



02.03.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

**LB≡BW**  
Bereit für Neues

# Kapitalmarktkompass März

Und sie bewegen sich doch –  
Renditen können durchaus steigen, wenn man sie lässt ...

Erstellt am: 02.03.2021 10:16

# 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 02.03.2021 folgende Zugangsdaten:

Telefonnummer: +49 69 2017 44203  
kein PIN erforderlich

Link zur Webkonferenz:

[https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315611982&PIN=64119146  
&UserAudioMode=DATA](https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315611982&PIN=64119146&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, 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

# LBBWFIF

## Fixed Income Forum

Bereit für Neues

LBBW

## Einladung

Wir laden Sie herzlichst zu unserem diesjährigen **LBBW Fixed Income Forum** im Zeitraum vom **3. bis 5. März** ein. Die Konferenzsprache ist Englisch.

Sie können sich unter folgendem Link für die Veranstaltung registrieren und erhalten weitere Informationen zur Agenda und den Referenten.

[Zum Event](https://events.lbbw.de/fif21) <https://events.lbbw.de/fif21>

Wie in jedem Jahr präsentieren wir Ihnen interessante Persönlichkeiten aus dem Kapitalmarkt, die über die folgenden aktuellen Themen diskutieren:

- Moment of truth: Why 2021 will be decisive for the post-pandemic recovery?
- United States of Europe: Does the fight against the pandemic reshape the European SSA market?
- Biden and Berlin – what future for US-German political and economic ties?
- The importance of the EUR market to non-EU issuers' tool box.
- All traffic lights on green: ESG market boosts with higher EU transparency guidelines.
- Check-Up – How did the German real estate market respond to Covid-19?
- Digitization – The added value of Fintechs for banking business models.
- Japan – Land of the Rising Sun – Opportunities in Covered Bonds.
- Lower for longer – Navigating Private Placements through shallow waters.
- Relative Value: How do ECB purchase programs impact relative value of various asset classes?
- Green Bond Training by Climate Bonds Initiative.

Wir freuen uns, Sie bei unserem Fixed Income Forum begrüßen zu können.

Ihr LBBW Sales & Primary Markets Team

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

Prognosen sind immer auf die Zukunft gerichtet. Daher müssen sie sich immer auf den zukünftigen Zeitraum beziehen. Unser neuer Prognosehorizont richtet sich auf die Jahresmitte 2022. Wir reduzieren unsere Erwartung zum Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung Deutschlands 2021 um einen halben Prozentpunkt auf 2,5 %. Im selben Atemzug nehmen wir die DAX-Prognose zum Ende dieses Jahres um 500 Punkte nach oben, und zwar auf satte 15.000 Punkte.

Dies mag auf den ersten Blick widersinnig aussehen; die beschriebene Diskrepanz ist schnell erklärt. Ganz aktuell leiden die Akteurinnen und Akteure in der Realwirtschaft noch sehr konkret unter rigiden Anti-Corona-Regimen. Demgegenüber handeln die Finanzmärkte mit Erwartungen auf die Zukunft. Und: Anders als die dunkle, von einer Pandemie geprägte Gegenwart verspricht uns die Zukunft auch mal wieder hellere Zeiten. Getrieben von weiter ausgefeilten Konjunkturpaketen der Fiskalpolitik beiderseits des Atlantiks sowie flankiert von immensen Stützungsmaßnahmen der Geldpolitik scheint die Weltwirtschaft auf einen Wachstumspfad zurückgefunden zu haben, zumal mit China ein mächtiges „Zugpferd“ bereitsteht.

Partiell gebe ich bei alledem zu bedenken: Die Finanzmärkte haben in den ersten Wochen dieses noch jungen Jahres nach meinem Dafürhalten partiell einen gewissen „Frühstart“ hingelegt. Die gesehenen Renditeanstiege, namentlich am langen Ende der Kurve, sowohl bei Bundesanleihen als auch bei den US-Treasuries, sind mir zu schnell gegangen. Hier glaube ich an zwischenzeitlich auch mal wieder höhere Notierungen der zugehörigen Anleihen.

Möge Ihnen die Lektüre dieses Kapitalmarktkompass‘ bei Ihren Dispositionen am Finanzmarkt einmal mehr eine wertvolle Hilfestellung sein! Und: Bleiben Sie gesund!

Ihr

Uwe Burkert



Head of Research  
Uwe Burkert  
Chefvolkswirt  
+ 49 711 127-73462  
[uwe.burkert@LBBW.de](mailto:uwe.burkert@LBBW.de)

## Unsere Themen im März



- 03.03.: Wie bewertet der Bund-Länder-Gipfel die aktuelle Corona-Lage?
- 10.03./31.03.: Neue Inflationsdaten aus den USA (Februar) und der EWU (März).
- 14.03.: Landtagswahlen in Baden-Württemberg und in Rheinland-Pfalz

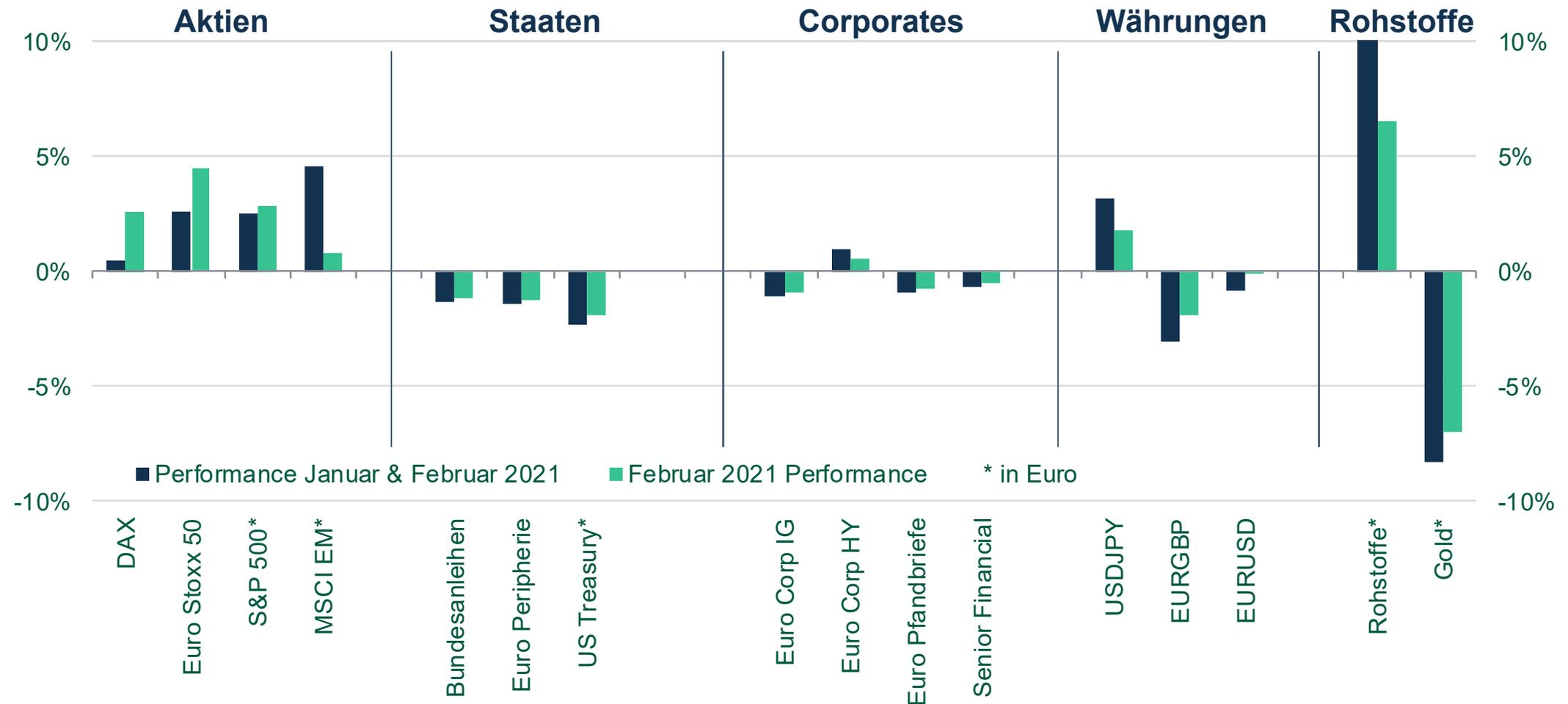
Leiter Strategy Research  
Dr. Thomas Meißner  
Tel: +49 711 127-73574  
thomas.meissner@LBBW.de



# Performance 2021 – Aktien weiter stark, Renten verlieren aufgrund von Reflationierungsspekulationen

## Ausgewählte Assets

in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Graph des Monats: OPEC-Treffen diese Woche könnte Preisanstieg bei Rohöl bremsen

## Preis für ein Fass Rohöl der Sorte Brent

(in USD je Barrel; des Weiteren: ausgewählte relevante OPEC-Entscheidungen).



Für die steigenden Preise bei Rohöl im bisherigen Jahresverlauf sind nach unserem Dafürhalten zwei Faktoren maßgeblich: kalte Witterung in Texas und die einsame Entscheidung Saudi-Arabiens von Anfang Januar, die Förderung um weitere 1 mbpd zu kürzen.

- Der letztgenannte Faktor dürfte diese Woche nach dem anstehenden OPEC-Treffen schon wieder passé sein. Dort steht eine Erhöhung der Fördermengen auf der Agenda.
- Erst bei einer nachhaltigen Nachfragesteigerung nach dem Ende der verschiedenen Corona-„Lockdowns“ rund um den Globus dürfte der Preis unseres Erachtens wieder anhaltend steigen.

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

## Sonderthema: Rohstoffmarkt



- Rohöl:  
Wir erwarten eine höhere Produktion für die Zeit ab April; der Preisanstieg dürfte sich kaum in der zuletzt gesehenen Form fortsetzen.
- Gold und Silber: Auf getrennten Wegen!
- Beim Gold schwächelt sowohl das Angebot, nicht zuletzt Corona-bedingt, als auch die Nachfrage; letztere ist auf ein Elfjahres-Tief gefallen.
- Stünde uns tatsächlich ein Inflationsschub ins Haus, ließe sich hieraus ein höherer Fair Value für Gold ableiten.

Dr. Frank Schallenberg  
Senior Economist Rohstoffe  
Tel: + 49 - (0)711 - 127 - 77 436  
frank.schallenberg@lbbw.de

# Brent: Wir erwarten eine höhere Produktion für die Zeit ab April

## Brent-Rohöl: Preisentwicklung & Prognose des LBBW Research' (in USD)



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
Brent (in USD/Barrel)	67,15	Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Jun 2021	Dez 2021	Jun 2022
		43,42	51,89	44,42	65	60	65

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

## Pro & Contra Brent Preisanstieg

- + OPEC kürzt Output seit April 2020 um 4,8 mbpd.
- + OPEC-Compliance im Januar bei 102 %.
- + 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 auf 1,2 mbpd.
- US Rig Count hat 2021 bislang um 16 % zugelegt.
- OPEC+ dürfte Anfang März Erhöhung der Förderquoten beschließen. Saudi-Arabien dürfte freiwillige Förderkürzung im März auslaufen lassen.

# Gold und Silber: Auf getrennten Wegen!

**Korrelation zwischen Gold und Silber einstweilen zusammengebrochen**  
 (Preise je Feinunze, jeweils auf USD-Basis)

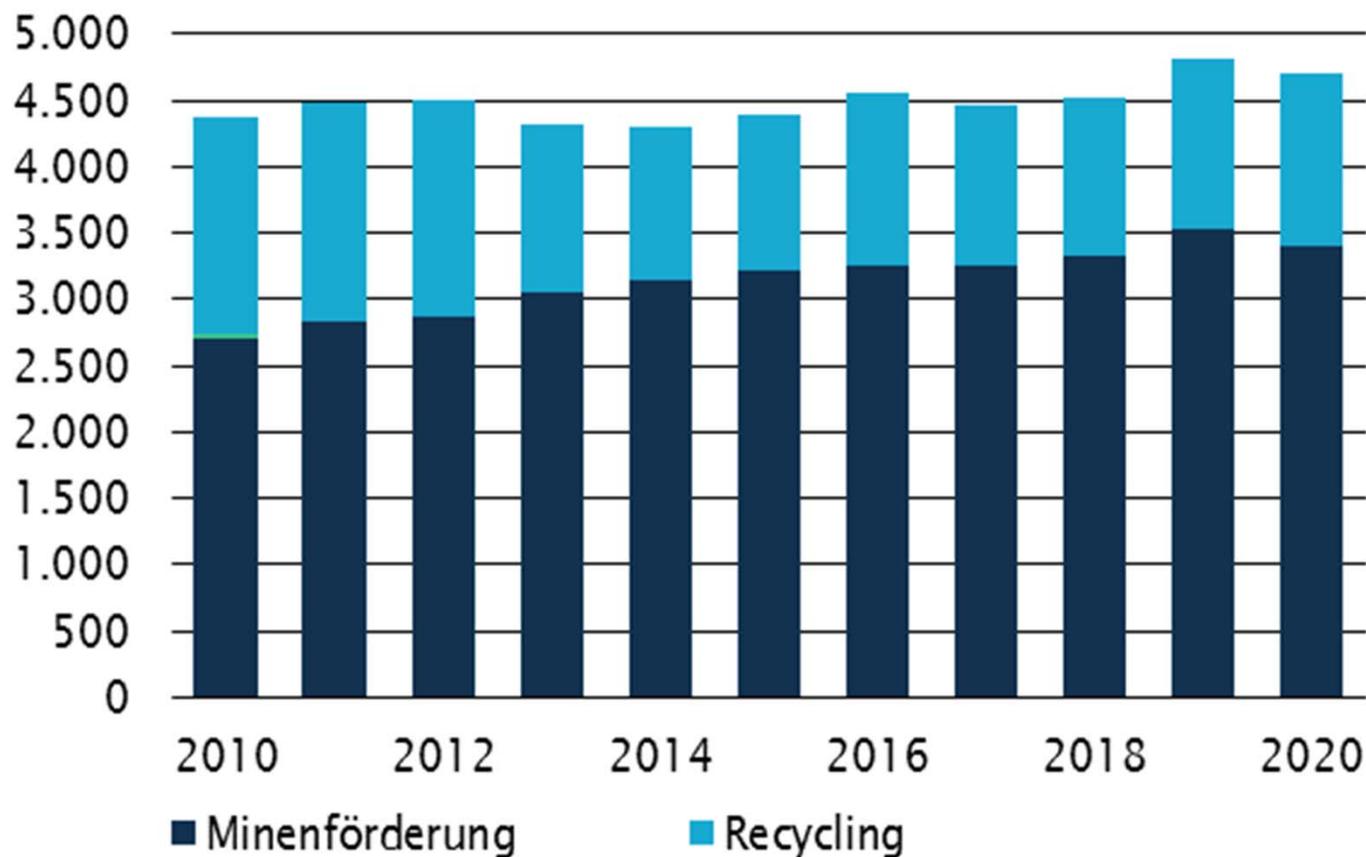


Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Gold: Das Angebot schwächelte 2020, nicht zuletzt Corona-bedingt

## Corona beeinträchtigt die Minenproduktion

Angebot (in Tonnen)

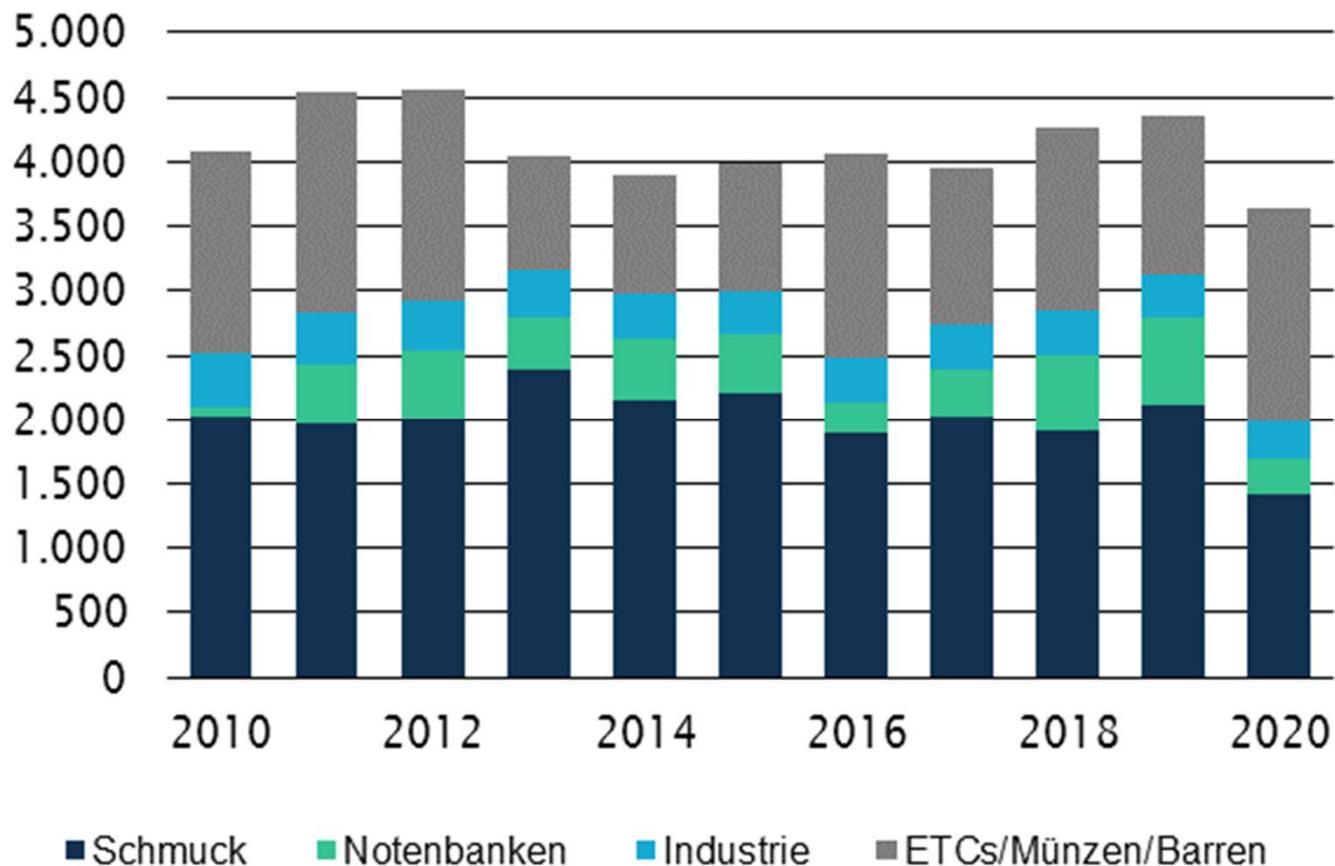


- Die Minenproduktion von Gold ist 2020, Corona-bedingt, um rund 4 % gefallen, auf 3.400 Tonnen.
- Das Recycling von Altgold wiederum ist leicht gestiegen, und zwar um rund 1 % auf knapp 1.300 Tonnen.
- Das Gesamtangebot ist 2020 damit um etwas mehr als 2 % gefallen, auf 4.700 Tonnen.
- Das Angebot verteilt sich aktuell zu rund 72 % auf die Minenproduktion und zu ca. 28 % auf das Recycling.

## Auch die Goldnachfrage lässt nach; diese fällt auf ein Elfjahres-Tief

### Goldnachfrage fällt 2020 um fast 17 %

Nachfrage (in Tonnen)



- Die Nachfrage nach Münzen und Barren ist 2020 um ca. 3 % auf 900 Tonnen gestiegen. Noch stärker hat die Nachfrage der physisch hinterlegten ETCs (wie z.B. Xetra-Gold) zugenommen. 2019 lag deren Nachfrage bei 360 Tonnen. 2020 fielen die Käufe der ETCs mit 740 Tonnen mehr als doppelt so hoch aus.
- Die Notenbanken haben 2020 nur noch 270 Tonnen Gold gekauft (-59 % ggü. 2019).
- Auch die industrielle Nachfrage ist 2020 gefallen, auf rund 300 Tonnen (-7 % ggü. 2019).
- Die Schmucknachfrage hat sich 2020 sehr schwach entwickelt. Mit nur ca. 1.400 Tonnen lag die Nachfrage in diesem Sektor ggü. 2019 um rund 34 % niedriger.

## Neue Vorzeichen:

# 1. Dollar-Schwäche könnte Geschichte sein!

## Neue Prognose: 1,15 EURUSD per Mitte 2022

Gold (in US-Dollar) und EURUSD-Wechselkurs (rechte Skala)

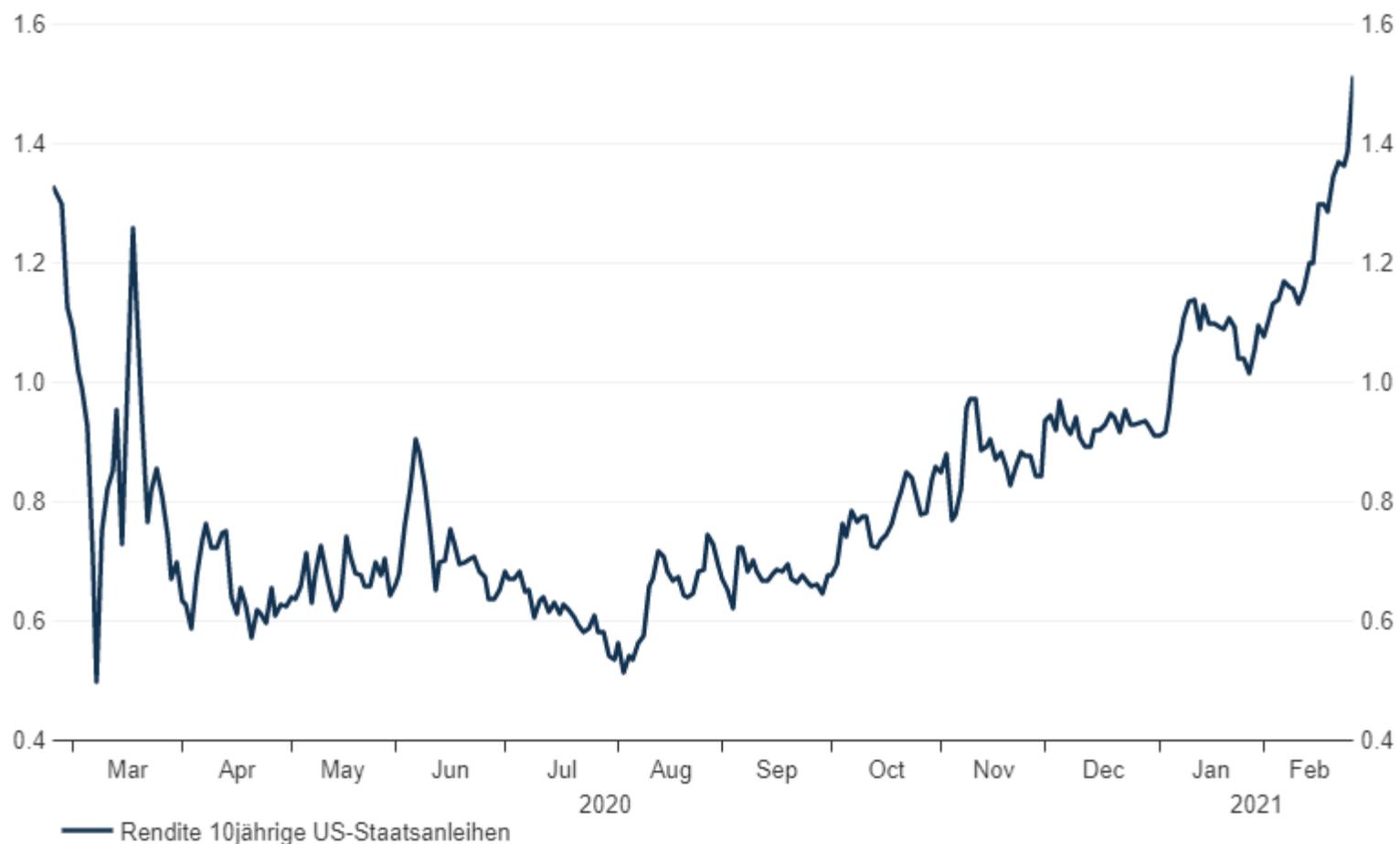


Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Neue Vorzeichen: 2. Stark gestiegene US-Renditen!

## Zinsentwicklung

Weiter expansive Geldpolitik der Fed – dennoch zuletzt deutlich gestiegene US-Renditen



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Immerhin: Höhere Inflation lässt Fair Value ansteigen

## Über die Zinsen lässt sich ein „Fair Value“ ableiten

US-Realzinsen eröffnen aktuell wieder etwas mehr Potenzial für Gold



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

# Gold: Angebot und Nachfrage auf Suche nach neuem Gleichgewicht

## Goldpreis: Entwicklung & Prognose des LBBW Research<sup>4</sup> (in USD)



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Jun 2021	Dez 2021	Jun 2022
Gold (in USD/Feinunze)	1794,92	1771,68	1897,77	1893,60	1800	1750	1700

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

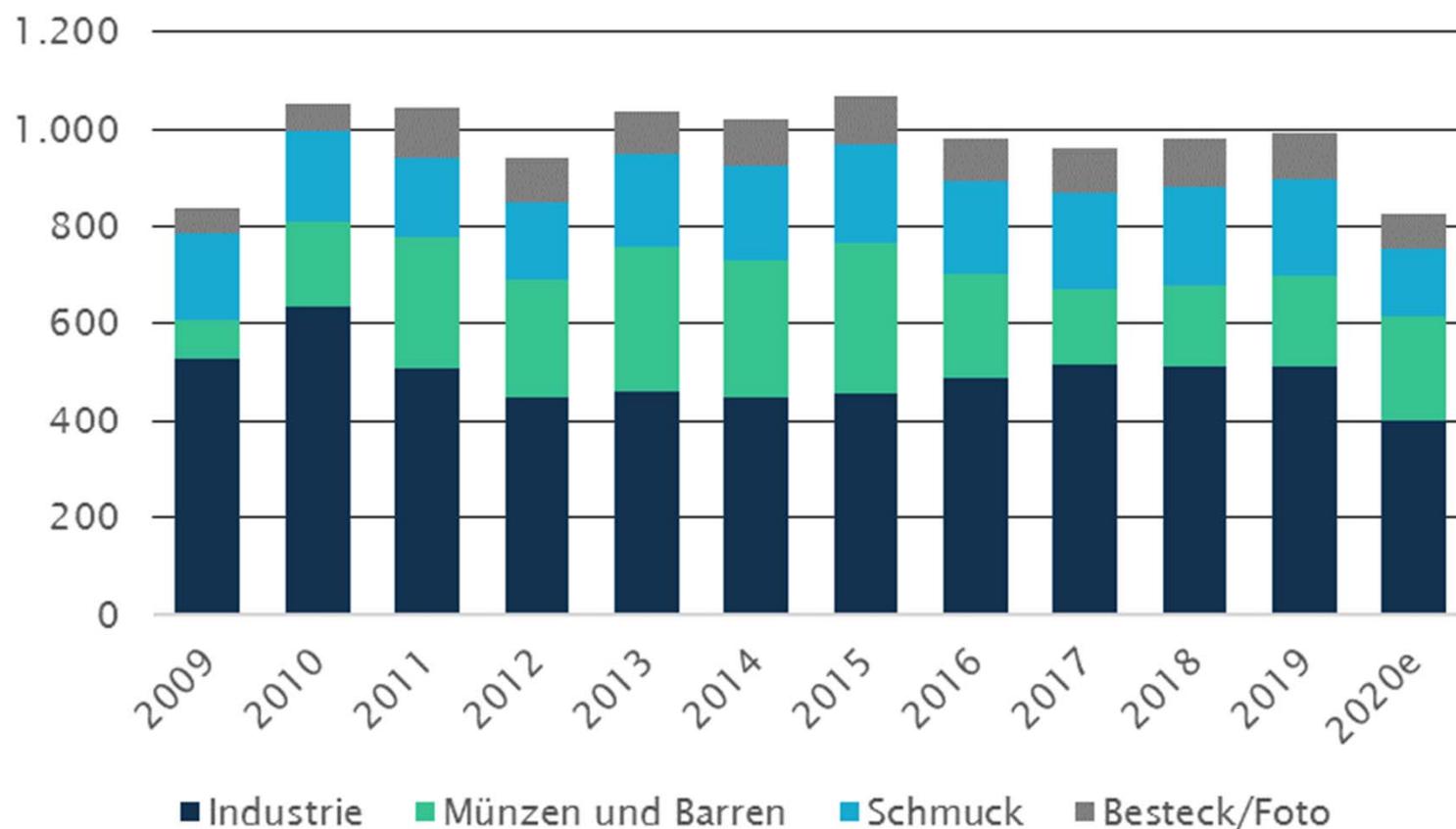
## Preisanstieg Gold: Pro & Contra

- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + Output der Goldminen geht 2020 um 4 % auf 3.400 Tonnen zurück.
- + ETC-Nachfrage steigt 2020 um 29 % bzw. 740 Tonnen.
- ETC-Nachfrage 2021 bislang schwach (-2 % bzw. -60 Tonnen).
- Schmucknachfrage nach Gold bricht 2020 um 34 % bzw. um mehr als 700 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold fällt 2020 um knapp 60 % oder um fast 400 Tonnen.
- Gesamtnachfrage nach Gold fällt 2020 trotz hoher ETC-Käufe um 14 % (ca. 500 t) auf tiefsten Stand seit 2009.
- Zu erwartende Aufwertung des US-Dollars dürfte Goldpreis belasten.

# Silber-Nachfrage bricht ein – ETCs schließen die Lücke

## Silbernachfrage (ohne ETCs)

(in Mio. Unzen)



- Das Silberangebot 2020 dürfte ggü. 2019 auf ca. 970 Mio. Unzen gefallen sein (-7 %).
- Die ind. Nachfrage nach Silber dürfte um gut 20 % auf 400 Mio. Unzen eingebrochen sein.
- Lediglich die Nachfrage nach Münzen und Barren dürfte 2020 zugenommen haben – alle anderen Nachfragekomponenten dürften um rund 25 % gefallen sein.
- Die Silber-Nachfrage sollte damit 2020 bei rund 825 Mio. Unzen gelegen haben (-17 % bzw. 175 Mio. Unzen ggü. 2019).
- Die Lücke wurde durch eine extreme ETC-Nachfrage geschlossen – die ETC-Bestände stiegen 2020 um 270 Mio. Unzen oder 44 % an.
- Aufruf zum Short-Squeeze bei Silber am 27.1.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Corona-Update



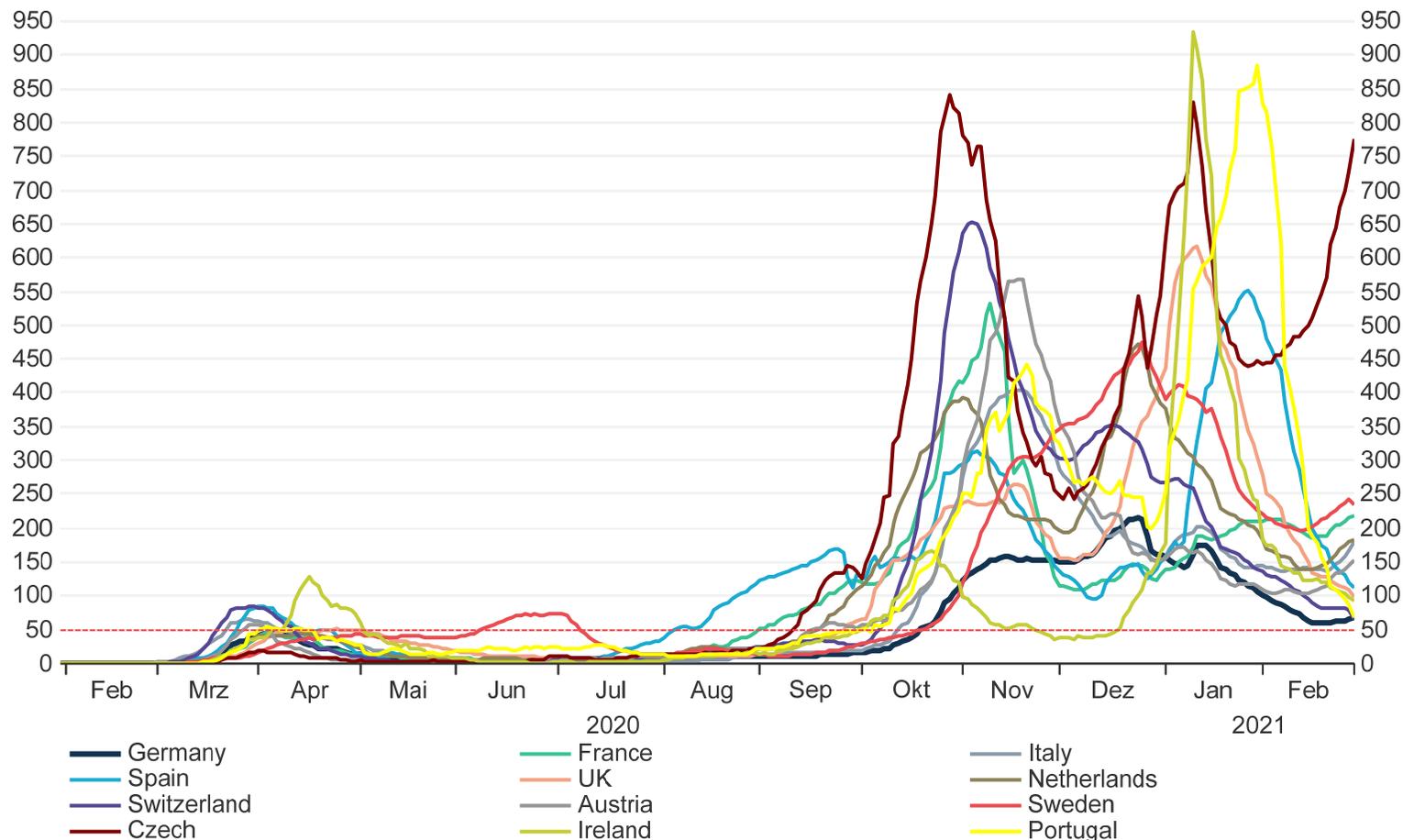
Rolf Schäffer, CIIA  
 Gruppenleiter Strategy/Macro  
 Tel: +49 711 127-76580  
 rolf.schaeffer@LBBW.de

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

- Nach einem deutlichen Rückgang der Inzidenzzahlen steigen nun die Fallzahlen in vielen Ländern erneut.
- Hauptgrund hierfür: Die relative und die absolute Ausbreitung der britischen Mutante B.1.1.7. Folge: Die Inzidenzzahlen dürften weiter ansteigen. Rein auf Inzidenzwerte basierende Öffnungskonzepte (wie vergangene Woche Bundeskanzlerin Merkel vorgeschlagen hatte) werden damit kaum zum Tragen kommen.
- Das vom RKI in die Diskussion gebrachte Stufenplan-konzept setzt als Leitindikatoren nicht nur auf die Sieben-Tages-Inzidenz. Als zweiter wesentlicher Faktor wird der Auslastungsgrad der Intensivbetten mit Covid-Patienten herangezogen. Die Politik muss nun entscheiden, wie sie diese Faktoren gewichtet.
- Unserer Meinung nach sollte ein gewisser Anstieg der Inzidenzzahlen toleriert und moderate Lockerungen fortgeführt werden – solange die Sterbefälle bzw. die Intensivbettenbelegung nicht deutlich steigt oder die Inzidenzzahlen völlig aus dem Ruder laufen.
- Die kritische Phase geht u.E. noch bis Mitte / Ende Mai. Dann dürfte die gestiegene Impfquote den R-Wert nachhaltig unter 1 drücken. Ab dann sind sukzessive weitgehende Öffnungsschritte möglich.

# Infektionslage in Europa: Sieben-Tages-Inzidenz steigt in vielen Ländern wieder

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



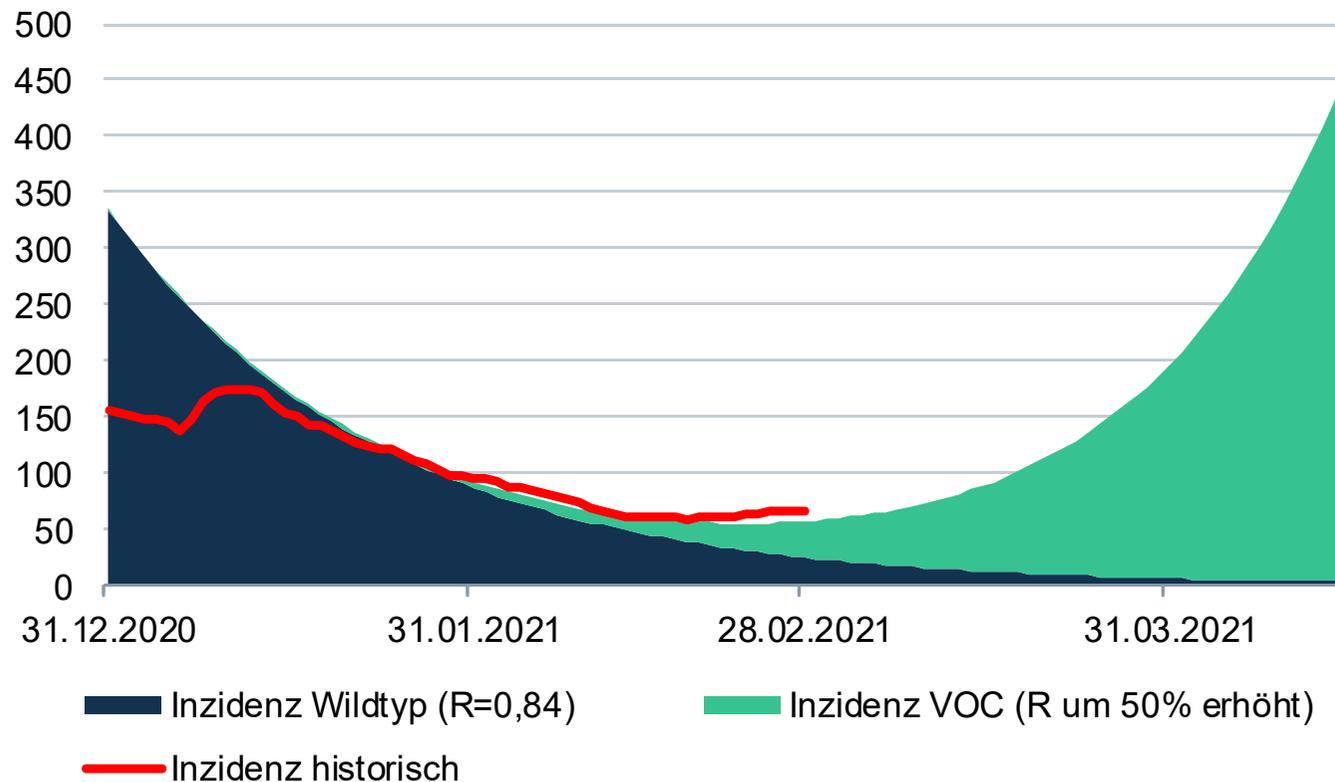
- Nach einem deutlichen Rückgang der Inzidenzzahlen steigen nun die Fallzahlen in vielen Ländern erneut.
- Stehen wir am Anfang einer neuen Welle?
- Die sukzessiv steigende Impfquote dürfte erst ab Mai spürbare dämpfende Effekte auf die Inzidenzzahlen haben.
- Österreich stellt Testballon dar. Dort öffneten Schulen, Kitas und Läden bereits am 08.02. (damalige Inzidenz knapp über 100). Seitdem ist ein spürbarer Anstieg der Inzidenzzahlen zu erkennen (aktuell bei rd. 150).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

## B.1.1.7 lässt die Fallzahlen in Deutschland wieder steigen – Weitere rasche Öffnungen werden unwahrscheinlicher

### Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner, Simulation

Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage

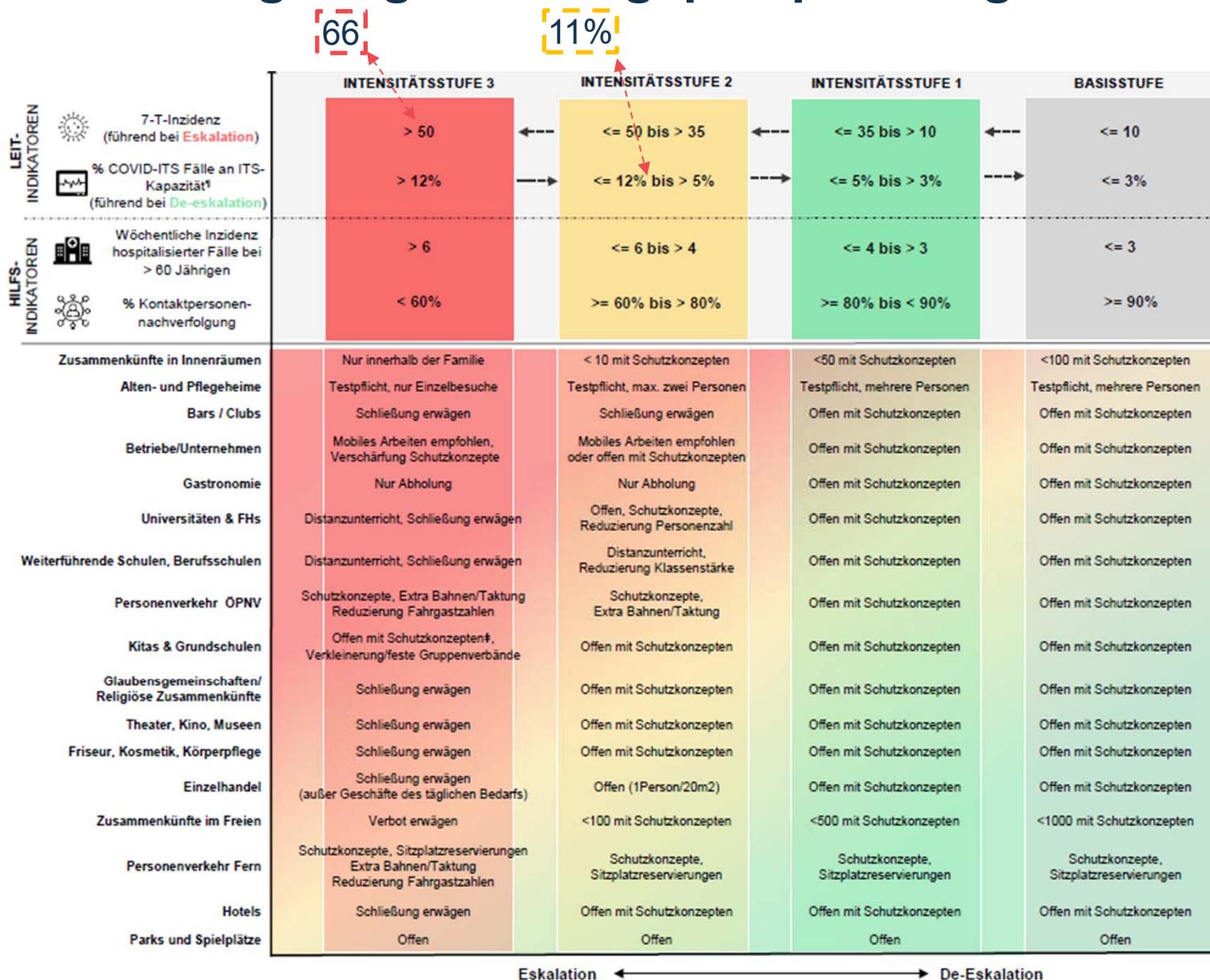


Mit den hier getroffenen Annahmen resultiert ein R-Wert für die Virusvarianten („Variants of Concern“, VOC) von 1,26.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Die relative und die absolute Ausbreitung von B.1.1.7 ist in den vergangenen Wochen von einem starken Rückgang des „Wildtyps“ in Deutschland überlagert worden.
- Daten des RKI weisen für die KW7 einen Anteil von 30,9% der Variante B.1.1.7 an den insgesamt nachgetesteten Positivproben aus. Dies ist ein weiterer deutlicher Anstieg ggü. der Vorwoche, wenngleich sich die Geschwindigkeit des Anstiegs etwas verlangsamt hat. In KW6 lag der B.1.1.7-Anteil bei 22,8%, in KW5 bei 10,1%.
- Damit zeichnet sich mehr und mehr ab, dass B.1.1.7 immer mehr das Infektionsgeschehen in Deutschland dominieren wird.
- Folge: Die Inzidenzzahlen dürften weiter ansteigen.

# RKI-Vorschlag: Stufenplan für Öffnungen auf lokaler Ebene dürfte nur geringe Öffnungsperspektive geben



- Das vom RKI vorgeschlagene Stufenplankonzept setzt als Leitindikatoren nicht nur auf die Sieben-Tages-Inzidenz.
- Als zweiter wesentlicher Faktor wird der Auslastungsgrad der Intensivstationen mit Covid-Patienten herangezogen.
- Bei den Sieben-Tages-Inzidenzen erwarten wir aufgrund der starken Ausbreitung von B.1.1.7 für die nächsten Wochen einen erneuten Anstieg. Somit dürfte dieser Wert für die allermeisten Landkreise weiter keine Maßnahmenlockerung versprechen.
- Bei der Auslastung der Intensivbetten mit Covid-Patienten beobachten wir indes weiter fallende Werte. Hier befinden wir uns bereits in der Stufe 2, welche, isoliert betrachtet, weitere Lockerungen erlauben würde – auch vor dem Hintergrund der fortschreitenden Impfung der Risikogruppen.
- Die Politik muss nun entscheiden, wie sie diese Faktoren gewichtet.

Quelle: RKI

# Wie geht es weiter? März und April sind kritische Monate – Ab Mai nimmt Spielraum für breite Lockerungen zu



## Szenario 1 (bisheriges Hauptszenario):

- **Inzidenzzahlen fallen weiter.** Ansteckendere Mutanten steigen zwar im relativen Anteil an den Neuinfektionen aber nicht in der absoluten Anzahl. D.h.  $R < 1$  gilt auch für B.1.1.7\* im aktuellen Lockdown.
- **Am 07. März werden nach den Kitas, Schulen und Frisören die Läden in Deutschland öffnen soweit die Inzidenz im jeweiligen Landkreis unter 35 liegt.** Richtung Ende März/April könnten weitere Öffnungsschritte erfolgen (Hotel- und Gastgewerbe).

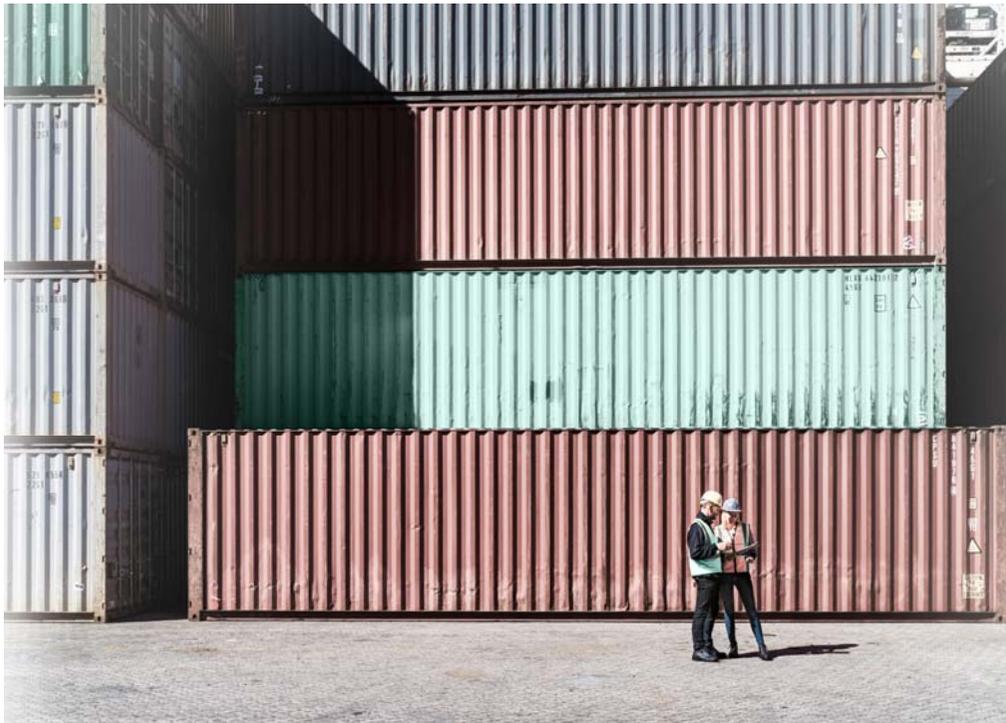
## Szenario 2 (neues Hauptszenario):

- **Inzidenzzahlen fallen nicht weiter und drehen im März trotz Lockdown wieder nach oben.** Hauptgrund ist die Verbreitung der ansteckenderen Mutanten.  $\rightarrow R > 1$  für B.1.1.7\* im aktuellen Lockdown. B.1.1.7\* verdrängt zunehmend das Ursprungsvirus.
- **Politik steht vor schwieriger Entscheidung:**
  - a) Erneut sehr harter Lockdown bis Impfquote R-Wert deutlich drückt** ( $\rightarrow$  vermutlich bis Mitte Mai).
  - b) Gewisser Anstieg der Inzidenzzahlen wird toleriert,** moderate Lockerungen, solange Sterbefälle / Intensivbettenbelegung nicht wieder deutlich steigen bzw. Inzidenzzahlen völlig aus dem Ruder laufen.
- **Kritische Phase bis vermutlich Mitte/Ende Mai.** Dann dürfte gestiegene Impfquote R-Wert nachhaltig unter 1 drücken. Ab dann sukzessive weitere Öffnungsschritte möglich.

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Makro



- Deutschland: Lockdown entscheidet über Wachstumsausblick
- Deutschland: Lockdown lastet auf privatem Konsum
- Deutschland: Inflation im Februar weiter gestiegen
- Euroraum: Zweiteilung der Konjunktur hält an
- Euroraum: Arbeitsmarkt zuletzt etwas robuster
- Vereinigtes Königreich: Impfprogramm bietet Wachstumsperspektive
- EURGBP-Prognose geändert: Stärkeres Pfund voraus
- USA: Verbraucher geben Wirtschaft „a shot in the arm“
- China: PMIs zu Jahresbeginn schwächer
- China: Importe aus Deutschland kräftig gestiegen

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

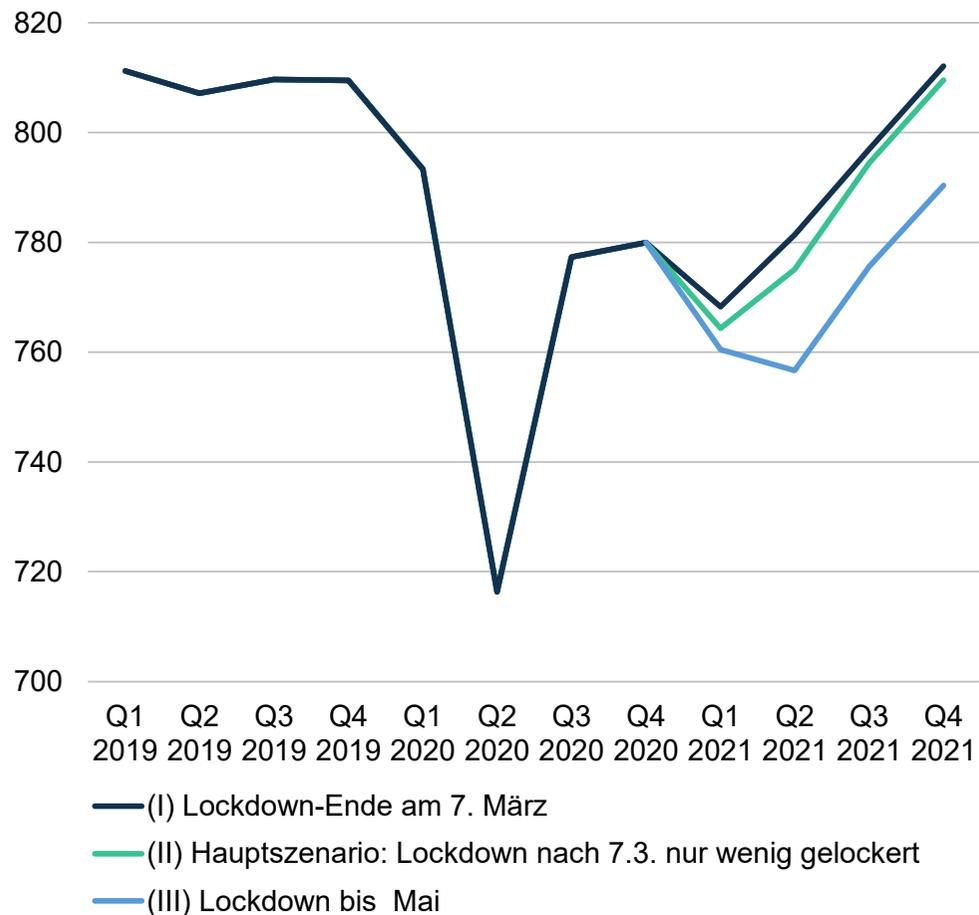
Dr. Katja Müller  
Tel: + 49 711 127-4 21 06  
katja.mueller@LBBW.de

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

# Lockdown-Ende entscheidet über den Wachstumsausblick

## Deutschland: BIP in Szenarien

(Mrd. Euro, Quartalswerte)



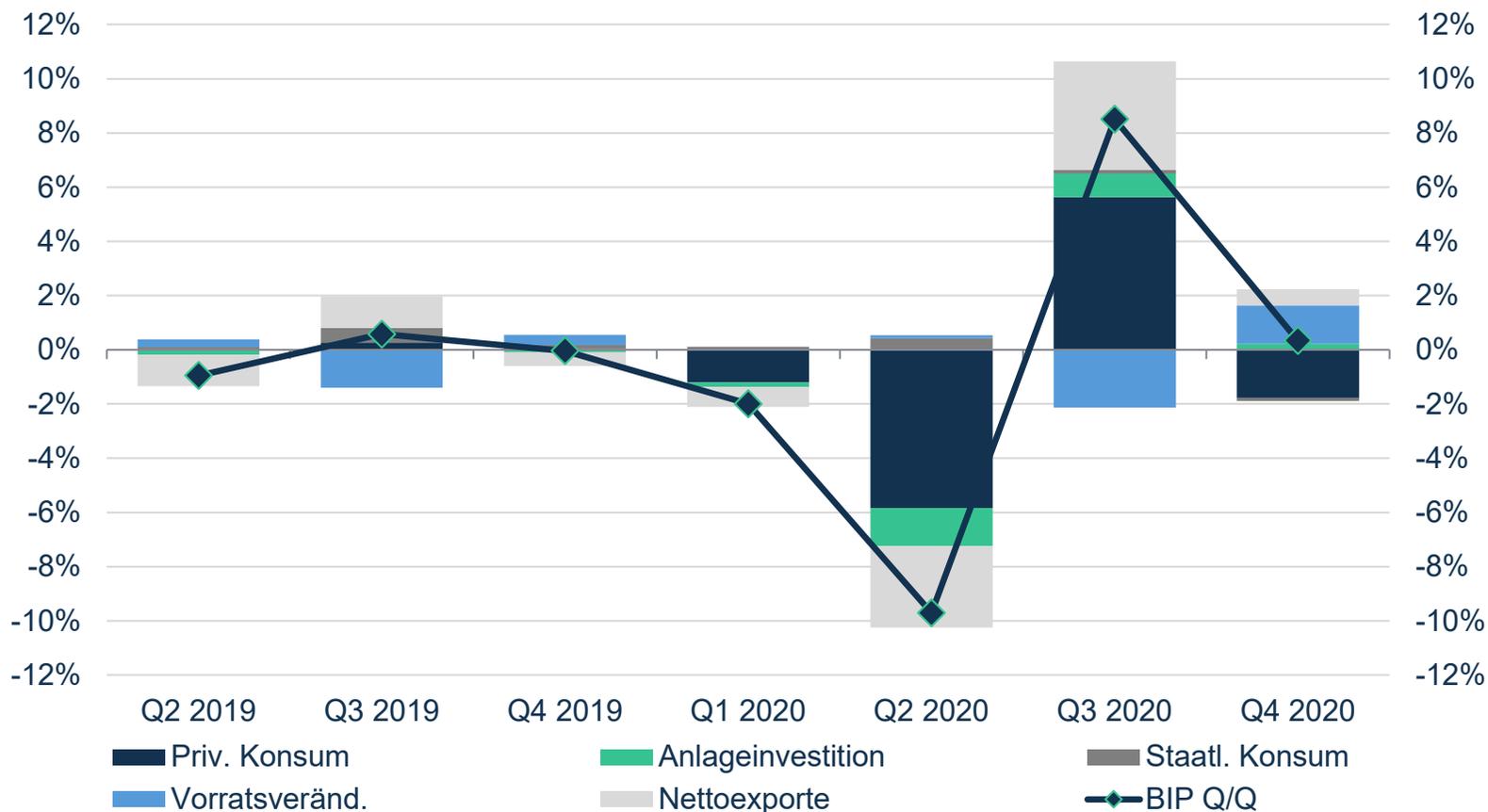
- Der Lockdown wird nicht am 7. März enden. Damit ist unser bisheriges Hauptszenario (I) obsolet.
- Neues Hauptszenario II: Lockdown wird im März nur wenig gelockert. D.h. vor allem der private Konsum bleibt belastet. Für die BIP-Prognose 2021 ist das ein Shift von +3,0% auf +2,5%.
- Negativszenario (III) Lockdown bis in den Mai impliziert ein BIP-Wachstum von 0,5%.

Q/Q	Q1	Q2	Q3	Q4	2021
(II) neues HS	-2,0	1,4	2,5	1,9	2,5%
(III) Lockdown bis Mai	-2,5	-0,5	2,5	1,9	0,5%

- Der **statistische Überhang aus 2020** beträgt nach der Revision von Q4 derzeit 1,7%.

# Deutschland: Lockdown lastet auf privatem Konsum

## BIP Q/Q und Beiträge der Sektoren (Quartalswerte, real, sb.)

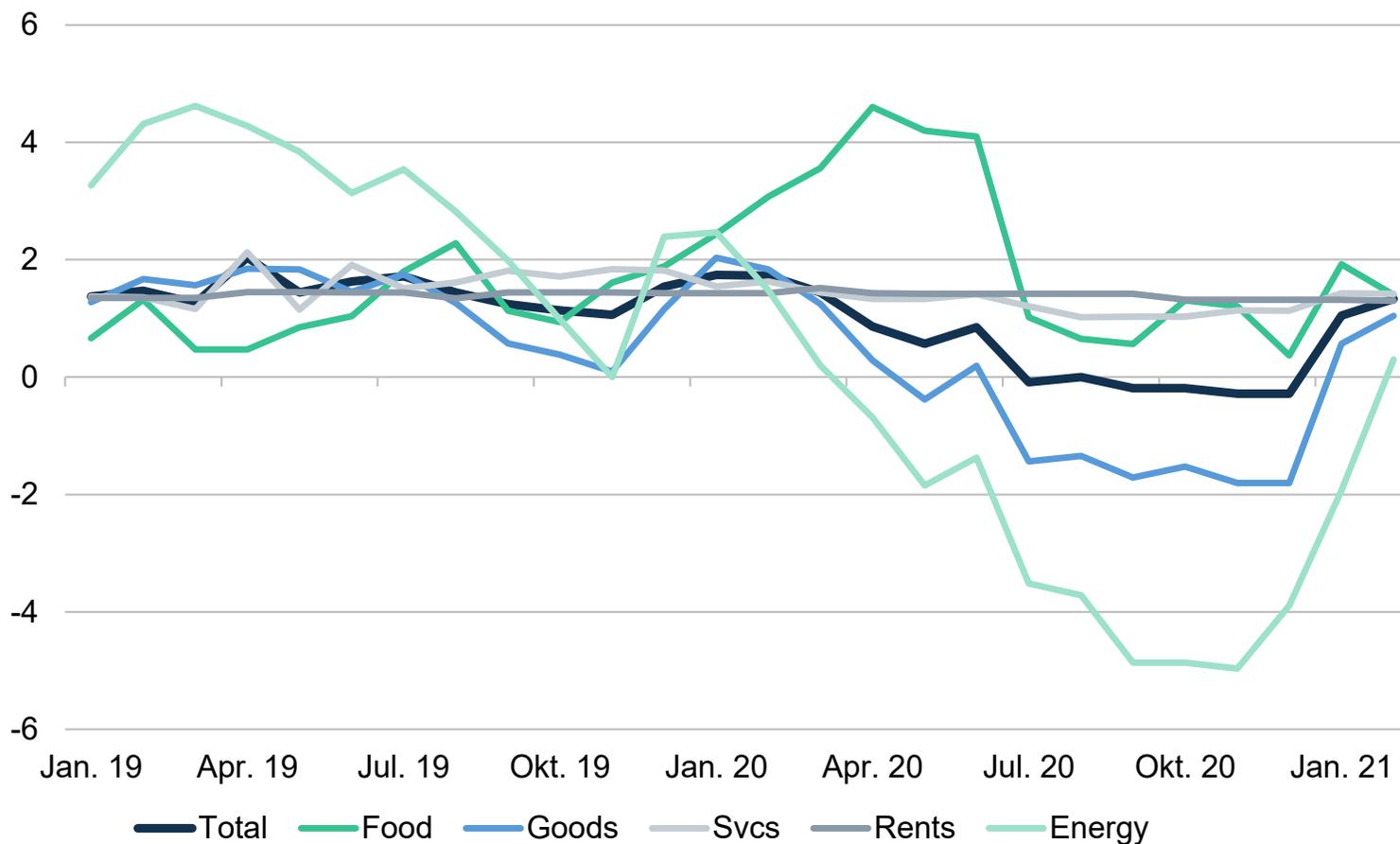


- Der BIP-Zuwachs wurde für das vierte Quartal 2020 von 0,1% auf 0,3% revidiert.
- Ungeachtet dessen belastete im Abschlussquartal 2020 der Lockdown die private Konsumnachfrage.
- Die Schwäche des Konsums dürfte auch in Q1/2021 anhalten, zumal die MwSt wieder auf die alten Sätze angehoben wurde.
- Hingegen ist das Potential für den Außenhandel ausgereizt.
- Nur ein weitgehendes Ende der pandemiebedingten Einschränkungen führt voraussichtlich zu einer Wiederbelebung des Konsums.
- Da dies bislang nicht in Sicht ist, revidieren wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2021 von 3,0% auf 2,5%.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Deutschland: Inflation im Februar weiter gestiegen

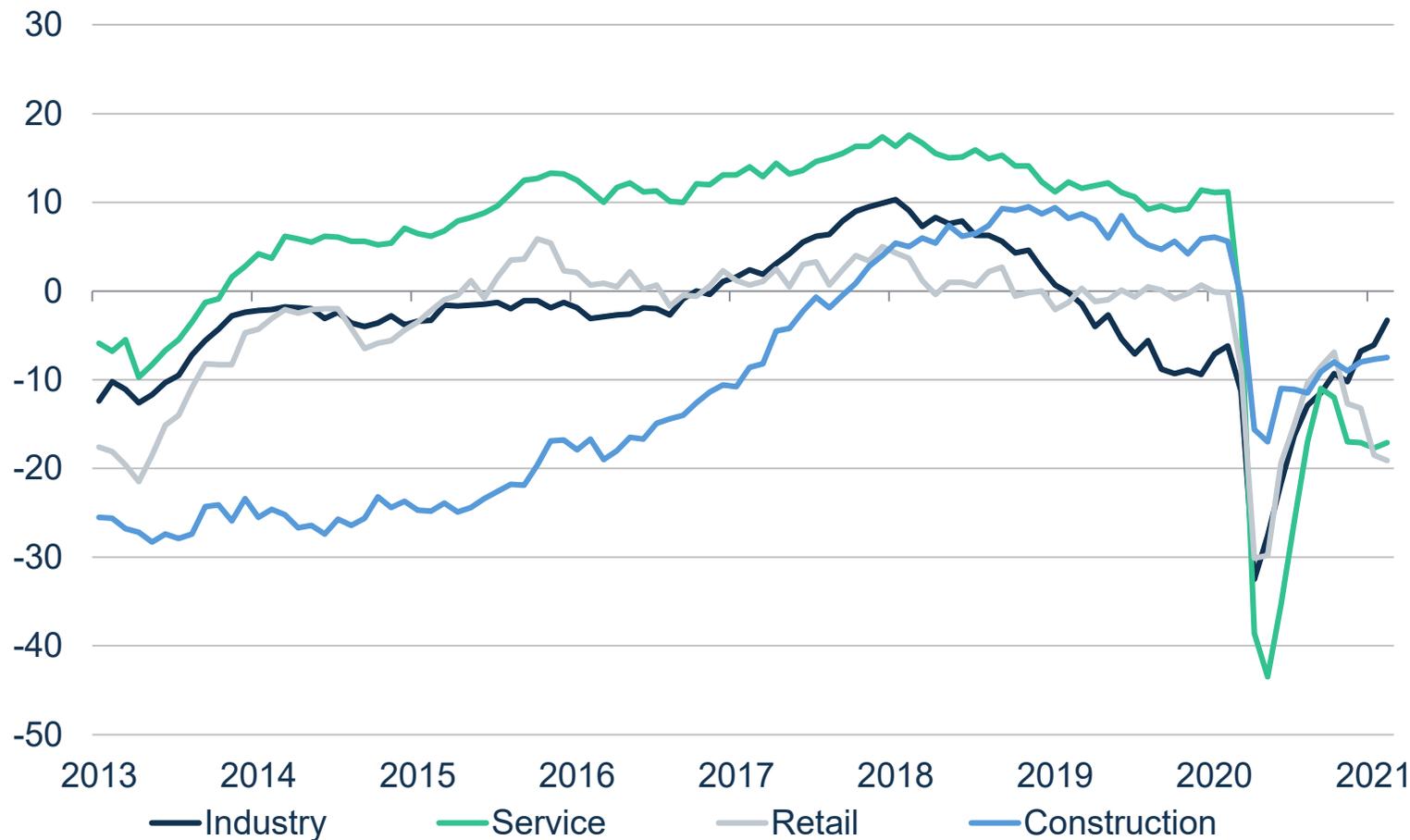
## Verbraucherpreise insgesamt und für ausgewählte Gütergruppen (Y/Y, Monatswerte, nicht saisonbereinigt)



- Die Inflation hat in Deutschland im Februar weiter zugelegt. Von 1,0% ging es auf 1,3% nach oben.
- Herausragende Preistreiber gab es eigentlich nicht, der Anstieg verteilte sich fast gleichmäßig auf die großen Gütergruppen. Bemerkenswert insbesondere, dass der Entlastungseffekt der Energiepreise mit den Februarzahlen nahezu verschwunden ist.
- In den kommenden Monaten dürfte die Inflation weiter zulegen, wenn auch zunächst nicht mehr ganz so kräftig wie zuletzt.

# Euroraum: Zweiteilung der Konjunktur hält an

## Economic Confidence Indikatoren des Economic Sentiment (Indexstände, Monatswerte saisonbereinigt)

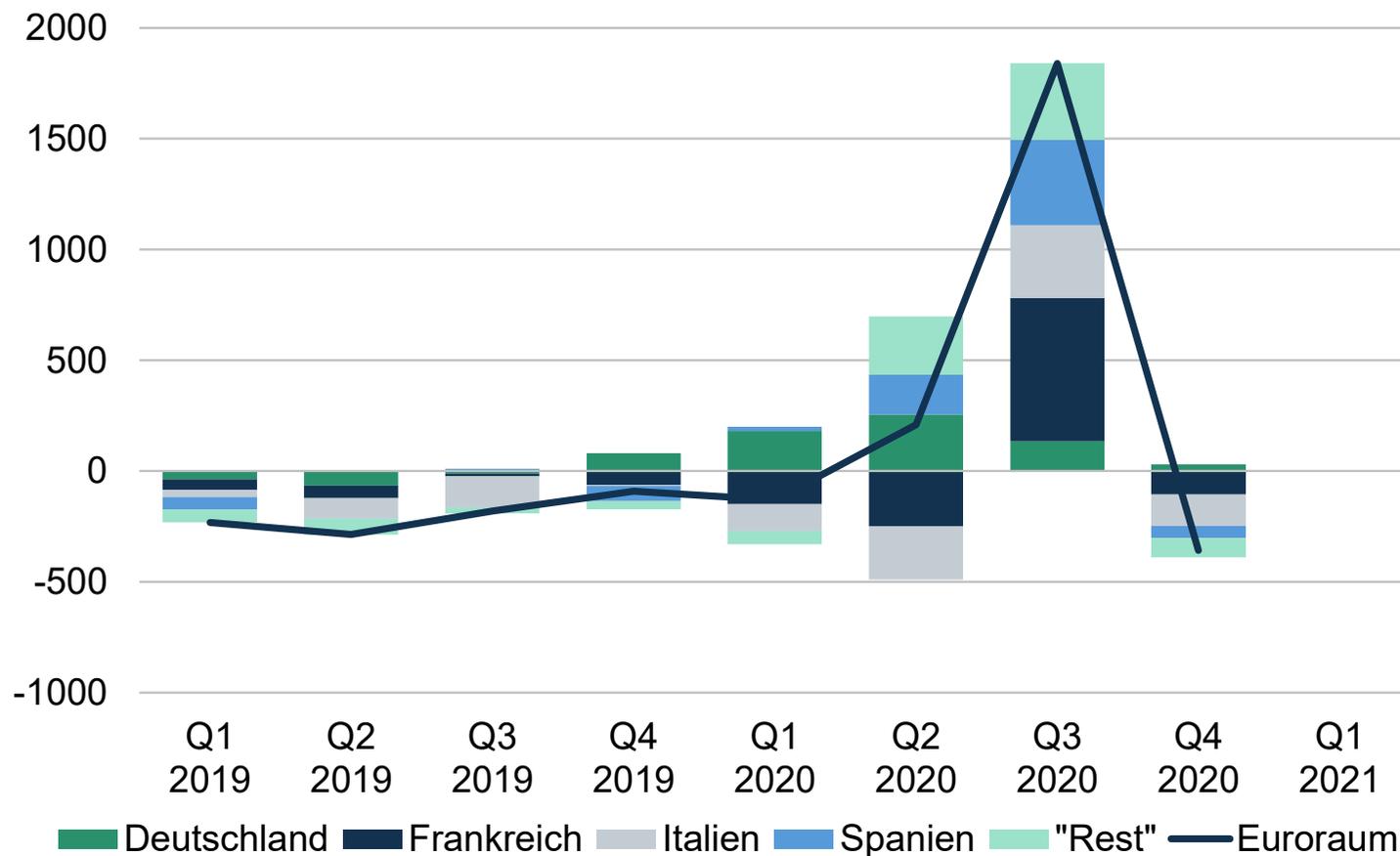


- Das Economic Sentiment für den Euroraum ist im Februar von 91,5 auf 93,4 gestiegen und hat den Rückgang des Januars überkompensiert. Der Anstieg war dieses Mal in Italien besonders ausgeprägt (von 90,2 auf 94,6). Spanien hingegen war der Ausreißer nach unten mit einem Economic Sentiment von 90,7 nach zuvor 93,9.
- Die inzwischen gewohnte Zweiteilung der Konjunktur hat Bestand. Industrie und Bau legen zu, die „Kontaktbranchen“ Dienstleistungen und Einzelhandel sind weiter schwach bzw. sogar rückläufig (vgl. Chart).

# Euroraum: Arbeitsmarkt zuletzt etwas robuster

## Anzahl der Arbeitslosen

(Veränderung zum Vorquartal in Tsd.)



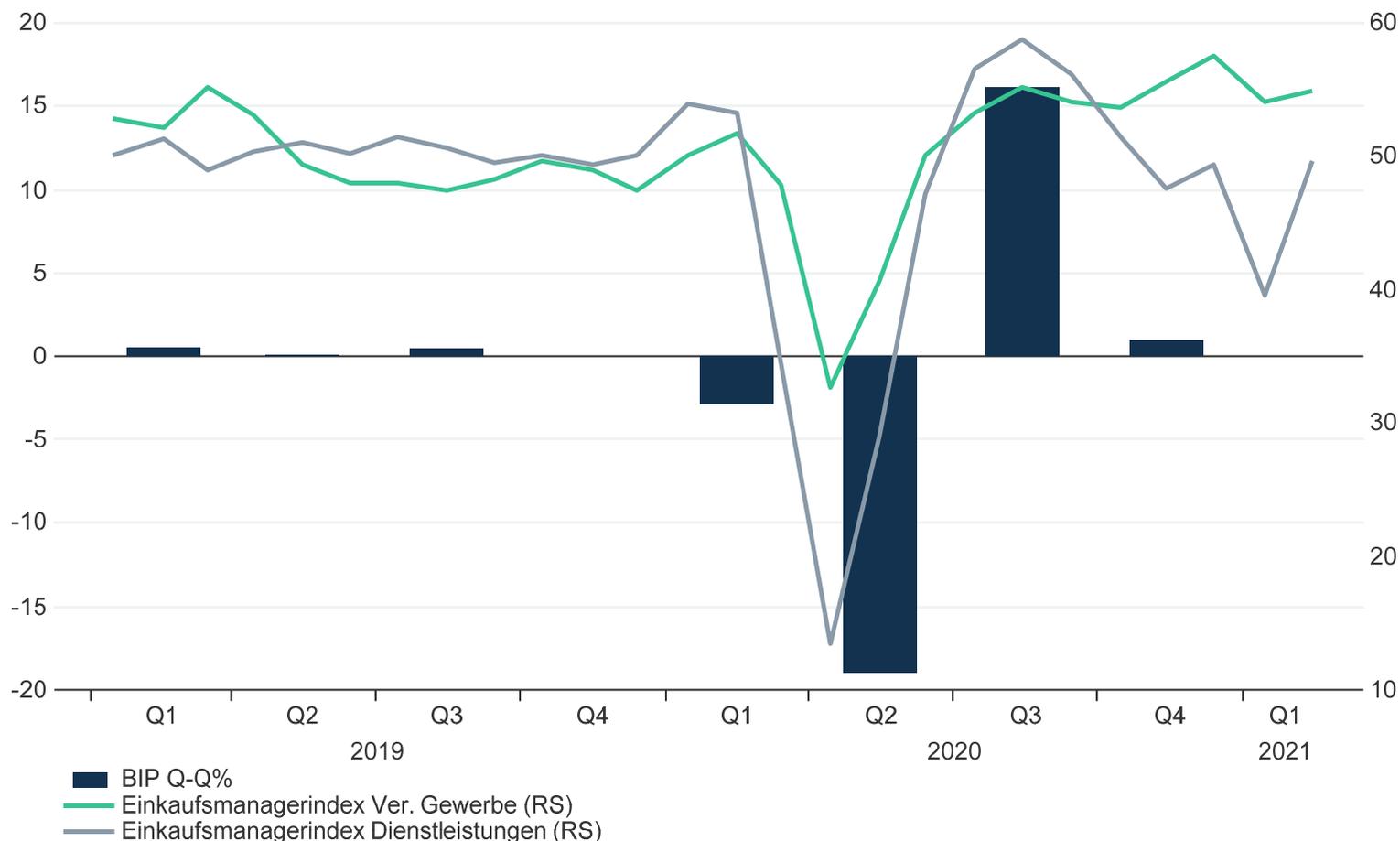
- Der Arbeitsmarkt im Euroraum hat sich im Schlussquartal robust präsentiert. Zumindest ging die Anzahl der gemeldeten Arbeitslosen deutlich zurück, und dies in allen großen Ländern und per Saldo im „Rest“ der EWU.
- Gegenüber dem Ausbruch der Pandemie ist die Anzahl der Arbeitslosen deutlich gesunken – per Saldo um rund 1,5 Mio. von Q4/2019 auf Q4/2020.
- Eine erhebliche Anzahl von Arbeitnehmern dürfte sich weiter in Kurzarbeit befinden. Hierzu gibt es leider bislang keine einheitliche europäische Statistik.
- Insgesamt spricht die Lage am Arbeitsmarkt gegen eine lohninduzierte Zunahme der Inflation.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Vereinigtes Königreich: Impfprogramm bietet Wachstumsperspektive

## Vereinigtes Königreich: BIP und Einkaufsmanagerindizes

Q-Q % bzw. Punkte



- Das Auftaktquartal dürfte angesichts von „Brexit“ und harten Lockdown-Maßnahmen schwach ausfallen. Die Einkaufsmanagerindizes fielen im Februar überraschend positiv aus.
- Das rascher als in der EU voranschreitende britische Impfprogramm dürfte im zweiten Halbjahr in Kombination mit einer klaren Öffnungsperspektive das Wachstum wieder in Schwung bringen.
- Eine ungebremsste Fortsetzung der Pfund-Rallye würde die ohnehin schon durch den „Brexit“ belastete Exportwirtschaft weiter ausbremsen.
- Wir rechnen für das laufende Jahr mit einem BIP-Zuwachs von 5%.

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# EURGBP-Prognose geändert: Stärkeres Pfund voraus

## EURGBP und GBPUSD mit Durchschnitten



### Prognosen LBBW Research

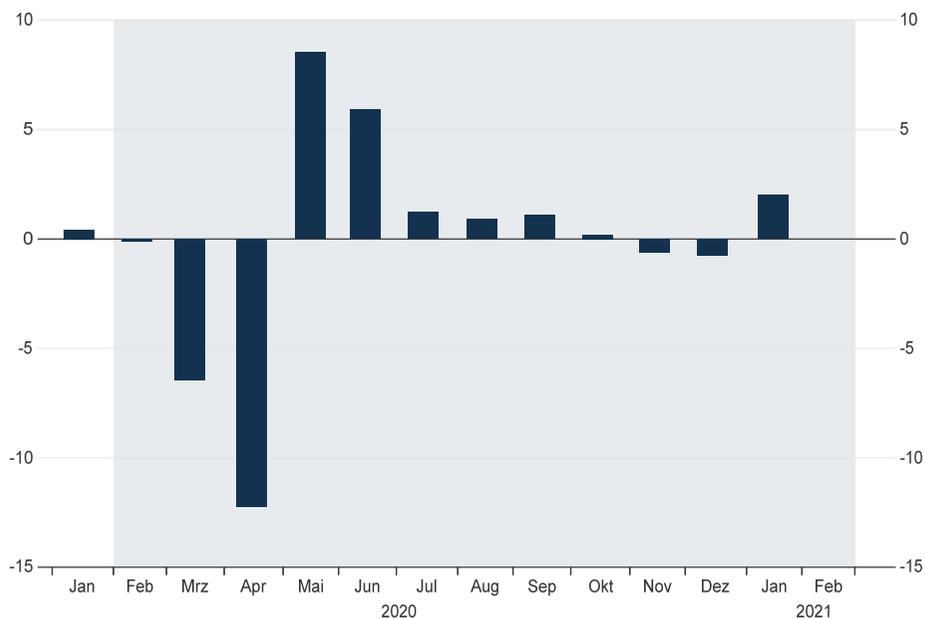
	Q2 2021	Q4 2021	Q2 2022
EURGBP bisher	0,90	0,90	-
EURGBP neu	0,87	0,85	0,84

- Die jüngste Aufwertung des Pfund ist wohl in erster Linie auf das zügig voranschreitende Impfprogramm zurückzuführen.
- Dies sowie die Aussicht auf ein Ende des Lockdowns hellen die Konjunkturperspektive für UK auf.
- Zudem scheinen Negativzinsen in UK nach dem Zinsentscheid der Bank of England zunächst nicht konkret anzustehen.
- Die Kaufkraftparität spricht für eine Aufwertung des Pfund ggü. dem Euro.
- Vor diesem Hintergrund gehen wir nun von einem stärkeren Pfund ggü. dem Euro aus.

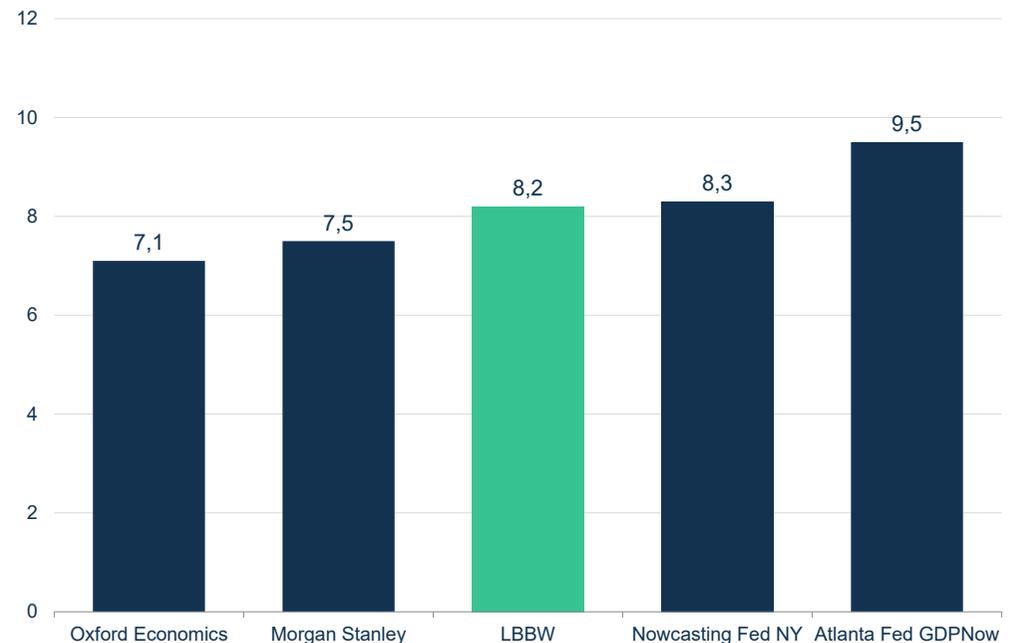
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

# USA: Verbraucher geben Wirtschaft „a shot in the arm“

**Persönlicher Verbrauch (real)**  
(Veränderung ggü. dem Vormonat, in %)



**BIP-Prognosen für das 1. Quartal 2021**  
(Jahresrate, in %)



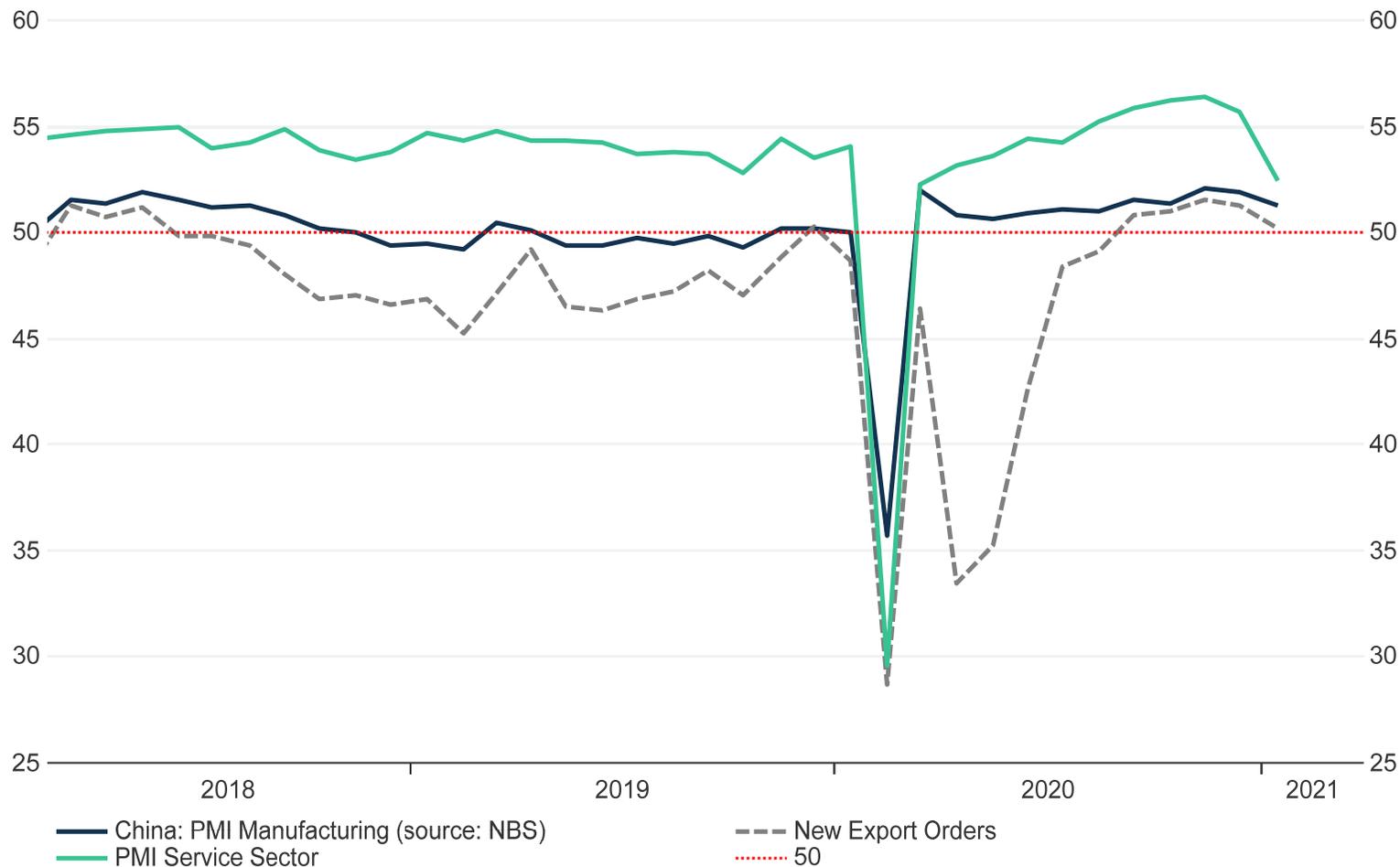
Der persönliche Verbrauch legte im Januar in realer Rechnung mit einer Veränderungsrate von 2,0 % gegenüber dem Vormonat zu. Eine Reihe von Volkswirten hatten bereits nach den zuvor veröffentlichten Einzelhandelsumsätzen – diese schossen im Januar um 5,3 %empor – ihre Prognose für das US-Wachstum im 1. Quartal 2021 verdoppelt.

Wir haben unsere Prognose ebenfalls angehoben und erwarten nun, dass die US-Wirtschaft im ersten Quartal 2021 mit einer Jahresrate von rund 8 % zulegen wird.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# China: PMIs zu Jahresbeginn schwächer

## PMIs Manufacturing (mit „New Export Orders“) und Services Indexwerte

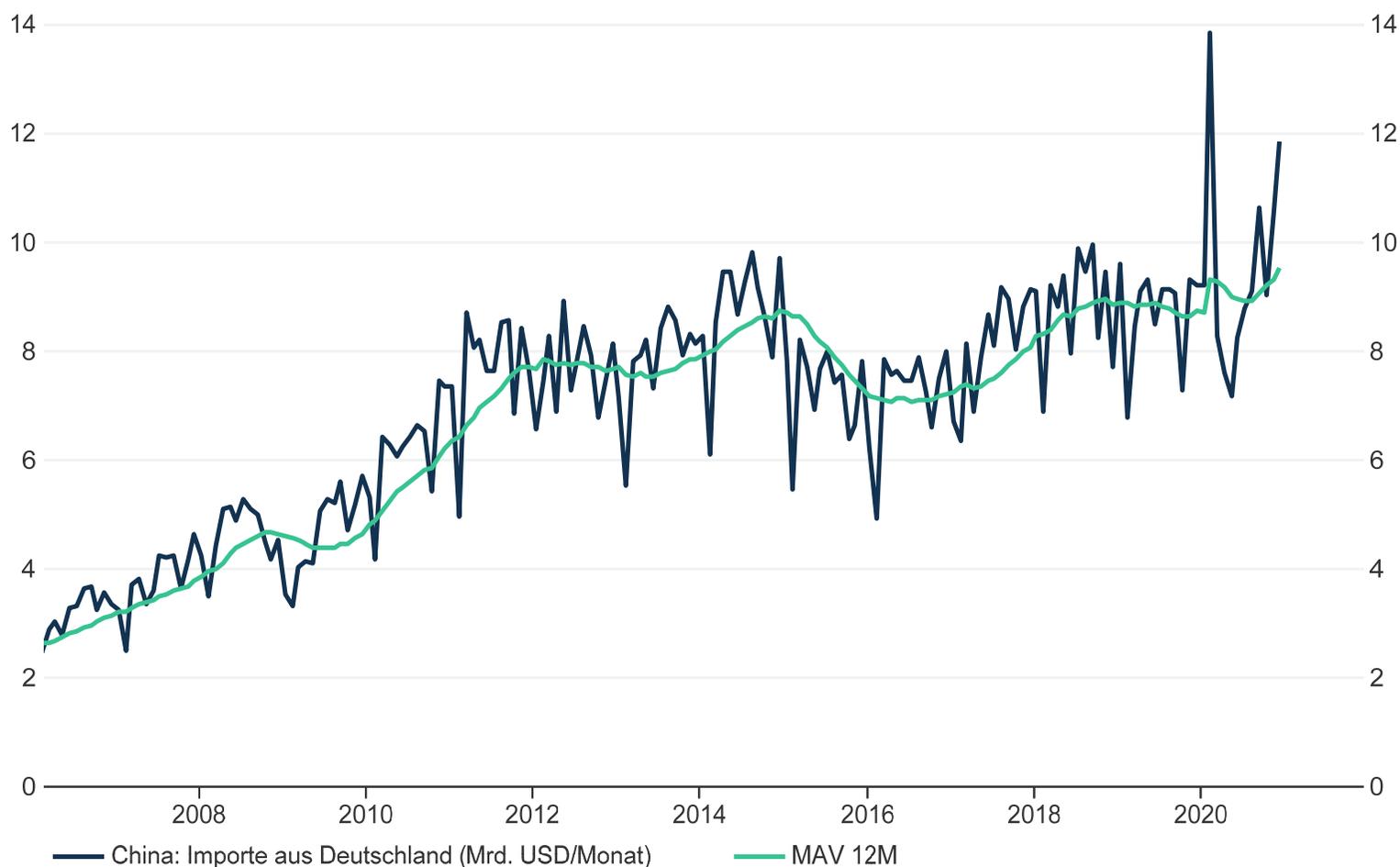


- Die erneuten „Lockdowns“ in vielen Ländern schlagen sich auch negativ beim chinesischen PMI Manufacturing nieder. Die Subkomponente „New Export Orders“ liegt, von oben kommend, wieder sehr nahe an der kritischen Marke von 50.
- Die Abriegelung der Millionenstädte Shijiazhuang und Xingtai nach der Entdeckung von über 300 Neuinfektionen hat zudem den PMI Services belastet, der stärker die Stimmungslage in Bezug auf den Binnenkonsum in China reflektiert.
- Noch liegen alle PMIs über der kritischen Marke von 50, d.h. die chinesische Wirtschaft expandiert nach wie vor.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# China: Importe aus Deutschland kräftig gestiegen

## China: Warenimporte aus Deutschland in Mrd. USD pro Monat (mit MAV 12M)



- Die chinesischen Importe aus Deutschland nehmen weiter zu.
- Die jüngsten Monatswerte lagen deutlich über den Durchschnittswerten der Jahre vor Beginn der Pandemie.
- Dies stützt die deutsche Exportwirtschaft.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Zinsen

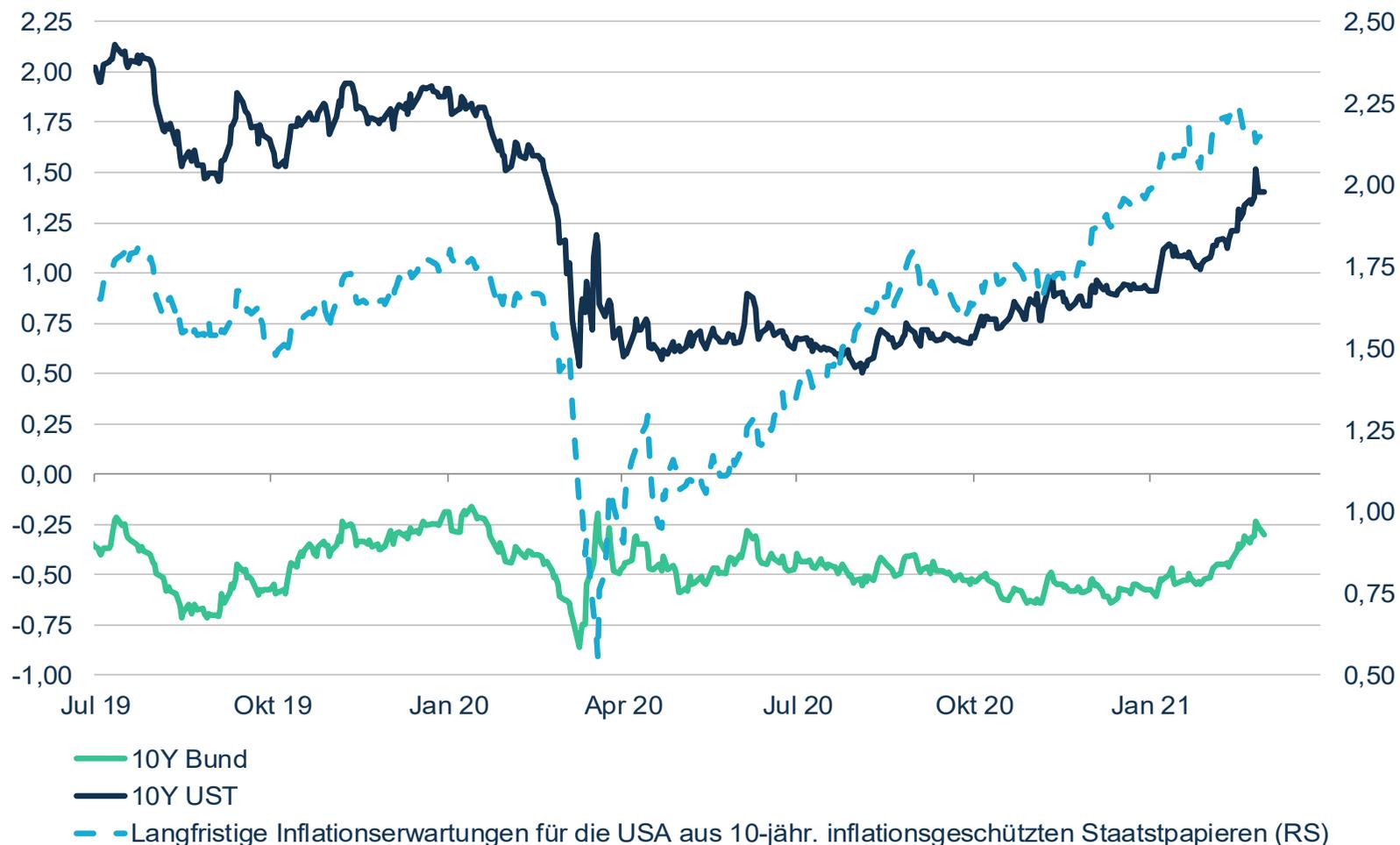


Elmar Völker  
Tel: + 49 711 127-7 63 69  
Elmar.voelker@LBBW.de

- Die großen Rentenmärkte geraten in die stärksten Turbulenzen seit Frühjahr 2020. In den USA steigt die Rendite 10-jähriger US-Treasuries zeitweise bis auf rund 1,50 %, das höchste Niveau seit gut einem Jahr.
- Die US-Notenbank bekräftigt, dass ein geldpolitischer Kurswechsel noch weit entfernt ist. Dennoch ziehen die Marktteilnehmer den erwarteten Zeitpunkt einer Leitzinswende auf Anfang 2023 vor. Wir halten dies für deutlich verfrüht.
- Eine Repositionierung spekulativ orientierter Investoren könnte die US-Renditen noch mehr nach oben treiben, aber die wachsende Attraktivität des US-Rentenmarktes für ausländische Anleger sollte mittelfristig stützend wirken. Wir halten vor allem mittlere Laufzeiten für interessant.
- Im Euroraum steigen die Anleiherenditen im Geleitzug mit dem US-Markt, aber weniger stark. Die EZB hat signalisiert, dass sie einem unkontrollierten Renditeanstieg entgegentreten würde.
- Das Thema Angebot bleibt zunächst ein Belastungsfaktor für Euro-Staatsanleihen, ein mögliches Wiederaufflammen von Corona-Sorgen könnte die Kurse hingegen stützen.

# USD-Rentenmarkt: Verselbständigt sich der Ausverkauf?

## Renditen 10-jähriger US-Treasuries, 10-jähriger Bundesanleihen und langfristige USD-Inflationserwartungen

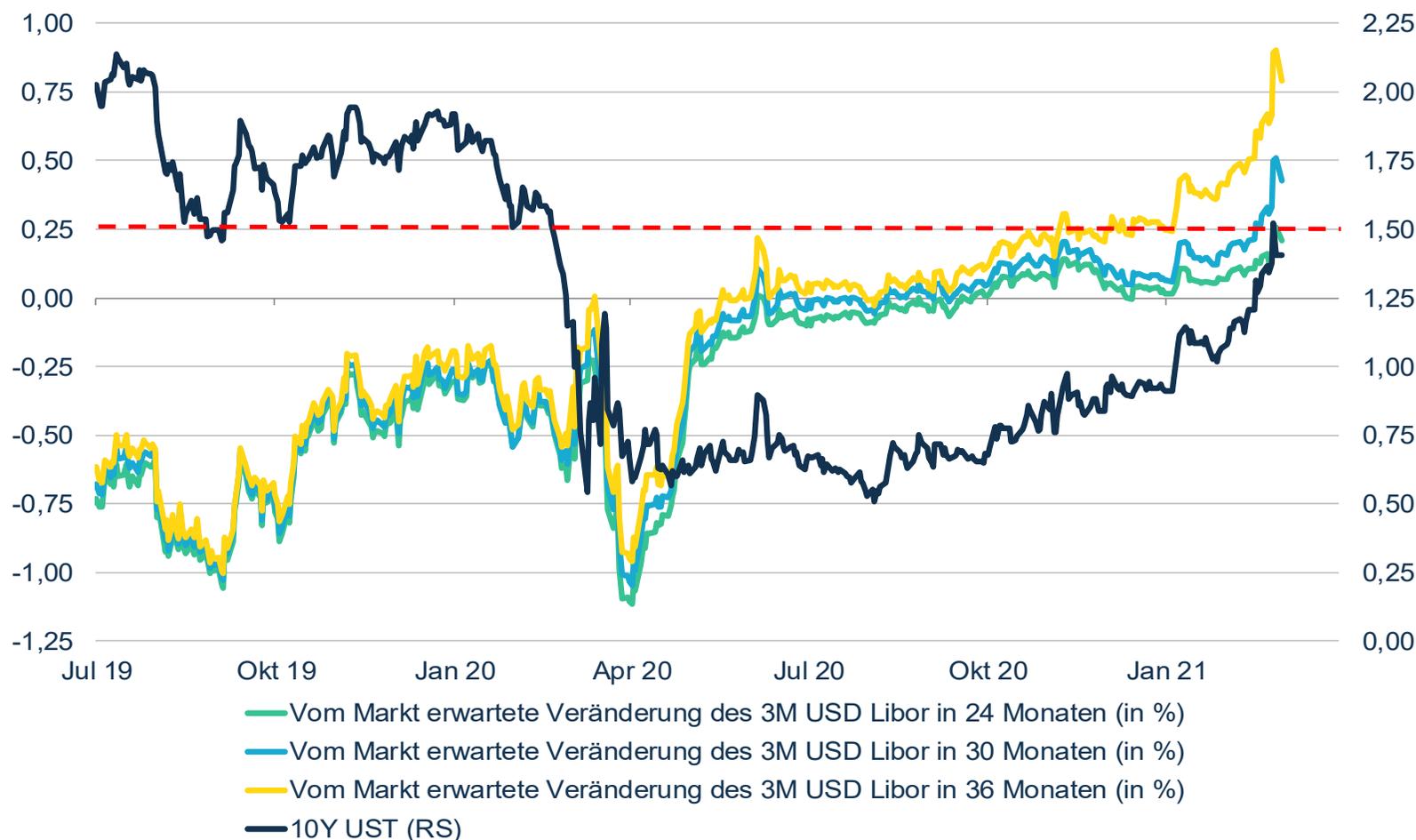


Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Die Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich höherer Inflation in Folge massiver Konjunkturstimuli war in den ersten Wochen des Jahres bestimmend für den Renditeaufwärtstrend beiderseits des Atlantiks.
- Die Rentenmarktschwäche hat sich bis zuletzt fortgesetzt, obwohl der Aufwärtstrend bei den langfristigen Inflationserwartungen vorerst zum Erliegen gekommen ist.
- Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte unter teils heftigen Ausschlägen bis auf rund 1,50 %: das höchste Niveau seit Februar 2020.
- Dies könnte ein Anzeichen für eine beginnende grundlegende Repositionierung vieler Anleger sein – aber auch ein Indiz für eine Phase zunehmender Übertreibung.

# Fed: Powell bekräftigt „dovische“ Rhetorik – Markt zieht Leitzinswende dennoch immer weiter vor

## Rendite 10-jähriger US-Treasuries sowie Markterwartungen für Veränderung des 3M USD-Libor über ausgewählte Zeithorizonte

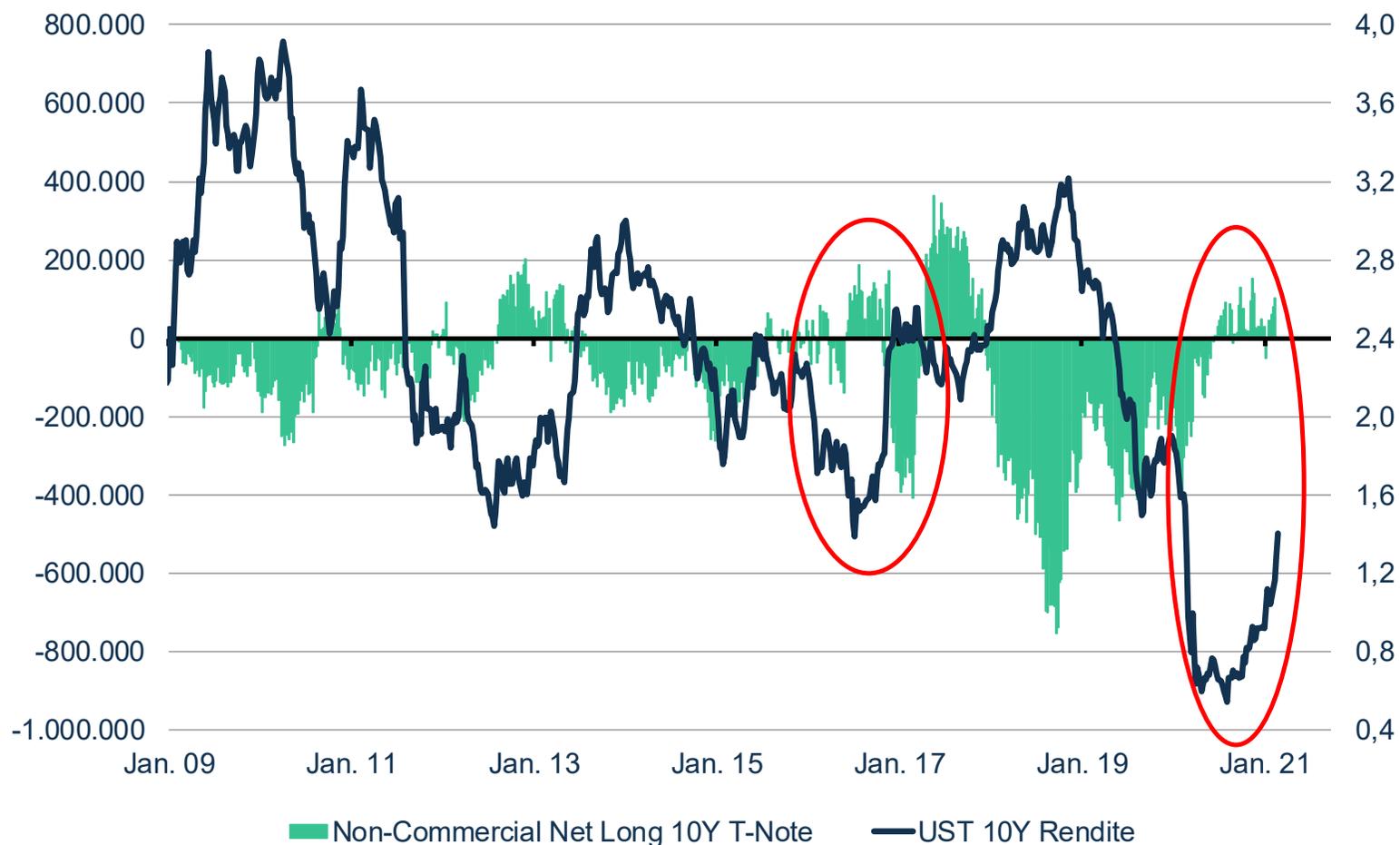


- Fed-Chef Powell hat Spekulationen auf ein Tapering zuletzt erneut gedämpft und mithin die „dovische“ Haltung der Notenbank bekräftigt.
- Der Fed-Chef leitete dennoch Wasser auf die Mühlen der Rentenbären, weil er sich bezüglich des Renditeanstiegs einstweilen unbesorgt zeigte.
- Die Marktteilnehmer ziehen den erwarteten Zeitpunkt einer US-Leitzinswende immer weiter nach vorne, zuletzt auf Anfang 2023.
- Im Lichte der erhöhten Inflationstoleranz der Fed halten wir dies für deutlich verfrüht.
- Die nächsten Leitzinsprojektionen der Fed („dot plot“) könnten u.E. die Zinsspekulation dämpfen und damit die Treasurykurse stützen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# USD-Rentenmarkt: Kapitulation der Bullen als Risiko eines fortgesetzten Ausverkaufs?

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



- Anfälligkeit für weitere Kursverluste resultiert u.E. am US-Staatsanleihemarkt aus der Möglichkeit einer größer angelegten Anleger-Neupositionierung, welche spekulative Positionen in verstärktem Ausmaße erfasst.
- Aktuell sind spekulativ orientierte Anleger im 10Y US T-Note Future in der Nettobetrachtung noch geringfügig auf steigende Anleihekurse positioniert. In den vergangenen zehn Jahren war eine solche Netto-Long-Positionierung eher die Ausnahme.
- Die Spekulanten könnten einen weiteren Renditeaufwärtsschub auslösen, falls sie verstärkt auf den „Reflationierungszug“ aufspringen.
- Mögliches Renditeziel dann in Anlehnung an die Baisse im Winter 2016/17: 1,70 %.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# USD-Rentenmarkt: Greifen japanische Anleger bald bei US-Treasuries verstärkt zu? Währungsgesicherte Rendite über 1 %!

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

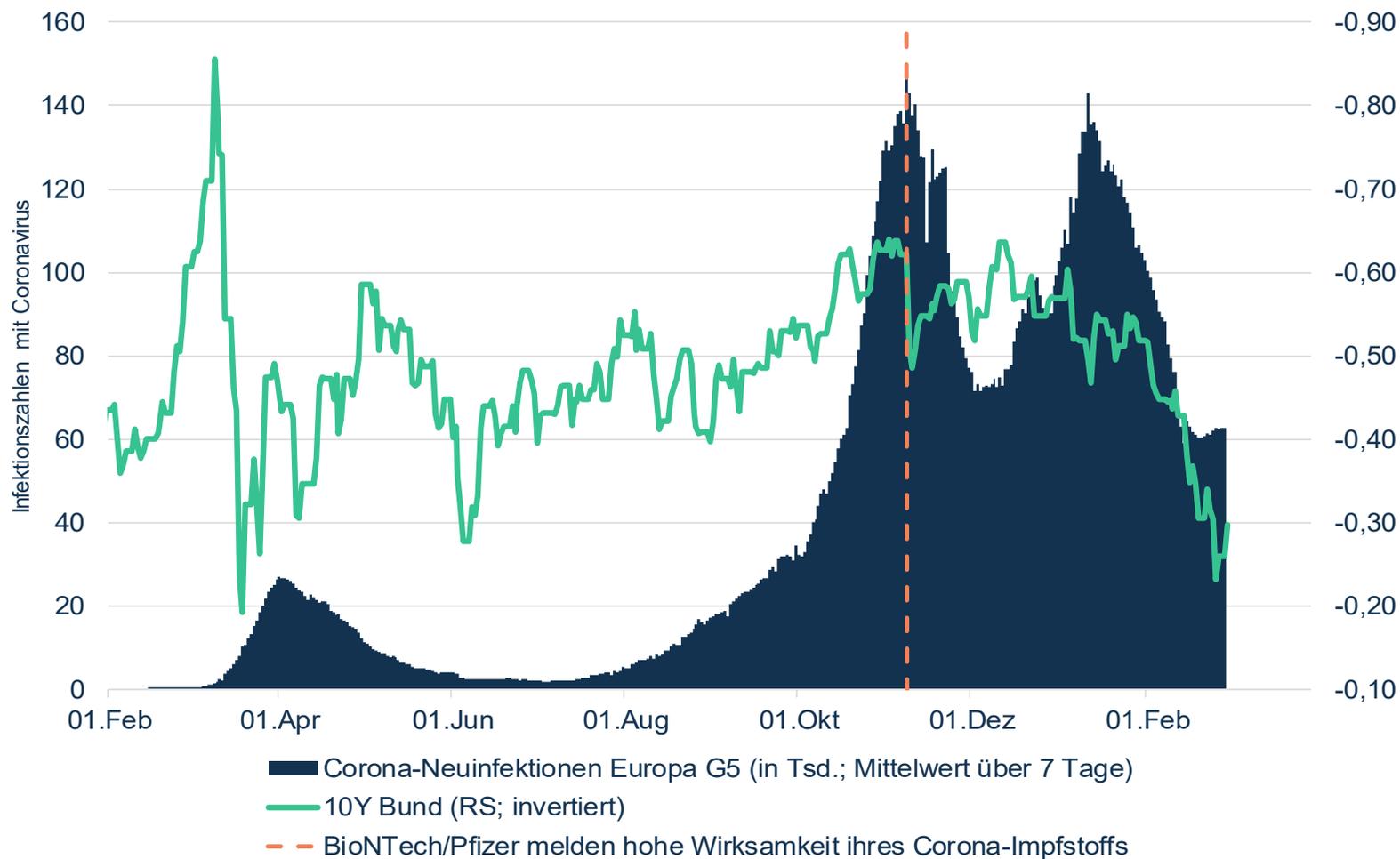


- Andererseits sehen wir zwei wesentliche begrenzende Faktoren für den Renditeanstieg am US-Rentenmarkt.
- Erstens steigt die relative Attraktivität von langlaufenden US-Treasuries im internationalen Vergleich, da die Renditeniveaus im Euroraum und vor allem in Japan die Aufwärtsbewegung weit weniger stark mitgemacht haben. Für japanische Anleger liegt die währungsgesicherte Treasuryrendite erstmals seit Sommer 2017 über 1 %.
- Zweitens dürfte der US-Notenbank mindestens so lange an einer Begrenzung des Renditeanstiegs gelegen sein, wie die US-Wirtschaft durch die Coronakrise weiterhin stark erhöhten Risiken ausgesetzt ist. Notfalls dürfte die Fed eine Intervention über eine (temporäre) Erhöhung ihrer Anleihekäufe erwägen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Euro-Rentenmarkt: Beendet eine dritte Corona-Welle die Schwächephase?

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

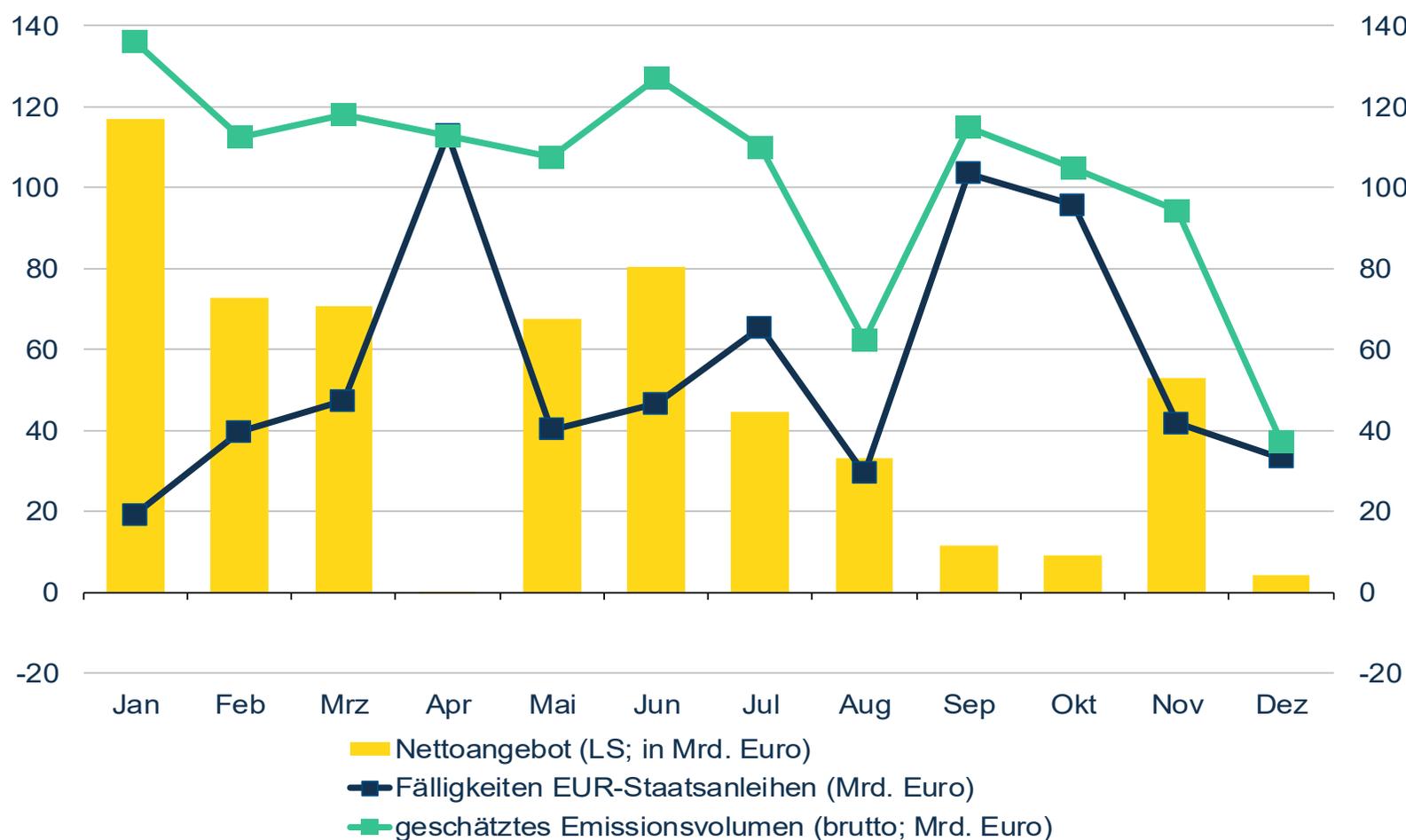


- Der Euro-Rentenmarkt bleibt vorerst im Fahrwasser seines US-Pendants: Mitgefangen, mitgehungen!
- Die 10-jährige Bundrendite erreichte zuletzt Niveaus knapp über -0,25 %: die höchsten Werte seit März 2020.
- Die EZB hat in Person von Präsidentin Lagarde und Chefvolkswirt Lane deutlich gemacht, dass sie einem unkontrollierten Emporschnellen der Anleiherenditen nicht tatenlos zusehen wird.
- Zudem ist die Corona-Pandemie als Unsicherheitsfaktor für die Finanzmärkte u.E. noch nicht endgültig aus dem Spiel: Die Corona-Mutanten bergen die Gefahr einer dritten Welle.
- Eine Wiederbelebung der Corona-Sorgen dürfte die Nachfrage nach Sicherheit befeuern.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Angebotsausblick, Euro-Staatsanleihen: Im März noch hohe Nettoemissionen, dann kommt tendenziell Entlastung

## Erwartetes Emissionsvolumen an Euro-Staatsanleihen (brutto/netto) und Fälligkeiten im Jahr 2021, in Mrd. Euro



- Ein wesentlicher Belastungsfaktor für den Euro-Staatsanleihemarkt bleibt auf kurze Sicht die Angebotskonstellation.
- Im März herrscht voraussichtlich weiterhin ein hohes Nettoangebot vor, welches mit geschätzt 70 Mrd. Euro nur knapp unter dem Niveau vom Februar liegen dürfte.
- Der mittelfristige Angebotsausblick ist rentenfreundlicher: Im April hellt sich die Konstellation deutlich auf wegen hoher Rückflüsse. Zum Sommer hin weist der Trend nachhaltig nach unten.
- Die EZB-Käufe bleiben zudem perspektivisch eine wichtige Kursstütze: Spielraum für eine (temporäre) Erhöhung des Kauftempo unter PEPP ist vorhanden, angesichts einer Ausschöpfungsquote von bisher rund 47 %.

Quelle: Finanzministerien, Bloomberg, LBBW Research

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

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



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



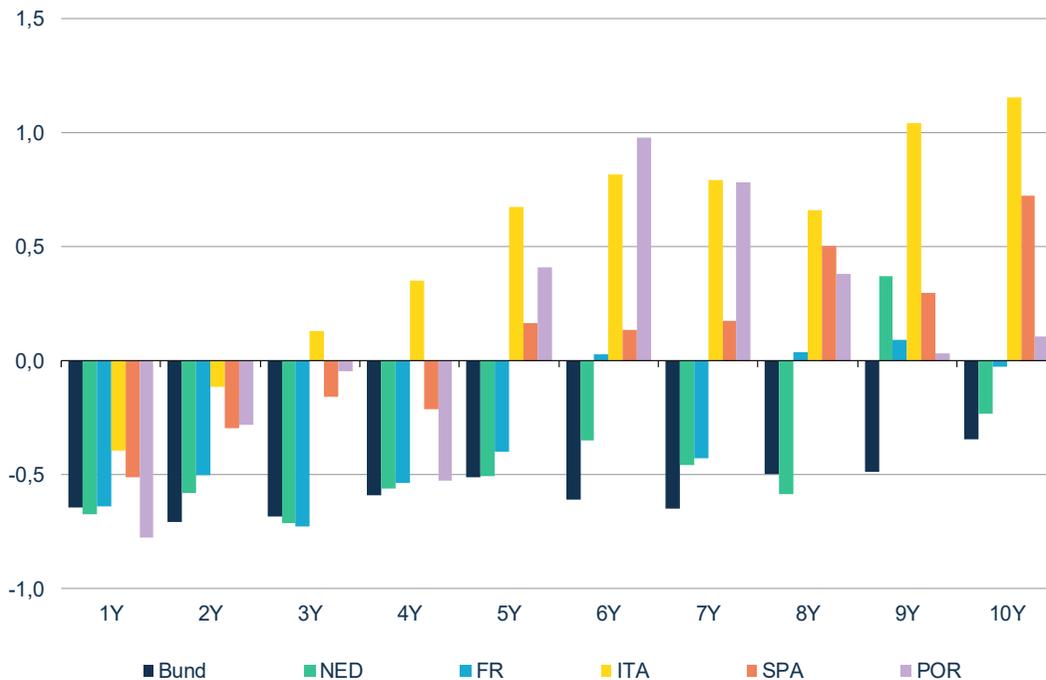
- USA: Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt nicht vor dem Jahr 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulation sowie hohen Angebotsdrucks zunächst 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. Kurzfristig ist ein erneuter Rücksetzer möglich, erst mittelfristig dürfte sich mit Abebben der Coronavirus-Pandemie ein nachhaltiger Wiederanstieg ausbilden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

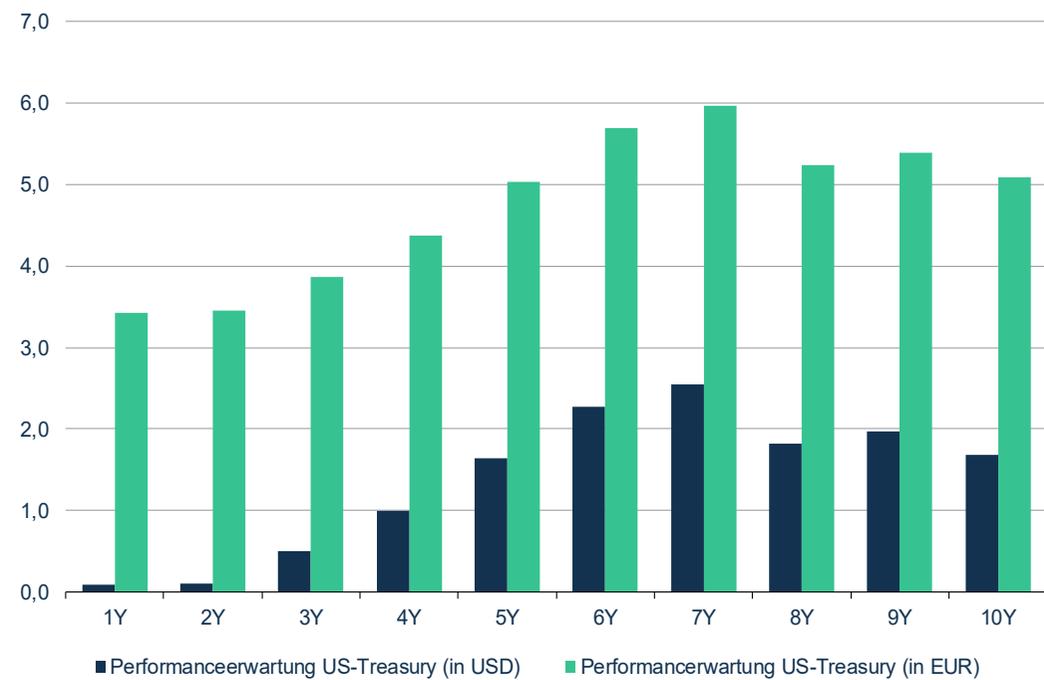
# Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/US Treasuries auf 12M-Sicht: Sind US-Staatsanleihen ein klarer Kauf?

## Euro-Staatsanleihen

(Annahme: Spreads unverändert)



## US-Treasuries



- EUR-Staatsanleihen: Die Bewertung kerneuropäischer Staatsanleihen bleibt hoch, Langläufer bieten nach dem jüngsten Kursverfall nun immerhin die Chance auf Werterhalt. Die Risikoprämie italienischer Staatsanleiherenditen bewegt sich seit der Regierungsübernahme Draghis nahe dem tiefsten Stand seit zehn Jahren. Ein beträchtlicher positiver Carry/Roll-Down spricht im Niedrigzinsumfeld gleichwohl weiterhin für Italien.
- US Treasuries: Der Trend zur Euro-Stärke ist abgeebbt, wir erwarten in der Tendenz für die kommenden Monate nun wieder eine festere US-Währung. Die Performanceaussichten in Euro werden hierdurch spürbar aufgehellt, wir sehen vor allem im mittleren Laufzeitbereich (5Y-7Y) ein günstiges Chance-Risiko-Verhältnis, da sich Carry/Rolldown auf der USD-Zinskurve durch die jüngste Kurvenversteilerung stark verbessert haben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Credits



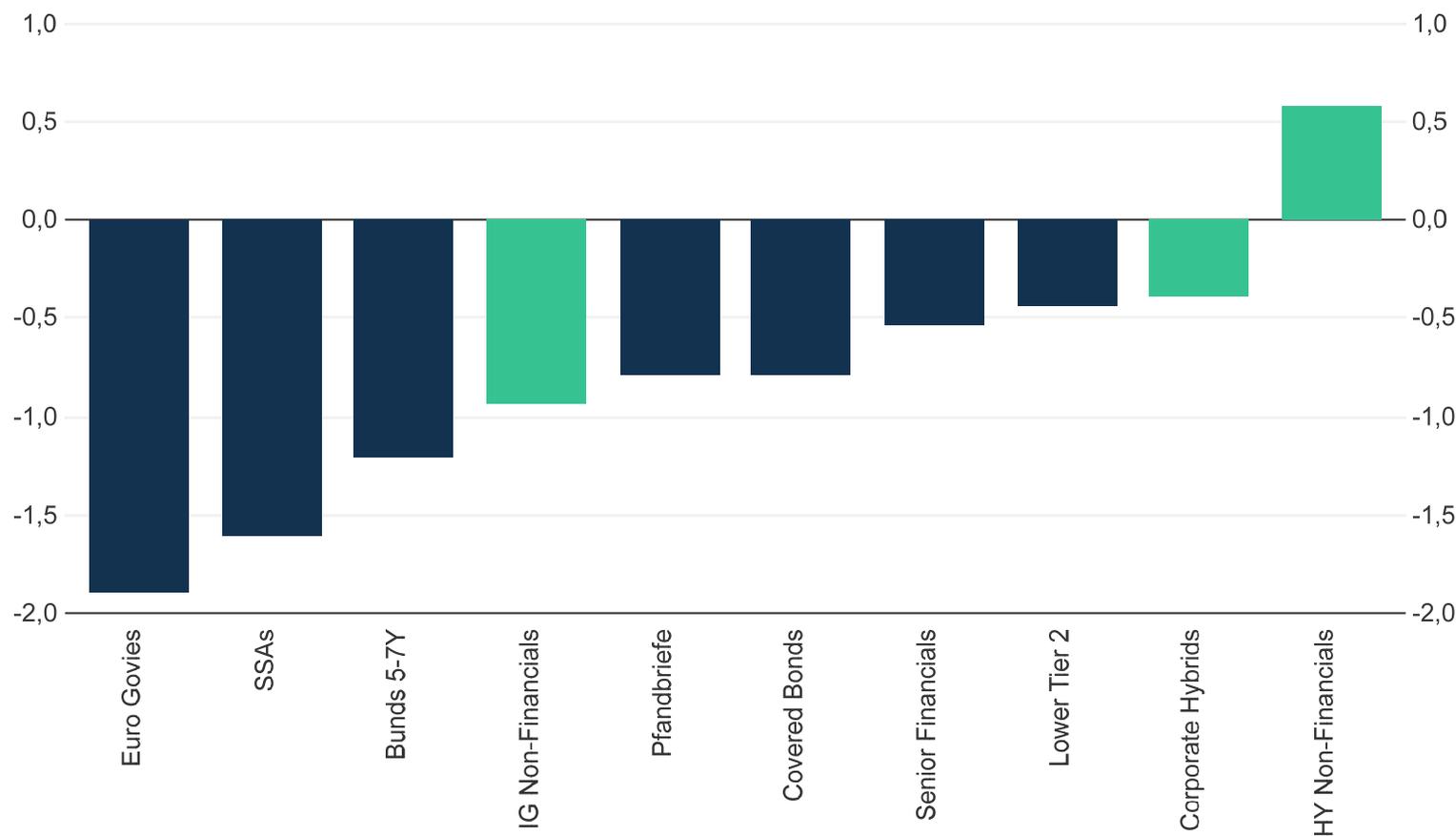
- High-Yield-Bonds haben Renditeanstieg abgefedert
- Belastung durch steigende Zinsen bei Credits unterproportional
- Rückblick Finanzkrise:  
Steigende Inflationserwartungen, fallende Spreads
- Aktuelle Entwicklung zeigt deutliche Parallelen
- Welle an Rating-Downgrades im Pandemie-Jahr 2020
- High-Yield-Unternehmen waren deutlich stärker betroffen
- Für 2021 Aufhellung am Rating-Horizont

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

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

# Februar-Performance: Nur High-Yield-Bonds haben den Renditeanstieg abgefedert

## Total Return: Fixed Income Im Februar 2021, in Prozent

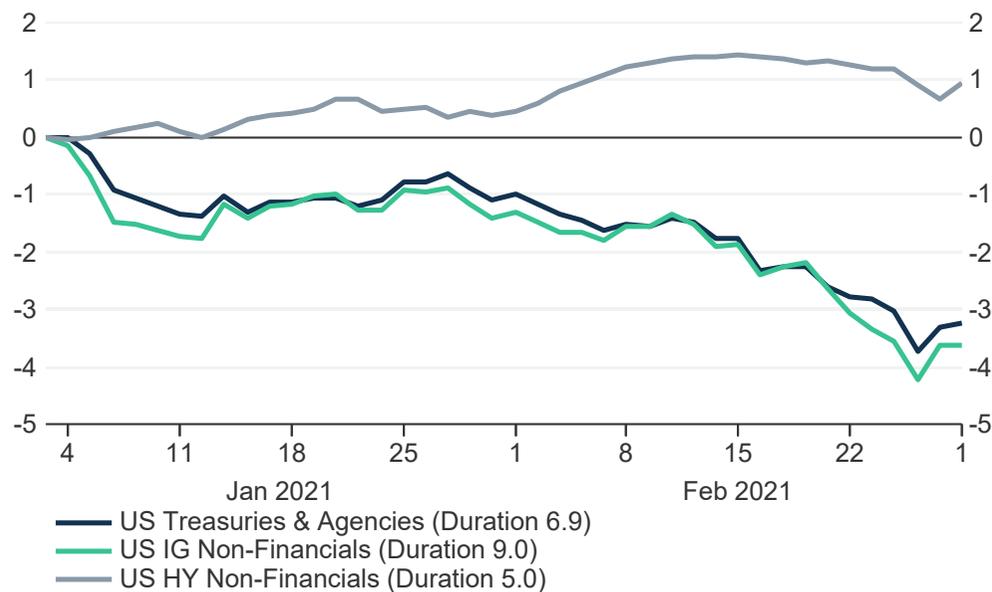


- Der Rendite-Anstieg bei Staatsanleihen verursachte im Februar 2021 deutliche Kursverluste – insbesondere bei Staatsanleihen selbst, aber auch bei fast allen anderen Credit-Assetklassen.
- Nur der High-Yield-Index für EUR-Unternehmensanleihen schloss mit einem erfreulichen Plus, dank einer höheren Ausgangsrendite und Spreadeinengungen im Februar.

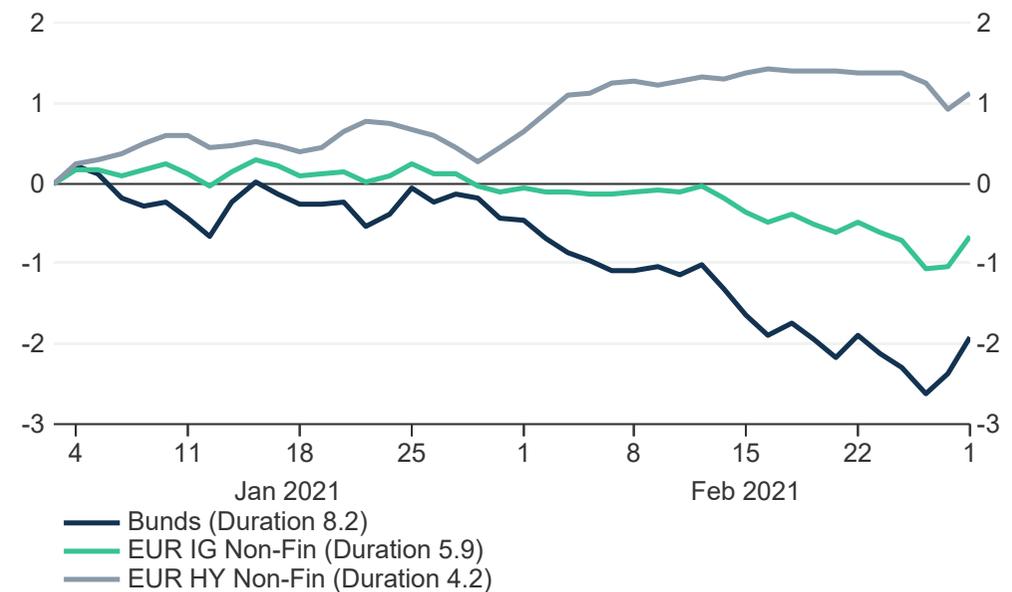
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Belastung durch steigende Zinsen bei Credits unterproportional

**USD: Total Return ytd**  
in Prozent



**EUR: Total Return ytd**  
in Prozent



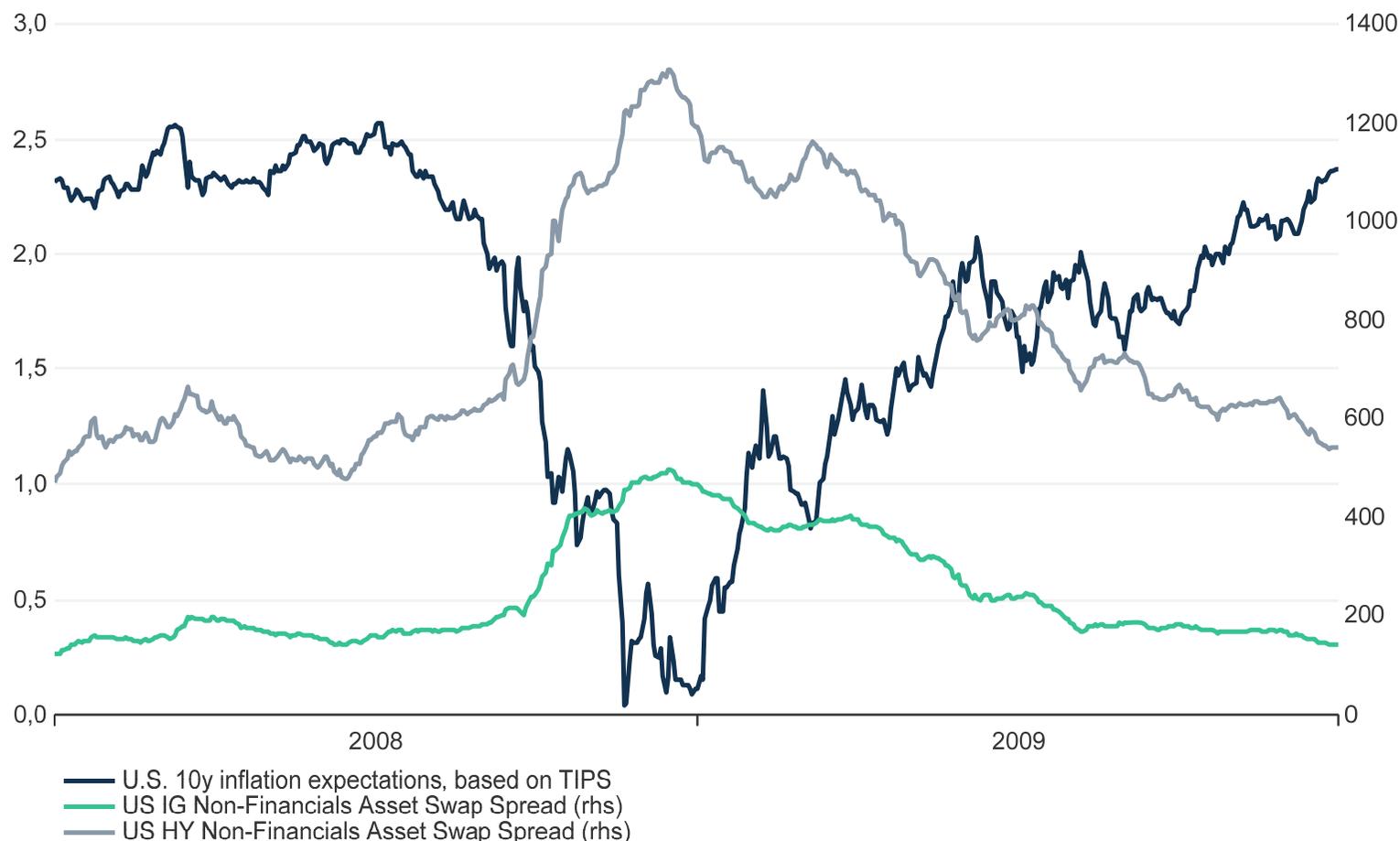
- Steigende Zinsen = fallende Kurse. Ein Anstieg der risikolosen Rendite belastet auch das Credit-Segment. Für die Gesamt-Performance ist bei alledem entscheidend, wie sich parallel dazu die Spreads entwickeln.
- Im laufenden Jahr sind insbesondere dem High-Yield-Segment die verbesserten Konjunkturperspektiven zugutegekommen: Rückläufige Spreads überkompensierten hier den Renditeanstieg der Staatsanleihen, so dass mit Blick auf den Total Return sowohl bei den USD- als auch bei den EUR-High-Yields eine Outperformance erzielt wurde.
- Neben den Spreadeinengungen wirkten auch Durationeffekte bei diesem Vergleich der unterschiedlichen Fixed-Indizes: Während die HY-Indizes aufgrund ihrer vergleichsweise niedrigen Duration unterproportional von Renditeveränderungen betroffen waren, litten insbesondere die US-IG-Corporates unter einer sehr hohen Indexduration (~9 Jahre).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Rückblick Finanzkrise: Steigende Inflationserwartungen, fallende Spreads

## 2008/2009: US-Inflationserwartungen vs. US Non-Financial Spreads

Inflationserwartungen in %, Asset Swap Spread in Basispunkten



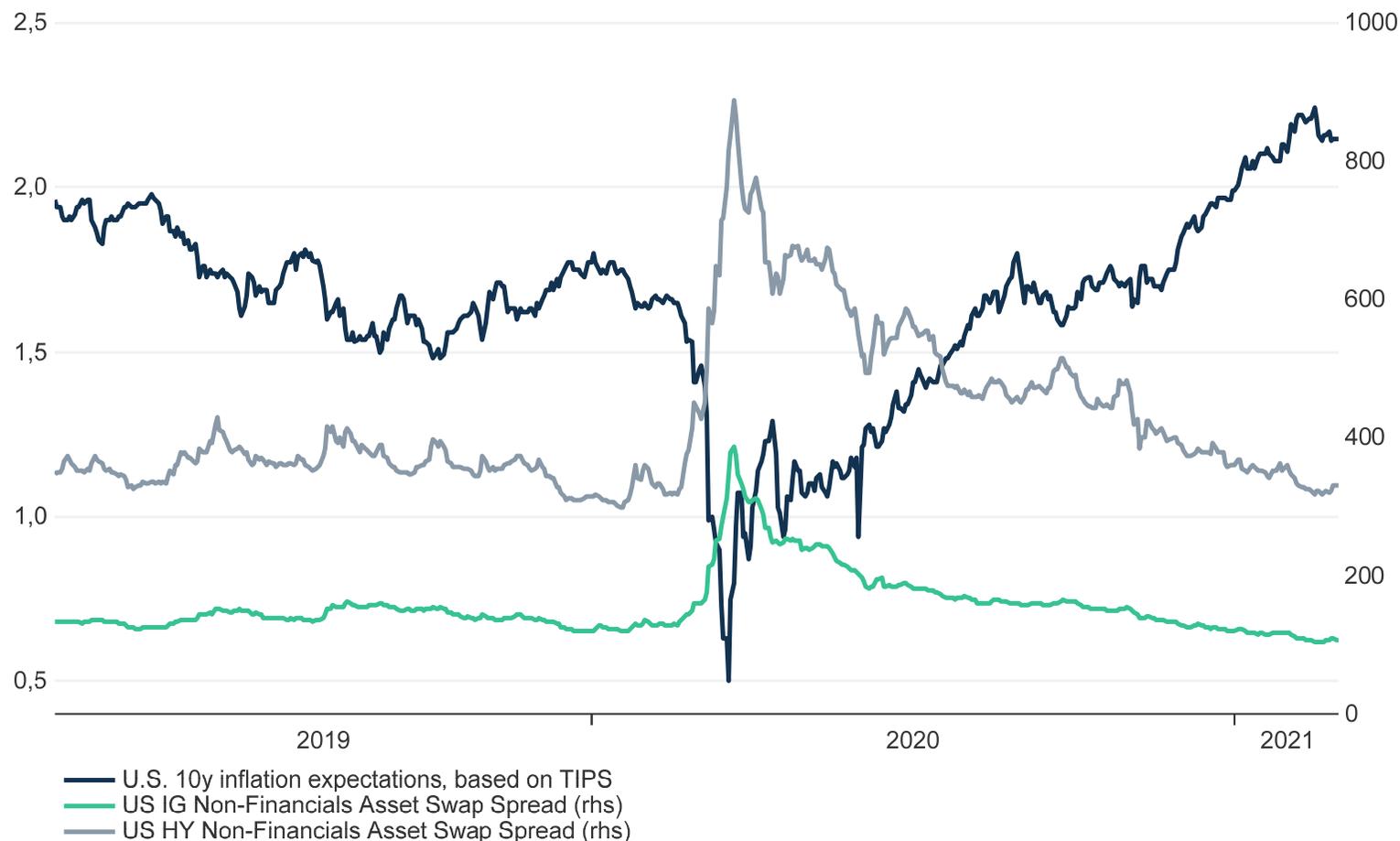
- In der Finanzkrise 2008/09 brachen die Inflationserwartungen drastisch ein. Parallel dazu weiteten sich die Risikoaufschläge der US-Corporates massiv aus.
- In der Erholungsphase kehrte sich dieses Bild um: Die Inflationserwartungen stiegen an, die Spreads kehrten auf ihre Vorkrisen-Levels zurück.
- Ökonomisch ist diese Entwicklung sinnvoll; insofern könnte die Entwicklung 2008/09 durchaus eine Blaupause für den aktuellen Zyklus sein.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Aktuelle Entwicklung zeigt deutliche Parallelen

## Aktuell: US-Inflationserwartungen vs. US Non-Financial Spreads

Inflationserwartungen in %, Asset Swap Spread in Basispunkten



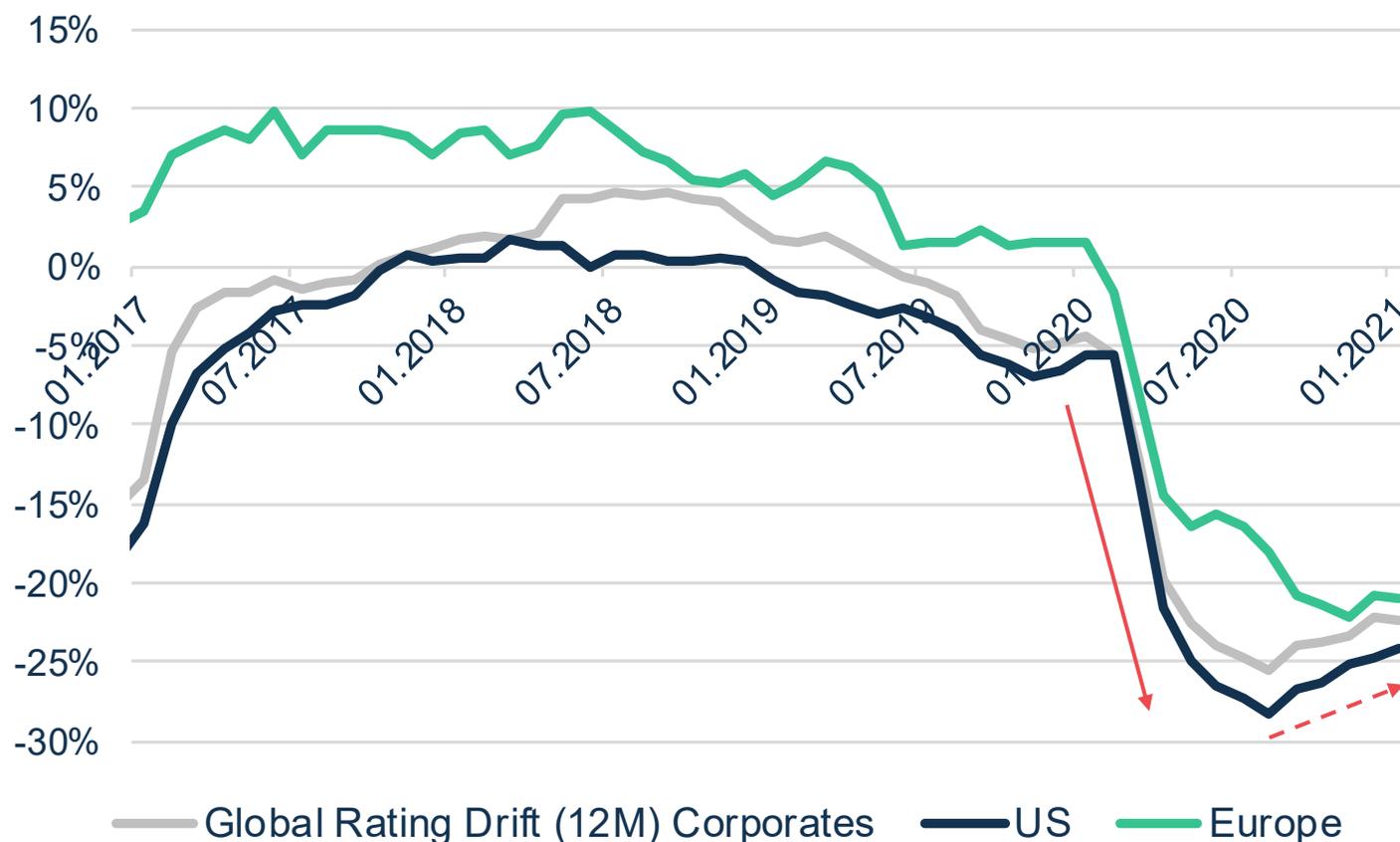
- Das Bild im aktuellen Zyklus ähnelt der Entwicklung im Rahmen der Finanzkrise: Auch diesmal weiteten sich die Spreads parallel zu einbrechenden Inflationserwartungen zunächst massiv aus, bevor sich das Bild wieder umkehrte.
- Allerdings gilt es zu beachten, dass die absoluten Spreadlevels bereits sehr niedrig sind. Der Spielraum für weitere Spreadeinengungen ist begrenzt, so dass ein fortgesetzter Renditeanstieg tendenziell einen Risikofaktor für die Credits darstellt.
- Solange der Renditeanstieg allerdings getrieben ist von einer Verbesserung der konjunkturellen Perspektiven, sollten Credits weiterhin eine Outperformance generieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Welle an Rating-Downgrades im Pandemie-Jahr 2020

## Rating-Drift (jeweils zurückliegende zwölf Monate)

Notches an Upgrades abzüglich Downgrades, in % zu gerateten Corporates



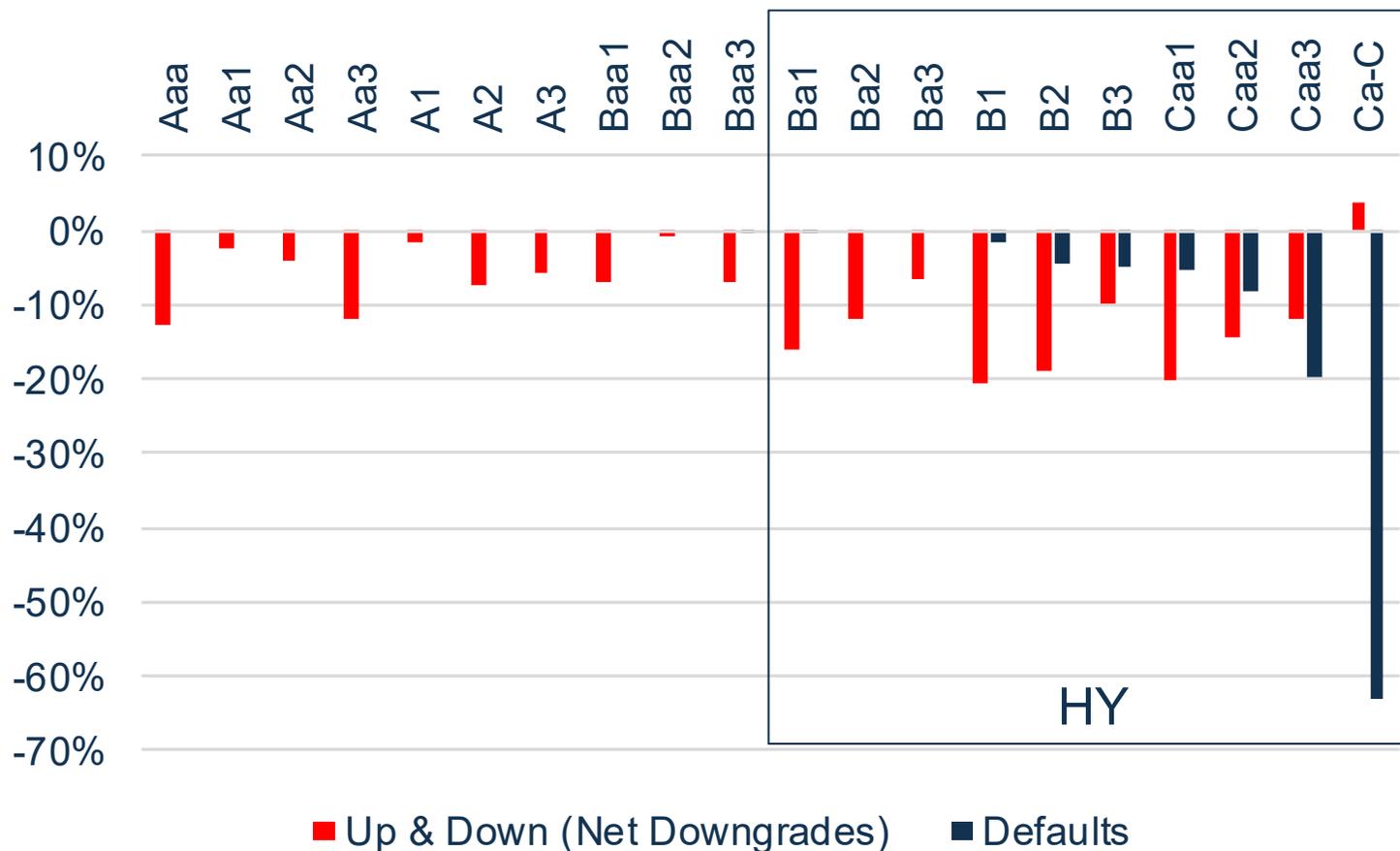
- Die Umsatz- und Ertragseinbrüche im Zuge der Corona-Krise führten zu einer Welle an Ratingherabstufungen. Der in den Vorjahren in Europa positive Ratingtrend bei den von Moody's gerateten Unternehmen (hier inkl. Finanzinstitute) drehte sich ab Februar 2020 schlagartig in einen negativen Trend.
- Die meisten Downgrades hagelte es ab März 2020. Während in den USA der Tiefpunkt des Herabstufungs-Trends im August 2020 erreicht wurde, zeichnete sich in Europa aufgrund besserer Vorjahreswerte eine Bodenbildung erst etwas später ab.
- In der Finanzkrise fiel der negative Ratingdrift mit ca. 35% (2008) und über 50% (2009) deutlich schlimmer aus, wobei damals die Finanzinstitute stark betroffen waren (2009: -83%).

Quelle: Moody's, LBBW Research

# High-Yield-Unternehmen deutlich stärker betroffen

## Rating-Veränderungen und Ausfälle nach Ursprungs-Ratings 2020

Upgrades abzüglich Downgrades, in % der Ratingklasse (weltweit)



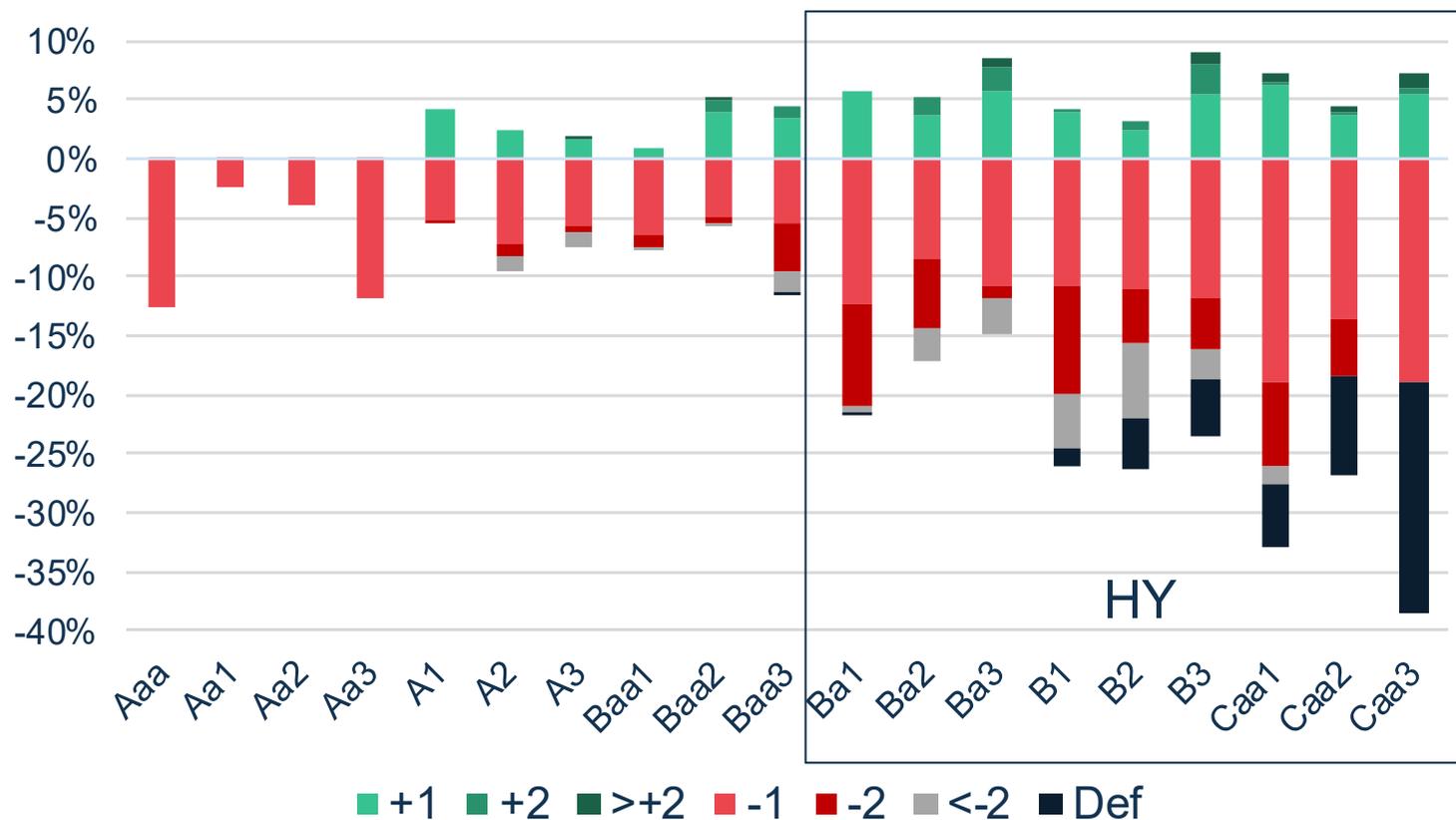
- Im Investmentgrade blieb die Netto-Herabstufungsquote meist unterhalb von 7,5%.
- Bei Unternehmen, die Anfang 2020 als High Yield eingestuft waren (ab Ba1), fiel die Herabstufungswelle deutlich stärker aus. In allen HY-Ratingklassen wurden mehr als 10% der Unternehmen herabgestuft, und die Netto-Herabstufungsquote erreichte meist 10-20%.
- IG-Ausfälle: 2020 gab es fast keine, nur in der schwächsten IG-Kategorie Baa3 (0,4%).
- HY-Ausfälle: In der Ratingkategorie B (B1 bis B3) lag die Ausfallrate unter 5%; ab der sehr schwachen Ratingklasse Caa1 gab es sprunghaft steigende Ausfallraten (bei Ca-C sogar über 60%).

Quelle: Moody's, LBBW Research

# Rating-Aktionen nach Ursprungs-Ratings 2020

## Rating-Veränderungen (nach Anzahl Notches) und Defaults 2020

Anteil in % der jeweiligen Ratingklasse

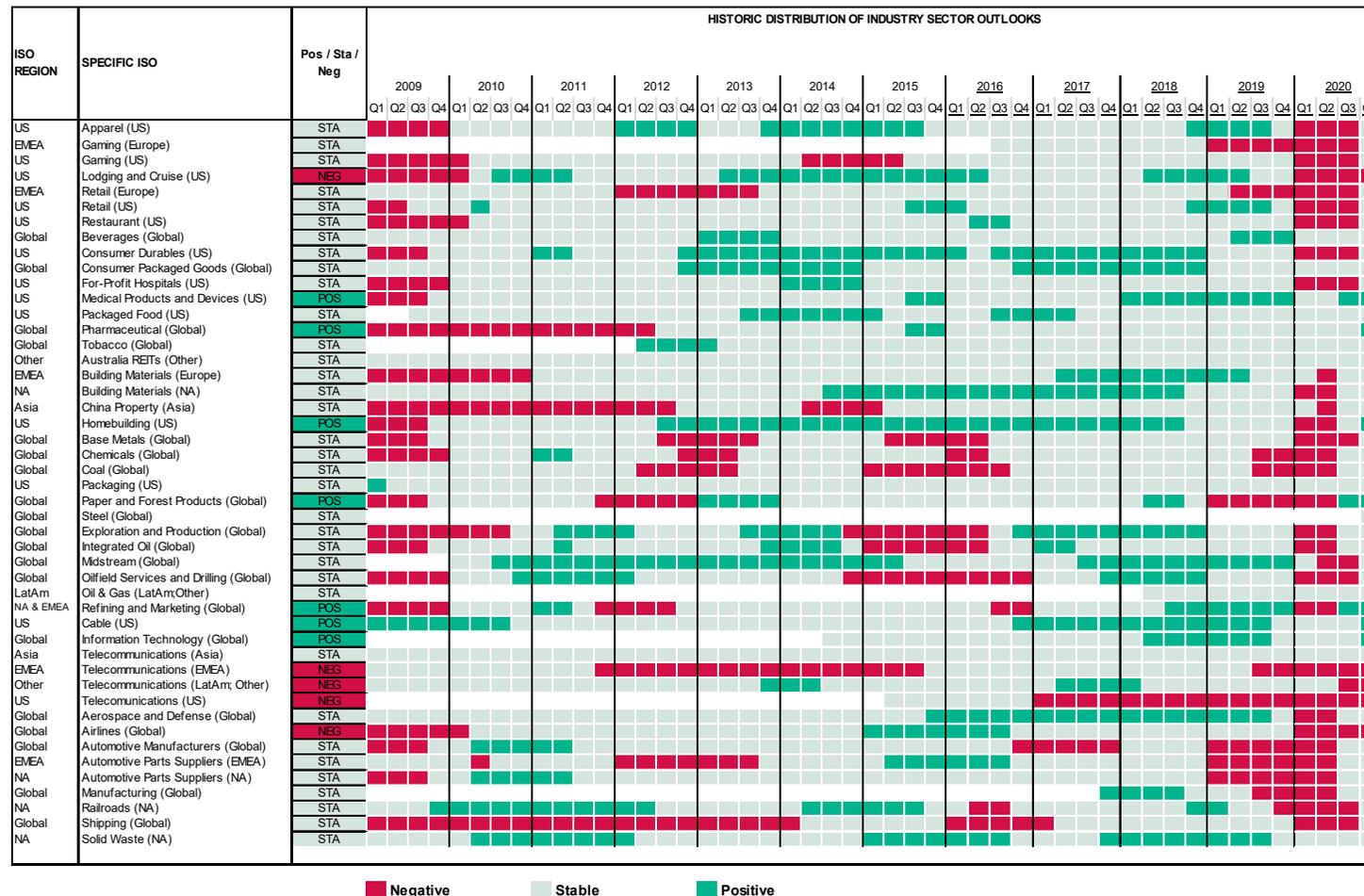


- Die Corona-Krise belastete vor allem Unternehmen im HY-Segment, 80% der Downgrades von Moody's fanden dort statt.
- Auffällig war, dass im High-Yield-Segment die Ratingherabstufungen bei einzelnen Unternehmen häufig 2 Stufen (-2) oder mehr (<-2) umfassten.
- Selbst im Krisenjahr 2020 gab es aber auch eine beachtliche Anzahl an Rating-Upgrades. Die höchsten Heraufstufungsquoten (5% oder mehr) waren ab der Ratingklasse Baa2 und schwächer zu verzeichnen.
- Allerdings stand den positiven Rating-Aktionen jeweils eine deutlich höhere Quote an Rating-Downgrades gegenüber.

Quelle: Moody's, LBBW Research

# Für 2021 Aufhellung am Rating-Horizont

## Quartalsweise Entwicklung der Sektor-Ausblicke bei Moody's Corporates-Sektoren mit Zuordnung nach Regionen



- Nach der großen Downgrade-Welle 2020 zeigten sich zuletzt Entspannungstendenzen. Die Anzahl der Herabstufungen ging zurück.
- Gleichzeitig gab es im vierten Quartal 2020 zunehmend Rating-Heraufstufungen, da einige Branchen und Unternehmen sich stabiler als befürchtet hielten oder von der Corona-Krise sogar profitierten.
- Die Aufhellung am Rating-Horizont zeigt sich auch in der quartalsweisen Entwicklung der Sektor-Ausblicke von Moody's. Nach dem Tiefpunkt in Q2 mit überwiegend negativen Ausblicken für die einzelnen Sektoren hat sich das Bild in Q3 und Q4 schrittweise stabilisiert und verbessert.

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	<b>Aktien</b>	<b>Seite 59</b>
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Aktien



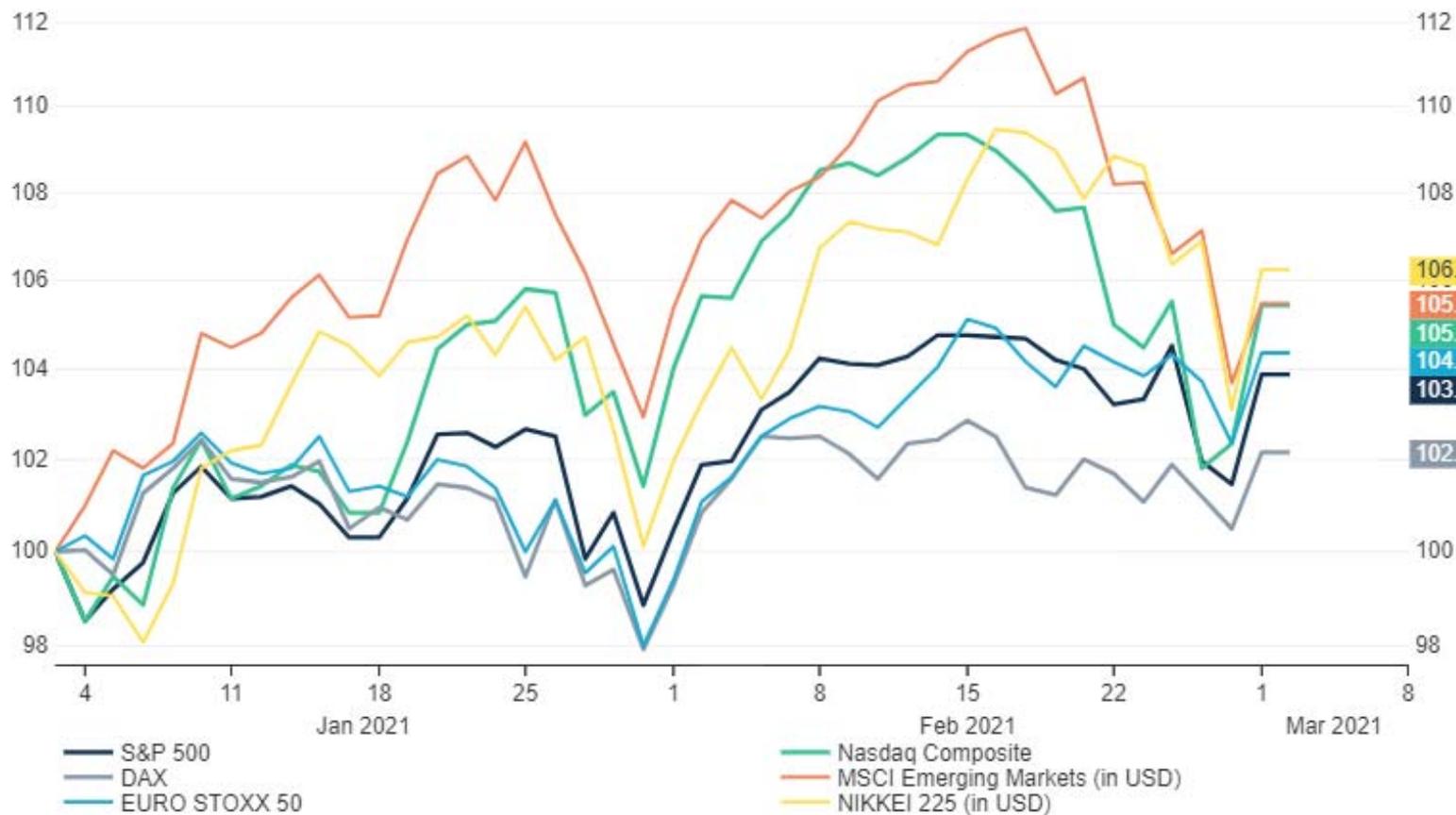
- Tendenz Aktienmärkte 2021: Volatil freundlich!  
Der DAX ist Schlusslicht im internationalen Vergleich.
- Unternehmen berichten diesseits und jenseits des Atlantiks besser als erwartet. Gewinne werden nach oben revidiert.
- Aktuelle Reflationsdebatte in Verbindung mit steigenden Renditen bringt insbesondere Wachstumstitel unter Druck.
- Einzelne Teilsegmente werden besonders stark abgestraft.
- Das Argument der Alternativlosigkeit gilt weiter.  
Wegen der gestiegenen Renditen wirkt dieses jedoch nicht mehr so stark.
- In Stressphasen kann dies auch ins Gegenteil umschlagen, weil diversifizierte Portfolios zuletzt gleich von zwei Seiten unter Druck kamen: Sowohl Aktien als auch Renten buchten Verluste, Diversifikation wird schwieriger.
- Wir erhöhen sowohl unsere Prognosen für die meisten Indizes als auch unsere Allokationsempfehlung.

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

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

# Tendenz Aktienmärkte 2021: Volatil freundlich! Der DAX ist Schlusslicht im internationalen Vergleich

## Aktienindizes international indexiert, 01.01.2021=100



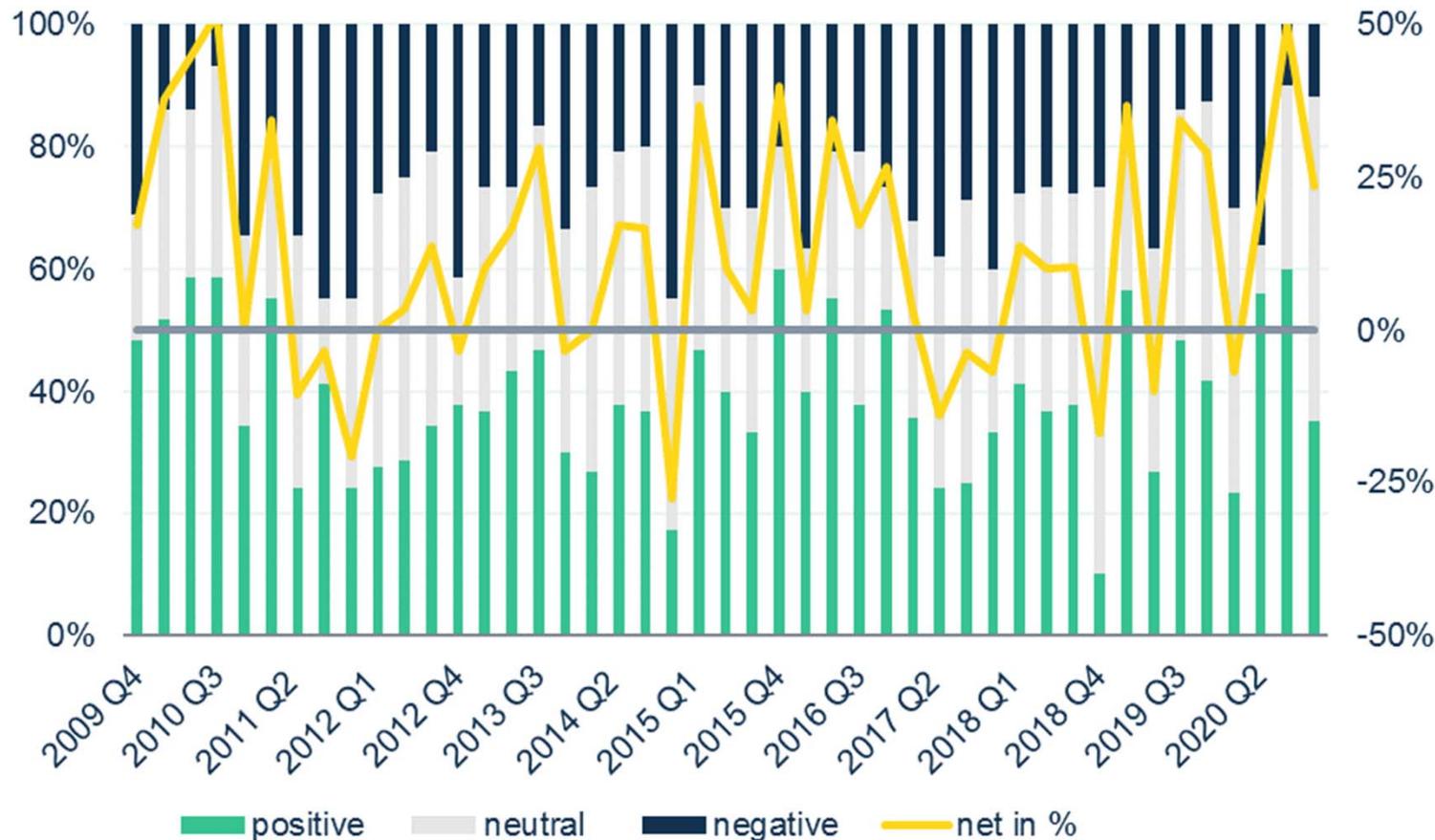
- Die ersten beiden Handelsmonate verliefen an den globalen Aktienmärkten tendenziell volatil-aufwärts.
- Der Start ins Jahr begann gleich mit einem Paukenschlag: Joe Biden kann durchregieren!
- Dies wurde eher als gute Nachricht aufgenommen – er kann seine Ziele, u.a. Hilfspakete und „grüne“ Infrastrukturprojekte, nun besser durchsetzen.
- Noch im Januar dann der „Reddit-Schock“, der jedoch schnell überwunden wurde.
- Zuletzt sorgten Inflationssorgen für Verunsicherung. Damit verbunden: Ein Sell-off am Rentenmarkt, steigende Renditen und Kursrückgänge, insbesondere bei hoch bewerteten Wachstumstiteln.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Gewinne: Berichtssaison Q4 2020 – DAX-Unternehmen berichteten besser als erwartet

## DAX-Quartalsberichte

historische Entwicklung nach Quartalen, nach 17 von 30 Berichtsvorlagen



- Die aktuelle Berichtssaison läuft sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks besser als erwartet.
- Inzwischen haben 39 der im Euro Stoxx 50 notierten Unternehmen Zahlen zum vierten Quartal vorgelegt. Knapp die Hälfte davon hat auf der Gewinnseite positiv überrascht.
- Im DAX 30 haben 17 Unternehmen ihre Zahlen vorgelegt. Für ein vorläufiges Fazit ist es noch etwas zu früh. Daimler, Infineon, Linde, Siemens und zuletzt Allianz waren die bisherigen Lichtblicke, Bayer und Beiersdorf haben negativ überrascht.

Quelle: Unternehmensveröffentlichungen, LBBW Research

# Berichtssaison: Gewinne S&P 500 werden weiter nach oben revidiert

## Gewinne S&P 500

nach Geschäftsjahren und 12M-Forward, aggregiert



- In den USA ist die Berichtssaison so gut wie abgeschlossen. 97% der im S&P 500 notierten Unternehmen haben ihre Zahlen vorgelegt, 80% haben bessere Gewinne als erwartet erzielt.
- Daher sind zuletzt auch in der Breite die Gewinne nach oben revidiert worden.
- Der 12-Monats-Forward-Gewinn steigt dynamisch an. Die genannten Gewinnrevisionen sowie der Substitutionseffekt tragen gleichermaßen dazu bei.
- Die 2021er-Gewinnerwartungen liegen klar über dem Vor-Pandemie-Niveau von 2019.

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

# Wachstumstitel sind angeschlagen

## Einzelne Teilsegmente wurden besonders abgestraft

### S&P 500 Growth und Value

indexiert 01.01.2020=100



- Der jüngste Rücksetzer an den Aktienmärkten in der letzten Februarwoche betraf insbesondere Wachstumstitel. Hier schlägt die aktuelle Reflationsdebatte gleich von zwei Seiten zu:
- So sinkt der Gegenwartswert der künftigen Cash-Flows durch einen (nun) höheren Abdiskontierungssatz. Der „Growth“-Anlagestil war über diese Wirkungskette lange Jahre ein Profiteur des Renditeverfalls.
- Zudem steigt derzeit die Attraktivität vieler Value-Titel, z.B. von Banken (Profiteure steigender Zinsen) oder Zyklikern (positiver Einfluss von Fiskalprogrammen).
- Einzelne Teilsegmente (Elektromobilität, Renewables, Aktien mit Krypto-Bezug) wurden besonders abgestraft.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditeanstieg und Bubble-Sorgen verunsichern zwar, Vergleich mit der Jahrtausendwende hinkt jedoch

## S&P 500 und US-Renditen

in Punkten bzw. in %

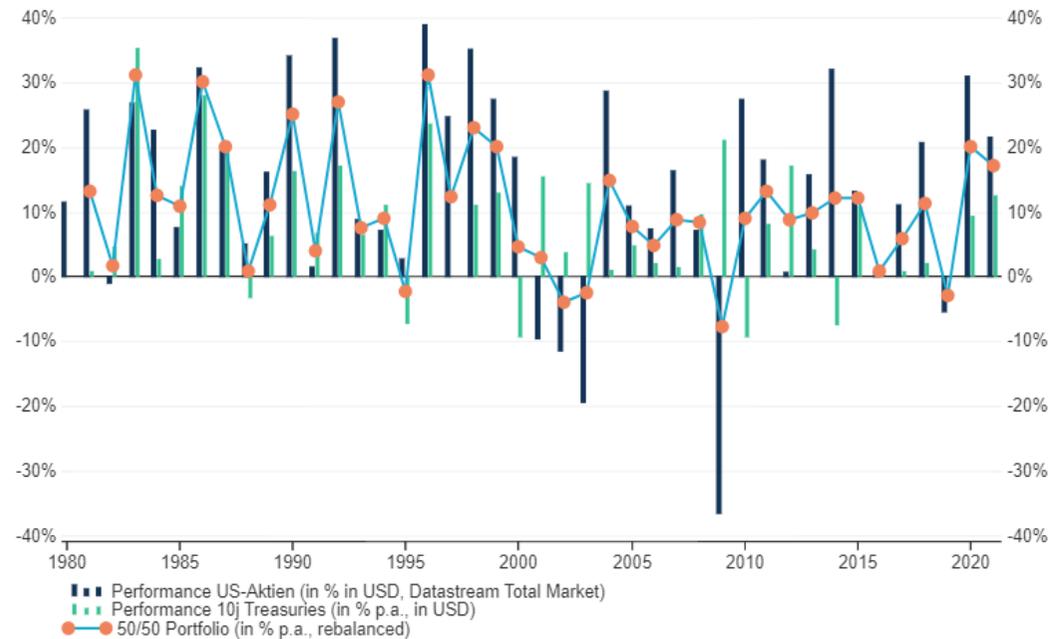


- Die Bewertungen an den Märkten sind im historischen Vergleich zwar hoch. Im Vergleich zu den Quasi-Null-Renditen an den Rentenmärkten relativiert sich dies jedoch.
- Die Geldflut der Notenbanken führte im Ergebnis zu einer „rationalen Blase“ – also zu sehr hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, die sich durchaus begründen lassen.
- Damit unterscheidet sich das derzeitige Umfeld von demjenigen in den späten 90er-Jahren, als 10jährige US-Staatsanleihen mit über 5 % rentierten. Das Jahr 1999, also unmittelbar vor dem Platzen der Dot-Com-Blase, war begleitet von einem Renditeanstieg um fast 2 Prozentpunkte, von 4,6 % auf 6,4%.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Diversifikation wird schwieriger – Aktien können Verluste bei Renten in 50:50-Portfolios YTD egalisieren

## Performance 50-50-Portfolio USA historisch seit 1980, yearly Returns



- Bisher hatten Anleger in einem Dollar-Portfolio regelmäßig die Möglichkeit, die Aktienrisiken in einem gemischten Portfolio mit ihrem Rentenanteil abzufedern. Der erprobte Diversifikationseffekt sorgte dafür, dass größere Einbußen des Aktienbestands durch Gewinne am Rentenmarkt zumindest teilweise ausgeglichen werden konnten.
- Es wird jedoch – basisbedingt – deutlich schwieriger als in der Vergangenheit, solche Diversifikationsaspekte auszuspielen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

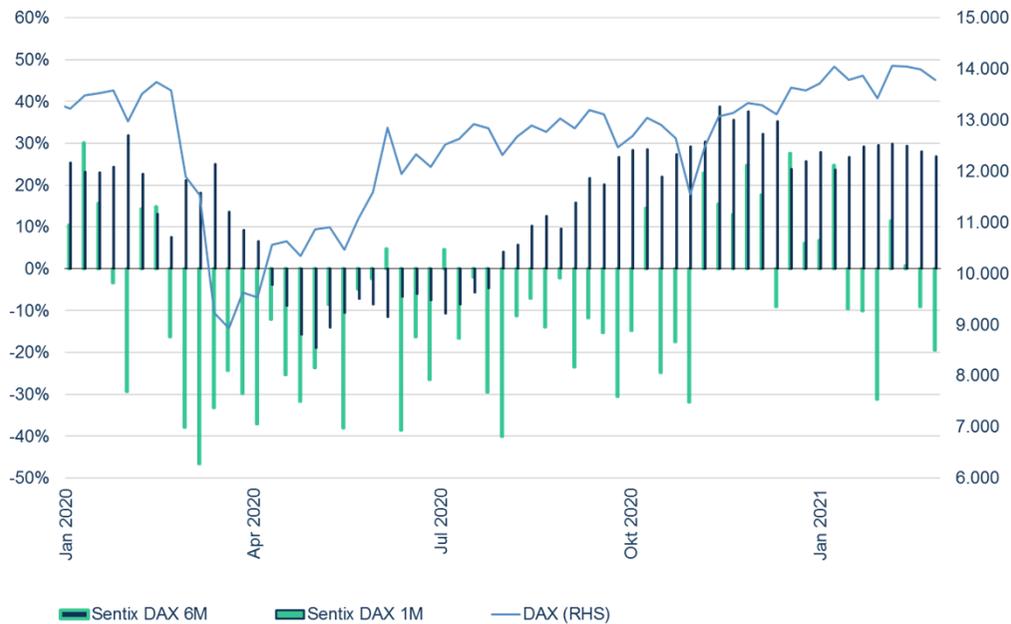
## Performance 50-50-Portfolio USA bisheriger Jahresverlauf 2021



- In einem 50/50-Portfolio wirkten diese Effekte in der Vergangenheit besonders in Krisenzeiten (z.B. 2001-2003, 2009).
- Im bisherigen Jahresverlauf stehen bis dato Kursgewinne am Aktienmarkt zu Buche. Der Rentenanteil des Portfolios (gemessen an 10j-Treasuries) liegt hingegen im Minus.
- Für Portfoliomanager sind solche Konstellationen herausfordernd in puncto Risk-Management. Entsprechende Dispositionen könnten in Risikoszenarien trendverstärkend wirken.

# Sentix: Hohe Grundzuversicht, kurzfristige Vorsicht; US-Börsenbriefe: Vorsichtig optimistisch

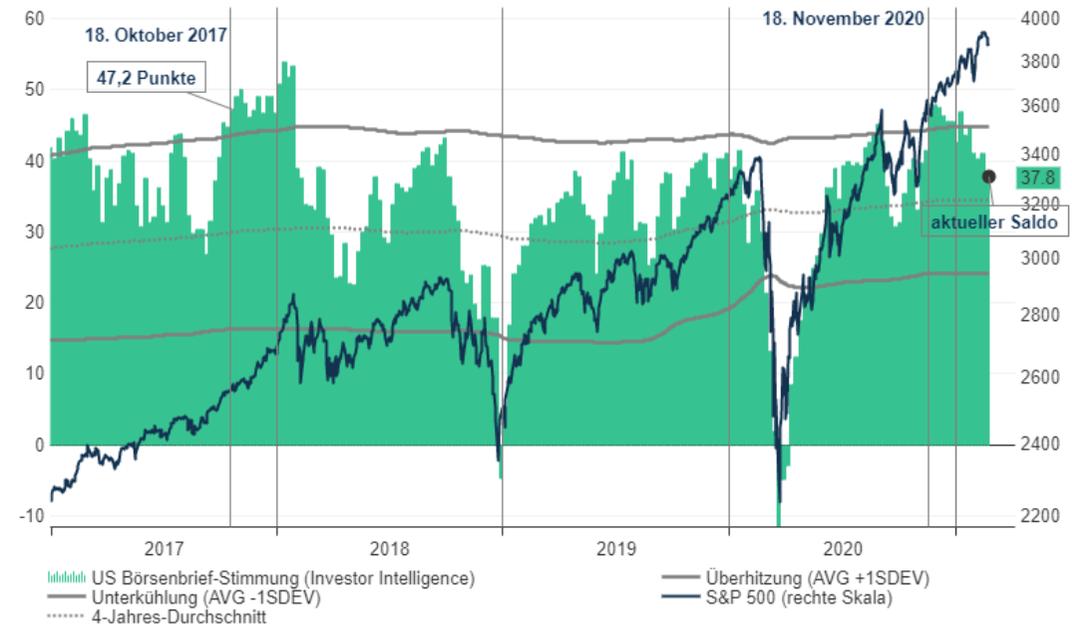
## Sentix und DAX in % bzw. in Punkten



- Das Grundvertrauen der Anleger bleibt auch im Jahr 2021 hoch. Netto 27% der Umfrageteilnehmer sind per Saldo zuversichtlich im Hinblick auf die DAX-Entwicklung in den kommenden sechs Monaten.
- Dem stand in den vergangenen beiden Wochen ein Rückgang der kurzfristigen Einschätzung gegenüber. Diese Konstellation bedeutet latente Kaufbereitschaft – die Anleger warten auf den richtigen Zeitpunkt zum Einstieg.

Quelle: Refinitiv, Sentix, Investor Intelligence, LBBW Research

## Sentiment US-Börsenbriefe und S&P 500

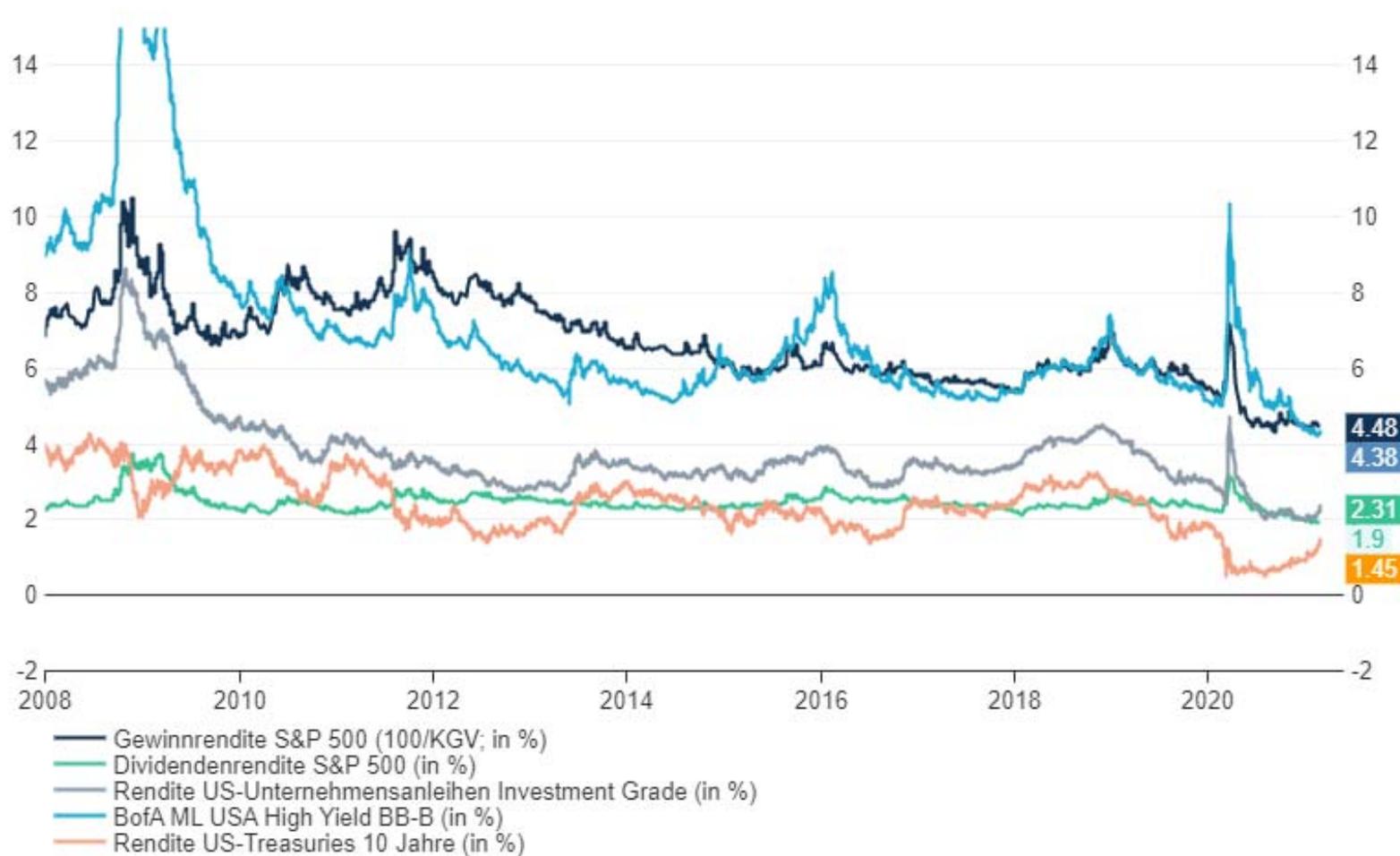


- Die Stimmung der US-Börsenbriefe ist weiterhin zuversichtlich, aber deutlich weniger euphorisch als noch zum Jahreswechsel.
- Insgesamt kann man wohl eine gewisse Sorglosigkeit konstatieren. Vergleiche mit dem Jahresverlauf 2017/2018 sind daher nicht angebracht: Damals verbesserte sich die Stimmung in den ersten Handelswochen weiter, und der folgende Kursverfall war vor diesem Hintergrund wenig überraschend.

# Sinkende Gewinn- bei steigenden Bondrenditen: TINA-Argument zwar schwächer, aber nach wie vor intakt

## Renditen USA im Vergleich

in %, Anleihen: in % p.a.



- Steigende Kurse an den Aktienmärkten, fallende Kurse an den Rentenmärkten: Dies führt naturgemäß dazu, dass das Argument der Alternativlosigkeit schwächer wird.
- Dennoch bieten Aktien im Vergleich zu Renten weiterhin attraktive Renditekennziffern.
- Im Falle des S&P 500 steht beispielsweise eine Dividendenrendite von 2,31% zu Buche. Mit Unternehmensanleihen (Investment Grade) lassen sich „nur“ 1,9% erzielen, und 10jährige US-Treasuries werfen auch nach dem Renditeanstieg nur rund 1,4% Rendite ab.
- In Europa sind die Unterschiede weitaus ausgeprägter, und die Aktienanlage erscheint noch attraktiver, als dies in den USA der Fall ist.

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Prognosen und Asset Allokation

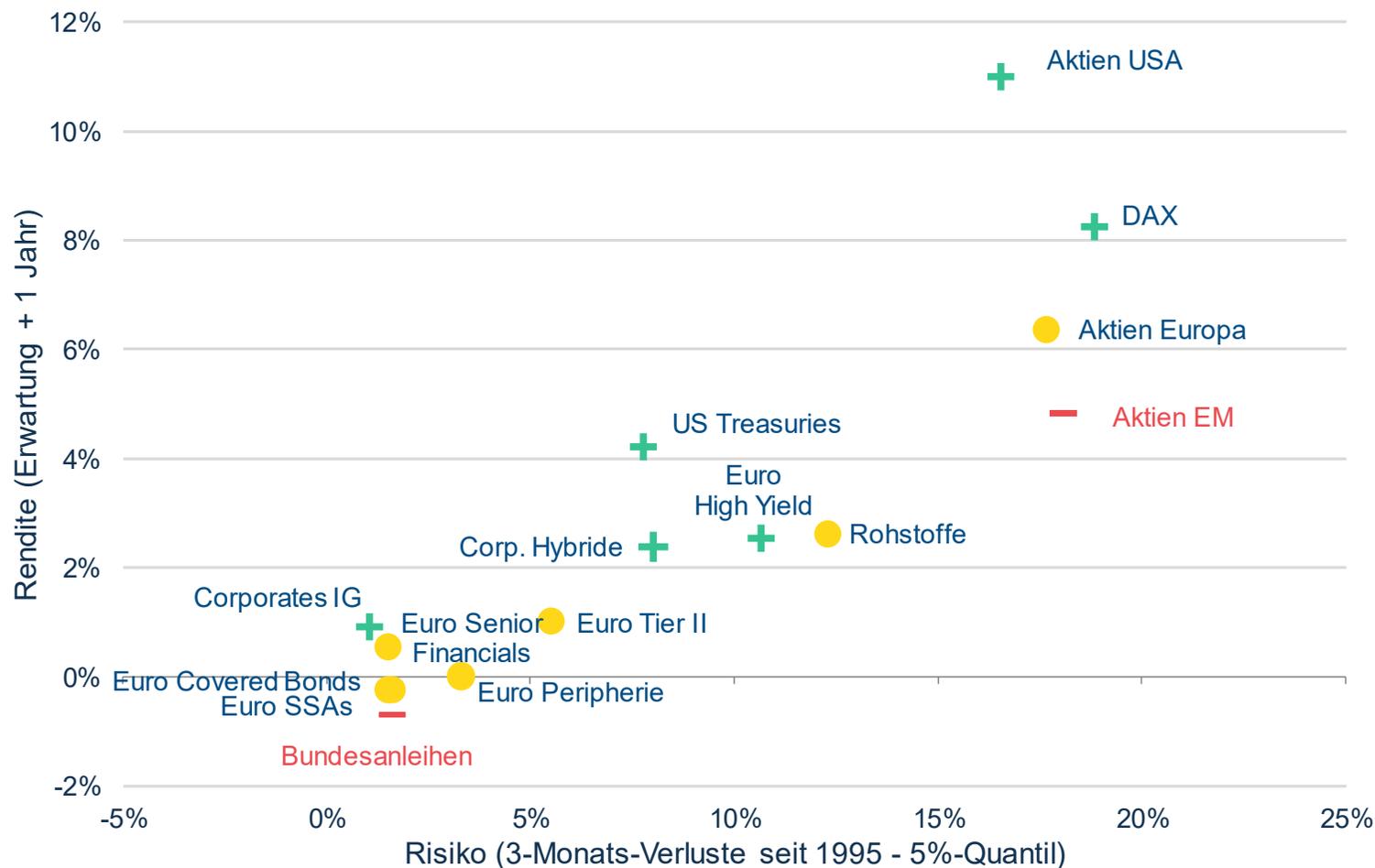


- Die vergangenen Wochen brachten uns weltweit einen deutlichen Rückgang der Corona-Fallzahlen. Dieser Trend scheint zumindest mit Blick auf die meisten Länder in Europa mittlerweile gestoppt. Hauptgrund hierfür ist die rasche Ausbreitung deutlich ansteckender Mutanten. Weitgehende Lockerungsmaßnahmen werden deshalb in den nächsten Wochen nur selten möglich sein. Die konjunkturelle Erholung verschiebt sich deshalb erneut um einige Wochen. Ab dem zweiten Quartal dürfte es dann am Konjunkturhimmel durch steigende Impfquoten sukzessive heller werden – das Ende des Tunnels ist fast erreicht.
- Stark gestiegene Inflationszahlen (durch steuerliche Einmaleffekte und energiepreisbedingt) und die Erwartung einer Nachfrage-nachholwelle mit Beendigung der „Lockdowns“ haben Reflationierungsspekulationen befeuert. Wir sehen zwar einen deutlichen Anstieg der Teuerung in diesem Jahr. Triftige Gründe für eine nachhaltige Preisspirale können wir jedoch nicht ausmachen.
- Vor diesem Hintergrund sind wir für Risiko-Assets (Credits und Aktien) weiterhin konstruktiv, gehen jedoch nach der extrem starken Performance seit November nicht von einer dynamischen Kursentwicklung aus.

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

# Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

## Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit und der Erwartung einer näher kommenden konjunkturellen Erholung bleiben wir auf mittlere bis längere Sicht weiter konstruktiv auf Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen.
- Unsere Prognoseänderung in Richtung stärkerer USD führt zu einem Anstieg der Return-Erwartungen bei in Dollar notierten Assets (US-Treasuries, US-/EM-Aktien und Rohstoffe). Der Dollar-Effekt dürfte knapp 4% auf Jahressicht zur Performance dieser Assets beitragen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Asset Allokation: Einschätzungen auf einen Blick

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

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

Quelle: LBBW Research

# Marktprognosen

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

<b>Zinsen</b>				
in %	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,37	-0,40	-0,30	-0,20
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,45	1,25	1,20	1,50

Quelle: LBBW Research

02.03.2021 • Kapitalmarktkompass März 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

<b>Aktienmarkt</b>				
in Punkten	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
DAX	14 013	14 000 +	15 000 +	15 500
Euro Stoxx 50	3 707	3 700 +	3 800 +	4 000
Dow Jones	31 536	31 500 +	33 000 +	34 000
Nikkei 225	29 664	31 000 +	32 000 +	33 000

<b>Rohstoffe und Währungen</b>				
	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,21	1,21	1,18 -	1,15
Franken je Euro	1,10	1,10	1,12	1,14
Gold (USD/Feinunze)	1739	1800 -	1750 -	1700
Öl (Brent - USD/Barrel)	66	65 +	60 +	65

+ Angehoben  
- Gesenkt

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

## Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
<b>Aktien</b>		
DAX	<b>14 000</b>	<b>15 000</b>
Euro Stoxx	<b>3 700</b>	<b>3 800</b>
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>
10 Jahre Bund	<b>-0,40</b>	<b>-0,30</b>
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

## Entwicklungen

- Nach einem pandemiebedingten Einbruch der Wirtschaftsleistung allerorten im Jahr 2020 dürfte es 2021 eine Erholung geben. Das BIP wird in Deutschland um voraussichtlich 2,5% zulegen, im Euroraum um 4%, in den USA um 5,5% und in China um 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung wird nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen kräftig ausfallen. Die Vorkrisenniveaus werden indes im Euroraum nicht vor 2022 wieder erreicht werden, in den USA dagegen bereits Ende 2021.
- Die Inflationsraten ziehen 2021 deutlich an. Vor allem in Deutschland treiben die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Abgabe die Teuerung. Zudem sorgen Haushaltsenergie und Kraftstoffe für steigenden Preisdruck. In Deutschland dürfte die Inflation von 0,5% im Jahr 2020 auf 1,9% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 1,7%.
- Die Risikoaversion an den Finanzmärkten nimmt zwar 2021 schrittweise ab. Staatsanleihen bleiben aber als sicherer Hafen gesucht.
- Nach dem Einbruch im ersten Halbjahr 2020 erholten sich die Unternehmensgewinne mit den über den Erwartungen liegenden Q3- und Q4-Quartalszahlen wieder deutlich. Die zuletzt stark steigenden Langfristzinsen, schwächten das TINA-Argument (there is no alternative) zwar, trotzdem bleibt es weiter schlagend.

# Szenarien Konjunktur u. Märkte: Optimistisches Szenario 20 % (zuvor 15%)

## Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
<b>Aktien</b>		
DAX	<b>15 500</b>	<b>18 000</b>
Euro Stoxx	<b>4 000</b>	<b>4 600</b>
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	<b>-0,50</b>	<b>-0,40</b>
10 Jahre Bund	<b>0,00</b>	<b>0,40</b>
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

## Entwicklungen

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

# Szenarien Konjunktur und Märkte: Risikoszenario 15 % (zuvor 20%)

## Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
<b>Aktien</b>		
DAX	<b>12 000</b>	<b>10 500</b>
Euro Stoxx	<b>3 150</b>	<b>2 800</b>
<b>Zinsen</b>		
3M Euribor	<b>-0,65</b>	<b>-0,75</b>
10 Jahre Bund	<b>-0,75</b>	<b>-0,85</b>
<b>Credits</b>		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

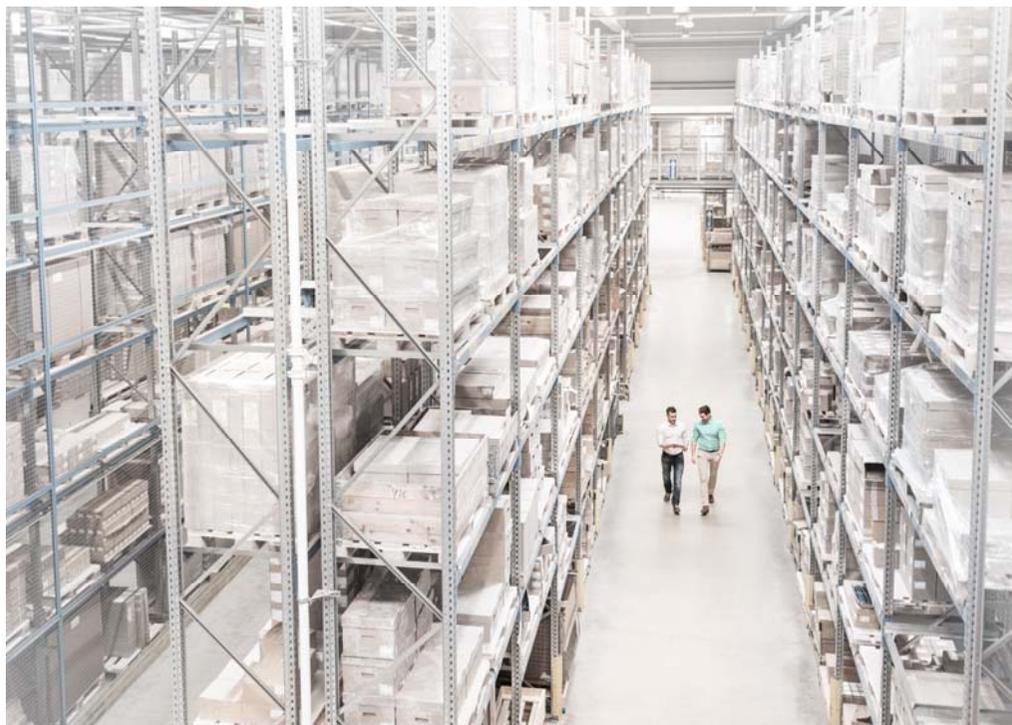
## Entwicklungen

- Eine erneute starke Zunahme von Infektionen mit dem Corona-Virus führt in wichtigen Industrieländern zu neuen Lockdown-Maßnahmen, die so gravierend ausfallen, dass die Wirtschaftsleistung wieder sinkt und der konjunkturelle Aufholprozess zurückgeworfen wird. Die Impfkampagnen gegen das Coronavirus benötigen mehr Zeit als derzeit antizipiert, so dass die Einschränkungen länger aufrechterhalten werden als zunächst gedacht.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung stockt. Insbesondere im personennahen Dienstleistungssektor wird das Vorkrisenniveau absehbar nicht wieder erreicht.
- An den Finanzmärkten kommt es zu einer neuerlichen massiven Welle der Flucht in die Sicherheit von Liquidität und von Staatsanleihen erster Bonität. Deflationssorgen verstärken einen neuerlichen Renditeabwärtsdruck am Staatsanleihemarkt.
- Zu den wirtschaftlichen Folgen kommt politische Unsicherheit. Globalisierung als Ziel stellen weiterhin viele Kräfte in der internationalen Arena infrage.

# Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 04
02	Sonderthema: Rohstoffmarkt	Seite 10
03	Corona-Update	Seite 21
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 39
06	Credits	Seite 49
07	Aktien	Seite 59
08	Prognosen und Allokation	Seite 69
09	Anhang	Seite 77

# Anhang



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

# Devisenmärkte im Überblick – Hauptwährungen

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURUSD	1,22	1,18	1,15	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet.</li> <li>Der Renditevorteil von lang laufenden US-Anlagen ist gestiegen.</li> <li>Die USA werden im Jahr 2021 stärker wachsen als der Euroraum.</li> </ul>
EURJPY	128	130	132	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Wahlsieg Bidens und die weltweiten Impfkampagnen sollten die Risikoaversion weiter senken und so japanisches Kapital wieder vermehrt ins Ausland locken.</li> <li>Sowohl die USA als auch der Euroraum weisen ein höheres konjunkturelles Erholungspotenzial auf als Japan.</li> </ul>
EURGBP	0,86	0,85	0,84	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorsprung von UK vor EU beim Fortschreiten des Impfprogramms verbessert die Aussichten für die britische Konjunktur.</li> <li>GBP nach Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.</li> </ul>
EURCHF	1,10	1,12	1,14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Unsicherheit begrenzt derzeit das Abwertungspotenzial ggü. dem Euro.</li> <li>Die SNB behält ihre expansive Geldpolitik bei und schwächt bei Bedarf den Franken mit Devisenmarktinterventionen.</li> <li>Gemäß Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro hoch bewertet.</li> </ul>
EURCNY	7,85	7,95	7,95	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chinas Wirtschaft erholt sich weiterhin kräftig, wovon auch der CNY profitierte. Die Stärke der Währung dürfte der Exportwirtschaft Chinas aber zunehmend Probleme bereiten, so dass ein staatliches „Gegensteuern“ zunehmend wahrscheinlich wird.</li> <li>Darüber hinaus haben sich die wirtschaftlichen Erholungsperspektiven der USA und des Euroraums für das laufende Jahr deutlich verbessert.</li> </ul>

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURBRL	6,73	6,50	5,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der weltweite Zinsanstieg der vergangenen Wochen belastete den Real aufgrund der hohen Staatsschuldenquote von fast 90 % überproportional.</li> <li>Die Notenbank deutete eine restriktivere Ausrichtung ihrer Politik an. Eine mögliche Leitzinsanhebung im zweiten Halbjahr 2021 würde den Real unterstützen.</li> </ul>
EURHUF	363	355	350	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bei der Sitzung im Februar behielt die Notenbank den Leitzinssatz unverändert bei und äußerte sich etwas zurückhaltender als zuvor bezüglich weiterer geldpolitischer Lockerungen.</li> <li>Wachstumsvorteile Ungarns gegenüber der EU werden den Forint weiter stützen.</li> </ul>
EURMXN	25,05	26,00	24,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die mexikanische Notenbank senkte den Leitzinssatz im Februar wie erwartet um 25 Basispunkte auf 4,00 %, womit der Renditevorteil des Peso abnimmt.</li> <li>Die Konjunkturerholung verläuft weiter schleppend, weshalb wir eine weitere Zinssenkung erwarten, obwohl die Inflationsrate zuletzt erneut angestiegen ist.</li> </ul>
EURPLN	4,52	4,44	4,35	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die polnische Notenbank bekräftigte erneut, dass sie mittels Deviseninterventionen einer zu starken Aufwertung des Zloty entgegenwirken wird.</li> <li>Der Zloty wird von der Konjunkturerholung ab dem dritten Quartal 2021 profitieren, auch wenn die Eindämmung des Coronavirus aktuell noch andauert.</li> </ul>
EURRON	4,87	5,05	5,15	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der deutliche Anstieg der Inflationsrate im Januar auf 2,99 % dürfte der Notenbank kaum Möglichkeiten für eine Lockerung der Geldpolitik geben.</li> <li>Investitionsprogramme der EU werden der wesentliche Wachstumstreiber in den kommenden Jahren sein.</li> </ul>

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.03.2021, 10:30 Uhr

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURRUB	89,3	75,0	72,5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bei der Sitzung im Februar behielt die russische Notenbank den Leitzinssatz unverändert bei 4,25 % und deutete das Ende des Zinssenkungszyklus an.</li> <li>Die Unsicherheit wegen möglicher Sanktionen verhinderte eine Aufwertung des Rubels, der dank des Renditevorteils über weiteres Aufwertungspotenzial verfügt.</li> </ul>
EURTRY	8,82	8,80	8,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die türkische Notenbank kündigte an, die straffe Ausrichtung der Geldpolitik weiter beizubehalten und auf einen möglichen Anstieg der Inflationsrate zu reagieren.</li> <li>Die Ratingagentur Fitch hob den Ausblick für die Kreditwürdigkeit auf ‚stabil‘ an.</li> </ul>
EURZAR	18,16	19,60	20,10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der neu veröffentlichte Haushaltsplan birgt weiter Risiken, insbesondere bei der Senkung der Löhne und der Finanzierung des staatlichen Stromkonzerns Eskom.</li> <li>Ein weltweiter Zinsanstieg würde zur Anlegerflucht aus Schwellenländer-Währungen führen und den Rand wegen der hohen Staatsverschuldung belasten.</li> </ul>

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.03.2021, 10:30 Uhr

## Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURAUD	1,56	1,65	1,58	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Anstieg des globalen Zinsumfeldes betraf auch australische Staatsanleihen, worauf die Notenbank überraschend mit dem ungeplanten Ankauf von Anleihen im Wert von 3 Milliarden Dollar reagierte.</li> <li>Die Arbeitslosenquote sinkt auf 6,4 % als Folge der Konjunkturerholung.</li> </ul>
EURCAD	1,53	1,60	1,61	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im Januar nahm die Inflationsrate ihren Aufwärtstrend erneut auf und stieg gegenüber dem Vormonat von 0,66% auf 1,09 % an.</li> <li>Die umfangreichen Konjunkturprogramme erfordern eine rasche Erholung der Wirtschaft. Jegliche Verzögerung macht die Währung für eine Abwertung anfällig.</li> </ul>
EURCZK	26,14	26,30	25,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die tschechische Notenbank signalisierte in ihrem Ausblick eine Leitzinsanhebung im zweiten Halbjahr, wovon die Krone profitieren könnte.</li> <li>Die Wirtschaft Tschechiens wird durch die starke Ausbreitung des Coronavirus und den strengen Lockdown-Einschränkungen stärker als andere Staaten belastet.</li> </ul>
EURNOK	10,41	10,25	9,75	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die norwegische Notenbank wird voraussichtlich eine der ersten Notenbanken der G10-Staaten sein, welche den Leitzinssatz anheben wird.</li> <li>Der Anstieg des Ölpreises hat die Krone zuletzt weiter unterstützen können. Dagegen würde ein weiterer Anstieg des globalen Zinsniveaus die Krone belasten.</li> </ul>

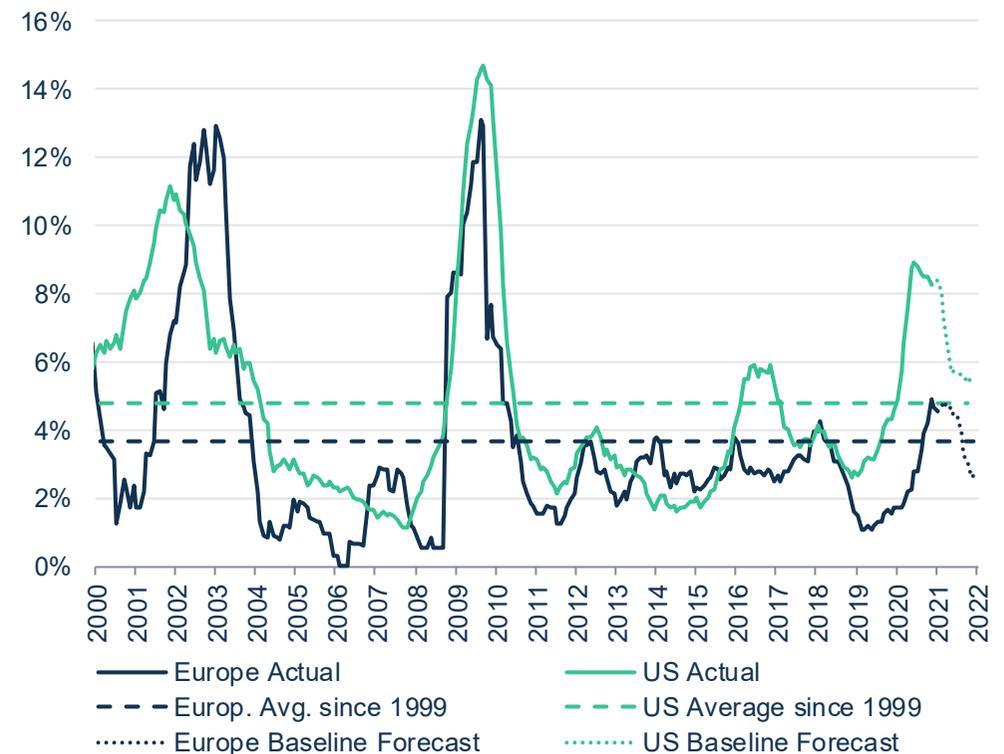
Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 01.03.2021, 10:30 Uhr

# Spreadprognosen und Ausfallraten

## Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	86	↘
Euro Unsubordinated Financial Index	74	↘
Euro High Yield Index	310	↘
Euro Lower Tier 2 Index	124	↘
Euro Pfandbrief Index	26	↔
Euro Covered Bond Index	30	↔
1-10 Year Euro Government Index	29	↔
Euro Quasi-Government Index	35	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	327	↘

## 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														
26.02.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0,64	-0,67	-0,65	-0,61	-0,56	-0,51	-0,44	-0,38	-0,31	-0,25	-0,02	0,10	0,19	0,27
France	-0,61	-0,60	-0,55	-0,48	-0,40	-0,31	-0,22	-0,13	-0,04	0,04	0,36	0,57	0,73	0,86
Italy	-0,34	-0,24	-0,11	0,03	0,18	0,33	0,47	0,60	0,72	0,84	1,28	1,59	1,77	1,86
Spain	-0,50	-0,43	-0,35	-0,25	-0,14	-0,02	0,11	0,24	0,35	0,47	0,88	1,16	1,33	1,45
Netherlands	-0,63	-0,63	-0,60	-0,55	-0,48	-0,41	-0,34	-0,27	-0,20	-0,14	0,08	0,21	0,29	0,35
Austria	-0,58	-0,60	-0,57	-0,54	-0,48	-0,39	-0,29	-0,20	-0,12	-0,04	0,23	0,38	0,47	0,57
Belgium	-0,63	-0,62	-0,57	-0,50	-0,42	-0,33	-0,24	-0,15	-0,05	0,04	0,42	0,66	0,80	0,88
Ireland	-0,21	-0,55	-0,51	-0,41	-0,32	-0,24	-0,16	-0,08	-0,01	0,07	0,36	0,55	-	-
Portugal	-0,56	-0,55	-0,45	-0,32	-0,18	-0,04	0,09	0,20	0,31	0,41	0,82	1,12	1,38	1,60
Finland	-0,64	-0,63	-0,59	-0,53	-0,45	-0,36	-0,27	-0,19	-0,11	-0,04	0,23	0,37	0,43	0,48
EUR Swap in %	-0,50	-0,46	-0,41	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,04	0,03	0,10	0,34	0,44	0,46	0,44

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Non-Financials

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
26.02.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,68	-0,36	-0,17	-0,04	0,07	0,15	0,22	0,28	0,34	0,38
AA-	-0,58	-0,30	-0,14	-0,02	0,07	0,14	0,20	0,26	0,30	0,35
A+	-0,47	-0,22	-0,07	0,04	0,12	0,19	0,25	0,30	0,34	0,38
A	-0,55	-0,24	-0,06	0,07	0,17	0,25	0,32	0,38	0,43	0,47
A-	-0,51	-0,23	-0,06	0,06	0,15	0,23	0,29	0,35	0,40	0,44
BBB+	-0,52	-0,18	0,03	0,17	0,28	0,37	0,45	0,51	0,57	0,62
BBB	-0,36	-0,04	0,14	0,27	0,37	0,45	0,52	0,58	0,63	0,68
BBB-	-0,27	0,09	0,30	0,45	0,57	0,66	0,74	0,81	0,87	0,93
BB+	0,44	0,85	1,10	1,27	1,40	1,51	1,60	1,68	1,75	1,81
BB	1,53	1,60	1,64	1,66	1,69	1,70	1,72	1,73	1,74	1,75
BB-	1,23	1,69	1,96	2,15	2,29	2,42	2,52	2,61	2,68	2,75
B+	2,05	2,58	2,89	3,11	3,28	3,42	3,54	3,64	3,73	3,81
B	n.a.	n.a.	3,01	3,62	4,09	4,47	4,80	5,08	5,33	5,55
B-	2,74	3,74	4,33	4,74	5,06	5,33	5,55	5,74	5,91	6,07
EUR Swap in %	-0,50	-0,46	-0,41	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,04	0,03	0,10

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

## Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
26.02.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,50	-0,30	-0,19	-0,11	-0,05	0,00	0,04	0,08	0,11	0,14
AA-	-0,53	-0,30	-0,17	-0,07	0,01	0,07	0,12	0,16	0,20	0,24
A+	-0,48	-0,24	-0,09	0,01	0,09	0,15	0,20	0,25	0,29	0,33
A	-0,26	-0,10	0,00	0,07	0,12	0,16	0,20	0,23	0,25	0,28
A-	-0,37	-0,14	0,00	0,09	0,17	0,23	0,28	0,33	0,37	0,40
BBB+	-0,25	-0,03	0,09	0,18	0,25	0,31	0,35	0,40	0,43	0,46
BBB	-0,31	0,03	0,22	0,36	0,47	0,56	0,63	0,70	0,75	0,80
BBB-	-0,43	0,05	0,33	0,53	0,68	0,81	0,91	1,01	1,09	1,16
EUR Swap in %	-0,50	-0,46	-0,41	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,04	0,03	0,10

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Renditekurven EUR Covereds

## Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
26.02.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0,47	-0,47	-0,34	-0,30	-	-0,19	-	-0,10	-	-	-
AT	-0,48	-0,43	-0,37	-0,30	-0,22	-0,17	-0,14	-0,06	-0,02	-	-
BE	-0,50	-0,46	-0,39	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,01	0,01	-	-
CA	-0,47	-0,43	-0,40	-0,31	-0,24	-0,14	-0,09	-	-	-	-
DK	-0,41	-	-0,30	0,01	-	-0,18	-	-	-	0,07	-
FI	-0,49	-0,42	-0,33	-0,37	-0,23	-0,17	-	-0,03	0,02	-	-
FR	-0,51	-0,48	-0,42	-0,35	-0,29	-0,20	-0,14	-0,04	0,01	0,06	0,12
DE	-0,51	-0,47	-0,41	-0,35	-0,27	-0,20	-0,13	-0,05	0,00	-	0,10
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-0,50	-	-0,43	-0,30	-	-	-	-	-	0,18	-
IT	-0,43	-0,22	-0,31	-0,26	-0,12	-0,09	-0,10	0,00	0,15	0,09	-
LU	-	-	-	-	-0,24	-0,17	-	-	-	-	-
NL	-0,46	-0,46	-0,36	-0,28	-0,26	-0,10	-0,11	-0,02	0,04	0,17	0,18
NZ	-0,54	-0,42	-0,39	-	-0,23	-0,16	-	-	-	-	0,20
NO	-0,51	-0,45	-0,33	-0,24	-0,23	-0,12	-0,13	0,05	0,03	0,05	0,13
PL	-0,38	-0,41	-0,37	-0,26	-	-	-	-	-	-	-
PT	-0,42	-	-0,22	-	-	-0,17	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0,41	-0,29	-	-0,23	0,01	-	-	-	-
ES	-0,40	-0,32	-0,30	-0,24	-0,22	-0,09	-0,06	0,00	0,01	0,11	0,21
SE	-0,48	-0,40	-0,33	-0,34	-0,26	-0,23	-	-0,06	0,03	-	-
CH	-0,43	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0,52	-0,43	-0,36	-0,35	-0,17	-0,12	-0,18	0,03	-	-	-
JP	-	-0,42	-	-	-	-0,15	-	0,03	-	-	-
KR	-	-0,26	-	-0,27	-	-0,10	-	0,01	0,01	-	-
SK	-0,25	-	-	-0,21	-0,12	-	-	0,24	-	-	-
EUR Swap in %	-0,50	-0,46	-0,41	-0,33	-0,26	-0,18	-0,11	-0,04	0,03	0,10	0,15

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite\* negativ?

\*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
01.02.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Corona-Pandemie treibt Digitalisierung im Gesundheitsbereich voran
02.02.2021	Strategy Alert Renten: EZB-Kaufprogramm: Überraschende Drosselung der Nettokäufe im Januar
03.02.2021	Blickpunkt Aktienmärkte: Reddit vs. Wall Street - Wie Kleinanleger den Aktienmarkt aufmischen
04.02.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Maschinenbau zeigt sich widerstandsfähig
05.02.2021	USA Strategy Alert: US Stellenaufbau bleibt im Januar hinter Flüsterschätzungen zurück
09.02.2021	EURJPY FX Flash: Prognoseadjustierung bei EURJPY
09.02.2021	EURCNY FX Flash: Prognoseadjustierung beim chinesischen Yuan
09.02.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Innenstadthandel am Limit
09.02.2021	EURCHF FX Flash: Franken bleibt als sicherer Hafen gefragt
12.02.2021	Burkerts Blick: Vermögen inflationssicher machen. Jetzt!
16.02.2021	Blickpunkt Aktienmärkte: Japan - Die Sonne geht auf
17.02.2021	Strategy Alert Renten: Linker: Reflationierungs-Spekulation bereits übers Ziel hinausgeschossen?
18.02.2021	LBBW Blickpunkt Financials: Banken und Digitalisierung - ein Marathon, kein Sprint
23.02.2021	Strategy Alert Renten: Powell ruft die Rentenbären nicht zur Ordnung
24.02.2021	LBBW Blickpunkt Financials: ESMA will ESG Ratingagenturen an die Leine nehmen
25.02.2021	EURUSD FX Flash: Euro-Prognose gesenkt
26.02.2021	EURCNY FX Flash: Prognoseanpassung beim chinesischen Yuan
26.02.2021	LBBW Blickpunkt Strategie: Nawalnyj oder Nabiullina: Wer bewegt den Rubel dieser Tage?
26.02.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Werkzeugmaschinen wittern Morgenluft
26.02.2021	Burkerts Blick: Ich habe einen Traum: Es kommt besser als erwartet - und dann?

# 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](http://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.