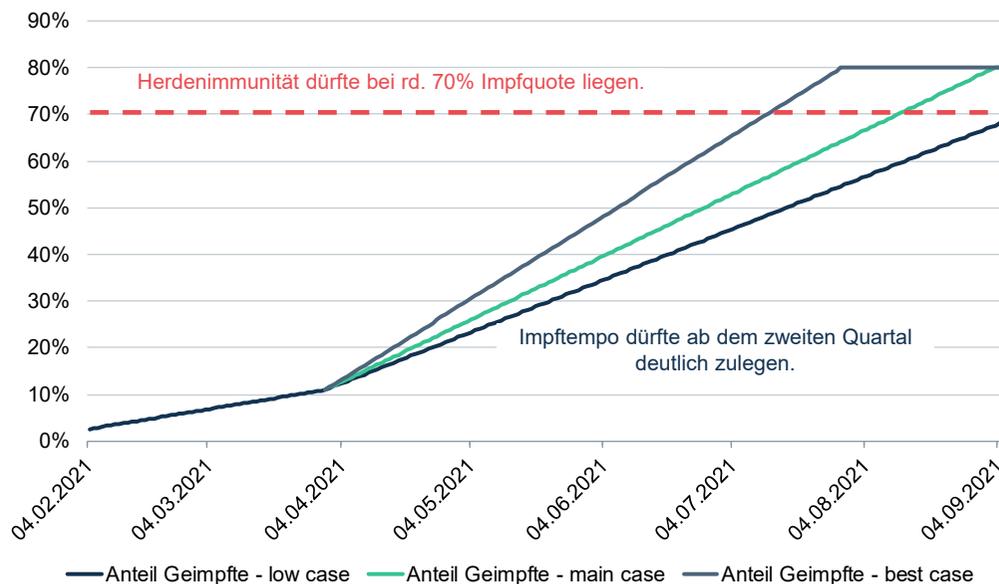
- Seit Mitte Januar fallen die Inzidenzzahlen in den meisten europäischen Ländern.
- Die Verschärfung der Lockdown-Maßnahmen zeigt überall Wirkung.
- Auch Länder mit signifikanten Anteilen ansteckenderer Mutationen wieder mit rückläufigen Inzidenzzahlen (z.B. UK, Irland und zuletzt auch Portugal) – das macht Hoffnung.
- Nichtsdestotrotz sind in vielen europäischen Nachbarländern die Inzidenzzahlen noch immer auf vergleichbar hohen Niveaus.
- In ersten Untersuchungen hatte die Virusvariante B.1.1.7 in Deutschland einen Anteil von 5,8% an den registrierten Infektionen mit SARS-CoV-2.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Wie geht es mit dem Impfen in Deutschland weiter?

Schematische Darstellung der fortschreitenden Impfungen

Anteil geimpfter Personen an der Gesamtbevölkerung



Nachstehende Überlegungen beruhen auf Angaben aus dem Podcast von Prof. Drosten mit dem NDR vom 02.02.:

Impfstoffverfügbarkeit / Impfgeschwindigkeit:

- Im ersten Quartal werden voraussichtlich mehr als 9 Mio. Menschen geimpft werden (mit rd. 18 Mio. Impfdosen).
- Im zweiten Quartal dürften in Deutschland 55 Mio. Dosen zur Verfügung stehen, ggf. durch Zusatzlieferverträge 67 Mio.
- Damit könnten bis zum 30.06. in unserem Main Case knapp 42 Mio. Personen in Deutschland geimpft werden. Dies entspricht einem Bevölkerungsanteil von rund 50%.
- Sollten 10 Mio. weitere Impfdosen seitens J&J im zweiten Quartal zur Verfügung stehen, könnte die Impfquote im Best Case bei 63% liegen.
- Eine Herdenimmunität von 70% würde in unserem Hauptszenario im August erreicht werden.

Effekte von Herdenimmunität:

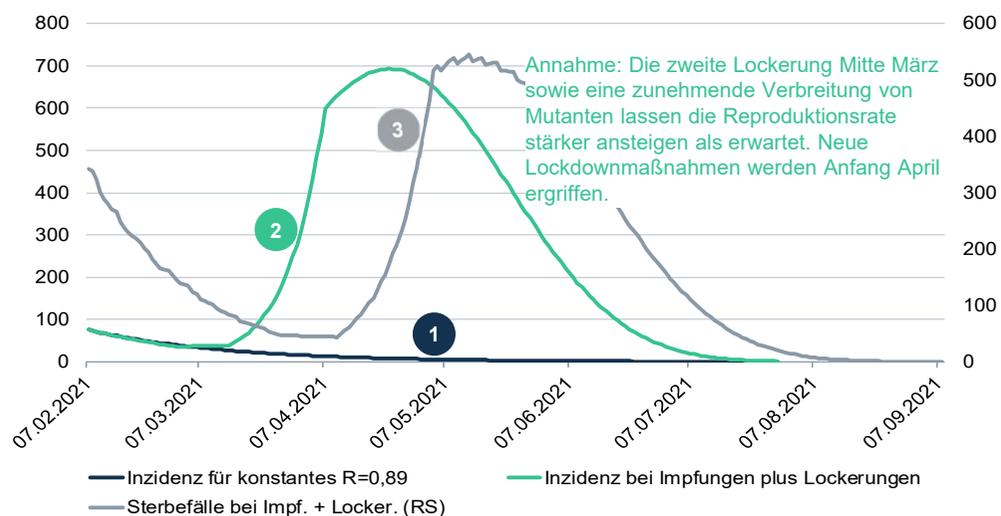
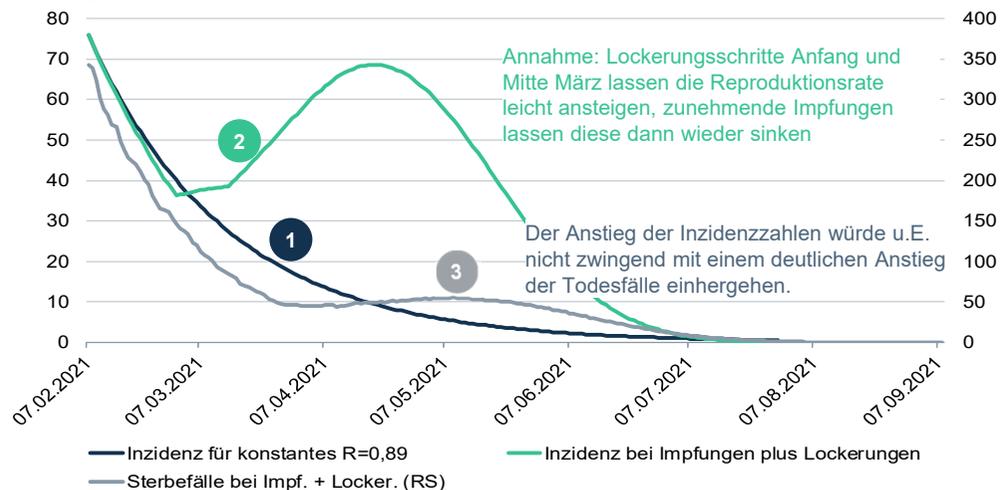
- Spürbare Effekte auf Inzidenzzahlen vermutlich schon bei 50% Impfquote. Auch wenn 2/3 geimpft sind, dürfte es noch lokale Ansteckungsnester geben.
- In Verbindung mit milden Kontaktvermeidungsmaßnahmen ist die Bevölkerung schon bei deutlich unter 70% Impfquote gut geschützt aufgrund von Netzwerkschwellen und der Eigenschaft der Überdispersion (viele Infizierte stecken zwar niemanden an, aber einige wenige Infizierte stecken sehr viele an).

Quelle: Podcast NDR mit Prof. Drosten vom 02.02., LBBW Research

Effekte von Lockerungsschritten und voranschreitenden Impfungen auf das Infektionsgeschehen – Schematisch

Simulationen für Inzidenzen und Sterbefälle

7-Tage-Inzidenz pro 100.000 sowie Anzahl der Sterbefälle pro Tag



Quelle: LBBW Research

- 1 Derzeit liegt die Reproduktionsrate bei 0,89. Eine steigende Impfquote dürfte sich sukzessive reduzierend auf diese auswirken. Sollten die aktuellen harten Eindämmungsmaßnahmen fortbestehen, würden sich die Inzidenzzahlen analog der dunkelblauen Linie weiter reduzieren (auf nahe Null Anfang Juni).
- 2 Wir rechnen jedoch mit einer sukzessiven Rücknahme von Eindämmungsmaßnahmen. Diese Lockerungsmaßnahmen dürften zu einem erneuten Anstieg der Inzidenzzahlen (grüne Linie) führen. Im unteren Szenario ist dieser so stark, dass Lockerungen bereits nach drei Wochen wieder zurückgenommen werden. Mit einer steigenden Impfquote sinken in den Simulationen die Inzidenzzahlen zum Sommer hin trotz der Lockerungsmaßnahmen.
- 3 Die Anzahl der Sterbefälle steigt aufgrund des Impfens von Risikogruppen deutlich weniger stark als diejenige der Neuinfektionen.

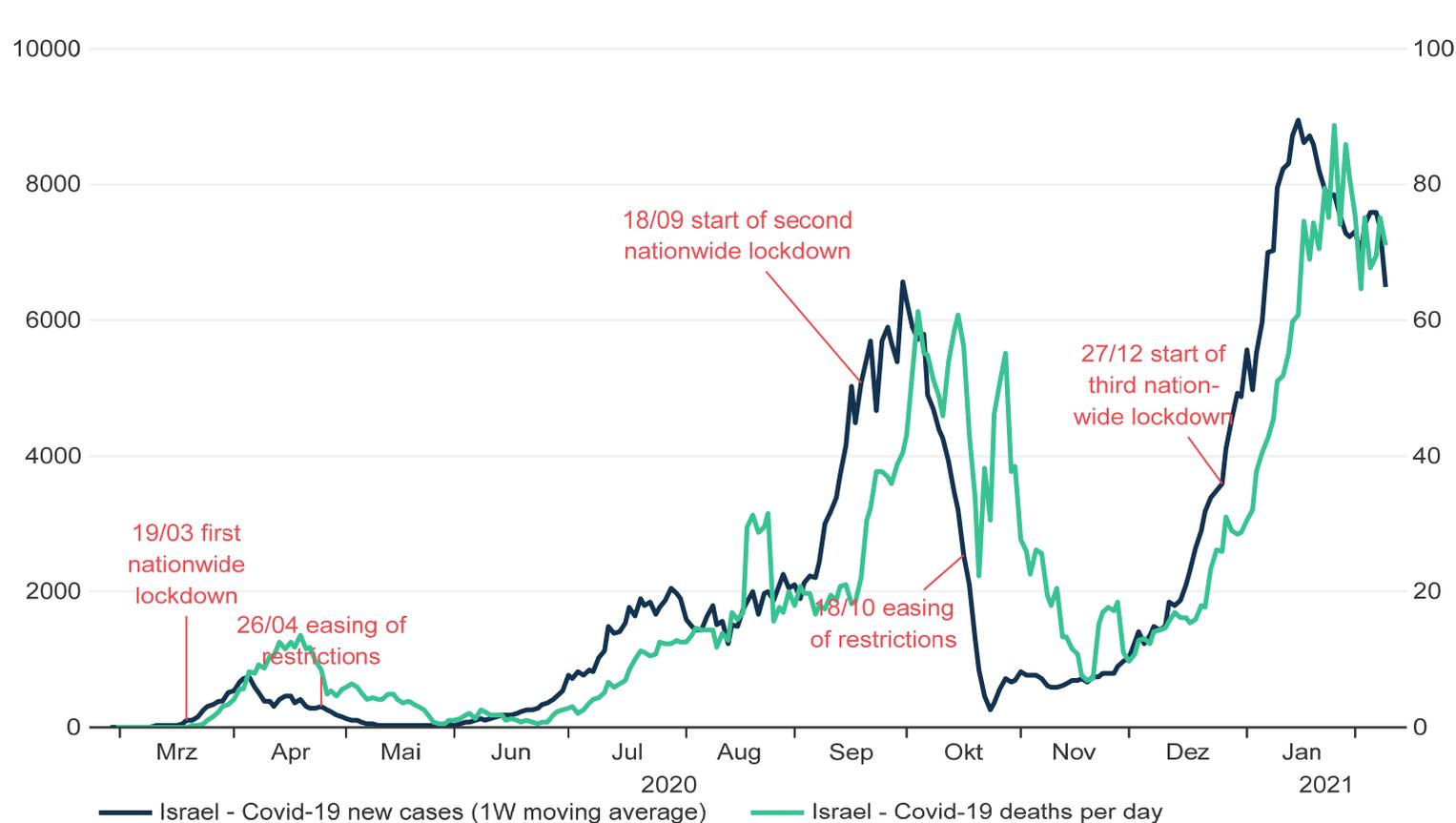
Bewertung:

- Die sicherste Variante, um Corona dauerhaft einzudämmen, wäre, die harten Eindämmungsmaßnahmen bis zum Erreichen der Herdenimmunität weitgehend aufrechtzuerhalten.
- Die volkswirtschaftlichen Kosten dürften hierfür immens sein. Sinnvoller wäre es nach unserer Meinung, die Eindämmungsmaßnahmen vorsichtig schrittweise zu lockern. Ein erneuter („kontrollierter“) Anstieg der Inzidenzzahlen dürfte dabei zwar nicht zu vermeiden sein. Allerdings sollte dieser Anstieg, soweit keine unkontrollierte neue Welle entsteht, zu einem deutlich geringeren Anstieg der Sterbefälle führen, da die Risikogruppen bis März/April weitgehend geimpft sein werden.

Israel: Impffortschritt und Lockdown führt bisher nur zu leichtem Rückgang bei Fallzahlen und Todesfällen

Neuinfektionen und Todesfälle in Israel

Anzahl täglich



- Israel verzeichnet bisher über 640.000 bestätigte Covid-19-Fälle, einer der höchsten Werte pro Einwohner im weltweiten Vergleich.
- 40% der Neuinfektionen sind auf die neue britische Coronavariante B.1.1.7 zurückzuführen.
- Die 7-Tage-Inzidenz liegt bei über 500 (Deutschland: 76).
- Zuletzt gehen die Corona-Sterbefälle und die Neuinfektionen etwas zurück. Ein Grund hierfür dürfte die bereits sehr hohe Impfquote bei den über 60-jährigen sein.
- Die täglichen Neuinfektionszahlen bleiben jedoch auf einem sehr hohen Niveau. Hauptverantwortlich hierfür dürfte die geringe Bereitschaft zur Einhaltung von Restriktionen in Teilen der Bevölkerung sein (Ultraorthodoxe: hier fand z.B. vor kurzem eine Beerdigung statt mit mehreren tausend Teilnehmern ohne Sicherheitsabstand).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland:

Wo könnten Maßnahmen zuerst gelockert werden? Und wie stark?

	Schulen/ Kitas	Geschäfte & Dienstleistungen	Gastronomie	Kontakt- beschränkungen	Ausgangs- sperren	Maskenpflicht	Grenzschießungen/ -Beschränkungen
Deutschland 7- Tage Inzidenz: 73	Geschlossen	Nicht lebensnotwendige geschlossen	Geschlossen	Mit 1 Person außerhalb des Haushaltes	Ja (Bayern, BW noch bis Do)	Ja (Medizinische)	Keine/Quarantäne + Testpflicht
Wo zuerst öffnen?	(1) Kitas + evtl. Grundschulen, dann (2) höhere Klassenstufen (z.B. Wechselunterricht)	(2) Geschäfte unter strengen Auflagen öffnen	(3) Unter Auflagen öffnen (Abstandsregeln und Sperrstunde z.B. um 19/20 Uhr)	(1) Auf zunächst 2, dann (2) auf 5 Personen erweitern	(1) Nur in Risikogebieten mit Inzidenz >150	b.a.w. beibehalten	b.a.w. beibehalten

- **Wir sehen für Mitte / Ende Februar erste Spielräume für Erleichterungen bei den Eindämmungsmaßnahmen. Weitere Schritte müssen u.E. bei alledem jeweils klar unter dem Vorbehalt stehen, dass die Inzidenzzahlen sich nicht erneut deutlich nach oben bewegen.**

Mögliche Öffnungsschritte und mögliche Zeitskala (jeweils in Abhängigkeit des bundesweiten und regionalen Infektionsgeschehens):

- (1) Schritt: Mitte Februar: Beginn des Öffnens von Kitas und ggf. Grundschulen (Ausnahme: Landkreise mit hoher Inzidenz)
- (2) Schritt: Ab März sukzessive wieder Präsenzunterricht bei höheren Klassenstufen, im Laufe des März Öffnung von stationärem Handel
- (3) Schritt: Ab April Öffnung der Gastronomie – evtl. zu Beginn noch mit Sperrstunde 19 Uhr oder begrenzt auf den Außenbereich
- Die Kontaktbeschränkungen sollten ebenfalls schrittweise gelockert werden: Z.B. ab März Treffen mit zwei Personen, ab April mit fünf Personen und ab Mai/Juni mit zehn Personen.
- An der strengen Maskenpflicht und an den Reisebeschränkungen sollte noch bis Ende Juni festgehalten werden.
- Die Öffnungsschritte sollten durch strenge Hygieneauflagen (für Schulen, Handel und Gastronomie) und ggf. verstärktem Testen begleitet werden.
- Die Wirtschaft braucht nach unserer Meinung eine klare Öffnungsperspektive, um eine noch größere Insolvenzwelle zu vermeiden.

Quelle: LBBW Research

Corona – ein Fazit: Lockerungsperspektive zunehmend sichtbar, Österreich als Testballon

- Die Corona-Neuinfektionen fallen in großen Teilen der Welt. Die Verschärfung der Lockdown-Maßnahmen in den vergangenen Wochen und Monaten zeigt Wirkung. Auch Länder mit signifikanten Anteilen höchst ansteckender Mutanten weisen wieder deutlich rückläufige Inzidenzzahlen aus (z.B. UK, Irland, Portugal) – das macht Hoffnung. Nach der Enttäuschung, dass es vor allem im ersten Quartal beim Impftempo sehr viel langsamer vorwärts geht, dürfte das Impftempo im zweiten Quartal deutlich an Fahrt aufnehmen.
- Corona ist zwar weiterhin längst nicht besiegt, und der weitere Weg bleibt herausfordernd, aber eine Lockerungsperspektive wird zunehmend sichtbar.
- Österreich geht mit der Öffnung von Geschäften und Schulen (ab 08.02.) voran und stellt u.E. dabei einen Testballon für Deutschland dar (trotz 7-Tages-Inzidenz von rd. 100). Die Alpenrepublik begleitet den Öffnungsschritt mit einer intensiven Teststrategie: Schüler im Präsenzunterricht müssen sich zwei Mal pro Woche testen lassen, Apotheken und Drive-In-Test-Straßen bieten kostenlos die Durchführung von Antigen-Schnelltests an, Friseurtermine sind mit negativem Testergebnis möglich. Ob ein erneuter Lockdown verhindert werden kann, ist u.E. dabei keineswegs sicher.
- Da beim Umgang mit Prozessen, die ein exponentielles Wachstum aufweisen (also bspw. die Ausbreitung des Corona-Virus), Geschwindigkeit das A und O ist – sei es bei der Kontaktnachverfolgung, sei es bei der Erfassung des Infektionsgeschehens oder beim Ergreifen von Schutzmaßnahmen –, sollte eine intensivere Nutzung von Antigen-Schnelltests u.E. auch in Deutschland geprüft werden.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Makro



- Welt: BIP-Einbruch vom zweiten Halbjahr 2021 ausgebügelt
- VR China: Industrieproduktion mit „gewohnter“ Dynamik
- USA: Fiskalpolitik gibt Konjunktur einen Schub
- USA: Wachstums- und Inflationsprognosen angehoben
- USA: Prognose für EURUSD etwas gesenkt
- Euroraum: Zweigeteiltes Bild für die Konjunktur
- Deutschland: BIP im Gesamtjahr -5,3%, in Q4 +0,1%; Lockdown-Ende entscheidet über Wachstumsausblick
- Italien: Conte scheitert mit Regierungsbildung; Willkommensbonus am Rentenmarkt für Draghi
- Schweiz: Prognosen für BIP und EURCHF angepasst

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

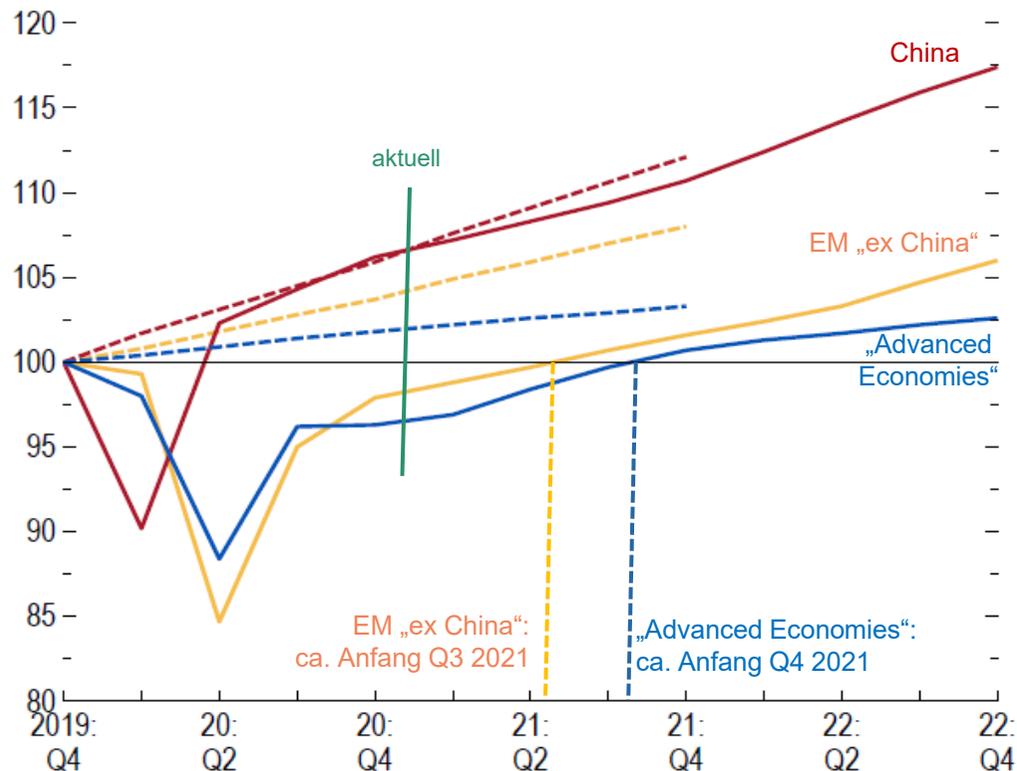
Dr. Jens-Oliver Niklasch
Tel: + 49 711 127-7 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Dr. Katja Müller
Tel: + 49 711 127-42106
katja.mueller@LBBW.de

Welt: Wirtschaftseinbruch vom zweiten Halbjahr 2021 ausgebügelt

Januar-Update der Projektionen des IWF

indexiert (Q4 2019 = 100; Stand: 26.01.2021)



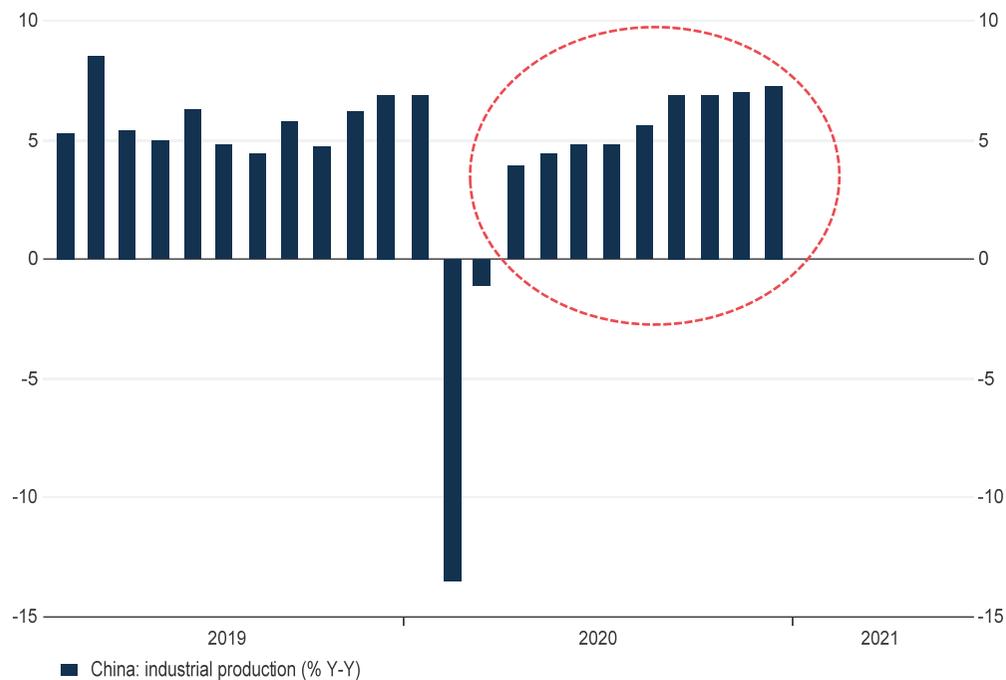
Quelle: IWF WEO Update 01/2021, LBBW Research

- Laut IWF (Update vom 26.01.2021 zum „World Economic Outlook“) werden die Schwellenländer (ohne VR China) voraussichtlich im dritten Quartal 2021 das Produktionsniveau der Vorkrisenzeit wieder erreichen.
- Bei den entwickelten Volkswirtschaften dürfte sich der Aufholprozess bis ins Schlussquartal 2021 hinziehen.
- Die VR China verzeichnete selbst im Jahr 2020 eine positive BIP-Veränderungsrate (+2,3 %). Inzwischen hat das Land zu seiner gewohnten Wachstumsdynamik zurückgefunden.

VR China: Industrieproduktion wieder mit „gewohnter“ Dynamik

Industrieproduktion

Veränderung ggü. dem Vorjahresmonat, in %

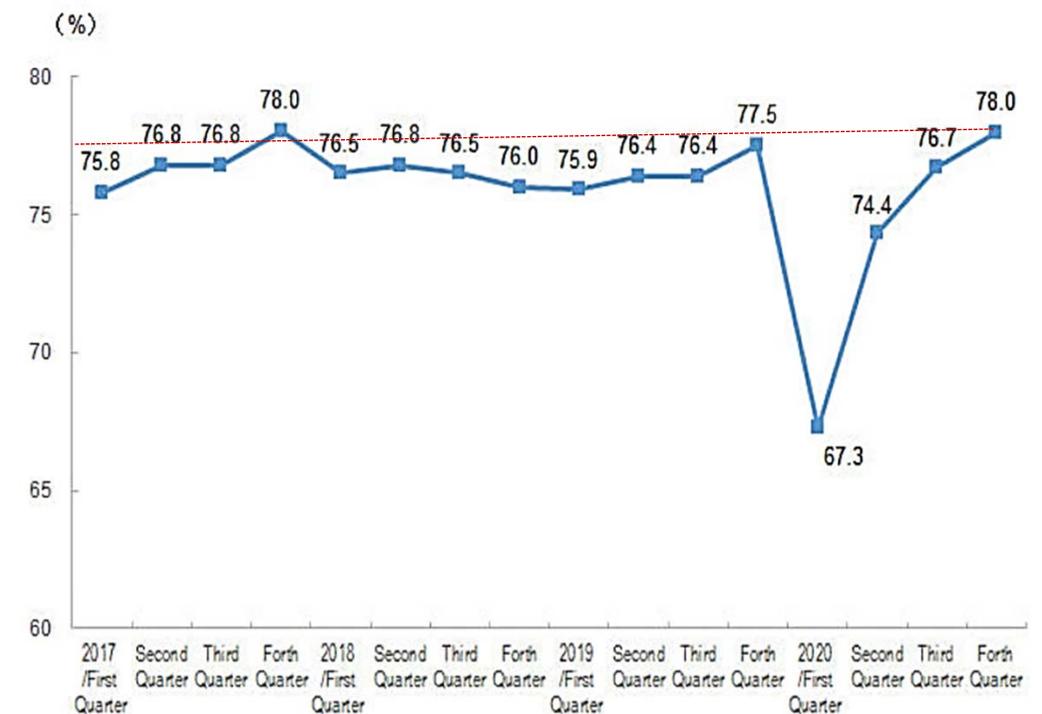


- Die chinesische Industrieproduktion wächst wieder mit „alter Dynamik“. Im Dezember 2020 belief sich die Veränderungsrate ggü. dem Vorjahresmonat auf 7,3 %.

Quelle: Refinitiv, Nationales Statistikamt Chinas (NBS), LBBW Research

Kapazitätsauslastung in der Industrie

in %

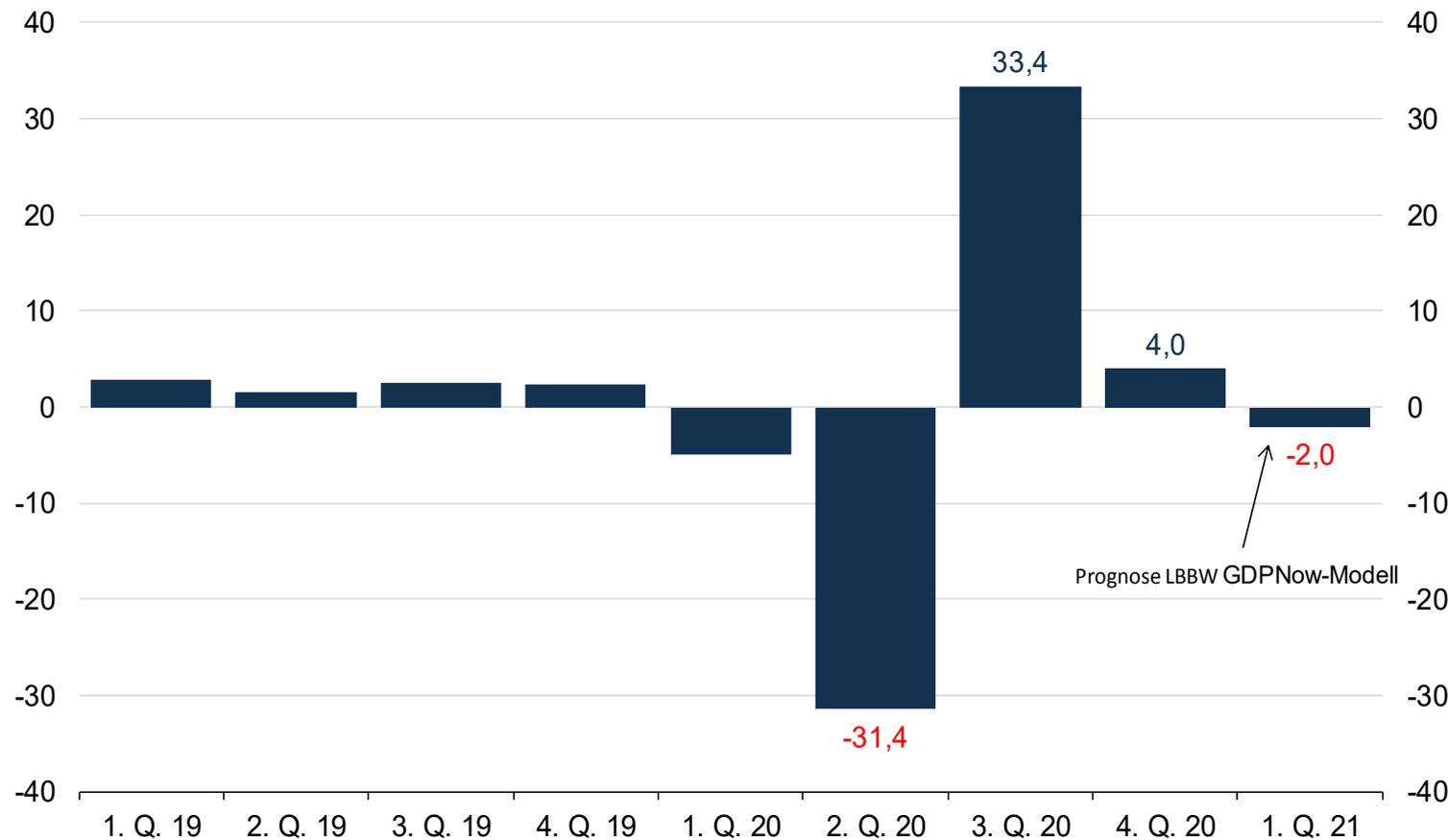


- Nach Angaben des chinesischen Statistikamtes NBS lag die Kapazitätsauslastung in der Industrie im vierten Quartal 2020 über dem Mittel der Werte der Jahre unmittelbar vor der Pandemie.

USA: LBBW GDPNow-Modell zeigt Rückgang für Q1 an!

US-Bruttoinlandsprodukt

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate, in %



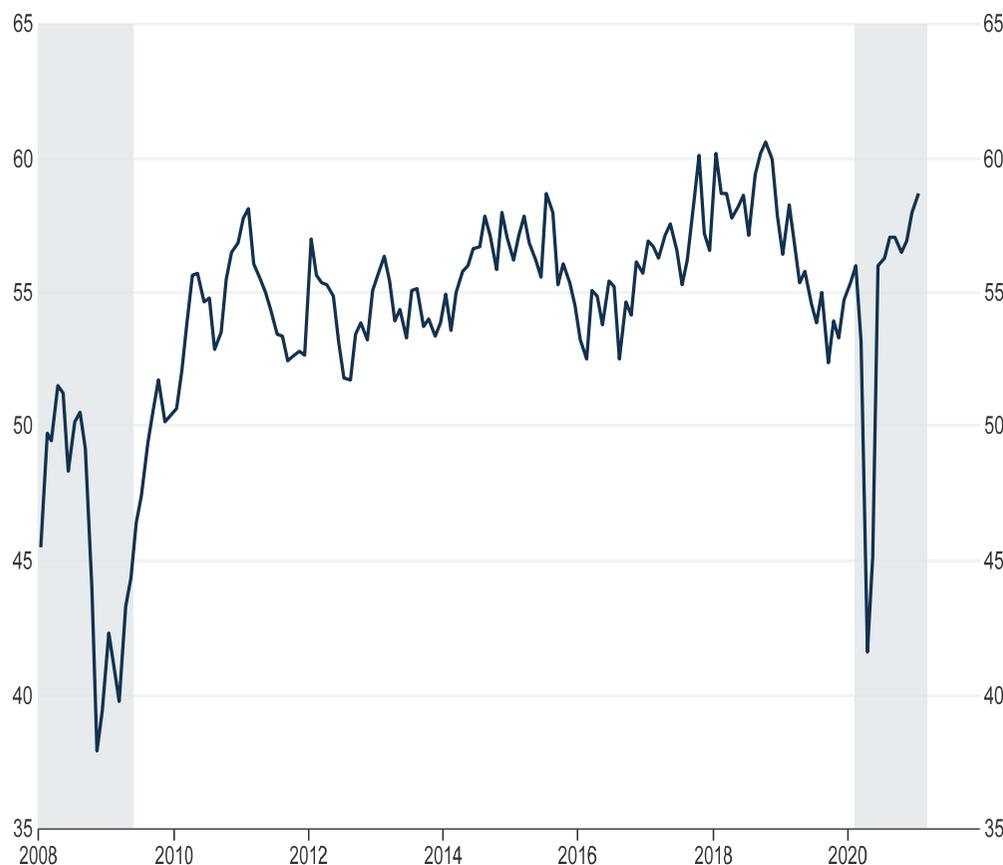
- Das US-BIP ist zwar im vierten. Quartal 2020 kräftig gewachsen, und zwar mit einer Jahresrate von 4,0 %.
- Diese Quartalsbetrachtung verdeckt jedoch das Stottern der Konjunktur, insbesondere des persönlichen Verbrauchs, in den unmittelbar zurückliegenden Monaten.
- Die US-Wirtschaft ist demnach ohne Schwung in das Jahr 2021 gestartet.
- Unser LBBW GDPNow-Modell sagt bislang für das erste Quartal 2021 eine Kontraktion der US-Wirtschaftsleistung um 2,0 % voraus.
- Das entsprechende Modell der Fed-Atlanta prognostiziert eine Wachstumsrate von 6,0 % für das erste Quartal.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Zuversicht bei den Unternehmen und – ansatzweise – auch bei den Verbrauchern

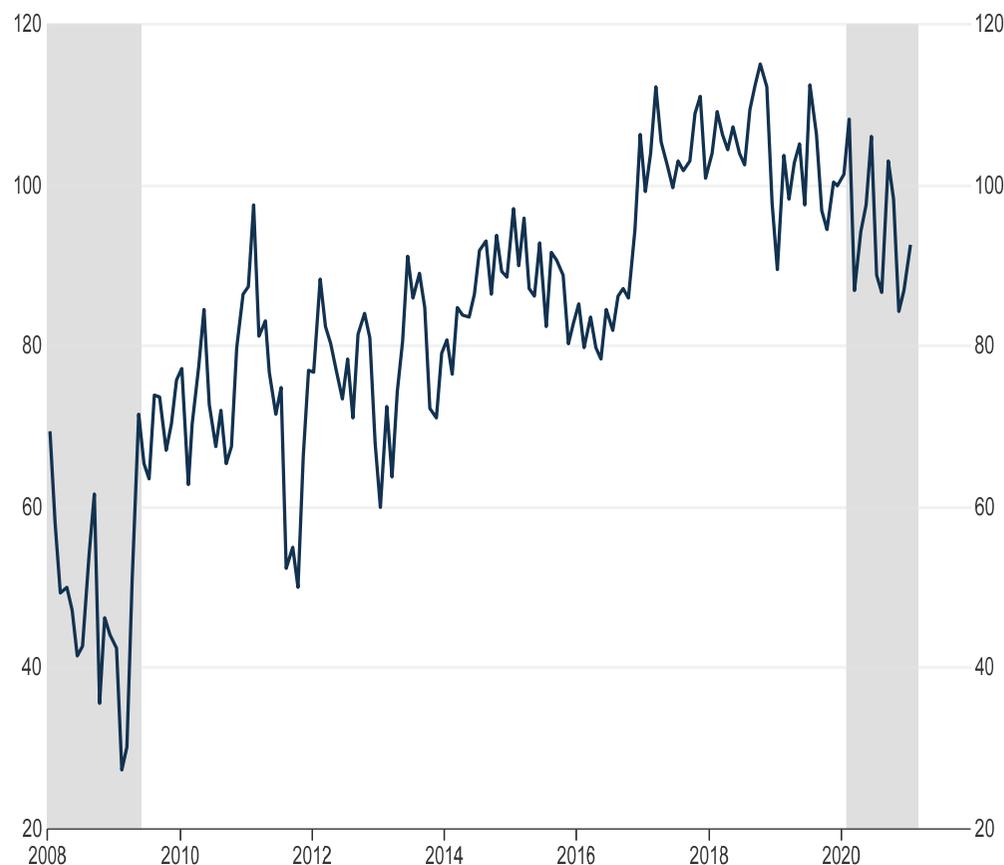
ISM-Gesamtindex (eigene Berechnung)

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindex



Konsumentenvertrauen (Erwartungen)

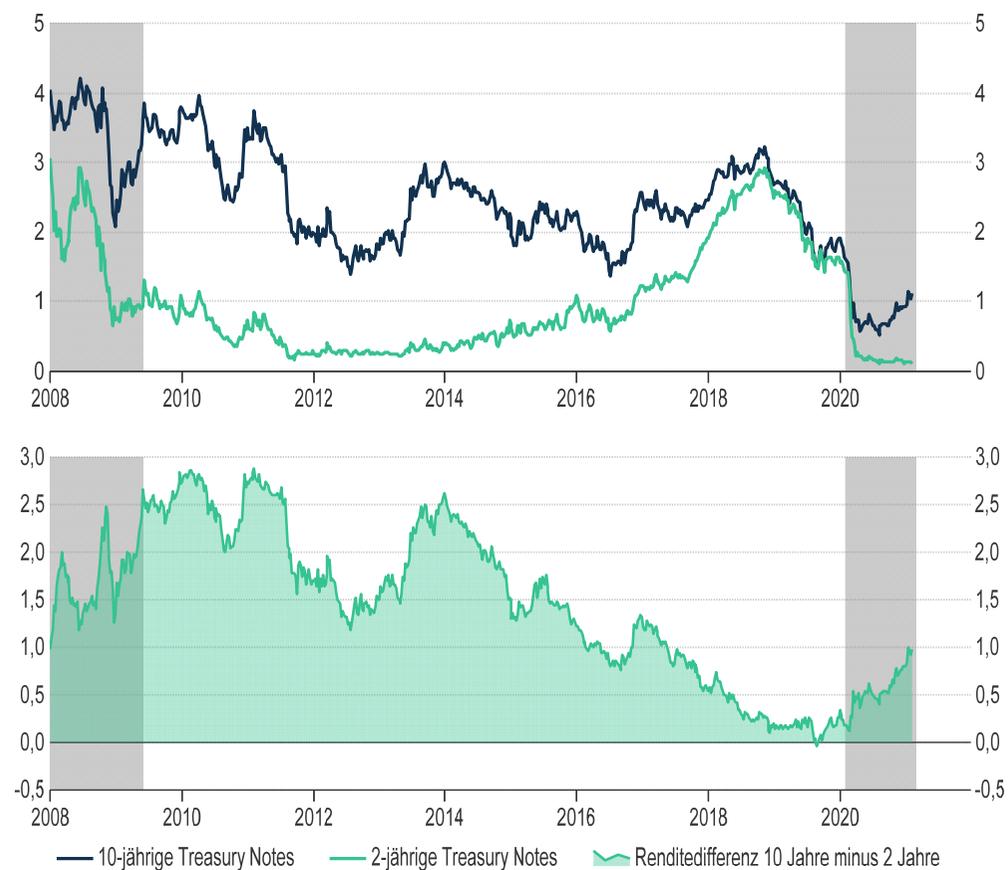
Saisonbereinigte Monatswerte, Index 1985=100



Quelle: Refinitiv LBBW Research

USA: Kapitalmärkte setzen auf Konjunkturerholung

Renditen von US-Staatsanleihen Tageswerte



Aktienindex Wilshire 5000 (Kursindex, Tageswerte)

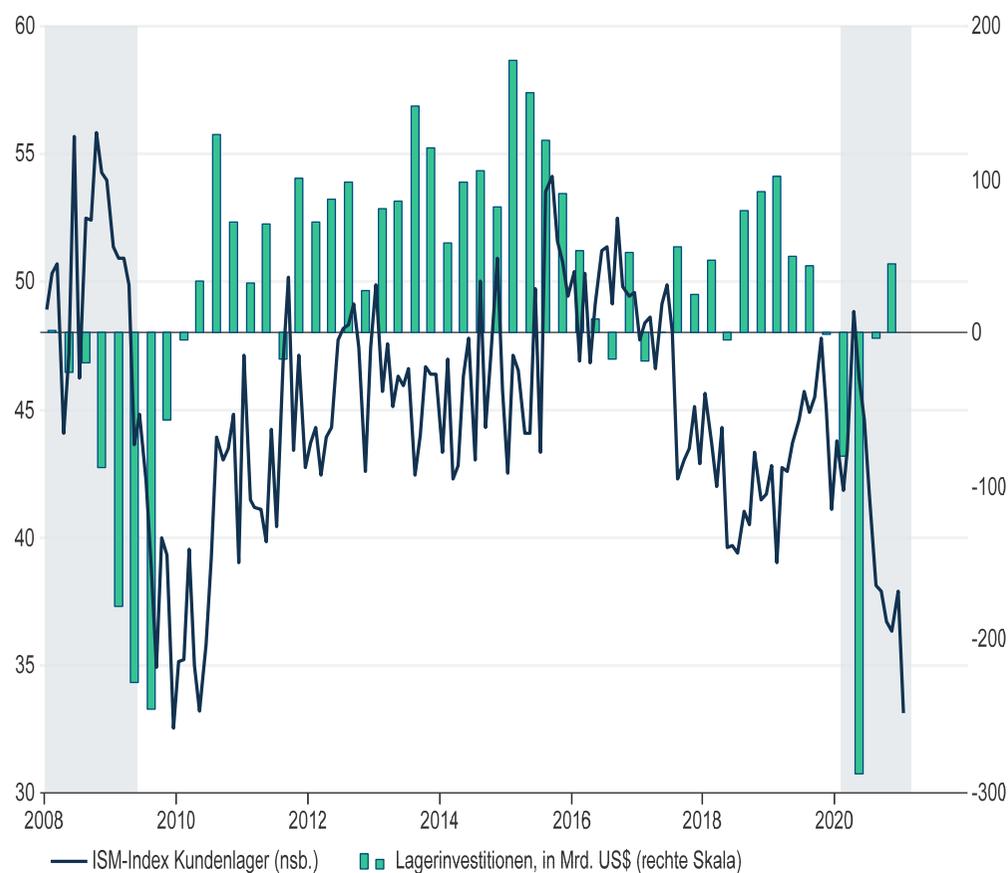


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Läger sind leergefegt → Produktionsanstieg voraus!

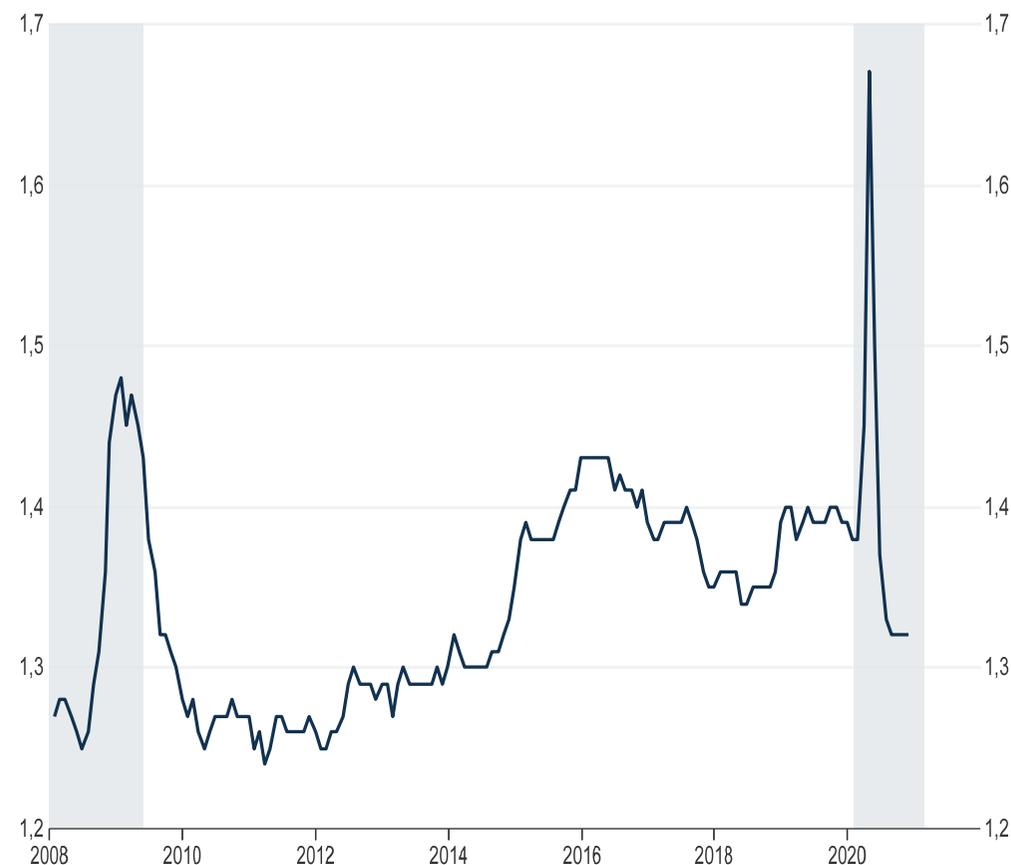
ISM-Kundenlager und Lagerinvestitionen

Monats- bzw. Quartalswerte



Lager-Umsatz-Verhältnis

Saisonbereinigte Monatswerte

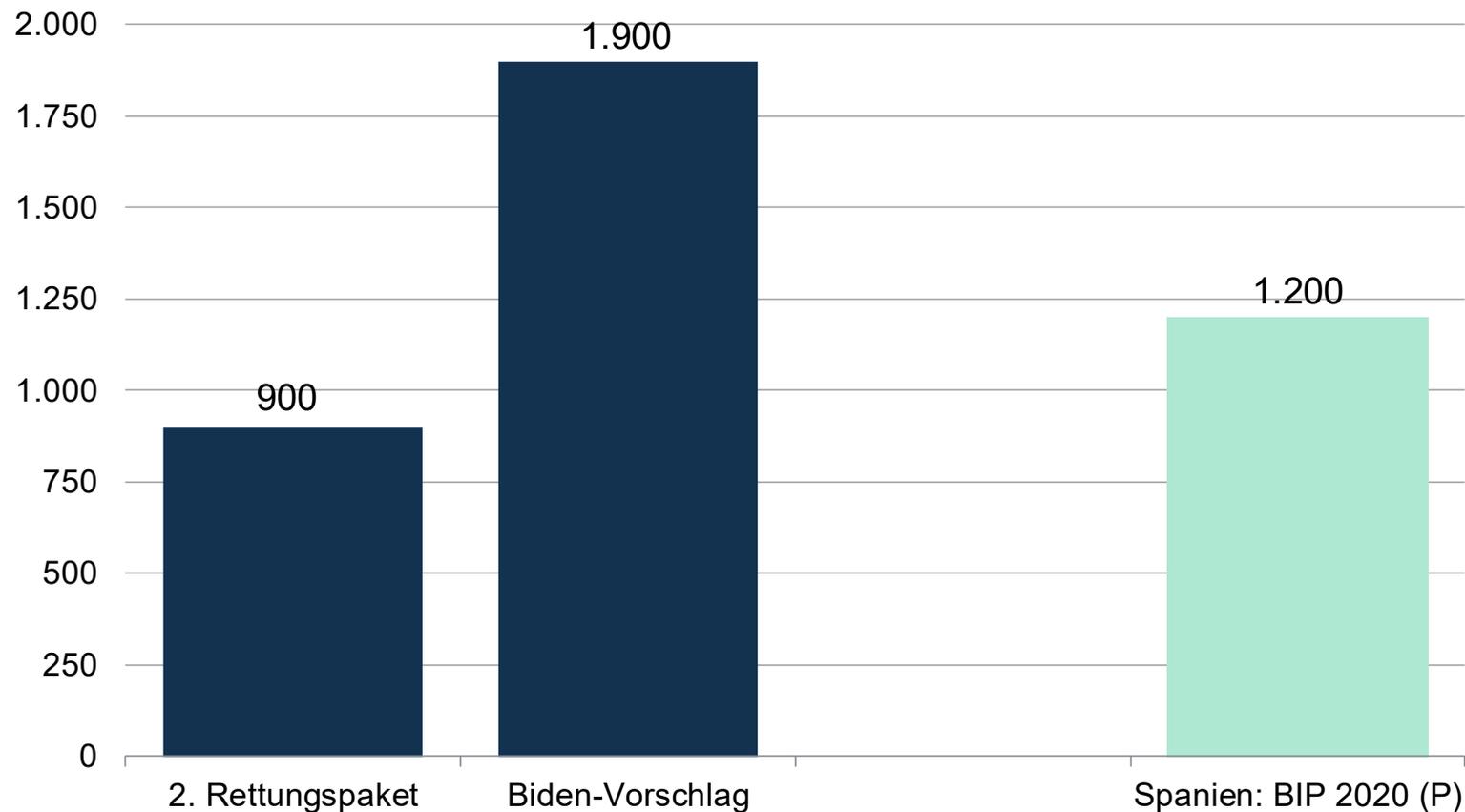


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Fiskalpolitik wird gesamtwirtschaftliche Nachfrage 2021 stützen

Rettungsprogramme

in Mrd. US-Dollar



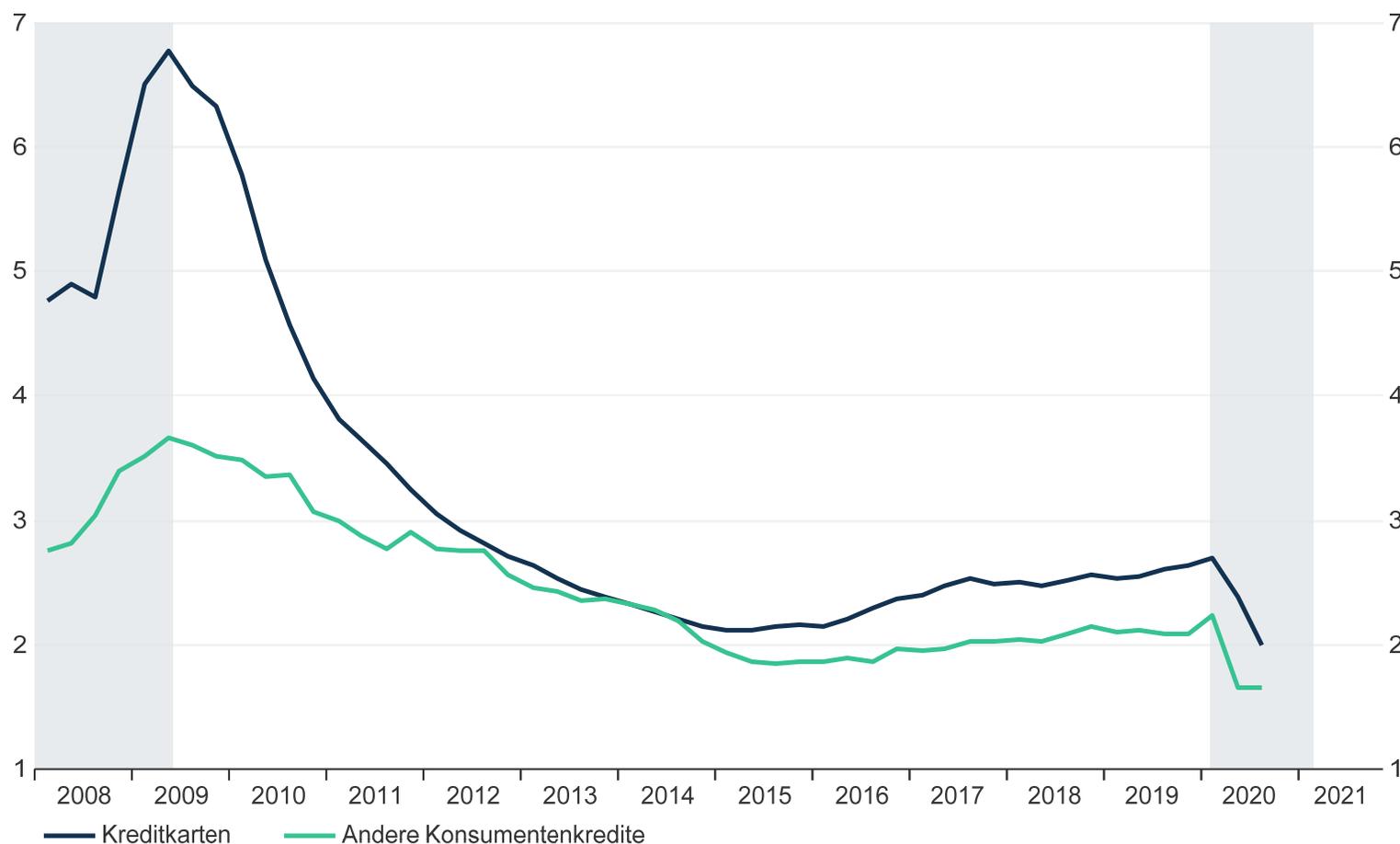
- Der US-Kongress hat am 21. Dezember 2020 ein zweites Rettungsprogramm verabschiedet. Das Volumen des Programm beläuft sich auf 900 Mrd. US-Dollar. US-Präsident Trump unterschrieb den Gesetzesentwurf am 27. Dezember und setzte damit das Gesetz in Kraft.
- Die Tinte seiner Unterschrift war noch nicht trocken, da brachte sein Amtsnachfolger Joe Biden bereits ein drittes Rettungsprogramm auf den Weg. Das neue Programm soll ein Volumen von 1,9 Bio. US-Dollar haben.
- Zur Illustration: Die gesamtwirtschaftliche Leistung Spaniens wird im Jahr 2020 rund 1,2 Bio. US-Dollar betragen haben.

Quelle: Committee for a Responsible Budget, IWF, LBBW Research

USA: Verbraucherfinanzen sind intakt – Geldsegen aus Washington dürfte überwiegend verausgabt werden

Zahlungsgestörte Konsumentenkredite

Saisonbereinigte Quartalswerte, in %

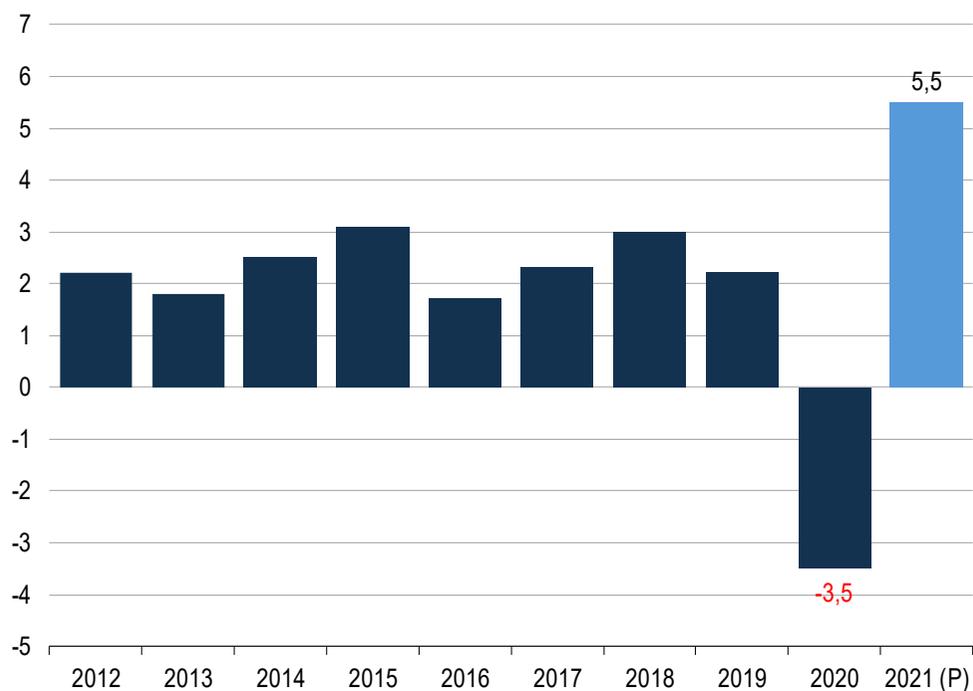


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

USA: Wachstums- und Inflationsprognosen angehoben

Bruttoinlandsprodukt

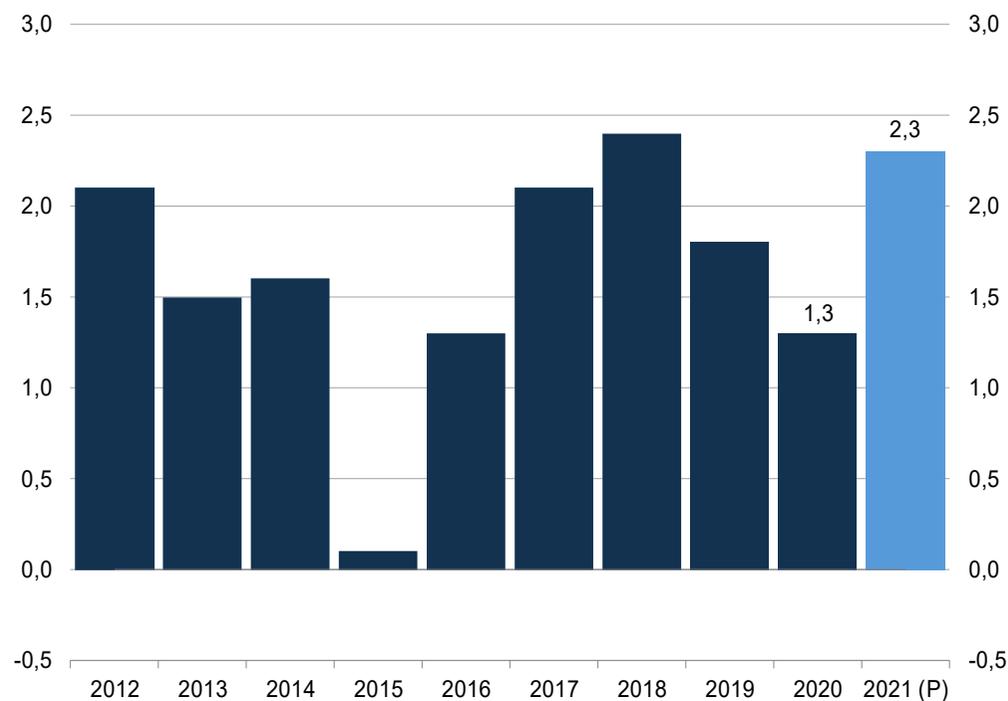
Veränderung ggü. dem Vorjahr, in %



- Die Prognose für das Wachstum der US-Wirtschaft im Jahr 2021 haben wir von +3,6 % auf +5,5 % angehoben.

Konsumentenpreisindex

Veränderung ggü. dem Vorjahr, in %



- Die Prognose für die Inflationsrate im Jahr 2021 haben wir von 1,9 % auf 2,3 % erhöht. Hierfür ist in erster Linie die Annahme eines höheren Rohölpreises maßgeblich gewesen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Ist der Euro-Stärke der Treibstoff ausgegangen?

Euro in US-Dollar und Renditedifferenzen innerhalb des Euroraumes (Tageswerte)



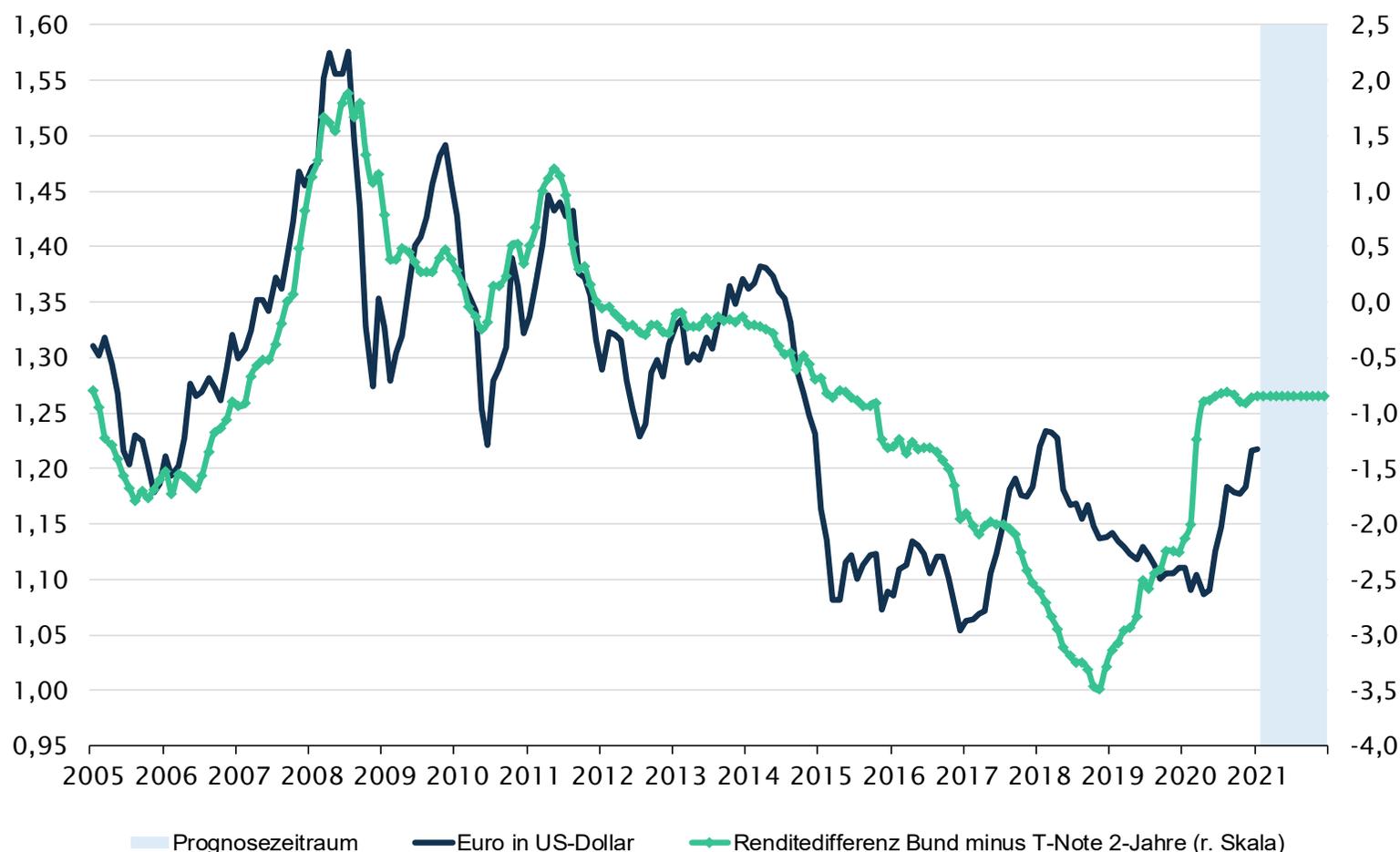
- Der Euro gewann in den zurückliegenden Monaten gegenüber dem US-Dollar – im Einklang mit unserer Prognose – an Wert. Hierfür dürften drei Faktoren hauptsächlich gewesen sein. Erstens hat der Eurokurs durch die fortschreitende EU-Integration Rückenwind erhalten. Zweitens ist durch die Wahl von Joe Biden zum US-Präsidenten die Gefahr einer Eskalation geopolitischer Konflikte zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund ist die Risikofreude der Marktteilnehmer gestiegen. Hiervon profitierte der Euro. Drittens haben sich die EU und das Vereinigte Königreich auf einen Freihandelsvertrag geeinigt.
- Werden die genannten Argumente dem Euro auch in den kommenden Monaten Rückenwind geben?

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zinsdifferenz ist kaum noch Rückenwind für den Euro

Euro in US-Dollar und Renditedifferenz

Tageswerte



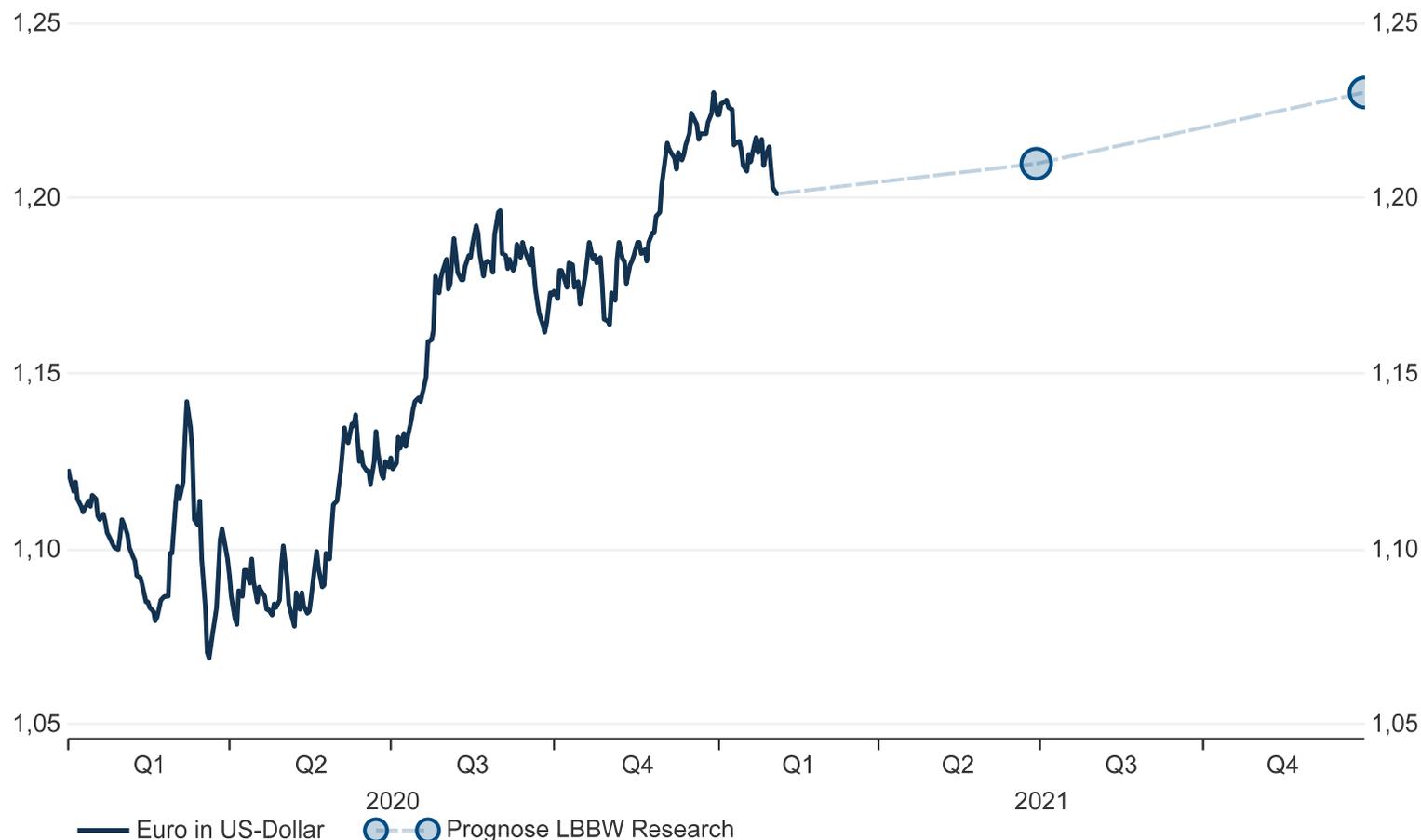
- Der US-Renditevorteil (zwei-jähriger Laufzeitbereich) engte sich in den zurückliegenden Monaten ein und gab in der Folge dem Eurokurs Auftrieb.
- Seit geraumer Zeit bewegt sich die zweijährige Renditedifferenz nunmehr seitwärts und wird dies gemäß unserer Prognose einstweilen auch weiter tun.
- Im 10-jährigen Laufzeitbereich hat sich der Renditevorteil von US-Staatstiteln seit Sommer 2020 spürbar ausgeweitet
- Im Zweifel dürfte sich der US-Renditevorteil bei den Langläufern angesichts des Wachstumsvorsprungs der Vereinigten Staaten in Zukunft eher ausweiten als verringern.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Euro-Prognose nach unten angepasst

Euro in US-Dollar

Tageswerte



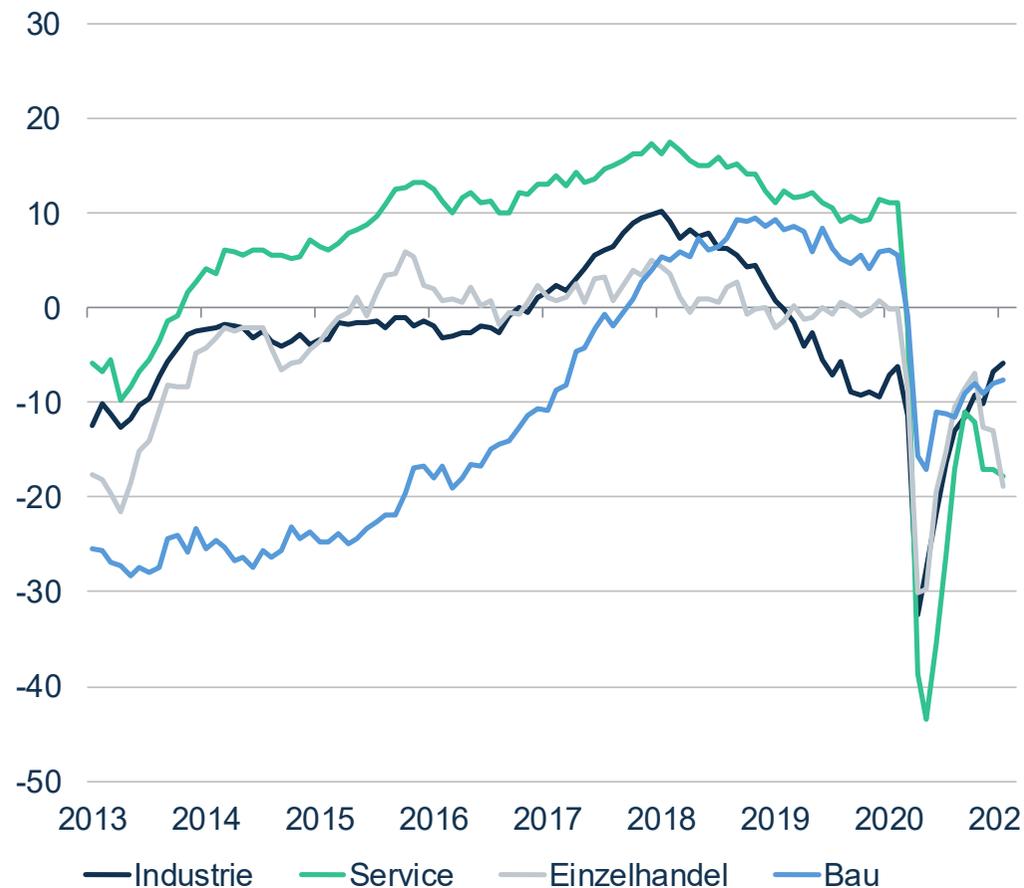
- Wir haben unsere Euro-US-Dollar-Prognose für die Jahresmitte 2021 nach unten angepasst, und zwar von 1,25 US-Dollar auf 1,21 US-Dollar.
- Für eine Aufwertung des Euro spricht weiterhin, dass nach unseren Berechnungen der „faire“ Kurs des Euro gemäß der Kaufkraftparität zuletzt bei 1,29 US-Dollar lag und der Euro somit unterbewertet ist.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU: Nach Branchen zweigeteiltes Bild für die Konjunktur

EWU: Economic Sentiment

(Index, Monatswerte, sb.)



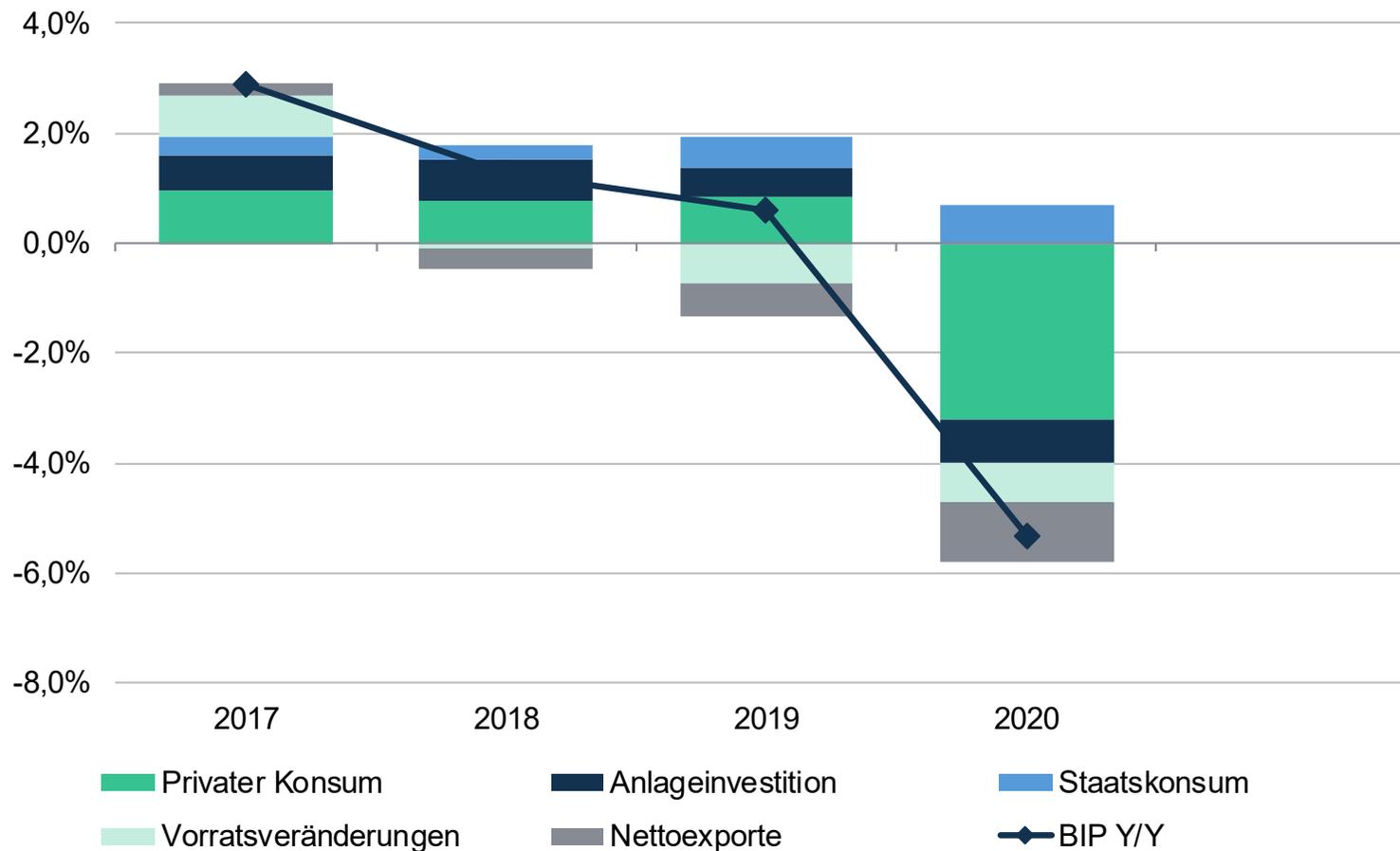
- Das vierte Quartal sah im Euroraum einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,7% zum Vorquartal. Im Gesamtjahr 2020 sank das BIP im Euroraum um 6,8% zum Vorjahr.
- Die Frühindikatoren haben sich zwar ggü. dem Frühjahr 2020 verbessert. Die Normalstände sind indes meist noch nicht wieder erreicht. Das Economic Sentiment für die EWU lag im Januar bei 91,5 Indexpunkten. Da der Index im langfristigen Mittel auf 100 Indexpunkte normiert ist, liegt der „Normalwert“ noch 10% entfernt.
- Allerdings hat die Industrie ihre Erholung seit dem Sommer fortgesetzt, ebenso die generell weniger stark betroffene Bauwirtschaft.
- Hingegen hat die Dienstleister sowie den Einzelhandel der erneute Lockdown ab etwa November belastet. Die Indikatoren für das Service Confidence und das Retail Confidence haben seither wieder nachgegeben.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: BIP im Gesamtjahr -5,3%, in Q4 +0,1%

BIP und Beiträge

(Quartalswerte Q/Q bzw. %-Punkte , real u. kal.ber.)



- Das BIP in Deutschland fiel 2020 um 5%. Bereinigt um den Kalendereffekt (d.h. Anzahl der Arbeitstage) gab das BIP um 5,3% nach.
- Nur der Staatskonsum steuerte ein kleines Plus zum Gesamtergebnis bei, alle übrigen Sektoren, vor allem aber die private Konsumnachfrage, sanken deutlich.
- Im vierten Quartal 2020 wurde ungeachtet des beginnenden Lockdowns ein Plus von 0,1% Q/Q erzielt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Lockdown-Ende entscheidet über den Wachstumsausblick

Deutschland: BIP in Szenarien

(Quartalswerte; Mrd. Euro, verkettet und saisonbereinigt)



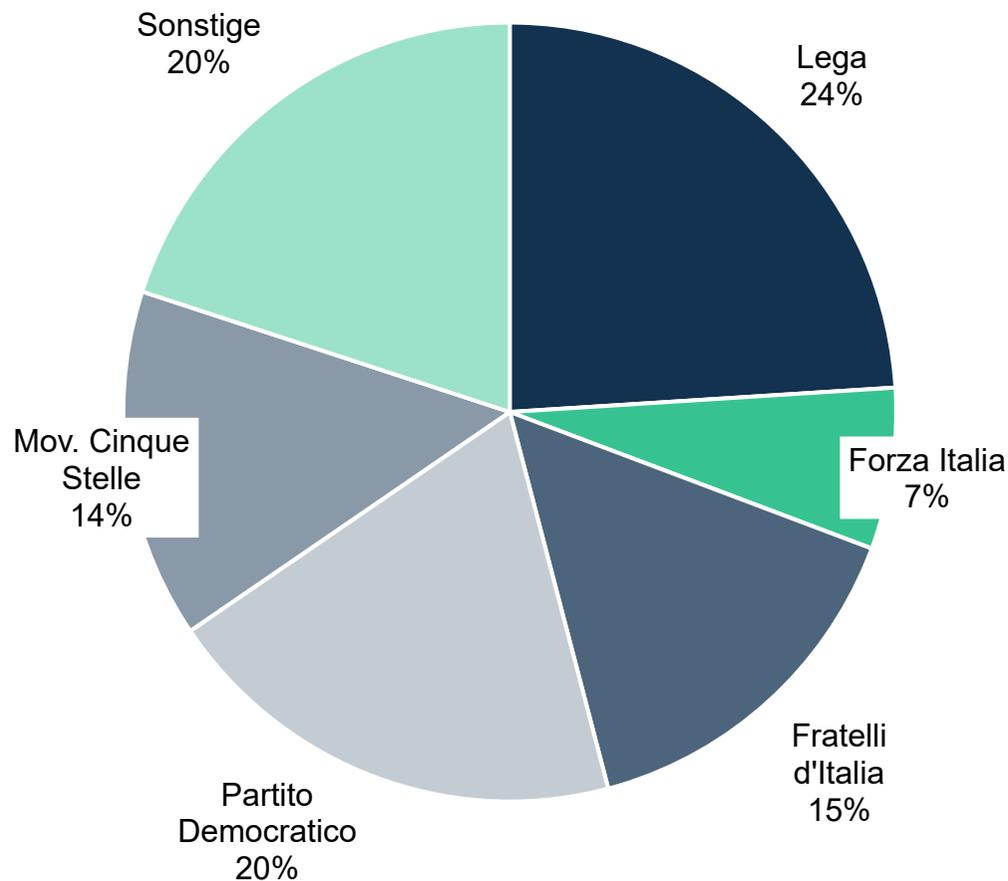
- Der anhaltende Lockdown mit Schulschließungen, Kontaktverboten, Maskenpflicht und Mobilitätseinschränkungen soll zunächst bis inkl. 14. Februar bestehen. Wir erwarten, dass das BIP in Q1 um 2% Q/Q sinkt. Zum Vergleich: Q2/2020 (erster Lockdown) -10% Q/Q. Nach dem Ende des Lockdowns dürfte der Einbruch von Q1 in Q2 in etwa aufgeholt werden.
- Das deutsche BIP 2021 dürfte mit den Beschlüssen vom 19. Januar um 3% zulegen, nach kalenderbereinigt -5,3% in 2020. Das Schlussquartal 2021 dürfte bereits sein Pendant 2020 übertreffen. Für das Gesamtjahr 2021 gilt dies nicht.
- Hält der Lockdown bis Ende März (Ostern) an, fällt der BIP-Zuwachs für das Gesamtjahr 2021 auf ca. 0%. In Q1 würde das BIP um 7% (rund 50 Mrd. Euro) sinken. Das ist in etwa der Betrag, um den der Konsum in Q2/2020 (Lockdown von Mitte März bis April) zurückging.
- Die Unsicherheit dieser Prognose ist sehr hoch. Sie hängt maßgeblich vom Verlauf der Pandemie ab.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Italien: Conte scheitert mit Regierungsbildung

Umfragewerte für die Parlamentswahl

(Umfrage von „Index“, 4. Februar 2021)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Nachdem Ministerpräsident Giuseppe Conte nach dem Rückzug des Koalitionspartners Italia Viva von Ex-Regierungschef Matteo Renzi ungeachtet vieler Gespräche mit Kleinstparteien keine Mehrheit im Parlament zusammengebracht hatte, trat er zurück.
- Staatspräsident Mattarella entschloss sich daraufhin, den ehemaligen Präsidenten der EZB, Mario Draghi, mit dem Versuch zu beauftragen, eine Regierung parteiloser Experten zu bilden. Mattarella versucht auf diese Weise, Neuwahlen zu verhindern, da diese mitten in der Corona-Pandemie stattfinden müssten und zudem eine europakritische Mehrheit der Mitte-Rechts-Parteien Lega, Forza Italia und Fratelli d'Italia möglich wäre.
- Conte war bislang der mit weitem Abstand populärste Politiker des Landes. Auch Draghi genießt, in Italien nicht anders als im Ausland, hohes Ansehen. Zudem war er als Zentralbankpräsident und zuvor im Finanzministerium bereits auf der politischen Bühne tätig, so dass Mattarellas Vorstoß Aussicht auf Erfolg hat.

Italien: Willkommensbonus für Draghi am Bond Markt

Renditen und Spreads 10Y BTP

(Tageswerte, % p.a.)



- Draghis Engagement folgt dem Vorbild Mario Montis. Der ehemalige EU-Kommissar leitete von November 2011 bis Dezember 2012 ein Experten-Kabinett. Auf Montis Habenseite stehen unpopuläre, aber notwendige Reformen. Seine Amtszeit von rund 13 Monaten entspricht ziemlich genau dem Durchschnitt der Lebensdauer einer italienischen Regierung nach Ende des Zweiten Weltkriegs.
- Zu Draghis Hauptaufgaben würde die Verteilung von 200 Mrd. Euro aus dem Wiederaufbaufonds der EU gehören. Sein politische Engagement dürfte nur vorübergehend sein. Spätestens im Mai 2023 wird Italien wählen.
- Der Rentenmarkt begrüßte Draghis Bereitschaft, Verantwortung zu übernehmen. Als Vorschusslorbeeren gab es eine kleine Spreadrallye. Allerdings hielten sich die Kursausschläge nach Contes Demission in Grenzen. Drohgebärden in Richtung Brüssel oder Frankfurt sind selbst für die Rechtsparteien keine realistische Option, so dass die Sorge vor einem „Italexit“ an den Märkten derzeit keine Rolle spielt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Schweizer Konjunktur: Zweite Corona-Welle bremst Erholung

Realer BIP-Zuwachs (Q-Q %) und Konjunkturindikatoren

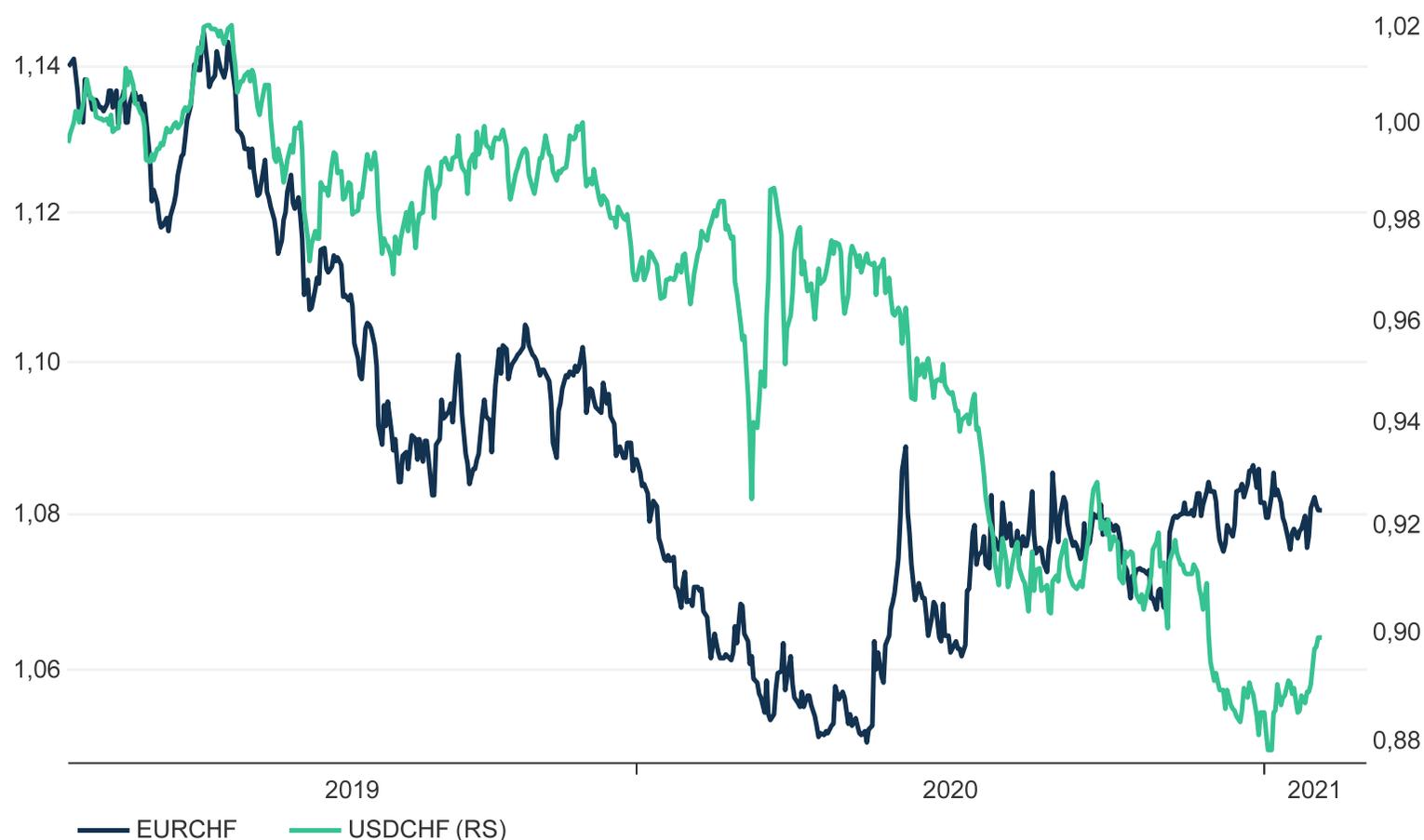


- Im dritten Quartal 2020 hatte das BIP überraschend stark um 7,2% Q-Q zugelegt.
- Die zweite Corona-Welle betrifft auch die Schweiz seit Oktober massiv, so dass die Konjunkturerholung ausgebremst wurde.
- Eindämmungsmaßnahmen wie die Schließung von Bars und Restaurants traten kurz vor Weihnachten in Kraft. Ein nationaler strenger Lockdown mit Ladenschließungen etc. wurde im Januar 2021 verhängt. Diese Maßnahmen und die gedämpften Konjunkturaussichten wichtiger Exportpartner lasten 2021 auf der Konjunktur der Schweiz.
- **Wir passen unsere BIP-Prognosen an: für 2020 -3,3% (bisher -5%), für 2021 +3,2% (bisher +4%).**

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Schweizer Franken bleibt als sicherer Hafen begehrt

Wechselkurs: Schweizer Franken je Euro bzw. je US-Dollar



Prognosen LBBW Research

	Q1 2021	Q2 2021	Q4 2021
EURCHF bisher	1,11	1,12	1,13
EURCHF neu	1,09	1,10	1,12

- Die Schweizerische Nationalbank greift nach wie vor bei Bedarf am Devisenmarkt zur Schwächung des Franken ein. Der Leitzins verharrt bei -0,75%.
- Der Franken ist ggü. dem Euro u.a. mit Blick auf die Kaufkraftparität u.E. überbewertet.
- Die Risikoneigung an den Finanzmärkten bleibt derweil eine treibende Kraft für den Wechselkurs.
- Angesichts der „Corona-Unsicherheit“ dürfte die Nachfrage nach CHF vorerst hoch bleiben. Sie steht einer allzu deutlichen Abwertung ggü. dem Euro entgegen. Wir passen unsere Prognose etwas nach unten an.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Zinsen



- Am USD-Geldmarkt rückt ein wichtiges Ereignis näher, nämlich die finale Entscheidung über die Zukunft der Libor-Referenzsätze. Eigentlich sollte deren Ende bereits am 31.12.2021 kommen, aber für die wichtigsten Sätze gibt es wohl einen Aufschub bis Mitte 2023.
- Die Ersatzzinsen für die Libor-Sätze nach deren Auslaufen, die sogenannten „Fallback-Sätze“, errechnen sich für alle Hauptwährungen in der Regel auf Basis der neuen Tagesgeld-Referenzsätze. Wichtig an dieser Stelle: Die Euribor-Sätze sind von der Problematik nicht betroffen!
- Am USD-Zinsmarkt haben zuletzt Spekulationen über ein „Tapering“ der Anleihekäufe der Fed Fahrt aufgenommen. Notenbankchef Powell hat jedoch klargestellt, dass eine Debatte hierüber aus Sicht der Fed verfrüht ist.
- Im Euroraum hat die Reflationierungsdebatte durch einen starken Inflationsanstieg neue Nahrung erhalten. Die langfristigen Inflationserwartungen sind annähernd auf ein Zweijahreshoch gestiegen.
- Hierdurch rücken inflationsgeschützte Anleihen als (Teil-) Absicherung gegen die rentenneegative Wirkung nachhaltig höherer Inflation in den Fokus. Im langfristigen Vergleich ist deren Bewertung noch immer günstig.

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

Reform der Geldmarktsätze: Ablaufdatum für Libor naht – „Gnadenfrist“ für einige USD-Libor-Laufzeiten?

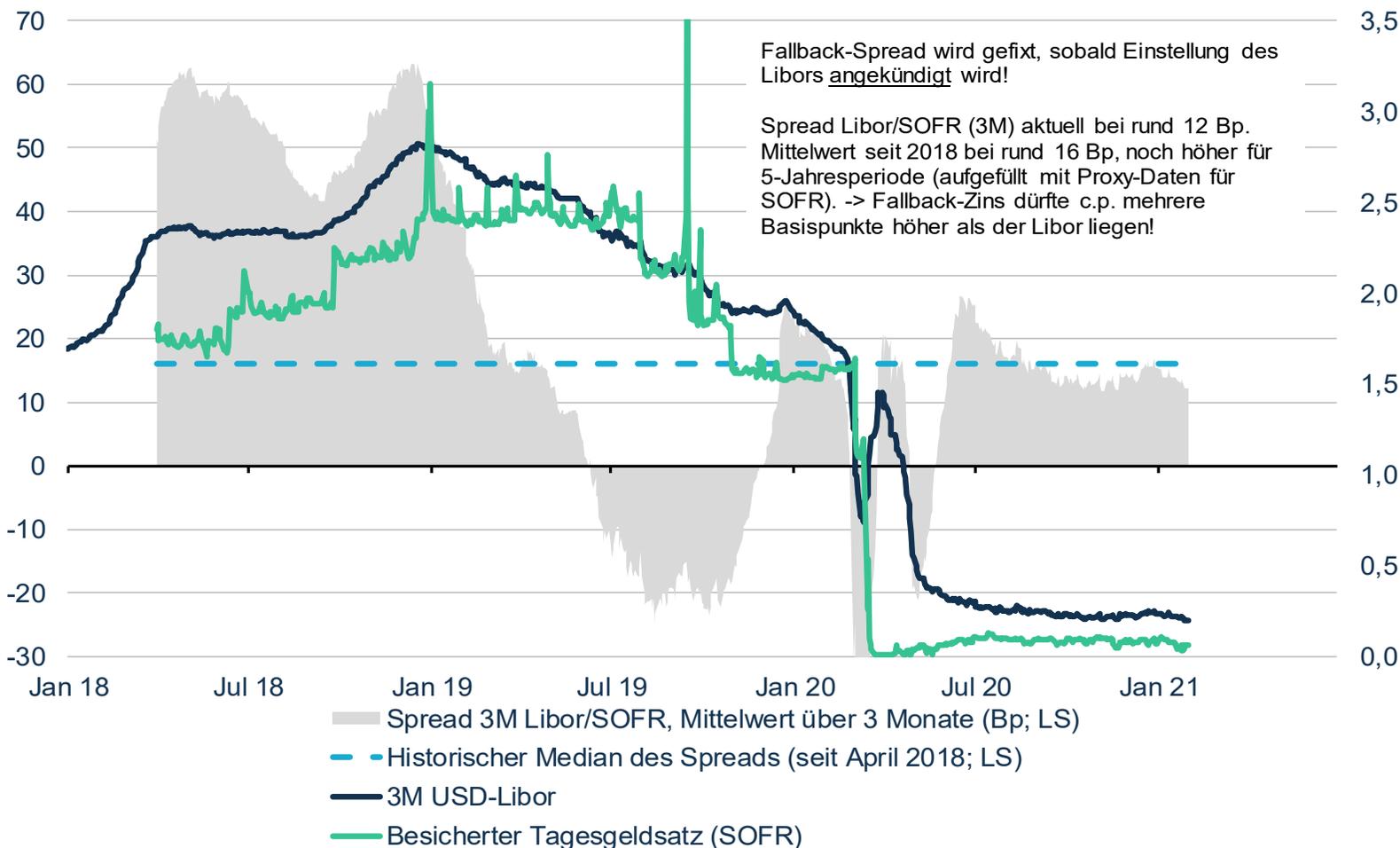
Geldmarkt-Referenzsätze in ausgewählten Jurisdiktionen

Jurisdiktion	Bisheriger Referenzsatz	Neuer Referenzsatz (Tagesgeld)	Veröffentlichung seit	Voraussichtliches Ablaufdatum für IBOR?	Fallback für IBORs
USA	USD-Libor	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	03. Apr 18	Lz 1W - 2M: 31.12.2021 Lz 3M -12M: 30.06.2023	Für zahlreiche Finanzprodukte (z.B. Derivate mit IBOR-Bindung) wohl Orientierung an Vorgaben der ISDA: Fallback auf Basis der neuen Tagesgeldsätze (rückblickender Durchschnitt über Term-Spanne + Fallback-Spread)
Schweiz	CHF-Libor	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	07. Okt 17	31.12.2021	
UK	GBP-Libor	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	23. Apr 18	31.12.2021	
Japan	Yen-Libor	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	28. Dez 16	31.12.2021	
Euroraum	Euribor/ EUR-Libor	Euro short term rate (€STR)	02. Okt 19	EUR-Libor: 31.12.2021 Euribor: Derzeit kein Ablaufdatum vorgesehen	

- In Sachen Reform der internationalen Geldmarkt-Referenzsätze rückt ein zentrales Ereignis näher, nämlich das Ende des Libors.
- Bisher gilt hierfür der 31.12.2021 als Zieldatum, nach dem eine Bereitstellung der in London gefixten Referenzsätze nicht mehr gewährleistet ist.
- Für die Währungen GBP, CHF, Yen sowie den EUR-Libor soll es nach derzeitigem Stand bei diesem Ablaufdatum bleiben.
- Beim international wichtigsten Referenzsatz USD-Libor steht für die am häufigsten verwendeten Laufzeiten (3M, 6M, 12M) eine verlängerte Bereitstellung bis 30.06.2023 im Raum.
- Der für den Euroraum wichtigste Referenzsatz Euribor ist ausdrücklich **nicht** betroffen, in seiner überarbeiteten Fassung existiert er auf absehbare Zeit weiter.

Reform der Geldmarktsätze: „Fallback-Mechanismus“ tritt in Kraft, sobald Libor-Ende offiziell verkündet ist

USD-Tagesgeldsatz (SOFR), 3M USD-Libor und historischer Spread

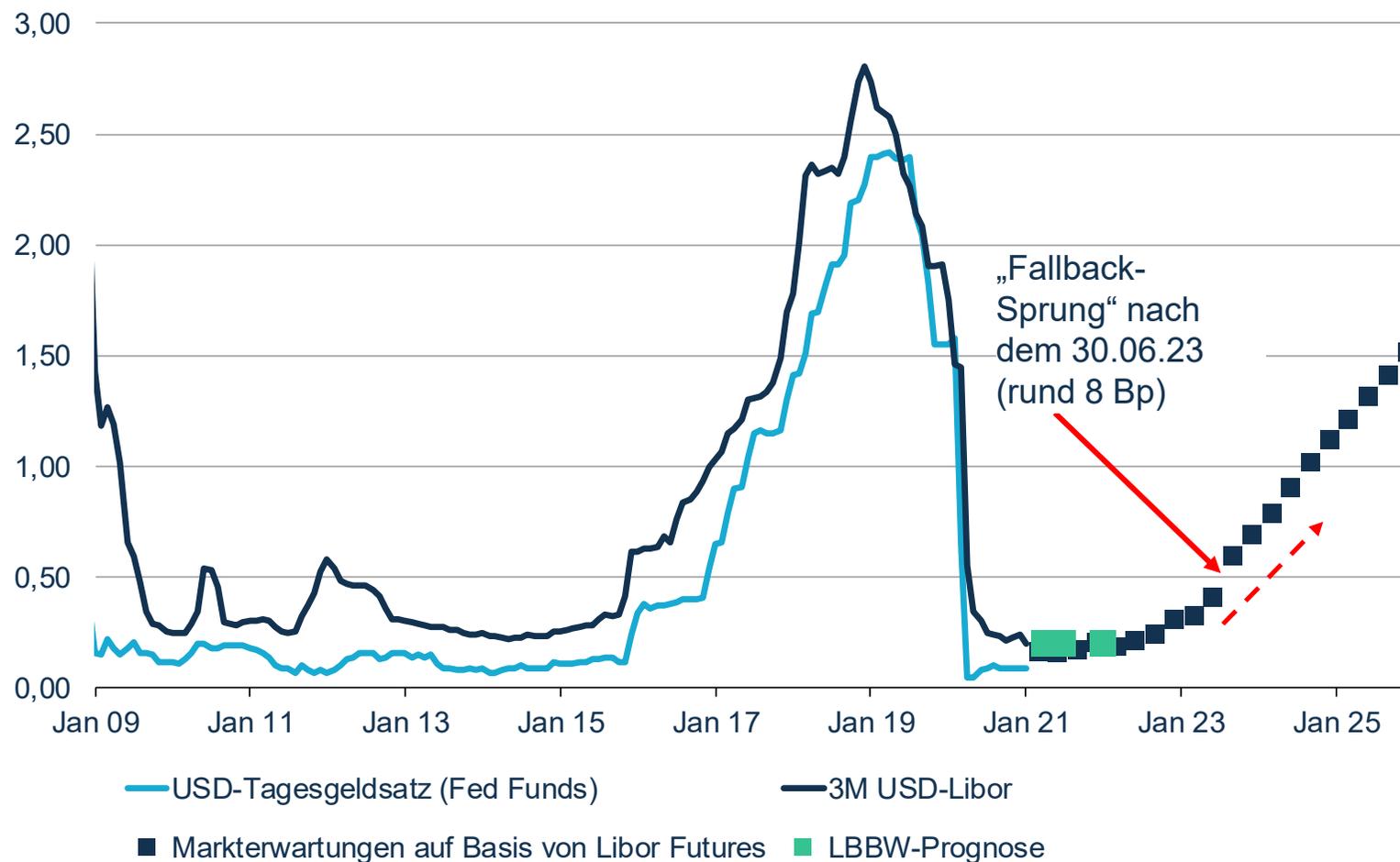


- Der nächste wichtige Schritt ist nun die offizielle Ankündigung des Libor-Administrators ICE über den Zeitpunkt, ab dem die Bereitstellung der Referenzsätze eingestellt wird.
- Die Ankündigung könnte bereits kurzfristig oder erst im späteren Jahresverlauf erfolgen.
- Mit der Ankündigung tritt der Fallback-Mechanismus in Kraft: Mit dem Zeitpunkt, an dem die Libor-Bereitstellung endet, tritt dann ein vertraglich festgelegter Ersatzzins an die Stelle des Libors.
- Für Finanzprodukte, die sich an den Vorgaben der ISDA orientieren, fußt der Fallback meist auf den neuen Tagesgeld-Referenzsätzen. Für 3M USD-Libor gilt z.B.: Fallback-Zins = Mittelwert SOFR über 3M + Fallback-Spread, wobei sich der Spread an der historischen Differenz Libor/SOFR orientiert.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fed: „Tapering“ noch „für einige Zeit“ kein Thema – Markt erwartet Leitzinswende frühestens in zweieinhalb Jahren

USD-Tagesgeldsatz, 3M USD-Libor und Markterwartungen für 3M Libor

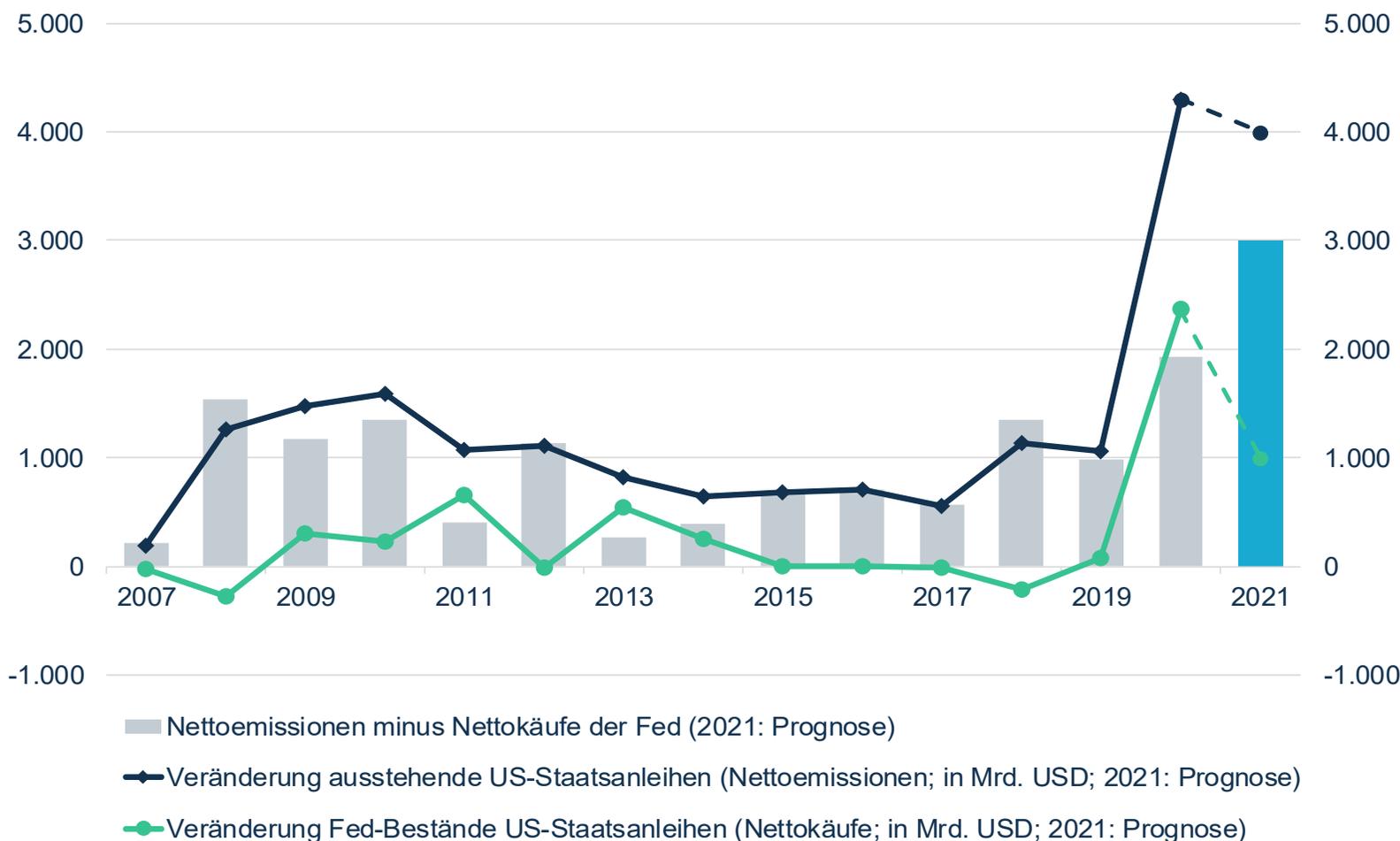


- Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs der Fed richtet sich der Fokus der Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer nicht mehr auf mögliche weitere Lockerungen der Geldpolitik, sondern auf die Frage, wann eine Drosselung der Anleihekäufe – kurz: „Tapering“ – einsetzen könnte.
- Fed-Chef Powell hat Spekulationen auf ein Tapering zuletzt gedämpft: Die Voraussetzungen hierfür dürften noch „für einige Zeit“ nicht gegeben sein.
- Wir rechnen derzeit nicht vor dem kommenden Jahr mit einer erstmaligen Drosselung des Staatsanleihekaufvolumens von derzeit 80 Mrd. USD/Monat.
- Eine erste Leitzinsanhebung eskomptiert der USD-Zinsmarkt im Sommer 2023 – wir halten das eher noch für zu früh!

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Anhaltend starker Anstieg des Angebots sorgt für substantielle Belastung

Nettoemissionen an marktfähigen US-Staatsanleihen und Nettokäufe der Fed (je Jahr; in Mrd. USD; 2021: Prognose)

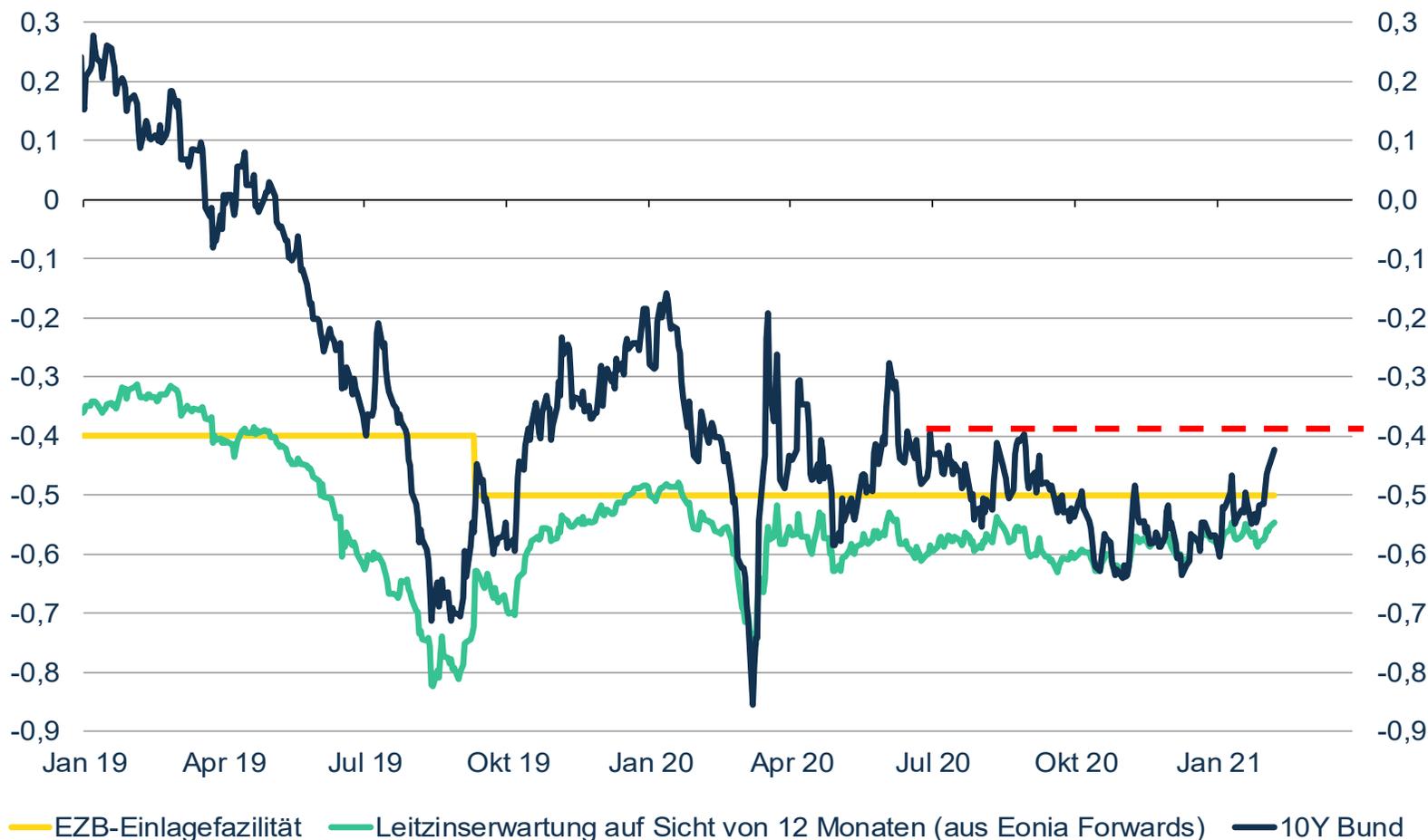


- In Folge der Corona-Pandemie ist das Angebot an langlaufenden US-Staatsanleihen 2020 auf Rekordwerte emporgeschneilt.
- Unter Berücksichtigung der Pläne von US-Präsident Biden für ein zusätzliches Fiskalpaket von 1,9 Bio. USD könnte die Netto-Schuldenaufnahme des US-Zentralstaates 2021 u.E., vorsichtig geschätzt, ähnlich hoch ausfallen wie im Vorjahr.
- Gleichzeitig ergibt sich bei konstanten Netto-Käufen der Fed in Höhe von 80 Mrd. USD/ Monat für 2021 insgesamt eine deutlich geringere Nettokaufsumme als im Jahr 2020 (massive marktstabilisierende Interventionen im Frühjahr!).
- Das vom Markt zu absorbierende Nettoangebot könnte somit u.E. um rund 1 Bio. USD anschwellen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Unterschätzt der Markt die Bereitschaft der EZB zu weiteren Leitzinssenkungen?

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

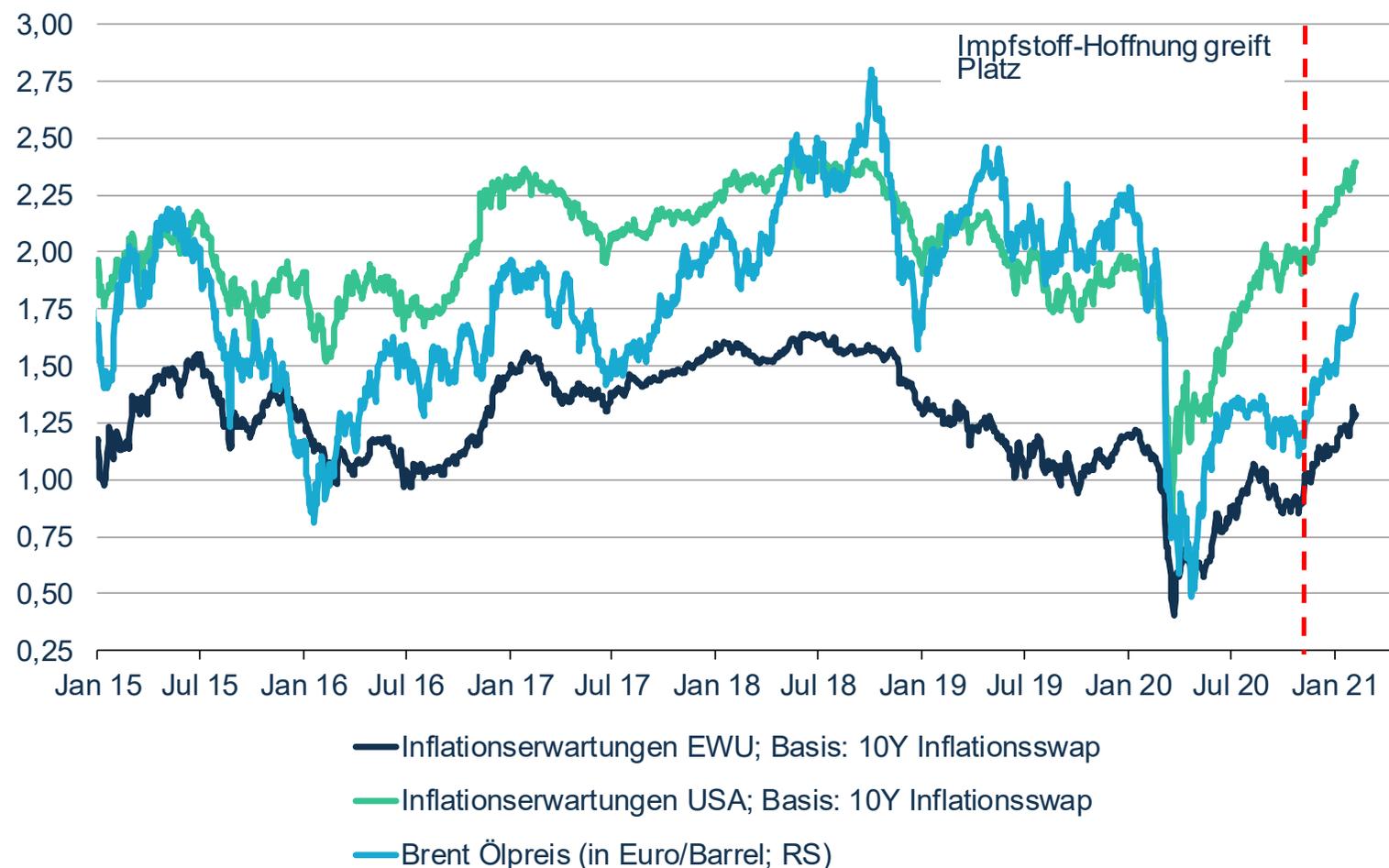


Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Im Rahmen der Ratssitzung vom 21. Januar hat die EZB ihren bisherigen Kurs bestätigt.
- Wie im Nachgang bekannt wurde, sahen sich zahlreiche EZB-Vertreter bemüßigt, zu bekräftigen, dass die Option neuerlicher Leitzinssenkungen weiterhin real sei.
- Im EZB-Rat ist man demnach verwundert darüber, dass die Finanzmärkte nur noch relativ wenig Spielraum nach unten eskomptieren.
- Die Leitzinserwartungen per Ende 2021 waren laut Terminkursen am Geldmarkt zuletzt stabil um -0,55 %, eine Zinssenkung um 10 Bp ist zu knapp 50 % eingepreist.
- Angesichts der EZB-Rhetorik wäre ein völliges Auspreisen von Zinssenkungen u.E. nicht angemessen, was das Aufwärtspotenzial der Renditen vorerst begrenzt.

Euro-Rentenmarkt: Werden Reflationierungsgefahren jetzt schlagend?

10Y Inflationserwartungen für den Euroraum und die USA sowie Brent-Ölpreis (in Euro/Barrel)

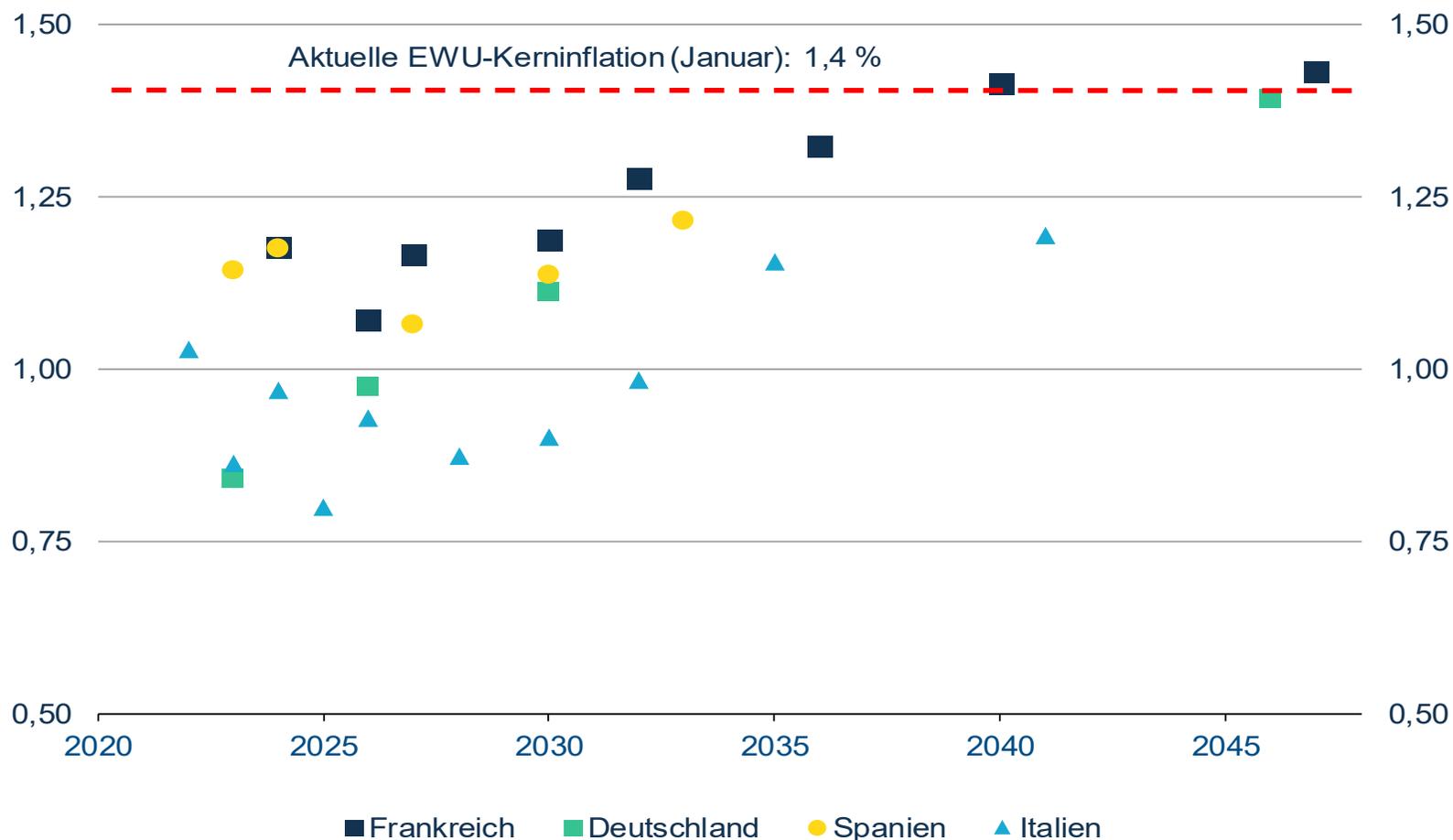


- Die langfristigen Inflationserwartungen befinden sich sowohl in den USA (höchstes Niveau seit Sommer 2018) als auch im Euroraum (höchstes Niveau seit März 2019) weiter im Aufwind.
- Im Euroraum hat ein starker Sprung in den Inflationsdaten für Januar den Spekulationen auf eine Reflationierung zusätzliche Nahrung gegeben.
- Für sich genommen wächst damit der Versteilerungsdruck auf die EUR-Zinskurve, zumal die Reaktion des EUR-Rentenmarktes bisher verhalten war.
- Die Frage ist: Kommt irgendwann ein Trigger-Punkt für einen Versteilerungsschub?
- Derzeit ist die Corona-Unsicherheit u.E. noch zu hoch, deren Auflösung könnte aber eine Anpassung auslösen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Sind Inflations-Linker jetzt besonders attraktiv?

Beak-Even-Inflationsraten inflationsgeschützter Euro-Staatsanleihen



- Inflationsgeschützte Euro-Staatsanleihen bieten sich prinzipiell als partielle Absicherung gegen die Wirkung einer stärkeren Aufwärtsbewegung der Euro-Langfristzinsen an. In einem solchen Szenario steigen deren (Real-)Renditen i.d.R. weniger stark an als die Renditen konventioneller Anleihen.
- Im längerfristigen historischen Vergleich erscheint die Bewertung der Linker günstig mit am Markt eskomptierten Inflationsraten (Break-Even-Inflation) zwischen rund 1 % für mittlere Laufzeiten und bis zu knapp 1,5 % für sehr lange Laufzeiten.
- Die Linker nehmen jedoch bereits einiges an dauerhaftem Inflationsanstieg vorweg – somit drohen Rückschläge, falls das Thema Reflationierung abebbt und sich der jüngste Sprung der (Kern-)Inflation nicht als nachhaltig erweist.

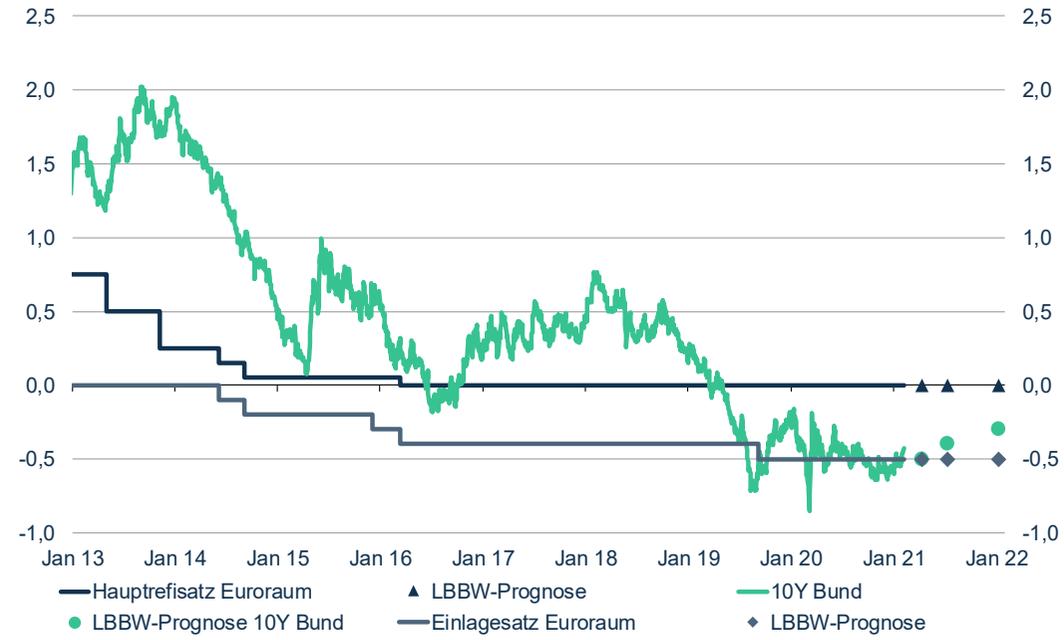
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fazit: Notenbank-Interventionen begrenzen Rendite-Aufwärtspotenzial – selbst im Zuge einer Corona-Entspannung

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



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

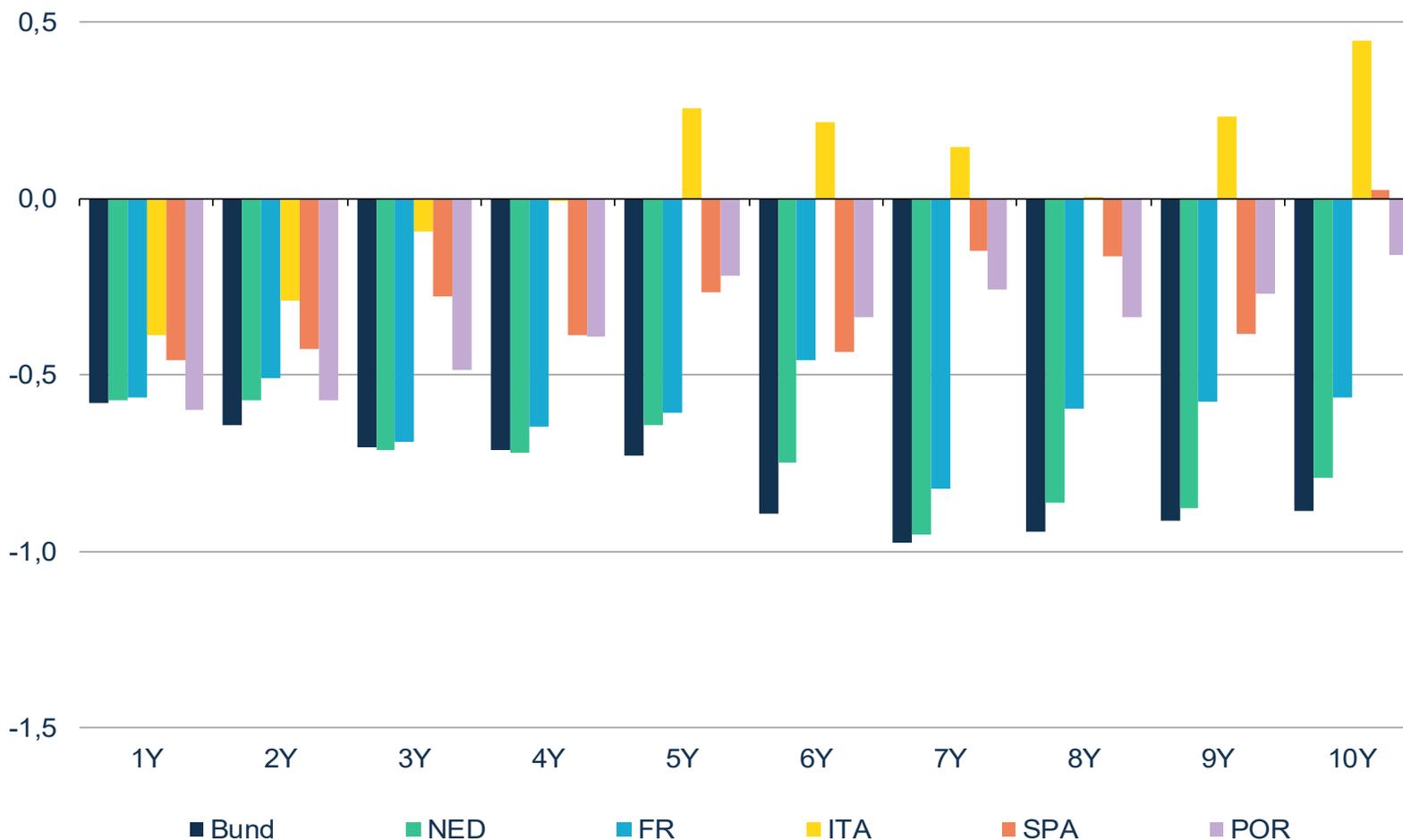


- USA: Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt nicht vor dem Jahr 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulation sowie hohen Angebotsdrucks weiter anziehen, angesichts der „dovishen“ Haltung der Fed bleibt das Aufwärtspotenzial aber nachhaltig begrenzt.
- Euroraum: Die EZB belässt den Einlagesatz bis auf Weiteres bei -0,50 %. QE-Programm könnte nochmals aufgestockt werden, vorsichtiges Zurückfahren des Volumens beginnt gegen Jahresende 2021. Die Langfristzinsen befinden sich in einer ausgedehnten Bodenbildung. Ein erneuter Rücksetzer ist weiterhin möglich, erst mittelfristig dürfte sich mit Abebben der Coronavirus-Pandemie ein nachhaltiger Wiederanstieg ausbilden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Euro-Staatsanleihen: Teuer, aber „Buying the dip“ dürfte weiterhin die Kurse stützen – vor allem in der Peripherie

Performanceerwartung für Euro-Staatsanleihen bis Ende 2021 (Basis: LBBW-Bundrenditeprognose, Spreads unverändert)



- In der Summe sind die Performanceaussichten 2021 vor allem für die Staatsanleihen Kerneuropas auf breiter Front negativ, da die Renditeniveaus noch tiefer im negativen Bereich liegen als zum Jahresstart 2020 (für Deutschland sogar über alle Laufzeiten). Der Spielraum für weitere Renditerückgänge scheint eng begrenzt, sofern der EZB-Einlagesatz nicht nochmals substantiell gesenkt wird.
- In der Peripherie werden die Anleihekurse durch den anhaltenden Anlagedruck und die hiermit verbundene „Jagd nach Carry“ gestützt. Für Italien bestehen daher weiterhin die besten Performanceaussichten. Der Regierungsauftrag für Mario Draghi hat die Kurse in Italien zuletzt neuerlich beflügelt.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Credits



- Nur kurzzeitige Konsolidierung Ende Januar
- Nur bei Risiko-Assets positive Performance seit Jahresanfang
- Anstieg der rekordniedrigen Insolvenzen zu erwarten
- Großteil der Insolvenzen bei kleinen Unternehmen, 2020 Anstieg bei größeren Unternehmen
- Hoch bei Ausfallraten im März 2021?
- Corporate-Hybridbonds sehr beliebt
- Fund Flows stabilisieren sich nach holprigem Jahresstart
- Mangel an Alternativen bleibt wesentliches Argument

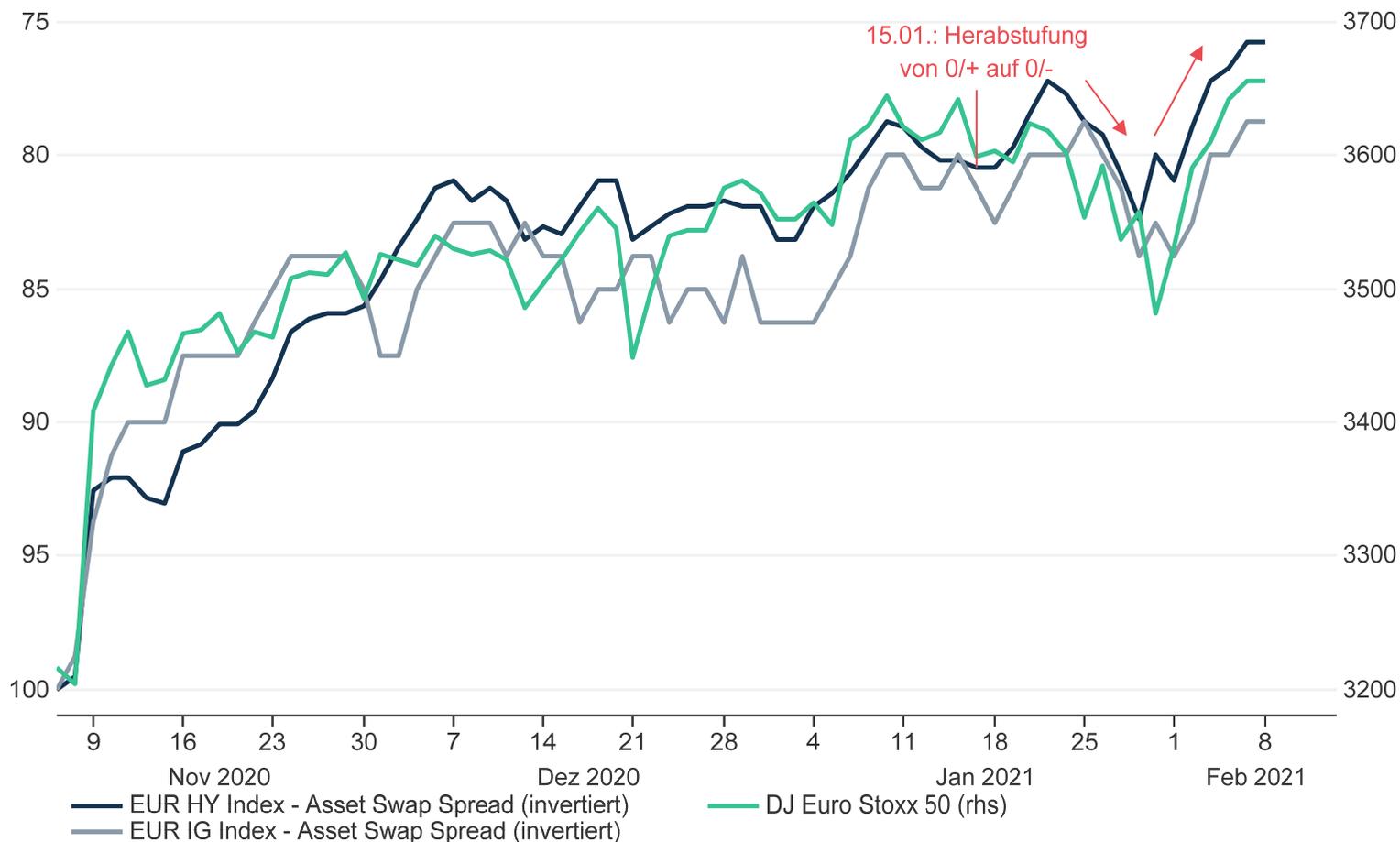
Michael Köhler, CEFA
Tel: +49(711)127-42664
michael.koehler@LBBW.de

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

Nur kurzzeitige Konsolidierung Ende Januar

EUR IG und HY Asset Swap Spreads vs. Euro Stoxx 50

Spreads indexiert auf 100 (invertiert), Euro Stoxx 50 in Indexpunkten

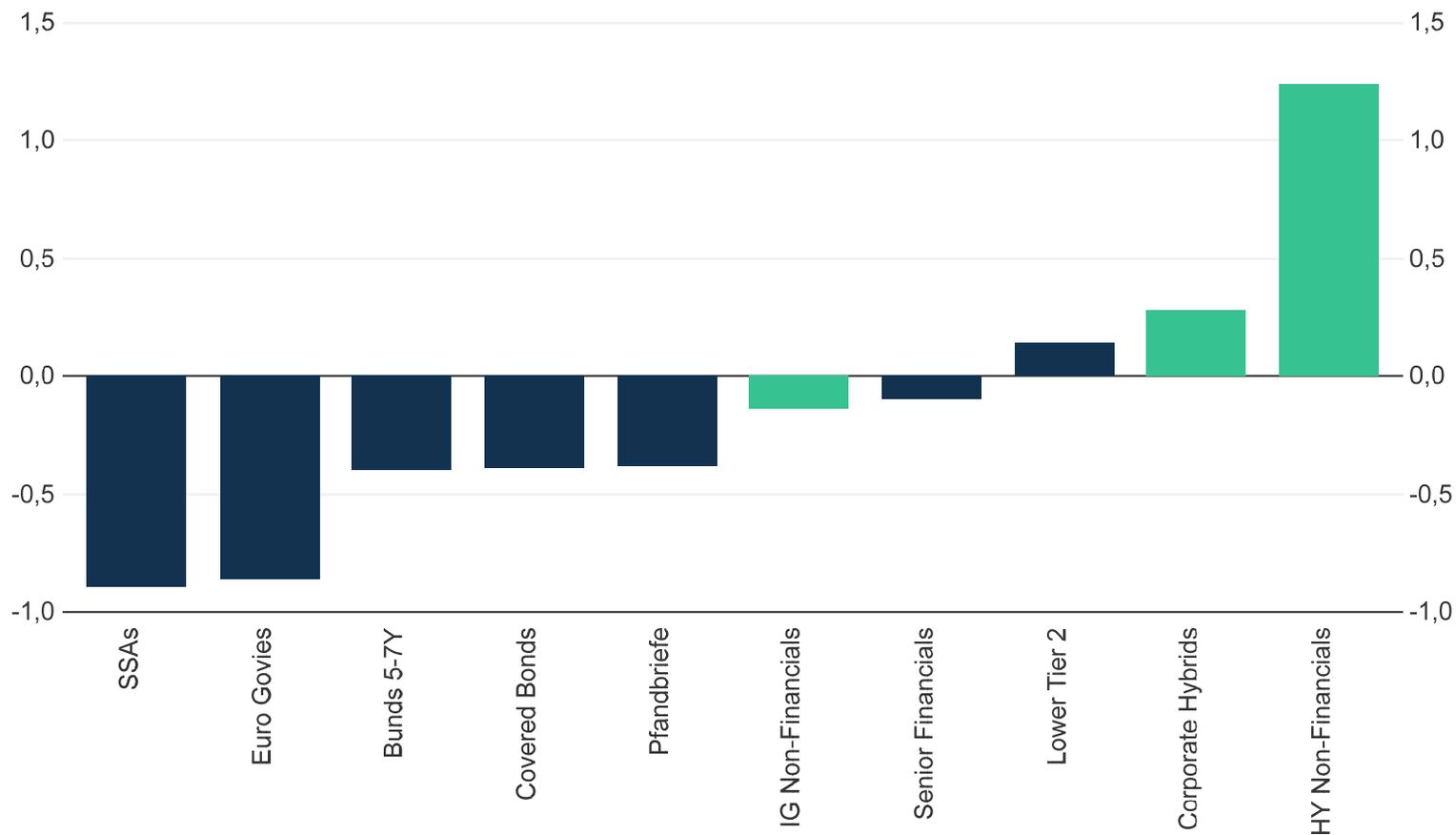


- Nach einer fulminanten Rally im November 2020 gab es an den Kapitalmärkten in der zweiten Januar-Hälfte einen zwischenzeitlichen Rücksetzer.
- Beispielhaft zeigt dies der nebenstehende Chart anhand des Euro Stoxx 50 und der EUR-Corporate-Spreads (invertierte Darstellung).
- Aus „taktischer Vorsicht“ hatten wir am 15.1. die Credit-Gewichtung von „0/+“ auf „0/-“ gesenkt (akute Befürchtung von Lockdown-Verschärfungen).
- Dank der zuletzt gesunkenen Corona-Neuinfektionen sind die Impfstoff-Hoffnungen und Aufhol-Perspektiven wieder in den Vordergrund gerückt, so dass wir bei den Credits zur ursprünglichen Einstufung „leicht Übergewichten“ zurückkehren („0/+“).

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

Corporate Credits: Nur bei Risiko-Assets positive Performance YTD

Total Return: Fixed Income
Seit Jahresanfang, in Prozent



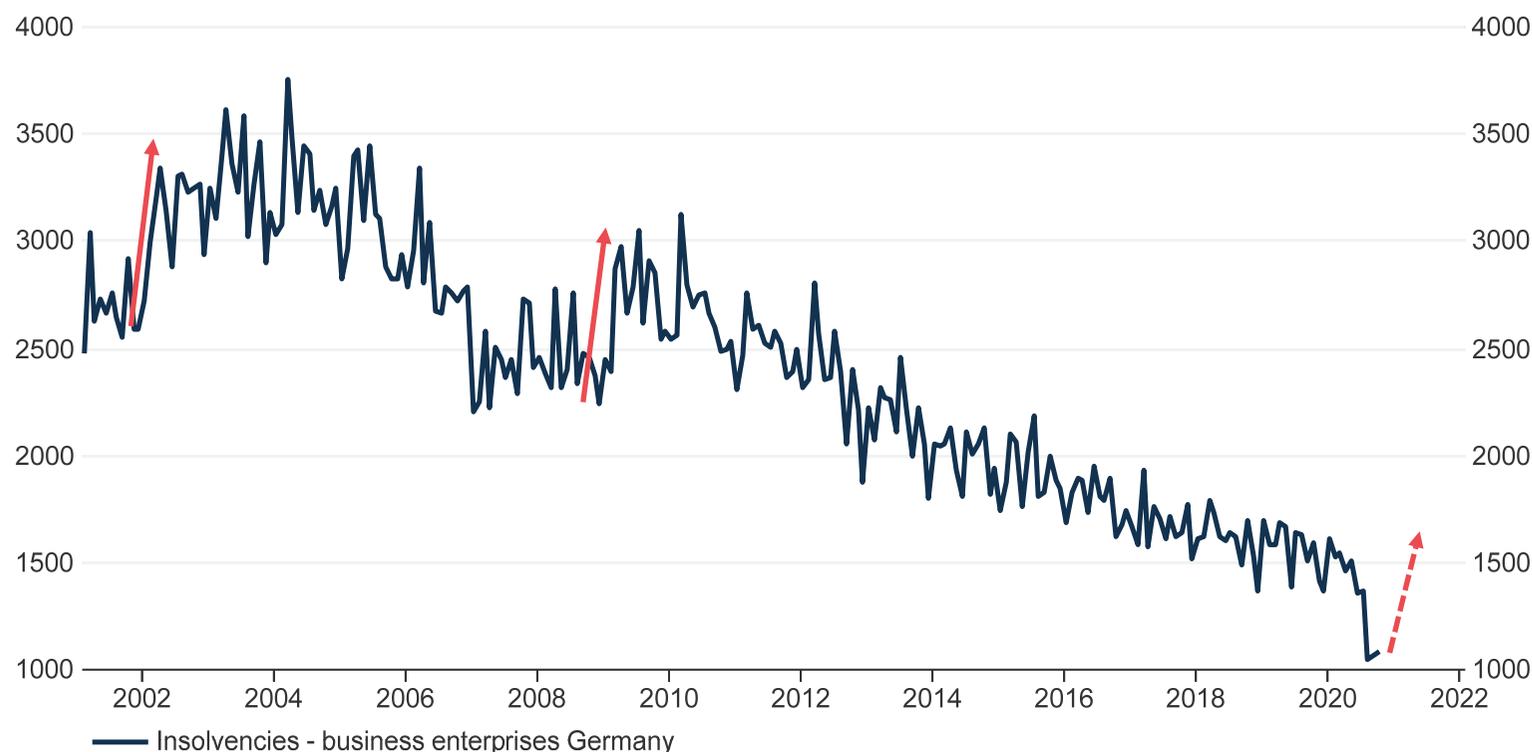
- Die Risiko-Assets erholten sich schnell von der kurzzeitigen Schwächephase in der zweiten Januar-Hälfte.
- Die Risikospreads der Corporate Bonds haben sich seit Jahresanfang eingengt (v.a. im High-Yield-Segment), was zu einer deutlichen Outperformance ggü. dem negativen Total Return bei Staatsanleihen führte.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Anstieg der rekordniedrigen Insolvenzen zu erwarten

Unternehmensinsolvenzen Deutschland

Monatliche Anzahl



- Laut Creditreform-Schätzung gingen die Insolvenzen von Unternehmen in Deutschland 2020 um 13,4% zurück (auf ca. 16.300 Insolvenzen).
- Seit Oktober 2020 gilt wieder die zwischenzeitlich ausgesetzte Pflicht, bei Zahlungsunfähigkeit Insolvenz zu beantragen. Nur für überschuldete Unternehmen gilt die Lockerung des Insolvenzrechts bis Ende April 2021 weiter.
- Vom aktuellen extrem niedrigen Niveau aus ist zu erwarten, dass 2021 die Anzahl der Insolvenzen deutlich steigt. Je länger der Lockdown dauert, desto höher die Insolvenzgefahr und die Notwendigkeit staatlicher Hilfen.

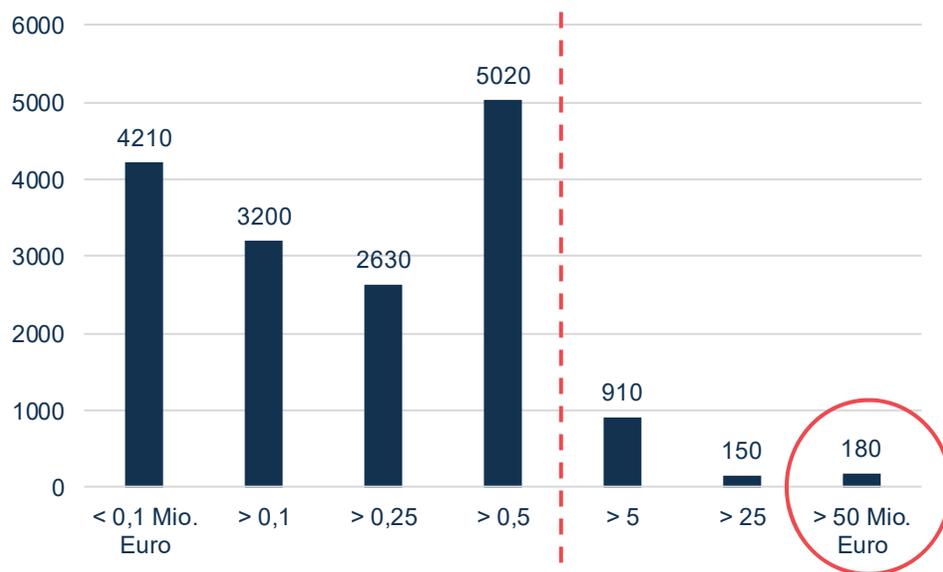


Droht 2021 eine Insolvenzwelle bei den Unternehmen? Ja, aber... Angesichts des sehr niedrigen Niveaus ist ein Insolvenzanstieg im Jahr 2021 – insbesondere bei kleineren Unternehmen aus den besonders betroffenen Sektoren wie Gastronomie, Einzelhandel und Touristik – sehr plausibel. Allerdings wird der Effekt durch die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen wie das verlängerte Kurzarbeitergeld und die Überbrückungskredite abgemildert. Eine breite Schuldenkrise im Unternehmenssektor erwarten wir nicht.

Quelle: Refinitiv (aktuellste vorliegende Daten im Chart bis zum 15.10.2020), LBBW Research

Großteil der Insolvenzen bei kleinen Unternehmen, 2020 Anstieg bei größeren Unternehmen

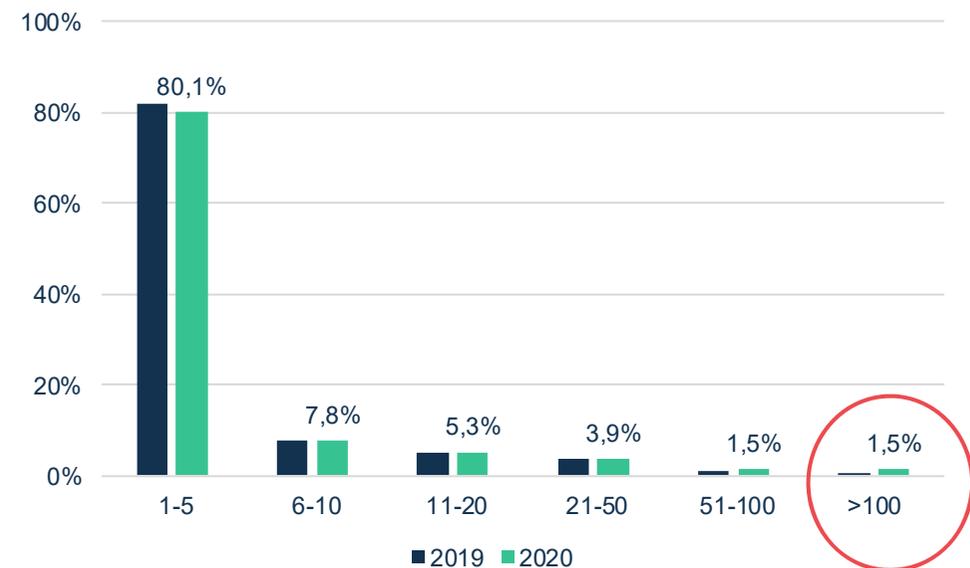
Insolvenzen nach Umsätzen in Mio. Euro Anzahl der Insolvenzen in Deutschland 2020



- Nach Schätzungen von Creditreform für 2020 betraf der Großteil der Insolvenzen in Deutschland kleinere Unternehmen mit einem Jahresumsatz bis 5 Mio. Euro (ca. 15.000 Unternehmen; Anteil von 92% an den Insolvenzen). Gegenüber 2019 sank die Anzahl der Insolvenzen aus dieser Umsatzgruppe um ca. 16%.
- Dagegen erhöhten sich Insolvenzen bei Umsätzen ab 5 Mio. Euro um ca. 35% auf ca. 1.250 (Anteil 7,6%; 2019: 4,9%). Bei Umsätzen über 50 Mio. Euro verdoppelte sich die Anzahl ggü. dem Vorjahr sogar auf 180 (Anteil 1,1%; u.a. Karstadt, Vapiano, Wirecard).

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Mitarbeiter bei Unternehmensinsolvenzen Anteil der Größenklassen in % (nach Anzahl MA)

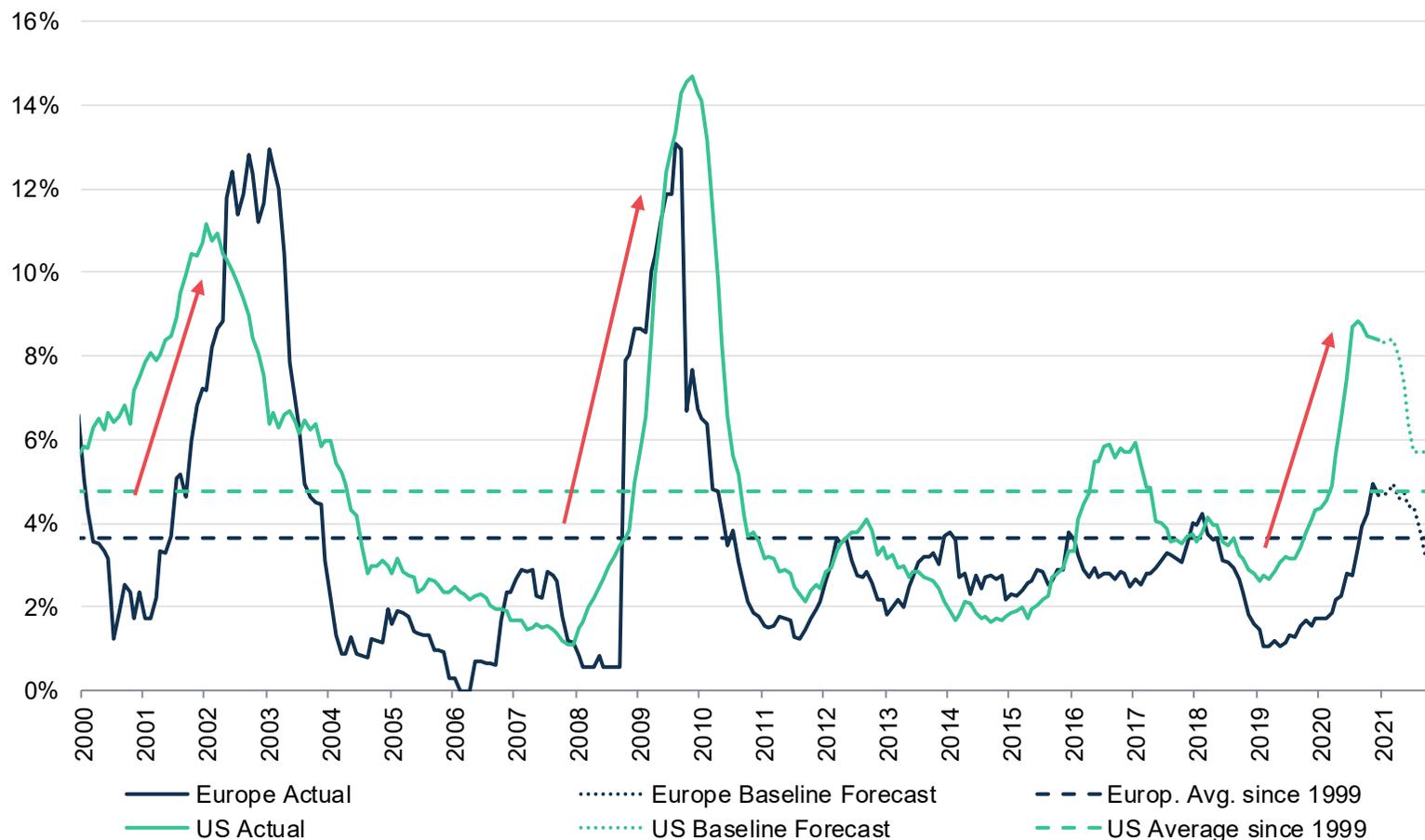


- Der Großteil der insolventen Unternehmen beschäftigte nur relativ wenige Mitarbeiter. Bei 80% der Insolvenzen lag die Anzahl der Beschäftigten bei einer bis fünf Personen. Bei 13% der Insolvenzen kam die Beschäftigtenanzahl auf 6-20 Personen.
- Auf Unternehmen mit über 100 Mitarbeitern entfiel im Jahr 2020 ein Anteil von ca. 1,5% (2019: 0,8%).
- Der Anteil der Unternehmensinsolvenzen mit einer größeren Anzahl an Mitarbeitern ist zwar leicht gestiegen, aber die größte Gefahr für Insolvenzen in Deutschland besteht weiterhin für kleinere und mittlere Unternehmen.

Hoch bei Ausfallraten im März 2021?

Ausfallraten HY-Corporates

Europa und USA; jeweils für vergangene zwölf Monate (inkl. Moody's Forecast)

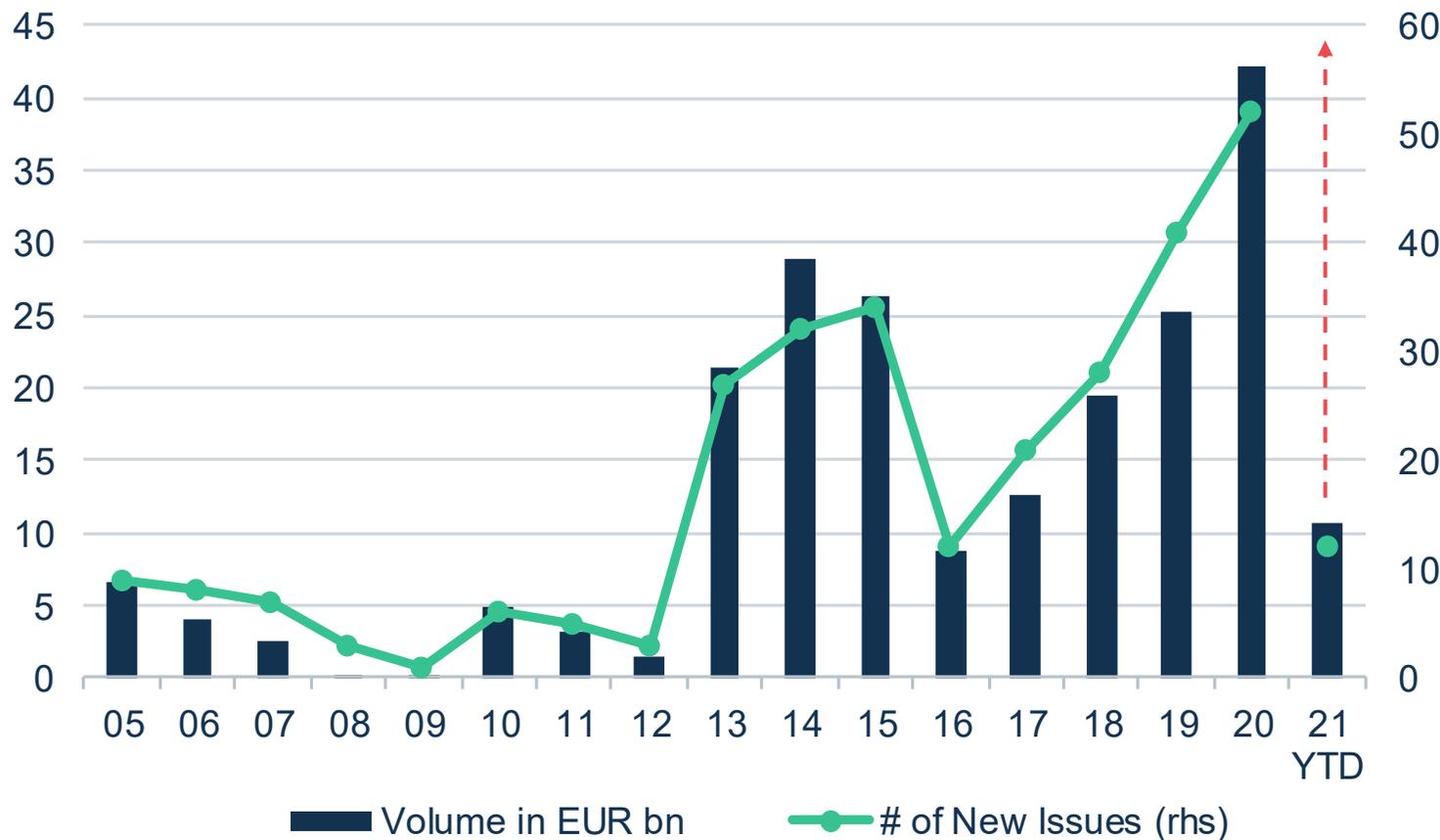


Quelle: Moody's®, LBBW Research, Stand 02/2021

- Aufgrund niedriger Vorjahreswerte ist allein basisbedingt bis März 2021 noch mit einem Anstieg der 12-Monats-Ausfallraten für Europa zu rechnen. Danach dürften sich die Ausfallraten verbessern, aber u. E. noch über dem langjährigen Durchschnitt bleiben.
- Während Moody's im Mai 2020 den Hochpunkt der Ausfallraten für die USA noch auf 13,5% schätzte und für Europa auf 8%, geht Moody's aktuell für den März 2021 nur noch von 8,4% für die USA und 4,9% für Europa aus.
- Europa dürfte sich weiterhin deutlich besser entwickeln als die USA. Vorteile gegenüber US-Firmen sind eine konservativere Finanzpolitik und ein niedrigeres Zinsniveau. Hinzu kommen die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen.

Corporate-Hybridbonds sehr beliebt

Hybrid-Neuemissionen von Unternehmen EUR-denominiert, Volumen in Mrd. Euro und Anzahl



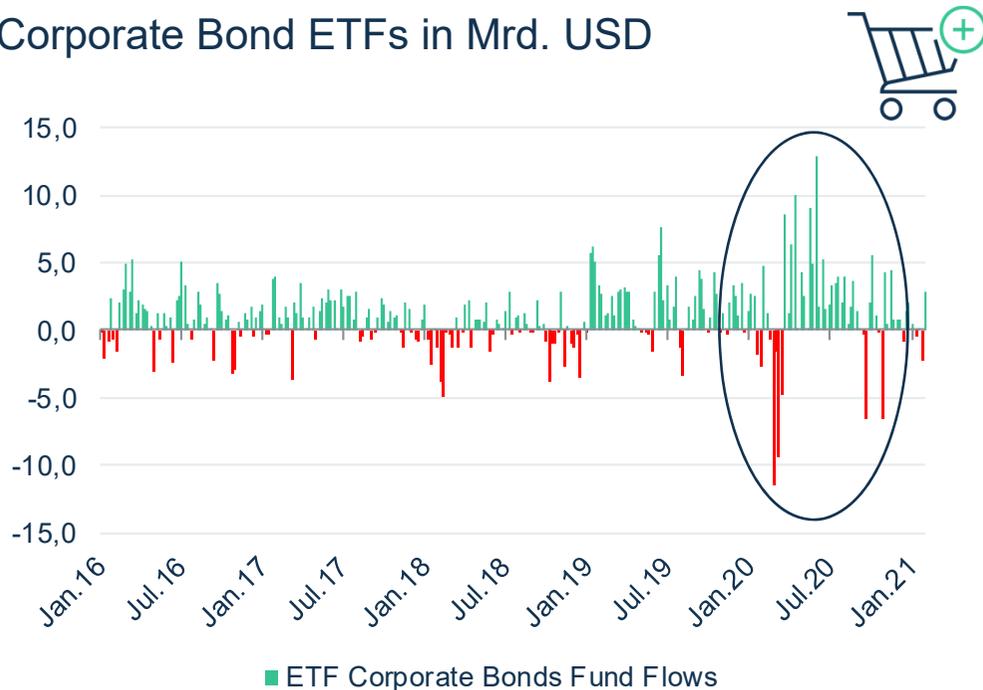
- Beim Neuemissionsvolumen von Corporate-Hybridbonds gab es 2020 einen großen Sprung: von 25,2 Mrd. Euro im Vorjahr auf das neue Rekordvolumen von 42,1 Mrd. Euro.
- Der Anteil der Hybridanleihen am Neuemissionsvolumen der Corporates stieg auf einen sehr hohen Anteil von 8,4% (2019: 5,7%).
- Das starke Interesse der Unternehmen an Hybridanleihen ist darauf zurückzuführen, dass durch die teilweise Anrechnung der nachrangigen Hybridbonds als Eigenkapital die EK-Quote und die Ratings gestärkt werden können.
- Starker Jahresstart auch 2021: Bis Anfang Februar wurden bereits 12 neue Hybride über insgesamt 10,7 Mrd. Euro begeben.

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

Fund Flows stabilisieren sich nach holprigem Jahresstart

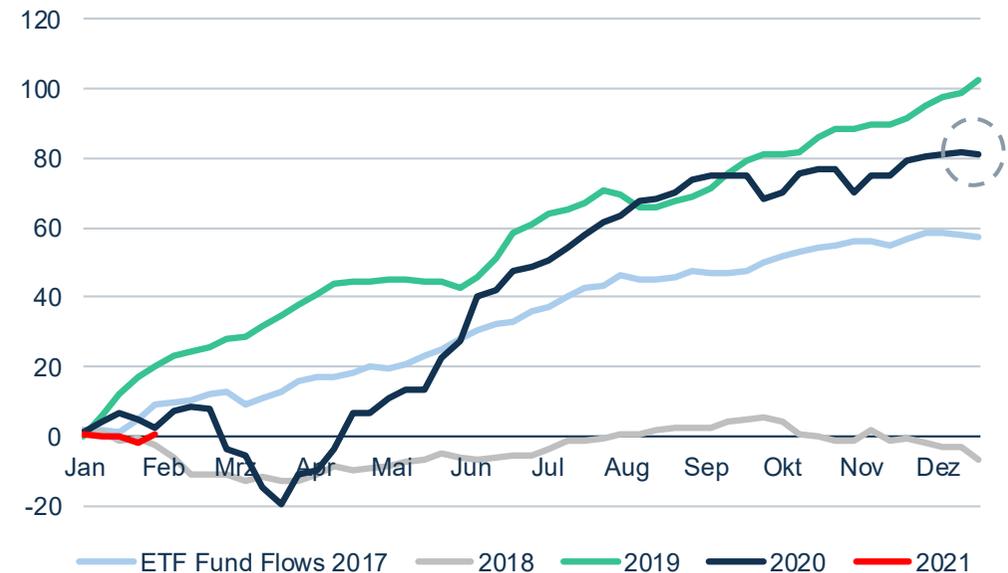
Wöchentliche Fund Flows

Corporate Bond ETFs in Mrd. USD



Kumulierte Fund Flows pro Jahr

Corporate Bond ETFs in Mrd. USD



- Die Corona-Krise führte zu extrem hoher Volatilität bei den Mittelflüssen in Unternehmensanleihen. Im Februar/März 2020 mussten globale ETFs für Corporate Bonds ein Rekordvolumen an Abflüssen verkraften, was dann in nur vier Wochen durch Rekord-Zuflüsse wieder aufgeholt wurde. Bis Mitte September 2020 folgten jede Woche Netto-Zuflüsse.
- Nach Abflüssen zu Jahresbeginn 2021 verbuchte die Assetklasse zuletzt wieder deutliche Zuflüsse.

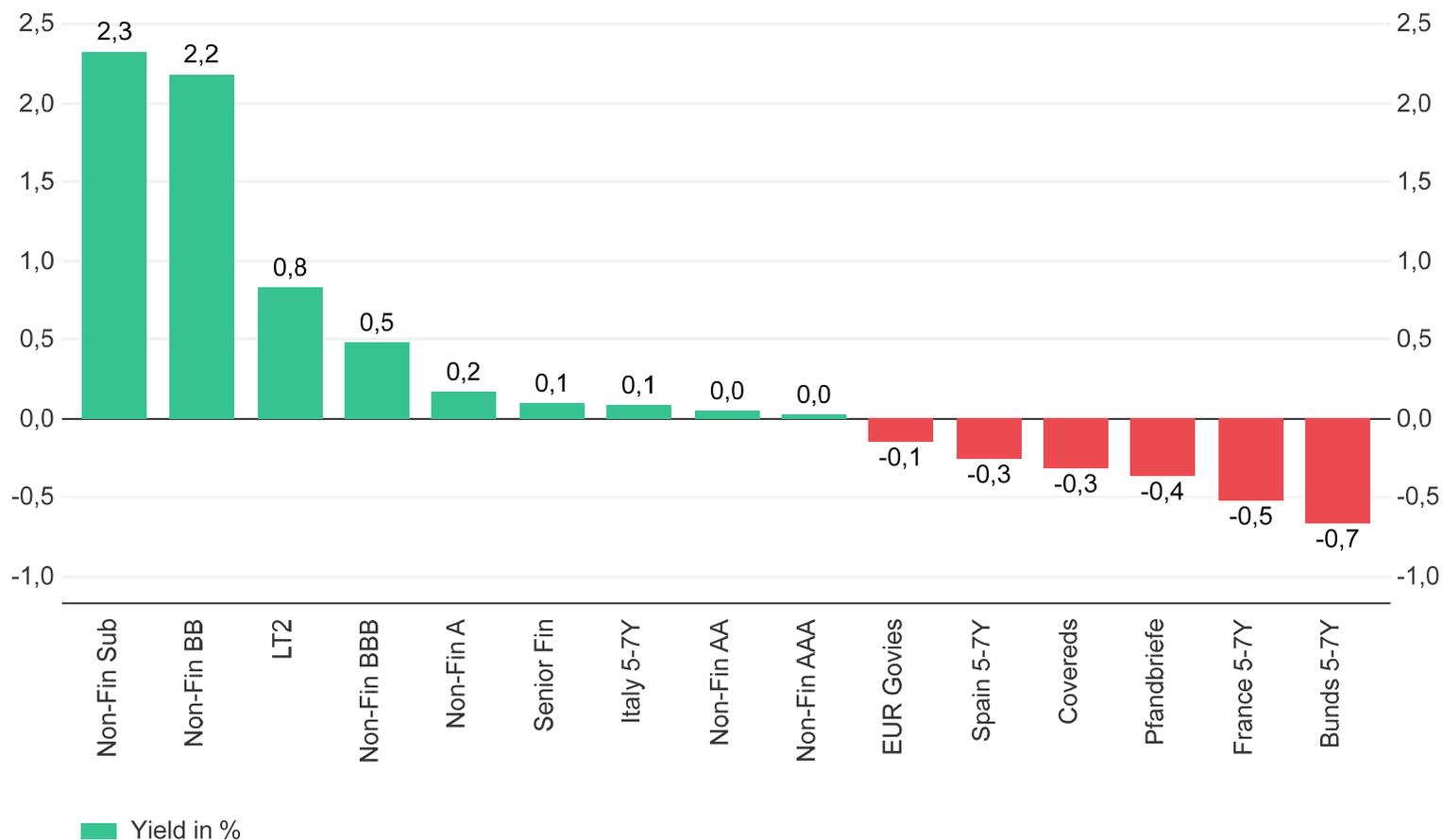
- Im Gesamtjahr 2020 haben die Investoren ein überdurchschnittlich hohes Volumen in Corporate Bonds gesteckt und konnten sich dem Volumen des Rekordjahres 2019 annähern. Für 2021 rechnen wir weiterhin mit hohen Zuflüssen in Corporate Bonds.
- Die ETF Fund Flows dienen nur exemplarisch als Indikation für die gesamten Zuflüsse in die Assetklasse Corporate Bonds. Hinzu kommen Direktkäufe von Corporate Bonds durch Großinvestoren wie z.B. Versicherungen, Banken, Pensionskassen, Fonds, diverse Assetmanager sowie die EZB und andere Notenbanken weltweit, die insgesamt ein deutlich höheres Volumen aufweisen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Mangel an Alternativen bleibt wesentliches Argument

Aktuelle Renditen verschiedener Fixed-Income-Klassen

Jährliche Rendite in Prozent



- Die Suche nach Rendite stellt im Fixed-Income-Bereich weiterhin eine große Herausforderung dar.
- Mehr und mehr Anlageformen liegen im negativen Renditebereich. Selbst für 5-7-jährige italienische Staatsanleihen erhält man im Moment nur eine „schwarze Null“.
- Die Renditen in den Credit-Segment bewegen sich zwar auch auf historisch niedrigem Niveau. Gemessen an den Alternativen stellen sie unser Erachtens aber das kleinere Übel dar.
- Ohne ein gewisses Maß an Risiko dürfte es 2021 schwer werden, einen positiven Total Return zu erzielen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Aktien



- US-Q4-Gewinn bereits um 52% höher als im Gewinntief in Q2 – Analysten unterschätzen Ergebnisse systematisch.
- US-Blue-Chips trotzten der Krise am besten – wenn die Gewinne wieder steigen kontrahieren in aller Regel jedoch die KGVs.
- Als Reflex ihrer Fehleinschätzung 2020 könnten die Analysten 2021 nun jedoch zu stark mit der rosaroten Brille sehen.
- US-Aktienmarkt hat sich weit von seiner Gewinnentwicklung gelöst – dies lässt sich über die Überschussliquidität sowie dem TINA-Argument jedoch erklären – beide Argumente sind jedoch schon zu einem Großteil eingepreist.
- Das typische 1er-Jahr: Einem starkem Start folgt eine ausgeprägte Sommerflaute mit nachfolgender markanter Erholung in der zweiten Jahreshälfte.

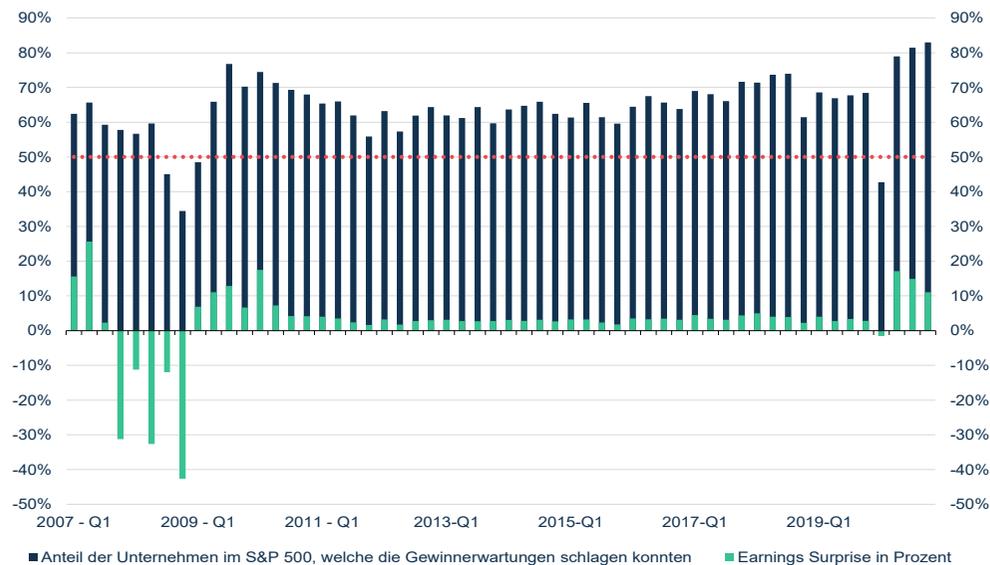
Uwe Streich
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

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

US-Q4-Gewinn bereits um 52% höher als im Gewinn Tief in Q2 – Analysten unterschätzen Ergebnisse systematisch in Q2 – Analysten unterschätzen Ergebnisse systematisch

S&P 500-Berichtssaison: Surprise

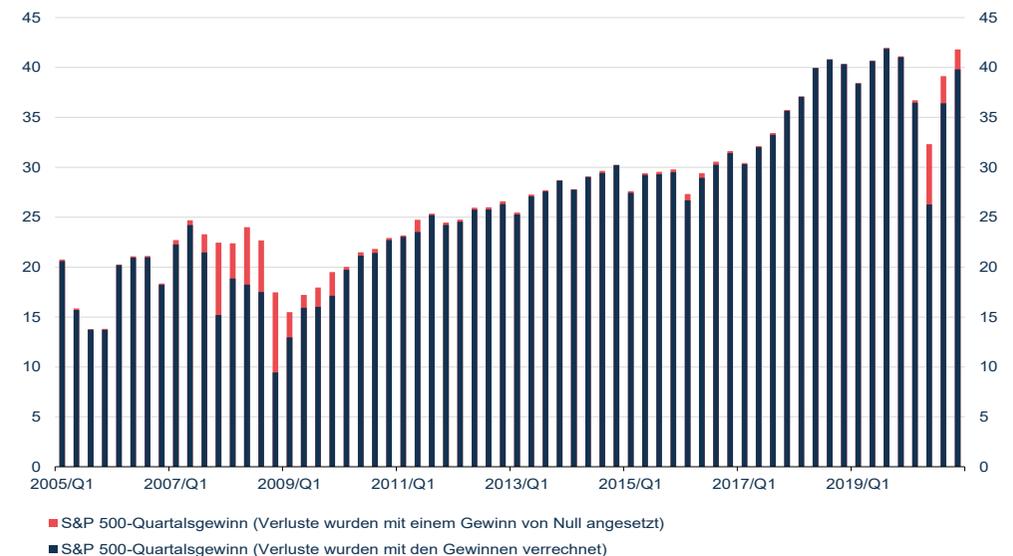
Ausmaß bzw. Breite in %



- Je länger die US-Berichtssaison zum 4. Quartal 2020 dauert, desto deutlicher wird, dass die Analysten die Stärke der US-Blue-Chips in der Krise systematisch und zudem noch massiv unterschätzten.
- Im Gewinn Tief in Q2 war der Indexgewinn bereits um 17% höher als von ihnen erwartet ausgefallen, in Q3 waren es noch 15% und in Q4 werden es um die 11% sein. „Normal“ wäre eher, dass die berichteten Gewinne nur so um die 3% über den Erwartungen liegen.
- Außergewöhnlich ist zudem, dass der Anteil der Unternehmen, welche besser als erwartet berichteten inzwischen bei mehr als 83% liegt. Hier sind eher Werte um die 65% typisch.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

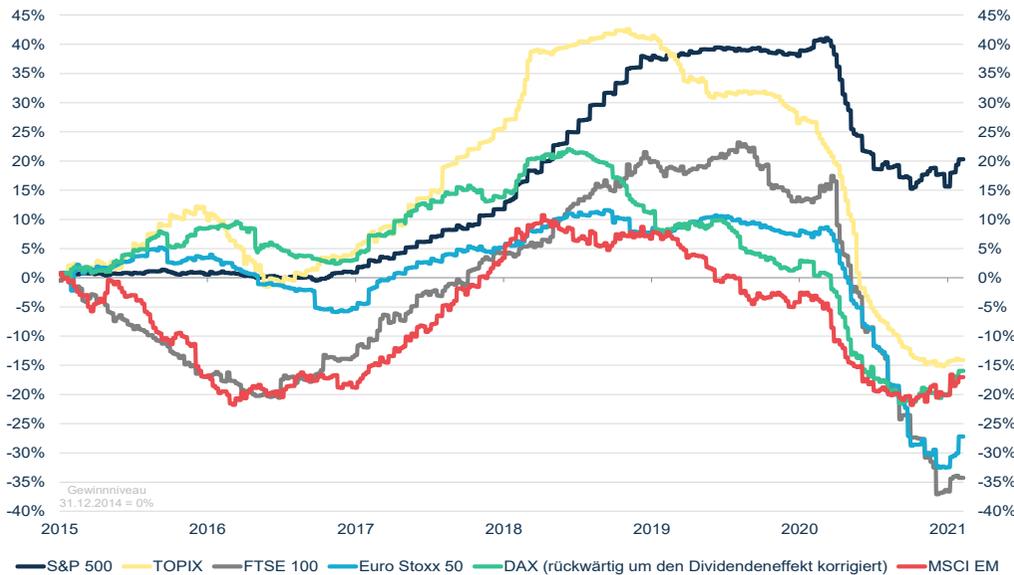
S&P 500: Entwicklung der Quartalsgewinne in Gewinnpunkten



- Das Gewinnniveau in Q4 lag dadurch bereits wieder um 52% (!) oberhalb seines in Q2 erreichten Corona-bedingten Tiefs.
- Dabei ist zusätzlich positiv zu vermerken, dass es die schwächeren unter den Mitgliedern des S&P 500 im Verlauf der Krise mittels Anpassung ihrer Kosten mehr und mehr schafften, Verluste (roter Balkenanteil) zu vermeiden.
- Dies ist im Verlauf einer Krise alles andere als selbstverständlich, wie das Beispiel der Finanzkrise zeigt. Damals schaukelten sich die Verluste nämlich sukzessive auf und erreichten erst nach mehreren Quartalen ihren unrühmlichen Höhepunkt.

US-Blue-Chips trotzten der Krise am besten – wenn die Gewinne wieder steigen, kontrahieren in aller Regel die KGVs

International: 12-Monats-Trailing-Gewinne
indexiert in %: Ultimo 2014 = 0%



- Die Gewinne der US-Blue-Chips zeigten sich in der Krise weit am stabilsten. Dies war nicht zuletzt Reflex der größeren Zurückhaltung in den USA in Bezug auf Lockdown-Beschlüsse, aber auch Ausfluss des weit überdurchschnittlichen Anteils an Tech-Unternehmen, welche in der Krise von Home-Office-, Online-Konferenzen, Online-Schooling, Online-Handel etc. profitierten.
- Für 2021 steht nun jedoch die Verdopplung des Mindestlohns an, welche jedoch primär nur einige Service-Bereiche wie das Gastgewerbe treffen dürften, während die Biden'sche Steuererhöhungen wohl erstmal auf die lange Bank geschoben wurden.

Quelle: Refinitiv, I/B/E/S, LBBW Research

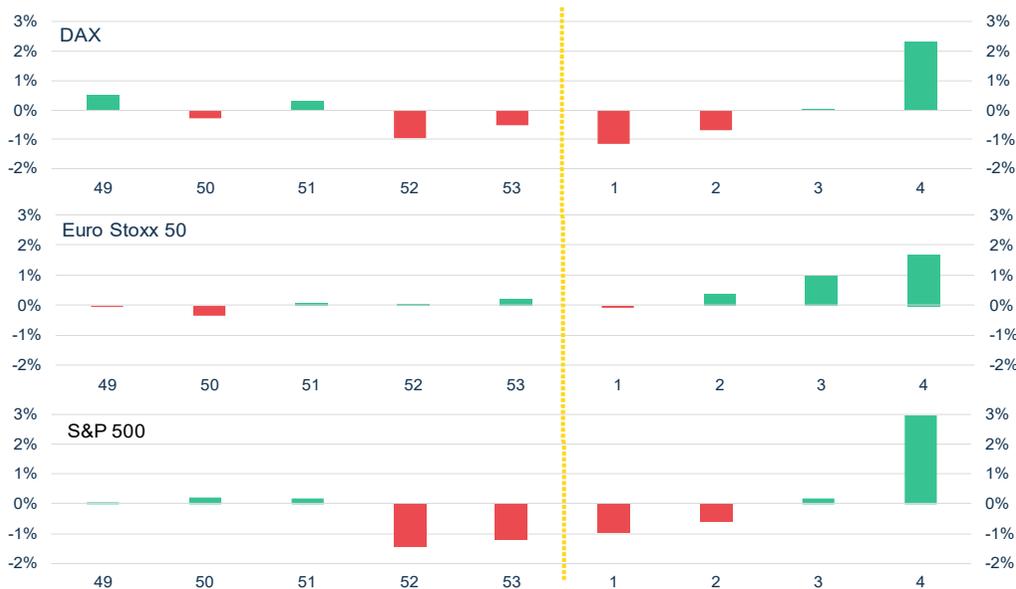
International: 12-Monats-Forward-KGVs
in Indexpunkten



- Obwohl der 12M-Fwd.-Gewinn des S&P 500 um nochmals fast 23% höher liegt als sein Trailing-Gewinn, führte der fulminante Kursanstieg dazu, dass das Forward-KGV mit knapp 23 weit über seinem Vorkrisenniveau und zudem auch markant oberhalb der Niveaus der weiteren von uns beobachteten Indizes (zwischen 14 und 18) liegt.
- Im Umfeld der Dotcom- sowie der Finanzkrise folgte den zunächst einbrechenden Bewertungen jeweils ein zweite Welle, in welcher die KGVs getrieben von der Hoffnung auf wieder bessere Zeiten explodierten. Als die Gewinne dann wieder stiegen, legten die Kurse bestenfalls noch unterdurchschnittlich zu, weshalb die KGVs im Rahmen einer dritten Welle wieder etwas kontrahierten.

Als Reflex ihrer Fehleinschätzung 2020 könnten die Analysten 2021 nun jedoch zu stark mit der rosaroten Brille sehen

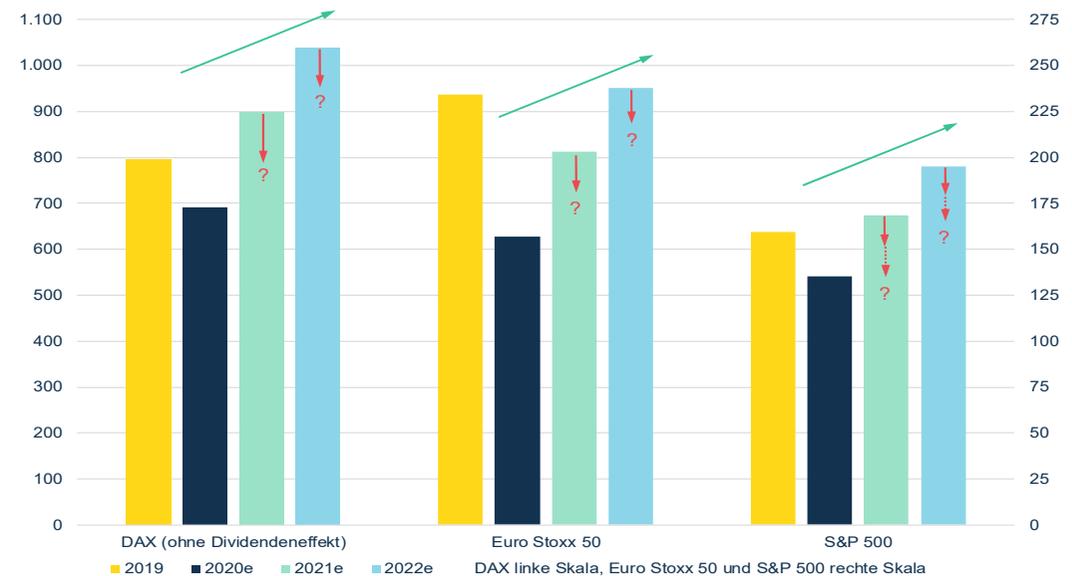
International: Gewinnprognosen für 2021 indexiert in %: Ultimo 2020 = 0%



- Die fortdauernde Unterschätzung der Gewinne in 2020, sowie die Annahme, dass 2021 wieder „alles gut“ wird, scheint bei den Analysten nun jedoch zu einem Paradigmenwechsel geführt zu haben.
- Hielten sie ihre 2021er-Gewinnschätzungen gegen Ende des vergangenen Jahres bestenfalls konstant, revidierten sie jene seit Jahresbeginn nun im Wochentakt immer weiter nach oben. Die Furcht, die Ertragskraft der Unternehmen auch 2021 systematisch zu unterschätzen, könnte daher nun dazu geführt haben, das sie für 2021 alles „rosa“ sehen (wollen) und mögliche Risiken daher negieren oder zumindest gering gewichten.

Quelle: Refinitiv, I/B/E/S, LBBW Research

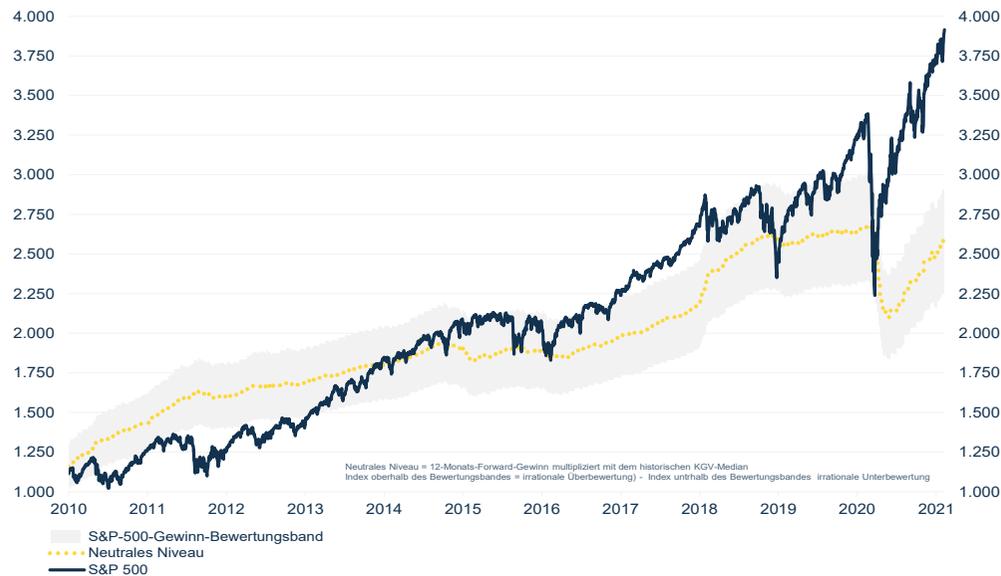
International: Gewinne/Prognosen 2019-2022 in Indexpunkten



- Die Gewinnschätzungen für 2021 liegen für den S&P 500 sowie den DAX jedenfalls um 6% respektive 13% über dem Vorkrisenniveau 2019. Für den Euro Stoxx 50 liegen die Erwartungen für zwar unter dem 2019 realisierten Gewinnniveau. Zu einem Gutteil liegt dies jedoch an den 6 Mitgliedern, welche 2020 ausgetauscht wurden. Weil jene recht hoch bewertet sind, sank im Gegenzug der Indexgewinn.
- Wir gehen zwar davon aus, dass das Gewinnniveau 2021 und 2022 in der Tendenz steigen wird, halten es jedoch für wahrscheinlich, dass die derzeitigen 21er-Erwartungen angesichts der nach wie vor bestehenden Corona-Beschränkungen zu optimistisch sind.

US-Aktienmarkt hat sich weit von seiner Gewinnentwicklung gelöst – dies lässt sich über die Überschussliquidität ...

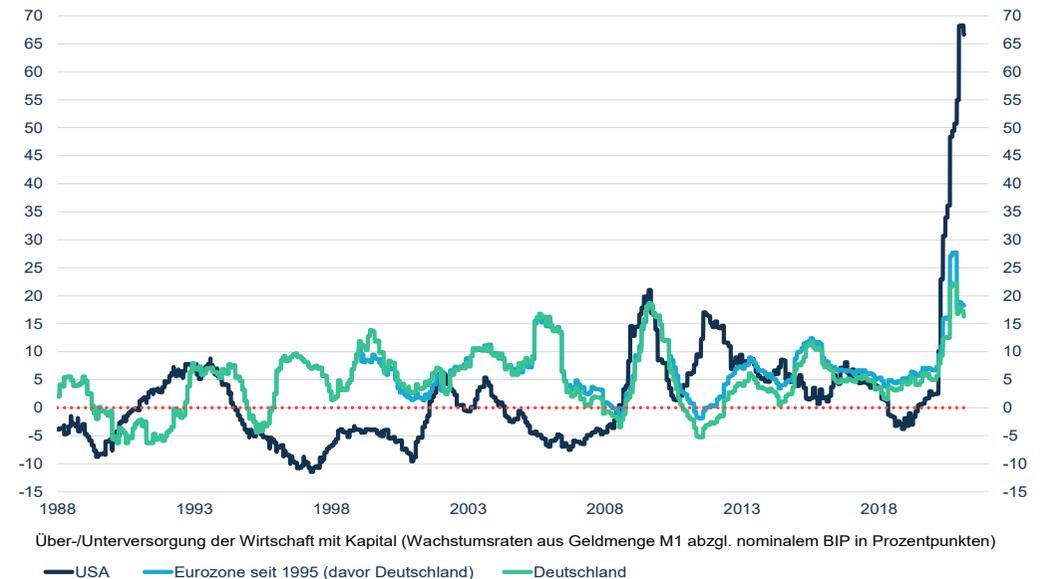
„Gewinn-S&P 500“ in Indexpunkten



- Mit seinem Fwd.-KGV von knapp 23 hat sich der S&P 500 weit von seinen typischen Gewinn-Bewertungsmustern entfernt. Historisch bewegte sich der Index nämlich zumeist in einer KGV-Range um das neutrale KGV von 15 (zwischen 13 und 17).
- Dass das KGV-Niveau inzwischen weit höher als früher ausfällt, ist im wesentlichen zwei Aspekten geschuldet, erstens dem TINA-Argument (there is no alternative) – hierzu mehr auf der folgenden Folie – sowie der mit den Corona-Hilfspaketen entstandenen immensen Überschussliquidität. Letztere fällt in den USA zudem weit höher aus als in Europa.

Quelle: Refinitiv, I/B/E/S, LBBW Research

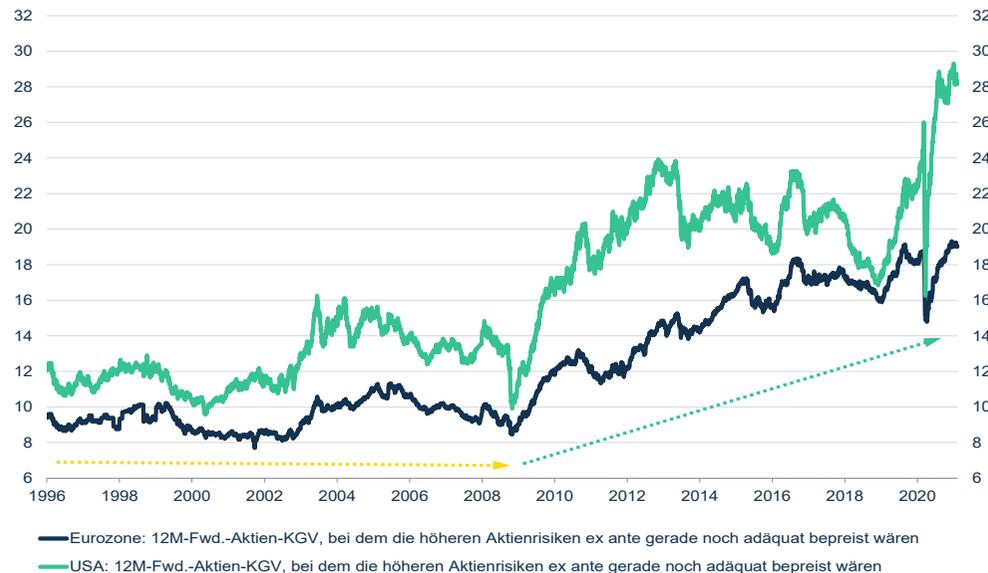
International: Überschussliquidität in Prozentpunkten



- Weil das überschüssige Kapital nach Anlage sucht, verschob sich die Nachfrage/Angebots-Relation massiv. Ein Überschuss in Höhe von x Prozentpunkten stünde daher reziprok hierzu für ein ebenfalls um x% höheres Bewertungsniveau. Eine Unterversorgung der Wirtschaft mit Kapital würde die KGVs somit entsprechend drücken. Der aktuelle Überschuss von mehr als 65 Prozentpunkten ließe daher theoretisch eine KGV-Range zwischen 22 und sogar 28 zu.
- Weil die Dynamik der Geldschöpfung zunächst zwar nochmals steigen, auf Sicht jedoch sinken dürfte und die Wirtschaft bei verbesserter Konjunktur einen wieder höheren Kapitalbedarf hat, dürfte der Überschuss mittelfristig wieder geringer ausfallen.

... sowie dem TINA-Argument jedoch erklären – beide Argumente sind jedoch schon zu einem Großteil eingepreist

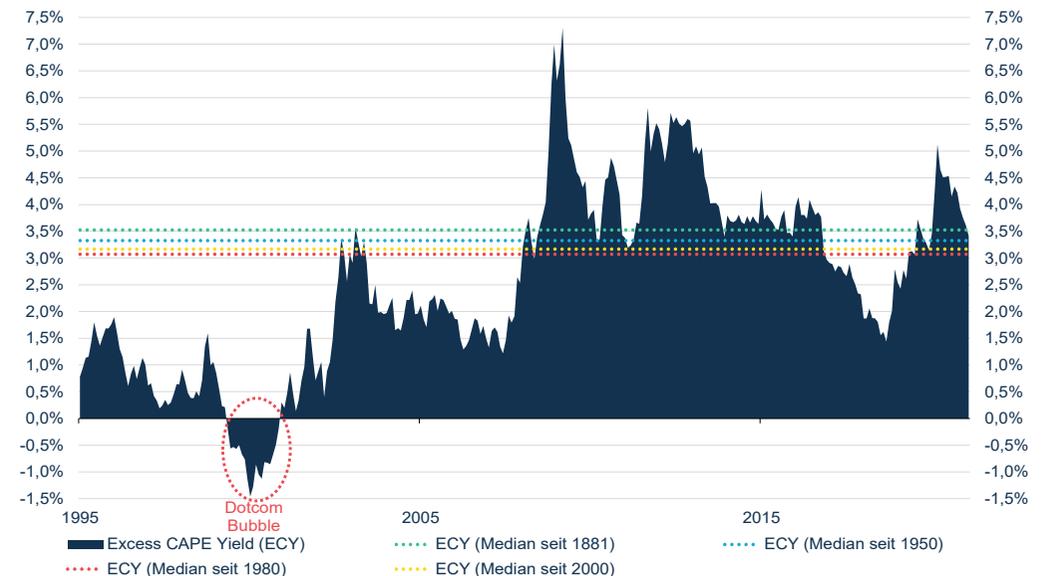
Aktien-Grenz-KGVs ggü. Corporates Multiple



- Die weit erhöhten KGVs sind zudem Ausfluss der seit der Finanzkrise markant gesunkenen Renditen. Obwohl höhere Aktien-KGVs niedrigere Gewinnrenditen zur Folge haben, liegen jene markant über den derzeitigen Renditen von Corporates. Weil Aktien ein höheres Marktrisiko aufweisen, ist dies als Risikoäquivalent jedoch auch nötig.
- Sowohl für Europa als auch für die USA gilt jedoch, dass das höhere Aktienrisiko ex ante derzeit sogar noch überdurchschnittlich bezahlt wird. Erst bei KGVs von 19 (Europa) bzw. 28 (USA) würde der Aufschlag zu Gunsten der Aktien nur noch dem historischen Median entsprechen.

Quelle: Refinitiv, Robert J. Shiller, S&P, LBBW Research

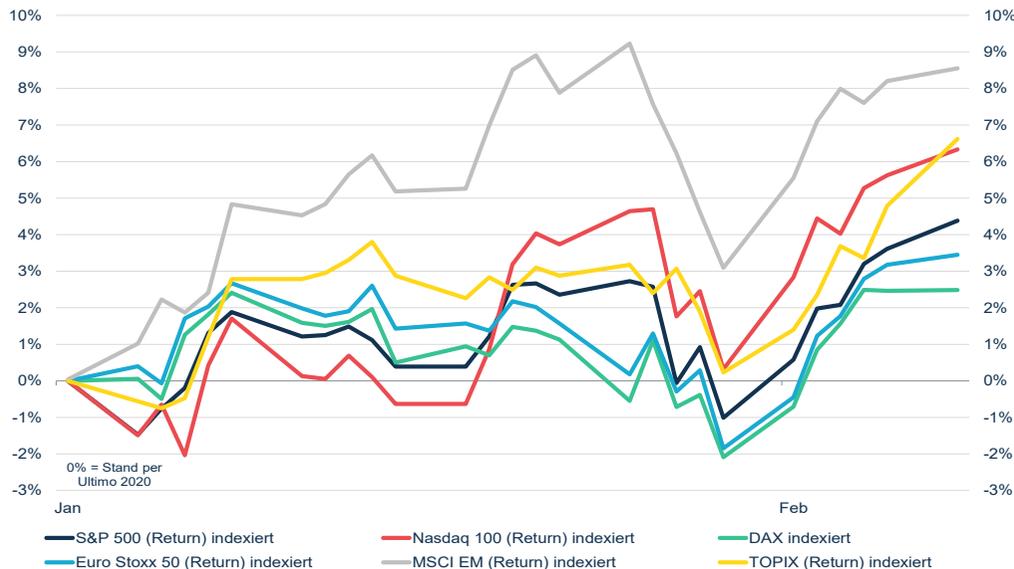
Excess CAPE Yield nach Robert J. Shiller in Prozent



- Der Vergleich von Aktien mit Corporates profitiert allerdings insbesondere in den USA davon, dass deren Rendite aufgrund von Spreadeinengungen weitgehend konstant blieb. Würde man stattdessen die relative Attraktivität von Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen betrachten, sähe das Bild anders aus: Schließlich stieg die Rendite 10jähriger Treasuries bereits auf das 2,3-fache des Tiefwertes vom August 2020 an.
- Anhand der von Wirtschaftsnobelpreisträger Robert J. Shiller entwickelten Kennzahl ECY, welche die relative Attraktivität von Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen misst, erkennt man, dass der Vorteil zu Gunsten der Aktien daher nur noch durchschnittlich ausfällt.

Das typische 1er-Jahr: Starkem Start folgt ausgeprägte Sommerflaute mit markanter Erholung in der zweiten Jahreshälfte

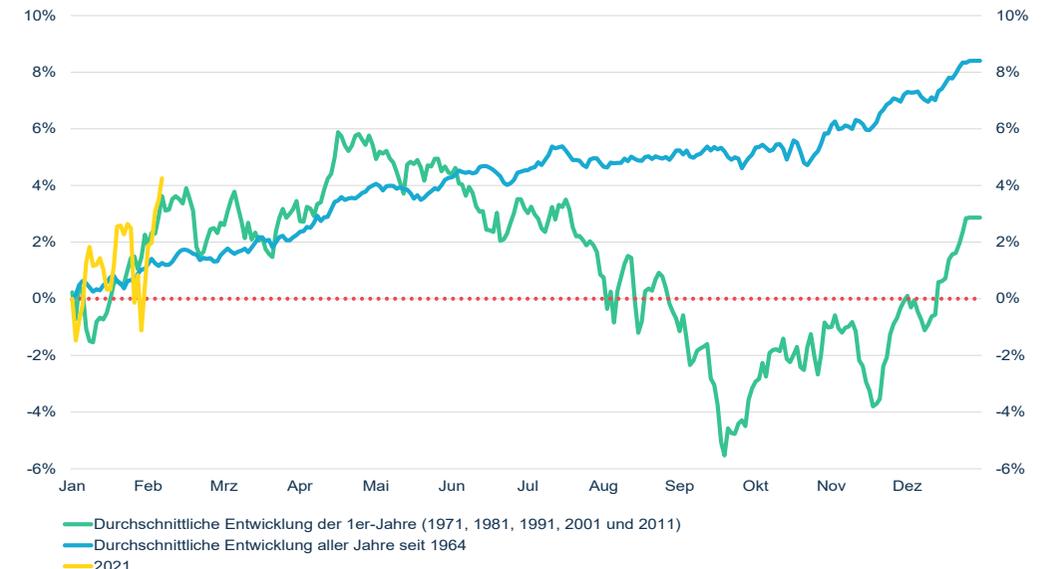
International: Performance seit Ultimo 2020 in Prozent



- Die Märkte bewiesen Stärke und ließen sich durch den, von Schwarmanlegern ausgelösten temporären Druck und dem hiermit verbundenen Volatilitätsspike nicht nachhaltig beirren. Einige In-Indizes gerieten zu diesem Zeitpunkt YTD zwar ins Minus, drehten allerdings sofort wieder ins Plus.
- Trotzdem halten wir es für durchaus denkbar, dass der Verlauf 2021 der typischen – unterdurchschnittlichen – Entwicklung der 1er-Jahre einer Dekade entsprechen könnte. Jene fangen in aller Regel zwar gut an, der Schwung bricht dann jedoch frühzeitig ab. Gegen Ende des Jahres fangen sich die Kurse dann jedoch wieder.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

S&P 500: 1er-Jahre vs. langjähriges Mittel in Prozent



- Dies könnte von einem Cocktail an Gründen ausgelöst werden, z.B.:
 - Hinsichtlich dem Ende der Pandemie und der Rückkehr zur Normalität waren die Anleger zu optimistisch, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf Konjunktur und Gewinne.
 - Die Überschussliquidität bleibt zwar bestehen, sie entwickelt sich in der Tendenz jedoch zurück.
 - Es entstehen gewisse Inflationssorgen, weshalb das Zinsniveau weiter ansteigt, was das TINA-Argument etwas schwächt.
 - Eine Pleitewelle führt dazu, dass die Kreditinstitute die Refinanzierungsbedingungen drastisch verschärfen, was Liquiditätsengpässe bei ansonsten gesunden Unternehmen zur Folge haben könnte.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Prognosen und Asset Allokation

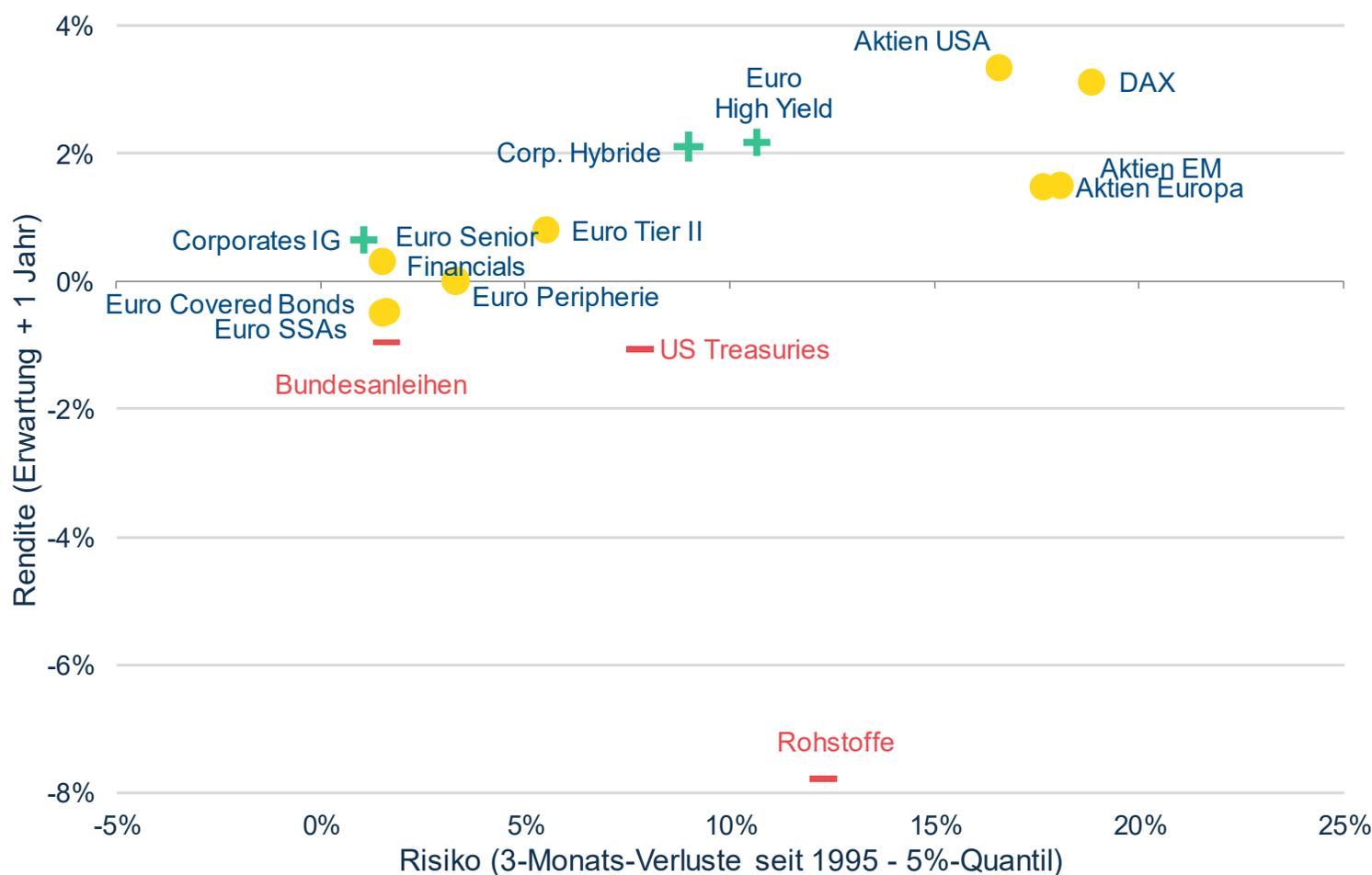


Rolf Schäffer, CIIA
 Gruppenleiter Strategy/Macro
 Tel: +49 711 127-76580
 rolf.schaeffer@LBBW.de

- Die Corona-Neuinfektionen fallen in großen Teilen der Welt. Die Verschärfung der Lockdown-Maßnahmen in den vergangenen Wochen und Monaten zeigt Wirkung. Auch Länder mit signifikanten Anteilen höchst ansteckenderer Mutanten weisen wieder deutlich rückläufige Inzidenzzahlen aus (z.B. UK, Irland) – das macht Hoffnung. Nach der Enttäuschung, dass es vor allem im ersten Quartal beim Impftempo sehr langsam vorwärts geht, dürfte das Impftempo im zweiten Quartal deutlich an Fahrt aufnehmen.
- Corona ist zwar weiterhin längst nicht besiegt, und der weitere Weg bleibt herausfordernd, aber eine Lockerungsperspektive wird zunehmend sichtbar. Österreich geht mit der Öffnung von Geschäften und Schulen hierbei voran und stellt u.E. dabei einen Testballon für Deutschland dar. Ob ein erneuter Lockdown verhindert werden kann, ist u.E. dabei keineswegs sicher.
- Die Märkte werten die aktuellen Entwicklungen klar positiv. Die Aktienkurse stehen auf oder nahe Rekordniveaus. Gestiegene Hoffnungen auf ein großes US-Fiskalpaket haben mit dazu beigetragen. Große Sprünge an den Märkten für Risikoassets erwarten wir dabei für die nächsten Wochen nicht. Zudem bleibt der Markt anfällig für Korrekturen, insbesondere für denjenigen Fall, dass sich die aktuellen Lockerungen der Corona-Maßnahmen als verfrüht herausstellen sollten. Es bleibt spannend.

Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit bleiben wir zwar auf mittlere bis längere Sicht weiter konstruktiv auf Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen, sehen jedoch insbesondere am Aktienmarkt Korrekturrisiken für die nächsten Wochen.

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
		+ 4-7 Jahre	0/- Bund	Multi Callables
		0 8-10 Jahre	0/- USD-Bonds	Inflations-Linker
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		
Aktien	Aktien 0/-	+ Chemie, Energie (Öl & Gas)	0/- Europa ex Deutschland	
		Technologie, Versicherer	0 Japan	
		Versorger	0/- Deutschland	
		- Bau, Handel, Medien	0/+ Schwellenbörsen	
		Reise & Verkehr	0/+ USA	
Währungen	Währungen (zu Euro) -	+ Währungen mit starkem Wirtschaftswachstum	+ Selektiv	
		- Wachstumsschwäche	0	
Rohstoffe	Rohstoffe 0/-	0 Edelmetalle	0 Gold	LBBW Rohstoffe 2
		0 Industriemetalle	- Silber	
		0/- Energie	0/- Brent	
Immobilien	Immobilien 0/+	+ Wohnen, Nahversorger, Logistik	+ Deutschland	
		0/- Büro		
		- "High Street" Einzelhandel		

Quelle: LBBW Research

Marktprognosen

Economy		2019	2020e	2021e
Germany	GDP	0.6	-5.3	3.0
	Inflation	1.4	0.5	1.9 +
Euro Area	GDP	1.2	-7.2	4.0
	Inflation	1.2	0.3	1.7 +
USA	GDP	2.3	-3.5	5.5 +
	Inflation	1.7	1.2	2.3 +
China	GDP	6.1	2.3	7.5
	Inflation	2.9	2.5	3.2
World	GDP	2.9	-3.6	5.7 +
	Inflation	3.4	2.5	3.3 +

Interest Rates		Spot	03/31/21	06/30/21	12/31/21
ECB deposit rate		-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10 Years		-0.48	-0.50	-0.40	-0.30
Fed Funds		0.25	0.25	0.25	0.25
Treasury 10 Years		1.16	1.10	1.25	1.20

Quelle: LBBW Research

09.02.2021 • Kapitalmarktkompass Februar 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Equity Markets		Spot	03/31/21	06/30/21	12/31/21
DAX		14 060	13 500	13 500	14 500
Euro Stoxx 50		3 666	3 350	3 350	3 650
Dow Jones		31 386	30 000	30 000	32 500
Nikkei		29 389	26 000	26 000	28 000

Currencies and Commodities		Spot	03/31/21	06/30/21	12/31/21
US-Dollar per Euro		1.20	1.21 -	1.21 -	1.23
Swiss Franc per Euro		1.08	1.09 -	1.10 -	1.12 -
Gold (USD/Troy Ounce)		1836	1900	1900	1800
Oil (Brent - USD/Barrel)		61	50	55	55

+ Angehoben
- Gesenkt

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

Prognosen

	31.03.2021	30.06.2021
Aktien		
DAX	13 500	13 500
Euro Stoxx	3 350	3 350
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,50
10 Jahre Bund	-0,50	-0,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Nach einem pandemiebedingten Einbruch der Wirtschaftsleistung allerorten im Jahr 2020 dürfte es 2021 eine Erholung geben. Das BIP wird in Deutschland um voraussichtlich 3% zulegen, im Euroraum um 4%, in den USA um 5,5% und in China um 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung wird nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen kräftig ausfallen. Die Vorkrisenniveaus werden indes im Euroraum nicht vor 2022 wieder erreicht werden, in den USA dagegen bereits Ende 2021.
- Die Inflationsraten ziehen 2021 deutlich an. Vor allem in Deutschland treiben die 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 1,9% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 1,7%.
- Die Risikoaversion an den Finanzmärkten nimmt zwar 2021 schrittweise ab. Staatsanleihen bleiben aber als sicherer Hafen gesucht.
- Die Unternehmensgewinne sind im ersten Halbjahr 2020 eingebrochen und zeigen nun eine, wenngleich stockende, Erholungstendenz. Die Bewertung von Risikoassets bleibt geprägt von hoher Unsicherheit und von Schwankungsanfälligkeit.

Szenarien Konjunktur u. Märkte: Optimistisches Szenario 15 % (zuvor 15%)

Prognosen

	31.03.2021	30.06.2021
Aktien		
DAX	15 750	18 500
Euro Stoxx	3 950	4 500
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,40
10 Jahre Bund	-0,25	0,00
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Entwicklungen

- Der Aufholprozess nach dem Ende vieler Corona-bedingter Einschränkungen ist schnell und kräftig. Eine beherzt-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt die Erholung. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ihr Übriges. Die erlittenen Einbußen werden 2021 aufgeholt.
- Die Corona-Impfkampagne kommt rascher als erwartet voran; das Leben normalisiert sich noch im ersten Halbjahr 2021 weitgehend.
- EZB und Fed behalten ihre sehr expansive Geldpolitik bei, bis die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie vollends überwunden sind.
- Die Gewinne der Unternehmen ziehen an. Eine Insolvenzwellen 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 ziehen angesichts wachsender Spekulation auf eine erfolgreiche Reflationierung an; das übergeordnete Niedrigzinsumfeld bleibt bei alledem erhalten. Die Aktienmärkte setzen ihren Aufwärtstrend dynamisch fort und klettern deutlich über die bisherigen Allzeithöchststände hinaus.

Szenarien Konjunktur und Märkte: Risikoszenario 20 % (zuvor 20%)

Prognosen

	31.03.2021	30.06.2021
Aktien		
DAX	12 500	11 000
Euro Stoxx	3 150	2 750
Zinsen		
3M Euribor	-0,65	-0,75
10 Jahre Bund	-0,90	-1,10
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

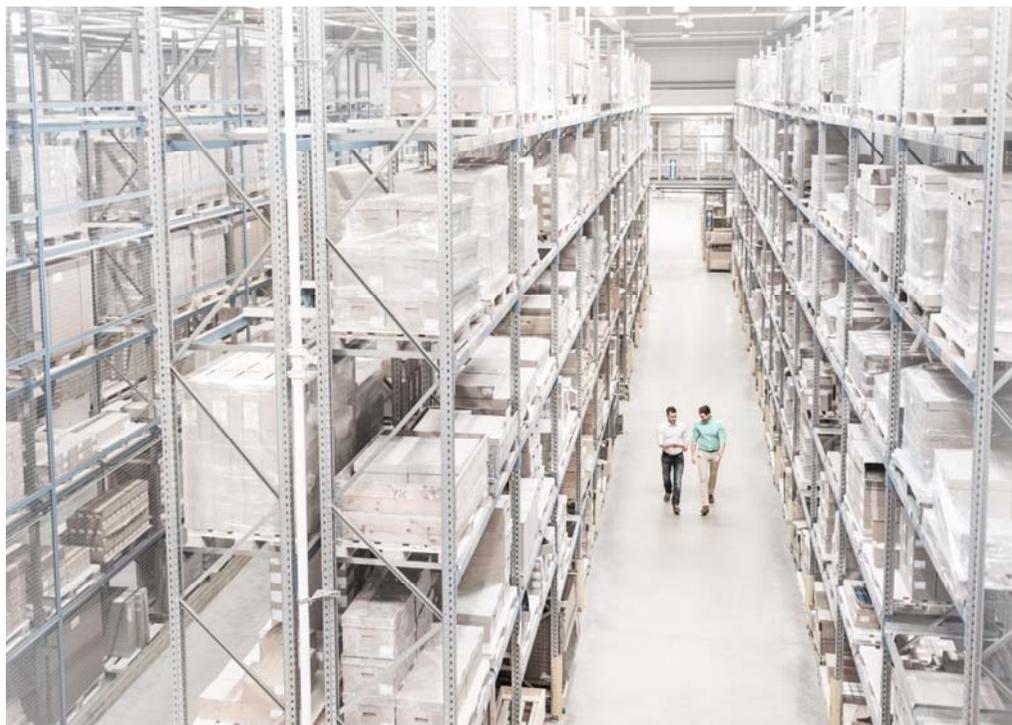
Entwicklungen

- Eine erneute starke Zunahme von Infektionen mit dem Corona-Virus führt in wichtigen Industrieländern zu neuen Lockdown-Maßnahmen, die so gravierend ausfallen, dass die Wirtschaftsleistung wieder sinkt und der konjunkturelle Aufholprozess zurückgeworfen wird. Die Impfkampagnen gegen das Coronavirus benötigen mehr Zeit als derzeit antizipiert, so dass die Einschränkungen länger aufrechterhalten werden als zunächst gedacht.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung stockt. Insbesondere im personennahen Dienstleistungssektor wird das Vorkrisenniveau absehbar nicht wieder 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: Inflationssprung zum Jahresauftakt	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 17
04	Makro	Seite 25
05	Zinsen	Seite 46
06	Credits	Seite 57
07	Aktien	Seite 67
08	Prognosen und Allokation	Seite 75
09	Anhang	Seite 83

Anhang



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

Devisenmärkte im Überblick – Hauptwährungen

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURUSD	1,20	1,21	1,23	<ul style="list-style-type: none"> Die Fortschritte in der EU-Integration stützen den Eurokurs. Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet. Der Renditevorteil von lang laufenden US-Anlagen ist gestiegen.
EURJPY	126	125	126	<ul style="list-style-type: none"> Der Wahlsieg Bidens und die weltweiten Impfkampagnen sollten die Risikoaversion zwar senken und japanisches Kapital wieder vermehrt ins Ausland locken. Der Zinsvorteil von USD- und EUR-Anlagen hat sich allerdings weitgehend abgebaut, so dass wir dennoch von einer Seitwärtsbewegung bei EURJPY ausgehen.
EURGBP	0,88	0,90	0,90	<ul style="list-style-type: none"> Zweite heftige Corona-Welle trifft die britische Wirtschaft hart. Der Zins- und Renditevorteil von GBP-Anlagen ist stark gefallen. GBP nach Kaufkraftparität unterbewertet. Kaum neue Impulse nach Einigung auf ein Freihandelsabkommen zu erwarten.
EURCHF	1,08	1,10	1,12	<ul style="list-style-type: none"> Die Unsicherheit begrenzt derzeit das Abwertungspotenzial ggü. dem Euro. Die SNB behält ihre expansive Geldpolitik bei und schwächt bei Bedarf den Franken mit Devisenmarktinterventionen. Gemäß Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro hoch bewertet.
EURCNY	7,77	8,30	8,50	<ul style="list-style-type: none"> Chinas Wirtschaft erholt sich weiterhin kräftig, wovon auch der CNY profitiert. Die Stärke der Währung dürfte der Exportwirtschaft Chinas aber zunehmend Probleme bereiten, so dass ein staatliches „Gegensteuern“ zunehmend wahrscheinlich wird.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURBRL	6,46	6,50	5,80	<ul style="list-style-type: none"> Die hohen Ausgaben für Konjunkturprogramme haben die Schuldenquote zum Jahresende auf fast 90 % ansteigen lassen und belasten den Real. Im Januar 2021 passte die Notenbank ihre Orientierung der künftigen Geldpolitik etwas an, was im zweiten Halbjahr zu einer ersten Zinserhöhung führen könnte.
EURHUF	358	355	350	<ul style="list-style-type: none"> Die ungarische Notenbank behielt den Leitzinssatz im Januar unverändert bei 0,6 % und setzt damit ihre ultralockere Geldpolitik weiter fort. Die Kerninflationsrate war im Januar wieder leicht angestiegen und dämpft das Aufwertungspotenzial trotz des ungarischen Wachstumsvorteils gegenüber der EU.
EURMXN	24,26	26,00	24,80	<ul style="list-style-type: none"> Zwar überraschte das Konjunkturwachstum im vierten Quartal 2020 positiv, jedoch wird die Erholung langsamer als in anderen Volkswirtschaften erfolgen. Eine mögliche Zinssenkung am 11. Februar könnte den Peso belasten, zumal die Inflationsrate in der ersten Januarhälfte an Aufwärtsdynamik gewinnen konnte.
EURPLN	4,49	4,44	4,35	<ul style="list-style-type: none"> Mit der Intervention am Devisenmarkt signalisierte die polnische Notenbank, einer zu starken Aufwertung des Zloty entgegenzuwirken. Der Zloty wird von der Konjunkturerholung ab dem dritten Quartal profitieren, auch wenn die Eindämmung des Coronavirus noch andauert.
EURRON	4,87	5,05	5,15	<ul style="list-style-type: none"> Die neue nationalliberale Regierung Rumäniens wird aufgrund der angespannten Haushaltslage kaum konjunkturelle Impulse setzen können. Investitionsprogramme der EU werden der wesentliche Wachstumstreiber in den kommenden Jahren sein.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 08.02.2021, 12:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURRUB	89,5	75,0	72,5	<ul style="list-style-type: none"> Die Nawalny-Proteste in Russland und die Sorge vor möglichen Sanktionen seitens der EU und den USA verzögerten bisher eine deutlichere Aufwertung. Der russische Rubel bietet weiter einen deutlichen Renditevorteil gegenüber anderen Schwellenländerwährungen; zudem stützt der Ölpreisanstieg den Rubel.
EURTRY	8,50	8,80	8,50	<ul style="list-style-type: none"> Der Anstieg der Inflationsrate hat sich im Januar verlangsamt und ermöglichte der türkischen Notenbank, den Leitzinssatz unverändert zu belassen. Das Risiko einer zu frühen Lockerung der Geldpolitik schwebt weiter über der Lira. Dies würde das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Notenbank untergraben.
EURZAR	18,00	19,60	20,10	<ul style="list-style-type: none"> Die Einhaltung des Haushaltsplans der Regierung zur Begrenzung der Staatsverschuldung erscheint uns weiter als sehr ambitioniert und die Veröffentlichung der neuen Budgetplanung Ende Februar birgt Überraschungen. Bisher profitierte die Währung noch von der hohen Nominalverzinsung.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 08.02.2021, 12:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURAUD	1,57	1,65	1,58	<ul style="list-style-type: none"> Der australische Dollar konnte weiter vom Anstieg der Preise für Eisenerz und Kupfer profitieren. Die Notenbank kündigte eine weitere Ausweitung des Kaufprogrammes für Staatsanleihen an. Diese lockere Geldpolitik droht die Währung zu belasten.
EURCAD	1,54	1,60	1,61	<ul style="list-style-type: none"> Der kanadische Dollar profitierte zuletzt vom Anstieg des Ölpreises und dem überraschenden Rückgang der Inflationsrate im Dezember 2020 auf 0,7 %. Die umfangreichen Konjunkturprogramme erfordern eine rasche Erholung der Wirtschaft. Jegliche Verzögerung macht die Währung für eine Abwertung anfällig.
EURCZK	25,77	26,30	25,80	<ul style="list-style-type: none"> Die tschechische Notenbank signalisierte in ihrem Ausblick eine Leitzinsanhebung im zweiten Halbjahr, wovon die Krone profitieren könnte. Länger andauernde pandemiebedingte Einschränkungen der Wirtschaft könnten die Erholung der Krone zunächst noch belasten.
EURNOK	10,25	10,25	9,75	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank behielt den Leitzinssatz im Januar unverändert und signalisierte eine Leitzinsanhebung für das Jahr 2022. Wir erwarten im zweiten Halbjahr dieses Jahres mit der erfolgreichen Eindämmung der Pandemie die Fortsetzung der Aufwertung der Krone.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 08.02.2021, 12:30 Uhr

Brent: Saudi-Arabien drosselt Öl-Förderung

Ölpreis Brent & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Mrz 2021	Jun 2021	Dez 2021
Brent (in USD/Barrel)	57,54	43,42	51,89	44,42	50	55	55

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Brent Preisanstieg

- + OPEC kürzt Output seit April 2020 um 5,0 mbpd.
- + OPEC-Compliance im Dezember bei 99,5 %.
- + US Rig Count bricht 2020 um 61 % auf 264 ein.
- + US-Output fällt 2020 um 1,9 mbpd auf 11,0 mbpd.
- + Saudi-Arabien kürzt Output im Februar und März um 1 mbpd.
- Corona-Virus lässt globale Konjunktur abstürzen.
- Stockende Ölnachfrage aufgrund zahlreicher Corona-Lockdowns.
- Output in Libyen steigt zuletzt wieder über 1,2 mbpd.
- US Rig Count hat seit dem Tief im August 2020 (172) zuletzt wieder bis auf 295 deutlich zugelegt.

Gold: Goldnachfrage fällt auf 11-Jahrestief

Goldpreis & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Mrz 2021	Jun 2021	Dez 2021
Gold (in USD/Feinunze)	1838,56	1771,68	1897,77	1893,60	1900	1900	1800

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

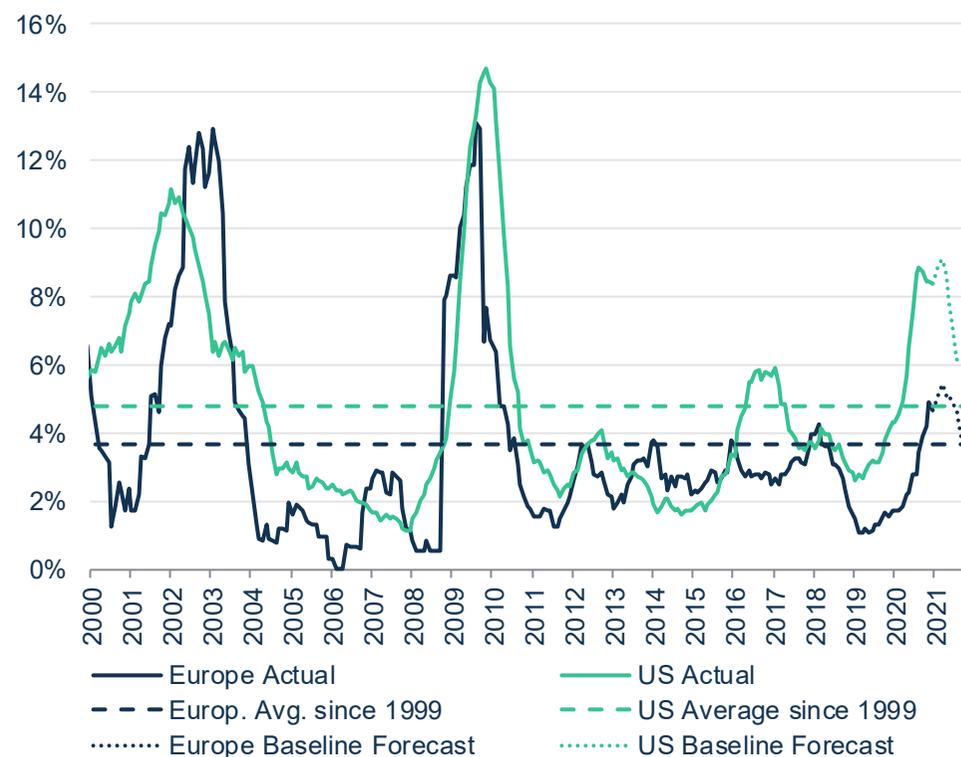
- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + Output der Goldminen geht 2020 um 4 % auf 3.400 Tonnen zurück.
- + ETC-Nachfrage steigt 2020 um 29 % bzw. 740 Tonnen – Dynamik der Nachfrage hat seit Herbst 2020 jedoch deutlich nachgelassen.
- Schmucknachfrage nach Gold bricht 2020 um 34 % bzw. über 700 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold fällt 2020 um knapp 60 % oder fast 400 Tonnen.
- Gesamtnachfrage nach Gold fällt 2020 trotz hoher ETC-Käufe um 14 % (ca. 500 t) auf tiefsten Stand seit 2009.
- Fair-Value-Modell auf Basis der Realzinsen zeigt Überbewertung des Goldpreises an.

Spreadprognosen und Ausfallraten

Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	88	↘
Euro Unsubordinated Financial Index	75	↘
Euro High Yield Index	322	↘
Euro Lower Tier 2 Index	127	↘
Euro Pfandbrief Index	29	↔
Euro Covered Bond Index	33	↔
1-10 Year Euro Government Index	26	↔
Euro Quasi-Government Index	37	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	345	↘

HY-Ausfallraten und Prognose von Moody's in Prozent



Quelle: BofAML, Moody's®, Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Sovereigns

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Sovereigns														
08.02.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0,68	-0,73	-0,74	-0,73	-0,71	-0,67	-0,63	-0,58	-0,52	-0,47	-0,26	-0,13	-0,03	0,04
France	-0,66	-0,68	-0,66	-0,62	-0,57	-0,51	-0,44	-0,37	-0,29	-0,22	0,08	0,29	0,45	0,58
Italy	-0,45	-0,39	-0,28	-0,16	-0,02	0,11	0,24	0,36	0,48	0,58	1,01	1,33	1,51	1,60
Spain	-0,55	-0,54	-0,49	-0,42	-0,34	-0,24	-0,14	-0,03	0,07	0,17	0,55	0,84	1,01	1,12
Netherlands	-0,68	-0,71	-0,70	-0,68	-0,64	-0,59	-0,54	-0,48	-0,43	-0,38	-0,18	-0,06	0,02	0,09
Austria	-0,54	-0,66	-0,66	-0,64	-0,59	-0,53	-0,46	-0,39	-0,31	-0,25	0,00	0,15	0,25	0,33
Belgium	-0,67	-0,69	-0,68	-0,64	-0,59	-0,53	-0,46	-0,39	-0,31	-0,23	0,13	0,36	0,51	0,59
Ireland	-0,59	-0,64	-0,63	-0,59	-0,54	-0,47	-0,41	-0,34	-0,26	-0,20	0,07	0,26	-	-
Portugal	-0,59	-0,63	-0,58	-0,49	-0,39	-0,29	-0,19	-0,10	-0,01	0,08	0,47	0,76	0,99	1,18
Finland	-0,69	-0,71	-0,70	-0,67	-0,62	-0,56	-0,49	-0,42	-0,35	-0,29	-0,04	0,09	0,16	0,20
EUR Swap in %	-0,52	-0,52	-0,49	-0,45	-0,40	-0,34	-0,29	-0,23	-0,18	-0,12	0,10	0,21	0,23	0,22

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
08.02.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,66	-0,40	-0,25	-0,14	-0,06	0,01	0,07	0,12	0,16	0,20
AA-	-0,62	-0,39	-0,25	-0,15	-0,07	-0,01	0,05	0,09	0,13	0,17
A+	-0,43	-0,24	-0,13	-0,05	0,02	0,07	0,11	0,15	0,18	0,21
A	-0,55	-0,29	-0,14	-0,04	0,04	0,11	0,17	0,22	0,26	0,30
A-	-0,53	-0,29	-0,15	-0,05	0,03	0,09	0,14	0,19	0,23	0,26
BBB+	-0,49	-0,22	-0,06	0,05	0,14	0,21	0,28	0,33	0,38	0,42
BBB	-0,37	-0,11	0,05	0,16	0,24	0,31	0,37	0,42	0,46	0,50
BBB-	-0,21	0,08	0,25	0,37	0,46	0,53	0,60	0,65	0,70	0,75
BB+	0,31	0,74	1,00	1,17	1,31	1,43	1,52	1,60	1,68	1,74
BB	1,34	1,40	1,43	1,45	1,47	1,48	1,50	1,51	1,52	1,52
BB-	1,17	1,58	1,81	1,98	2,11	2,22	2,31	2,38	2,45	2,51
B+	n.a.	1,84	2,53	3,02	3,40	3,71	3,97	4,20	4,40	4,58
B	1,60	2,44	2,93	3,28	3,55	3,77	3,96	4,12	4,26	4,39
B-	2,76	4,06	4,83	5,37	5,79	6,13	6,42	6,67	6,89	7,09
EUR Swap in %	-0,52	-0,52	-0,49	-0,45	-0,40	-0,34	-0,29	-0,23	-0,18	-0,12

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
08.02.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,50	-0,36	-0,27	-0,21	-0,16	-0,12	-0,09	-0,06	-0,03	-0,01
AA-	-0,53	-0,35	-0,24	-0,17	-0,11	-0,06	-0,02	0,01	0,04	0,07
A+	-0,47	-0,28	-0,17	-0,10	-0,04	0,01	0,05	0,09	0,12	0,15
A	-0,24	-0,14	-0,08	-0,04	-0,01	0,02	0,04	0,06	0,07	0,09
A-	-0,36	-0,19	-0,09	-0,02	0,04	0,08	0,12	0,16	0,18	0,21
BBB+	-0,26	-0,10	-0,01	0,05	0,10	0,15	0,18	0,21	0,24	0,26
BBB	-0,32	-0,04	0,13	0,24	0,33	0,41	0,47	0,53	0,57	0,62
BBB-	-0,44	0,02	0,29	0,49	0,64	0,76	0,86	0,95	1,03	1,10
EUR Swap in %	-0,52	-0,52	-0,49	-0,45	-0,40	-0,34	-0,29	-0,23	-0,18	-0,12

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
08.02.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0,50	-0,52	-0,38	-0,37	-	-0,30	-	-0,24	-	-	-
AT	-0,51	-0,47	-0,42	-0,37	-0,31	-0,27	-0,26	-0,17	-0,15	-	-
BE	-0,52	-0,50	-0,47	-0,43	-0,39	-0,32	-0,26	-0,17	-0,16	-	-
CA	-0,49	-0,48	-0,46	-0,40	-0,34	-0,25	-0,21	-	-	-	-
DK	-0,41	-	-0,35	-0,08	-	-0,29	-	-	-	-0,05	-
FI	-0,51	-0,46	-0,40	-0,47	-0,33	-0,28	-	-0,17	-0,16	-	-
FR	-0,54	-0,52	-0,48	-0,43	-0,37	-0,31	-0,25	-0,17	-0,12	-0,08	-0,02
DE	-0,55	-0,52	-0,47	-0,43	-0,38	-0,33	-0,27	-0,20	-0,16	-	-0,07
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-0,51	-	-0,50	-0,37	-	-	-	-	-	0,06	-
IT	-0,46	-0,37	-0,36	-0,35	-0,23	-0,24	-0,21	-0,12	0,01	-0,04	-
LU	-	-	-	-	-0,35	-0,28	-	-	-	-	-
NL	-0,49	-0,50	-0,42	-0,37	-0,35	-0,23	-0,24	-0,16	-0,12	0,03	-0,01
NZ	-0,56	-0,45	-0,44	-	-0,33	-0,29	-	-	-	-	0,02
NO	-0,52	-0,49	-0,39	-0,32	-0,34	-0,24	-0,25	-0,08	-0,14	-0,09	-0,06
PL	-0,39	-0,45	-0,43	-0,35	-	-	-	-	-	-	-
PT	-0,42	-	-0,36	-	-	-0,29	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0,47	-0,35	-	-0,33	-0,14	-	-	-	-
ES	-0,42	-0,39	-0,38	-0,33	-0,35	-0,23	-0,20	-0,16	-0,17	-0,05	0,02
SE	-0,51	-0,44	-0,39	-0,40	-0,36	-0,33	-	-0,17	-0,12	-	-
CH	-0,45	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0,54	-0,46	-0,42	-0,48	-0,26	-0,24	-0,28	-0,09	-	-	-
JP	-	-0,45	-	-	-	-0,26	-	-0,11	-	-	-
KR	-	-0,30	-	-0,35	-	-0,22	-	-0,17	-0,15	-	-
SK	-0,21	-	-	-0,25	-0,25	-	-	0,00	-	-	-
EUR Swap in %	-0,52	-0,52	-0,49	-0,45	-0,40	-0,34	-0,29	-0,23	-0,18	-0,12	-0,07

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
04.01.2021	FX Flash EURTRY: Notenbank gewinnt durch Zinsanhebung an Glaubwürdigkeit
05.01.2021	Blickpunkt Corporates: Telekommunikation - Neuemissionen 2021
07.01.2021	Blickpunkt Strategie: Zeitalter der Sachwertanlagen - in a nutshell
07.01.2021	Blickpunkt: Das Brexit-Freihandelsabkommen - Auswirkungen auf Konjunktur und Währung im Vereinigten Königreich
07.01.2021	Strategy Alert Renten: EZB-Kaufprogramm: Nettokäufe dürften im Januar wieder deutlich anziehen
08.01.2021	Burkerts Blick: Neues Jahr - neues Glück? Corona - Konjunktur - Märkte
12.01.2021	FX Flash EURGBP: Seitwärtsbewegung von EURGBP erwartet
12.01.2021	Blickpunkt Corporates: Impfungen gegen Covid-19 - aktuelle Lage in Deutschland
13.01.2021	Strategy Alert Renten: Linker: Starker Jahresauftakt dank Reflationierungs-Story
14.01.2021	Strategy Alert Renten: Deutsches BIP im Corona-Jahr 2020 um 5 % gefallen
15.01.2021	Burkerts Blick: Burkerts Blick - Zumachen ist phantasielos und gefährlich
18.01.2021	Blickpunkt Investmentstory: Bitcoin eine hochspekulative Anlageoption
18.01.2021	Strategy Alert: Ausblick Bund-Länder Konferenz am Dienstag
18.01.2021	Blickpunkt Corporates: Produktionsausfälle durch fehlende Chips
19.01.2021	Blickpunkt Strategie: Zur Strategierevision der EZB (III): Lehren aus Sintra - Nicht jeder Weg führt ins Gelobte Land
19.01.2021	Strategy Alert: EZB Vorschau - In Wartestellung
21.01.2021	Blickpunkt: Neuemissions-Rekorde bei Corporate Bonds 2020
21.01.2021	Strategy Alert Renten: EZB: Wie erwartet unverändert
25.01.2021	Strategy Alert Renten: Ifo-Geschäftsklima: Knockdown nach dem Lockdown?
26.01.2021	Blickpunkt Financials: Frankreichs Banken sind zwar gut gewappnet, stehen aber vor einem schwierigen Jahr
27.01.2021	Strategy Alert Renten: Fed gibt keinen Hinweis auf baldiges "Tapering"
27.01.2021	Blickpunkt Corporates: Mobilität der Zukunft - Corona beschleunigt die Transformation
29.01.2021	Strategy Alert Renten: Deutsches BIP in Q4/2020 um 0,1% gewachsen
29.01.2021	Burkerts Blick: Droht dieses Jahr ein Insolvenz-Tsunami?

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.