



12.01.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LBΞBW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass Januar

Neues Jahr, alte Sorgen

Erstellt am: 12.01.2021 10:48

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 12.01.2021 folgende Zugangsdaten:

Telefonnummer: +49 69 2017 44275
kein PIN erforderlich

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315611944&PIN=77441336&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, 12.01.2021, 14h
- Dienstag, 26.01.2021, 14h – KMK-Update
- 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: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

wahrscheinlich sind Sie, ähnlich wie ich, mit gemischten Gefühlen in das Jahr 2021 gestartet. Nach ist die Corona-Pandemie allgegenwärtig. Zudem waren die Bilder randalierender Horden auf dem Capitol Hill in Washington, D.C., denkbar ungeeignet, um Vertrauen und Zuversicht für das neue Jahr zu wecken.

Bei alledem gab es aber gleich zu Jahresbeginn eine Reihe positiver Nachrichten, die wir nicht übersehen sollten. Erstens ist der leidige harte Brexit vom Tisch. Es war zwar knapp, aber am Ende siegte die Vernunft. Briten und Europäische Union können mit dem Status Quo zunächst arbeiten, künftige Verbesserungen nicht ausgeschlossen. Für uns Grund genug, den Brexit noch einmal, vermutlich letztmals, zum Sonderthema in unserem Kapitalmarktkompass zu machen. Zweitens die Corona-Impfkampagne; sie rumpelt zwar etwas, aber Hand aufs Herz: Hätten Sie im Herbst 2020 erwartet, dass es dann doch so schnell gehen würde? Drittens: Lassen Sie uns einen Blick auf die Märkte werfen! Gleich drei historische Marken sind jüngst gefallen. In den Vereinigten Staaten hat der Dow Jones Industrials, noch im alten Jahr, die Marke von 30.000 Punkten überschritten (inzwischen sogar 31.000), der DAX ist auf Werte jenseits von 14.000 Punkten geklettert, und, last but not least, die Rendite zehnjähriger US-Treasuries ist zurück in Terrains oberhalb von 1%.

Hinter allen Marktbewegungen dürften im Kern dieselben Kräfte stehen: die Hoffnung auf ein absehbares Ende der Pandemie, dazu eine fortgesetzte expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie, speziell am US-Rentenmarkt, die Erwartung einer erfolgreichen Reflationierung. Als Zugabe hat sich vermutlich die eine oder der andere am Markt mit Blick auf den bevorstehenden Wachwechsel im Weißen Haus auf ein Wiederaufleben der internationalen Kooperation in wirtschaftspolitischen Schlüsselfragen positioniert.

Wie Sie sich positionieren sollten, was dabei zu beachten ist und wie unser großes Bild, gemalt in Fakten und Prognosen, aussieht: Das erfahren Sie auf den folgenden Seiten. Eine ertragreiche Lektüre und einen erfolgreichen Jahresstart wünscht Ihnen

Ihr
Uwe Burkert



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

Unsere Themen im Januar

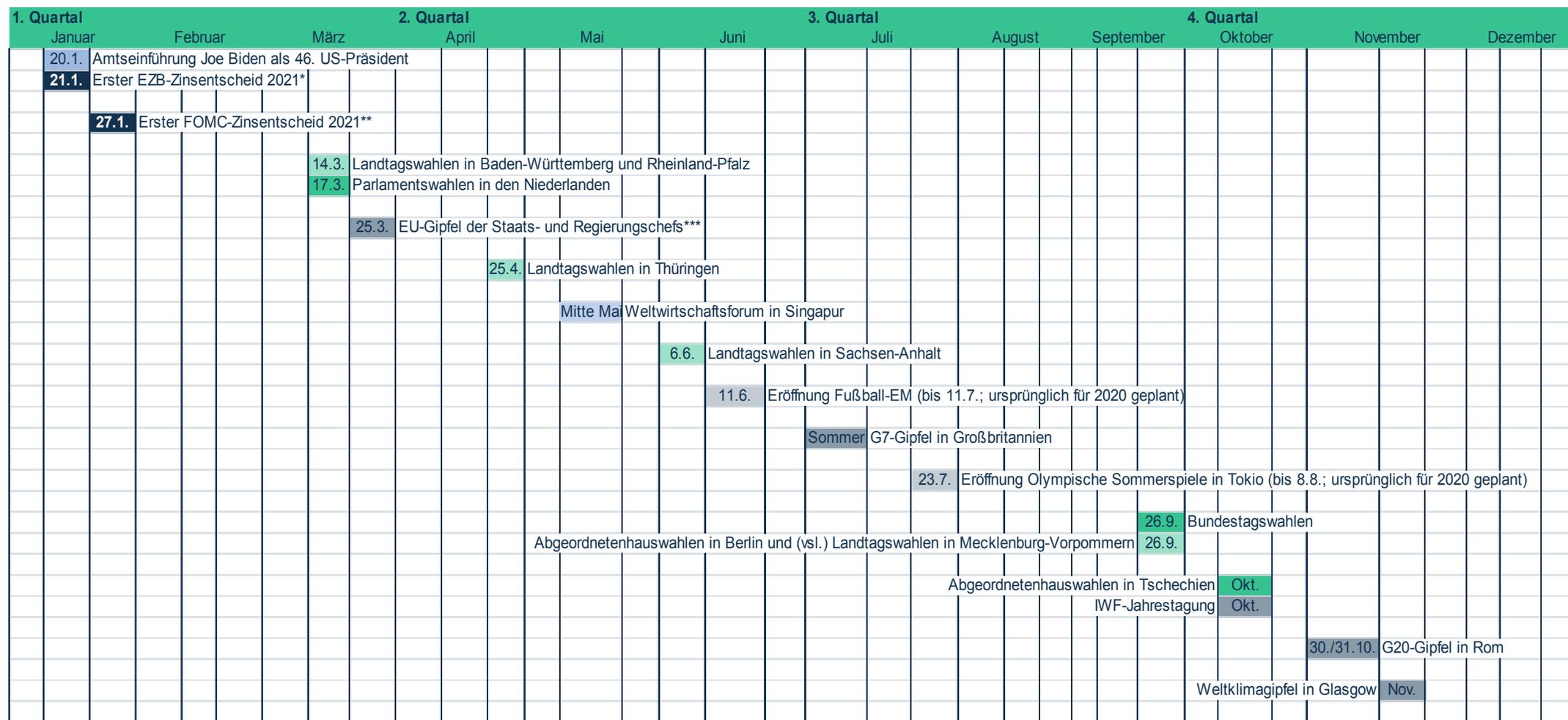


- 14.01.: Start der US-Berichtssaison
- 20.01.: Joe Biden wird als 46. US-Präsident vereidigt
- 21.01.: Zieht die EZB die Option einer Leitzinssenkung?

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

Die wichtigsten Termine im Jahr 2021

Highlight: Die Bundestagswahl



* Weitere Termine: 11.3., 22.4., 10.6., 22.7, 9.9., 28.10., 16.12.

** Weitere Termine: 17.3., 28.4., 16.6., 28.7., 22.9., 3.11., 15.12.

***Weitere Gipfel-Termine im Juni, Oktober und Dezember

Die wichtigsten Termine im Januar

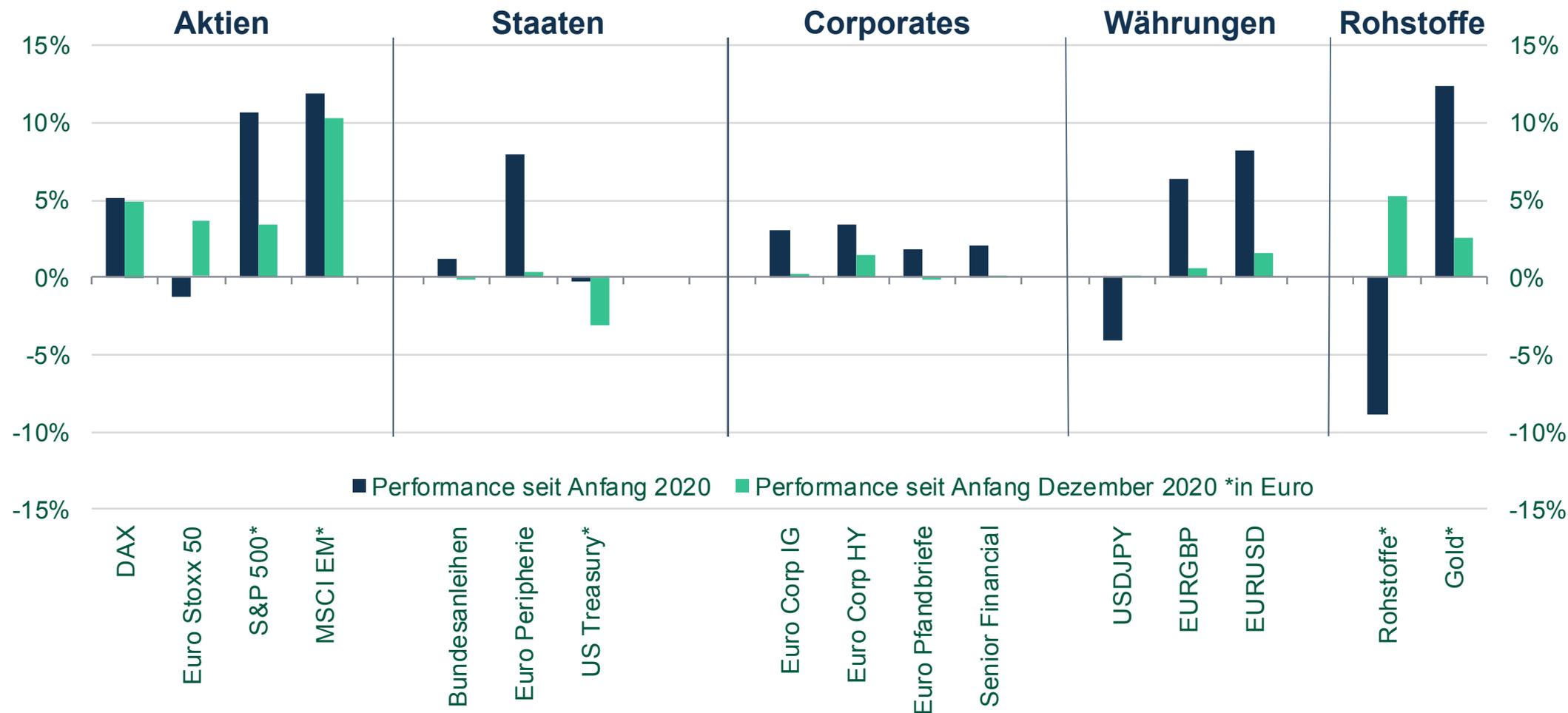
KW53			KW1				KW2					KW3					KW4																	
Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31				
							8.1.	US-Arbeitsmarktbericht Dezember																										
												13.1.	US-Inflation Dezember																					
												14.1.	Start US-Berichtssaison																					
												14.1.	BIP Deutschland 2020																					
															16.1.	CDU-Onlineparteitag wählt Vorsitzenden (Briefwahl)																		
															18.1.	Ecofin-Treffen																		
																			20.1.	Amtseinführung Joe Biden als 46. US-Präsident														
																				21.1.	EZB-Zinsentscheid													
																								25.1.	ifo-Geschäftsklima Januar									
																											27.1.	FOMC-Sitzung						
																													28.1.	US-BIP Q4				
																														29.1.	Deutschland BIP Q4			

- Die EZB hält sich nach dem Beschluss ihres umfangreichen Lockerungspakets vom Dezember weitere Maßnahmen offen. Evtl. könnte noch die Option einer Leitzinssenkung gezogen werden, falls der Euro weiterhin deutlich zur Stärke tendiert.
- Die Fed dürfte zwar im Januar keine weiteren geldpolitischen Maßnahmen beschließen, die Tür für eine Erhöhung der Anleihekäufe aber, abhängig von der Corona-Pandemie, explizit offenhalten.
- Die Macht im Weißen Haus geht am 20. Januar an Joe Biden über. Nach dem Erfolg der Demokraten bei den Senats-Nachwahlen in Georgia kann der künftige US-Präsident darauf hoffen, einen wesentlichen Teil seiner Vorhaben tatsächlich umsetzen zu können.
- Die BIP-Entwicklung 2020 wurde sowohl in Europa als auch in den USA von der Corona-Pandemie geprägt. Ob und wie stark eine Erholung 2021 Platz greift, dürfte nicht zuletzt vom Erfolg beginnender Impfkampagnen abhängen.

Performance im Rückblick

ausgewählte Assets

in %

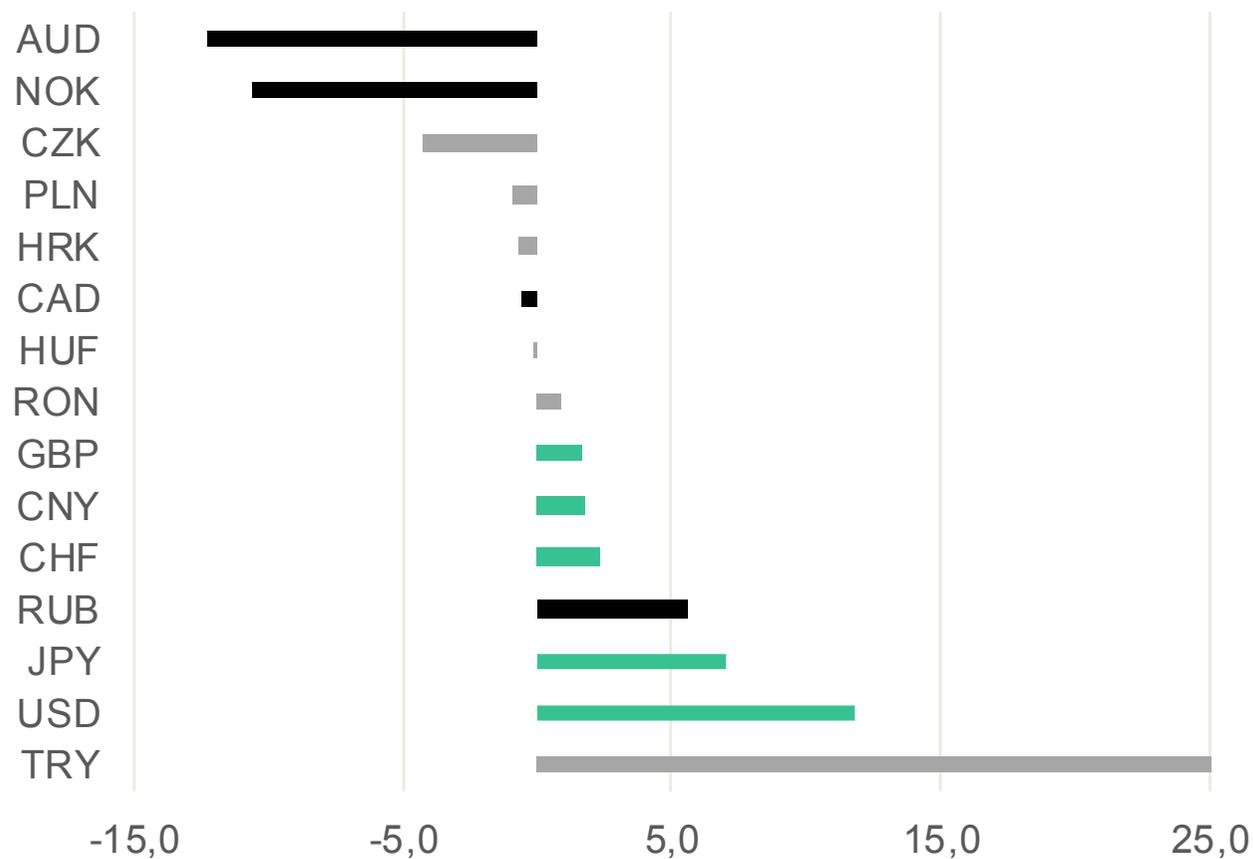


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Graph des Monats: Euro unter Corona-Vorzeichen

Euro: Wertentwicklung gegenüber den übrigen vom LBBW Research gecoverten Währungen

Veränderung seit Ende März 2020 (in %)



- Mit Entdeckung einer weiten Verbreitung des Corona-Virus außerhalb Chinas durchlebten die Finanzmärkte eine Phase starker Anpassungen ihrer Bewertungen. Seither, seit etwa Anfang März 2020, sucht auch der Devisenmarkt nach einem neuen Gleichgewicht.
- Der Euro hat in den vergangenen neun Monaten gegenüber allen „Majors“ Boden gutgemacht, aus jeweils ganz verschiedenen Gründen: Franken, Pfund, Yen, US-Dollar, Yuan. Die Währungen Osteuropas haben sich vergleichsweise stabil gezeigt. Derweil haben die Rohstoffwährungen mehrheitlich haussiert. Dabei ist dem kanadischen Dollar seine Nähe zum US-Dollar etwas zum Verhängnis geworden. Lira und Rubel kämpfen mit Länderspezifika.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen der LBBW. Euroraum-Daten von Mitte 2005 bis Mitte 2006 bereinigt.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen



- Am 24. Dezember 2020 einigten sich die EU und das Vereinigte Königreich auf ein Freihandelsabkommen zur Regelung ihrer Beziehungen nach dem Ende der Übergangsfrist ab dem 1. Januar 2021.
- Auch wenn das Freihandelsabkommen eine deutliche Erleichterung des Warenhandels und der gegenseitigen Beziehungen im Vergleich zu einem „No Deal“-Szenario umfasst, so entfernt sich das Vereinigte Königreich doch stärker von der EU als beispielsweise Norwegen oder die Schweiz.
- Unter Berücksichtigung des Freihandelsabkommens und der Belastungen aus der derzeit heftig grassierenden Corona-Welle gehen wir nun von einem Zuwachs des BIP im Vereinigten Königreich von +5% für das Jahr 2021 aus.
- Nach der Einigung auf das Freihandelsabkommen sehen wir wenig neue Impulse für das britische Pfund. Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung des Wechselkurses bei 0,90 EURGBP.

Dr. Katja Müller
Senior Economist
Tel: + 49 711 127-4 21 06
katja.mueller@LBBW.de

„The deal is done.“

Einigung an Heiligabend

- „The deal is done.“ twitterte der britische Premierminister Boris Johnson am 24. Dezember 2020. Nach monatelangen zähen Verhandlungen hatten sich die EU und das Vereinigte Königreich auf ein Freihandelsabkommen geeinigt, kurz vor Ablauf der bis zum 31. Dezember 2020 angesetzten Übergangsfrist.
- Bis zuletzt war um die Streitpunkte Fischerei, gleiche Wettbewerbsbedingungen und Streitbeilegung gerungen worden.
- Ohne eine Einigung hätten zum 1. Januar 2021 die Bestimmungen der Welthandelsorganisation WTO für den Warenhandel gegriffen, die teilweise hohe Zölle sowie nicht-tarifäre Handelshemmnisse zur Folge gehabt hätten.

Absegnung von britischer Seite im Eilverfahren

- Im Vereinigten Königreich segneten beide Kammern des Parlaments das Freihandelsabkommen im Eilverfahren ab.
- Kurz vor dem Jahreswechsel setzte die britische Königin das entsprechende Gesetz in Kraft.

EU: Vorläufige Gültigkeit zum 1. Januar 2021

- Die EU-Spitze (Kommissionschefin Ursula von der Leyen und Ratspräsident Charles Michel) sowie die Regierungen aller EU-Mitgliedstaaten stimmten dem Abkommen zu.
- Für eine ordnungsgemäße Ratifizierung durch das EU-Parlament reichte die Zeit bis zum Jahreswechsel nicht mehr. Das EU-Parlament soll bis 28. Februar zustimmen. Solange hat das Abkommen nur eine vorläufige Gültigkeit.
- Die Zustimmung der nationalen Parlamente in der EU ist nicht nötig, da die EU-Kommission den Vertrag als reines EU-Abkommen einstuft.

Die wesentlichen Punkte des Freihandelsabkommens: Überblick (I von II)

Warenhandel

- Warenhandel: Zollfreiheit; keine Einfuhrquoten.
- Reibungslose Warentransporte sollen ermöglicht werden.
- Vereinigtes Königreich nicht mehr Teil des EU-Binnenmarktes und der Zollunion → mehr Formalitäten für den Warenverkehr (z.B. zur Sicherstellung, dass aus dem Vereinigten Königreich eingeführte Produkte EU-Standards erfüllen oder die Produkte tatsächlich aus dem Vereinigten Königreich und nicht aus einem Drittland kommen).

Dienstleistungen

- Für Anbieterinnen und Anbieter grenzüberschreitender Dienstleistungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich verschlechtert sich der Marktzugang erheblich.
- Keine „Passport-Rechte“ mehr für die Finanzdienstleistungsbranche; wesentliche Fragen sollen noch geklärt werden. Die EU kann fallweise „Äquivalenzentscheidungen“ treffen, um britischen Finanzinstituten den Marktzugang zu ermöglichen.

Faire Wettbewerbsbedingungen („Level Playing Field“)

- Bestehende EU-Standards für Umwelt-, Klima- und Arbeitsschutz muss das Vereinigte Königreich einhalten. Dies gilt nicht zwingend für neu hinzukommende Standards.
- Klare Vorgaben für Subventionsvergabe → bei Verstößen Anrufung eines Schiedsgerichts und Möglichkeit zur Verhängung von Strafzöllen.

Fischerei

- Zugang zu britischen Gewässern für EU-Fischer in den nächsten fünfzehn Jahren gewährleistet.
- Fangmenge wird schrittweise auf 75% reduziert. Anschließend jährlich neue Verhandlungen der Fangmengen.

Die wesentlichen Punkte des Freihandelsabkommens: Überblick (II von II)

Auslandsaufenthalte

- Die Visafreiheit ist auf 90 Tage begrenzt.

Kontrolle des Abkommens

- „Gemeinsamer Partnerschaftsrat“ soll Umsetzung des Abkommens kontrollieren.
- Für die Klärung von Konflikten bei der Auslegung des Abkommens ist ein Streitbeilegungsmechanismus vorgesehen.
- Entgegen den Wünschen der EU spielt der Europäische Gerichtshof bei diesem Streitbeilegungsmechanismus keine Rolle.



Auch wenn das Freihandelsabkommen im Vergleich zu einem „No Deal“-Szenario erhebliche Erleichterungen des Warenhandels und der gegenseitigen Beziehungen mit sich bringt, so entfernt sich das Vereinigte Königreich doch stärker von der EU als beispielsweise Norwegen oder die Schweiz.

Enge Handelsbeziehungen: Freihandelsabkommen für beide Seiten deutlich besser als „No Deal“

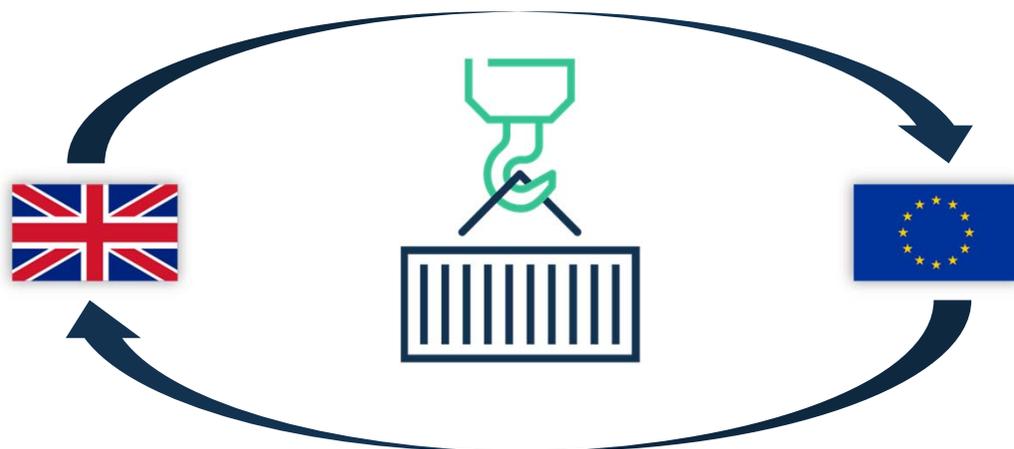
Außenhandelsbeziehungen Vereinigtes Königreich – Europäische Union

Warenexporte und -importe 2019

Dienstleistungsexporte und -importe 2018

46% der **UK-Warenexporte** gehen in die EU
10% der **EU-Warenimporte** kommen aus UK

40% der **UK-DL-Exporte** gehen in die EU
20% der **EU-DL-Importe** kommen aus UK



53% der **UK-Warenimporte** kommen aus der EU
15% der **EU-Warenexporte** gehen nach UK

50% der **UK-DL-Importe** kommen aus der EU
22% der **EU-DL-Exporte** gehen nach UK

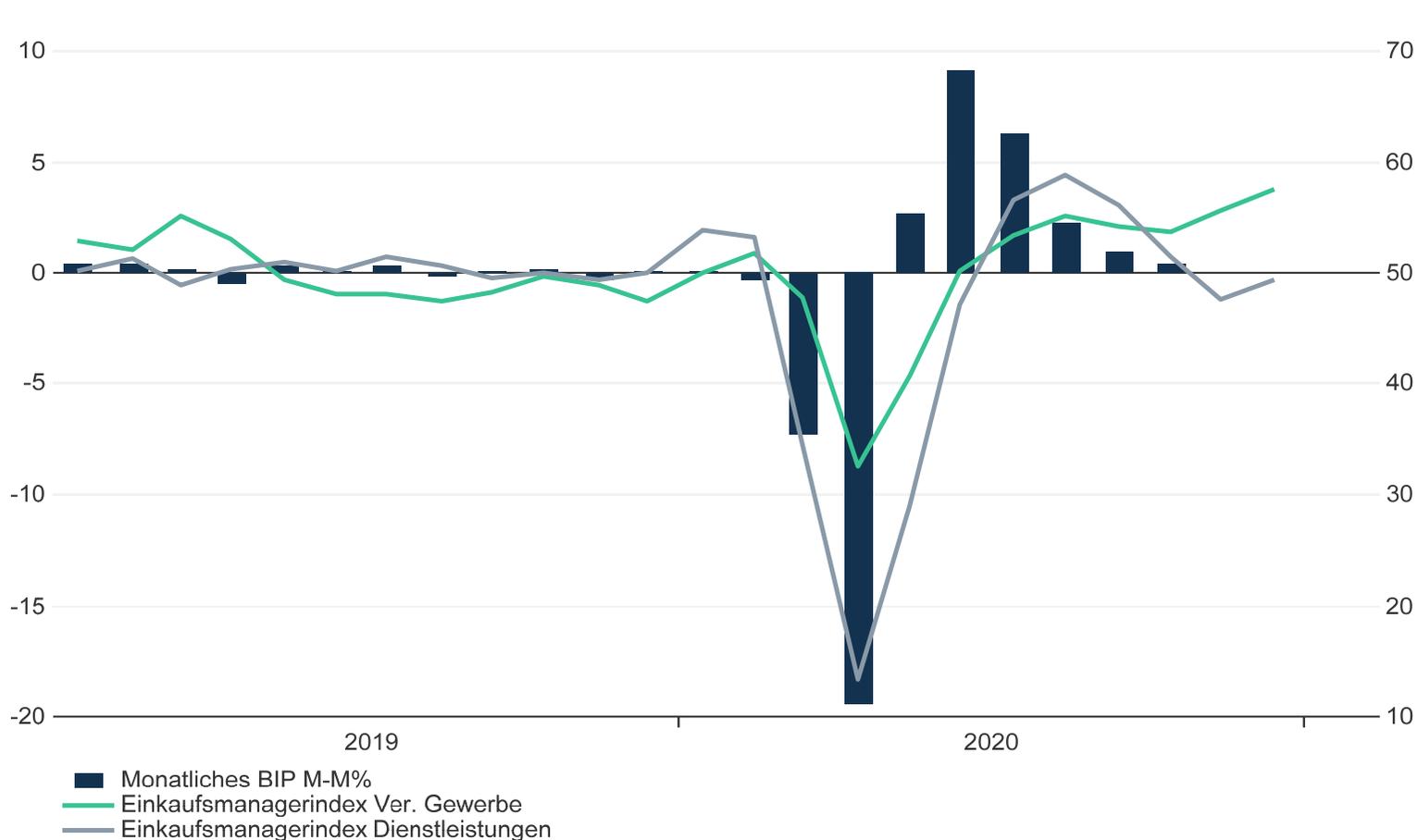
- Die engen Handelsbeziehungen zeigen, dass der abgeschlossene Freihandelsvertrag für beide Seiten im Vergleich zu einer Situation ohne Abkommen von Vorteil ist. Da die EU der wichtigste Handelspartner des Vereinigten Königreichs ist (aber nicht umgekehrt), **profitiert das Königreich vom Freihandelsabkommen im Hinblick auf den Warenverkehr stärker.**
- Hinsichtlich der **Dienstleistungen** stellt das Abkommen eine **erhebliche Einschränkung des Marktzugangs** im Vergleich zur Situation bisher dar. Die Finanzinstitute verlieren ihre „Passport-Rechte“, wesentliche Fragen bleiben hier ungeklärt. **Der Dienstleistungssektor ist für die britische Wirtschaft von herausragender Bedeutung** (ca. 80% des BIP).

Quellen: Eurostat, ONS

Britische Konjunktur: Heftige zweite Corona-Welle als Zusatzbelastung

Bruttoinlandsprodukt und Einkaufsmanagerindizes

Veränderung M-M (in %) bzw. Indexwert (rechte Skala)



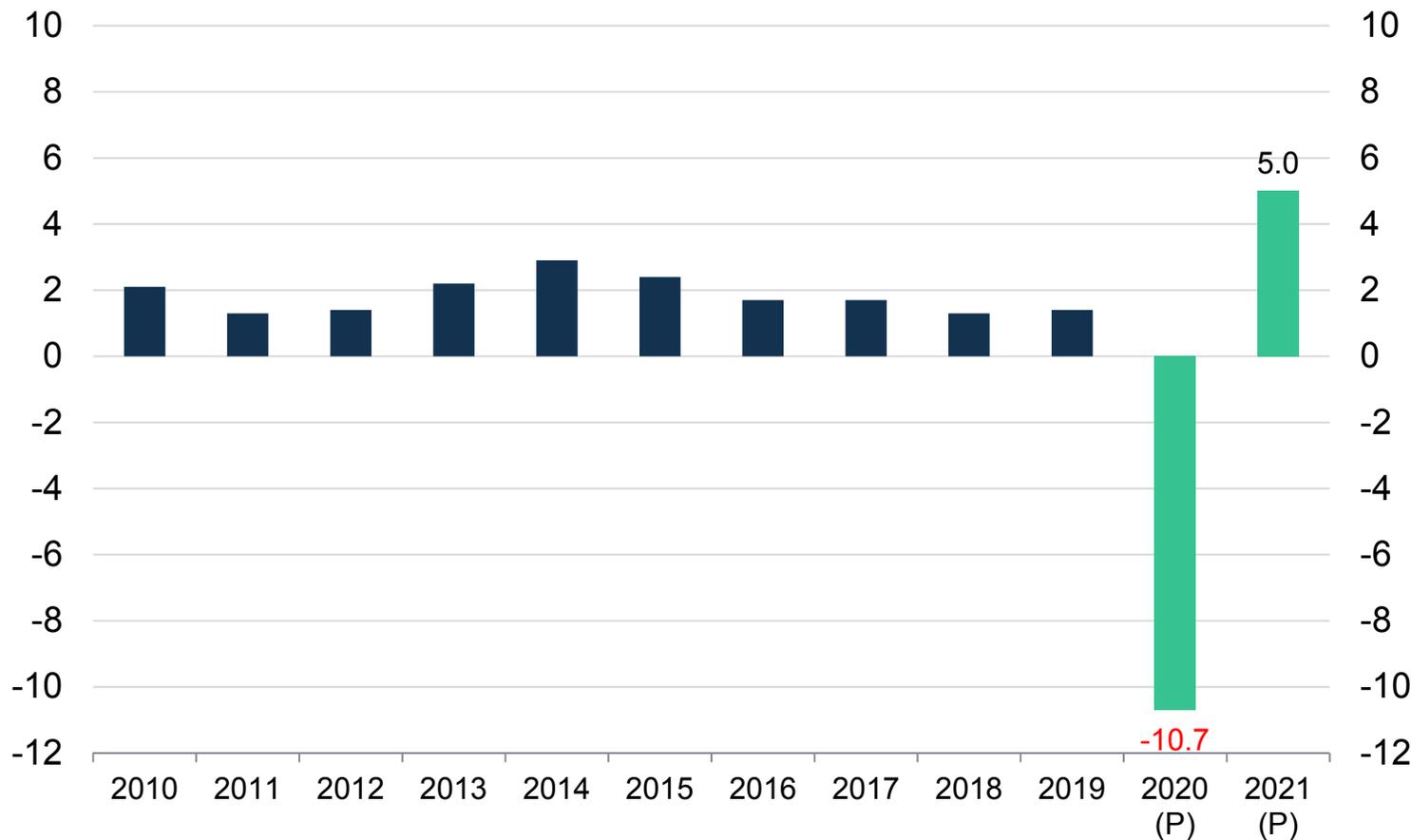
- Im vierten Quartal 2020 litt die britische Wirtschaft unter einer **heftigen zweiten Corona-Welle**, die, u.a. aufgrund einer sich schnell ausbreitenden Virusmutation, abermals massive Einschränkungen des öffentlichen Lebens zur Folge hatte bzw. noch immer hat.
- Zudem dürfte die bis zur Einigung auf ein Freihandelsabkommen an Heiligabend **andauernde Unsicherheit** die **Anlageinvestitionen** zusätzlich **ausgebremst** haben.
- Dagegen ist zu vermuten, dass aus Sorge vor Lieferengpässen für den Fall eines „No Deal“ die **Lagerinvestitionen erhöht** wurden, was das BIP-Wachstum etwas gestützt haben dürfte.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

BIP-Prognosen für das Vereinigte Königreich: Anpassung

Bruttoinlandsprodukt mit aktualisierter Prognose

Veränderung J-J (in %)



- In Q4 2020 dürfte die britische Volkswirtschaft angesichts vielfältiger Belastungen geschrumpft sein. Wir haben unsere Prognose für den **BIP-Zuwachs 2020** von bislang -10% auf **-10,7%** gesenkt.
- Da unser Hauptszenario eines Brexit ohne Abkommen nicht eingetreten ist, haben wir unsere Prognose von zuletzt +4% für 2021 ebenfalls revidiert.
- Wir waren bisher für den Fall einer Einigung auf ein Abkommen von +6% Wachstum ausgegangen. Angesichts der Verschärfung der Corona-Krise in Q4 2020 und deren anhaltenden Auswirkungen haben wir diese Prognose nach unten angepasst.
- Wir gehen nun von einem **BIP-Zuwachs um +5% für das Jahr 2021** aus.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

EURGBP: Kaum neue Impulse nach Brexit-Einigung zu erwarten

EURGBP und Zinsdifferenz Euro – Pfund (in Prozentpunkten)

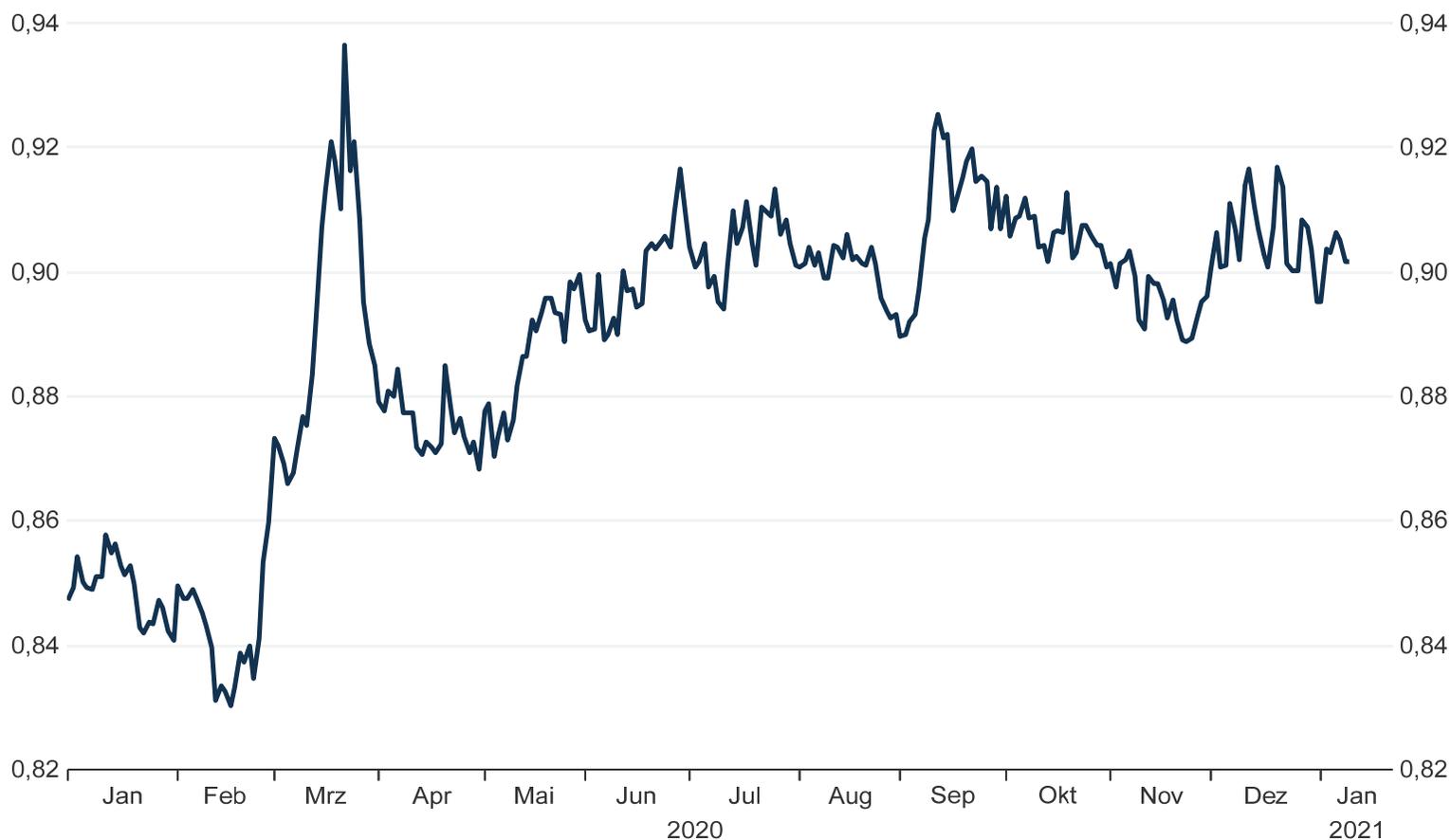


- In den vergangenen Monaten bestimmten vor allem die Nachrichten zum Brexit den Wechselkurs des Pfund ggü. dem Euro.
- Die **Zinsdifferenz** war nach dem Brexit-Votum 2016 von untergeordneter Bedeutung. Angesichts der Corona-Krise schlug die Bank of England einen expansiveren Kurs ein, so dass sich der **Zinsvorteil des Pfund 2020 deutlich verringerte**.
- Da sowohl die Bank of England als auch die EZB 2021 ihren expansiven Kurs grundsätzlich beibehalten dürften, sind hier **keine wesentlichen neuen Impulse für den Wechselkurs zu erwarten**.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

EURGBP: Seitwärtsbewegung erwartet

Wechselkurs EURGBP



Prognosen LBBW Research

	Q1 2021	Q2 2021	Q4 2021
EURGBP bisher	0,94	0,92	0,92
EURGBP neu	0,90	0,90	0,90

- Unsere Erwartung eines schwächeren Pfund beruhte auf einem „No Deal“-Szenario. Der Abschluss des Freihandelsabkommens erforderte insofern eine Revision dieser Prognose.
- Die Kaufkraftparität von knapp über 0,80 EURGBP suggeriert ein deutlich stärkeres Pfund. Allerdings dürfte die **britische Wirtschaft** durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie und den Brexit **stärker belastet** sein als der Euroraum insgesamt, was das Aufwertungspotenzial u.E. beschränkt.
- **Wir erwarten im laufenden Jahr eine Seitwärtsbewegung bei 0,90 EURGBP.**

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Corona-Update

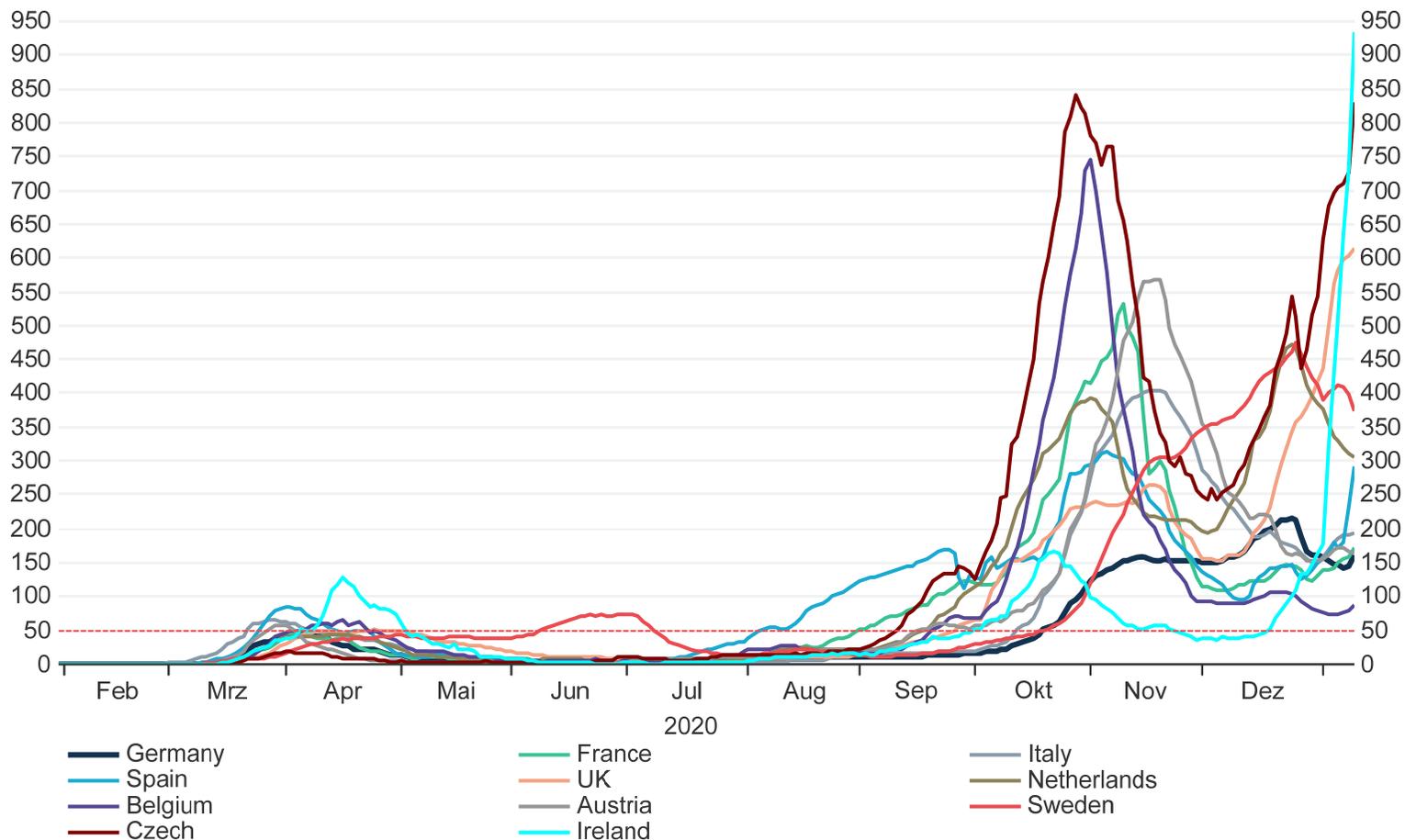


- Infektionslage weiterhin sehr instabil
- Höchste Inzidenz bei alten und sehr alten Menschen
- Beginn der Impfungen als Hoffnungsschimmer
- Zeit bis Ostern bleibt eine sehr kritische Phase

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

Infektionslage weiterhin sehr instabil

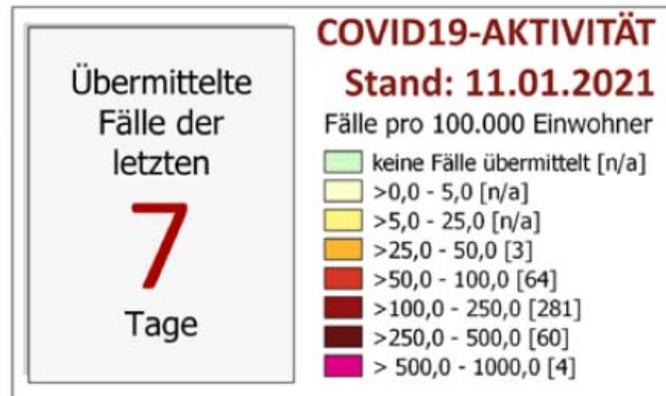
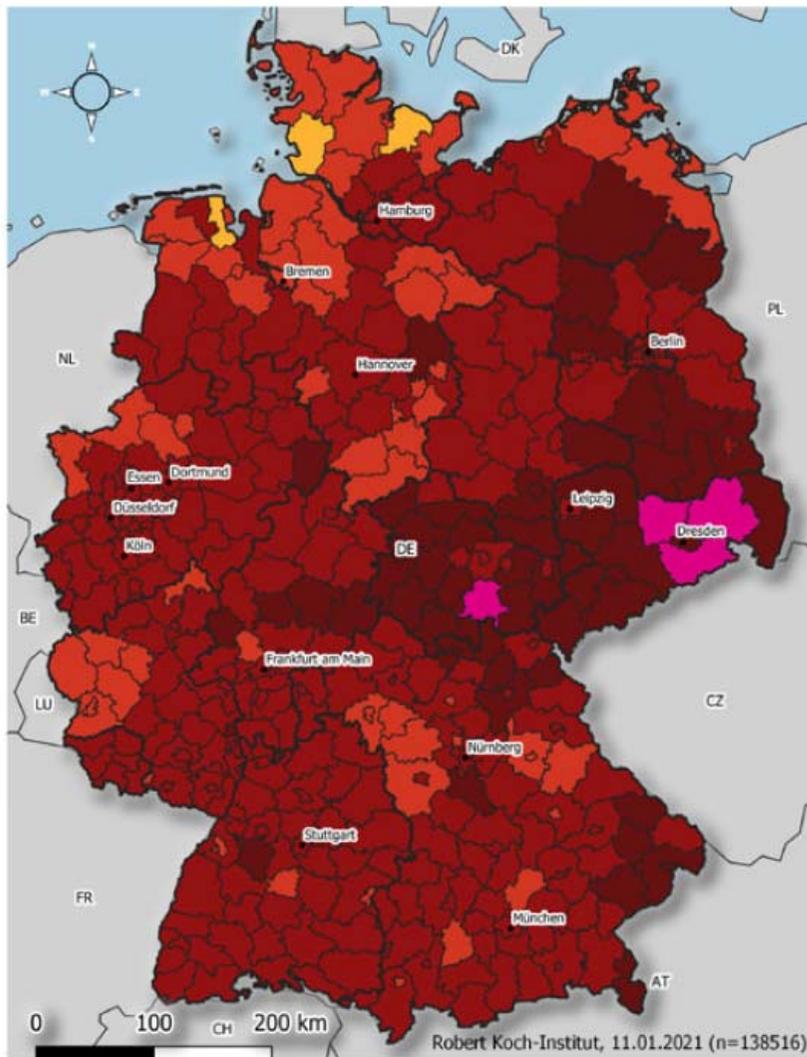
Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



- Die Neuinfektionen stiegen in Großbritannien zuletzt rapide an. Das Land reagierte zunächst mit lokalen Maßnahmen. Vergangene Woche wurde ein neuer landesweiter Lockdown ausgerufen. Vermutlich trägt eine Virusmutation, da offenbar deutlich ansteckender, zum Anstieg der Infektionen bei.
- Einen massiven Anstieg der Infektionen erlebt auch Irland, das im Dezember seine harten Lockdownmaßnahmen gelockert hatte. Auch in Tschechien rollt eine neue Covid-Welle durch das Land.
- Für Deutschland lässt sich bislang bestenfalls eine Stagnation auf dem November-Niveau konstatieren.
- Dabei stiegen in den vergangenen Wochen die Positivraten der Tests.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

In den vergangenen Wochen wiesen v.a. Landkreise in der Nähe zu Tschechien hohe Inzidenzen auf



Landkreis	Anzahl	Inzidenz
1 LK Meißen	1322	546,9
2 LK Bautzen	1599	533,4
3 LK Saalfeld-Rudolstadt	548	531,0
4 LK Sächsische Schweiz-Osterzgebirge	1230	500,8
5 LK Hildburghausen	312	493,7
6 LK Elbe-Elster	501	492,0
7 LK Görlitz	1190	470,9
8 SK Suhl	161	437,6
9 LK Leipzig	1125	435,8
10 LK Eichsfeld	424	424,0
11 LK Zwickau	1320	419,0
12 LK Schmalkalden-Meiningen	523	418,7
13 LK Saale-Orla-Kreis	333	414,6
14 LK Nordsachsen	814	411,6
15 LK Oberspreewald-Lausitz	440	402,3

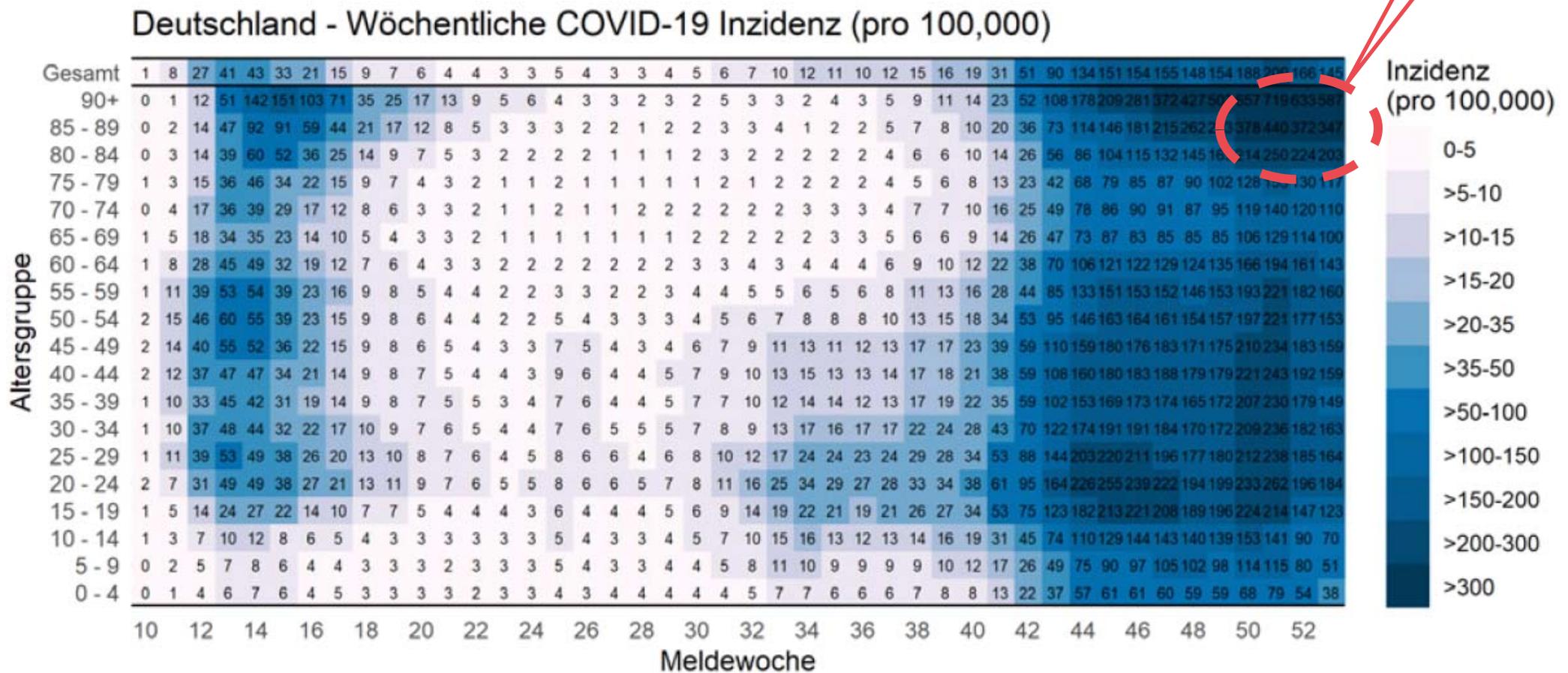


- Der Trend der Neuinfektionen gestaltet sich in Deutschland von Region zu Region z.T. sehr unterschiedlich. Die großen Städte stehen derzeit nicht so sehr im Fokus des Infektionsgeschehens.
- Auffällig ist, dass insbesondere die Landkreise nahe der Grenze zu Tschechien ausgesprochen hohe Inzidenzen zeigen.
- Dies könnte erneut die Frage aufwerfen, ob die Grenzen so offen bleiben können wie bislang. Dänemark verschärfte beispielsweise jüngst die Bestimmungen zu Ein- und Ausreise. In Frankreich wird diskutiert, die Grenze zu Großbritannien zu schließen.
- Für die Wirtschaft wären geschlossene Grenzen eine starke Einschränkung.

Quelle: Robert-Koch-Institut

Demografische Verteilung in Deutschland: Die höchsten Inzidenz nach wie vor bei alten und sehr alten Menschen

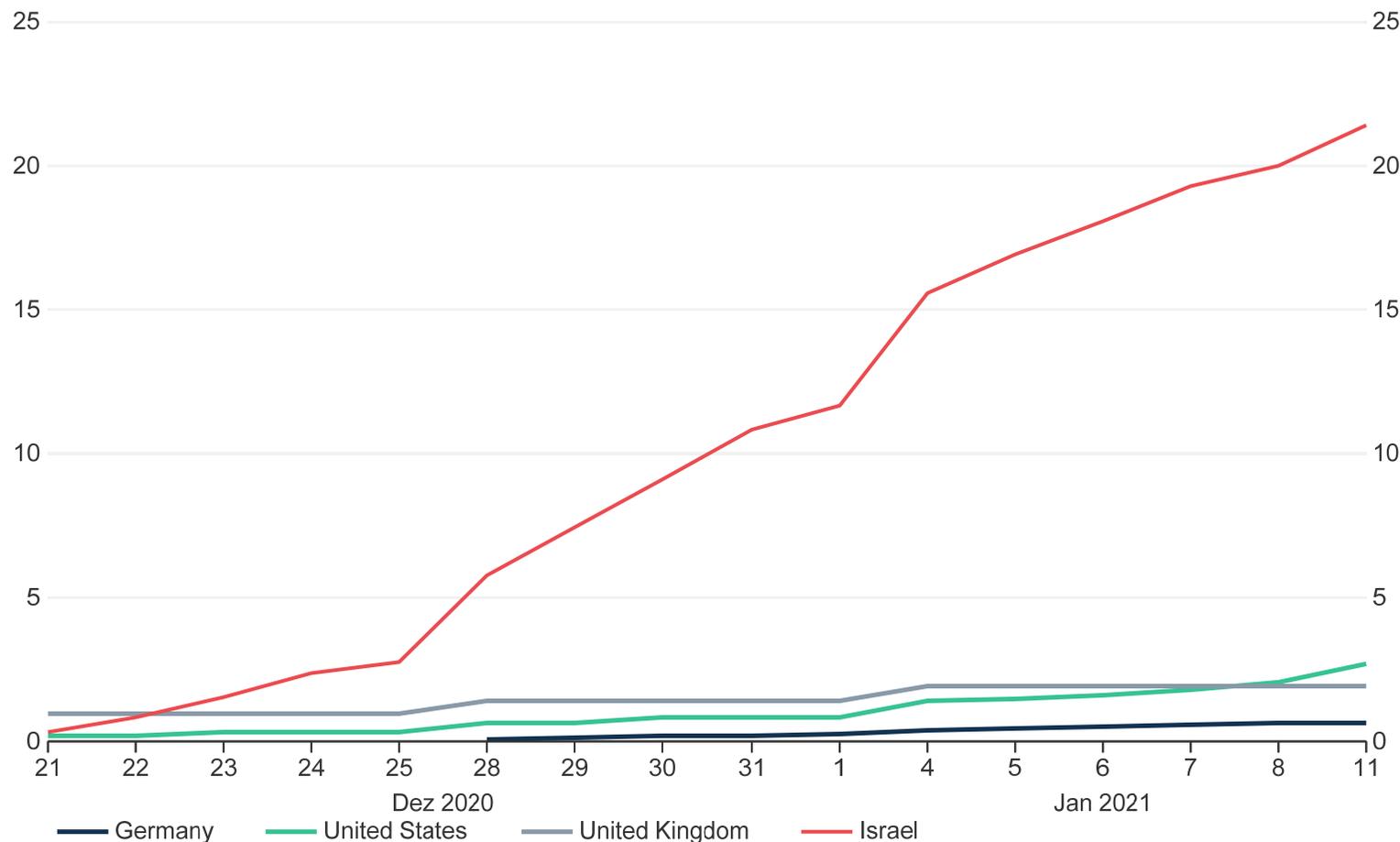
7-Tage-Inzidenz der COVID-19-Fälle in Deutschland nach Altersgruppe und Meldewoche



Quelle: RKI, LBBW Research

Beginn der Impfungen zwar ein Hoffnungsschimmer – aber für viele Länder nur das Licht am Ende eines noch langen Tunnels

Anteil geimpfter Personen an der Bevölkerung in Prozent



- In Israel haben bislang rund ein Fünftel der Einwohner eine Impfdosis erhalten. An dem Land dürfte ausführlich untersucht werden, wie erfolgreich die Impfungen sind.
- Israel will bis 31. März der gesamten Bevölkerung ein Impfangebot gemacht haben.
- Für Deutschland hat der Bundesgesundheitsminister dies bis zum 30. Juni in Aussicht gestellt. In den kommenden Wochen wird sich u.E. durch die Impfungen noch nicht viel an der Risikolage ändern.
- Ende Januar dürfte in der EU die EMA über die Zulassung des Impfstoffs von AstraZeneca entscheiden. Wir halten eine Zulassung für wahrscheinlich. Dies sollte dann die Impfgeschwindigkeit erhöhen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Ausblick: Die Zeit bis Ostern bleibt eine sehr kritische Phase – Verlängerung des Lockdowns wahrscheinlich

Deutschland: Die Beschlüsse vom Dezember werden bis zum 31. Januar verlängert und zum Teil verschärft. Die nächste Bund-Länder-Konferenz findet am 25. Januar statt.

Hoffnung machen mit Blick auf das zweite Quartal und darüber hinaus die voraussichtliche Zulassung eines Impfstoffs von AstraZeneca sowie Produktionsausweitungen bei Pfizer/BioNTech. Zudem dürfte dann das zunehmend wärmere Wetter sowie sinkende Todesfallzahlen aufgrund der Impfungen für Erleichterung sorgen.

Für die Zeit bis Ostern haben derweil die Risiken zugenommen. Die bisherigen Maßnahmen dämmen weit weniger erfolgreich das Infektionsgeschehen ein als erwartet, wobei die Einschätzung der Daten durch die Feiertage noch beeinträchtigt ist. Noch einmal erheblich schlechter dürfte sich die Entwicklung darstellen, wenn die britische oder die südafrikanische Virus-Mutation in Deutschland breitflächig Fuß fasst.

Durch Impfungen kommt es noch nicht zu einer schnellen Verbesserung der Risiken. Gesundheitsminister Spahn zufolge soll allen Bewohner*innen von Alten- und Pflegeheimen bis spätestens Mitte Februar ein Impfangebot unterbreitet worden sein. Bis alle Menschen der Gruppe mit der höchsten Priorisierung ein Impfangebot erhalten haben und dann ggf. auch Impfschutz besitzen, dürfte das erste Quartal 2021 weitgehend vorüber sein.

Die Zeit bis Ostern bleibt u.E. eine kritische Phase (vgl. auch NDR Podcast mit Prof. Drosten vom 05.01.21). Die wesentlichen Lockdown-Maßnahmen dürften Ende Januar verlängert werden. Daneben sollte u.E. geprüft werden, welche Maßnahmen noch wie lange durchgehalten oder optimiert werden können und wie die Risikogruppen noch wirkungsvoller geschützt werden können.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Makro



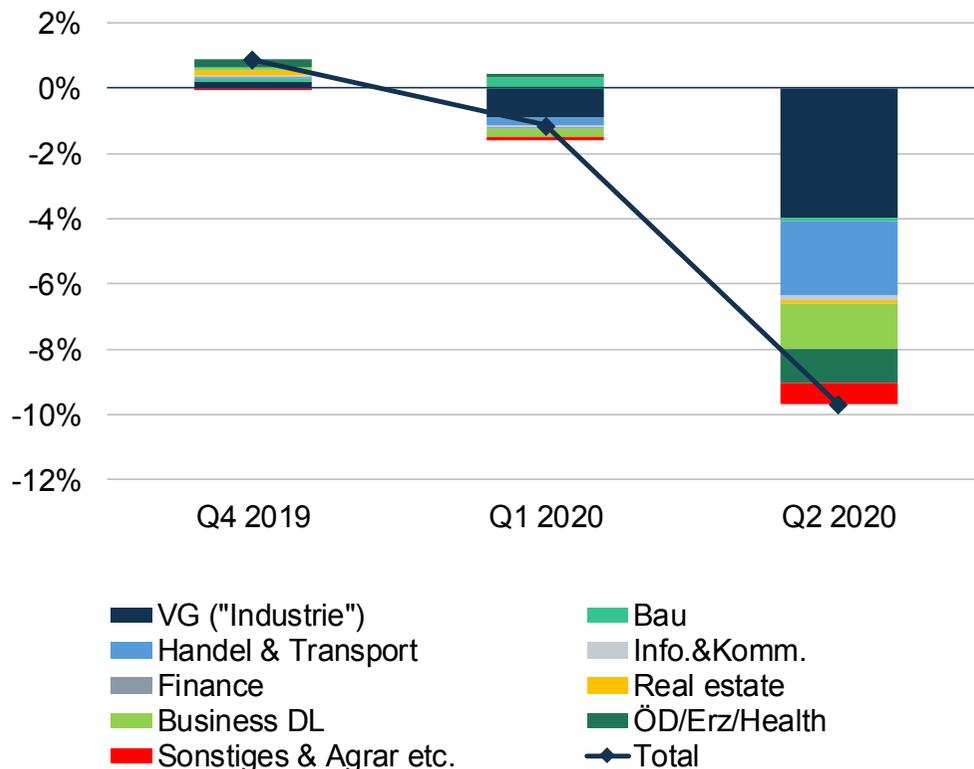
- Deutschland: Herzstück „Industrie“ in Q1 robust
- Harter Lockdown: Was heißt das für die Konjunktur?
- Lockdown-Ende entscheidet über Wachstumsausblick
- Inflation: Preisschub am Jahresbeginn – und dann?
- Blick nach Europa: Double Dip droht
- Arbeitsmarkt EWU: Verwirrende Pandemie-Zahlen
- USA: Biden kontrolliert beide Häuser des Kongresses
- USA: Indikationen für kräftiges BIP-Wachstum in Q4 2020
- USA: Pläne Bidens dürften den USD eher belasten
- China: Anhaltender Aufschwung trotz neuer Corona-Fälle
- China: Industrieproduktion wächst kräftig
- China: Exporte deutlich erholt

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

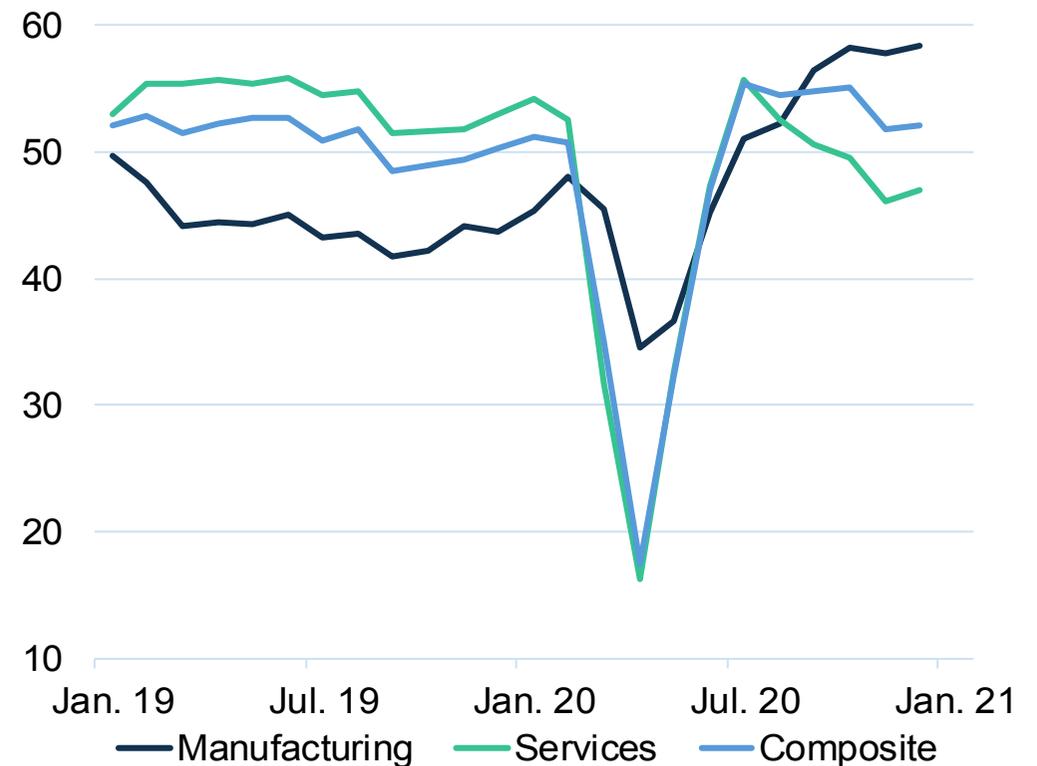
Dr. Jens-Oliver Niklasch
Tel: + 49 711 127-7 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Deutschland: Herzstück „Industrie“ in Q1 robust

Deutschland: Bruttowertschöpfung
(Q/Q in % und Beiträge der Wirtschaftszweige)



Deutschland: Einkaufsmanagerindizes
(Monatswerte, saisonbereinigt)



- Der Einbruch des BIP in Q2/2020 war u.a. dem Reißen der Lieferketten geschuldet. Die Industrie trug 40% des Verlustes an Wertschöpfung (-9,8% Q/Q) bei, abhängige Branchen wie unternehmensnahe Dienstleistungen, Handel und Transport zusammen noch einmal so viel. Für Q1/2021 sind die Vorzeichen besser. Die Industrie wächst unvermindert stark.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Harter Lockdown: Was heißt das für die Konjunktur?

Ziel „Inzidenz<50“. Wie geht es jetzt weiter?

Lockdown endet Ende Januar

- Lockdown bis Ende Januar: Verarbeitendes Gewerbe bleibt robust: Lieferketten sind intakt, solange Grenzen offen bleiben. Handel & Transport, Dienstleistungen sind schwerer getroffen. Das BIP in Q1/2021 dürfte mit einem Minus von 2% Q/Q enden. Aufholung ist kräftig und hält bis Jahresende an. Vorkrisenniveau wird auf Quartalsbasis gegen Ende 2021 übertroffen.

Lockdown bis Aschermittwoch (17. Februar)

- Regierung muss „Karnevalszeit“ einschließen, um Inzidenzziel zu erreichen. Positive Impulse nur vom Außenhandel und vom Bau. Einbruch wird beim privaten Konsum entsprechend stärker sein. Verläuft die Erholung ab Q2 kräftig (Bedingung: erfolgreiche Impfkampagne!), dann wird ca. Ende 2022 das Vorkrisenniveau (auf Quartalsbasis) wieder erreicht.

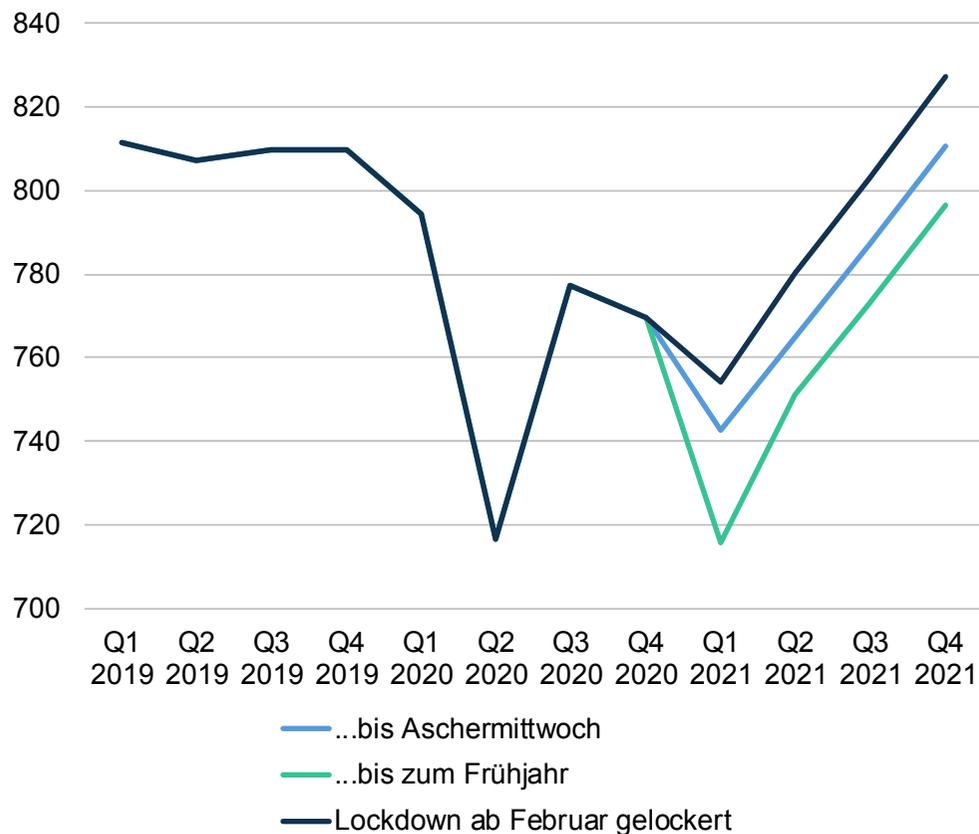
Lockdown bis Frühlingsanfang (21. März)

- Dauert der Lockdown bis März, wird der Einbruch für den Konsum in diesem Jahr nicht aufzuholen sein. Zudem dürften Bau und Industrie im Mitleidenschaft gezogen werden. Nur Außenhandel wirkt stabilisierend. BIP fällt auf das Niveau von Q2/2020. Erholung verläuft zwar ebenfalls kräftig, genügt aber nicht, um das Vorkrisenniveau noch 2021 zu erreichen.

Lockdown-Ende entscheidet über Wachstumsausblick

Deutschland: BIP in Szenarien

(Quartalswerte; Mrd. Euro, verkettet und saisonbereinigt)



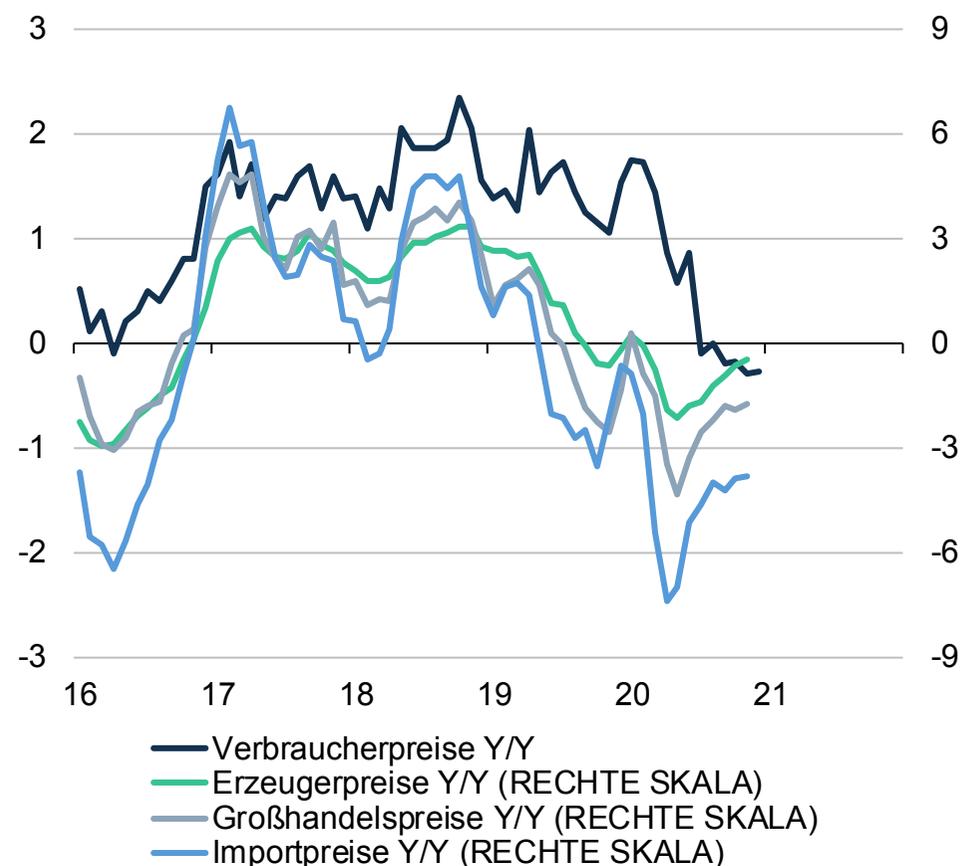
- Der anhaltende Lockdown in seiner harten Variante mit Schulschließungen, eingeschränkten Einkaufsmöglichkeiten und weitgehenden Mobilitätseinschränkungen dürfte zunächst bis Ende Januar bestehen.
- Werden die Einschränkungen ab Februar weitgehend gelockert, dürfte ein Teil der Einbußen noch in Q1 aufgeholt werden. Bis Jahresende ist aufgrund einer aufgestauten Konsumnachfrage, fiskalischer Impulse und einer erholten Weltkonjunktur mit einem hohen Wachstumstempo zu rechnen. Das BIP 2021 dürfte um 3,5% zulegen, nach voraussichtlich -5,6% in 2020. Das Schlussquartal 2022 dürfte sein Pendant übertreffen. Für das Gesamtjahr 2021 gilt dies freilich nicht.
- Hält der Lockdown länger an, wird der Rückgang in Q1 entsprechend kräftiger. Bei ungünstigem Verlauf (Lockdown bis Frühjahrsbeginn) wird 2021 auch bei kräftigem Wachstum in den restlichen Quartalen erneut ein Jahr mit BIP-Minuswachstum (-0,7% in unserem Negativ.-Szenario).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Inflation: Preisschub am Jahresbeginn – und dann?

Deutschland: Inflation und Preisdruck

(Y/Y in %, Monatswerte)



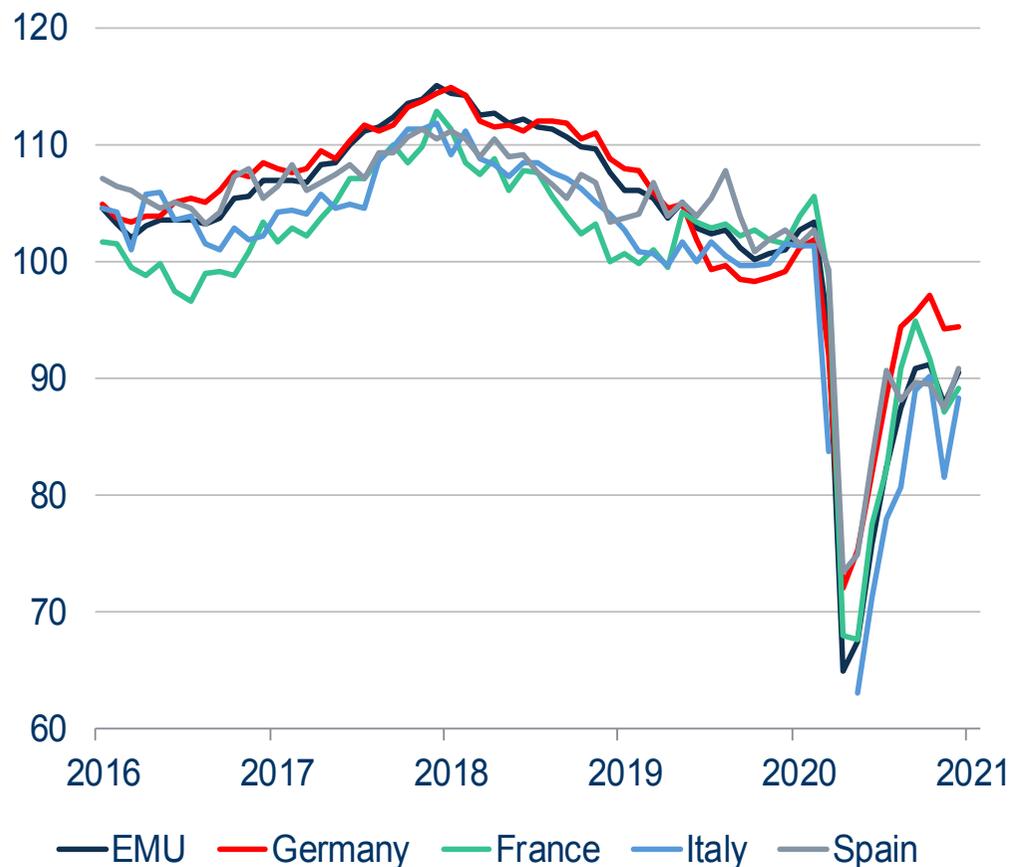
Quelle: ADAC, Refinitiv, LBBW Research

- Gleich zu Jahresbeginn zogen die Kraftstoffpreise an. Laut einer ADAC-Auswertung kostet ein Liter Super E10 im Mittel 1,335 Euro (+7,7 Cent ggü. Vorwoche). Der Dieselpreis kletterte um 7,6 Cent. Im Vergleich zu den Preisen kurz vor Weihnachten beträgt der Anstieg bei Benzin 9,9 Cent und bei Diesel 10,4 Cent.
- Zudem endet die temporäre Verringerung der MwSt (19% statt 16% bzw. 7% statt 5%). Dies sorgt jetzt zu Jahresbeginn für einen Preisschub. Der Preisauftrieb wird sich indes voraussichtlich zunächst nicht beschleunigen. Auf vorgelagerten Stufen ist der Preisdruck aktuell sehr gering bzw. negativ. Er dürfte zwar in den kommenden Monaten zunehmen, aber angesichts unterausgelasteter Kapazitäten erscheint der Spielraum für Überwälzungen auf die Verbraucherebene gering. Wenn im Jahresverlauf die aufgestaute Konsumnachfrage vorhandene Kapazitäten übersteigt, könnte sich dies ändern.
- Für 2021 rechnen wir jahresdurchschnittlich mit einer Inflationsrate von 1,3% für Deutschland und 1,1% für den Euroraum.

Blick nach Europa: Double Dip droht

EWU und Staaten: Economic Sentiment

(Monatswerte, saisonbereinigt)

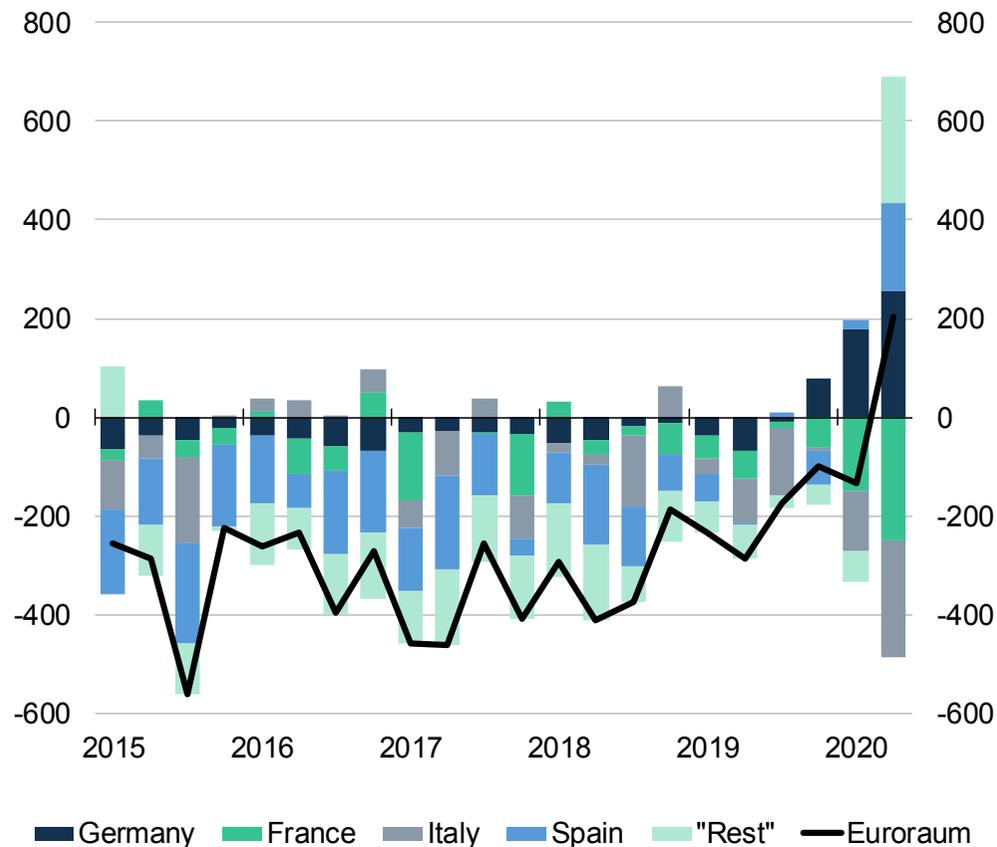


- Der Pandemieverlauf dürfte im Euroraum die Staaten des Südens (Frankreich, Italien, Spanien) wirtschaftlich härter getroffen haben als Deutschland. Wir gehen derzeit von einem Double Dip aus, in dem das vierte Quartal in den südlichen Staaten um 3%-4% ggü. dem Vorquartal zurückgegangen ist.
- Die Prognosen für diese Länder streuen derzeit breit. Für Frankreich erwartet die dortige Notenbank einen Rückgang um 4% Q/Q für das Schlussquartal, Spaniens Regierung prognostiziert für die Wirtschaft ihres Landes ein leichtes Plus per Q4, was aber angesichts mauer Frühindikatoren u.E. unwahrscheinlich ist.
- Im Gegenzug wird u.E. das Auftaktquartal 2021 im Süden besser gelaufen sein als in Deutschland. Insgesamt erwarten wir für den Euroraum ein Minus um 7,2% für 2020. Im Jahr 2021 dürfte es dann im Euroraum um 4% aufwärts gehen. D.h. das BIP-Wachstum dürfte im Süden höher sein als in Deutschland, was aber den Verlust aus dem Vorjahr kaum ausgleichen wird.

Arbeitsmarkt EWU: Verwirrende Pandemie-Zahlen

Anzahl der Arbeitslosen

(EWU, Veränderung zum Vorquartal in Tsd.)

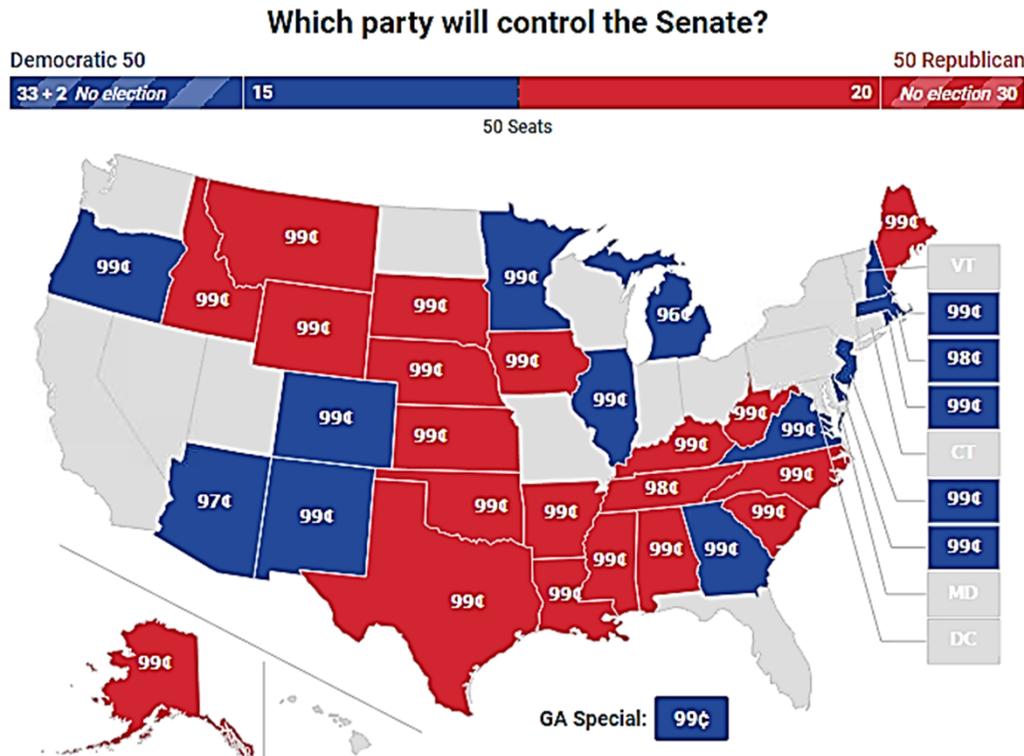


- Mitten in der Pandemie fällt im Euroraum die Arbeitslosenquote. Der Hochpunkt wurde im Juli mit 8,7% erreicht. Seither ging es abwärts, monatlich um 0,1 Prozentpunkte. Die jüngste Zahl für November beträgt 8,3%. Während ein langsamer Anstieg der Arbeitslosigkeit noch durch den umfassenden Einsatz von Kurzarbeit erklärbar wäre, gibt der Rückgang zunächst Rätsel auf.
- Indes dürfte die gute Performance am Arbeitsmarkt den erheblichen Einschränkungen durch die Pandemie zu erklären sein. Ein Blick auf die absoluten Zahlen zeigt: Während z.B. in Deutschland und Spanien die Anzahl der Arbeitslosen stieg, ist sie in Frankreich und Italien gesunken – stärker als je zuvor in den vergangenen Jahren. Vermutlich können Arbeitslose teils nicht registriert werden, oder sie bemühen nicht um eine neue Tätigkeit, weil sie z.B. Kinder betreuen müssen oder keine Perspektive für eine erfolgreiche Arbeitsvermittlung sehen, etwa weil sie im Gastgewerbe tätig sind. Letzteres ist die Erklärung von Eurostat für die Zahlen. Das „dicke Ende“ dürfte erst noch kommen.

USA: Biden kontrolliert künftig beide Häuser des US-Kongresses

Demokraten gewinnen Senatsnachwahl in Georgia

Pattsituation nützt Joe Biden

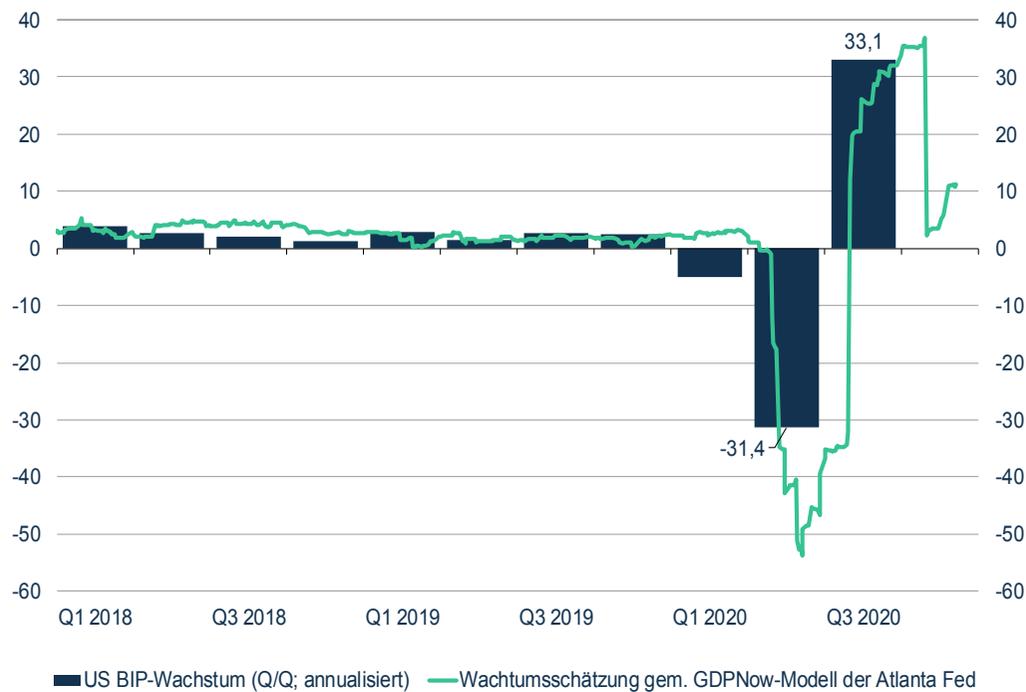


- Nachdem die Demokraten ihre Mehrheit im Repräsentantenhaus verteidigt hatten, haben sie nun auch beide im Bundesstaat Georgia bislang noch offenen Senatssitze gewonnen. Damit verfügen beide große Parteien künftig über 50 Sitze im Senat.
- Den Ausschlag bei einer Patt-Situation gibt hier dann die Stimme der zukünftigen demokratischen Vizepräsidentin Kamala Harris in ihrer Eigenschaft als Senatspräsidentin.
- Damit hat Joe Biden de facto die Kontrolle auch über den US-Senat gewonnen und kann nach seiner Amtsübernahme am 20. Januar nun quasi „durchregieren“.

USA: Indikationen für kräftiges BIP-Wachstum im 4. Quartal 2020

US-Bruttoinlandsprodukt und GDPNow-Modell der Atlanta Fed

Jahresrate, in %



- Trotz hoher Infektionszahlen befindet sich die US-Wirtschaft weiter auf Erholungskurs. Die Atlanta-Fed z.B. rechnet für das vierte Quartal 2020 mit einer annualisierten BIP-Zuwachsrate von rund 10 %. Unsere eigene Schätzung liegt etwas niedriger bei annualisierten 5 %.
- Die Eroberung der Kontrolle Bidens über beide Kammern des Kongresses dürfte im neuen Jahr zunächst die Hoffnung auf eine Ausweitung staatlicher Konjunkturlösungen nähren. Denn das Schreckgespenst einer republikanischen Fundamentalopposition gegen die Ausgabenpläne Bidens, die er größtenteils kreditfinanzieren muss, ist fürs Erste vom Tisch, d.h. ein „Government Shutdown“ droht vorerst nicht.
- Auf kurze Sicht dürfte dies die US-Wirtschaft unterstützen und in Verbindung mit den sonstigen Plänen Bidens - z.B. der Erhöhung der Mindestlöhne - gerade dem privaten Konsum als traditionell wichtigster Wachstumstütze der US-Wirtschaft zugutekommen.

Quelle: Federal Reserve Bank of Atlanta, Bloomberg, LBBW Research

USA: Pläne Bidens dürften den US-Dollar eher belasten

EURUSD mit gleitenden Durchschnittslinien

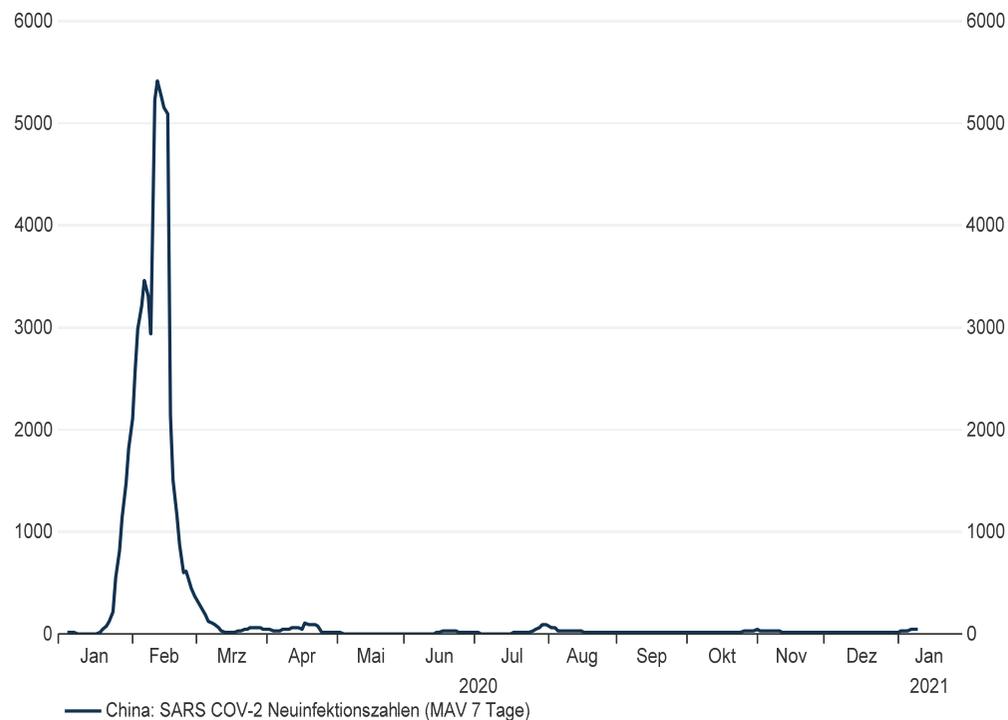
USD für einen Euro



- Der US-Dollar dürfte durch die neuen Machtverhältnisse in den USA u.E. zunächst eher belastet werden.
- Denn eine sehr starke Erhöhung der Staatsverschuldung in Verbindung mit einer von Joe Biden beabsichtigten und nun sehr realistisch gewordenen Verdopplung der Mindestlöhne sowie einer signifikanten Erhöhung der Unternehmensteuern von derzeit 21% auf voraussichtlich 28% ist im Normalfall nicht nach dem Geschmack der Finanzmärkte – und in der Regel auch eher eine Belastung für eine betreffende Währung, zumal die US-Notenbank versprochen hat, auf Kurs Richtung Expansion zu bleiben.
- Wir gehen von einem zum USD zunächst weiter festen Euro aus und erhöhen unsere EURUSD-Prognose per 30.06.2021 auf 1,25 (bisher: 1,23).

China: Anhaltender Aufschwung trotz neuer Corona-Fälle

China: Neuinfektionszahlen mit SARS Cov-2 Fallzahlen, MAV 1 Woche



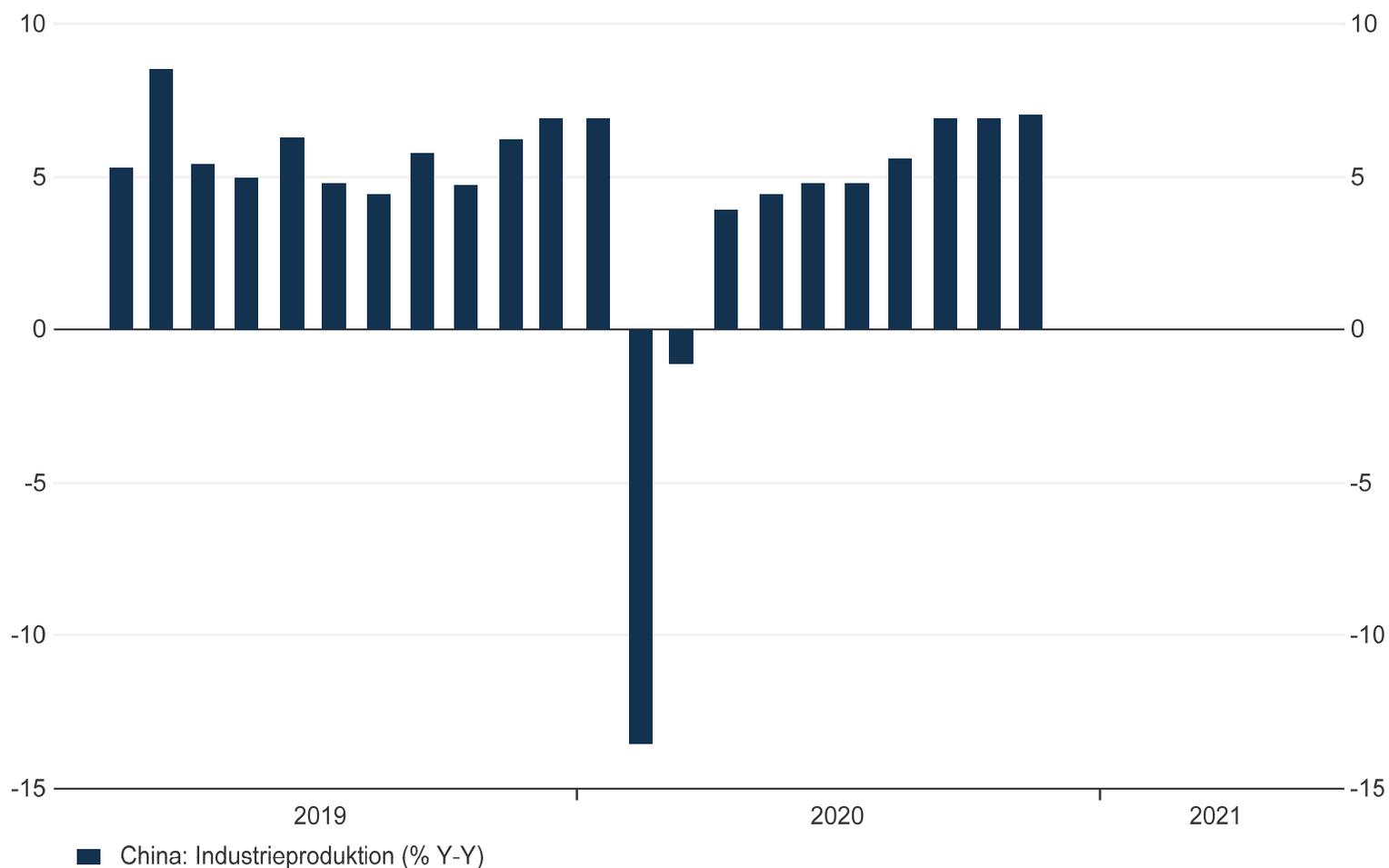
- Auch in China ist die Pandemie nicht überwunden. Zuletzt gab es hier wieder steigende Neuinfektionszahlen, die aber unter 100 pro Tag (MAV 1 Woche) lagen.
- Die Infektionszahlen in China liegen zwar weiterhin sehr weit unter denen in anderen Ländern. Da die Regierung aber größten Wert darauf legt, die Seuche vollständig zu beseitigen, schreckt man hier vor brachialen Maßnahmen nicht zurück, um die Ausbreitung im Keim zu ersticken.
- Deshalb wurden sowohl die 11 Mio. Einwohner zählende Hauptstadt der Provinz Hebei, Shijiazhuang, als auch die 125 Kilometer entfernte 7 Mio. Einwohner zählende Stadt Xingtai abgeriegelt. Die Bewohner dürfen die beiden Städte ohne besondere Erlaubnis nicht mehr verlassen. Der Straßenfernverkehr zu den beiden Städten wurde in beiden Richtungen eingestellt, Wohngebiete wurden abgesperrt und Schulen geschlossen.
- In Verbindung mit Chinas Impfkampagne gehen wir davon aus, dass die Maßnahmen den gewünschten Erfolg bringen werden. Von einer ernstzunehmenden Gefahr für Chinas Aufschwung gehen wir aktuell nicht aus.

Quelle: Refinitiv, Deutsche Welle Online, LBBW Research

China: Industrieproduktion wächst kräftig

Industrieproduktion

in % Y-Y



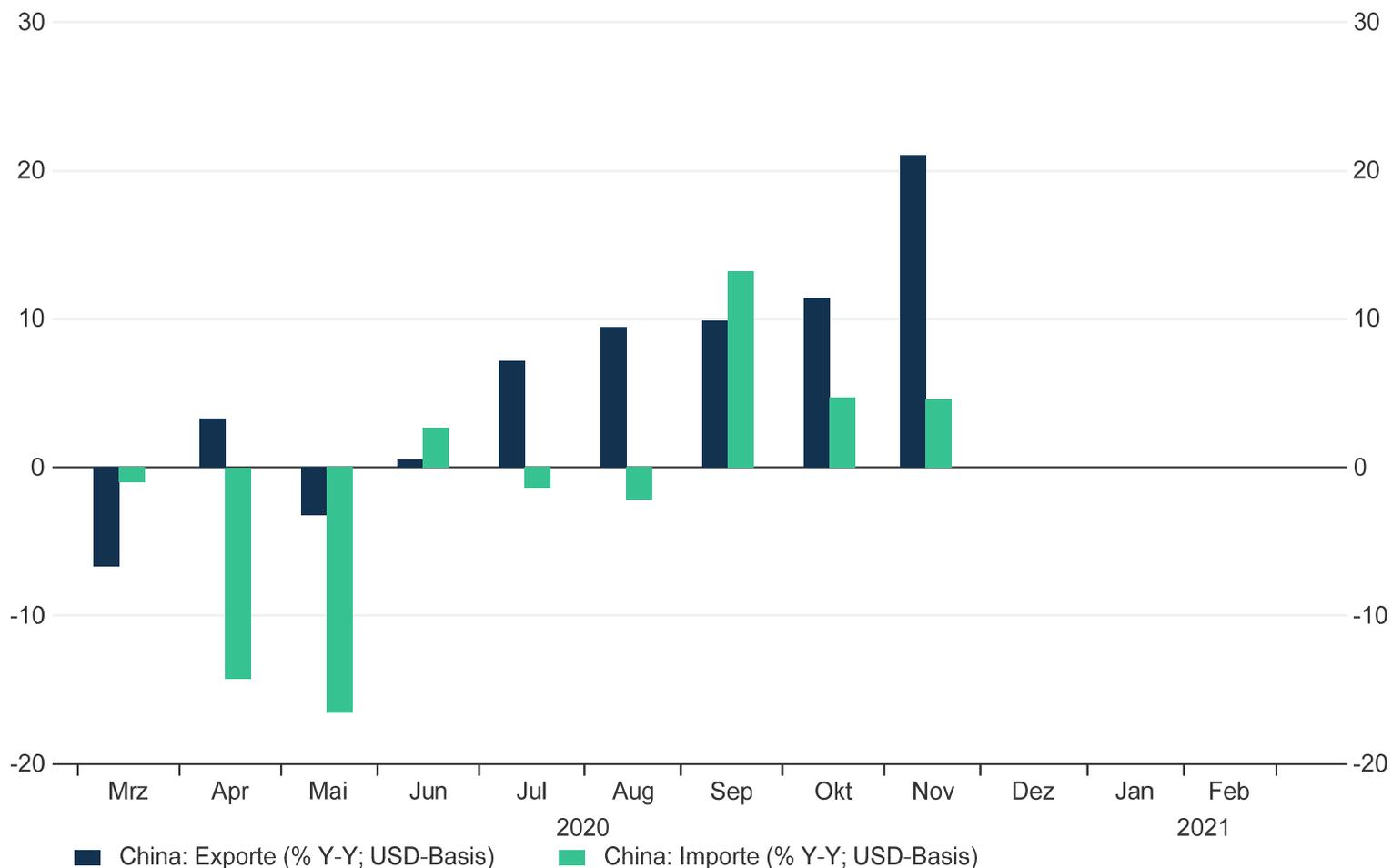
- Die chinesische Industrie bleibt auf Wachstumskurs. Die Produktion im „Reich der Mitte“ liegt inzwischen wieder über derjenigen kurz vor Ausbruch der Corona-Krise.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

China: Exporte deutlich erholt

Exporte und Importe Chinas

in % Y-Y (USD-Basis)



- Die chinesische Exportwirtschaft profitiert derzeit von Produktionsausfällen in anderen Ländern, einer hohen Nachfrage nach Gütern, die insbesondere in China hergestellt werden (medizinisches Zubehör, Equipment zum Ausbau der Digitalisierung, Unterhaltungselektronik) sowie der Reparatur internationaler Zulieferketten.
- Auch die Importe legen wieder zu, allerdings mit moderaterem Tempo. Die Konsumenten und die Unternehmen legen Zurückhaltung an den Tag.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Zinsen

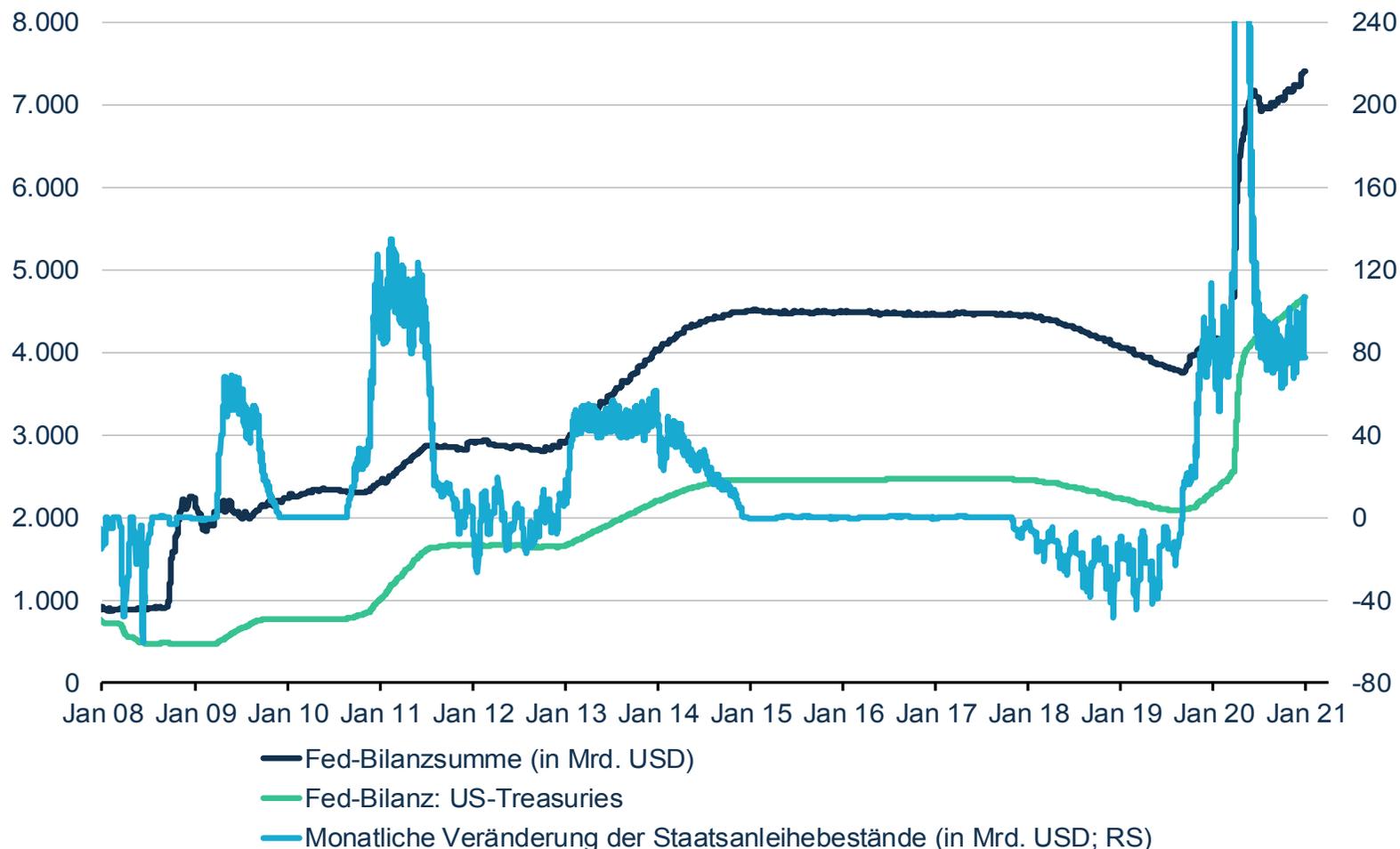


Elmar Völker
Tel: + 49 711 127-7 63 69
Elmar.voelker@LBBW.de

- Die US-Notenbank hat ihre Geldpolitik im Dezember unverändert belassen. Auch für die erste Sitzung im neuen Jahr am 27. Januar ist eine Anpassung wenig wahrscheinlich, nachdem die Fiskalpolitik „geliefert“ hat.
- Am US-Staatsanleihemarkt stehen die Zeichen 2021 auf eine noch stärkere Ausweitung des Angebots, nachdem die Chancen Joe Bidens auf eine Durchsetzung seines politischen Programms im Kongress gestiegen sind.
- Wir haben zwar unsere Prognosen für die USD-Langfristrenditen angehoben, sehen aber weiterhin klare Begrenzungen nach oben für die Renditeentwicklung durch den Kurs der Fed und durch eine wachsende relative Attraktivität von US-Treasuries im internationalen Vergleich.
- Im Euroraum greift die Reflationierungsdebatte angesichts steigender Inflationserwartungen ebenfalls Platz, dennoch verweigert sich die Euro-Zinskurve bisher einer nennenswerten Versteilerung. Ändern könnte dies mittelfristig eine Abkehr der EZB von ihrem „Easing Bias“.
- Die Performanceaussichten 2021 sind für kerneuropäische Staatsanleihen durchweg negativ, die Peripherie dürfte im Umfeld niedriger Vola weiterhin von der Suche nach Carry profitieren, nach dem Motto: „Buying the dip“.

Fed: Warten auf Unterstützung durch Fiskalpolitik beendet – Wahrscheinlichkeit einer Ausweitung der Treasurykäufe gesunken

Fed-Bilanzsumme, Bestände an US-Staatstiteln und Netto-Kaufvolumen pro Monat (in Mrd. USD)

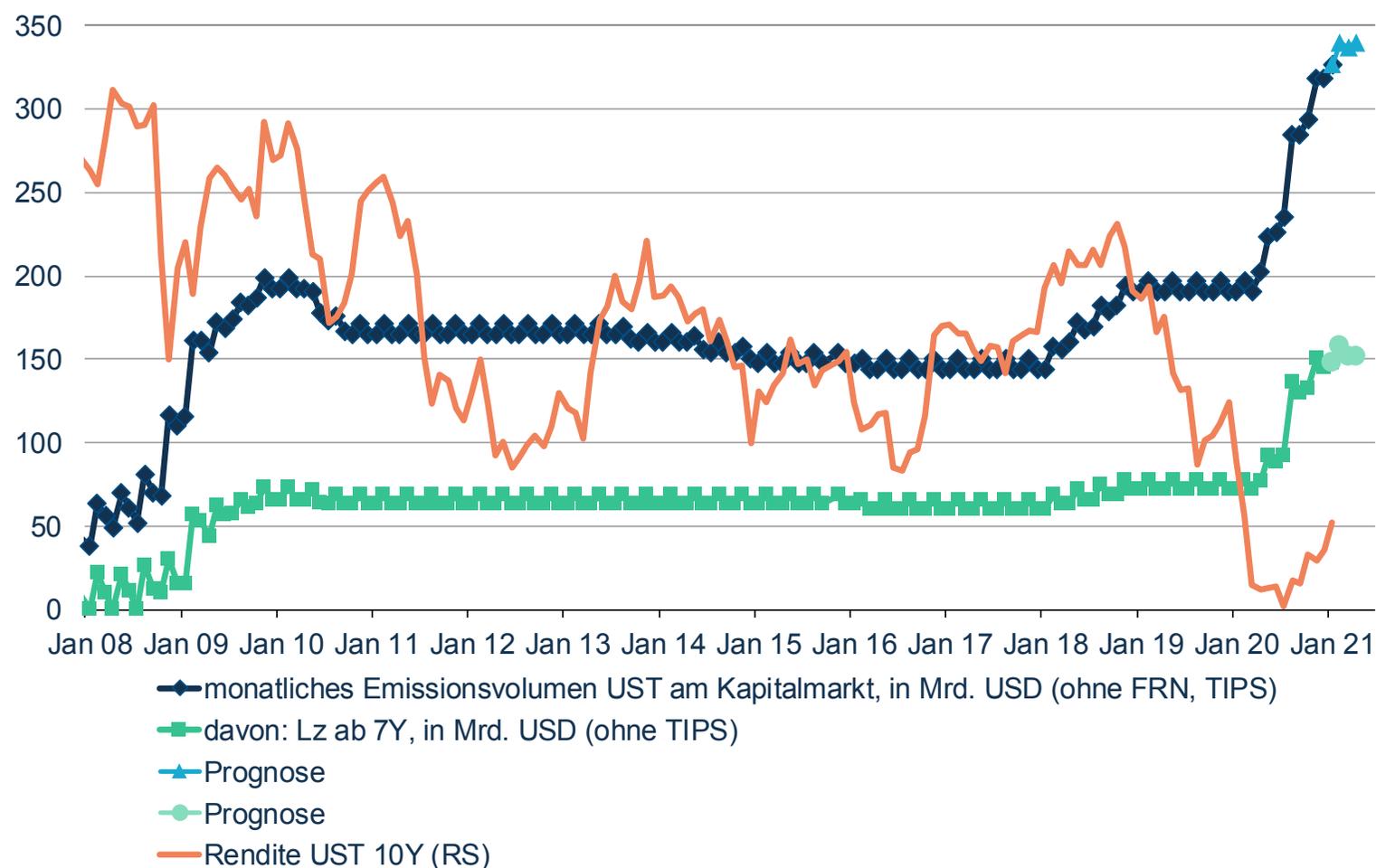


- Die US-Notenbanker treffen sich am 26./27. Januar zu ihrer ersten Zinssitzung des laufenden Jahres.
- Die aktuelle Lage der US-Konjunktur legt angesichts eines starken BIP-Rebounds in Q3 und solider Aussichten für Q4 vordergründig keine geldpolitische Änderung nahe.
- Von der Corona-Lage gehen weiterhin Risiken eines Rückschlags aus; die Verabschiedung des neuen Fiskalpakets dämpft diesbezügliche Sorgen.
- Vorerst erscheint es weniger wahrscheinlich, dass die Fed geldpolitisch nochmals nachlegt. Optionen bleiben u.E.: Eine Erhöhung der Treasurykäufe (derzeit 80 Mrd. USD / Monat) und eine Konzentration der Käufe auf den langen Laufzeitbereich.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: „Blaue Welle“ könnte zusätzlichen Schub für Anstieg der Staatsanleiheemissionen liefern

Monatliches Emissionsvolumen am US-Staatsanleihemarkt (in Mrd. USD; Jan. 21 – Apr. 21: Projektion)



- In Folge der Corona-Pandemie ist das Angebot langlaufender US-Staatsanleihen auf Rekordwerte emporgeschnellt.
- Joe Biden will Ende dieser Woche sein Regierungsprogramm vorstellen, dabei steht ein Konjunktur- und Reformpaket im Volumen von bis zu 3 Bio. USD im Raum.
- Die Chance auf eine Umsetzung der Ausgabenpläne ist nach den Siegen der Demokraten bei den Senatsnachwahlen in Georgia deutlich gestiegen.
- Damit ist fortgesetzter Aufwärtssdruck auf das Angebot an (langlaufenden) Staatsanleihen in der Pipeline.
- Um das steigende Angebot aufzunehmen, dürften Anleger c.p. höhere Renditen einfordern.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Wachsende relative Attraktivität von US-Treasuries dürfte Renditeanstieg dämpfen

Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen und währungsgesicherte Rendite 10-jähriger US-Treasuries

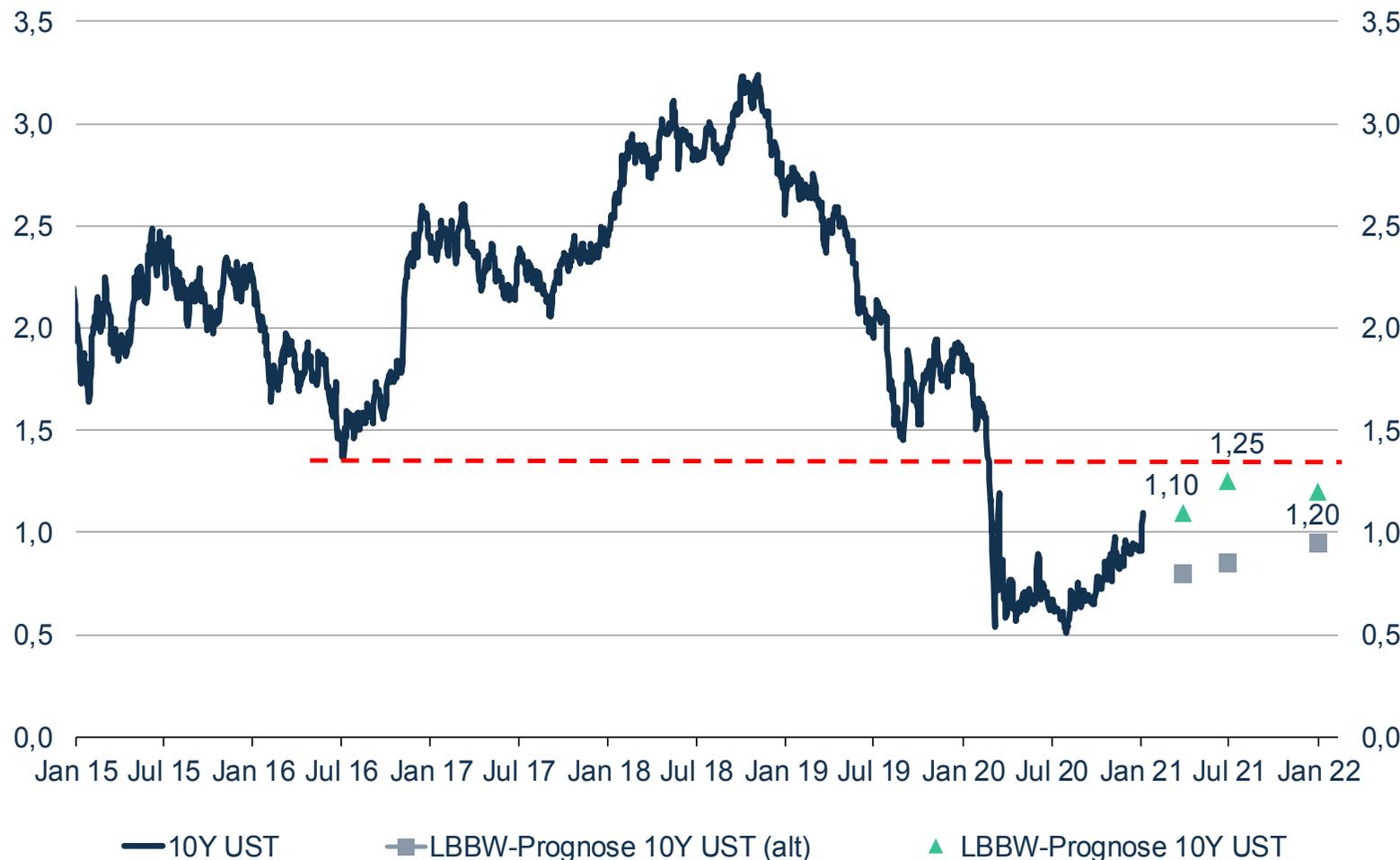


Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Andererseits sehen wir zwei wesentliche begrenzende Faktoren für den Renditeanstieg am US-Rentenmarkt.
- Erstens steigt die relative Attraktivität langlaufender US-Treasuries im internationalen Vergleich, da die Renditeniveaus im Euroraum und in Japan die Aufwärtsbewegung kaum mitgemacht haben.
- Für japanische Anleger liegt die währungsgesicherte Treasuryrendite auf dem höchsten Niveau seit Sommer 2017.
- Zweitens dürfte der US-Notenbank mindestens so lange an einer engen Begrenzung des Renditeanstiegs gelegen sein, wie die US-Wirtschaft durch die Coronakrise weiterhin stark erhöhten Risiken ausgesetzt ist.
- Die Option der Einführung einer Politik der Zinskurvenkontrolle sollte u.E. eine disziplinierende Funktion auf den Markt ausüben.

USD-Rentenmarkt: Renditeprognose für Langläufer angehoben – Obergrenze bei Vor-Corona-Tief?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries mit alten und neuen LBBW-Prognosen

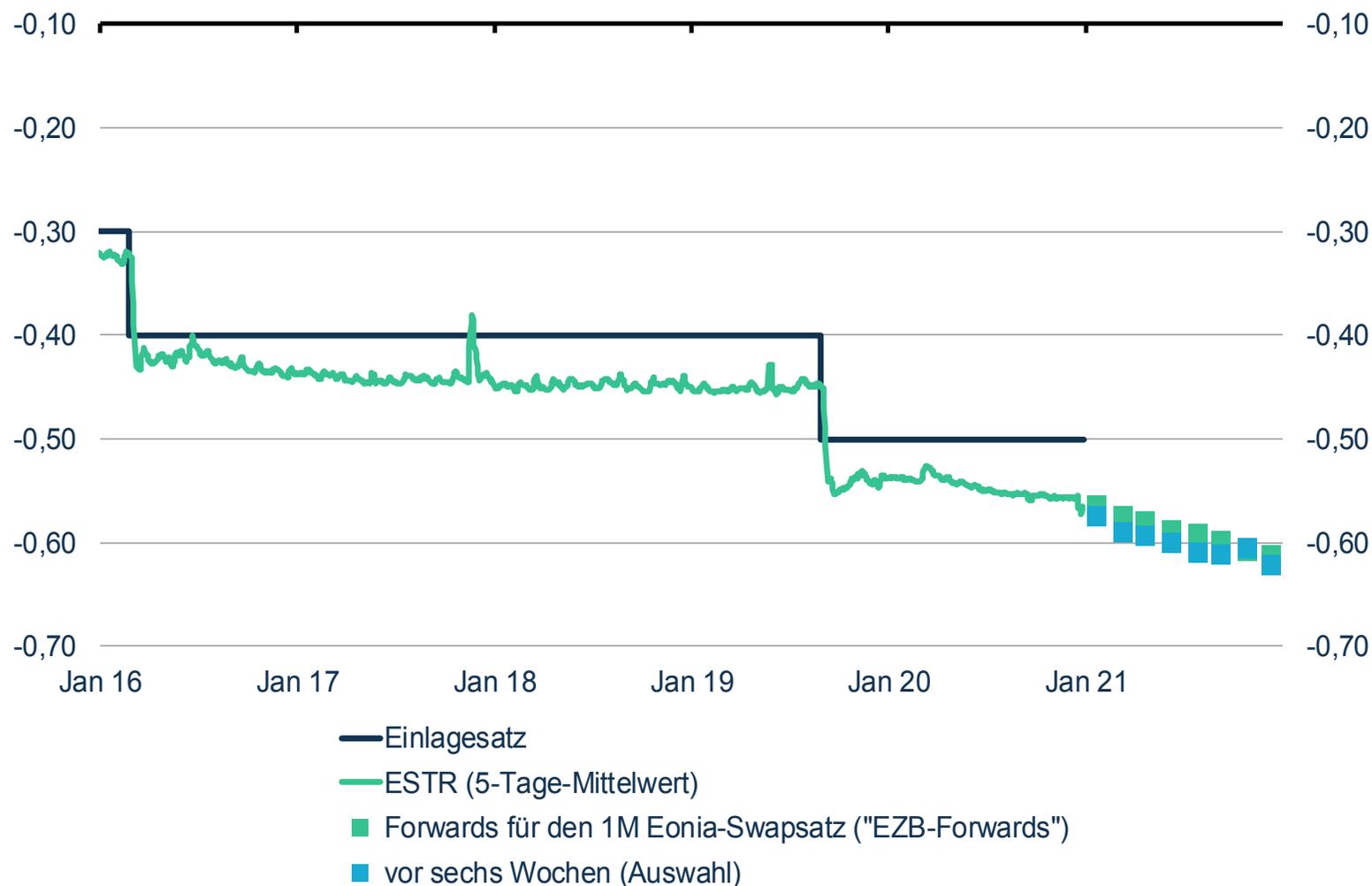


- Wir sehen in der Summe zwei gewichtige Gründe, unsere Prognose für die USD-Langfristzinsen anzuheben.
- Erstens gibt der Sprung der 10-jährigen Treasuryrendite über die 1 %-Marke einen zusätzlichen technischen Impuls.
- Zweitens ist der Machtzugewinn Joe Bidens durch die Georgia-Wahlen dazu angetan, die Spekulationen über eine Reflationierung zu befeuern.
- Nächste wichtige Hürde auf dem Weg nach oben ist das Vor-Corona-Tief im Bereich von 1,30 % aus dem Jahr 2016.
- Wegen vorgenannter begrenzender Faktoren glauben wir nicht, dass dieses Niveau nachhaltig überschritten wird.
- Mittelfristig sollte insbesondere eine wachsende Nachfrage nach Dollar-Assets aus dem Ausland Anleihekurse und US-Währung stützen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EZB: Zinssenkungsspekulationen bleiben zum Jahresstart 2021 gemäßigt

EZB-Einlagesatz und Tagesgeldsatz €STR mit EZB Forwards

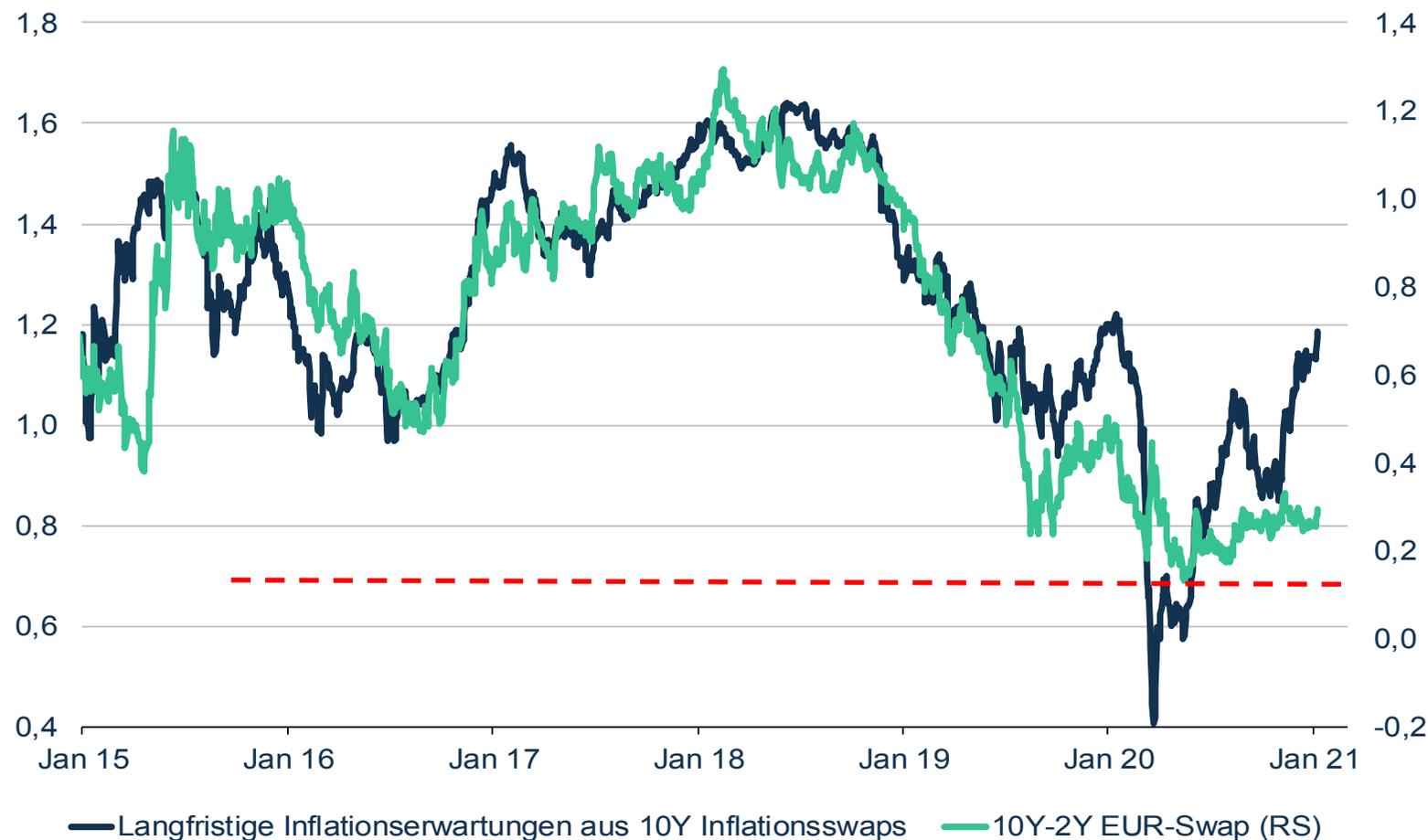


- Die EZB signalisierte nach ihrer Ratssitzung vom 10. Dezember, dass nach der umfassenden Rekalibrierung der Geldpolitik die Zeichen mindestens auf eine Beibehaltung des aktuellen Expansionsgrades für absehbare Zeit stehen
- Im Zweifel sind weitere Lockerungsschritte möglich, falls es nach der aktuellen zweiten Corona-Welle weitere Rückschläge geben sollte.
- Dies könnte dann auch eine Anpassung des Einlagesatzes beinhalten.
- Am Euro-Geldmarkt herrscht aktuell eine gesplante Einschätzung: Die marktimplizite Wahrscheinlichkeit für eine Einlagesatzsenkung um 10 Bp per Herbst 2021 liegt bei rund 50 %.
- Ein anhaltend fester Euro würde die Zinssenkungsspekulationen lebendig halten.

Quelle: EZB, Refinitiv, LBBW Research

Euro-Zinskurve: Ist der Anstieg der Inflationserwartungen nachhaltig? Und (wann) folgt hieraus eine Versteilerung?

10Y Inflationserwartungen für den Euroraum und Steilheit 10Y-2Y EUR-Swap



- Ungeachtet der internationalen Tendenz an den Finanzmärkten zu wachsenden Reflationierungsspekulationen ist die EUR-Zinskurve derzeit noch immer fast ebenso flach wie auf dem bisherigen Hochpunkt der Coronakrise im Frühjahr 2020.
- Im Euroraum steigen die Inflationserwartungen zwar zögerlicher als in den US; sie haben hier gleichwohl das höchste Niveau seit Januar 2020 erreicht.
- Zwei mögliche Trigger sehen wir dafür, dass die Kurvensteilheit gegenüber den Inflationserwartungen stärker nachzieht.
Erstens: Eine klare Wende bei EWU-Kerninflation nach oben. Zweitens: Ein Abrücken der EZB von ihrem geldpolitischen „Easing-Bias“. Beides erwarten wir frühestens für den Sommer.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Zinskurve: Extrem niedrige implizite Zinsvola drückt auf Steilheit und Krümmung

Butterfly-Spread 2Y/10Y/30Y EUR-Swap und implizite Swaption-Vola

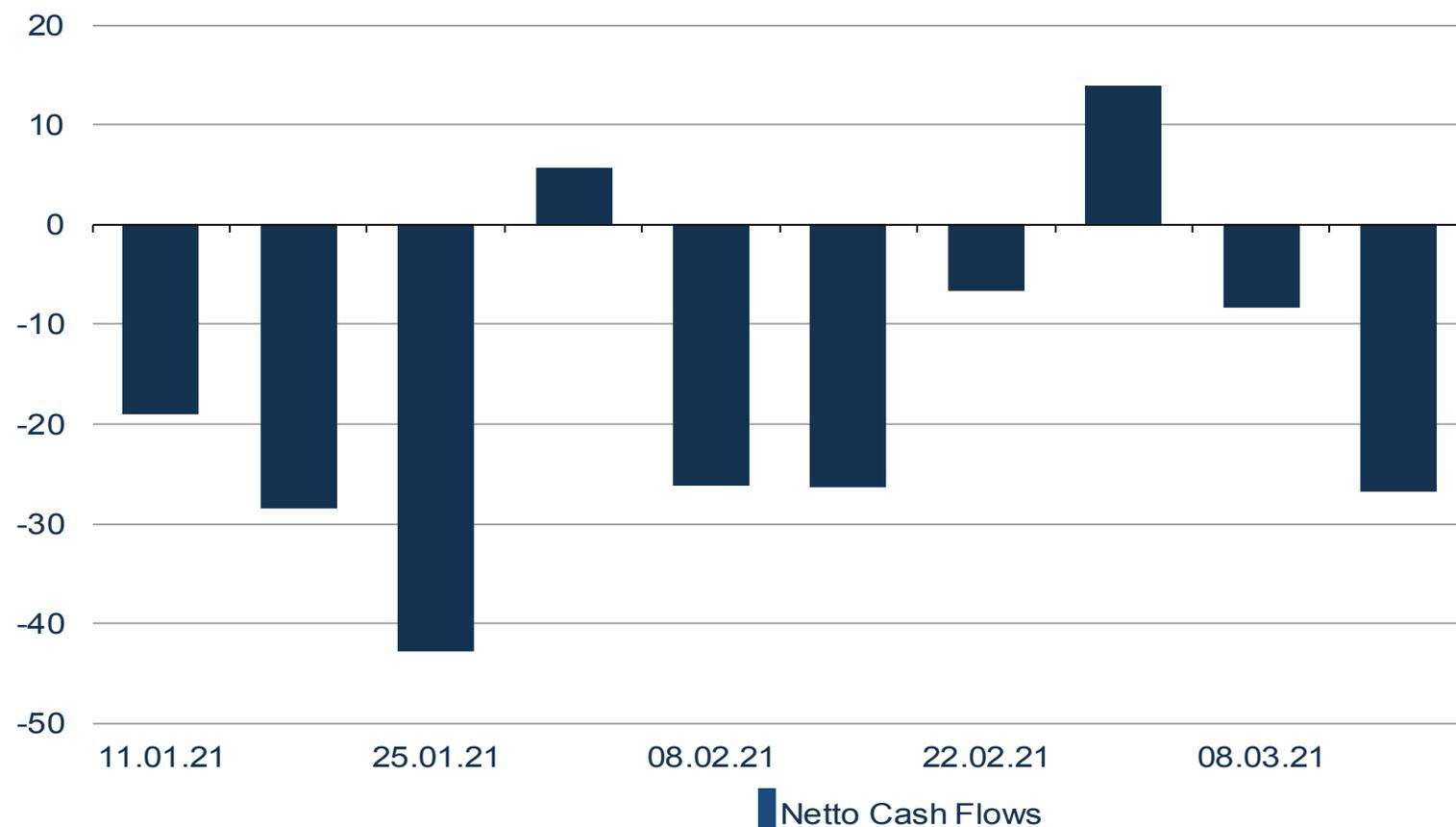


- Die EZB dürfte ihre geldpolitische Ausrichtung u.E. auch mittelfristig nur in homöopathischen Dosen ändern und mittels ihrer Forward Guidance auch weit über das Jahr 2021 hinaus klarstellen, dass eine echte geldpolitische Wende auf absehbare Zeit nicht zu erwarten ist.
- Im EZB-Rat herrscht die Einschätzung vor, dass man in der Vergangenheit eher zu früh geldpolitisch vom Gas gegangen ist. Eine Wiederholung dieses „Fehlers“ will man in der Coronakrise auf jeden Fall vermeiden.
- Letzteres spricht c.p. dafür, dass die implizite Vola am EUR-Zinsmarkt sehr niedrig bleiben wird, was auf Kurvensteilheit und -krümmung drückt.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Staatsanleihen: Hohe Nettoemissionen belasten im gesamten ersten Quartal

Erwartete Netto-Emissionen am Euro-Staatsanleihemarkt je Woche (in Mrd. Euro)

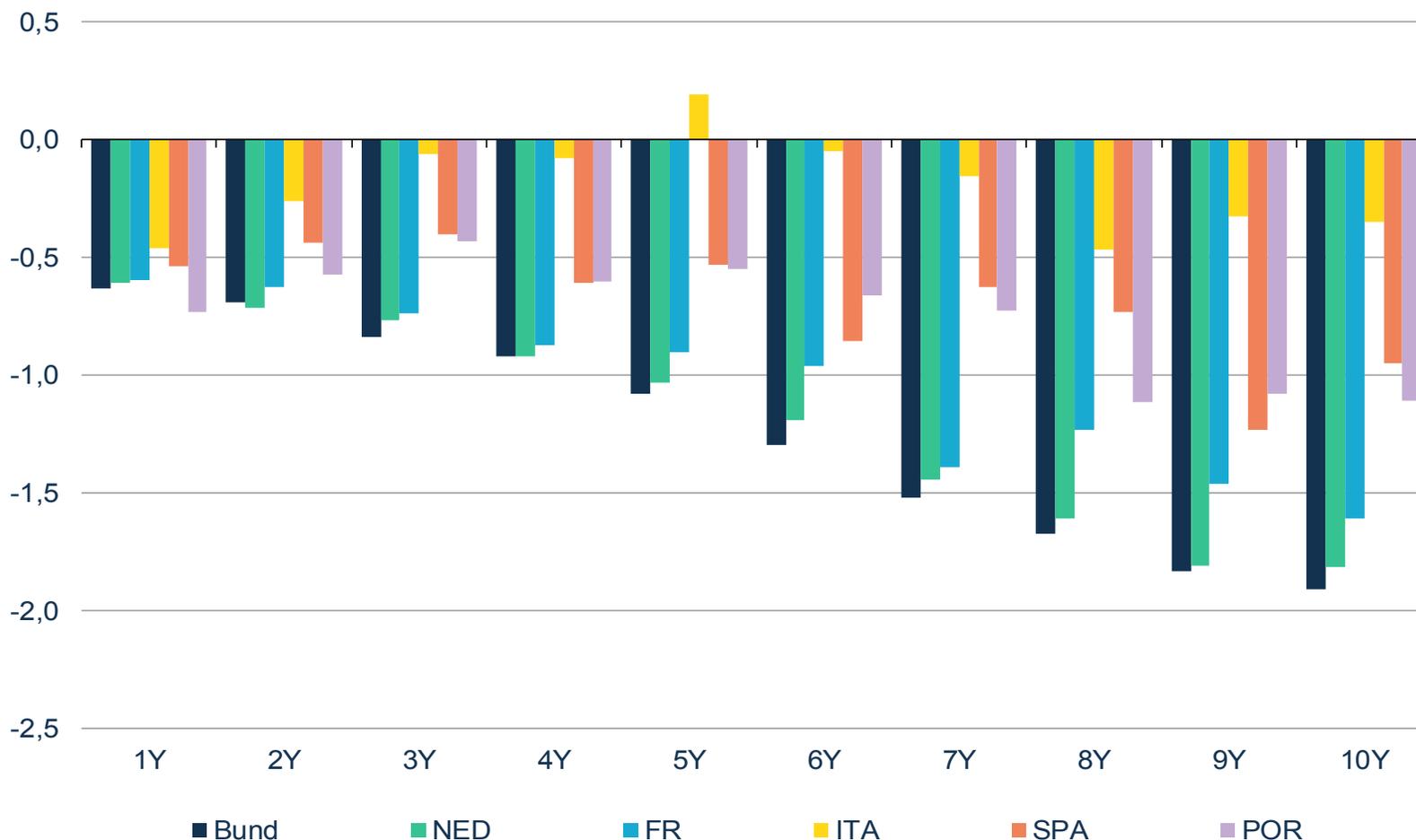


- In den ersten Wochen des Jahres 2021 steht der Euro-Staatsanleihemarkt in einem Spannungsfeld zwischen einer Rückendeckung der EZB einerseits und einem hohen Angebotsdruck andererseits.
- Die „dovishe“ Rhetorik der Notenbank, flankiert von umfassenden Anleihekäufen, motiviert die Anleger dazu, temporäre Kursrückschläge als Kaufgelegenheit zu sehen, getreu dem Motto: „Buying the dip“.
- Die Aufnahmefähigkeit des Marktes wird dennoch in den kommenden Wochen durch anhaltend hohe negative Netto Cash Flows (= hohes Angebot, kaum Fälligkeiten) weiterhin auf die Probe gestellt.
- Nach einem starken Rentenjahr 2020 sollte man sich auf Phasen mit Gewinnmitnahmen einstellen.

Quelle: Finanzministerien, Bloomberg, LBBW Research

Euro-Staatsanleihen: Performanceerwartungen 2021 vor allem für Kerneuropa negativ – „Buying the dip“ stützt Peripherie

Performanceerwartung für Euro-Staatsanleihen bis Ende 2020 (Basis: LBBW-Bundrenditeprognose, Spreads unverändert)



- Fazit: 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 und die Niederlande 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 anhaltenden Anlagedruck und eine hiermit verbundene „Jagd nach Carry“ gestützt. Für Italien bestehen erneut die besten Performanceaussichten. Vorsicht jedoch vor der fragilen innenpolitischen Lage; ein Bruch der Regierung in Rom könnte Turbulenzen auslösen.

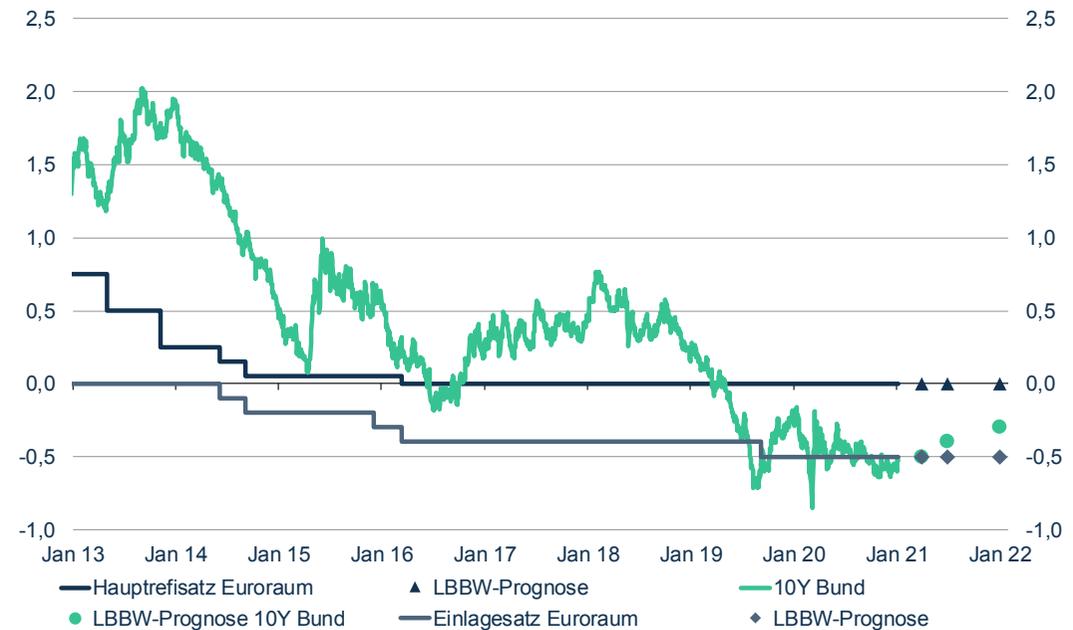
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

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. Potenziell Ergänzung der Anleihekäufe um Strategie der Zinskurvenkontrolle. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte im Zuge des Regierungswechsels wegen Sorgen vor steigender Verschuldung 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 ist mit Abebben der Coronavirus-Pandemie ein moderater Wiederanstieg zu erwarten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Credits



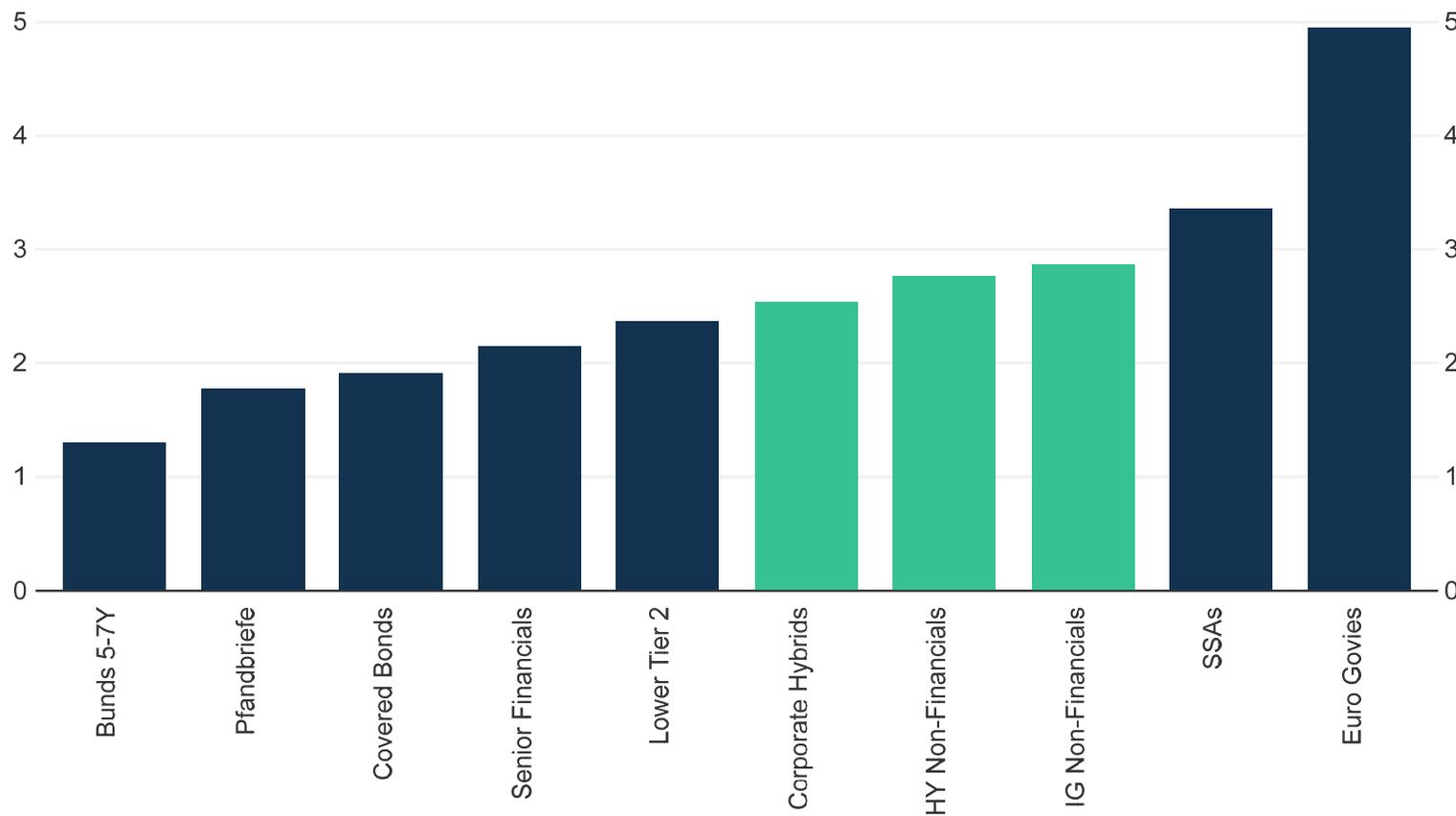
- Corporate Credits gelang 2020 positive Performance
- Für 2021 High Yield und Hybridanleihen am attraktivsten
- Rekordjahr 2020 bei Neuemissionen, v.a. durch IG-Bonds
- Ausblick für Neuemissionen 2021
- EZB kauft Rekordvolumen an Corporate Bonds
- EZB-Nachfrage stützt die Spreads
- Autos mit stärkster Spreadausweitung und –erholung
- Oil & Gas und Autos mit Outperformance seit unserer Heraufstufung
- Autos und Oil & Gas bieten weiterhin Rendite-Potenzial

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

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

Corporate Credits gelang 2020 positive Performance

Total Return Fixed Income im Jahr 2020 in Prozent



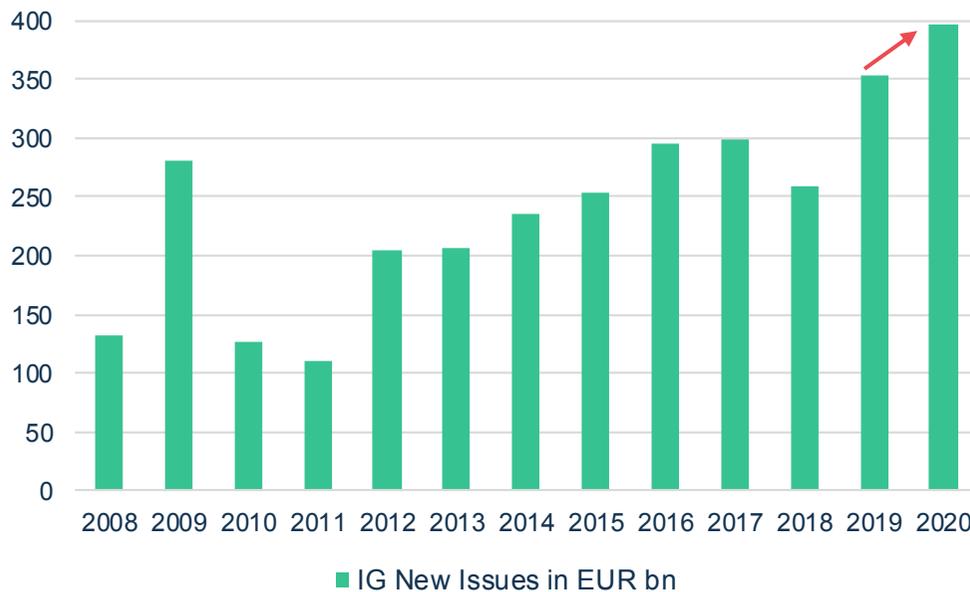
- Nach einem starken Jahr 2019 (IG +6,5%; HY +11,3%) mussten die Corporates im Zuge der Corona-Krise zwischenzeitlich hohe Verluste hinnehmen.
- Bis zum Jahresende kletterte der Total Return der Corporates für 2020 wieder ins Plus:
IG +2,9%;
HY +2,8%;
Hybride +2,5%.
- Die Risikospreads der Indizes weiteten sich im Jahr 2020 per Saldo zwar leicht aus, aber die Corporate Bonds profitierten vom Rückgang des allgemeinen Renditeniveaus sowie von relativ hohen Rendite-Ausgangsniveaus bei überschaubaren Ausfallraten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Rekordjahr 2020 bei Neuemissionen, v.a. durch IG-Bonds

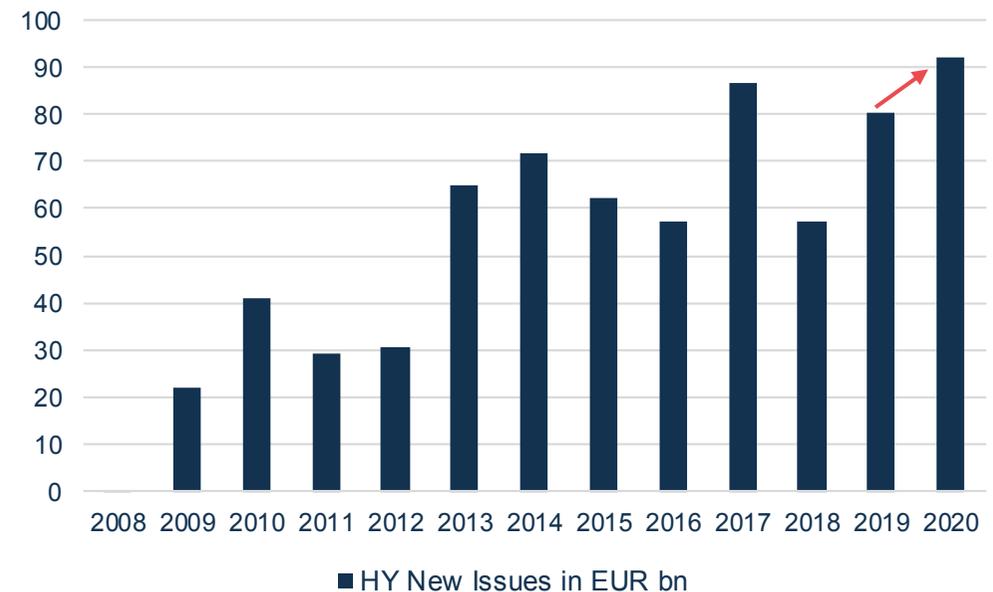
Investmentgrade-Neuemissionen ab 2008

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



High Yield-Neuemissionen ab 2008

Volumen EUR Corporate Bonds (in Mrd. Euro)



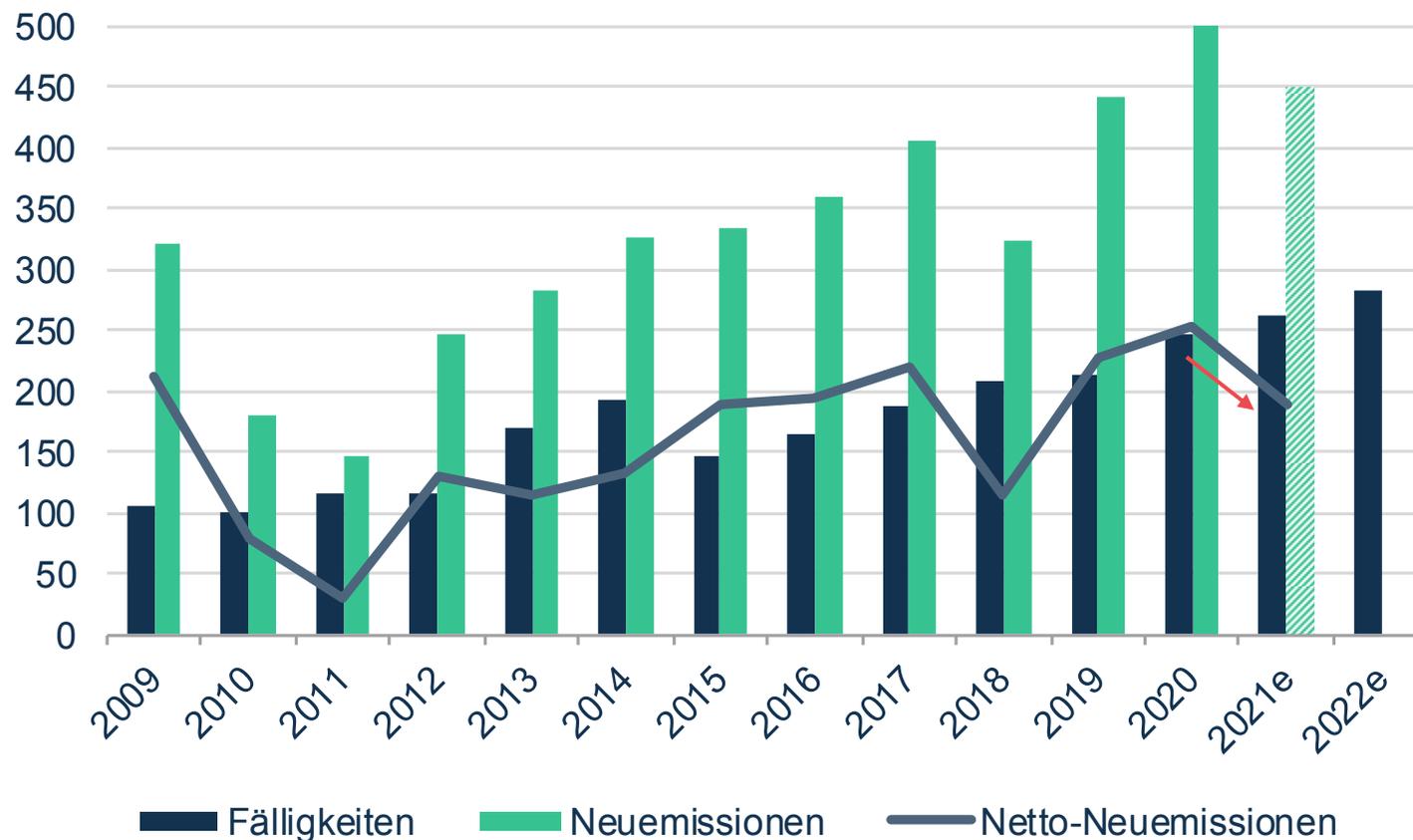
- Das im Gesamtjahr 2020 erzielte Rekordvolumen von 500 Mrd. Euro an EUR-Neuemissionen war von einer extrem hohen Emissionstätigkeit während der ersten „Hochphase“ der Corona-Krise geprägt und dürfte nicht so schnell zu knacken sein.
- Vor allem Unternehmen aus dem Investmentgrade stockten aus Sicherheitsgründen ihre Cash-Bestände deutlich auf und begaben im Gesamtjahr 2020 ein IG-Rekordvolumen von 396,4 Mrd. Euro (+12,1% ggü. Vorjahr, siehe Chart links).
- Auch die schwächeren Bonitäten nutzten das große Interesse der Investoren an Corporate Bonds. Das High-Yield-Segment erzielte mit einem Jahresvolumen von 92,0 Mrd. Euro ebenfalls einen neuen Emissionsrekord (+14,4% ggü. Vorjahr, siehe Chart rechts).

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

Ausblick für Neuemissionen 2021

Corporate Bonds: Fälligkeiten und Neuemissionen

Volumen (in Mrd. Euro)



- Die Unternehmen haben sich im Jahr 2020 mit einem Rekordvolumen an neuen Bonds eingedeckt und ihre Cash-Reserven aufgestockt.
- Für 2021 rechnen wir mit einem deutlich geringeren Bedarf an Neuemissionen. Das Volumen dürfte gleichwohl auf einem hohen Niveau oberhalb von 400 Mrd. Euro bleiben. Dafür sprechen die günstigen Refinanzierungskonditionen und ein vermutlich anhaltender Fokus auf Cash – evtl. auch schon im Hinblick auf zukünftig steigende Investitionen u. M&A.
- Die Bondfälligkeiten klettern 2021 auf 262 Mrd. Euro und 2022 auf 282 Mrd. Euro. Das Netto-Neuemissionsvolumen dürfte 2021 gegenüber dem 2020er-Rekordvolumen (netto 253 Mrd. Euro) zurückgehen.

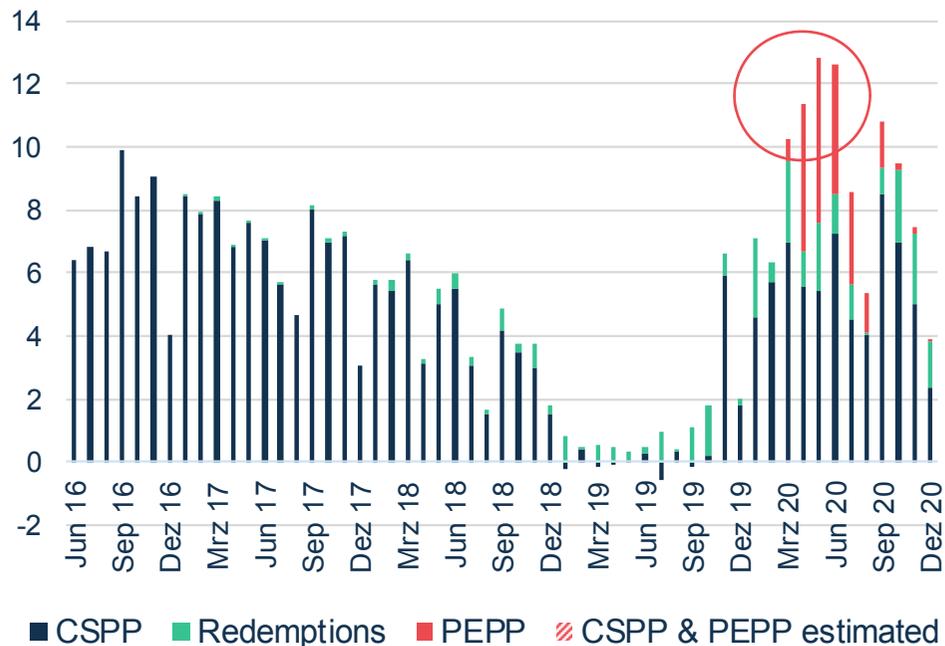
Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research



EZB kauft Rekordvolumen an Corporate Bonds

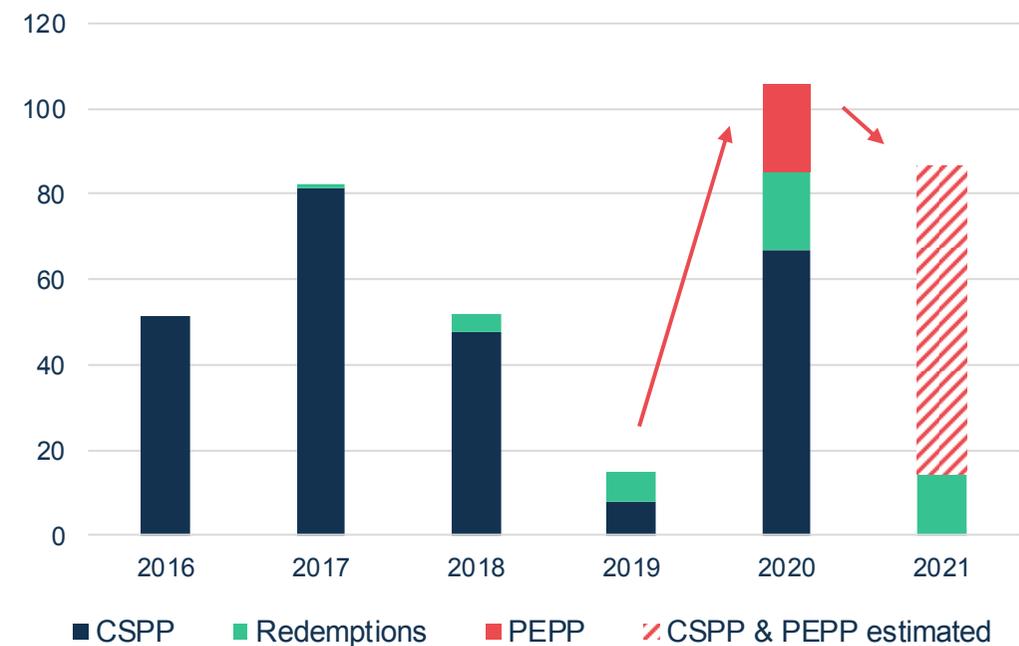
Monatliche EZB-Käufe (CSPP & PEPP)

Corporate Bonds, Volumen (in Mrd. Euro)



Jährliche EZB-Käufe (CSPP & PEPP)

Corporate Bonds, Volumen (in Mrd. Euro)



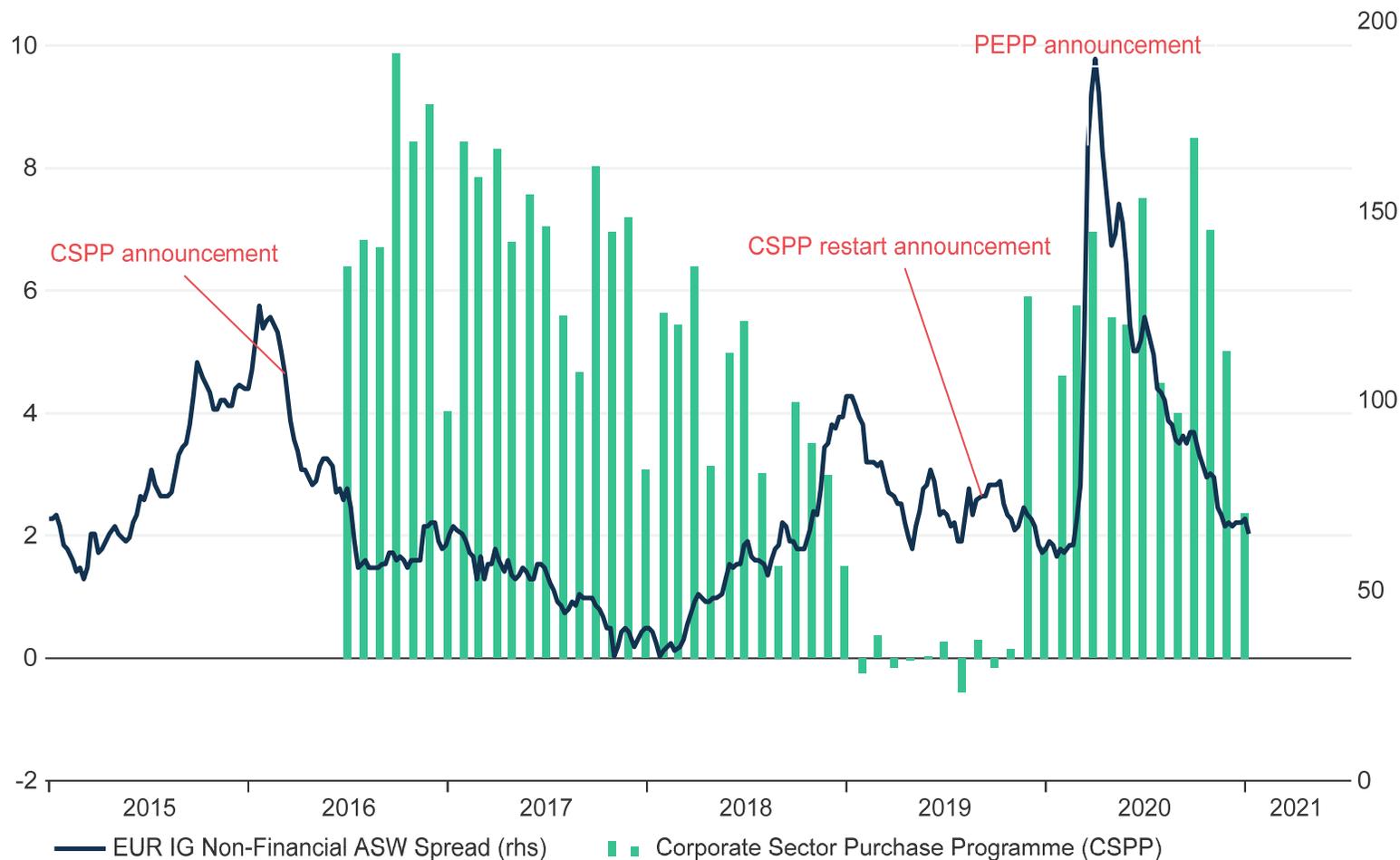
- Im Gesamtjahr 2020 hat die EZB Unternehmensanleihen in einem Brutto-Volumen von 106 Mrd. Euro gekauft – inkl. einer Wiederanlage von 18 Mrd. Euro aus Bondfälligkeiten (Redemptions) – und damit deutlich mehr als im bisherigen Rekordjahr 2017 (82 Mrd. Euro).
- Zu den Käufen im Rahmen des CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) kam im März 2020 als Reaktion auf die Corona-Krise das PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) hinzu. Die EZB erwarb 2020 ca. ein Drittel des Volumens am Primärmarkt (Neuemissionen).
- Insgesamt hält die EZB über 270 Mrd. Euro an EUR Corporate Bonds im Bestand – das entspricht ca. 15% des Indexvolumens an IG-Corporates!
- Das PEPP wurde bis März 2022 verlängert. Wir rechnen auch für 2021 mit einer hohen Kaufaktivität der EZB.

Quelle: EZB, Refinitiv, LBBW Research

EZB-Nachfrage stützt die Spreads

EZB-Kaufvolumen und Investmentgrade-Spreads

Volumen (in Mrd. Euro), Spreads (in Bp.)



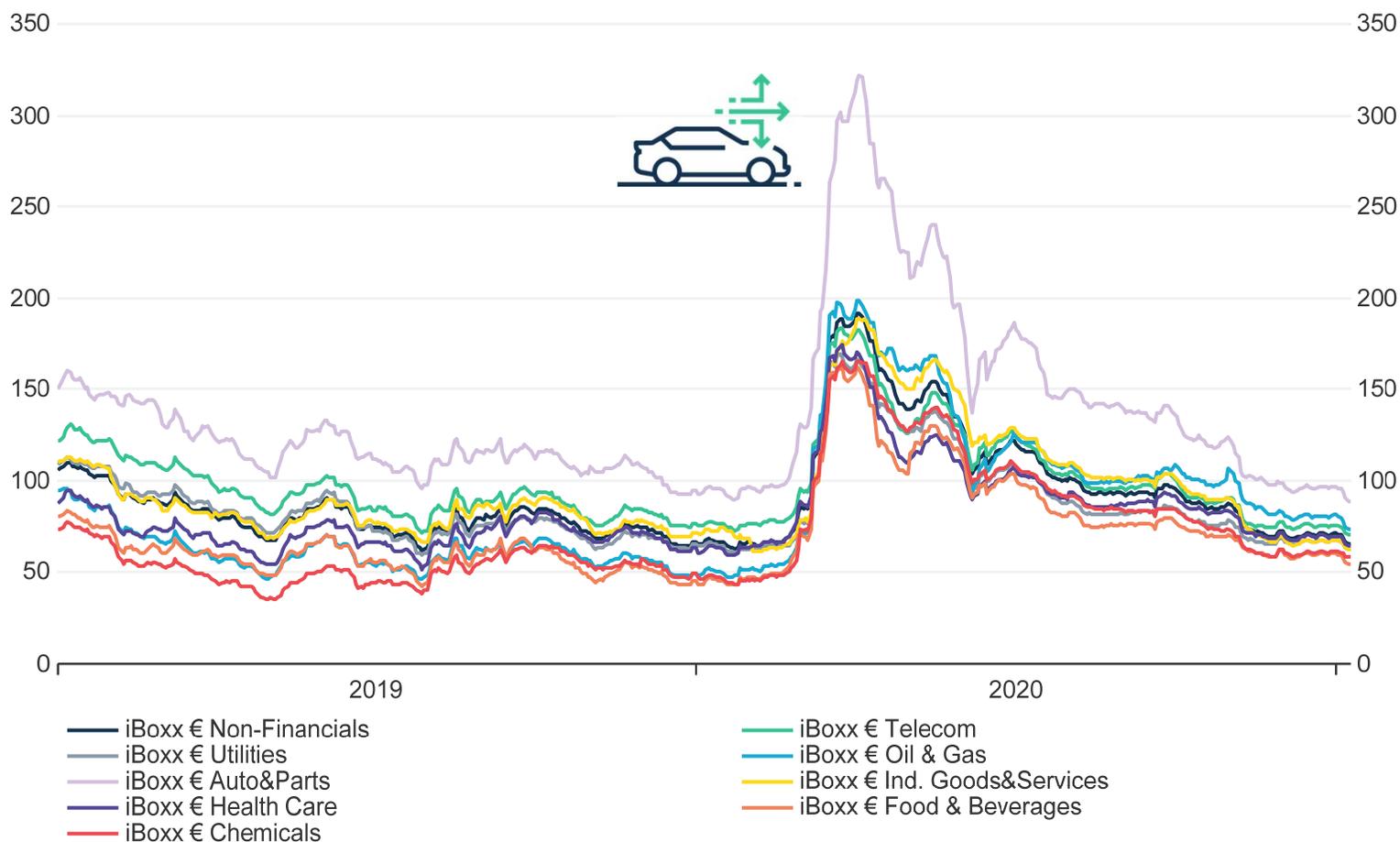
- Nach einem sprunghaften Anstieg der Risikospreads im Zuge der Corona-Krise stockte die EZB im März 2020 das CSPP auf und ergänzte das Bondkaufprogramm um das PEPP.
- Begünstigt durch diese Käufe und im Zuge einer allgemeinen Marktstabilisierung erholten sich die Risikospreads sukzessive – nahezu bis zu den Vorkrisenniveau..
- Von den Spreadeinengungen im Investmentgrade profitierten auch die Spreads im High-Yield-Segment.
- Aufgrund aktuell rekord-niedriger IG-Renditen bieten HY-Bonds u. E. ein attraktiveres Renditepotenzial (v.a. Rating-kategorie BB).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Autos mit stärkster Spreadausweitung und -erholung

Spreadentwicklung iBoxx-Sektoren

ASW Spreads in Bp.

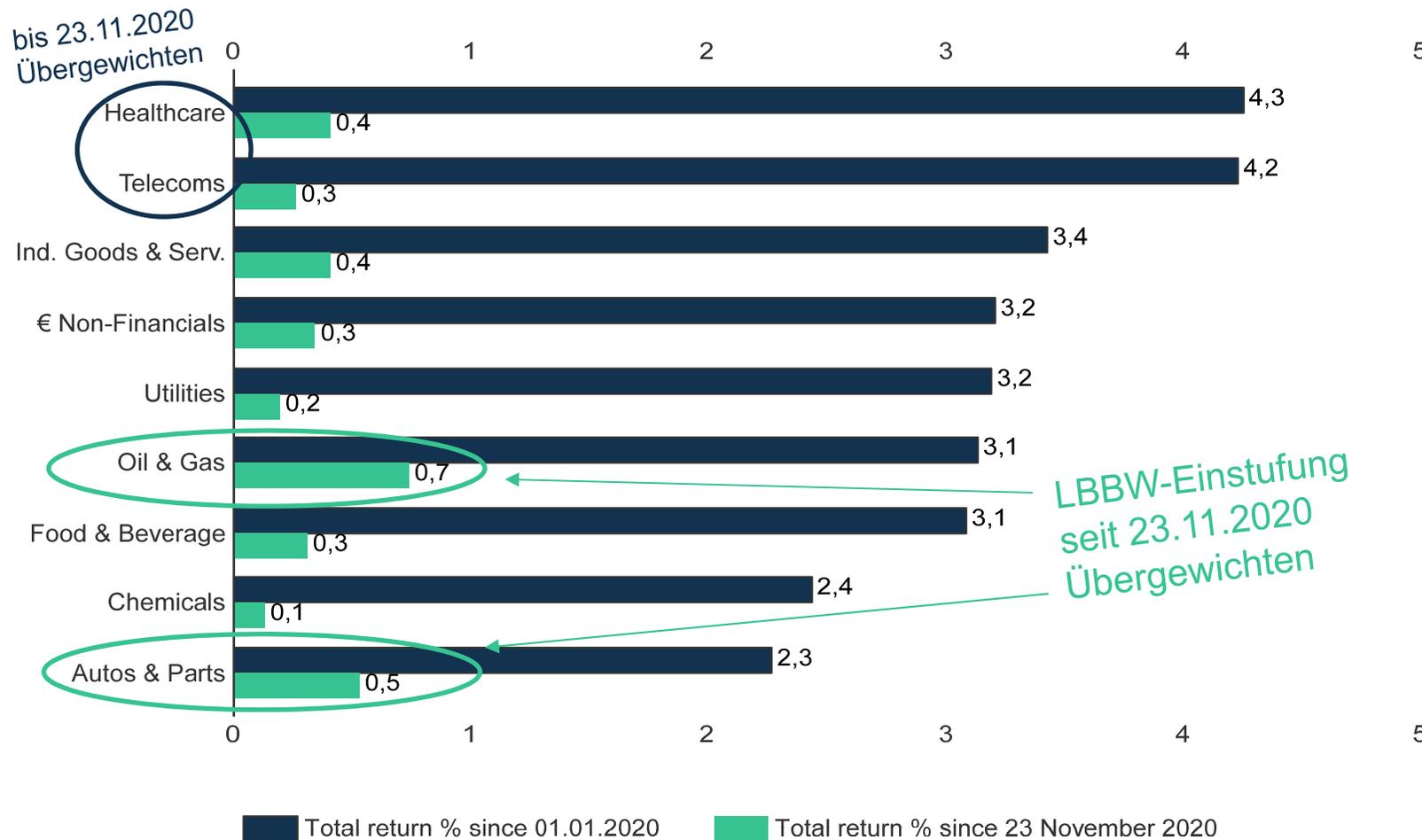


- Auf Sektor-Ebene stiegen die Auto-Spreads und Oil & Gas in der Corona-Krise am stärksten.
- Während sich die Spreads im Autosektor auch am stärksten erholten (von in der Spitze 322 Bp. auf aktuell ca. 90 Bp.), befinden sich die Spreads bei Oil & Gas ggü. Anfang 2019 noch auf einem deutlich höheren Niveau (über 70 Bp. versus ca. 50 Bp. Anfang 2019).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Oil & Gas und Autos mit Outperformance seit unserer Heraufstufung

2020 lagen unsere Favoriten Healthcare und Telecoms an der Spitze



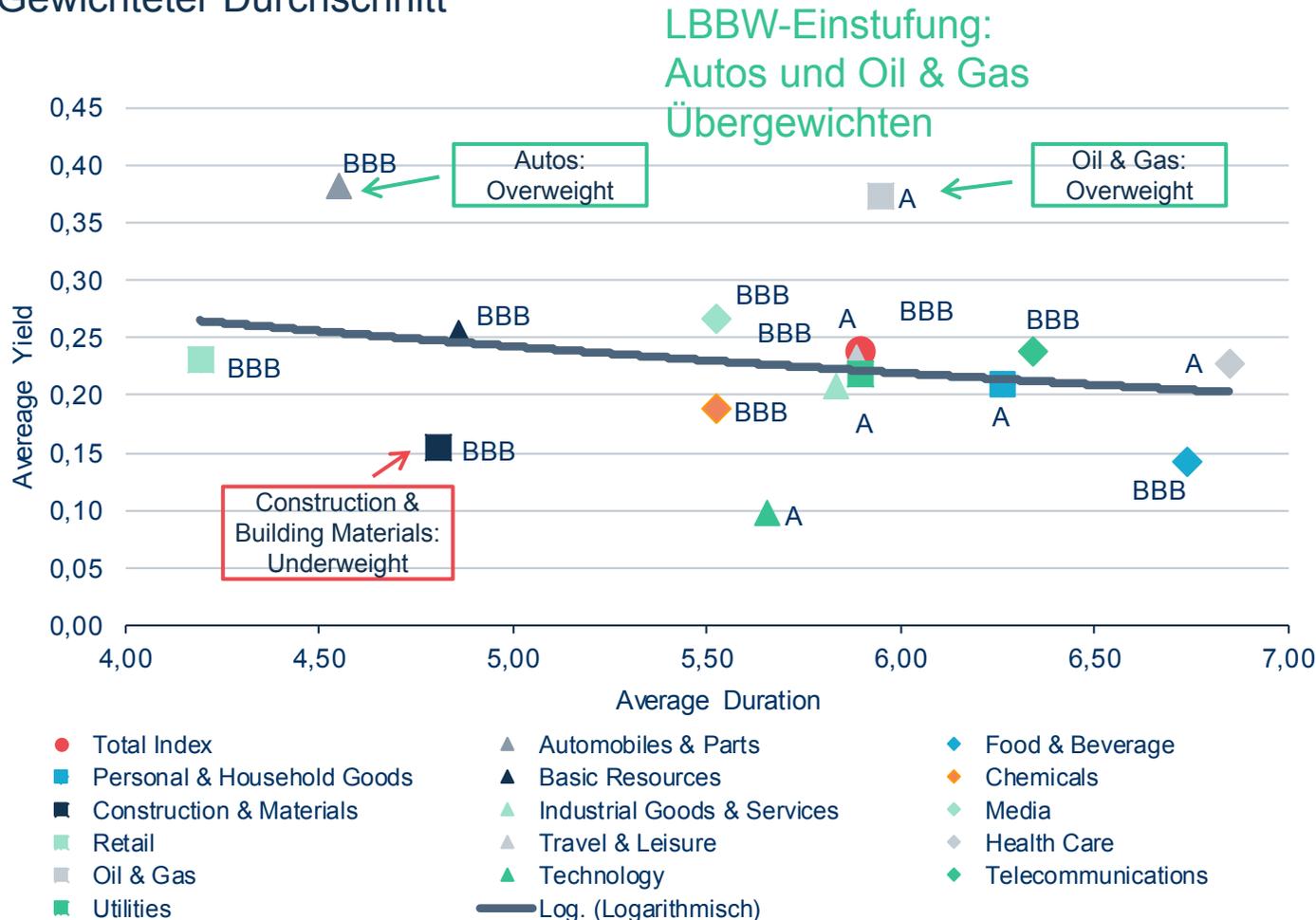
- Im vergangenen Jahr 2020, ganz wesentlich geprägt von der Corona-Krise, schnitten die defensiven Branchen Healthcare und Telecoms am besten ab, die wir in unserem Outlook 2020 empfohlen hatten.
- Für dieses Jahr haben wir in unserem Outlook 2021 von Ende November 2020 einen Favoritenwechsel vorgenommen und stattdessen die zyklischen Branchen Autos und Oil & Gas auf Übergewichten heraufgestuft.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research, Stand: 11.01.2021

Autos und Oil & Gas bieten weiterhin Rendite-Potenzial

Rendite, Duration und Ratingkategorie von iBodd-Sektoren

Gewichteter Durchschnitt



- Der Investmentgrade-Gesamtindex (iBodd Non-Financials) kommt aktuell bei einer Duration von 5,9 Jahren nur noch auf eine gewichtete jährliche Rendite von 0,25%.
- Die beiden Sektoren Autos sowie Oil & Gas bieten deutliche Rendite-Aufschläge gegenüber dem Index. Die Autos implizieren aufgrund einer kürzeren Duration zudem ein geringeres Risiko für den Fall steigender Bundzinsen.
- Mit Blick auf eine für 2021 erwartete Konjunkturerholung haben wir diese beiden zyklischeren Sektoren am 23.11.2020 auf Übergewichten angehoben.
- Auf Untergewichten belassen wir den Sektor Construction & Building Materials, der u. E. ein ungünstiges Chance-Risiko-Profil aufweist.

Quelle: IHS Markit, LBBW Research (eigene Berechnungen); Stand: 04.01.2021

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Aktien



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

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

- Die Stichwahl in Georgia brachte den Demokraten eine Mehrheit im Senat. Nun kann der designierte Präsident Biden seine Agenda besser durchsetzen.
- Eine solche Konstellation wurde in der Historie an den Börsen zwar eher kritisch gesehen. So hat auch Joe Biden einige Pfeile im Köcher, welche die Unternehmensgewinne belasten würden.
- Derzeit spielen die Märkte jedoch den „Reflation-Trade“. So ist nun der Weg frei für einen „Green New Deal“: ein umfangreiches Konjunkturprogramm mit Fokus auf erneuerbare Energien.
- Hinzu kommt die Hoffnung auf eine baldige Rückkehr zur Normalität, nachdem die Impfkampagnen diesseits und jenseits des Atlantiks allmählich an Fahrt gewinnen.
- In dieser Gemengelage – und unter Berücksichtigung der Alternativlosigkeit von Sachwertinvestments – raten wir wie bei Aktien weiter zu Übergewichtungen.
- Risiken für das positive Szenario bestehen nicht zuletzt in einem Renditeanstieg über ein erwartbares Maß hinaus.

Seit der Post-Wahl-Rally und anschließender Impfstoff-euphorie ruhigeres Fahrwasser, aber weiter steigende Kurse

Globale Indizes

indexiert, 01.01.2020=100



- Nach einer mehrwöchigen Verschnaufpause im Anschluss an Impfstoff-Hausse und US-Wahl nahmen die globalen Aktienindizes ihre Rally wieder auf.
- Ein Mix aus guten Nachrichten drängte die harte Corona-Realität diesseits und jenseits des Atlantiks in den Hintergrund. Berechtigte Hoffnung auf ein baldiges Überwinden der Pandemie machten auch die begonnenen Impfkampagnen.
- Flankiert wurde dies durch die Fed, welche – trotz ausbleibender Ausweitung ihrer Anleihekäufe – weiterhin ihren geldpolitischen Support zusicherte.
- Zudem unterstützend: Die Verabschiedung eines US-Fiskalpakets sowie die Last-Minute-Einigung auf ein Freihandelsabkommen zwischen der EU und Großbritannien.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Senatswahl in Georgia: Märkte hatten sich auf „nicht durchregieren“ eingestellt

US-Märkte je nach Konstellation

indexiert, im Anschluss an die Präsidentschaftswahl



- Gleich zu Beginn des Jahres stand die Senatswahl in Georgia im Fokus. Dort wurden am 5. Januar in Stichwahlen zwei Sitze vergeben. Die besondere Dramatik ergab sich daraus, dass die Republikaner im Senat (vor der Wahl) mit 50:48 einen knappen Vorsprung hatten. Nun haben die Demokraten beide Sitze erobert. In der Pattsituation, welche sich nun ergibt (50:50), liegt die entscheidende Stimme bei Kamala Harris, die als Vizepräsidentin gleichzeitig dem Senat vorsitzt.
- Daher kann Joe Biden seine politische Agenda nun besser durchsetzen, u.a. eine Erhöhung des Mindestlohnes sowie eine Erhöhung der Körperschaftsteuer, was die Unternehmen tendenziell belasten würde. Die Finanzmärkte setzen derzeit vor allem auf die nun zu erwartenden Fiskalprogramme, u.a. in Infrastruktur und erneuerbare Energien („Green New Deal“).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

S&P 500 Growth vs. Value

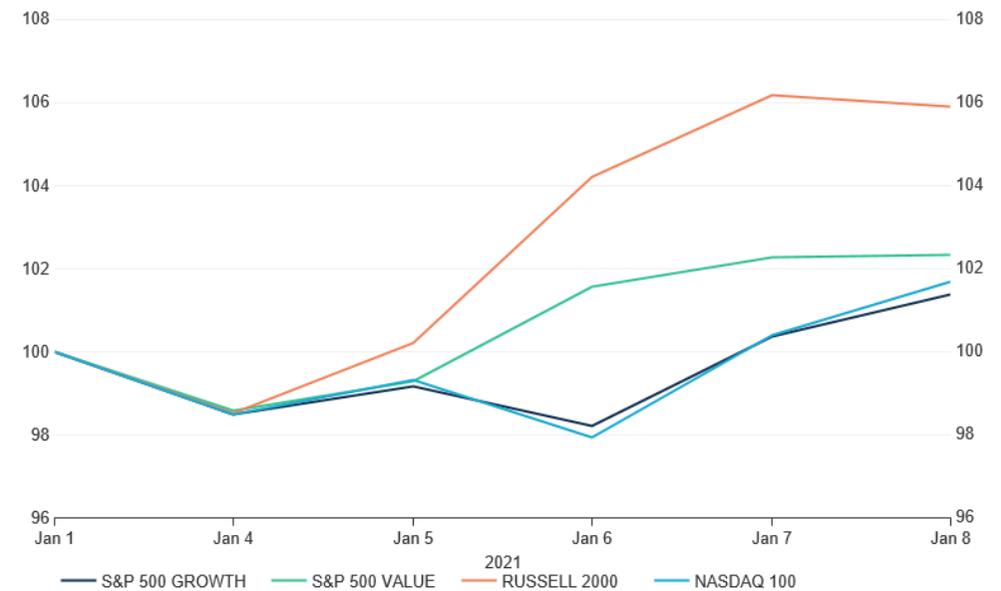
indexiert, 01.01.2020=100



- Wachstumswerte entwickelten sich im Vorjahr deutlich besser als Value-Titel. Dies war über den gesamten Zyklus hinweg zu beobachten: Vor Corona, während der Corona-Baisse und auch im Zuge der folgenden rasanten Erholung im zweiten Quartal.
- In den vergangenen Monaten pausierte die Outperformance von „Growth“, und „Value“ holte auf.

S&P 500 Growth vs. Value

indexiert, 01.01.2021=100

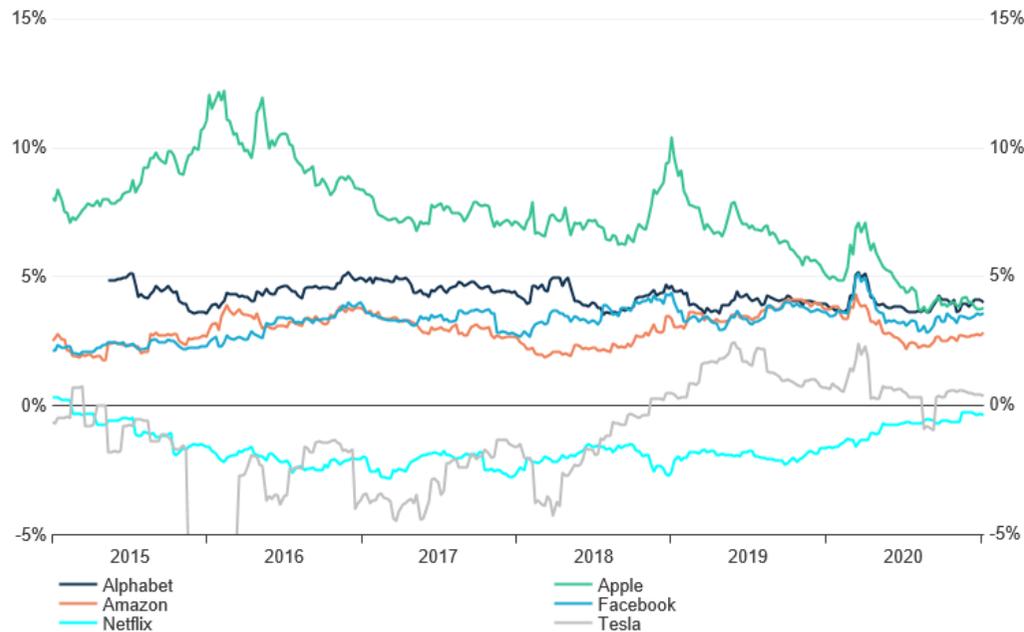


- **„Growth“**: historische und erwartete hohe Wachstumsraten bei Umsatz und Gewinn.
- **„Value“**: tiefes Kurs-Buchwert-Verhältnis, niedriges KGV und/oder hohe Dividendenrenditen.
- Vorsicht – um Missverständnissen vorzubeugen: „Value-Investing“ ist grundsätzlich in beiden Faktor-Segmenten möglich.
- Die Senatswahl in Georgia brachte Value-Titel (die in Small-Cap-Indizes wie Russell 2000 stark vertreten sind) weiter nach vorne.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Growth-Titel bleiben trotz hoher Bewertungen attraktiv

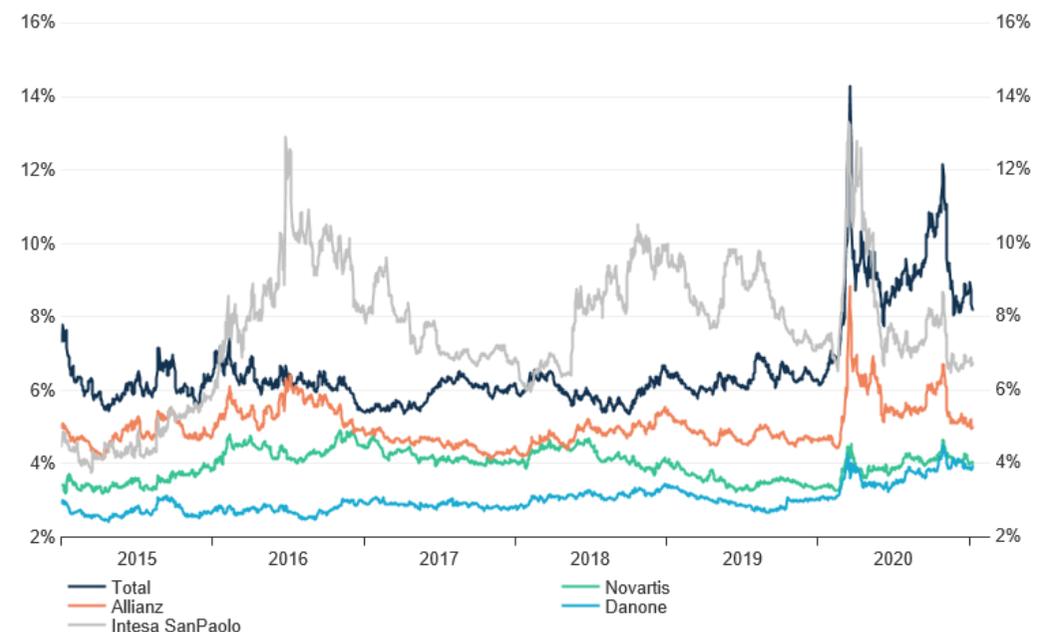
Growth: Free Cash Flow Renditen in %, 12M Forward



- Die entscheidende Frage lautet: Sind Wachstumstitel inzwischen zu teuer? Ein bloßer Blick auf Kriterien wie das KGV greift zu kurz: Hier daher die Betrachtung des freien Cash-Flow, der nach Bedienung der finanziellen Verpflichtungen (Schuldendienst) und Investitionen zur freien Verfügung (z.B. Ausschüttung) steht. Alphabet, Amazon, Apple und Facebook weisen hier Werte im unteren einstelligen Bereich auf. Im aktuellen Nullzins-Umfeld ist dies weiterhin mehr als „auskömmlich“.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

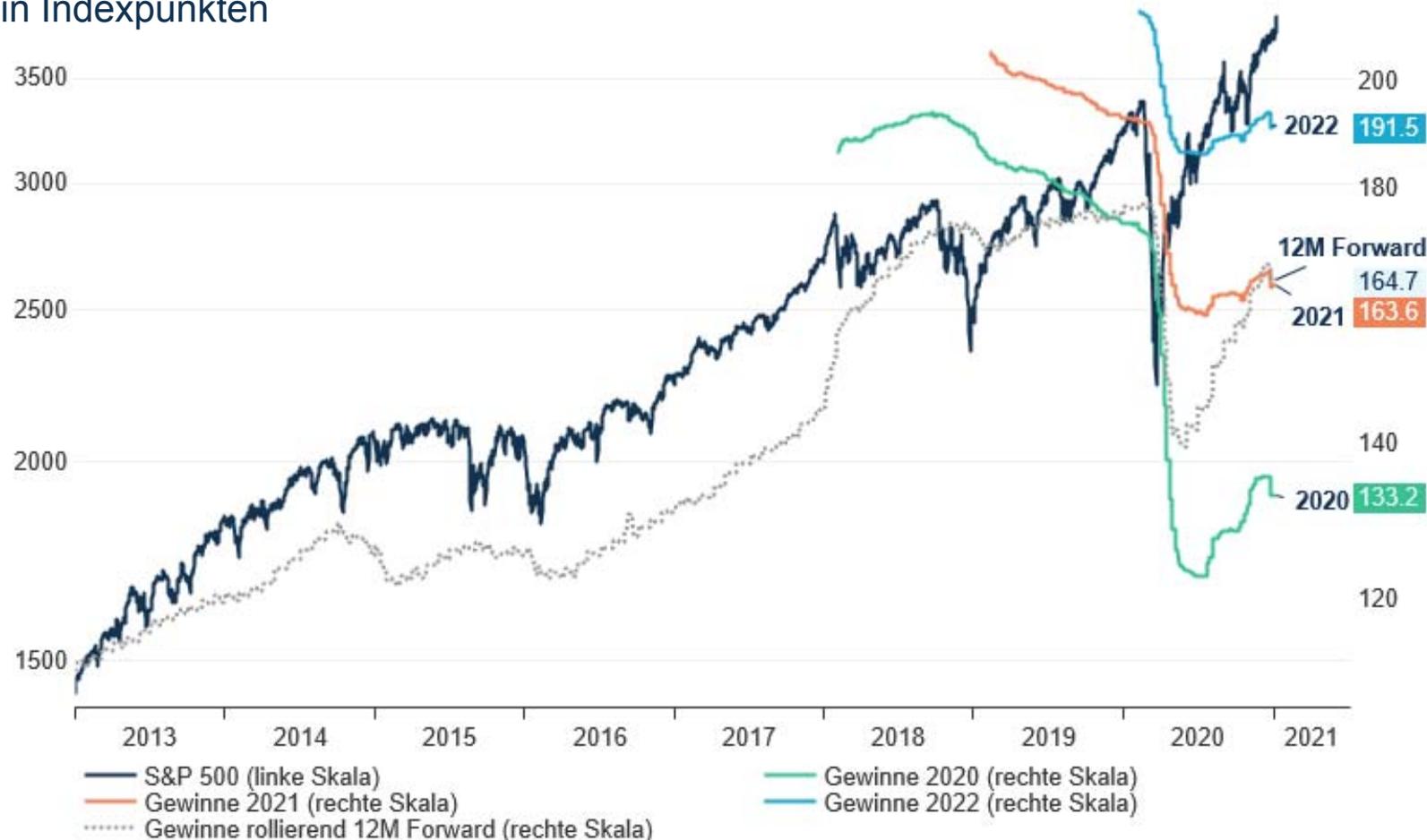
Value: Dividendenrenditen in %, 12M Forward



- Wegen des hohen Anteils an Finanzwerten eignet sich im Value-Universum eine Free-Cash-Flow-Betrachtung nicht. Daher ziehen wir für die Beurteilung der Bewertung von Value-Titeln die Dividendenrendite heran: Selbst wenn man annimmt, dass „Value“-Konzerne per se kein bzw. wenig Wachstum mitbringen, erscheinen Value-Titel attraktiv.
- Weder sind Growth-Titel (viel) zu teuer, noch sind Value-Titel unattraktiv. Wir gehen nicht von einem breiten „Shift“ von Growth zu Value aus. Beide Universen bieten plausible Investment-Cases.

Indexentwicklung läuft Gewinnerwartungen voraus

S&P 500: Gewinn- und Indexentwicklung in Indexpunkten

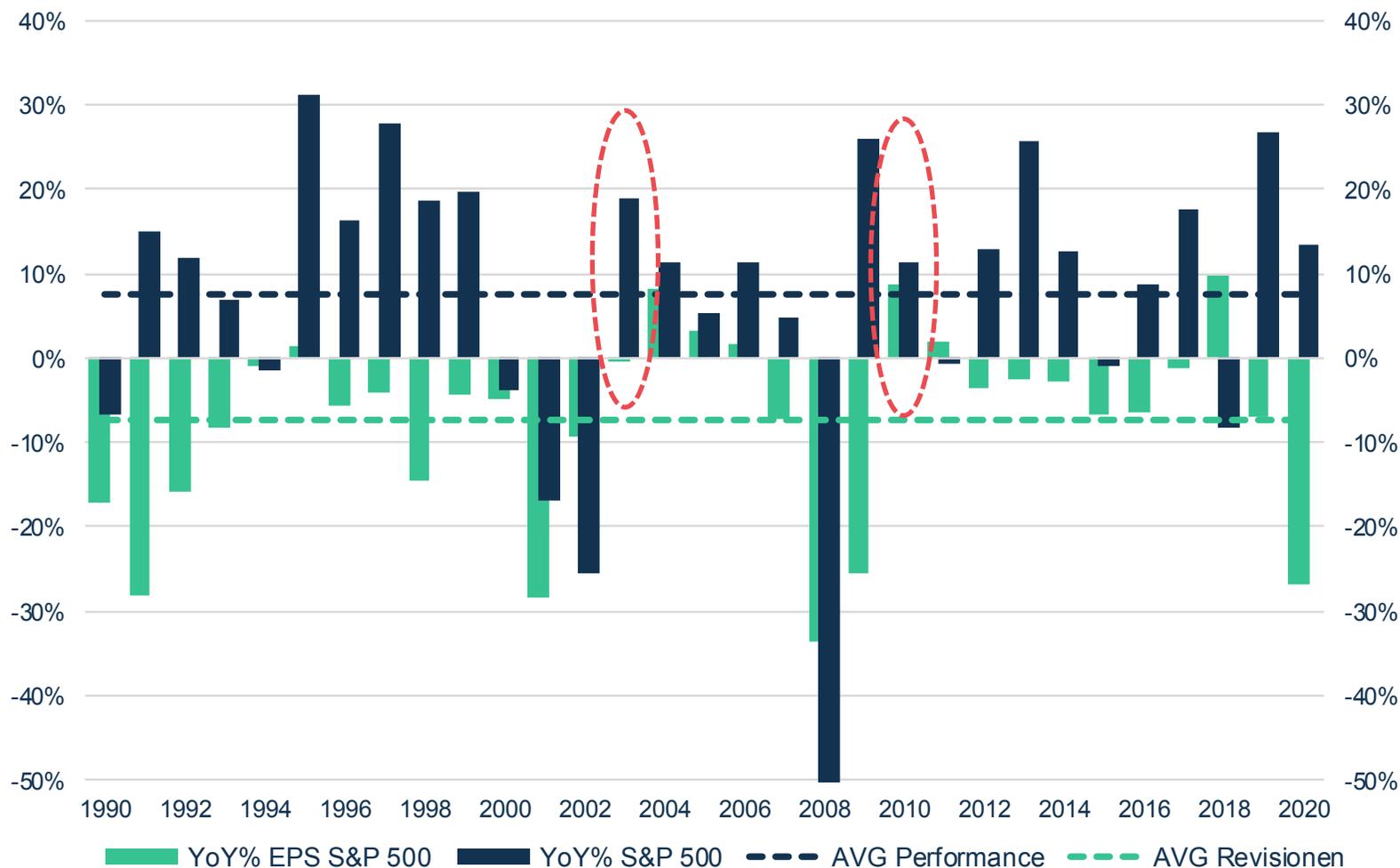


- Im S&P 500 sind die lange favorisierten Wachstumstitel überdurchschnittlich vertreten.
- So lässt sich auch die sehr gute Performance erklären, der Index ist der Gewinnentwicklung ein gutes Stück enteilt. Auf Basis der 2021er-Gewinne, die derzeit naturgemäß ziemlich genau den 12M-Forward-Gewinnen entsprechen, ergibt sich ein KGV-Multiple von 22,5.
- Für 2021 erwarten die Analysten aggregiert einen Gewinnzuwachs von 23% (133,2 – 163,6), für 2022 einen Plus von 17 %.

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

Gewinnschätzungen zwar für 2021 zwar ggf. zu optimistisch – Abwärtsrevisionen sind aber üblich

Veränderung EPS und Performance S&P 500, während des jeweiligen Gesamtjahres

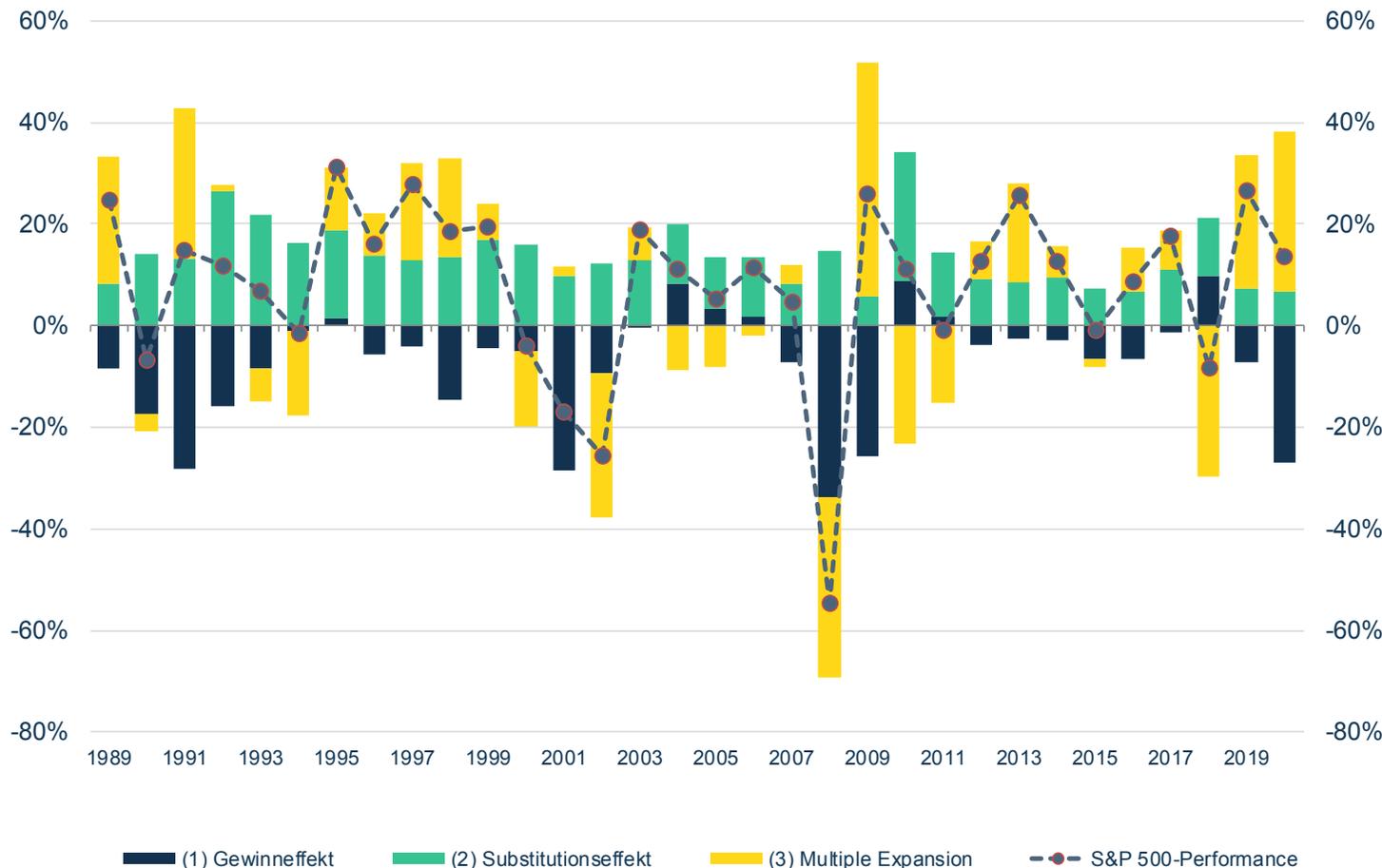


- Für das laufende Jahr erwarten die Marktteilnehmer eine dynamische Erholung der Gewinne. Im Falle des S&P 500 dürfte dies nach aktuellen Schätzungen ein Plus von 23% sein. Dies könnte sich, wie so oft, als zu optimistisch erweisen, zumal bis zur Rückkehr zur Normalität (sprich: „Herdenimmunität“) wohl noch eine Durststrecke bevorsteht.
- Dies sollte jedoch nicht allzu viel Grund zur Sorge geben – Abwärtsrevisionen sind schließlich eher die Regel als die Ausnahme.
- Die Aktienmärkte schüttelten solche negativen Revisionstrends in der Vergangenheit in den meisten Fällen ab und legten zu. Zudem gab es in Erholungsjahren nach großen Einbrüchen wie z.B. 2003 und 2010 erst gar keine Abwärtsrevisionen (2003), bzw. es kam sogar zu Aufwärtsrevisionen (2010).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Wenn Abwärtsrevisionen überschaubar bleiben, lassen sich aus der Attributionsanalyse weitere Indexzuwächse ableiten

S&P 500 – Performance-Attribution in % nach Kalenderjahr



- Geht man davon aus, dass die Gewinne im laufenden Jahr in ruhigeren Bahnen verlaufen, so dürfte das Überraschungspotential eher bei den Multiples liegen. Bereits zwei Jahre in Folge wurden die KGVs im Jahresverlauf deutlich ausgeweitet. Ein drittes Jahr in Folge erscheint – vor allem vor dem Hintergrund des aktuellen KGV-Niveaus von rund 22 – wenig wahrscheinlich.
- Wie geht es weiter? Bleiben Abwärtsrevisionen überschaubar, so sind 2022 190 Gewinnpunkte realistisch (was Ende des laufenden Jahres den 12-Monats-Forward-Gewinnen entsprechen würden). Bleiben Multiple-Expansions ebenfalls aus, so ließen sich aus dem (derzeitigen) KGV von 22 rund 4.200 Indexpunkte beim S&P 500 ableiten (ggü. aktuell: 3.800 Punkten).
- In unserer Jahresendprognose für den US-Aktienmarkt (Basis: Dow Jones) sehen wir weiteres Kurspotential im oberen einstelligen Bereich. Dies würde moderate Gewinn-Abwärtsrevisionen in Verbindung mit einer geringfügigen KGV-Kompression bedeuten.

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

TINA-Update: Risiken liegen in den Langläufer-Renditen

USA: Renditen im Vergleich

in %



- Neben den skizzierten überschaubaren Gewinnrisiken dürfte das wesentliche Risiko für die Märkte im Jahr 2021 darin bestehen, dass das aktuelle „Narrativ“ der Alternativlosigkeit („TINA“) angezweifelt werden könnte.
- Dies würde erst dann geschehen, wenn die Renditen über ein erwartbares „Maß hinaus anstiegen.
- Die „Blaue Welle“ als Folge der Stichwahl in Georgia brachte die Kurse der US-Treasuries unter Druck, und die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen überwand die Schwelle von 1%.
- Selbst wenn die Renditen aufgrund eines (Über)angebots von Staatsanleihen im Zuge des „Reflation Trade“ weiter moderat anstiegen, wovon wir ausgehen, dürfte dies nicht als Auslöser für größere Abverkäufe an den Aktienmärkten reichen.

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

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Prognosen und Asset Allokation

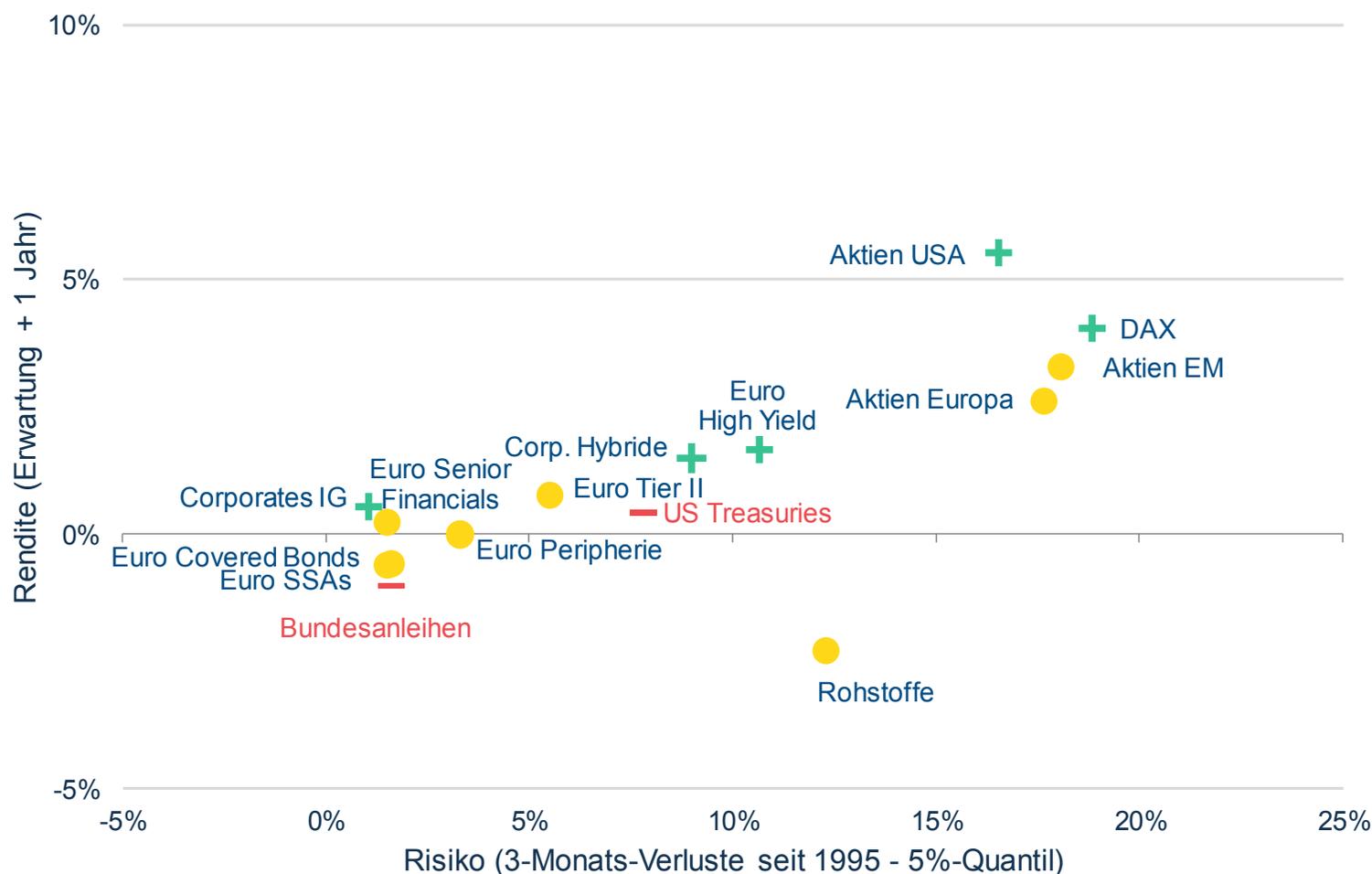


Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

- Neues Jahr, alte Sorgen: Corona-, Brexit- und Konjunktursorgen sind im neuen Jahr erhalten geblieben. Beim Thema Brexit wissen wir nach der Einigung auf ein Austrittsabkommen Ende Dezember zumindest etwas mehr und können uns nun Gedanken zu den langfristigen Folgen machen. Die Corona-Krise schlägt hingegen nochmal voll zu. Trotz zum Teil sehr harter Lockdowns steigen die Inzidenzwerte in einigen Ländern auf dramatische Niveaus. Es erscheint zunehmend fraglich, ob deutlich ansteckendere Virusvarianten wie in Großbritannien durch Eindämmungsmaßnahmen nachhaltig unter Kontrolle zu bekommen sind. Durch eine zunehmende Impftätigkeit gibt es zumindest „Licht am Ende des Tunnels“. Nachhaltige Erfolge erwarten wir bei alledem erst für das zweite Quartal. Neben einer sukzessive steigenden Impfquote in der Bevölkerung dürften dann steigende Temperaturen Unterstützung geben.
- Die Märkte für Risikoassets nehmen dieses „Licht am Ende des Tunnels“ bereits für bare Münze. Die kürzlich erreichten Rekordstände bei den großen Aktienindizes würden sich unserer Meinung nach schnell wieder pulverisieren, sollten Zweifel am Impferfolg und, damit verbunden, an einer spürbaren Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit aufkommen.
- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit bleiben wir zwar zunächst weiter konstruktiv in Bezug auf Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen, sehen jedoch ein zunehmend ungünstigeres Chancen-/ Risiko-Verhältnis.

Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit bleiben wir zwar zunächst weiter konstruktiv in Bezug auf Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen, sehen jedoch ein zunehmend ungünstigeres Chancen-/Risiko-Verhältnis.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Asset Allokation: Einschätzungen auf einen Blick

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

Exposure	Einschätzung	Segmente	Regionen	Strategien
Zins	Duration 0/-	- 1-3 Jahre	0/+ Euro-Peripherie	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
		+ 4-7 Jahre	0/- Bund	
		0 8-10 Jahre	0/- USD-Bonds	
Credit	Credit Spread 0/+	0/+ Corporate Inv. Grade	0/- Emerging Markets Debt	Overweight: Autos, Oil & Gas
		+ Corporate High Yield		
		+ Corporate Hybride		
		0 Senior Financials		
		0/+ Covered Bonds/SSAs		
		0/- Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.		
Aktien	Aktien +	+ Chemie, Pharma, FDL	0/- Europa ex Deutschland	
		Technologie, Industrie	0/- Japan	
		Nahrung & Getränke	0/+ Deutschland	
		- Banken, Öl & Gas	0/+ Schwellenbörsen	
		Reise & Verkehr, Telekom	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

Konjunktur				
in %		2019	2020e	2021e
Deutschland	BIP	0.6	-5.6 +	3.5 -
	Inflation	1.4	0.5	1.3 +
Euroland	BIP	1.2	-7.2 +	4.0 -
	Inflation	1.2	0.3 -	1.1 +
USA	BIP	2.3	-3.6	3.6
	Inflation	1.7	1.2	1.9
China	BIP	6.1	2.0	7.5
	Inflation	2.9	2.5	3.2
Welt	BIP	2.9	-3.6 +	5.4
	Inflation	3.4	2.5	3.1

Zinsen				
in %	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
EZB Einlagesatz	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Bund 10 Jahre	-0.52	-0.50	-0.40	-0.30
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25
Treasury 10 Jahre	1.13	1.10 +	1.25 +	1.20 +

Quelle: LBBW Research

12.01.2021 • Kapitalmarktkompass Januar 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
DAX	13 937	13 500	13 500	14 500
Euro Stoxx 50	3 621	3 350	3 350	3 650
Dow Jones	31 009	30 000	30 000	32 500
Nikkei 225	28 139	26 000	26 000	28 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
US-Dollar je Euro	1.22	1.24 +	1.25 +	1.23
Franken je Euro	1.08	1.11	1.12	1.13
Gold (USD/Feinunze)	1849	1900	1900	1800
Öl (Brent - USD/Barrel)	56	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	-0,45
10 Jahre Bund	-0,50	-0,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Nach dem pandemiebedingten Einbruch der Wirtschaftsleistung allerorten im Jahr 2020 dürfte 2021 eine Erholung sehen. Das Bruttoinlandsprodukt wird in Deutschland um voraussichtlich 3,5% zulegen, im Euroraum um 4%, in den USA um 4% und in China um 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung wird nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen daher ausfallen: Die Vorkrisenniveaus werden indes im Euroraum und in den USA nicht vor 2022 wieder erreicht.
- Die Inflationsraten werden 2021 anziehen. In Deutschland sorgen eine Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO2-Abgabe für eine anziehende Teuerung. Allerdings bleibt sie im Jahresdurchschnitt moderat. Für 2021 ist in Deutschland und damit auch im Euroraum mit einer höheren Inflationsrate infolge von Erhöhungen indirekter Steuern zu rechnen. In Deutschland dürfte sie von 0,5% auf 1,3% anziehen. Im Euroraum von 0,3% auf 1,1%.
- Die hohe Risikoaversion an den Finanzmärkten wird 2021 nur allmählich geringer. Staatsanleihen bleiben als sicherer Hafen gesucht.
- Die Unternehmensgewinne sind im ersten Halbjahr 2020 eingebrochen, zeigen aber 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	16 000	17 500
Euro Stoxx	4 200	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 der meisten Corona-bedingten Einschränkungen erfolgt schnell und kräftig. Eine kräftig-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt die Erholung. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ein Übriges. Die erlittenen Einbußen werden noch 2021 aufgeholt.
- Die Corona-Impfkampagne kommt rascher als erwartet voran; das Leben normalisiert sich noch im ersten Halbjahr 2021 vollständig.
- EZB und Fed behalten ihre sehr expansive Geldpolitik bei, bis die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie vollständig überwunden sind.
- Die Gewinne der Unternehmen ziehen mittelfristig an. Eine Insolvenzelle bleibt aus. Der Arbeitsmarkt in Deutschland und im Euroraum belebt sich wieder. Der Arbeitsmarkt in den USA erholt sich zügig.
- Die Geldmarktzinsen im Euroraum bleiben auf längere Sicht negativ. Die Renditen ziehen angesichts wachsender Spekulationen auf eine Reflationierung an; das übergeordnete Niedrigzinsumfeld bleibt gleichwohl 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	12 250	11 000
Euro Stoxx	3 000	2 750
Zinsen		
3M Euribor	-0,65	-0,75
10 Jahre Bund	-0,90	-1,10
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

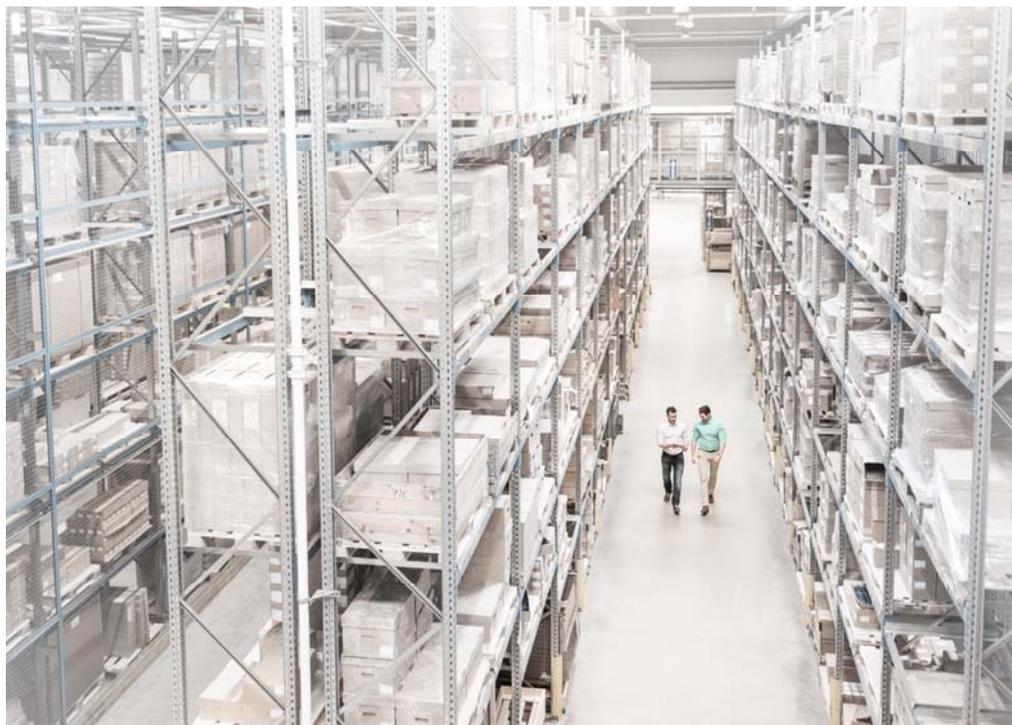
Entwicklungen

- 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.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung verläuft deutlich schwächer als der scharfe Einbruch. 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 wird von vielen Seiten infrage gestellt.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Das Brexit-Freihandelsabkommen	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 20
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 41
06	Credits	Seite 53
07	Aktien	Seite 63
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

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	1,22	1,25	1,23	<ul style="list-style-type: none"> Das Wahlprogramm Joe Bidens, der nun auch den Senat kontrollieren wird und damit quasi „durchregieren“ kann“, dürfte den USD eher belasten. Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet Der Zins-/Renditevorteil von US-Anlagen ist zwar gefallen, aber noch vorhanden.
EURJPY	127	125	126	<ul style="list-style-type: none"> Der Wahlsieg Bidens und die anlaufenden Impfkampagnen sollten die Risikoaversion weltweit senken und damit auch japanisches Kapital wieder vermehrt ins Ausland locken. Der Zinsvorteil von USD- und EUR-Anlagen hat sich allerdings weitgehend abgebaut und das Wahlprogramm Bidens belastet den USD auch ggü. dem Yen.
EURGBP	0,90	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	1,12	1,13	<ul style="list-style-type: none"> Die Nachfrage nach dem sicheren Hafen des Franken ließ zuletzt etwas nach. 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	7,91	8,30	8,50	<ul style="list-style-type: none"> Chinas Wirtschaft erholt sich weiterhin kräftig, wovon auch der CNY profitiert. Der Wahlsieg Joe Bidens sollte aber den EUR ggü. dem USD eher stützen und die Gemeinschaftswährung damit auch ggü. dem CNY Stärke zeigen lassen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURBRL	6,60	6,50	5,80	<ul style="list-style-type: none"> Die lockere Ausgabenpolitik dehnt das Haushaltsdefizit auf fast 17 % aus und lässt die Staatsverschuldung auf etwa 95 % anwachsen, wodurch der Real bei einer zunächst noch schleppenden Konjunkturerholung für eine Abwertung anfällig ist. Für 2021 plant die Notenbank den Leitzinssatz unverändert zu belassen.
EURHUF	360	355	350	<ul style="list-style-type: none"> Die ungarische Notenbank wird in diesem Jahr voraussichtlich das Kaufprogramm für Staatsanleihen weiter ausweiten und damit ihre ultra-lockere Politik fortsetzen. Wir erwarten, dass mit der weiteren Eindämmung der Pandemie Ungarn auch weiterhin dynamischer wächst als die EU.
EURMXN	24,51	26,00	24,80	<ul style="list-style-type: none"> Mexikos Regierung investierte nur 0,6 % der Wirtschaftsleistung in Konjunkturprogramme, weshalb wir nur eine langsame Erholung erwarten. Neben dem positiven Anlegerstimmung profitierte die Währung von einer hohen Realverzinsung, die durch erwartete Leitzinssenkungen abnehmen wird.
EURPLN	4,52	4,40	4,35	<ul style="list-style-type: none"> Mit der weiteren Eindämmung der Pandemie werden Wachstumsvorteile der polnischen Konjunktur zu einer moderaten Aufwertung führen. Polens Notenbank intervenierte zum Jahresende am Devisenmarkt zur Schwächung des Zloty und signalisiert damit, eine zu starke Aufwertung zu verhindern.
EURRON	4,87	5,05	5,15	<ul style="list-style-type: none"> Unter der nationalliberalen Regierung des neuen Ministerpräsidenten Florin Cîțu erwarten wir eine restriktive Ausgabenpolitik zur Konsolidierung des Haushalts. Die pro-europäische Regierung trägt dazu bei, dass die rumänische Wirtschaft in den kommenden Jahren weiter von EU-Investitionen profitieren wird.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 11.01.2021, 10:10 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURRUB	90,7	75,0	72,5	<ul style="list-style-type: none"> Der deutliche Anstieg der Inflationsrate auf 4,9 % im vergangenen Dezember macht eine weitere Zinssenkung durch die Notenbank unwahrscheinlich. Der russische Rubel weist weiter einen hohen Renditevorteil gegenüber anderen Schwellenländern auf, was die Währung unterstützen wird.
EURTRY	9,05	8,80	8,50	<ul style="list-style-type: none"> Auf den Anstieg der Inflationsrate auf über 14 % reagierte die Notenbank im Dezember mit einer weiteren Leitzinsanhebung um 200 Basispunkte auf 17 %. Der neue Notenbankpräsident stärkt mit dieser Entscheidung die Glaubwürdigkeit in die Unabhängigkeit der Zentralbank.
EURZAR	18,80	19,60	20,10	<ul style="list-style-type: none"> Die zuletzt positive Anlegerstimmung wurde zum Jahresbeginn durch einen deutlichen Anstieg der Coronavirus-Infektionen getrübt. Der Haushaltsplan der Regierung zur Begrenzung der Staatsverschuldung scheint uns als zu ambitioniert, was den Rand erneut unter Druck setzen wird.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 11.01.2021, 10:10 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURAUD	1,58	1,65	1,58	<ul style="list-style-type: none"> Der australische Dollar konnte weiter vom Anstieg der Rohstoffpreise und den Erfolgen bei der Eindämmung der Pandemie in der Region profitieren. Die Stimmungsindikatoren zeigten im vergangenen Dezember einen weiteren Anstieg und auch der Arbeitsmarkt konnte von der Konjunkturerholung profitieren.
EURCAD	1,55	1,60	1,61	<ul style="list-style-type: none"> Kanada reagierte im vergangenen Jahr mit Konjunkturprogrammen, die etwa 19 % des Wirtschaftswachstums umfassen, auf die Pandemie, was die Staatsverschuldung auf über 115 % ansteigen lässt. Im Dezember hat sich die Stimmung in der Wirtschaft leicht verbessert.
EURCZK	26,20	26,30	25,80	<ul style="list-style-type: none"> Die Maßnahmen gegen die erneut starke Ausbreitung des Coronavirus werden das Wachstum im ersten Quartal weiter belasten. Von der Reduzierung der Einkommenssteuerbelastung von 20 % auf 15 % erwarten wir positive Impulse, welche die Aufwertung der Krone fortsetzen werden.
EURNOK	10,35	10,25	9,75	<ul style="list-style-type: none"> In den vergangenen Monaten profitierte die Krone vom Anstieg des Ölpreises, dessen Aufwertungspotenzial unserer Einschätzung nach jedoch begrenzt ist. Mit dem Wegfall der Stützungskäufe der Notenbank könnte die Aufwertung der Krone zunächst an Dynamik verlieren.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 11.01.2021, 10:10 Uhr

Brent: Saudi-Arabien drosselt Öl-Förderung

Ölpreis Brent & Prognose in USD



Pro & Contra Brent Preisanstieg

- + OPEC kürzt Output seit April 2020 um 5,0 mbpd.
- + OPEC-Compliance im Dezember bei 99,5 %.
- + Ölnachfrage seit Mai 2020 wieder auf Erholungskurs.
- + 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.

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

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Gold: Notenbanken weiter auf der Verkäuferseite

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)	1917,18	1771,68	1897,77	1893,60	1900	1900	1800

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

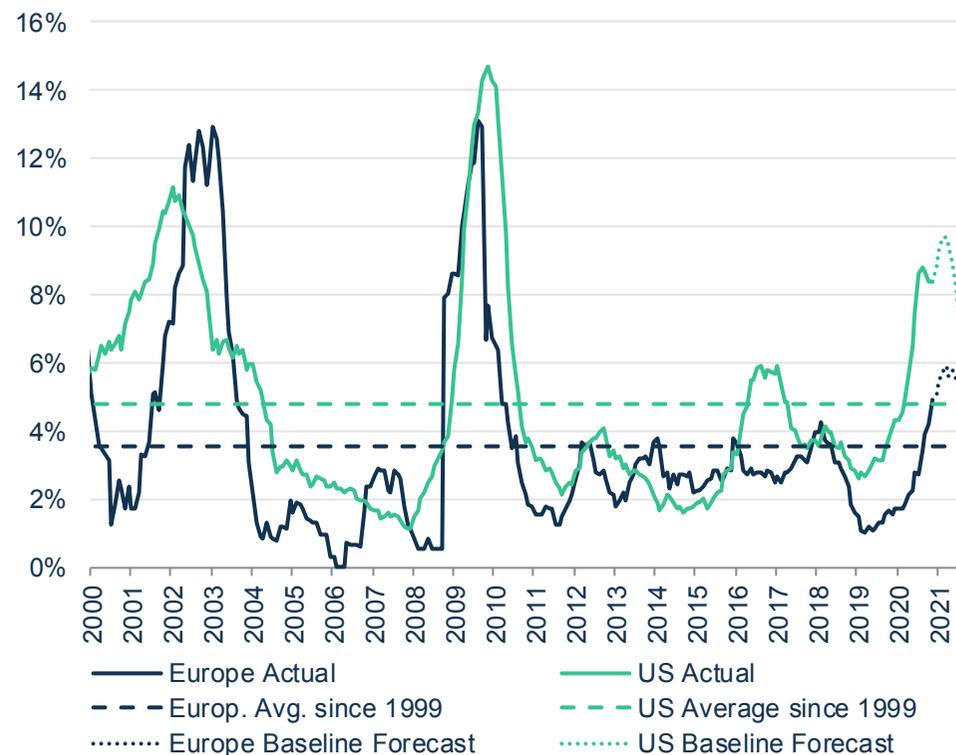
- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + ETC-Nachfrage steigt 2020 um 29 % bzw. 740 Tonnen – Dynamik der Nachfrage hat seit Herbst 2020 jedoch deutlich nachgelassen.
- + Schwächerer US-Dollar sollte Gold zunächst weiter stützen.
- Schmucknachfrage nach Gold bricht in Q1-Q3/2020 um 40 % bzw. 570 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold bricht in Q1-Q3/2020 um über 50 % oder 230 Tonnen ein.
- Auch im November 2020 bleiben Notenbanken mit 6,5 Tonnen auf der Verkäuferseite.
- Gesamtnachfrage nach Gold dürfte 2020 trotz hoher ETC-Käufe um 900 Tonnen oder gut 20 % fallen.
- 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	336	↘
Euro Lower Tier 2 Index	128	↘
Euro Pfandbrief Index	29	↔
Euro Covered Bond Index	33	↔
1-10 Year Euro Government Index	25	↔
Euro Quasi-Government Index	36	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	360	↘

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														
08.01.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0.69	-0.74	-0.75	-0.75	-0.74	-0.72	-0.69	-0.65	-0.60	-0.56	-0.36	-0.26	-0.17	-0.10
France	-0.66	-0.70	-0.70	-0.67	-0.63	-0.57	-0.51	-0.45	-0.38	-0.32	-0.05	0.15	0.30	0.42
Italy	-0.50	-0.41	-0.29	-0.16	-0.01	0.12	0.26	0.38	0.49	0.59	1.01	1.32	1.49	1.57
Spain	-0.57	-0.56	-0.52	-0.47	-0.39	-0.31	-0.21	-0.11	-0.01	0.08	0.44	0.70	0.86	0.98
Netherlands	-0.70	-0.73	-0.74	-0.72	-0.69	-0.65	-0.61	-0.56	-0.52	-0.48	-0.31	-0.21	-0.14	-0.07
Austria	-0.54	-0.69	-0.71	-0.71	-0.68	-0.62	-0.56	-0.50	-0.44	-0.38	-0.15	-0.02	0.06	0.14
Belgium	-0.66	-0.70	-0.71	-0.68	-0.64	-0.58	-0.52	-0.46	-0.39	-0.32	0.00	0.22	0.35	0.42
Ireland	-0.70	-0.70	-0.67	-0.63	-0.59	-0.54	-0.48	-0.42	-0.36	-0.31	-0.06	0.12	-	-
Portugal	-0.65	-0.64	-0.58	-0.49	-0.40	-0.31	-0.22	-0.13	-0.05	0.04	0.41	0.71	0.93	1.12
Finland	-0.70	-0.72	-0.72	-0.70	-0.67	-0.62	-0.56	-0.50	-0.44	-0.38	-0.14	-0.04	0.01	0.05
EUR Swap in %	-0.53	-0.53	-0.52	-0.49	-0.46	-0.42	-0.38	-0.33	-0.28	-0.24	-0.04	0.04	0.05	0.02

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: -0,3%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
08.01.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.66	-0.43	-0.30	-0.21	-0.13	-0.08	-0.02	0.02	0.06	0.09
AA-	-0.61	-0.40	-0.29	-0.20	-0.14	-0.08	-0.04	0.00	0.03	0.07
A+	-0.39	-0.24	-0.16	-0.09	-0.04	0.00	0.03	0.06	0.08	0.11
A	-0.51	-0.29	-0.17	-0.08	-0.01	0.05	0.10	0.14	0.17	0.21
A-	-0.48	-0.28	-0.17	-0.09	-0.03	0.02	0.06	0.10	0.13	0.16
BBB+	-0.44	-0.21	-0.08	0.01	0.09	0.15	0.20	0.24	0.28	0.31
BBB	-0.33	-0.10	0.03	0.13	0.20	0.26	0.31	0.36	0.39	0.43
BBB-	-0.20	0.09	0.26	0.38	0.47	0.54	0.61	0.66	0.71	0.75
BB+	0.15	0.61	0.89	1.08	1.23	1.35	1.46	1.55	1.63	1.70
BB	1.44	1.56	1.64	1.69	1.73	1.76	1.79	1.81	1.83	1.85
BB-	0.94	1.58	1.96	2.23	2.43	2.60	2.75	2.87	2.98	3.08
B+	1.43	2.28	2.77	3.12	3.40	3.62	3.81	3.97	4.12	4.24
B	1.32	2.15	2.63	2.97	3.24	3.46	3.64	3.80	3.94	4.07
B-	2.72	4.31	5.25	5.91	6.42	6.84	7.20	7.51	7.78	8.02
EUR Swap in %	-0.53	-0.53	-0.52	-0.49	-0.46	-0.42	-0.38	-0.33	-0.28	-0.24

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: -0,3%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
08.01.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.48	-0.34	-0.27	-0.21	-0.17	-0.13	-0.10	-0.08	-0.06	-0.03
AA-	-0.46	-0.32	-0.24	-0.18	-0.13	-0.10	-0.06	-0.04	-0.01	0.01
A+	-0.41	-0.27	-0.18	-0.13	-0.08	-0.05	-0.01	0.01	0.04	0.06
A	-0.21	-0.14	-0.09	-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.01	0.02	0.04
A-	-0.32	-0.17	-0.09	-0.03	0.01	0.05	0.08	0.11	0.13	0.15
BBB+	-0.22	-0.09	-0.02	0.04	0.08	0.11	0.14	0.16	0.18	0.20
BBB	-0.28	-0.04	0.10	0.20	0.27	0.34	0.39	0.43	0.48	0.51
BBB-	-0.52	0.03	0.35	0.57	0.75	0.89	1.02	1.12	1.21	1.30
EUR Swap in %	-0.53	-0.53	-0.52	-0.49	-0.46	-0.42	-0.38	-0.33	-0.28	-0.24

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: -0,3%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
08.01.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0.52	-0.55	-0.42	-0.41	-	-0.37	-	-0.33	-	-	-
AT	-0.52	-0.48	-0.43	-0.39	-0.36	-0.34	-0.39	-	-0.24	-	-
BE	-	-0.52	-	-0.46	-0.46	-	-	-0.27	-0.26	-	-
CA	-0.50	-0.48	-0.48	-0.44	-0.39	-0.31	-0.28	-	-	-	-
DK	-0.50	-	-0.37	-	-	-	-	-	-	-0.16	-
FI	-0.55	-0.49	-0.43	-0.51	-0.38	-0.36	-	-	-0.27	-	-
FR	-0.55	-0.52	-0.51	-0.46	-0.43	-0.38	-0.34	-0.27	-0.22	-0.20	-0.13
DE	-0.56	-0.54	-0.50	-0.47	-0.42	-0.40	-0.34	-0.29	-0.26	-	-0.18
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IT	-0.44	-0.42	-0.31	-0.38	-0.28	-0.31	-0.30	-0.21	-	-0.13	-
LU	-	-	-	-	-0.39	-0.35	-	-	-	-	-
NL	-0.50	-0.51	-0.46	-0.41	-0.41	-0.27	-0.33	-0.25	-0.22	-	-0.20
NZ	-0.56	-0.42	-	-	-0.40	-	-	-	-	-	-0.09
NO	-0.53	-0.52	-0.37	-0.35	-0.40	-0.30	-0.33	-0.18	-0.23	-0.24	-0.18
PL	-	-0.47	-	-0.38	-	-	-	-	-	-	-
PT	-0.37	-	-0.37	-	-	-0.35	-	-	-	-	-
SG	-0.57	-	-0.50	-0.39	-	-	-	-	-	-	-
ES	-0.43	-0.42	-0.39	-0.34	-0.39	-0.28	-0.28	-0.25	-0.27	-0.16	-0.17
SE	-0.51	-0.43	-0.38	-0.41	-0.41	-0.40	-	-0.26	-0.23	-	-
CH	-0.44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0.54	-0.50	-0.43	-0.52	-0.32	-0.28	-0.36	-0.21	-	-	-
JP	-	-	-	-	-	-0.33	-	-0.20	-	-	-
KR	-	-0.32	-	-0.38	-	-0.33	-	-	-0.25	-	-
SK	-0.17	-	-	-0.28	-0.29	-	-	-	-	-	-
EUR Swap in %	-0.53	-0.53	-0.52	-0.49	-0.46	-0.42	-0.38	-0.33	-0.28	-0.24	-0.19

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: -0,3%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
01.12.2020	Blickpunkt Corporates: CO2-Bepreisung mit Ölpreiskoppelung in den Sektoren Verkehr und Wärme
01.12.2020	Strategy Alert Renten: Kontraktwechsel bringt hohen positiven Roll-Spread beim Bund-Future
02.12.2020	Blickpunkt Corporates: Impfstoffe gegen Covid-19 - und was nun?
03.12.2020	Blickpunkt Financials: Bankenmarkt Australien: Relativ hohe CET1-Quoten der Großbanken trotz COVID-19-Krise
04.12.2020	Strategy Alert Renten: US-Arbeitsmarkt im November: Deutlich gebremstes Erholungstempo
04.12.2020	Burkerts Blick: "Früher war mehr Lametta" - Weihnachten virtuell? Und dann?
07.12.2020	Blickpunkt Financials: Steigende Kreditrisikovorsorge belastet die schon bisher mangelnde Profitabilität des deutschen Bankenmarktes
07.12.2020	Blickpunkt Corporates: Digitalisierung vernetzt Handel
08.12.2020	Blickpunkt Corporates: Der deutsche Maschinenbau wird optimistischer
08.12.2020	Strategy Alert Renten: EZB-Kaufprogramm: EZB zieht das Tempo im November etwas an
10.12.2020	UK Strategy Alert Renten: Kein Durchbruch bei Spitzengespräch
14.12.2020	Blickpunkt Strategie: Schuldscheinmarkt überwindet Corona-Krise
16.12.2020	Strategy Alert Renten: Fed sieht von Änderungen am Kaufprogramm ab
16.12.2020	EURAUD FX Flash: Profiteur der Erholung in Asien
16.12.2020	EURZAR FX Flash: Euphorie trotz fragiler Staatsfinanzen
16.12.2020	EURMXN FX Flash: Weltweites Stimmungshoch überlagert lahmende Konjunkturerholung
16.12.2020	EURBRL FX Flash: Zustand der Staatsfinanzen kann zur Belastung werden
16.12.2020	Blickpunkt Strategie: Unternehmensanleihen mit WSF-Garantie: Fallschirm mit Restriktionen
17.12.2020	Blickpunkt Corporates: Gewinner und Verlierer in Transport & Logistik - ein Ausblick auf 2021
17.12.2020	Blickpunkt Corporates: Medien - Corona beschleunigt den digitalen Wandel
17.12.2020	Strategy Alert Renten: Bund steuert 2021 auf neuen Emissionsrekord am Kapitalmarkt zu
18.12.2020	Burkerts Blick: Stille Nacht
18.12.2020	Blickpunkt Strategie: Wie hart trifft uns der harte Lockdown?

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.