



04.05.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LB≡BW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass Mai

Wenn aus Hoffnung Klarheit wird –
Impferfolg treibt Nachfrage treibt Preise treibt ...?

Erstellt am: 04.05.2021 10:12

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 04.05.2021 folgende Zugangsdaten:

Telefonnummer: +49 69 2017 44268
kein PIN erforderlich

Link zur Webkonferenz:

[https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315612305&PIN=94898477
&UserAudioMode=DATA](https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315612305&PIN=94898477&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-Team

Webkonferenz-Termine:

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

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

die Finanzmärkte sind jüngst in relativ kurzer Zeit umgeschwenkt: weg von einer Corona-Furcht hin in Richtung Ängste, die Inflation melde sich in den entwickelten Volkswirtschaften zurück. Tatsächlich wird nach unserem Dafürhalten die Pandemie mit einer voranschreitenden Impfkampagne einen Großteil ihres Schreckens verlieren. Bei den Inflationsgefahren sagen wir hingegen: Gemach, gemach! Zwar hat auf den Vorstufen der Produktion bis hin zu den Zwischenprodukten die Teuerung jüngst angezogen. Aber wir bringen dies zu einem gewissen Teil mit den Hinterlassenschaften der Corona-Pandemie in Verbindung; das globale Wirtschaftsleben läuft noch nicht wieder rund. Für uns maßgeblich: Je näher wir an die Konsumentenstufe herankommen, desto schwerer fällt es den Unternehmen, Preisdruck überzuwälzen. Eine Lohn-Preis-Spirale, Kennzeichen einer Spätphase im Konjunkturzyklus, ist bislang nicht in Gang gekommen. Zum Themenkomplex „Inflation“ finden Sie unsere aktuelle Sicht in diesem Kapitalmarktkompass.

An dieser Stelle nutze ich nun ganz bewusst die Gelegenheit zu einem persönlichen Wort. Uwe Burkert, langjähriger Leiter unseres LBBW Research-Bereichs, hat sich dazu entschlossen, im weiteren Verlauf dieses Jahres eine neue verantwortungsvolle Aufgabe zu übernehmen, erneut im Sparkassen-Finanzverbund. Im LBBW Research-Bereich blicken wir auf eine erfolgreiche, produktive Zusammenarbeit mit Uwe Burkert zurück, stets zum Wohle des großen Ganzen. Uwe Burkert hat den Research-Bereich der LBBW durch turbulente Zeiten geführt und hinterlässt ein „wohlbestelltes Feld“. Die Arbeit werden wir in der angestammten Tradition fortsetzen und, wo dies notwendig erscheint, an neue Erfordernisse anpassen.

Wir sagen vielmals „Dankeschön!“ und sind überzeugt davon, dass Uwe Burkert an seiner neuen Wirkungsstätte unserem Haus und speziell unserem Research-Bereich gewogen bleibt. Alles nur erdenklich Gute und für den neuen Lebensabschnitt viel Glück, Zufriedenheit sowie jede Menge Erfolg!

Dr. Thomas Meißner



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

Unsere Themen im Mai

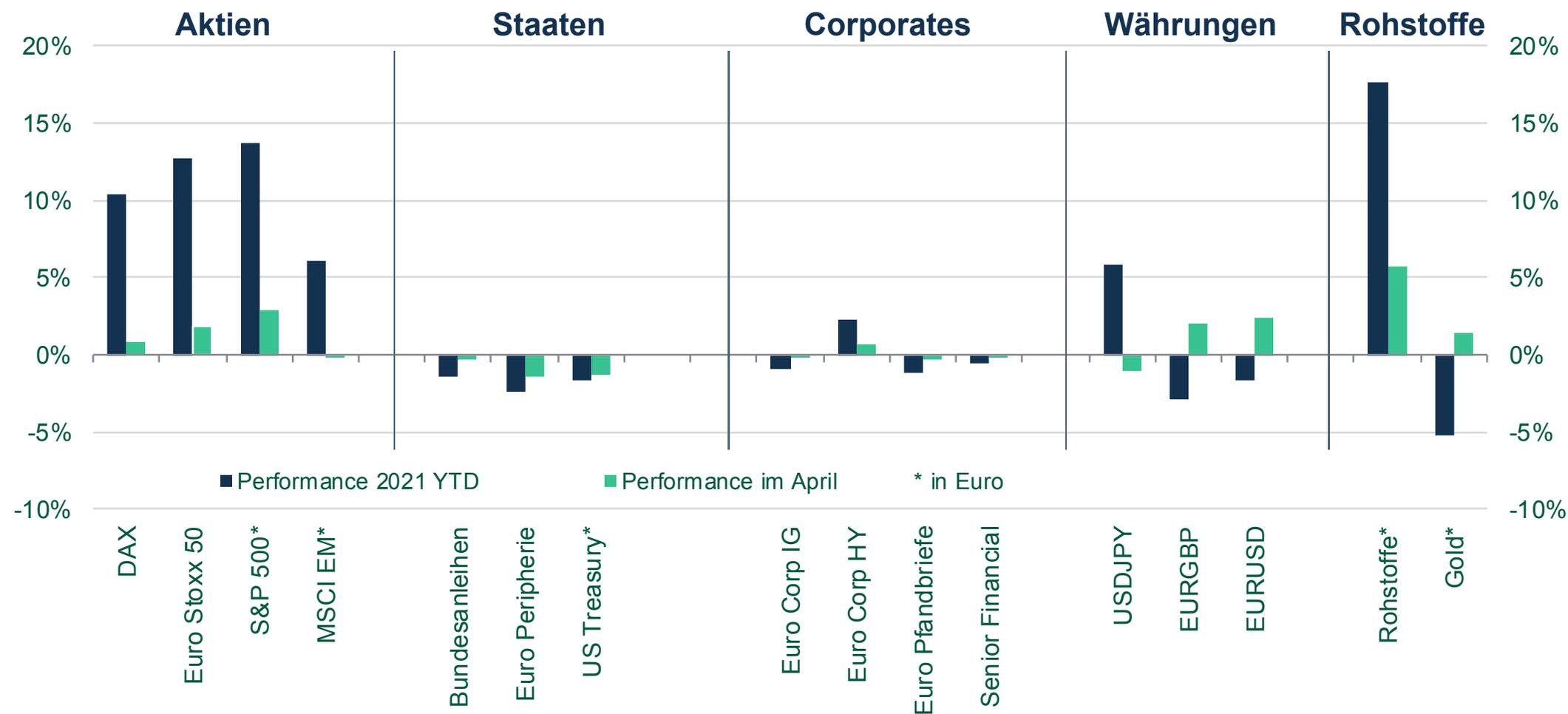


- 07.05.: US-Arbeitsmarktbericht
- 14.05.: US-Inflationsdaten
- 29.05.: Aufhebung der Impfpriorisierung?

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

Performance 2021 – Aktien weiter im Plus, Rentenmärkte im April uneinheitlich, Euro gewinnt ggü. dem USD

ausgewählte Assets in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Sonderthema: Immobilienmarkt

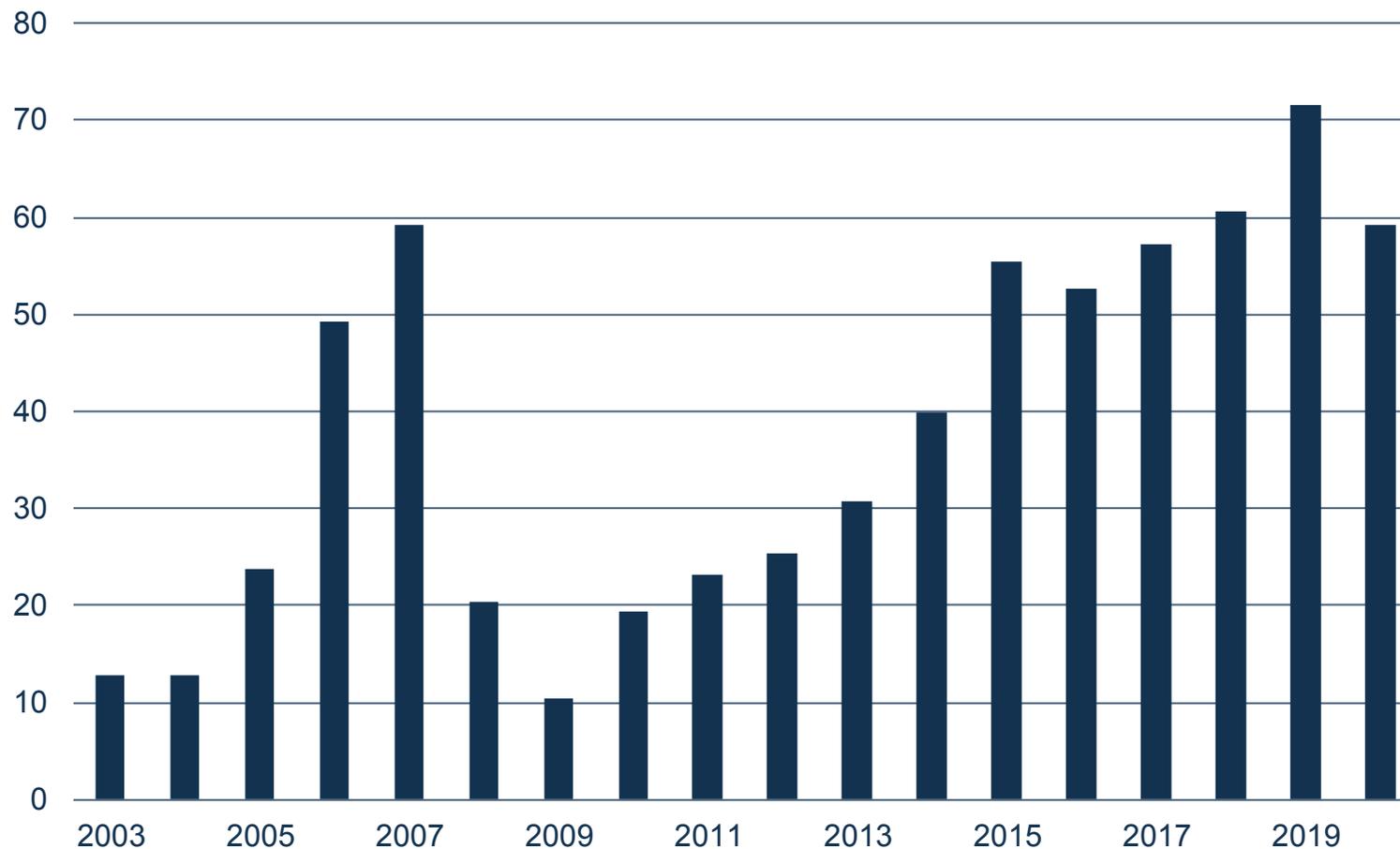


Martin Güth, CQF
Senior Economist
Tel: +49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

- Auch im Pandemie-Jahr 2020 entwickelte sich der deutsche Immobilienmarkt lebhaft. Das Transaktionsvolumen blieb bei den Gewerbeimmobilien nur leicht unterhalb des Rekordniveaus des Vorjahres.
- Bisherige Daten weisen für 2020 für Büroimmobilien noch einen leichten Preisanstieg und für Einzelhandelsimmobilien einen leichten Preisrückgang aus. Wir sind skeptisch, ob die Preise bereits angemessen die pandemiebedingte Verschlechterung der fundamentalen Rahmenbedingungen reflektieren. Im Gegensatz dazu ist der Einzelhandelsumsatz mit Gütern des täglichen Bedarfs im vergangenen Jahr gestiegen. Nahversorger sollten sich u.E. auch künftig vergleichsweise krisenresistent zeigen.
- Der boomende Online-Handel sowie die besonders in Deutschland anspringende Industriekonjunktur kommen Logistikimmobilien zugute.
- Angesichts einer expansiveren Geldpolitik beschleunigte sich 2020 der Preisanstieg von Wohnimmobilien. Wir gehen zwar von einer künftig schwächeren Entwicklung aus, sehen den Markt grundsätzlich aber weiterhin als attraktiv an.

Umsätze am Gewerbeimmobilienmarkt erreichten 2020 nicht mehr ganz das Rekordniveau des Vorjahres

Transaktionsvolumen am Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien in Mrd. Euro, ohne Wohnen

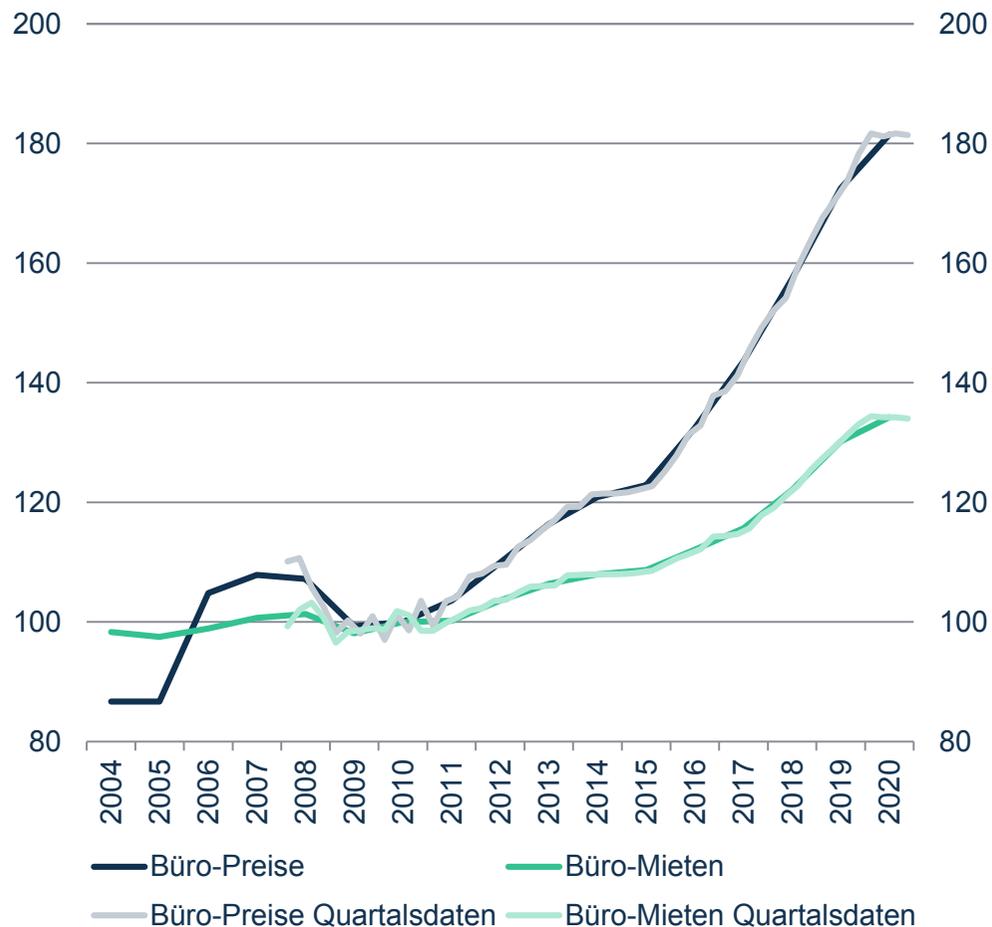


- Die Transaktionsvolumina in Deutschland sind seit dem Jahr 2009 kräftig gestiegen. Im Jahr 2019 wurde ein Rekordwert von mehr als 70 Mrd. Euro erreicht.
- Dieses Niveau wurde 2020 nicht mehr erreicht, was angesichts der Pandemie u.E. auch nicht verwundert. Mit knapp 60 Mrd. Euro war das Transaktionsvolumen gleichwohl auf einem historisch hohen Niveau.

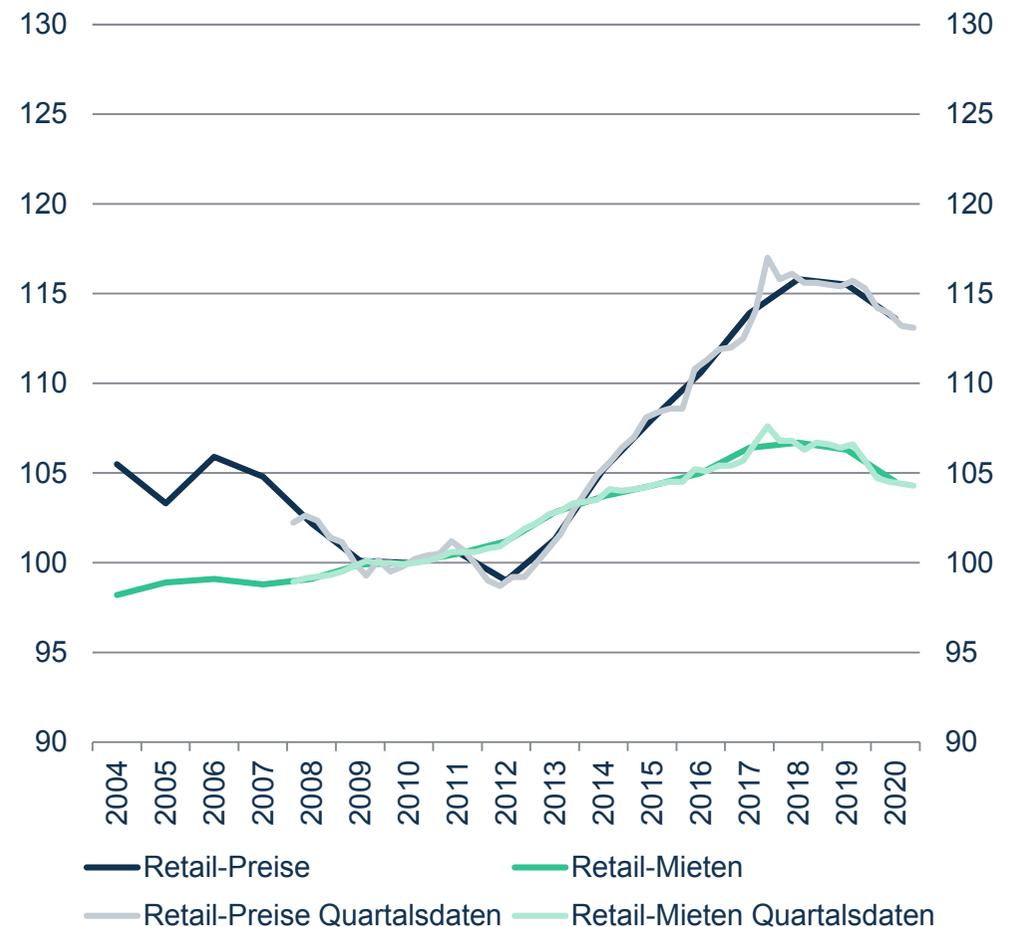
Quelle: Statista, Colliers International., LBBW Research

Fraglich, ob bei Büros und Einzelhandel die Preise bereits hinreichend die schlechtere fundamentale Lage berücksichtigen

Preis- und Mietindizes für Büros
in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100



Preis- und Mietindizes für Einzelhandel
in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100

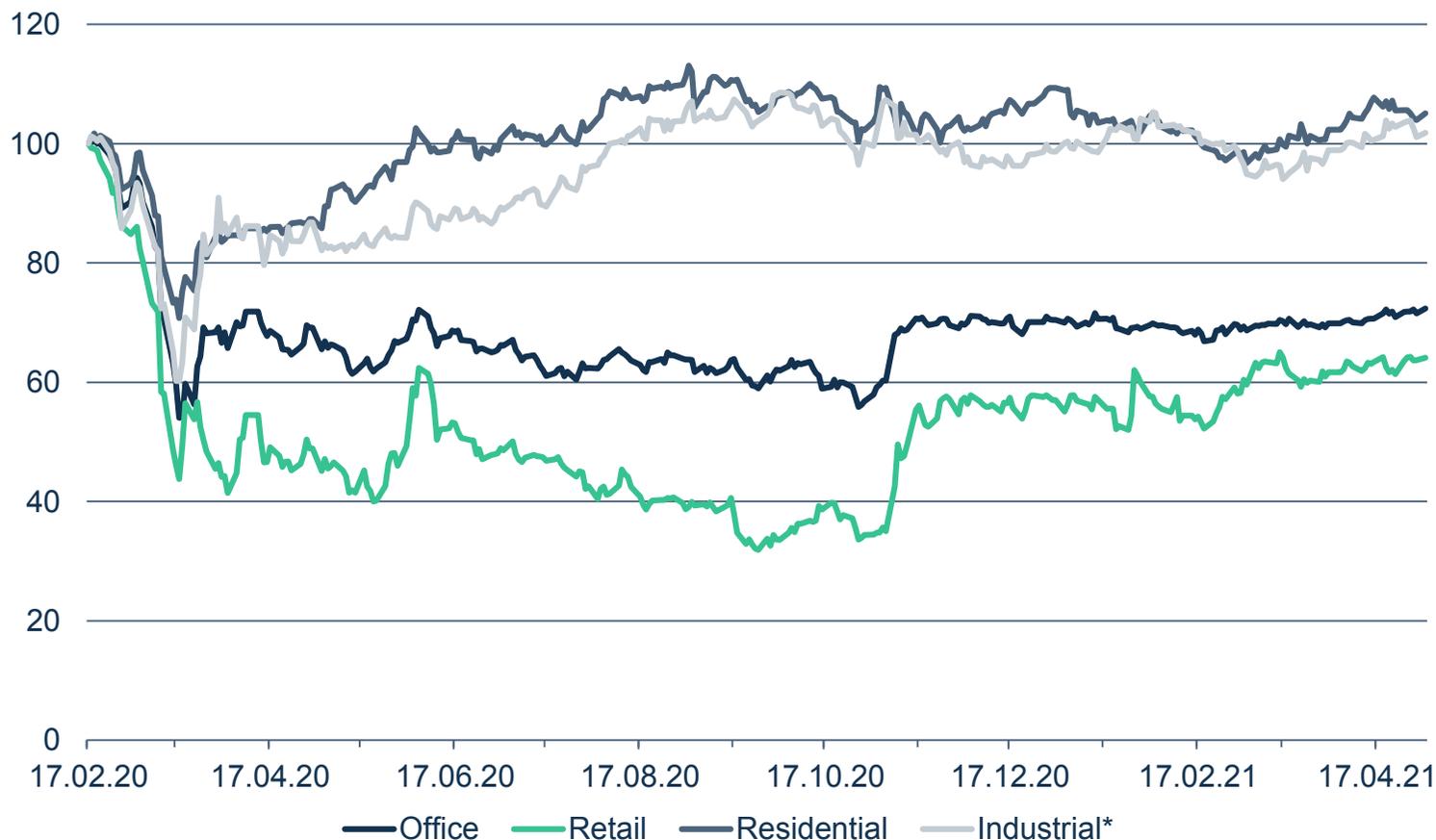


Quelle: vdpResearch, LBBW Research

Aktienmärkte differenzieren massiv zwischen den einzelnen Segmenten des Immobilienmarktes

FTSE/EPRA/Nareit Aktienindizes für Immobilienunternehmen des Euroraums

Indexiert, 17.02.2020 = 100



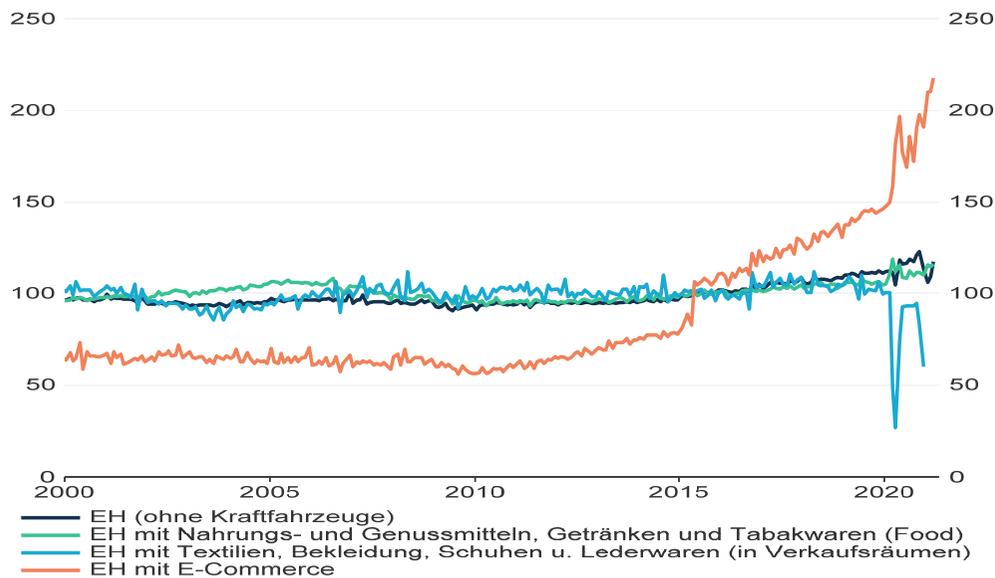
- Im Gegensatz für den Grafiken auf der vorherigen Seite, die für 2020 eine Seitwärtsbewegung bei Büroimmobilienpreisen und einen moderaten Preisrückgang bei Einzelhandelsimmobilien zeigen, sehen die Aktienmärkte diese beiden Sektoren skeptisch. Die Aktienkurse zugehöriger Unternehmen notieren mit deutlichen Abschlägen.
- Büros werden u.E. ein Eckpfeiler des Marktes für Gewerbeimmobilien bleiben. Fraglich scheint indes, ob die verschlechterte fundamentale Situation bereits vollständig in den aktuellen Preisen reflektiert wird. So kam es 2020 zu einem ersten leichten Anstieg der Leerstandsquote. Auch stellt der Trend zum Homeoffice eine Belastung dar. Abhängig von Standort und Qualität der Büros dürfte die Preisentwicklung zunehmend heterogen verlaufen.

* Industrial = Industrial Warehouses & Distribution Facilities

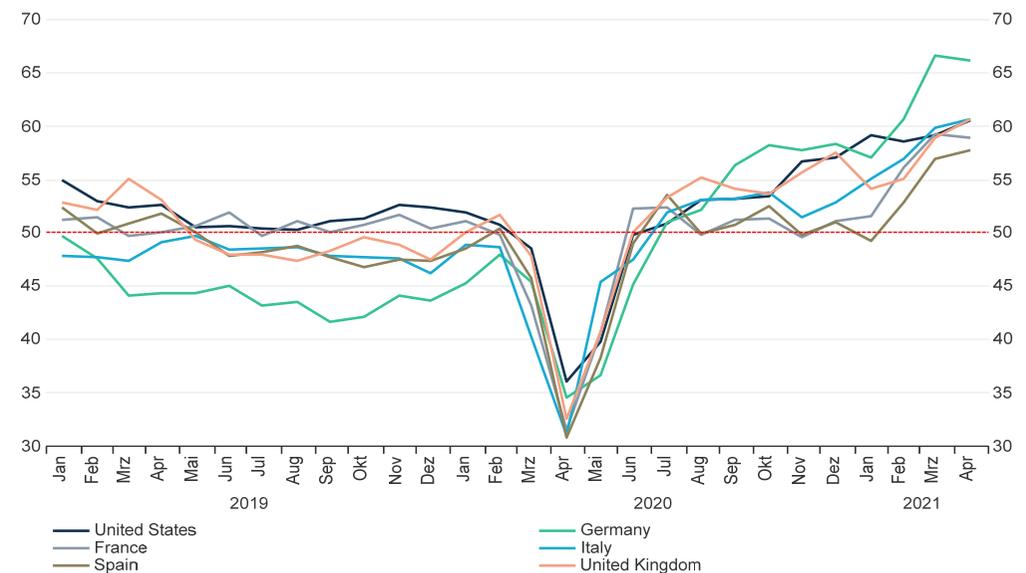
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

„High Street“-Einzelhandel leidet, Nahversorger mit Plus, Logistik profitiert von Online-Handel und Industrie

Einzelhandelsumsätze in Deutschland preisbereinigt, indexiert, 2015 = 100



Markt Einkaufsmanagerindizes Verarbeitendes Gewerbe

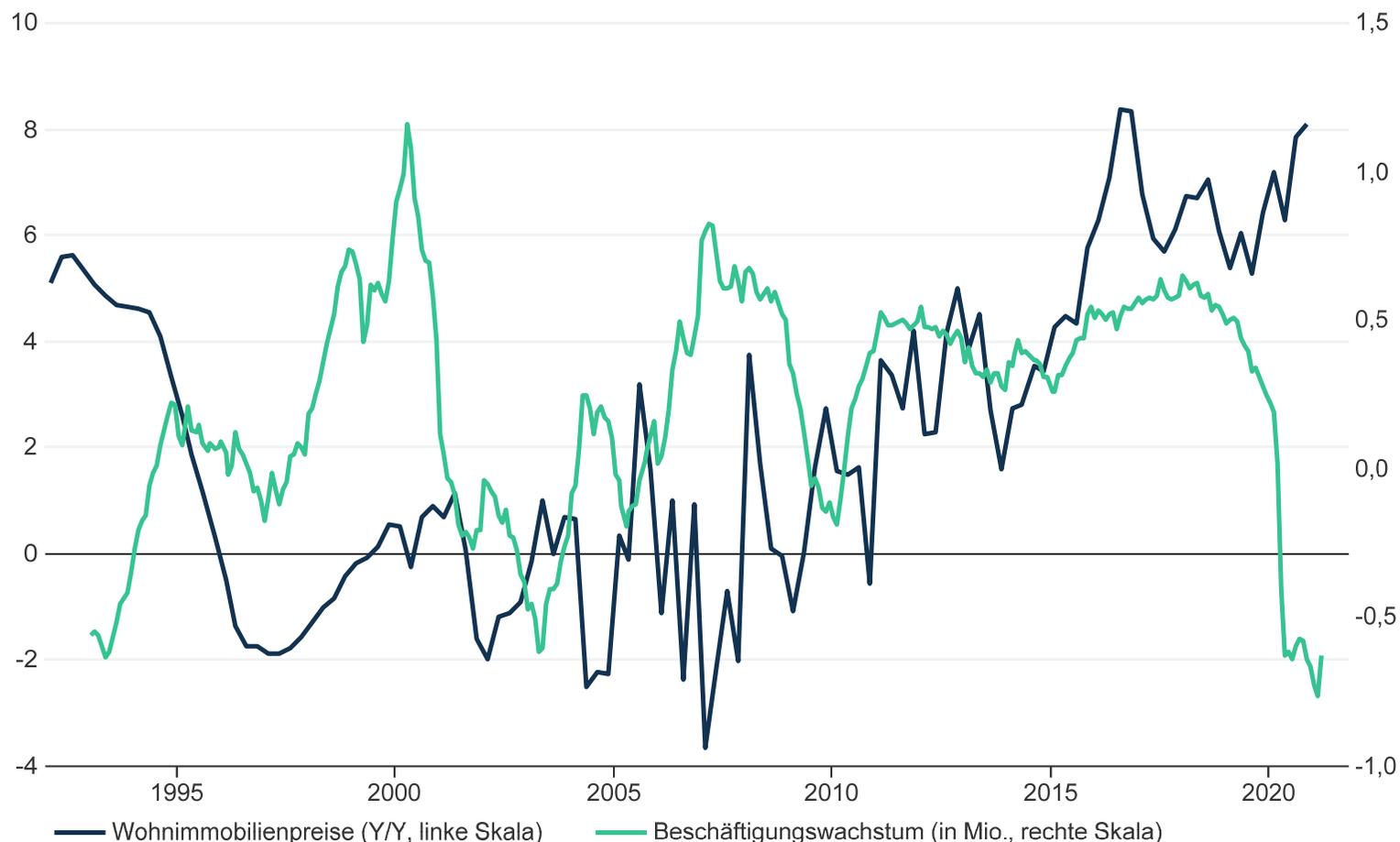


- Die Corona-Pandemie schlägt sich sehr unterschiedlich auf die Segmente des Einzelhandels nieder. Der klassische „High Street“-Einzelhandel verzeichnet zum Teil massive Umsatzrückgänge. Richtung Sommer ist mit einer deutlichen Verbesserung zu rechnen, doch viele Einzelhandelsunternehmen kämpfen derzeit um ihre Existenz. Wir bleiben für dieses Segment vorsichtig.
- Die Dinge des täglichen Bedarfs erlebten hingegen eine Umsatzsteigerung. Nahversorgerimmobilien, ein vergleichsweise risikoarmes Segment, erachten wir als attraktiv.
- Der Online-Handel war bereits vor Corona auf der Überholspur und hat durch die Pandemie noch einmal einen gehörigen Schub erfahren. Logistikimmobilien profitieren hiervon. Daneben ist die Industriekonjunktur von großer Bedeutung für dieses Marktsegment. Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren, dass sie derzeit ganz besonders in Deutschland anspricht. Industrieverbände demonstrieren Optimismus.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Wohnimmobilienpreise trotzen Gegenwind vom Arbeitsmarkt, dank niedriger Zinsen und Homeoffice

Wohnimmobilienpreise und Beschäftigungswachstum ggü. Vorjahr in % bzw. Mio. Beschäftigte



- Die scharfe Rezession im ersten Halbjahr 2020 hat die Anzahl der Beschäftigten in Deutschland sinken lassen. Die verschlechterte Erwerbslage und Sorgen um den eigenen Arbeitsplatz dürften für sich genommen zu einem nachlassenden Kaufinteresse in der Bevölkerung führen und den Immobilienmarkt belasten.
- Dennoch hat das Tempo des Preisanstiegs zugenommen. Ähnlich wie am Aktienmarkt schauen die Akteure offenbar „durch die aktuelle Rezession hindurch“ und gewichten die Wirkung des niedrigen Zinsniveaus stärker als den fundamentalen Gegenwind.
- Hinzu kommt, dass das zunehmende Arbeiten von daheim den Stellenwert der Wohnqualität erhöht.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Vorsicht! Privathaushalte verschulden sich immer schneller; Verschuldung insgesamt noch nicht auf extremen Niveaus

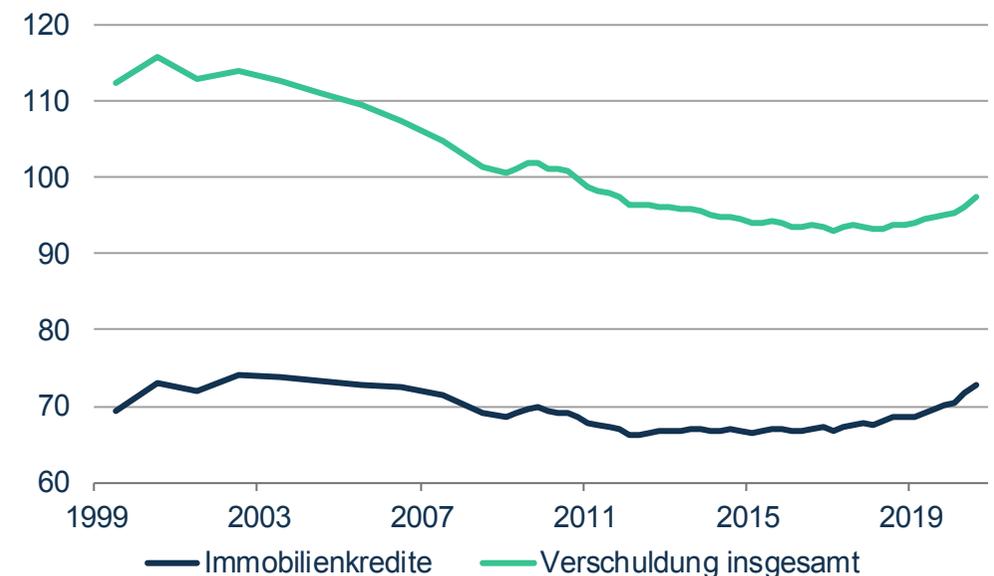
Wohnungsbaukredite an private Haushalte

Wachstum ggü. dem Vorjahr in %



Verschuldung der privaten Haushalte

in Prozent des verfügbaren Einkommens



- Zunehmend zur Vorsicht mahnt der immer schnellere Anstieg der Wohnungsbaukredite. Diese Entwicklung gilt es im Auge zu behalten. Wir sehen sie aber nicht als unmittelbares Warnsignal an, denn das Niveau der Verschuldung in Relation zum verfügbaren Einkommen der Haushalte bewegt sich historisch betrachtet derzeit nicht auf extremen Niveaus. Hinzu kommt, dass die gesunkenen Zinsen die Zinsbelastung der Haushalte senken.
- In der Gesamtheit erachten wir Wohnimmobilien nach wie vor als eine attraktive und vergleichsweise risikoarme Immobilienanlage. Die fundamentale Knappheit an Wohnraum dürfte dem Markt weiterhin Stabilität verleihen. Gleichwohl gehen wir nicht davon aus, dass sich die jüngst zu beobachtenden Preissteigerungsraten auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Hierfür sprechen ein nachlassender Rückenwind seitens der Zinsen sowie eine vermutlich geringere Zuwanderung im Vergleich zu den zurückliegenden zehn Jahren. Lokale Preisübertreibungen könnten zudem Rückschläge nach sich ziehen.

Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Corona-Update



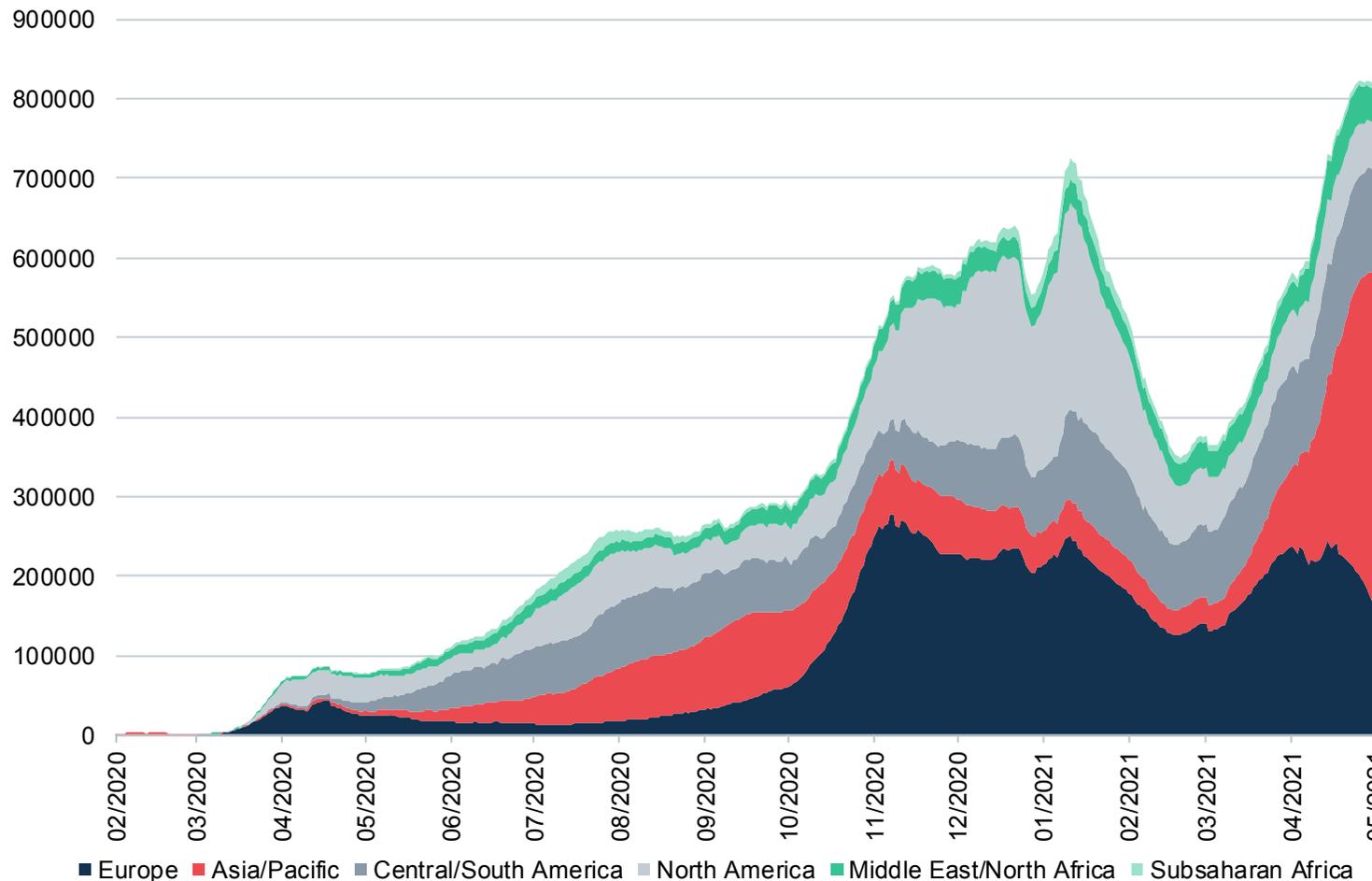
Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

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

- Die Welt sieht sich weiterhin mit einem Anstieg der Neuinfektionen konfrontiert, was v. a. an Indien und, abgeschwächt, an Südamerika liegt.
- Der dynamische Anstieg bei den Neuinfektionen in Indien ist wohl zu großem Teil durch das Verhalten der Menschen dort bedingt und liegt weniger an einer neuen Corona-Mutante, die in Indien wütet.
- In Deutschland und Europa ist eine Trendwende bei den Inzidenzen zu erkennen; die Impfungen und die Anti-Corona-Maßnahmen scheinen zu wirken.
- Die Lage auf den Intensivstationen bleibt zwar angespannt, verschärft sich aber derzeit nicht weiter.
- Die Impfgeschwindigkeit ist in Deutschland in den vergangenen Wochen deutlich angestiegen. Eine Aufhebung der Impfpriorisierung erscheint bald möglich. Bayern denkt über eine Aufhebung für die Zeit ab Mitte Mai nach.
- Hoffnungen auf einen Sommer in Europa ohne neuerliche Corona-Welle scheinen berechtigt.
- Viele Staaten in Europa nehmen Lockerungen bereits vor bzw. terminieren weitere Öffnungsschritte.
- In Deutschland gilt für die allermeisten Landkreise weiterhin die Corona-Notbremse (Sieben-Tages-Inzidenz >100). Wann beginnt Deutschland mit nachhaltigen Öffnungsschritten?

Neuinfektionen: Fallend in Europa, stark steigend in Asien

Neuinfektionen nach Regionen auf Basis des Sieben-Tage-Mittelwerts

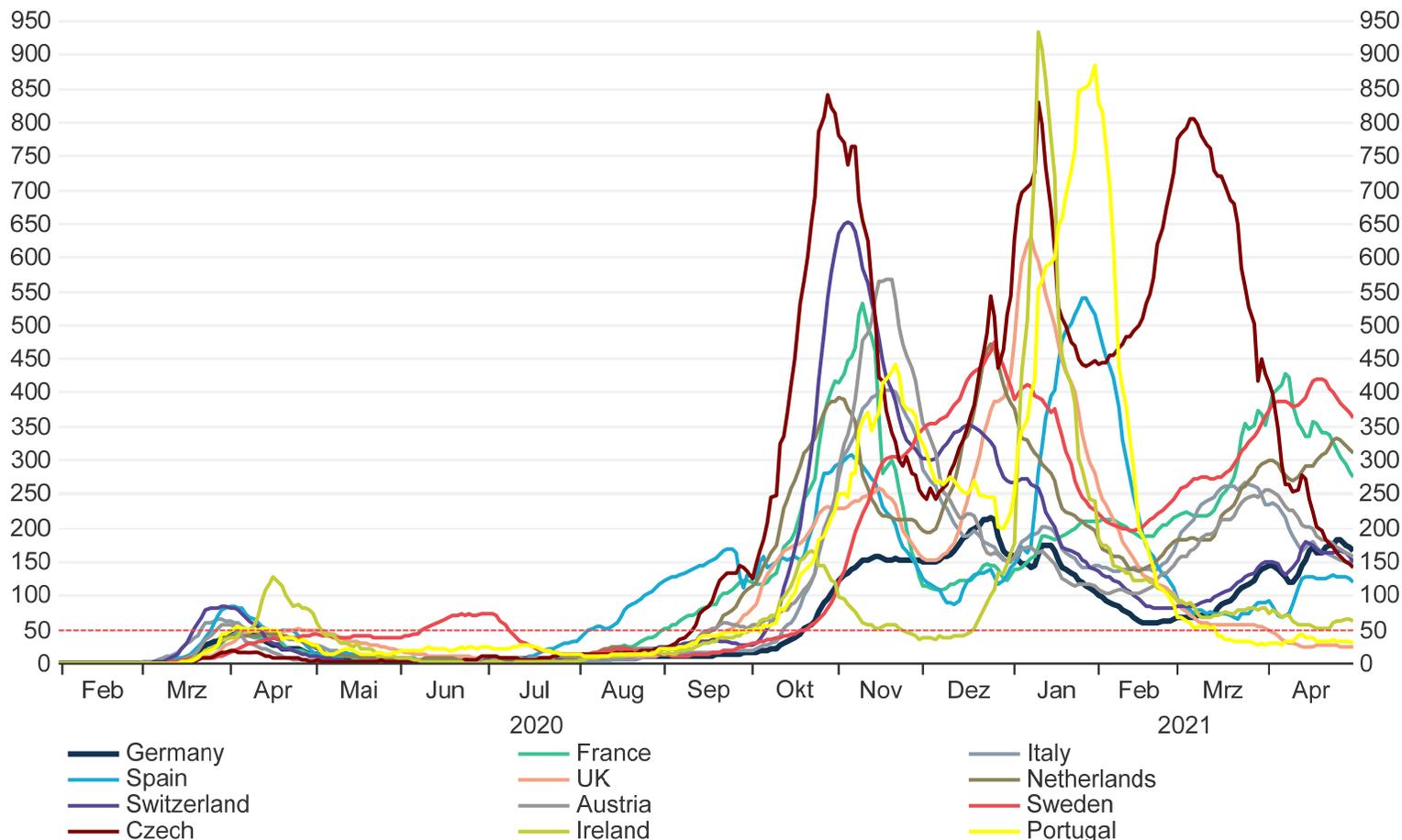


- Neuer Höchststand bei weltweiten Corona-Neuinfektionen.
- Der Anstieg bei den Neuinfektionen in Indien ist wohl zu großem Teil durch das Verhalten der Menschen dort bedingt, weniger an einer neuen Corona-Mutante, die in Indien wütet.
- Der Impfstoff von Biontech und Pfizer dürfte nach einer erster Einschätzung der Unternehmen auch gegen die in Indien grassierende Corona-Mutation wirken. Biontech-Chef Ugur Sahin ist „zuversichtlich“, dass der Biontech-Impfstoff auch gegen die in Indien aufgetretene Variante wirke.

Quelle: Ourworldindata.org, LBBW Research

Für Europa ist eine Trendwende bei den Inzidenzen zu erkennen

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

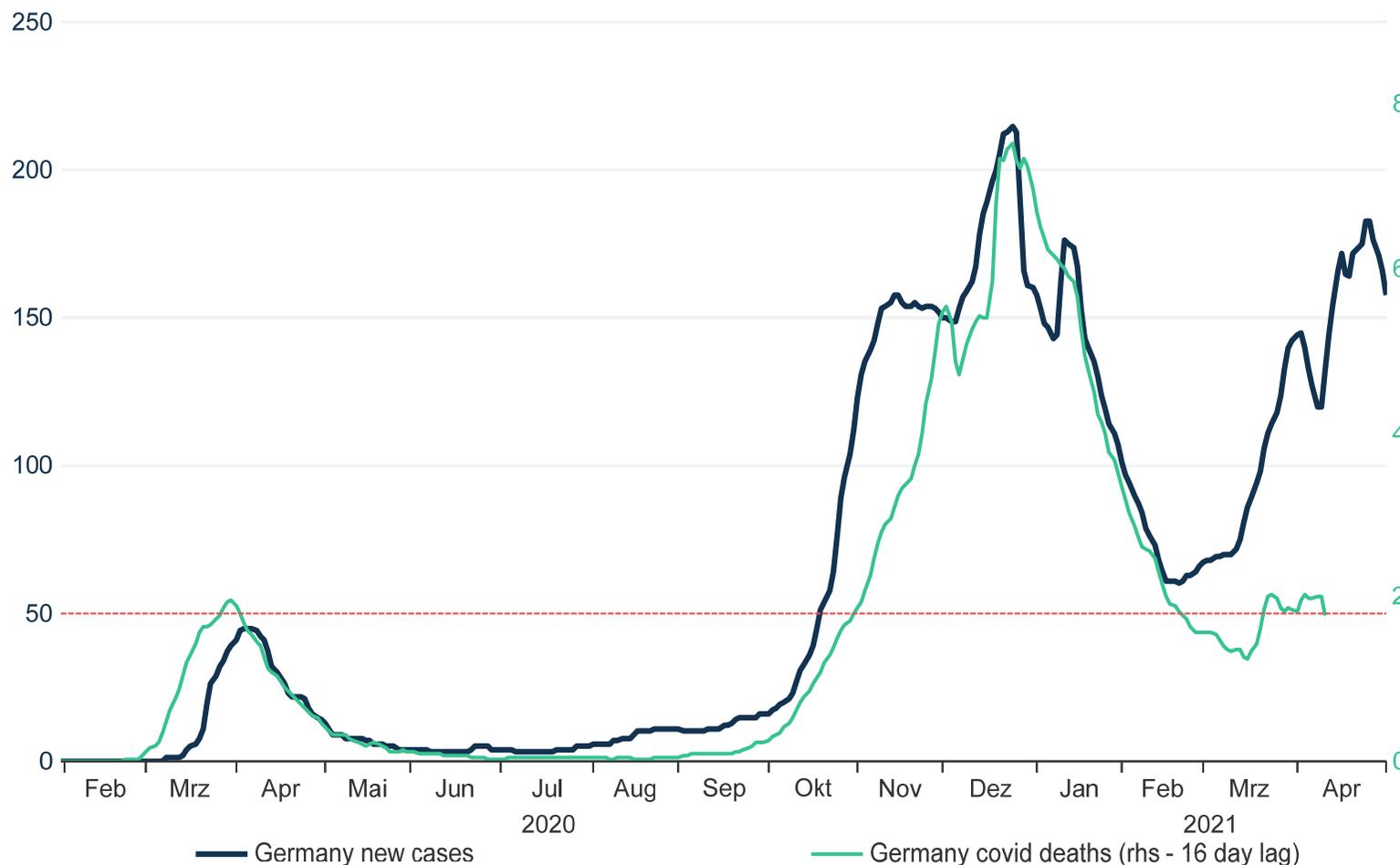


- In Deutschland und Europa ist eine Trendwende bei den Inzidenzen zu erkennen; die Impfungen und die Anti-Corona-Maßnahmen scheinen zu wirken.
- EU-Ziel: 70% Impfquote bei den Erwachsenen bis Mitte Juli scheint eine sehr wahrscheinliche Wegmarke.
- Nachhaltige Öffnungsschritte werden greifbar. Die Hoffnung steigt, dass die dritte Welle die letzte große Welle war.
- Impfstoffknappheit in Europa ist bald nicht mehr das Problem. Das Risiko von Mutationen bleibt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Inzidenzzahlen und Sterbefälle driften auseinander: Zunehmende Impfung der Risikogruppen zeigt Wirkung

Neuinfektionszahlen vs. Sterbefälle, jeweils pro 100 Tsd. Einwohner
Summe zurückliegende sieben Tage, schematische Projektion der Zukunftswerte



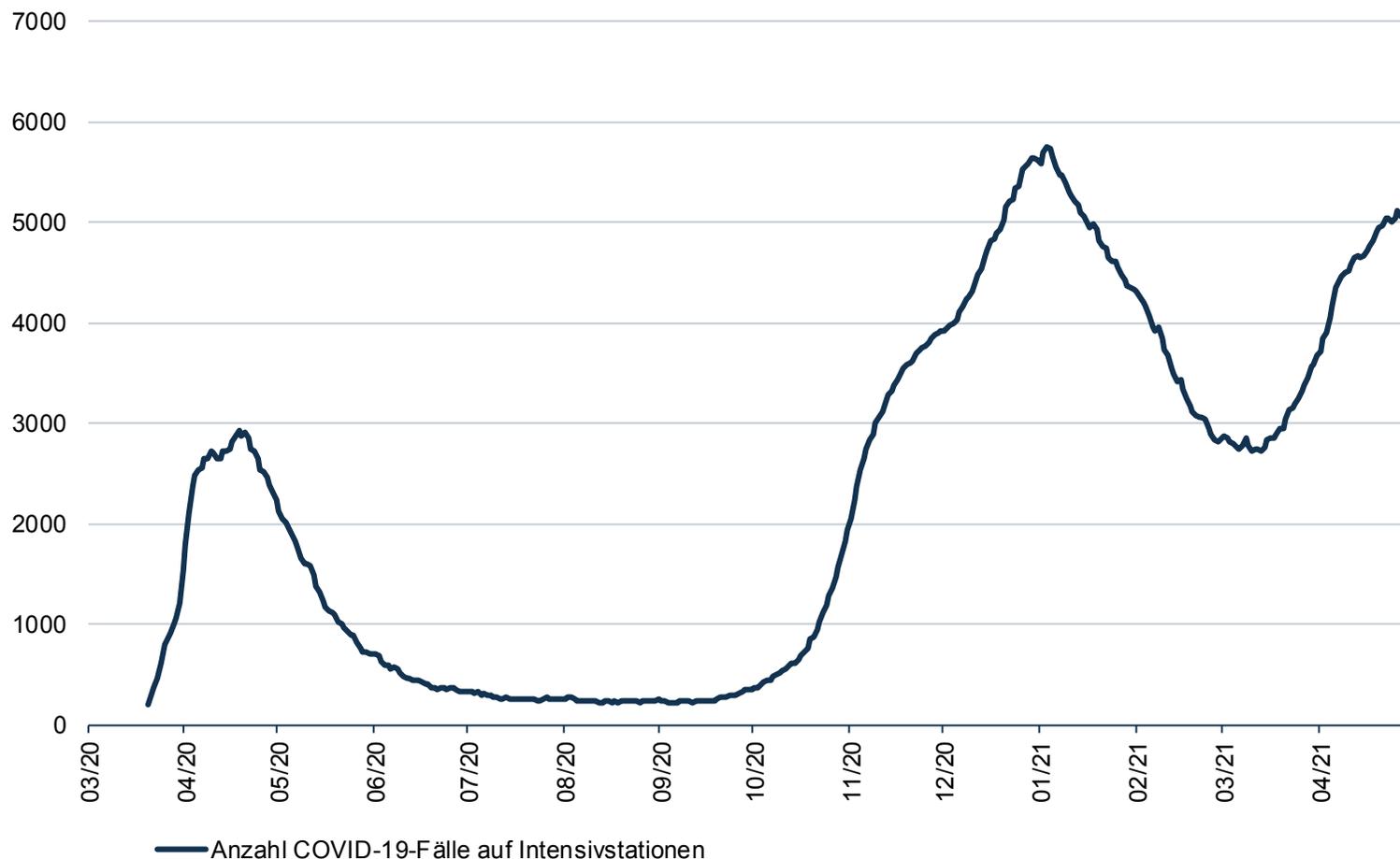
- Eine Schere tut sich auf! Der Zusammenhang zwischen der Anzahl der Neuinfektionen und der Sterbefälle bricht auf.
- Hohe Impfquoten bei den Risikogruppen führen zu einem deutlichen Rückgang der Sterbefälle.
- Ein erneuter Anstieg der Sterbefälle ist zwar bei weiterem Anstieg der Inzidenzwerte wahrscheinlich. Allerdings dürfte dieser Anstieg dann deutlich flacher verlaufen.
- Ein Anstieg der Sterbefälle auf das Niveau zum Jahreswechsel ist unserer Meinung nach nicht mehr zu erwarten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Lage in den Krankenhäusern stabilisiert sich

Intensivbettenbelegung

Anzahl der COVID-19-Fälle auf deutschen Intensivstationen

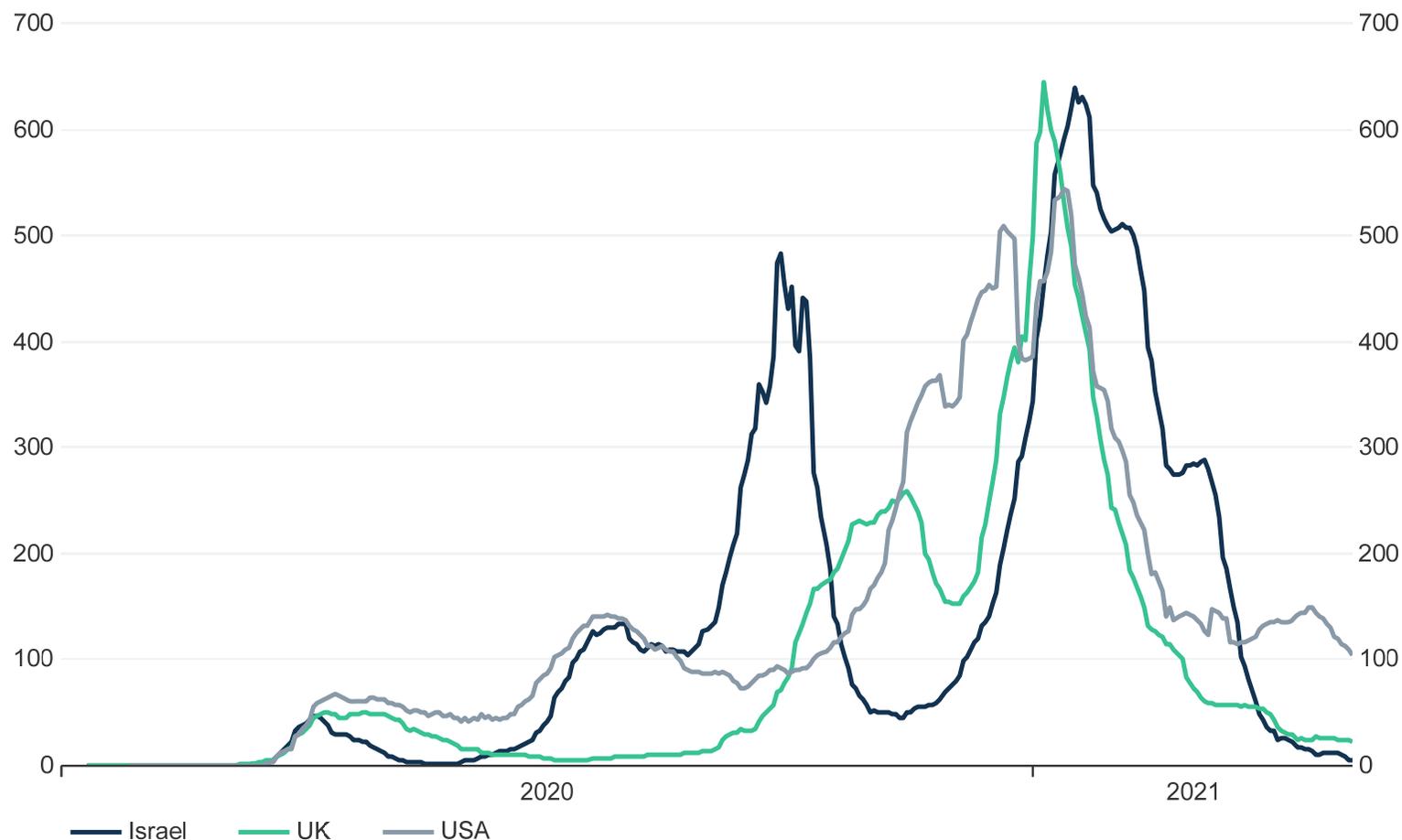


- Die Lage auf den Intensivstationen bleibt zwar aktuell angespannt, verschärft sich aber derzeit nicht weiter.
- Sollte sich der rückläufige Trend bei den Neuinfektionen vor dem Hintergrund des schnelleren Impftempos und der weiter vorhandenen Eindämmungsmaßnahmen fortsetzen, wovon wir ausgehen, dürfte sich über die nächsten Wochen die Lage auf den Intensivstationen entsprechend ebenfalls sukzessive etwas entspannen.

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

Britische Variante dämpft den Impferfolg in den USA; in Israel und UK sehr niedrige Inzidenzen

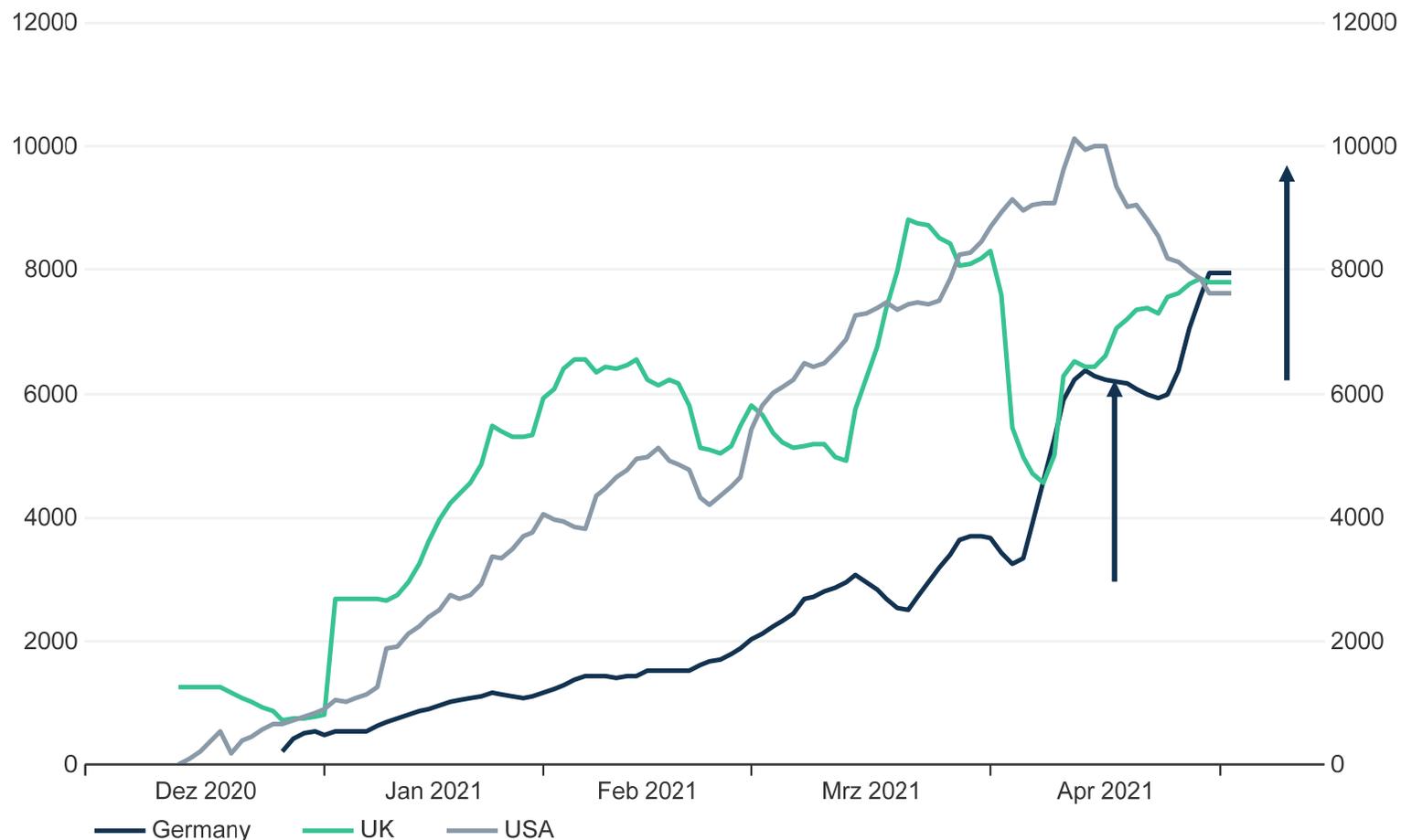
Sieben-Tage-Inzidenz (Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner)



- Nachdem in den **USA** noch bis Mitte April ein leicht steigender Trend bei den Neuinfektionen zu beobachten war, trägt die hohe Impfquote langsam Früchte.
- **Großbritannien** hat mittels recht scharfer Maßnahmen im März die Infektionszahlen stabil gehalten und zuletzt, unterstützt durch das Impfen und den Frühling, nochmals deutlich gedrückt. Nach vorn blickend sollte es dem Land dadurch vergleichsweise leicht fallen, die Infektionszahlen niedrig zu halten – auch bei sukzessiver Rücknahme der Eindämmungsmaßnahmen.
- In **Israel** zeigt sich bislang trotz weitgehender Lockerungen kein neuerlicher Anstieg der Infektionszahlen.

Impfgeschwindigkeit nimmt zu, und zwar deutlich

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



- Die Impfgeschwindigkeit hat sich in Deutschland in den vergangenen Wochen massiv beschleunigt.
- Aktuell werden pro Tag pro 1 Mio. Einwohner gleich viele Impfungen wie in den USA und in UK verabreicht. Eine weitere Steigerung des Impftempos ist zu erwarten.
- Im Mai und Juni wird im Durchschnitt so viel Impfstoff geliefert, dass davon rund 10.000 Impfungen täglich pro eine Million Einwohner verabreicht werden können. Damit läge Deutschland dann beim aktuellen Impftempo vor den USA und UK.
- Eine Aufhebung der Impfpriorisierung erscheint bald möglich. Bayern denkt über eine Aufhebung der Priorisierung ab Mitte Mai nach.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Europa: Viele Staaten nehmen Lockerungen vor, Deutschland im Warte-Modus, Türkei mit hartem Lockdown

Frankreich: Nach verschärftem Lockdown nun Aufhebung der 10km-Regel; Präsenzunterricht in vielen Schulen; ab 19. Mai Öffnung von Außengastronomie, Geschäften und kulturellen Einrichtungen; Ausgangssperre beginnt dann ab 21 Uhr anstatt 19 Uhr.

Italien: Außengastronomie, Kinos und Theater wieder geöffnet, abhängig von lokaler Infektionslage; ab 1. Juni öffnen Sportstudios; Sportveranstaltungen sind mit bis zu 1.000 Zuschauern erlaubt.

Niederlande: Nächtliche Ausgangssperre wird beendet; Außengastronomie darf öffnen.

Österreich: In allen Bundesländern sind sämtliche Geschäfte wieder geöffnet; begleitet von einem Testkonzept dürfen ab 19. Mai Gaststätten, Hotels, Sport und Kultur öffnen.

Schweiz: Ab 26. Mai Ende der Homeoffice-Pflicht und Öffnung der Innengastronomie geplant.

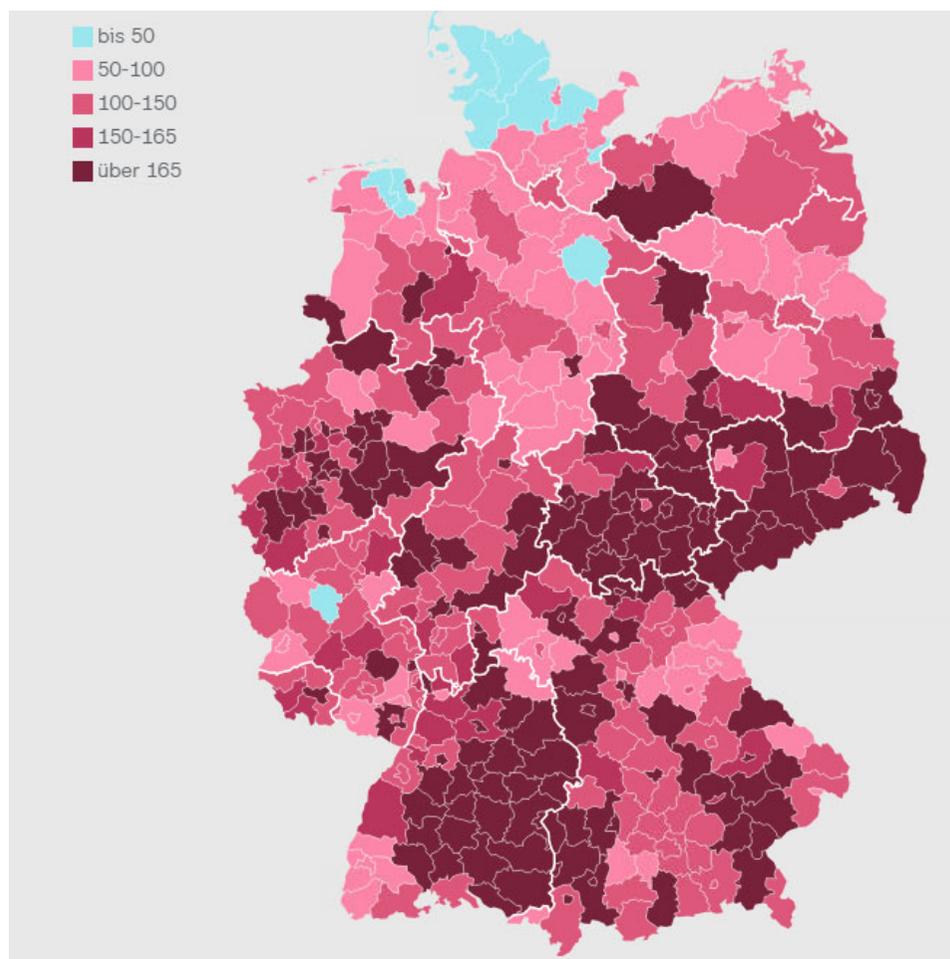
Slowakei: Außengastronomie und viele Geschäfte wieder geöffnet; Ausgangssperre erst ab 21 Uhr.

Türkei: Bis zum 17. Mai gilt ganztägig eine Ausgangssperre (außer für Touristen); auch müssen viele Betriebe schließen.

Bayern: Ab nächster Wochen dürfen Außengastronomie, Kinos und Theater in Landkreisen mit Inzidenzwerten von <100 öffnen.

In Deutschland gilt weiterhin die Corona-Notbremse. Wann beginnt Deutschland mit nachhaltigen Öffnungsschritten?

Lockerungen von Restriktionen hängen vor allem von der Inzidenz jedes einzelnen Landkreises ab. Generelle Kursänderungen erst gegen Ende Mai.



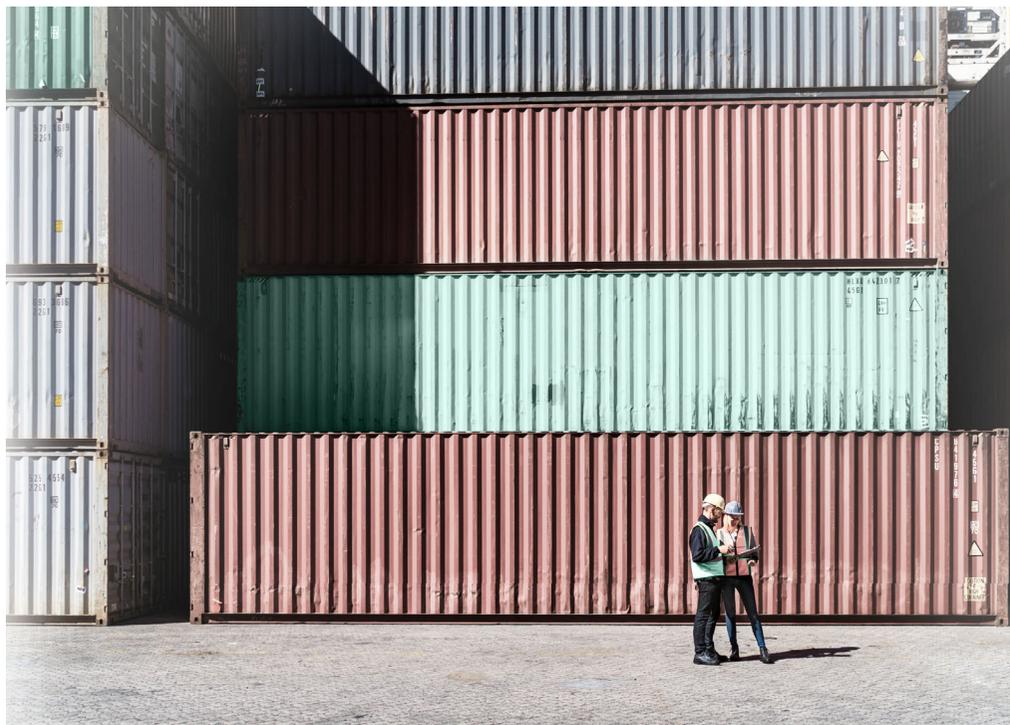
Quelle: Risklayer/CEDIM (KIT) Kartenmaterial: © GeoBasis-DE / BKG 2017, LBBW Research

bei 7-Tage-Inzidenz über 100 gilt	
Private Kontakte	Ein Haushalt trifft maximal eine weitere Person
Ausgangsbeschränkung	von 22 bis 5 Uhr, Sport alleine bis 24 Uhr erlaubt
Schulen	2x pro Woche Testen bei Wechselunterricht. Bei Inzidenz über 165* Unterricht zu Hause
Einzelhandel des erweiterten täglichen Bedarfs (z. B. Supermärkte)	Begrenzte Kundenzahl je nach Größe des Geschäfts, mit Maske
Übriger Einzelhandel	Bei Inzidenz bis 150* Terminshopping mit Test und Maske. Darüber: geschlossen
Sport	Im Freien: Individualsport mit max. 2 Personen oder eigenem Haushalt, kontaktloser Gruppensport für 5 Kinder bis 14 Jahre
Kultur und Freizeit	ohne Präsenz/geschlossen
Körpernahe Dienstleistungen	Medizinische und ähnliche Dienstleistungen sowie Friseure und Fußpflege erlaubt mit FFP2-Maske (Friseure/Fußpflege zusätzlich mit Test)
Gastronomie	geschlossen, Abholung und Lieferdienst möglich

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Makro



- USA: Wirtschaft kommt mit Volldampf aus der Krise; Überhitzung der Wirtschaft droht Inflation zu entfachen
- Deutschlands BIP belastet in Q1 den gesamten Euroraum; Inflationsrate steigt bis Ende 2021 über 3%
- EWU: Rekordanstieg des Economic Sentiment; Preisdruck auf Erzeugerebene nimmt zu
- China: PMIs wieder erholt; BIP-Zuwachs verliert an Momentum; Importe aus Deutschland steigen weiter kräftig

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

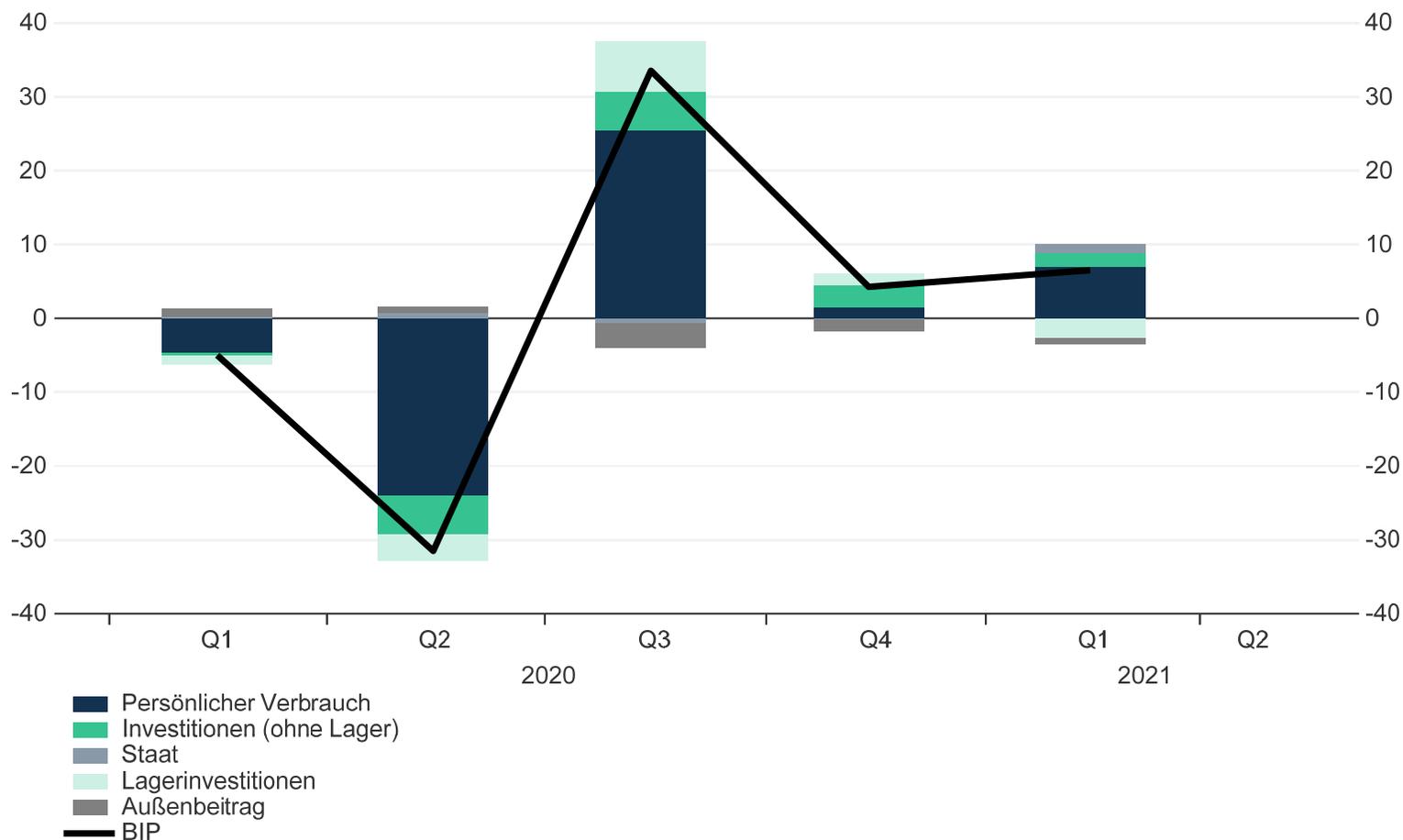
Dr. Jens-Oliver Niklasch
Tel: + 49 711 127-7 63 71
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

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

USA: Wirtschaft kommt mit Volldampf aus der Krise

Bruttoinlandsprodukt

Quartalswerte, Jahresrate, in % bzw. Wachstumsbeitrag in %-Punkten



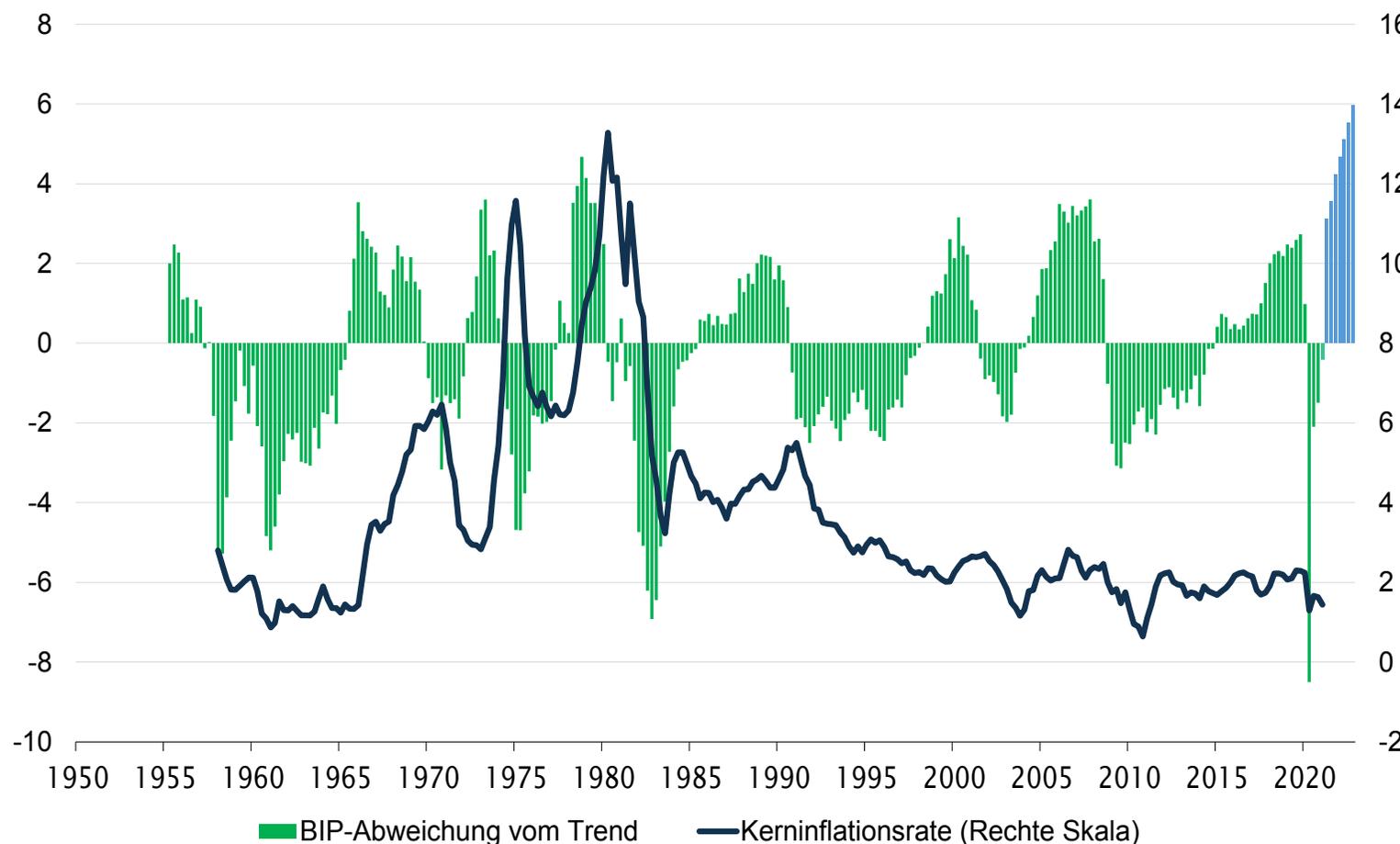
- Die US-Wirtschaftsleistung schnellte im 1. Quartal 2021 mit einer Jahresrate von 6,4 % empor.
- Der persönliche Verbrauch ging im ersten Quartal mit einer Jahresrate von 10,7 % „durch die Decke“. Auch die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen mit einer zweistelligen Jahresrate.
- Ohne den Lagerabbau der Unternehmen wäre die US-Wirtschaftsleistung im ersten Quartal noch wesentlich höher ausgefallen.
- Die private Inlandsnachfrage ohne Lager, eine Art Kern-BIP, stieg im ersten Quartal 2021 mit einer Jahresrate von sage und schreibe 14,4 % an!

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Überhitzung der US-Wirtschaft droht dort Inflation zu entfachen

Produktionslücke und Kerninflationsrate

Quartalswerte



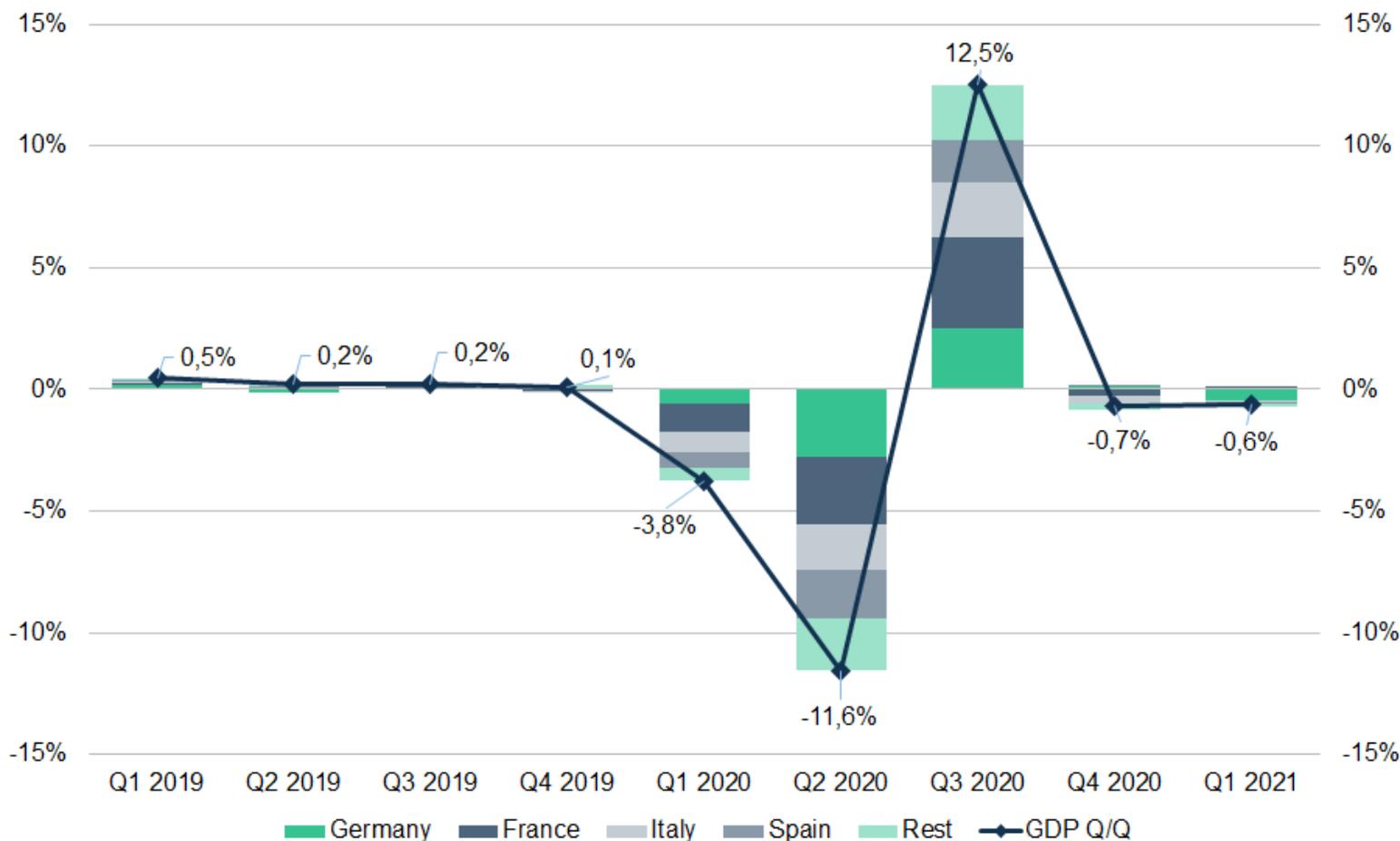
- Unter der Annahme, dass die US-Wirtschaft im laufenden Jahr mit einer Rate von 7,5 % und im nächsten Jahr mit einer Rate von 4,5 % zulegen wird, steigt die Produktionslücke nach unserer Berechnung auf rund 6 % gegen Ende 2022 an und damit auf das höchste Niveau seit Beginn unserer Berechnungen.
- In der Vergangenheit gingen mit einer positiven Produktionslücke in der Regel steigende Kerninflationen einher.
- Bei alledem ist einzuräumen, dass der Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Kerninflation in der jüngeren Vergangenheit schwächer geworden ist.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschlands BIP belastet in Q1 den gesamten Euroraum

EWU: BIP und Beiträge der Staaten

(% Q/Q und Beiträge in Prozentpunkten, vierteljährlich)

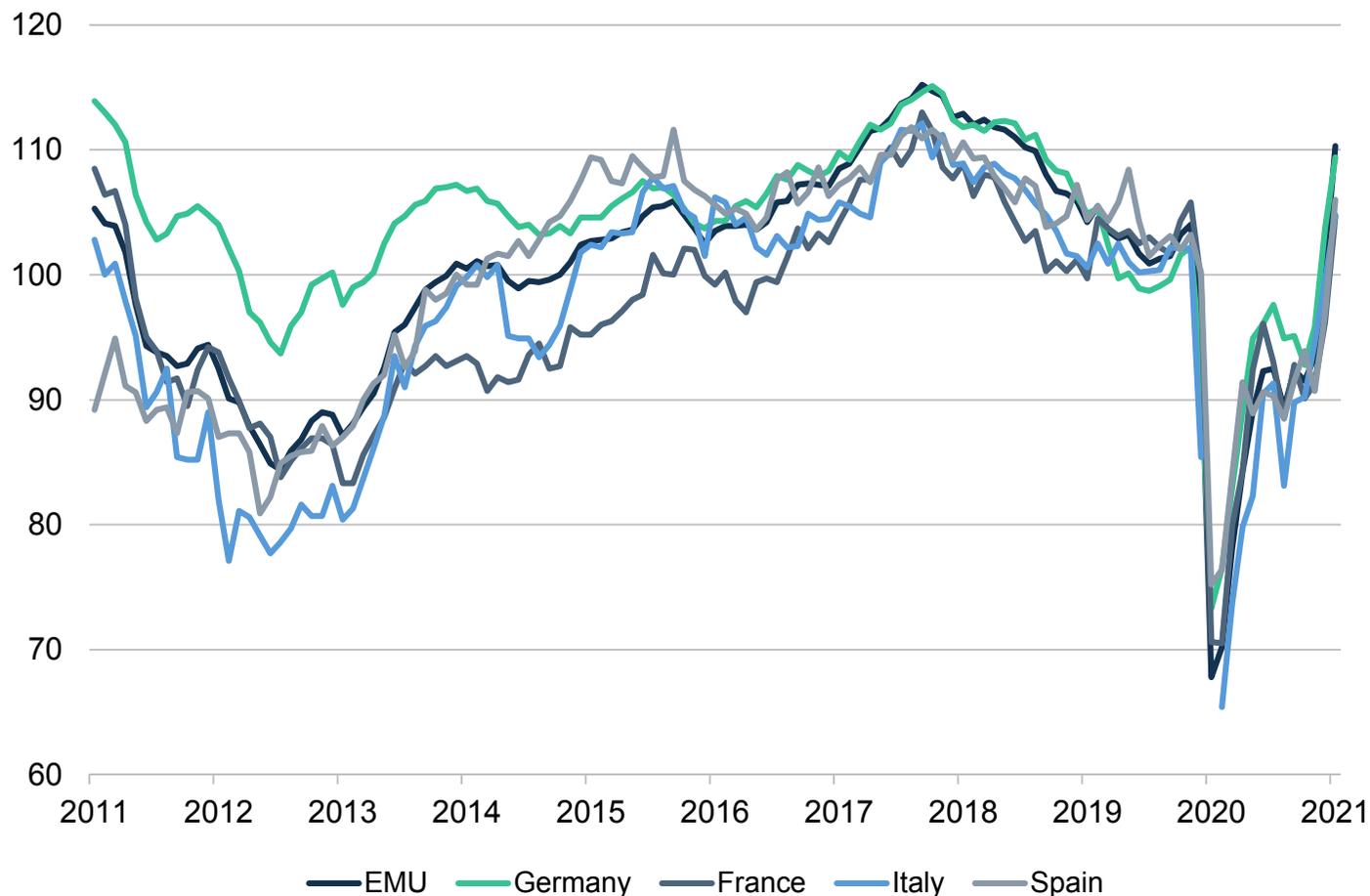


- Etwas besser als gedacht waren die Wachstumszahlen für Q1. Die Wirtschaftsleistung im Euroraum sank um 0,6%.
- Lediglich für Deutschland wurden die Analystenerwartungen unterboten. Hier waren es die Folgen von Lockdown und Erhöhung der Mehrwertsteuer, die für den Rückschlag sorgten. Das deutsche BIP sank in Q1 um 1,7% Q/Q, womit Deutschland das Schlusslicht bildete. Zugleich steuerte es 0,5 Prozentpunkte von 0,6 der Schrumpfung bei, d.h. fast den Gesamtanteil.
- In Italien und Spanien war das BIP-Minus mit 0,4% Q/Q bzw. 0,5% Q/Q geringer, in Frankreich wurde ein Plus von 0,4% Q/Q erzielt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU: Rekordanstieg des Economic Sentiment

EWU und Staaten: Economic Sentiment (Economic Sentiment Index, Monatswerte)

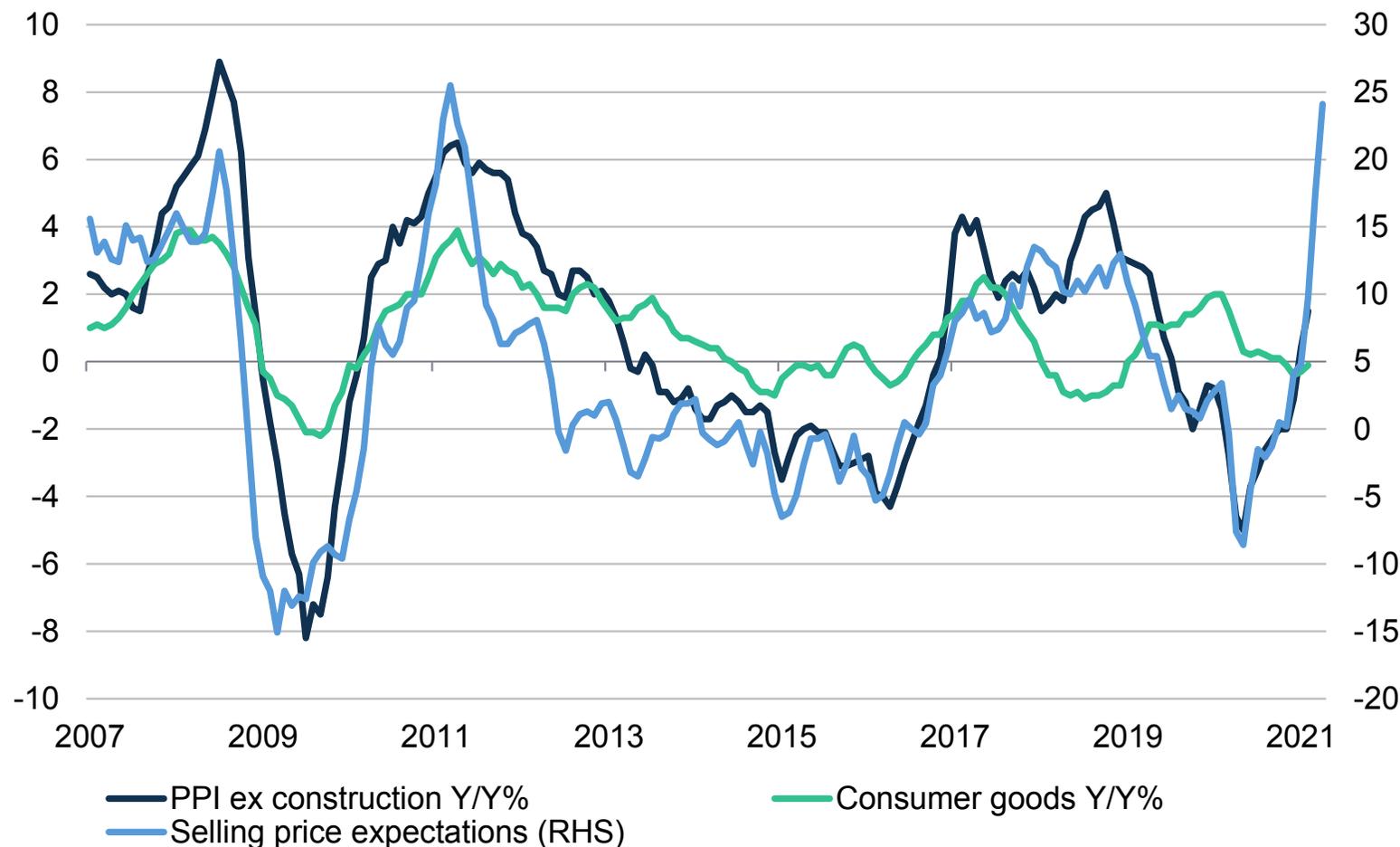


- Einen Rekordanstieg des Economic Sentiment gab es im April zu vermelden. Der Index für die Konjunktur im Euroraum zog von 100,9 auf 110,3 an. Das war ein Anstieg um 9,4 Indexpunkte – soviel wie noch nie in der immerhin bis 1985 zurückreichenden Geschichte dieses Indikators.
- Der Anstieg zog sich quer durch alle Branchen, war aber in der Industrie, bei den Dienstleistern und im Einzelhandel am größten.
- Das ist ein gutes Zeichen für die Konjunktur im zweiten Halbjahr. Dennoch steht die Erholung weiter unter dem Vorbehalt einer erfolgreichen Eindämmung der Pandemie.

EWU: Preisdruck auf Erzeugerebene nimmt zu

EWU: Erzeugerpreise und Verkaufserwartungen

(Veränderung zum Vorjahresmonat und Index der erwarteten Verkaufspreise)



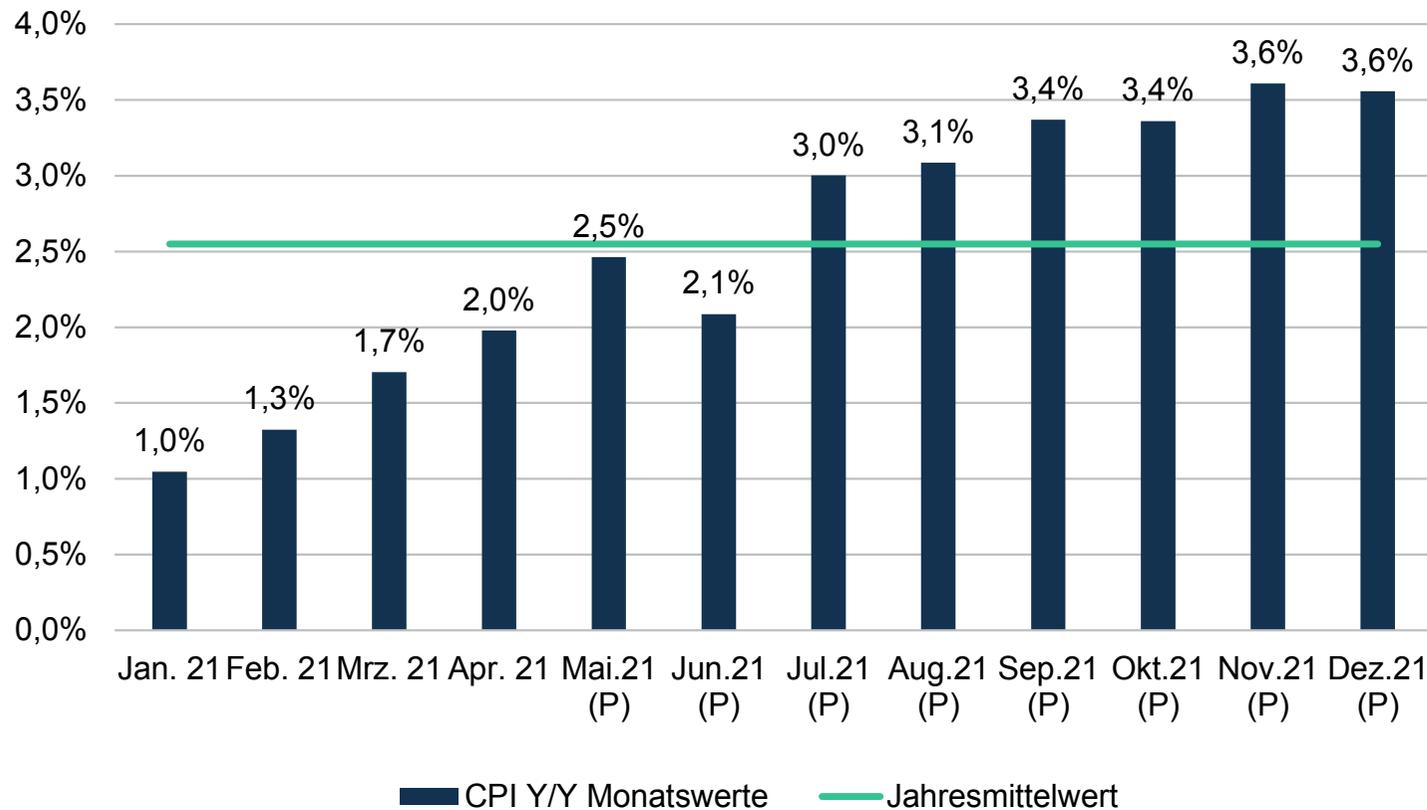
- Der Preisdruck auf der Ebene der Erzeuger nimmt weiter zu. Die Erzeugerpreise für den Euroraum sind im Februar um 1,5% zum Vorjahresmonat gestiegen.
- Weitere Preisanstiege sind zu erwarten. Zum einen zeigen dies bereits vorliegende Daten aus einzelnen Staaten (Deutschland im März +3,7% Y/Y nach 2,0% im Februar). Überdies ist der Saldo der Verkaufserwartungen in den vergangenen Monaten so stark gestiegen wie zuletzt nach dem Ende der Finanzkrise. Netto rund ein Viertel aller befragten Unternehmen erwartet steigende Verkaufspreise.
- Noch ist die Überwälzung auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter gering.

Quelle: Refintiv, LBBW Research

Deutschland: Inflationsrate steigt bis Ende 2021 auf mehr als 3%

Deutschland: Projektion für die Inflation

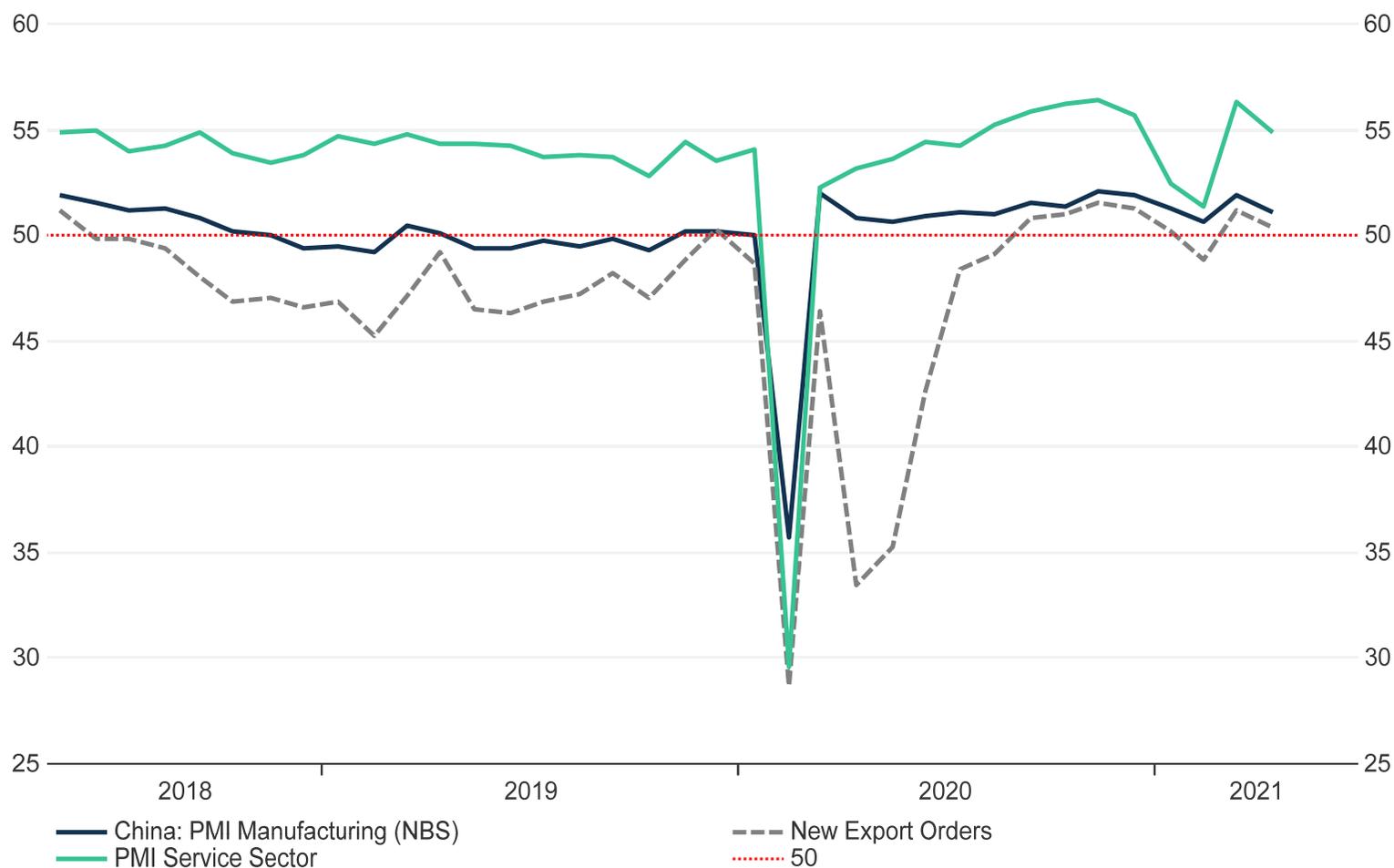
(Nat. CPI-Veränderung zum Vorjahresmonat, Monatswerte)



- Der erneute Anstieg der Inflationsrate macht eine Anhebung unserer Inflationsprognose für Deutschland notwendig. Wir erwarten einen Preisauftrieb für das Gesamtjahr 2021 i.H.v. 2,5%. Im zweiten Halbjahr wird voraussichtlich die Hürde von 3% Inflation genommen werden.
- Für die EWU dürfte der Anstieg weniger ausgeprägt sein. Wir heben unsere Prognose für den Euroraum von 1,7% auf 1,8% an.
- Für 2022 gehen wir weiterhin von einer deutlich fallenden Inflationsrate für Deutschland aus: 1,7%. Im Euroraum dürfte die Inflation bei 1,5% liegen, da hier analog zum Anstieg des laufenden Jahres der Effekt aus der Steuererhöhung fehlt.

China: PMIs zwar zuletzt erholt, ...

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



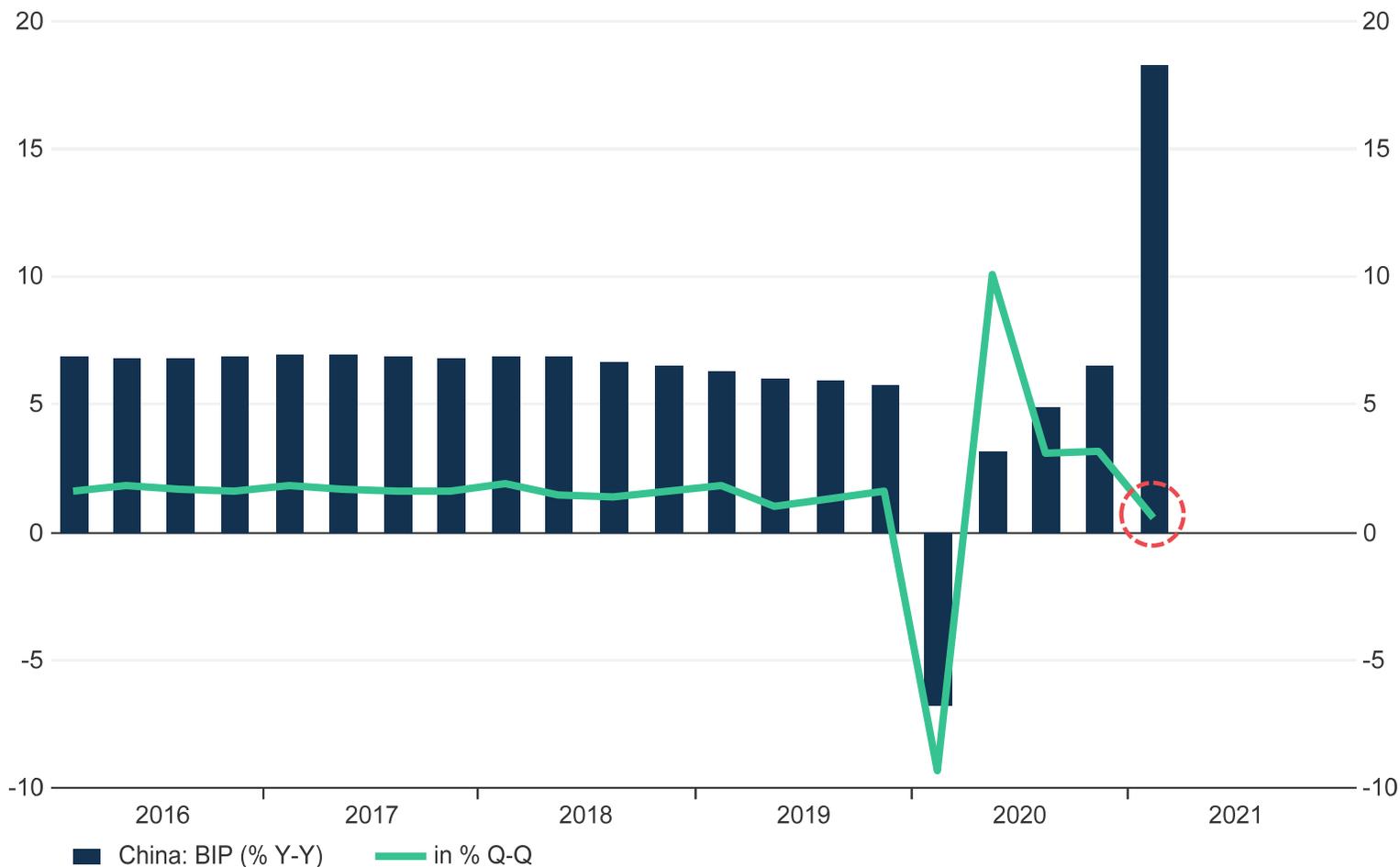
- Im Zuge der weltweit voranschreitenden Impfungen und mit dem Ausblick auf eine sich deutlich verbessernde US-Konjunktur haben sich auch die chinesischen PMIs wieder gefangen.
- Insbesondere der binnenorientierte PMI für den Dienstleistungssektor liegt wieder deutlich über der Marke von 50 Zählern.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

... aber die Wirtschaftsleistung verliert an Momentum

BIP-Wachstum in China

in % Y-Y und in % Q-Q

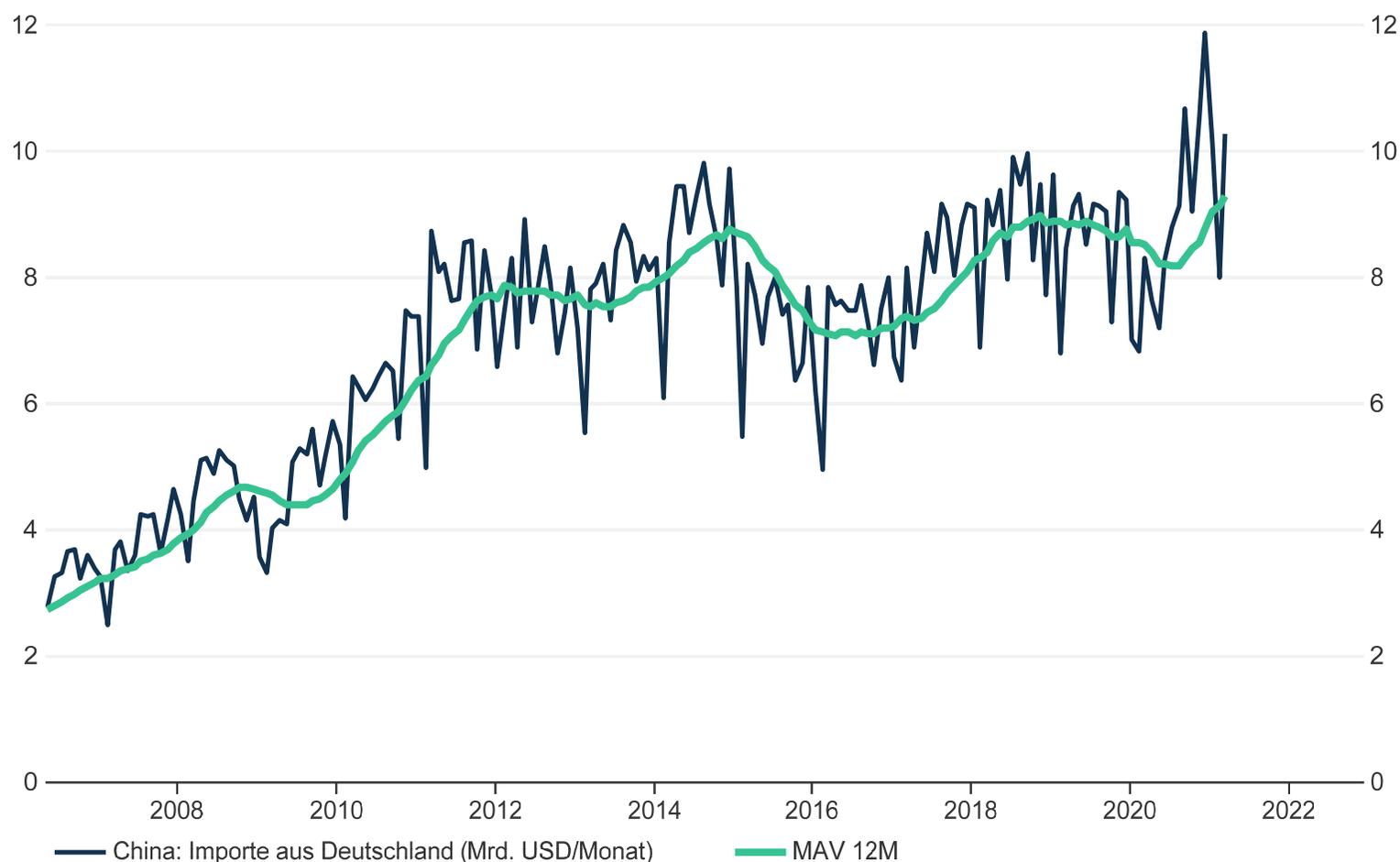


- Im ersten Quartal 2021 legte das BIP Chinas auf Jahresbasis um fulminante 18,3 % zu.
- Dies ist größtenteils das Ergebnis eines Basiseffektes. Durch den Einbruch im ersten Quartal 2020 und die darauf folgende kontinuierliche Erholung der Wirtschaftsleistung erscheint die jährliche BIP-Wachstumsrate im ersten Quartal 2021 nun wie der bekannte „lummerländische Scheinriese“.
- Bei Näherem betrachtet hat das Wachstum eher an Dynamik eingebüßt. Auf Quartalsbasis belief sich dieses nur noch auf 0,6 %.
- Die Wachstumsdynamik in China ist also eher wieder auf „Normalmaß“ gekommen – was auch nicht wenig ist.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

China: Importe aus Deutschland steigen weiter kräftig

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



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

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Zinsen

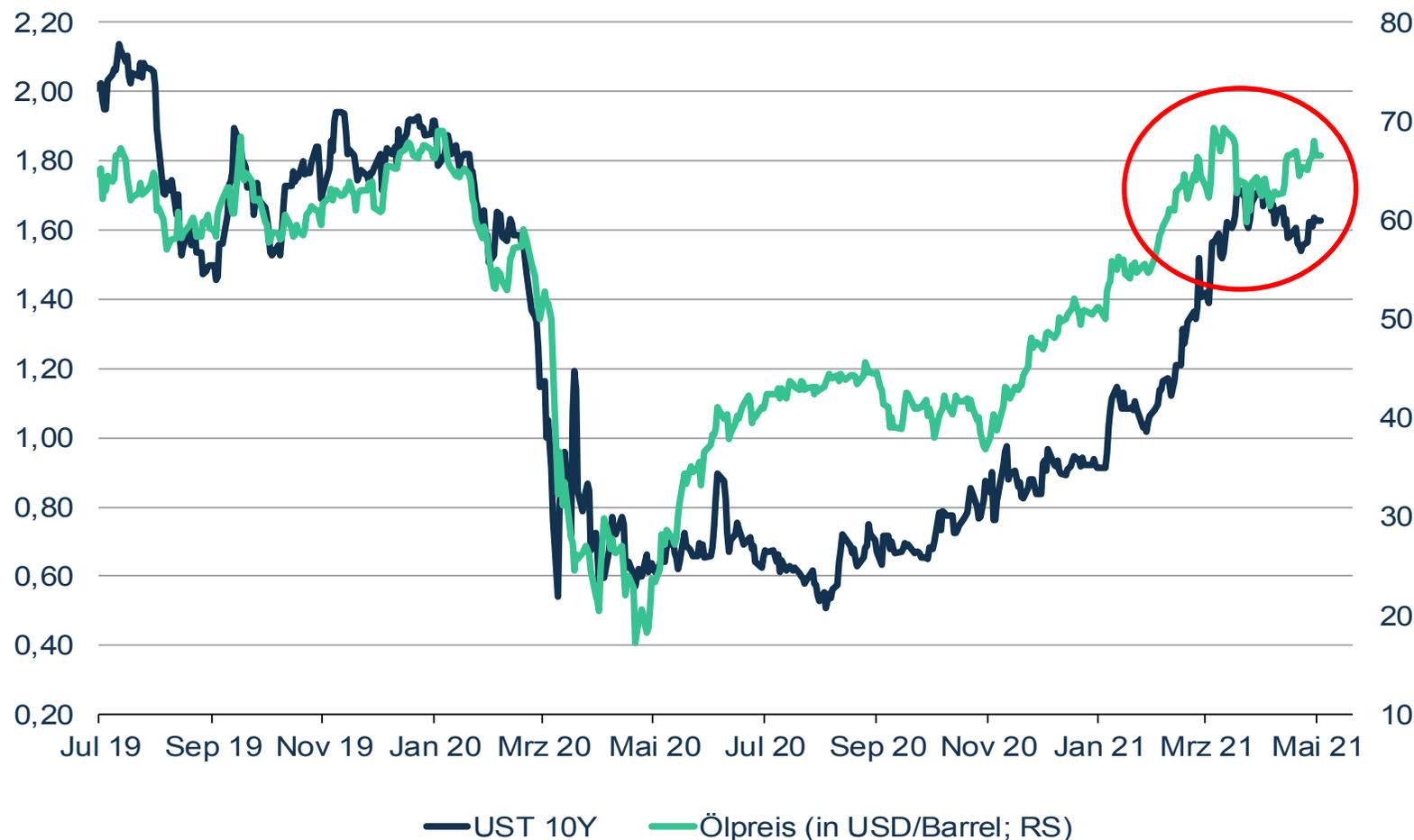


Elmar Völker
 Tel: + 49 711 127-7 63 69
 Elmar.voelker@LBBW.de

- Am US-Staatsanleihemarkt ist der steile Renditeaufwärtstrend des ersten Quartals vorerst einer Konsolidierung gewichen. Das Thema Reflationierung ist dabei nicht vom Tisch, wie der anhaltende Rohstoff-Boom zeigt.
- Ein Rückkehr von Carry-Tradern könnte den USD-Rentenmarkt zwar kurzfristig stützen, mittelfristig ist es indes nur eine Frage der Zeit, bis das Thema eines Taperings der Anleihekäufe der Fed verstärkt aufkommt.
- Im Euroraum hat die 10-jährige Bundrendite ein neues Jahreshoch markiert, während der Euro zugelegt hat – die Marktteilnehmer fordern damit die Selbstverpflichtung der EZB heraus, den Renditeanstieg begrenzen zu wollen.
- Nach Maßgabe historischer Vergleichsphasen mit steigenden Renditen seit der Finanzkrise könnte die Bundrendite demnächst durchaus die Nullmarke überspringen. Wir würden dies jedoch einstweilen als temporäres Phänomen betrachten.
- Am Euro-Geldmarkt veröffentlicht die EZB seit Mitte April „Compounded-€STR-Sätze“. Diese bilden einen Baustein für Euribor-Fallback-Sätze für den Fall, dass der Referenzsatz eines Tages (wie der Libor) verschwinden sollte.

USD-Rentenmarkt: 10Y US-Treasuryrendite konsolidiert vorerst – wie groß ist die Zugkraft der Reflationierung?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Rohölpreis

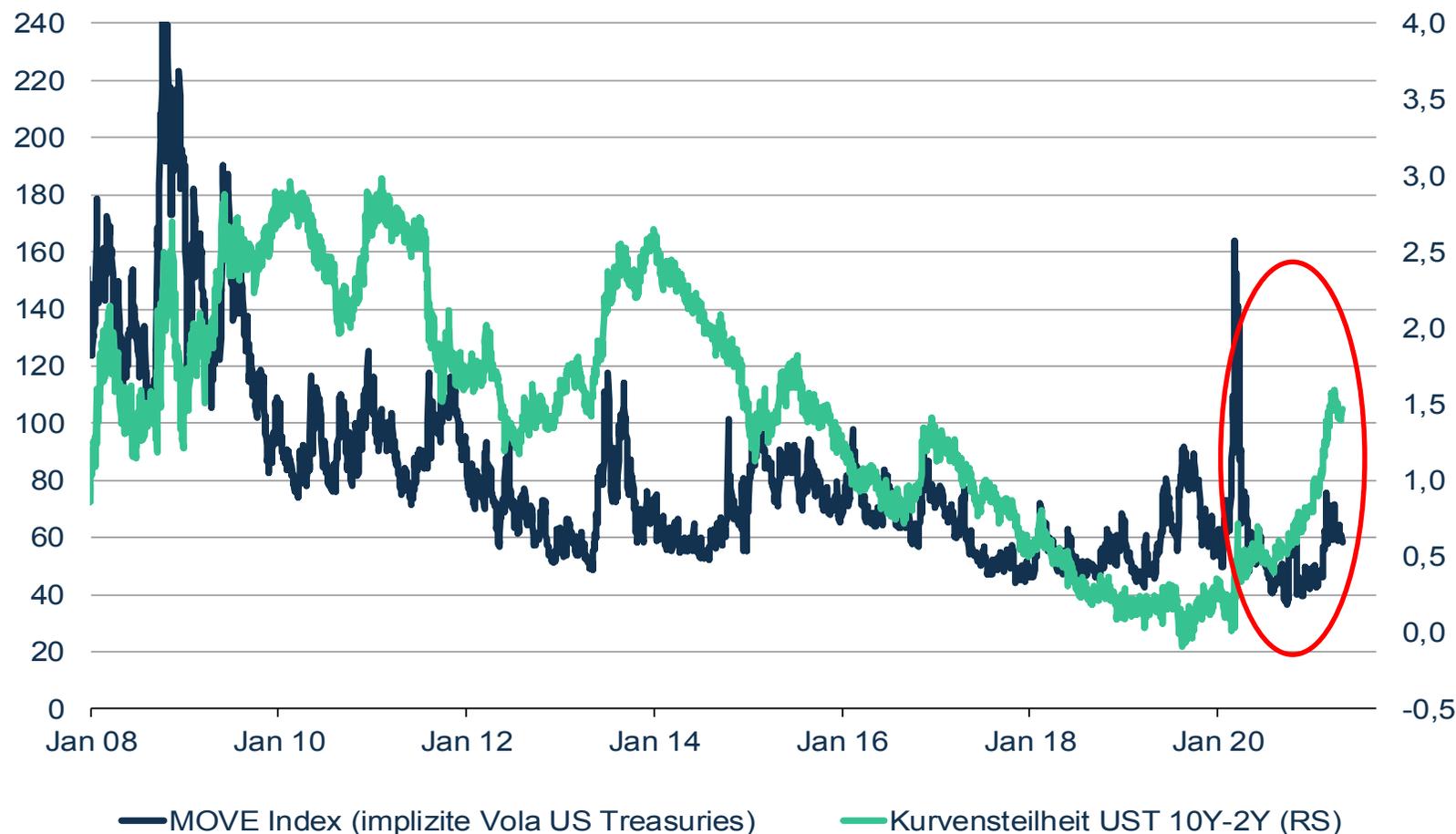


- Der dynamische Aufwärtstrend der US-Staatsanleiherenditen, welcher das erste Quartal geprägt hatte, hat sich im April nicht fortgesetzt.
- **Aktuell zeichnet sich vielmehr eine vorläufige Beruhigung ab:** Bezüglich des überwölbenden Themas „Reflationierung“ gab es zuletzt trotz überwiegend positiver Konjunkturüberraschungen (z.B. Arbeitsmarktbericht für März) wechselnde Signale.
- Beim Ölpreis stehen die Zeichen seit dem Jahreshoch (rund 70 USD Ende Februar) auf Konsolidierung.
- **Am Rohstoffmarkt insgesamt hält der Boom weiter an,** was die Reflationierungsspekulation wiederum erneut anheizen könnte.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Rückläufiger Trend der impliziten Vola lockt Carry-Trader zurück; ...

Implizite Vola der US-Treasuries und Kurvensteilheit

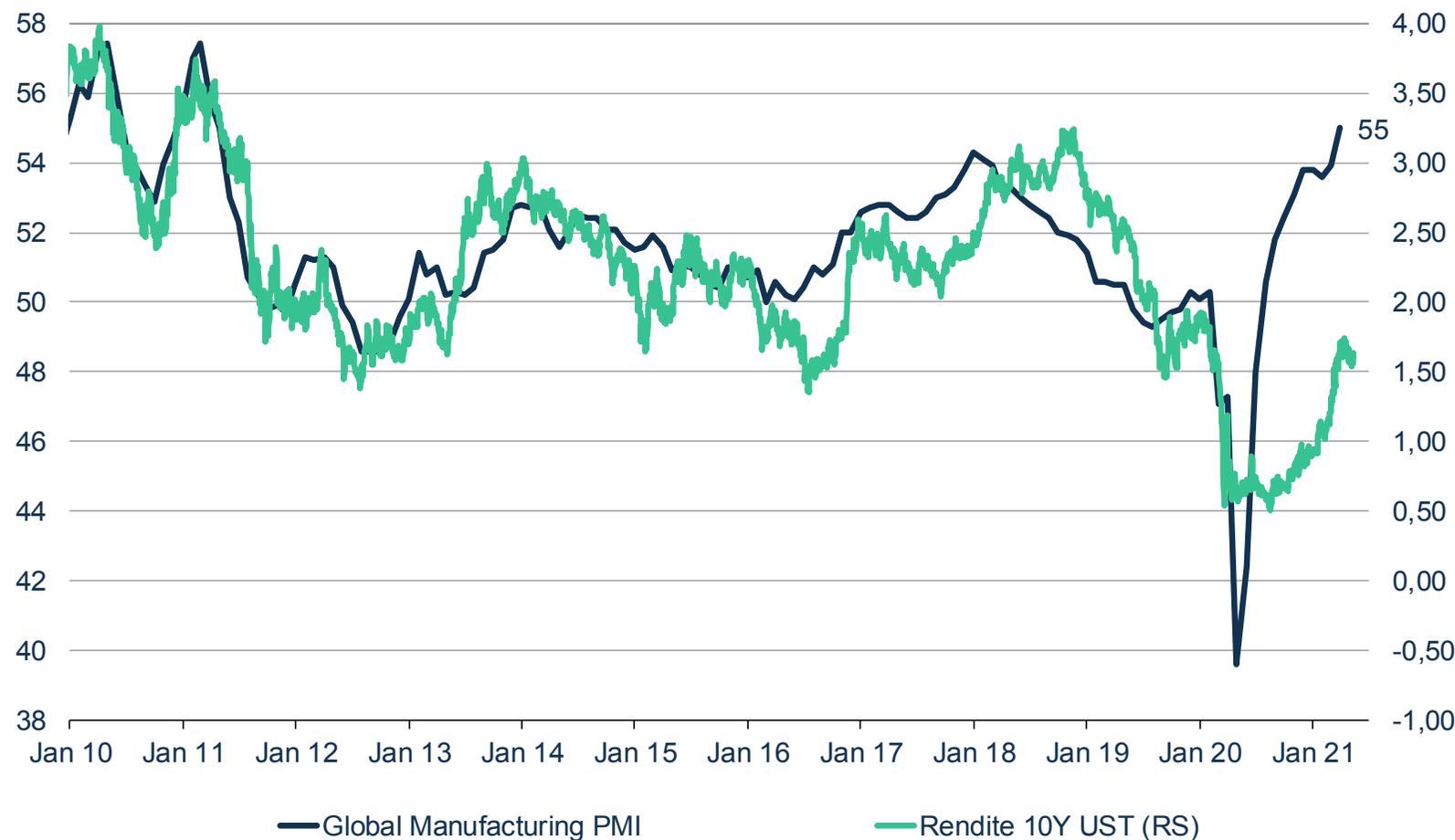


- Grundsätzlich gilt: Je länger die aktuelle Konsolidierung der Treasurykurse anhält, desto mehr hellen sich die Perspektiven auf, da sich die implizite Vola am Zinsmarkt auf moderaten Niveaus stabilisiert. Seit ihrem Hoch vom Februar ist die implizite Vola gemäß „MOVE“-Index um fast ein Viertel zurückgegangen.
- Dies wiederum lockt Carry Trader verstärkt an, welche angesichts einer deutlich steiler gewordenen USD-Zinskurve vor allem im mittleren Laufzeitbereich ein verbessertes Chance-Risiko-Verhältnis für Carry Trades vorfinden.
- **Dies gilt auch in der internationalen Betrachtung:** Es gibt erste Indizien für steigende Nachfrage japanischer Anleger.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

... dabei dürfte der globale Konjunkturoptimismus die Tapering-Spekulation früher oder später wieder befeuern

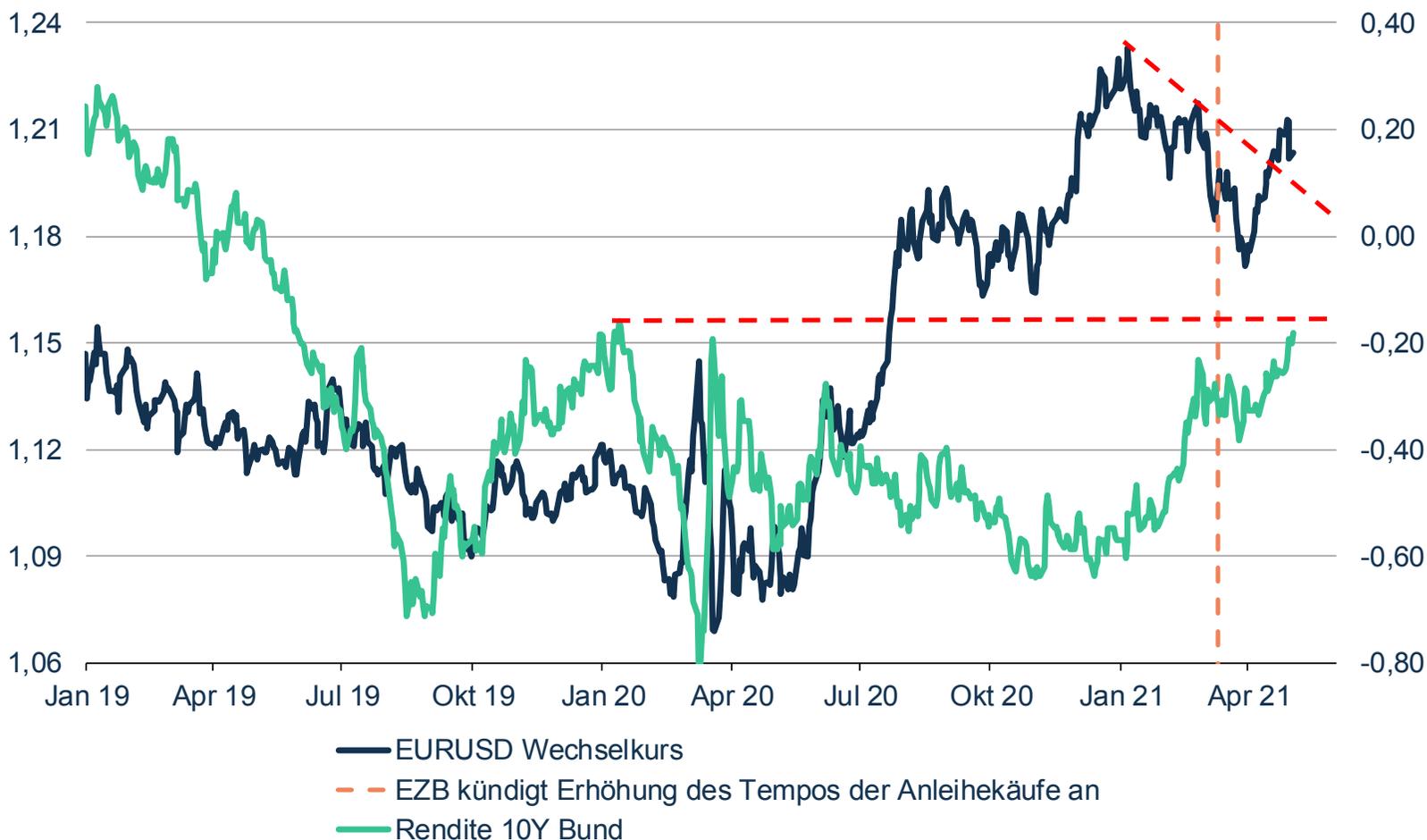
Rendite 10-jähriger US-Treasuries und globaler Manufacturing PMI



- **Kurzfristig** könnten die Kurse am Treasurymarkt durch die **weiterhin angespannte weltweite Corona-Lage** (globale Neuinfektionen auf neuem Rekord!) beflügelt werden.
- Die **Fed** hat zudem im Rahmen der jüngsten Zinssitzung **erneut kein Indiz für ein baldiges Tapering** geliefert.
- **Mittelfristig** spricht ein **wachsender globaler Konjunkturoptimismus**, gekoppelt mit der Aussicht auf eine **fortgesetzte Erholung am US-Arbeitsmarkt**, dafür, dass Tapering-Spekulationen mit Blick auf Anleihekäufe der Fed früher oder später wieder Fahrt aufnehmen. Das Fed-Symposium in Jackson Hole (Ende August) könnte sich für eine Vorankündigung anbieten.

Euro-Rentenmarkt: 10-jährige Bundrendite auf neuem Jahreshoch – Nullmarke als nächstes Ziel?

EURUSD-Wechselkurs und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

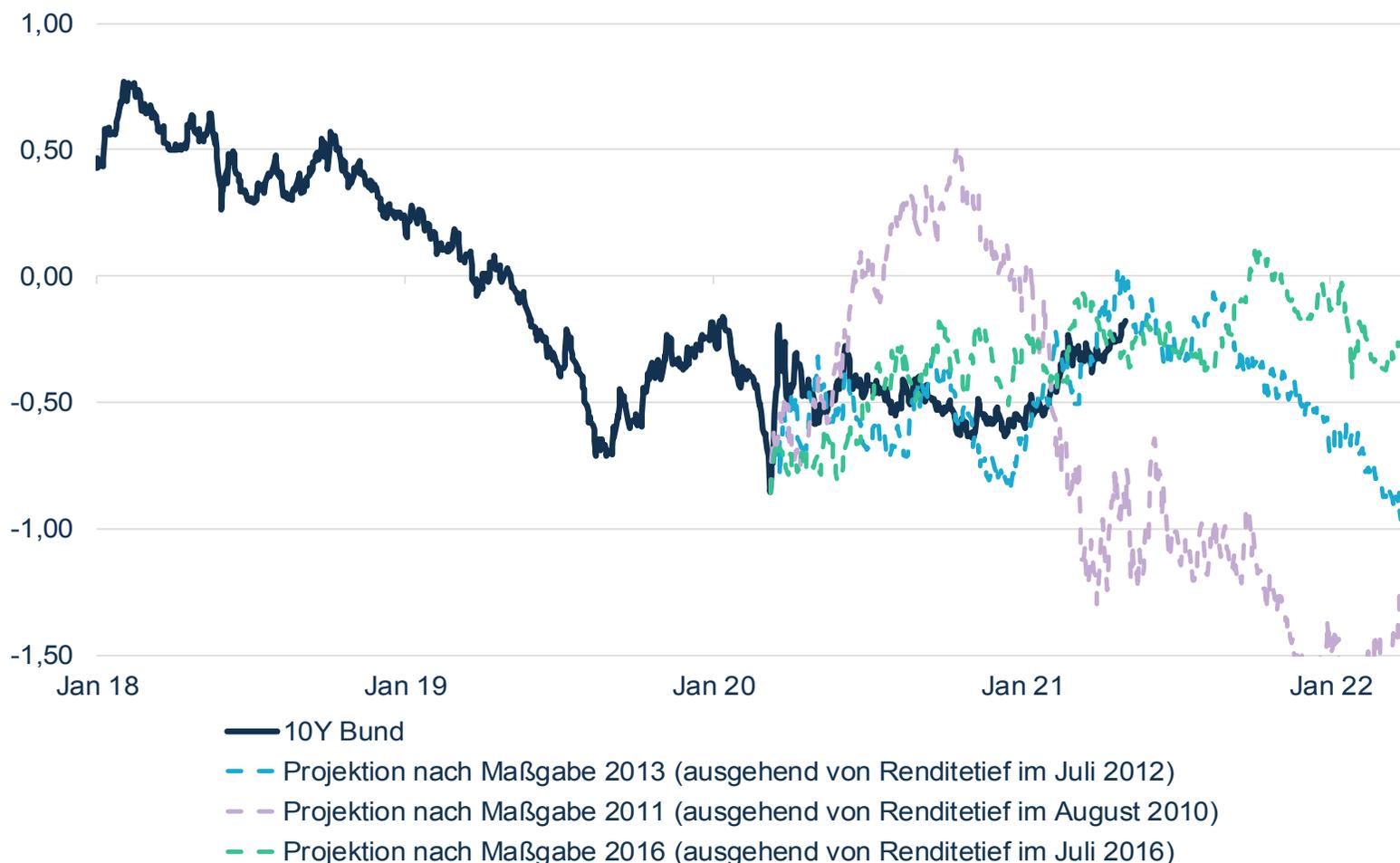


- Ungeachtet des moderaten Renditeabwärtstrend bei US-Staatsanleihen seit Ende März sind die Renditen langlaufender Bundesanleihen gestiegen.
- 10-jährige Bunds haben vergangene Woche ein neues Jahreshoch erreicht. Sie liegen nur noch knapp unter dem Vor-Corona-Zwischenhoch von -0,15 %.
- Gleichzeitig hat der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder auf über 1,20 zugelegt.
- Der Markt scheint sich damit gegen Signale der EZB zu stellen, die im April eine Beschleunigung ihrer Anleihekäufe bekräftigt hat.
- Einen Teil der Erklärung könnten u.E. **Gewinnmitnahmen bei Trades auf eine Spreadausweitung US-Treasury/Bund liefern.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Wie weit könnte der Renditeanstieg hierzulande auf Basis historischer Szenarien gehen?

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen mit Projektion auf Basis vergangener Bärenmarkt-Szenarien seit der Finanzkrise

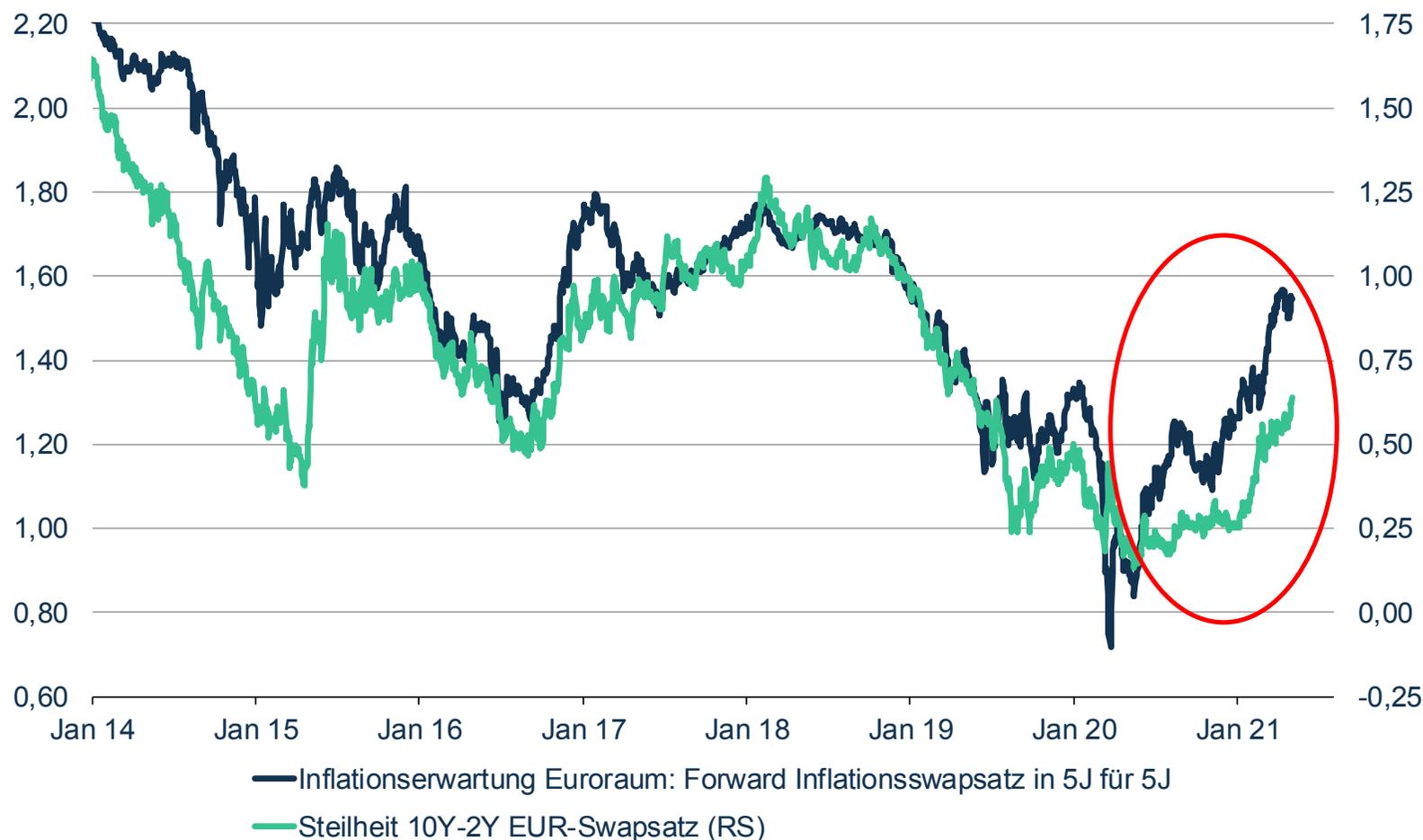


- Seit dem Renditetief vom März 2020 beläuft sich der Renditeanstieg bei 10-jährigen Bundesanleihen auf rund 65 Bp.
- Zum Vergleich: In drei zurückliegenden Baisse-Phasen seit der Finanzkrise (2011 = kurzzeitige Leitzinswende, 2013 = US Taper Tantrum, 2016 = beginnende Spekulation auf EZB-Exit aus ultra-lockerer Geldpolitik) betrug der kumulierte Renditeanstieg zwischen 90 und 130 Bp.
- Nach dieser Maßgabe erscheinen **Renditeniveaus knapp über der Nullmarke in den kommenden Monaten vorstellbar.**
- Im Mittel ergibt sich ein Zielwert zwischen 0,10 % und 0,20 %.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Inflationserwartungen signalisieren Luft für Versteilerung der Zinskurve

Langfristige Forward-Inflationserwartungen für den Euroraum und Steilheit der Euro-Swapkurve (10Y-2Y)

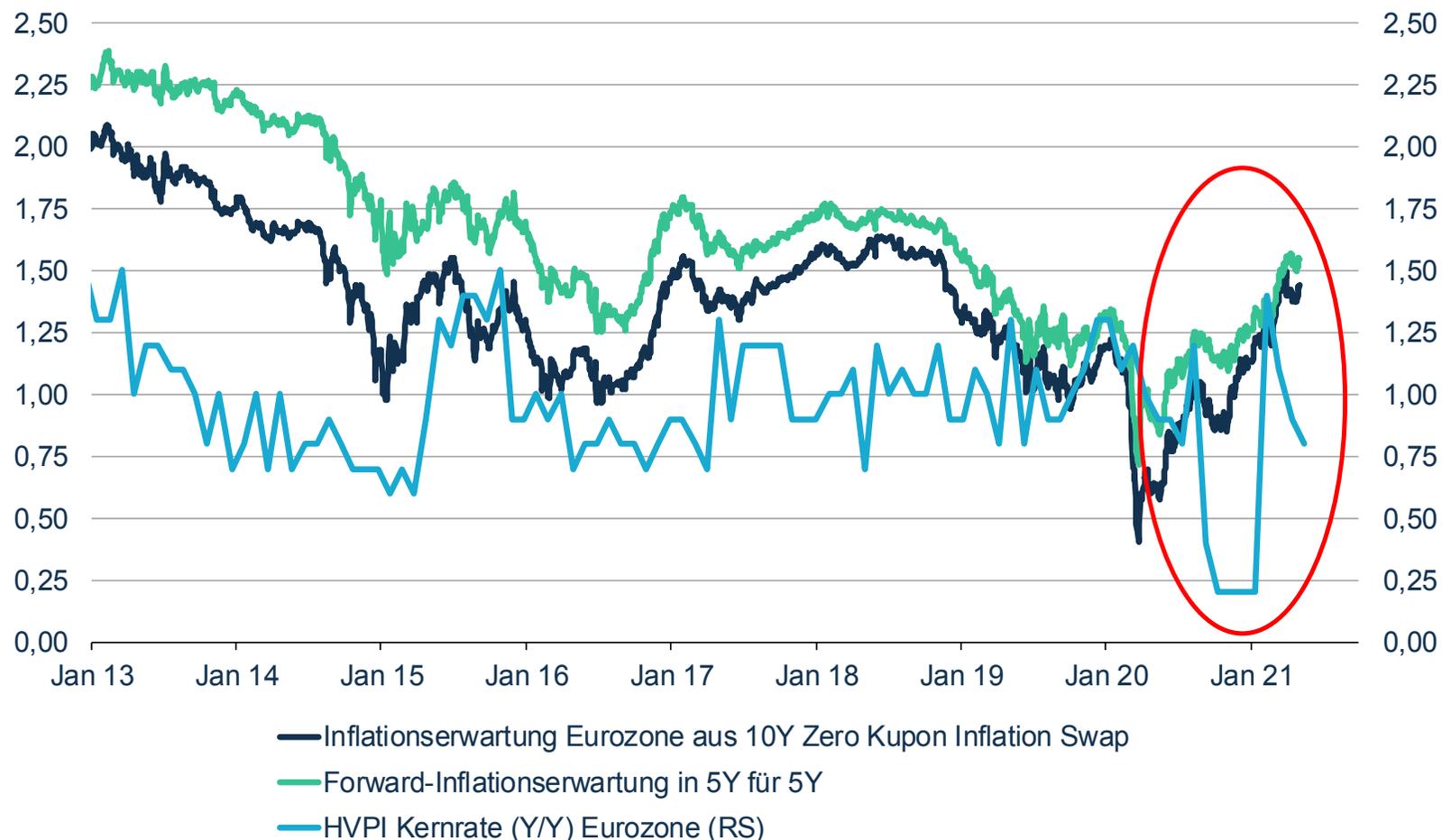


- Potenzial für zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen im Euroraum lässt sich aus einer Gegenüberstellung von langfristigen Inflationserwartungen und Zinskurvensteilheit ableiten.
- Seit dem mehrjährigen Tief aus dem Frühjahr 2020 ist die Steilheit der EUR-Zinskurve (gemessen am Spread 10Y-2Y EUR-Swap) zwar bereits deutlich gewachsen.
- Nach Maßgabe der langfristigen Forward-Inflationserwartungen, die in den vergangenen Jahren einen engen Gleichlauf mit der Steilheit aufwiesen, sollte der Spread 10Y-2Y Swap jedoch eher bei knapp 100 Bp liegen als auf dem aktuellen Niveau von 60-65 Bp.
- => Bestätigt ein Aufwärtspotenzial von knapp 40 Bp.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Zweifel an Nachhaltigkeit einer Reflationierung dürften Renditeanstieg eindämmen

Langfristige Inflationserwartungen für den Euroraum und EWU-Kerninflation (Y/Y)



- Ein **spürbarer und nachhaltiger** weiterer Anstieg der EUR-Langfristzinsen könnte u.E. einstweilen an Zweifeln bezüglich der Nachhaltigkeit einer Reflationierung im Euroraum scheitern.
- Zuletzt gab es bereits erste vorläufige Anzeichen einer Top-Bildung bei den langfristigen Inflationserwartungen.
- Die Aussicht auf eine Wiederabschwächung der Inflation im Jahr 2022 dürfte die EZB von Signalen in Richtung einer umfassenderen geldpolitischen Wende abhalten.
- => Unter diesen Bedingungen dürften 10-jährige Bundrenditen um/über null die Investoren-nachfrage **wegen eines weiterhin hohen Anlage-drucks** merklich beflügeln.

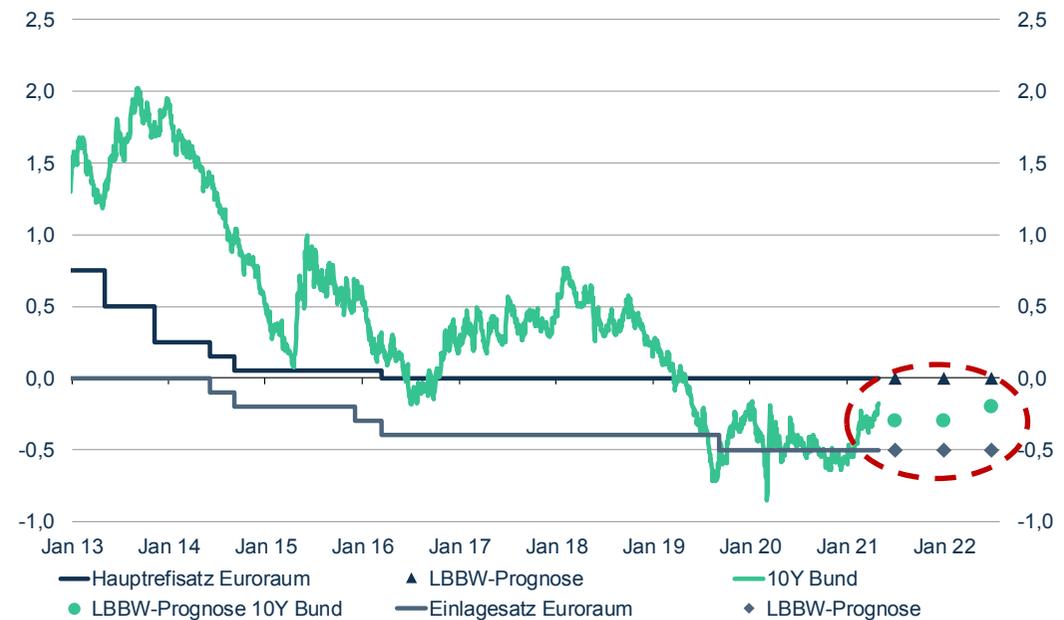
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fazit: Renditeaufwärtsbewegung ja, aber im historischen Vergleich vor allem im Euroraum zögerlich

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



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



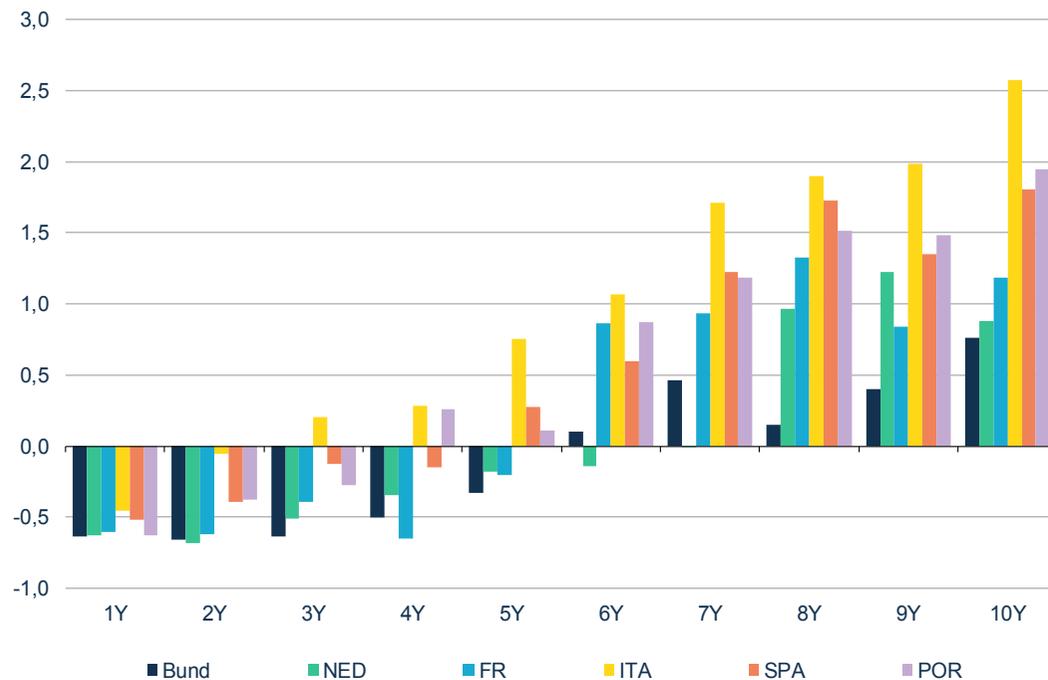
- **USA:** Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt im Jahr 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte zwar im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulationen sowie hohen Angebotsdrucks zunächst 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. Konjunkturelle Frühlingsgefühle sprechen zwar für eine Fortsetzung der Aufwärtstendenz, Niveaus über null erschienen uns aber b.a.w. nicht nachhaltig.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

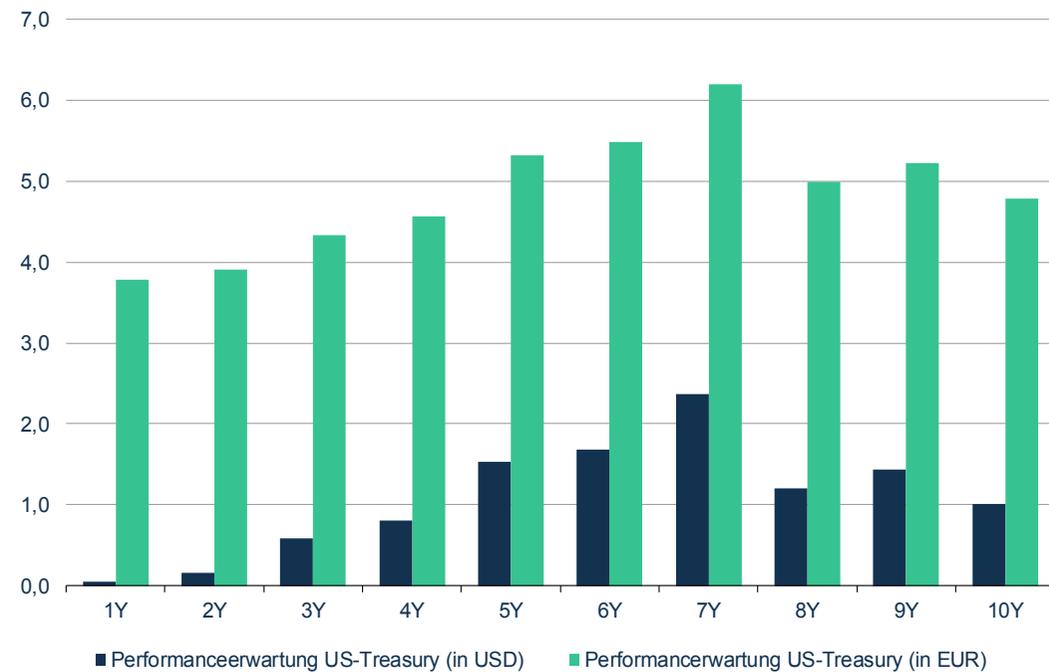
Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/US Treasuries auf 12M-Sicht: Weiterhin „Buying on dips“ im Euroraum?

Euro-Staatsanleihen

(Annahme: Spreads unverändert)



US-Treasuries

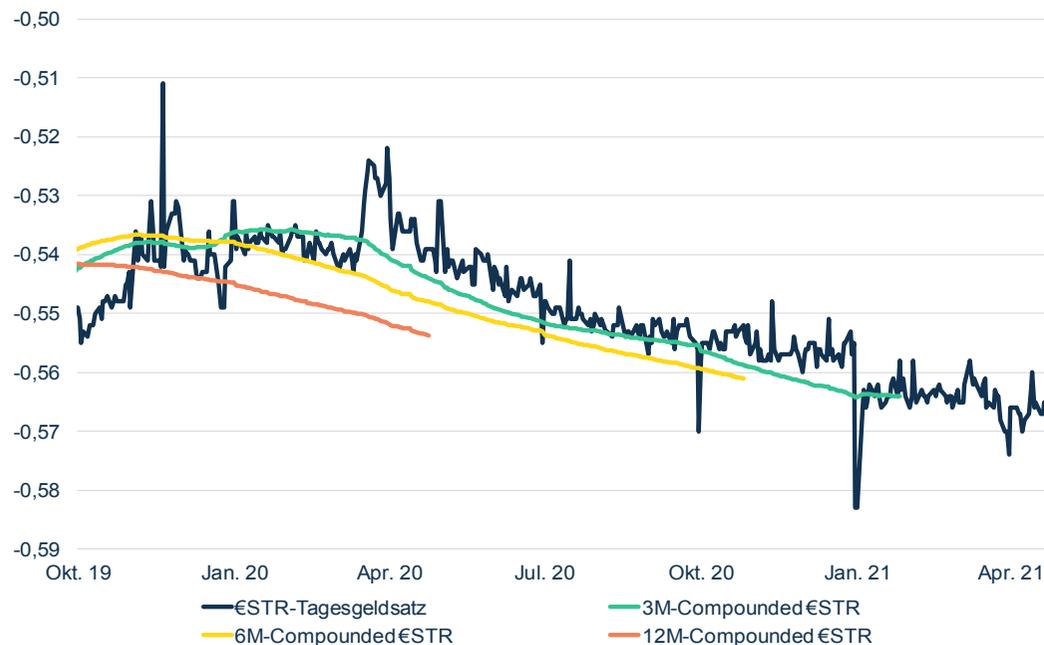


- EUR-Staatsanleihen: Die Bewertung kerneuropäischer Staatsanleihen bleibt hoch, wenngleich Langläufer immerhin die Chance auf Werterhalt bieten. Die Risikoprämie italienischer Staatsanleiherenditen bewegt sich seit der Regierungsübernahme Draghis nahe dem tiefsten Stand seit 10 Jahren. Ein beträchtlicher positiver Carry/Roll-Down spricht im Niedrigzinsumfeld gleichwohl weiterhin für Italien.
- US Treasuries: Der Dollar-Wechselkurs zeigt seit Jahresbeginn eine Bodenbildung, wir erwarten nun in der Tendenz eine festere US-Währung. Die Performanceaussichten in Euro werden hierdurch 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 zurückliegende Kurvenversteilerung stark verbessert haben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Geldmarktsätze: EZB veröffentlicht „Compounded €STR“ – Baustein für Euribor-Fallback-Sätze

€STR-Tagesgeldsatz und ausgewählte Compounded-€STR-Sätze



3M Euribor, 3M Compounded-€STR-Satz und Fallback-Satz für 3M Euribor



- Was sind die Compounded-€STR-Sätze? Die EZB berechnet eine Art geometrisches Mittel der €STR-Sätze über einen definierten Vergangenheitszeitraum (z.B. 3 Monate). Im Prinzip lässt sich dies mit den vorhandenen Tagesgeldsätzen für jedermann leicht nachrechnen, mit Lieferung durch die EZB sind diese jedoch nun einheitlich aus einer verlässlichen Quelle erhältlich (alternativ gibt es diese z.B. auch über Bloomberg).
- Wozu dienen sie? Die Compounded-€STR-Sätze bilden die Basis für sogenannte „Backward-Looking-Term-Rates“, die perspektivisch als Fallback-Sätze für den Euribor zum Einsatz kommen sollen. Es gilt dann: $\text{Fallback-Satz} = \text{Compounded-€STR-Satz} + \text{Fallback-Spread}$. Wobei der Fallback-Spread aus der historischen Differenz zwischen Compounded-€STR-Satz und Euribor (z.B. für 3M Euribor; siehe Grafik rechts) abgeleitet wird.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Reform der Geldmarktsätze: Für die Libor-Sätze wurde der Fallback-Mechanismus inzwischen getriggert

Geldmarkt-Referenzsätze in ausgewählten Jurisdiktionen

Jurisdiktion	Referenzsatz	Festgelegte Ablaufdaten	Weiterveröffentlichung synthetischer Libor-Sätze?	Basis für Ersatzzins (Fallback): Neuer Tagesgeldsatz	Veröffentlichung seit	Fallback für IBORs
USA	USD-Libor	Lz 1W + 2M: 31.12.2021 Lz 1D, 1M, 3M, 6M, 12M: 30.06.2023	Steht für Lz 1M, 3M und 6M in Aussicht für "gewisse Zeit" nach dem 30.06.2023	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	03. Apr 18	Für zahlreiche Finanzprodukte (z.B. Derivate mit IBOR-Bindung) wohl Orientierung an Vorgaben der ISDA: Fallback auf Basis der neuen Tagesgeldsätze (Compounded overnight rate + Fallback spread; z.B. für 3M USD-Libor: 3M-Compounded SOFR + 3M Fallback spread)
Schweiz	CHF-Libor	31.12.2021	Nein	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	07. Okt 17	
UK	GBP-Libor	31.12.2021	Steht für Lz 1M, 3M und 6M in Aussicht für "gewisse Zeit" nach dem 31.12.2021	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	23. Apr 18	
Japan	Yen-Libor	31.12.2021	Steht für Lz 1M, 3M und 6M in Aussicht bis 31.12.2022	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	28. Dez 16	
Euroraum	EUR-Libor*	31.12.2021	Nein	Euro short term rate (€STR)	02. Okt 19	

*Die Euribor-Sätze sind nicht betroffen, in seiner reformierten Fassung existiert der Euribor auf absehbare Zeit weiter

Quelle: Börsenzeitung, Financial Conduct Authority, Bloomberg, LBBW Research

- Für die Libor-Sätze hat die britische Finanzmarktaufsicht (FCA) inzwischen diejenigen Zeitpunkte festgelegt, ab welchen diese nicht mehr repräsentativ für den jeweiligen Markt sein werden.
- Mit dieser Festlegung ist der Fallback-Mechanismus in Kraft getreten, u.a. sind damit die Fallback-Spreads für die Zeit nach dem Ende der Libor-Veröffentlichung (siehe Tabelle) definitiv fixiert.
- Für die Zinsmärkte im USD, Pfund und Yen dürften synthetische Libor-Sätze den Übergang für gewisse Alt-Kontrakte (z.B. bestimmte Kredite mit Libor-Bindung) erleichtern. Aber: Keine Verwendung in neuen Kontrakten!
- Fallback-Sätze und Fallback-Spreads sind z.B. über Bloomberg abrufbar!

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Credits



- April-Performance war nur bei Risiko-Assets positiv
- Spreads am Jahres-Tief und auf Vorkrisen-Niveau
- EZB kauft weiterhin Corporate Bonds in nennenswerter Größenordnung
- EZB-Portfolio klettert auf 300 Mrd. Euro
- Anstieg der rekordniedrigen Insolvenzen zu erwarten
- Droht ein Nachholeffekt bei den Insolvenzen?
- Renditen & Finanzierungskosten auf Niedrig-Niveau
- HY und Hybride bieten Rendite-Polster für Investoren

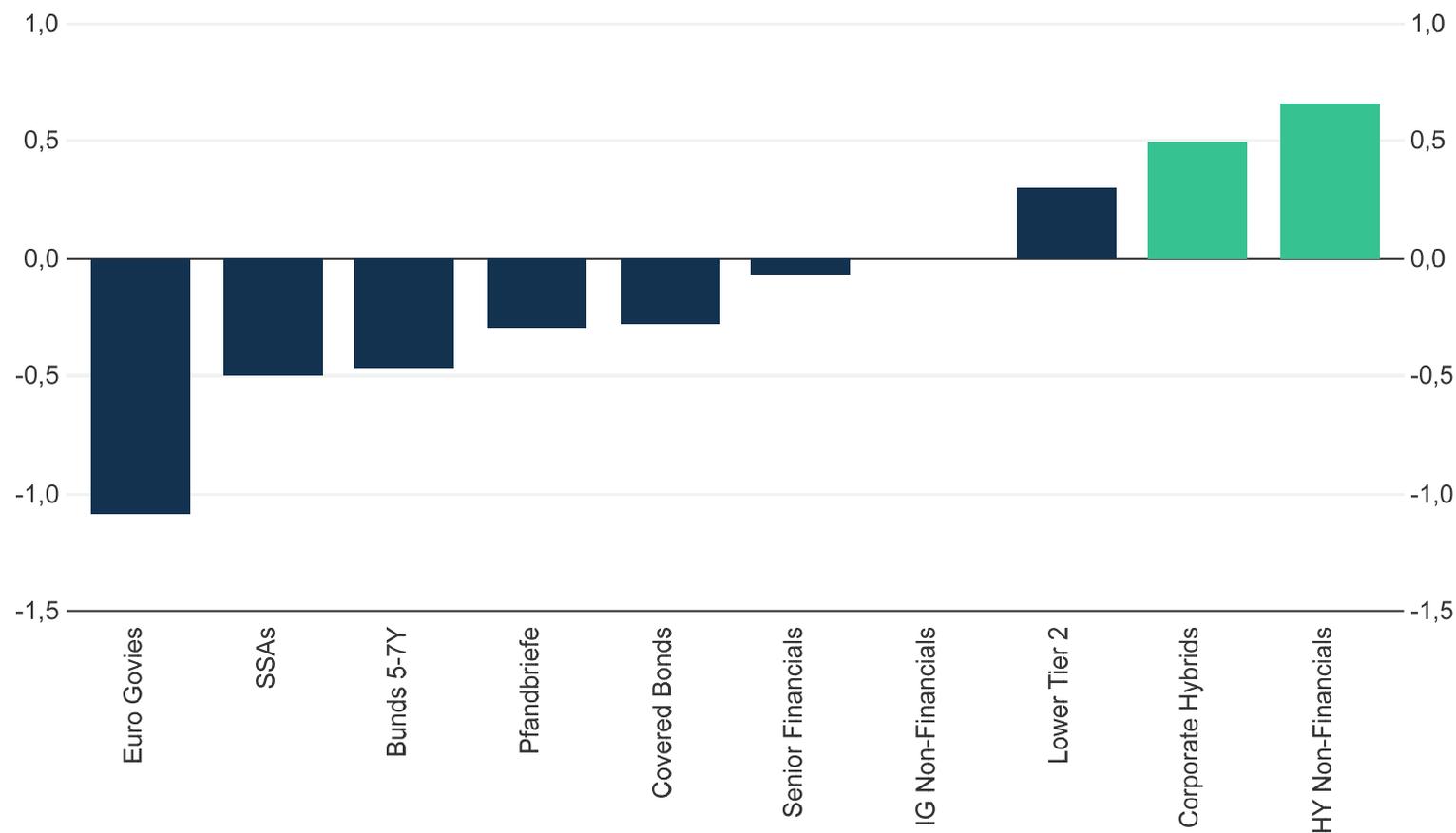
Matthias Schell, CFA
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

April-Performance: Nur bei Risiko-Assets positiv

Total Return für Fixed Income

Monat April 2021, in %



- Der Total Return der Credit-Assetklassen im April entspricht dem Performance-Muster seit Jahresanfang:
- Gestiegene Bundrenditen führten zu Verlusten bei Staatsanleihen und belasteten die Performance auch der Unternehmensanleihen.
- Nur die HY-Bonds und Hybridanleihen erzielten, dank höherer Ausgangsrenditen und stärkerer Spreadeinengungen, im April eine positive Performance (IG + 0,0%).

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Spreads am Jahres-Tief und auf Vorkrisen-Niveau

EUR IG Non-Financials und EUR HY Non-Financials Asset Swap Spread in Basispunkten



- Nach dem Spreadausbruch in der Corona-Krise haben Hilfspakete der Staaten und Notenbanken zu einer Erholung der Spreads auf das Vorkrisen-Niveau geführt – sowohl im IG- als auch im HY-Segment.
- Im Vergleich zu den Spread-Tiefs um die Jahreswende 2018 besteht durchaus noch weiteres Einengungspotenzial, was durch die wirtschaftliche Erholung und das günstige Finanzierungsumfeld unterstützt werden könnte.
- Dem steht das Risiko für Spreadausweitungen gegenüber, wenn die Notenbanken ihre expansive Stützpolitik wieder sukzessive zurückfahren. In der zweiten Jahreshälfte 2021 dürfte dies zunehmend ein Diskussionsthema werden.

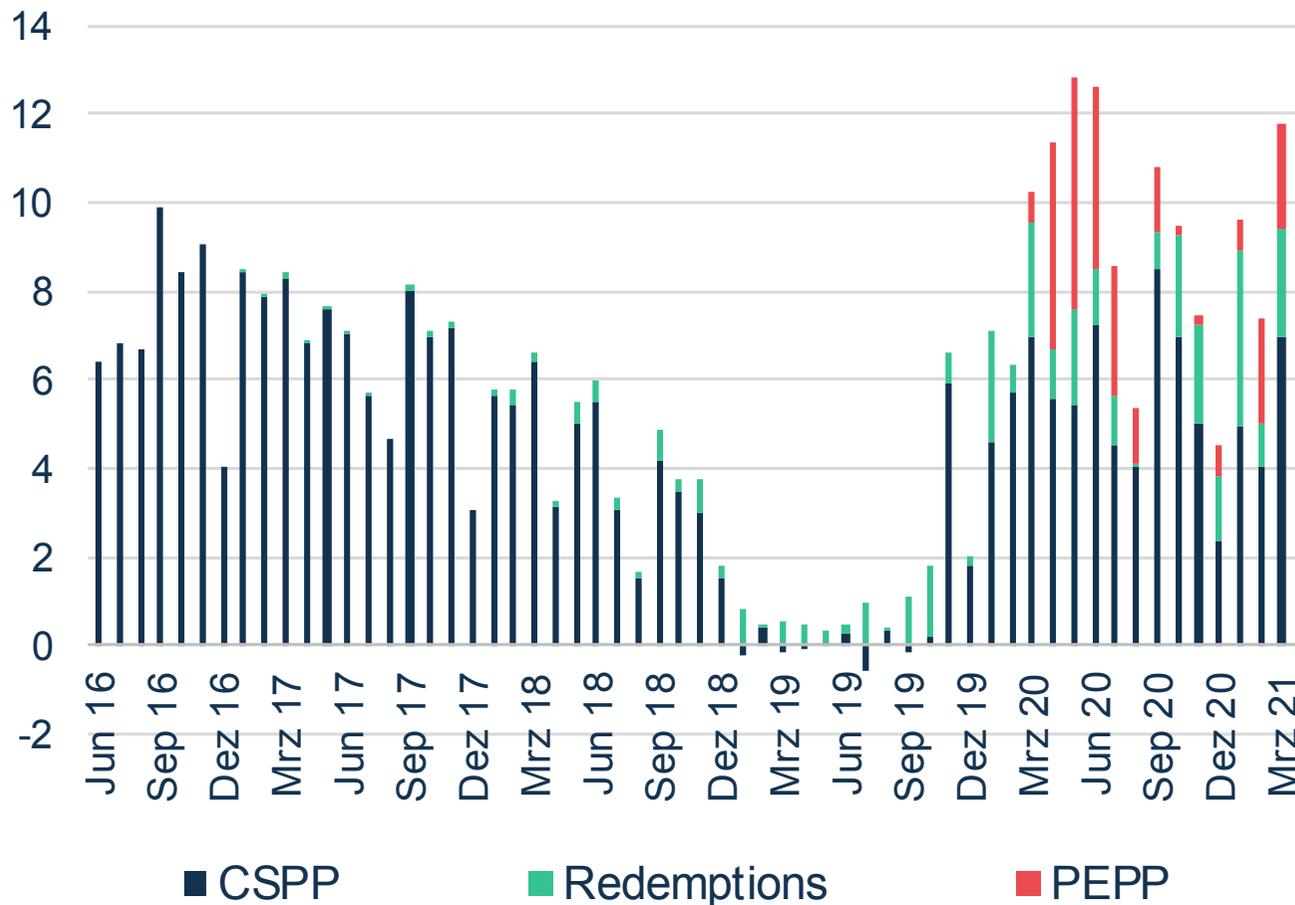
Quelle: Refinitiv, LBBW Research



EZB kauft weiterhin viele Corporate Bonds

Monatliche EZB-Käufe (CSPP & PEPP)

Corporate Bonds, Brutto-Volumen in Mrd. Euro



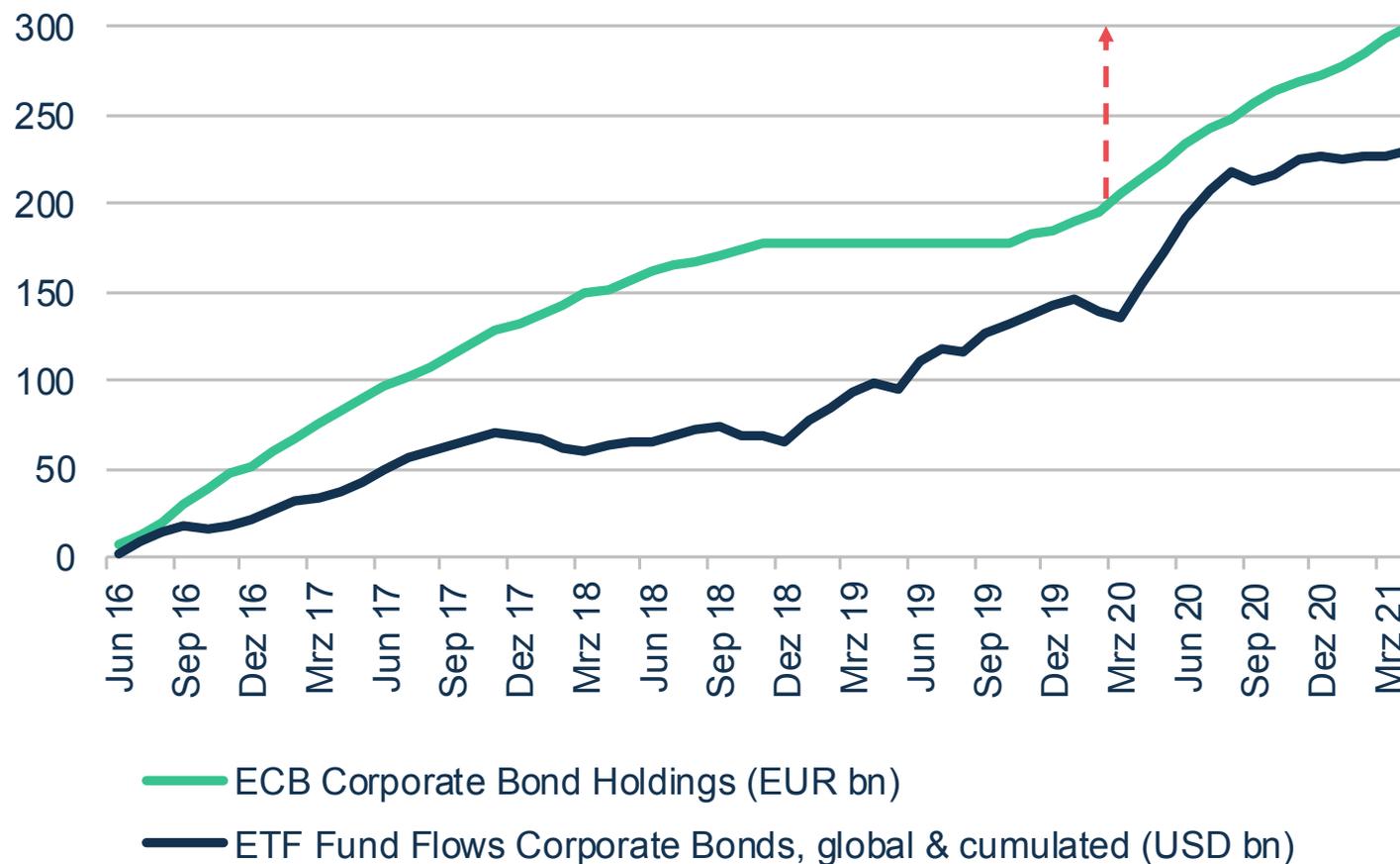
- Nach unseren Berechnungen hat die EZB im März 2021 mit ca. 11,8 Mrd. Euro das bisher dritthöchste Monatsvolumen an Corporate Bonds erworben – fast so viel wie in den Rekordkaufmonaten Mai und Juni 2020 (jeweils mehr als 12 Mrd. Euro).
- Bei der EZB-Sitzung am 22. April 2021 bekräftigte EZB-Präsidentin Lagarde, dass über ein mögliches Auslaufen des PEPP (bis Ende März 2022 befristet) nicht diskutiert wurde, und bestätigte die für Q2/2021 angestrebte Beschleunigung der Käufe (v.a. Staatsanleihen).

Quelle: EZB, LBBW Research

EZB-Portfolio an Corporate Bonds klettert auf 300 Mrd. Euro

EZB-Bestand an Unternehmensanleihen in Mrd. Euro

Zum Vergleich: Zuflüsse in weltweite Corporate Bond ETFs (in Mrd. USD)

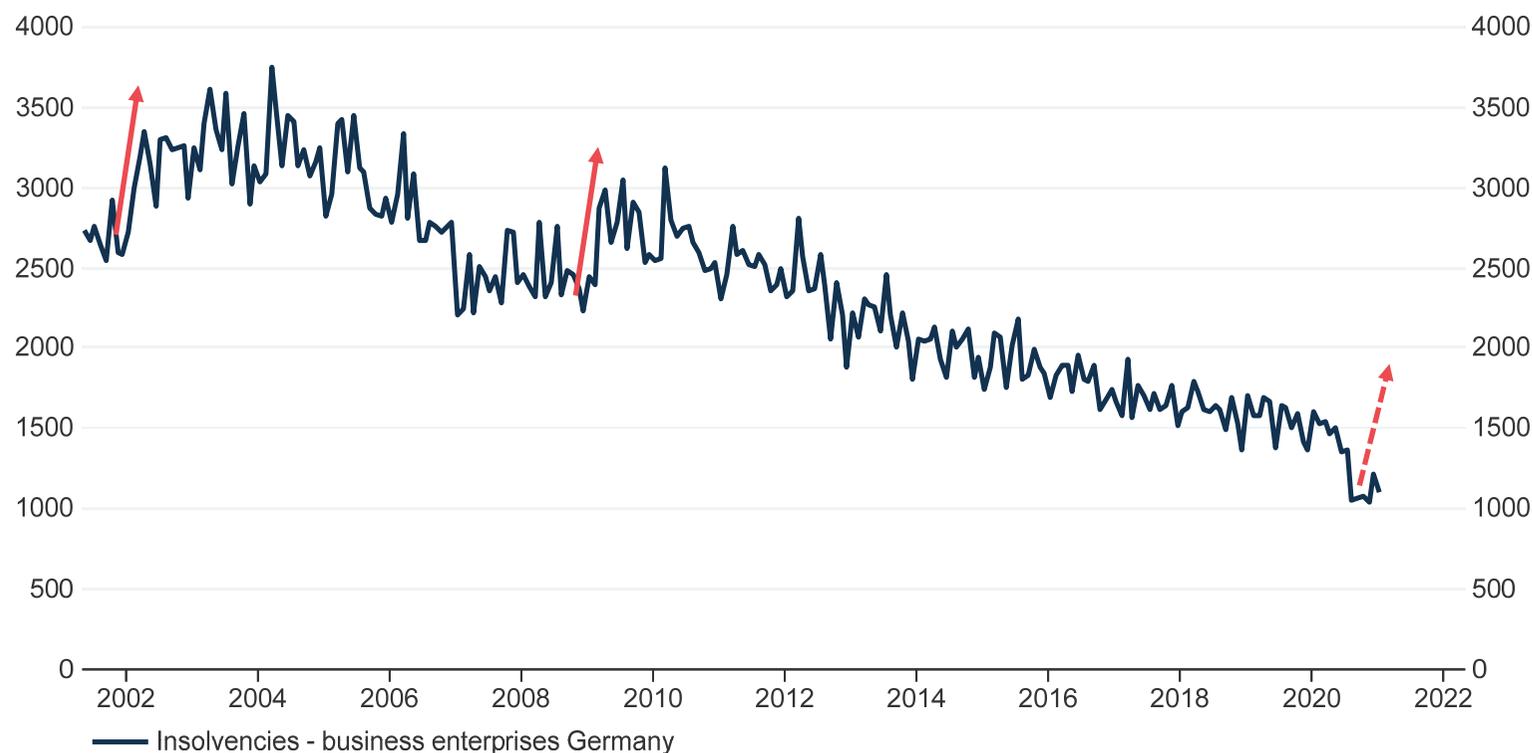


- Seit Aufstockung der Bondkaufprogramme im März 2020 hat die EZB ihren Bestand an Unternehmensanleihen um ca. 100 Mrd. Euro ausgebaut (inkl. Wiederanlage von Fälligkeiten kamen die Brutto-Käufe sogar auf über 120 Mrd. Euro).
- Bis Ende April 2021 stieg das EZB-Portfolio an Corporate Bonds auf 300 Mrd. Euro (davon CSPP ca. 90%, PEPP ca. 10%).
- Damit hält die EZB rechnerisch ca. 17% (!) des Indexvolumens an EUR-Unternehmensanleihen im Investmentgrade und ist u. E. der größte Investor für Corporate Bonds in EUR.
- Zum Vergleich: Die weltweiten Zuflüsse in ETFs für Corporate Bonds (inkl. HY) summierten sich im gleichen Zeitraum auf ca. 230 Mrd. USD.

Quelle: EZB, Bloomberg, LBBW Research

Anstieg der rekordniedrigen Insolvenzen zu erwarten

Unternehmensinsolvenzen Deutschland Monatliche Anzahl



- Trotz Corona-Krise sanken die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland 2020 um 15,5% auf ein Rekordtief von 15.841 Insolvenzen!
- Hierzu haben sowohl die staatlichen Hilfsprogramme beigetragen als auch die vorübergehende Aussetzung der Insolvenzantragspflicht für Unternehmen, die bedingt durch die Corona-Pandemie in Schwierigkeiten geraten waren.
- Sofern keine Verlängerung mehr erfolgt, müssen Insolvenzen ab Anfang Mai 2021 wieder gemeldet werden.
- Vom rekordniedrigen Niveau aus ist für 2021 und 2022 ein deutlicher Anstieg zu erwarten. Nachholeffekte könnten hier eine wesentliche Rolle spielen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research (Daten werden erst knapp drei Monate später veröffentlicht; aktuellste vorliegende Monatsdaten: Januar 2021)

Droht ein Nachholeffekt bei den Insolvenzen?



Das ZEW Mannheim hat die tatsächlich aufgetretenen Insolvenzen mit den gemäß Credit-Rating-Veränderungen zu erwartenden Insolvenzen verglichen. Demnach stehe noch ein **hoher Nachholeffekt** bevor: In hart getroffenen Branchen hätten weniger als die Hälfte der erwarteten Anzahl an Unternehmen eine Insolvenz angemeldet. „Besonders ausgeprägt ist dieser Unterschied für **Mikro-Unternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitern.**“



Laut dem Kreditversicherer Euler Hermes sind die Insolvenzzahlen aktuell nicht an den sonst üblichen Marktmechanismus gekoppelt, sondern abhängig von den Unterstützungsmaßnahmen. Angesichts der noch laufenden staatlichen Hilfen und der zu erwartenden wirtschaftlichen Erholung rechnet das Unternehmen für 2021 nur mit einem **moderaten Anstieg der Insolvenzen** um 6% und erst für 2022 mit einer höheren Zunahme um rund 15%.



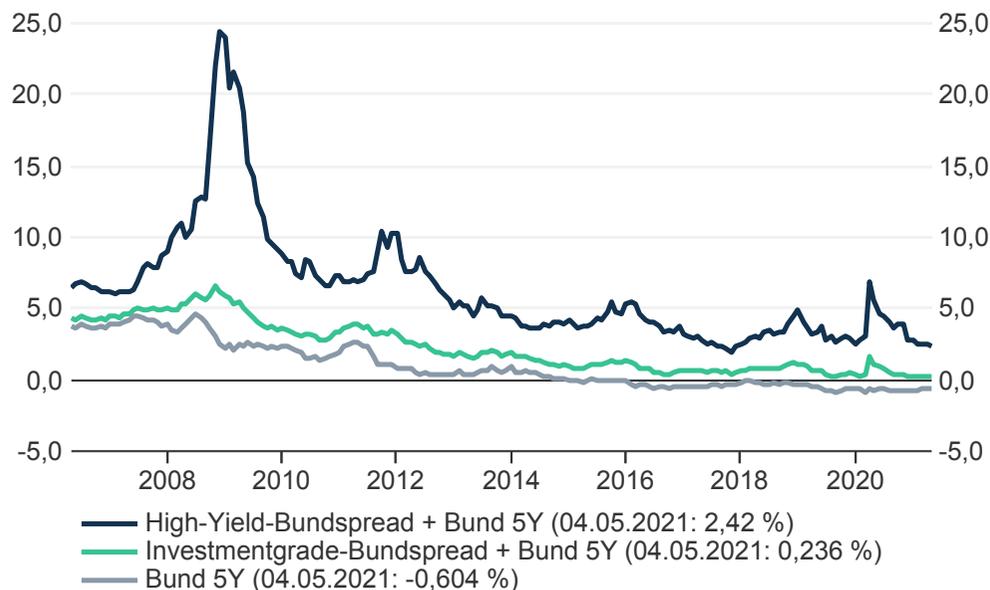
Auch das ifo-Institut hob die Hilfsmaßnahmen in Deutschland hervor. „Als Folge des Einbruchs bei den Unternehmensgewinnen im vergangenen Jahr hätten eigentlich Forderungen in Höhe von fast 120 Mrd. Euro ausfallen müssen. Durch die Liquiditätshilfen konnte die zu erwartende Ausfallsumme [...] halbiert werden.“ Ebenso dürfte eine mögliche **Insolvenzwelle dank der staatlichen Hilfen abgeflacht** und die Erholung beschleunigt werden.



Auch der Verband der Insolvenzverwalter (VID) rechnet nicht mit einem dramatischen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen. „Mit einer Änderung der politischen Rahmenbedingungen wird im **Wahljahr 2021** erst mit Aufnahme der politischen Arbeit durch den neugewählten Bundestag und damit erst zum Jahreswechsel 2021/2022 zu rechnen sein. Bis dahin dürften sich die Insolvenzzahlen [...] weiterhin auf niedrigem Niveau befinden.“

Renditen & Finanzierungskosten auf Niedrig-Niveau

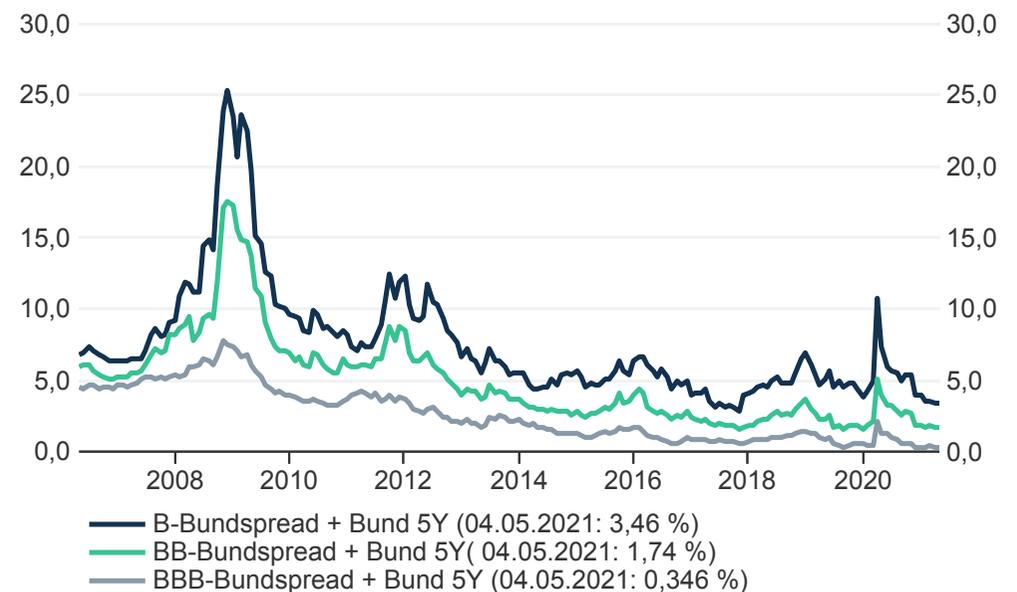
Renditen (in %) für Unternehmensanleihen Investmentgrade (EN00) und High Yield (HE00)



- Die Bundrenditen befinden sich schon länger im negativen Bereich und aktuell auf einem historisch niedrigen Niveau (5 Jahre Bund bei ca. -0,6%).
- Zudem notieren die Risikospreads wieder auf dem niedrigen Vorkrisen-Niveau. In Summe ergeben sich daraus Renditen auf einem Rekord-Niedrig-Niveau, was den Unternehmen sehr günstige Refinanzierungskonditionen ermöglicht.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Rendite-Niveau (in %) nach Ratings BBB / BB / B (Corporates-Index EN00/HE00)

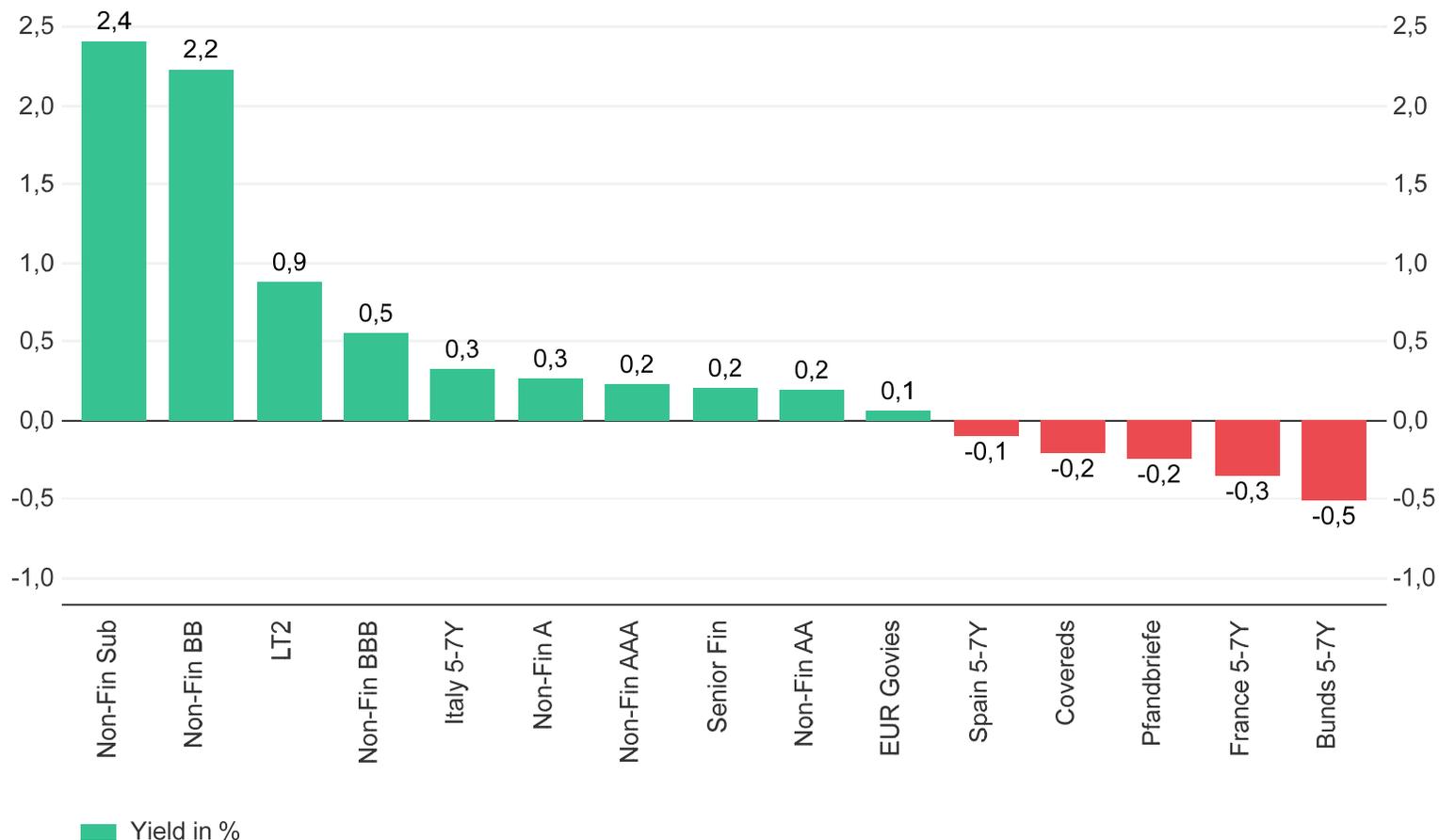


- Die niedrigen Finanzierungskosten helfen sowohl den guten als auch den schwächeren Bonitäten. Im Vergleich zur Finanzkrise 2008/09 sind Zinsbelastungen und Refinanzierungen heute deutlich günstiger.
- Hinweis: Auf Einzelebene kann es bei den Risikospreads für ein Unternehmen zu erheblichen Abweichungen gegenüber dem Index-Spread kommen, u.a. aufgrund unterschiedlicher Ratingklassen und Laufzeiten. Bei den Neuemissionen im Gesamtjahr 2020 lag die durchschnittliche Emissionsrendite im Investmentgrade z.B. bei 1,3%.

HY und Hybride bieten Rendite-Polster für Investoren

Aktuelle Renditen verschiedener Fixed-Income-Klassen

Jährliche Rendite in Prozent



- Auch nach dem leichten Zinsanstieg liegen die Renditen der Staatsanleihen größtenteils im negativen Bereich.
- Die Renditen der Corporate Bonds befinden sich historisch betrachtet zwar auf einem sehr niedrigen Niveau, lassen aber eine vergleichsweise bessere Performance erwarten.
- Das größte Rendite-Polster bieten HY- und Hybridbonds, so dass diese unseres Erachtens weiterhin eine positive Performance erzielen dürften.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Aktien



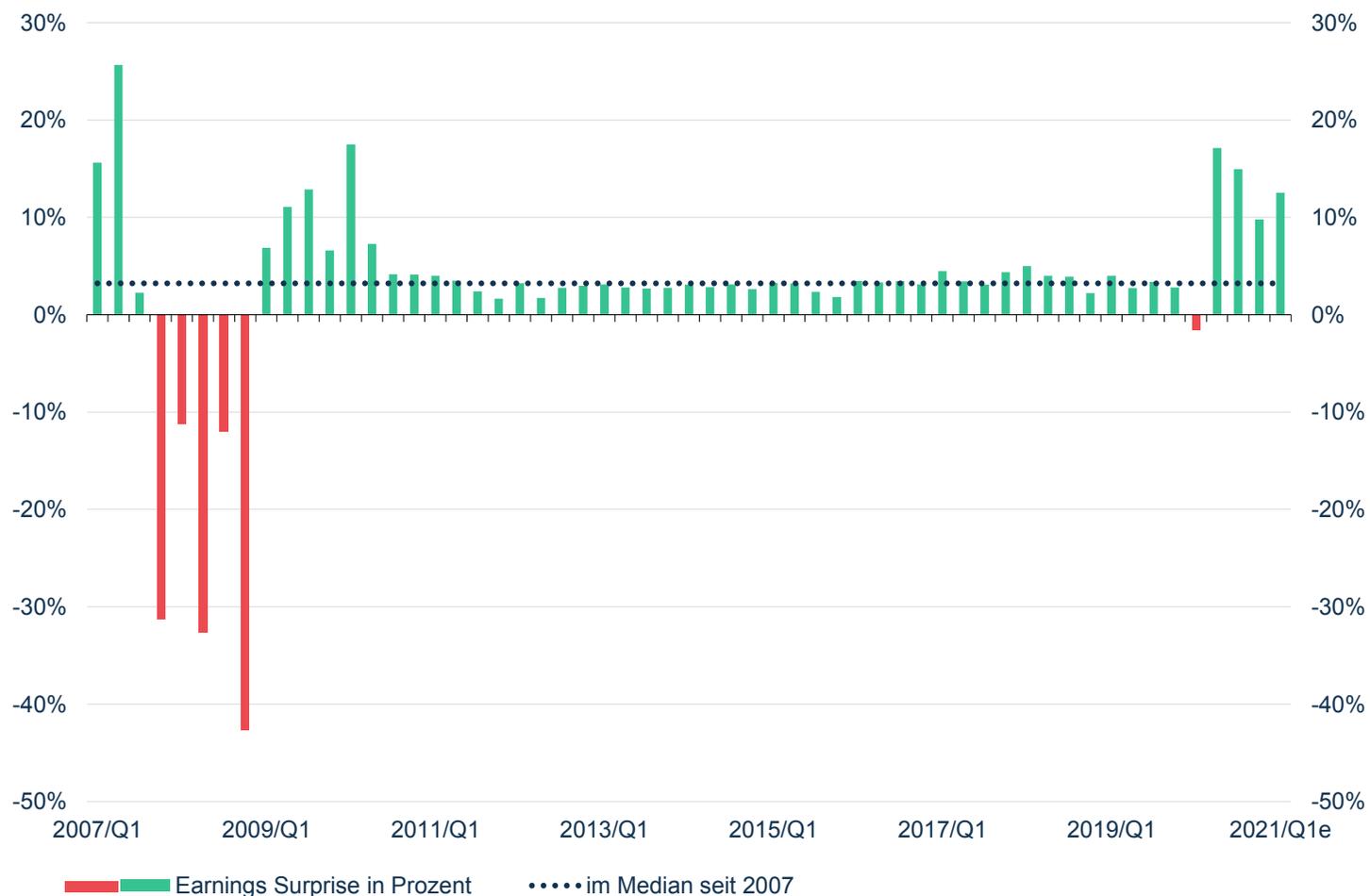
- Wie schon in Q2, Q3 und Q4 2020: Auch in Q1/2021 wirtschafteten die US-Blue-Chips weit besser als erwartet.
- Trotz optimistischer Gewinnprognosen: US-Aktien in der Breite inzwischen klar teurer als im Hoch der Dotcom-Bubble.
- KGV darf inzwischen zwar weit höher sein als noch im Jahr 2000 – Bewertung des S&P 500 trotzdem am Anschlag
- Erinnerungen werden wach: Befinden sich die Märkte 2021 an einem ähnlichen Punkt wie im Jahr 1999?
- Im Unterschied zum Jahr 2000 deutet noch nichts auf einen kurzfristig bevorstehenden markanten Kurseinbruch hin

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

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

Wie schon in Q2, Q3 und Q4 2020: Auch in Q1/2021 wirtschafteten die US-Blue-Chips weit besser als erwartet

S&P 500-Quartalssaison: Gewinnüberraschungen (Zwischenstand 60%) Ausmaß in Prozent



- Von Q2/2020 nach Q4/2020 schrumpften die positiven Gewinnüberraschungen von 17% über 15% auf „nur“ noch 10%.
- Nachdem im 1. Quartal 2021 der Winter große Teile der USA besonders stark im Griff hatte, wäre zu erwarten gewesen, dass sich dieser Trend fortsetzt, das Ausmaß der positiven Gewinnüberraschungen weiter schrumpft und sich dem langjährig typischen Niveau von gut 3% allmählich annähert. Nachdem rund 60% der Mitglieder des S&P 500 berichtet haben, liegt der Surprise mit 12% sogar höher als in Q4.
- Die Analysten sind daher inzwischen sehr optimistisch und prognostizieren für 2021 einen um 10% über dem Vorkrisenniveau (2019) liegenden Gewinn.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Trotz optimistischer Gewinnprognosen: US-Aktien in der Breite inzwischen klar teurer als im Hoch der Dotcom-Bubble

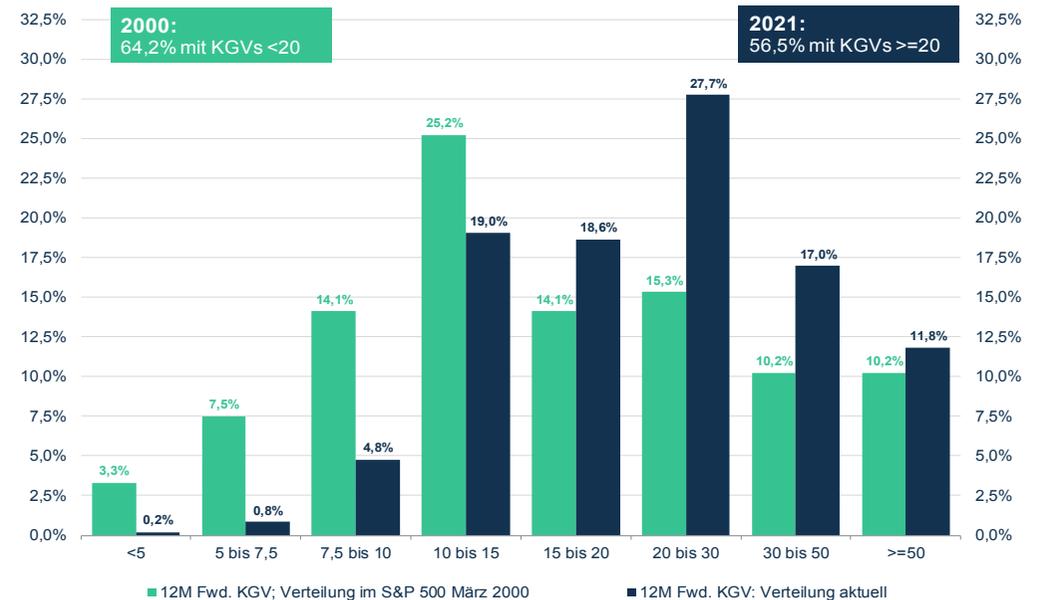
S&P 500: 12-Monats-Forward-KGV Multiple (mit Dezilen)



- Seit Anfang 1988 verfügte der S&P 500 lediglich an gut 5% der Tage über ein noch höheres 12-Monats-Forward-KGV als aktuell.
- Das KGV von aktuell 22,4 liegt dabei allerdings klar unterhalb des im Hoch der Dotcom-Bubble erreichten Niveaus von 24,9. Weil so mancher hoch gewichtete Tech-Wert damals noch Verluste erwirtschaftete oder bestenfalls einen geringen Gewinn erzielte, überzeichnete das damalige KGV die tatsächliche Bewertungssituation deutlich. Der Markt war damals nämlich lediglich selektiv teuer.

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

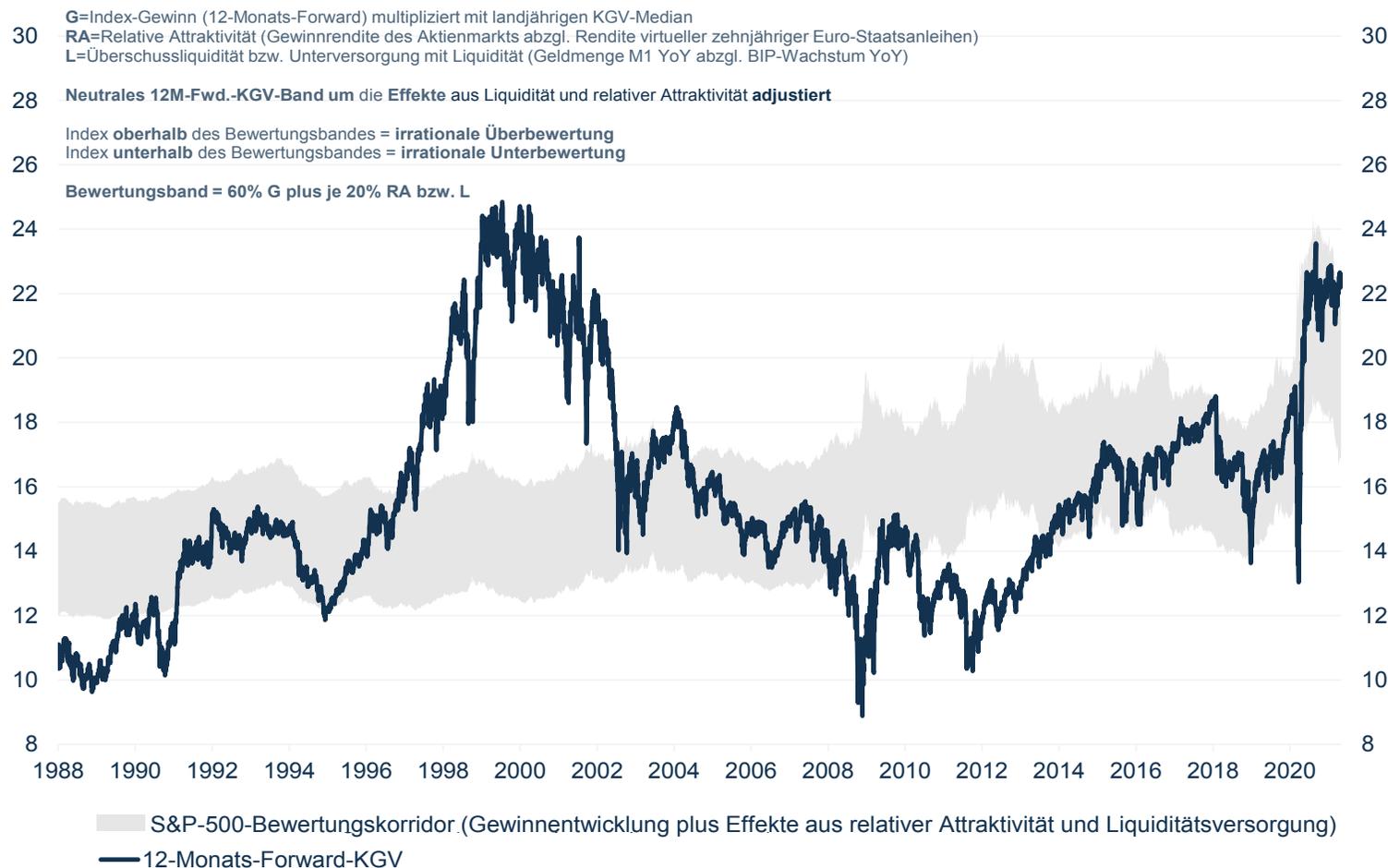
S&P 500: Verteilung 12M-Fwd.-KGVs 2000 vs. 2020 in Prozent



- Im Hoch der Dotcom-Bubble waren nämlich nur die „new economy“-Titel teuer, während die „old economy“-Werte lediglich moderate KGVs aufwiesen.
- Während im März 2000 mehr als 64% der Mitglieder des S&P 500 über ein KGV von weniger als 20 verfügten und die stärkste Teilgruppe im KGV-Intervall zwischen 10 und 15 lag, sind inzwischen gut 56% aller Werte mit KGVs von 20 und höher bewertet. Die zahlenmäßig stärkste Teilgruppe ist nun das KGV-Intervall 20-30.

KGV darf inzwischen zwar weit höher sein als im Jahr 2000 – Bewertung des S&P 500 trotzdem am Anschlag

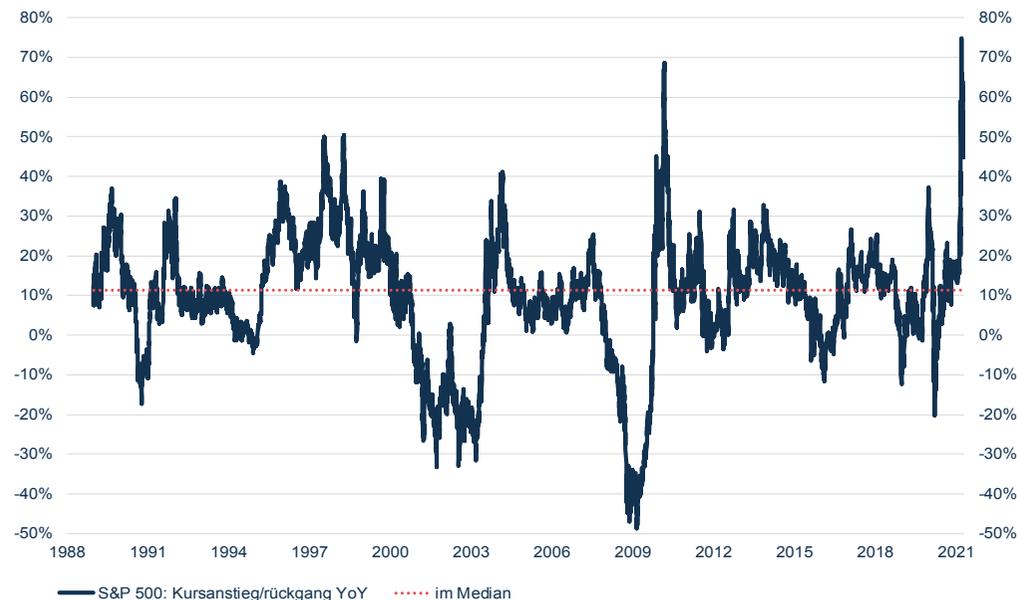
S&P 500-Bewertungsmodell: 12M-Fwd.-KGV vs. „fairer“ Korridor Multiple



- Im Unterschied zum Jahr 2000 ist es sachgerecht, dass die KGVs inzwischen weit höher liegen. Weil die US-Wirtschaft damals nicht nur mit Liquidität leicht unterversorgt wurde, sondern zudem die Rendite zehnjähriger US-Treasuries höher lag als die Gewinnrendite des S&P 500, waren gemäß unserer Modellberechnung lediglich KGVs zwischen 12,5 und 16 fair.
- Wegen der aktuell immensen Überversorgung der US-Wirtschaft mit Liquidität sowie der nach wie vor hohen Attraktivität von Aktien ggü. Bonds (TINA-Argument) kommt unser Modell inzwischen auf ein neutrales KGV-Niveau zwischen 17 und 22. Vor wenigen Monaten lag jenes noch ein Stück höher.

Erinnerungen an die Zeit der Jahrtausendwende werden wach

S&P 500 Kursanstieg/-rückgang YoY in Prozent



- Zwischen Mitte März 2020 und Mitte März 2021 legte der S&P 500 innerhalb genau eines Jahres um knapp 75% zu.
- Eine noch stärkere Kursdynamik gab es in der 150-jährigen Historie, für die uns Daten vorliegen (wenngleich für weiter zurückliegende Phasen lediglich auf Monats- und nicht auf Tagesbasis) nur zwischen Juli 1932 und Juli 1933, im Nachklang an den vorausgegangenen 85%-igen Kurseinbruch während der Weltwirtschaftskrise.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

S&P 500: ± Jahr 2000 vs. ± Jahr 2020 indexiert in Prozent



- Die Corona-Rally läuft bereits dreizehn Monate. Obwohl die Gewinne wieder sprießen und die Gewinnerwartungen daher sehr hoch sind, scheinen die Bewertungen ausgereizt zu sein.
- Die Einstandspreise verteuern sich aktuell massiv. Über kurz oder lang könnte dies das Inflationsgespenst auf die Agenda bringen und mit ihm, eine sinkende Attraktivität von Aktien. Mit Beginn der Tapering-Diskussion, spätestens jedoch mit dem Tapering selbst, könnte es daher zum Schwur kommen.

Im Unterschied zum Jahr 2000 deutet wenig auf einen kurzfristig bevorstehenden markanten Kurseinbruch hin

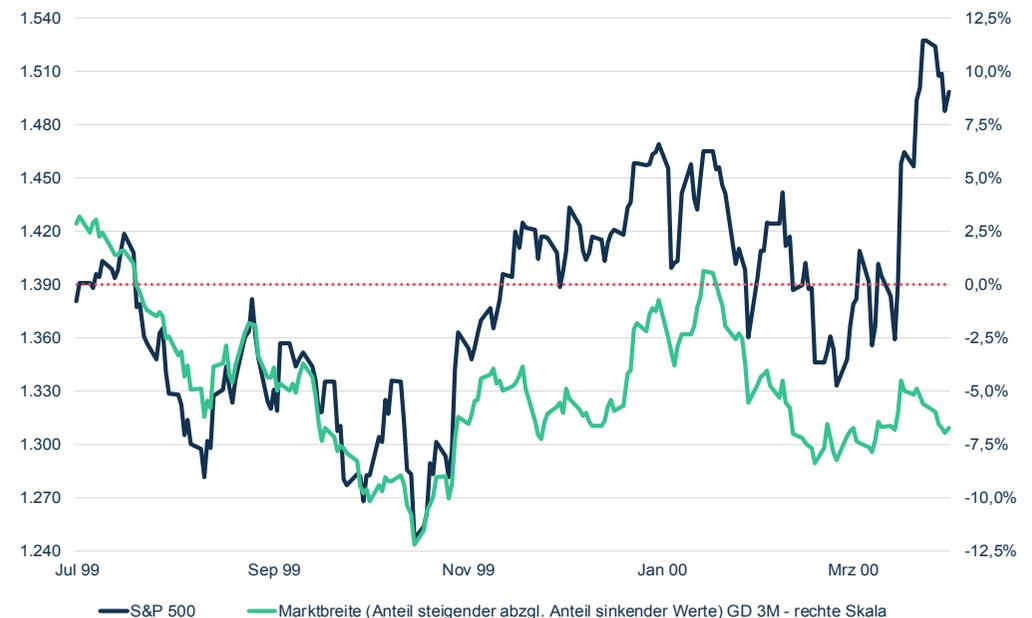
S&P 500 und Marktbreite aktuell in Indexpunkten und Prozent



- Bei alledem lassen sich aktuell kaum Anzeichen erkennen, welche einen unmittelbaren Kurseinbruch befürchten ließen.
- Zuletzt lag der gleitende Drei-Monats-Durchschnitt derjenigen Titel im S&P 500, welche im Vergleich zu jeweiligen Vortag gestiegen waren, durchgängig höher als der Anteil an Werten, welche im Kurs nachgaben. Der Überhang der steigenden gegenüber den sinkenden Titeln legte dabei zuletzt sogar nochmals zu.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

S&P 500: Marktbreite 1999/2000 in Indexpunkten und Prozent



- Zur Jahrtausendwende sah dies anders aus: Ab der zweiten Jahreshälfte 1999 befanden sich bereits mehr Mitglieder des S&P 500 auf dem Rückzug als, dass noch welche stiegen.
- Selbst der ultimative Kurssprung im März 2000 war nicht von einer Mehrzahl steigender Titel begleitet. Im Gegenteil: Die Marktbreite blieb auf niedrigem Niveau, weil lediglich einige wenige, besonders stark steigende „new economy“ Werte den Index entgegen des bereits längere Zeit vorherrschenden Negativtrends weiter nach oben hieften.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

Prognosen und Asset Allokation

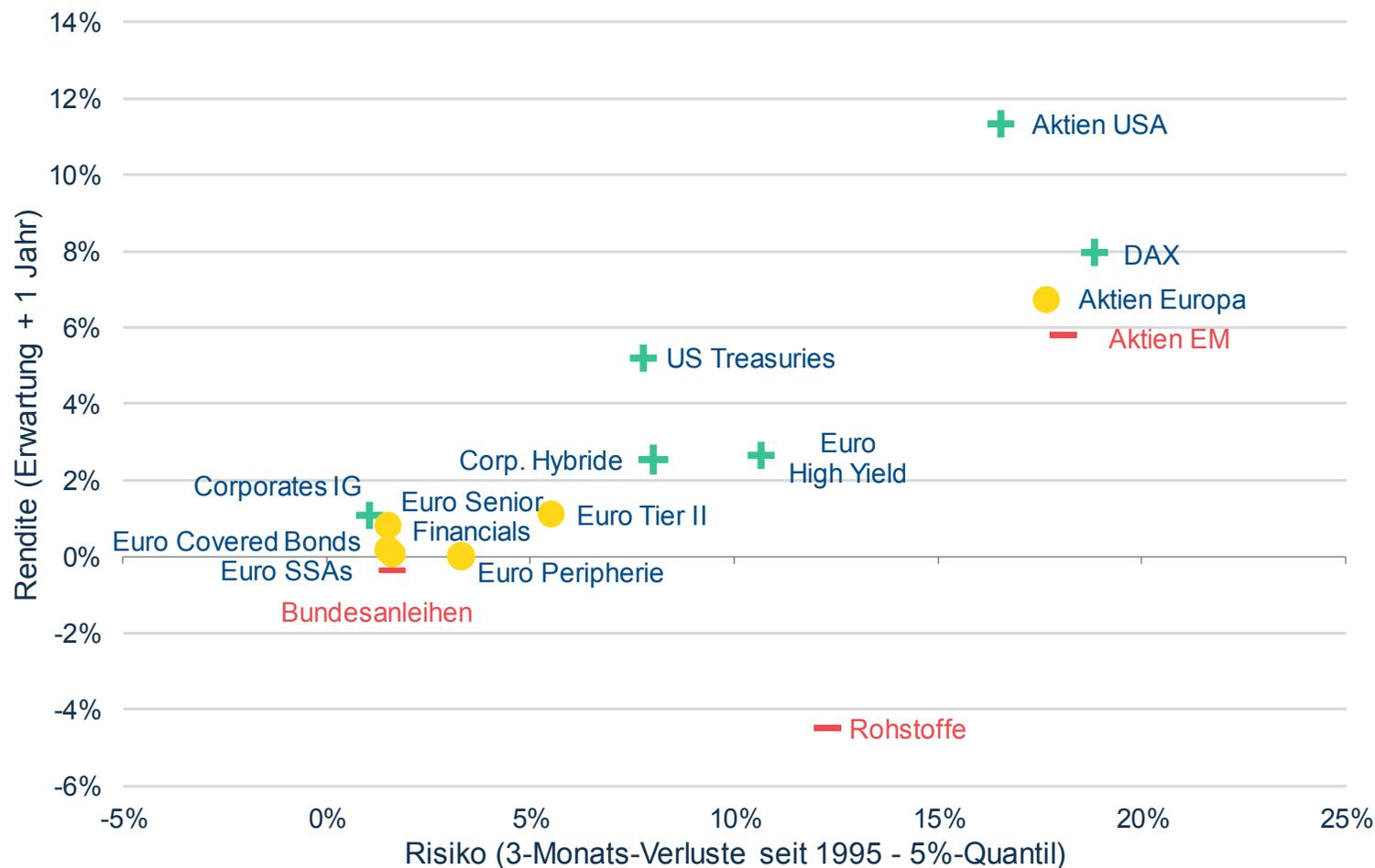


Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

- Die Welt sieht sich weiterhin mit einem Anstieg der Neuinfektionen konfrontiert, was v.a. an Indien liegt. In den USA und Europa ist hingegen eine Trendwende bei den Inzidenzen zu erkennen; die Impfungen und die Anti-Corona-Maßnahmen scheinen zu wirken. Die Impfgeschwindigkeit nimmt in Europa aktuell deutlich an Fahrt auf. Das EU-Ziel, eine 70% Impfquote bei den Erwachsenen bis Mitte Juli zu erreichen, scheint eine sehr wahrscheinliche Wegmarke. Hoffnungen auf einen Sommer in Europa ohne neuerliche Corona-Welle scheinen deshalb u.E. berechtigt. Viele europäische Staaten nehmen Lockerungen bereits vor bzw. terminieren weitere Öffnungsschritte.
- Das deutsche BIP ist im ersten Quartal 2021 um 1,7% zum Vorquartal geschrumpft. Der fortgesetzte Lockdown erwies sich als große Last für die Konjunktur. Vorausschauend ist nun mit einer deutlichen Wachstumsbelebung in Deutschland und Europa zu rechnen. Wirtschaftliche Normalität dürfte Richtung Sommer analog der Impffortschritte zurückkommen. Wir rechnen mit einem deutlich positiven Wachstum schon in Q2, im zweiten Halbjahr wird es voraussichtlich eine anhaltend kräftige Belebung geben.
- Unserer Meinung nach werden Nachholeffekte beim Konsum und die Fiskalprogramme zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsrate in den USA und in Europa führen. Sowohl die Fed als auch die EZB werden aber durch den aktuellen Preisauftrieb "hindurchsehen" und wenig an ihrer extrem expansiven Ausrichtung ändern.
- Vor diesem Hintergrund bleiben wir trotz bereits hoher Bewertung konstruktiv für Risikoassets wie Aktien und Unternehmensanleihen.⁶⁸

Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit und der Erwartung einer näher rückenden konjunkturellen Erholung bleiben wir auf mittlere bis längere Sicht weiter konstruktiv für Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen gestimmt.
- Die von uns erwartete Dollar-Stärke ggü. dem Euro auf Sicht der nächsten zwölf Monate führt zu einem signifikanten Anstieg der Return-Erwartungen bei in Dollar notierten Assets (US-Treasuries, US-/EM-Aktien und Rohstoffe). Alleine der Dollar-Effekt dürfte ca. 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/+ USD-Bonds	
Credit	Credit Spread 0/+	0/+ Corporate Inv. Grade	0/- Emerging Markets Debt	Overweight: Autos, Oil & Gas
		+ Corporate High Yield		
		+ Corporate Hybride		
		0 Senior Financials		
		0/+ Covered Bonds/SSAs		
		0/- Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.		
Aktien	Aktien 0/+	+ Automobil , Energie (Öl & Gas) Technologie, Versicherer	0/- Europa ex Deutschland	
		Industrie	0/+ Japan	
		- Pharma , Handel, Medien Reise & Verkehr	0/+ Deutschland	
			0/- Schwellenbörsen	
			0/+ USA	
Währungen	Währungen (zu Euro) 0/+	+ Währungen mit starkem Wirtschaftswachstum	+ USD, GBP	Selektiv
		- Wachstumsschwäche	0 - JPY, CNY, CHF	
Rohstoffe	Rohstoffe 0/-	0/- Edelmetalle	0 Gold	LBBW Rohstoffe 2
		0/- Industriemetalle	- Silber	
		0/- Energie	0/- Brent	
Immobilien	Immobilien 0/+	+ Wohnen, Nahversorger, Logistik	+ Deutschland	
		0/- Büro		
		- "High Street" Einzelhandel		

Quelle: LBBW Research

Marktprognosen

Konjunktur				
in %		2020	2021e	2022e
Deutschland	BIP	-5,1 +	2,5	4,5
	Inflation	0,5	2,5 +	1,7
Euroland	BIP	-6,8	4,0	4,2
	Inflation	0,3	1,8 +	1,5
USA	BIP	-3,5	7,5	4,5
	Inflation	1,2	2,6	2,6
China	BIP	2,3	7,5	5,9
	Inflation	2,5	3,2	2,8
Welt	BIP	-3,5	6,0	4,6
	Inflation	3,2	3,3	3,1

Zinsen				
in %	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,25	-0,30	-0,30	-0,20
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,63	1,75	1,60	1,90

Quelle: LBBW Research

04.05.2021 • Kapitalmarktkompass Mai 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
DAX	15 136	15 000 +	16 000 +	16 500 +
Euro Stoxx 50	3 975	3 900 +	4 100 +	4 200 +
Dow Jones	33 875	33 000 +	35 000 +	36 000 +
Nikkei 225	28 813	29 000 -	31 000 -	32 000 -

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,20	1,21	1,18	1,15
Franken je Euro	1,10	1,10	1,12	1,14
Gold (USD/Feinunze)	1770	1800	1750	1700
Öl (Brent - USD/Barrel)	67	65	60	65

+ Angehoben
- Gesenkt

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

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	15 000	16 000
Euro Stoxx	3 900	4 100
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,50
10 Jahre Bund	-0,30	-0,30
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Nach einem pandemiebedingten Einbruch der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr hat die Welt 2021 zu einer Erholung angesetzt. In Deutschland wird das BIP 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. In Deutschland treiben eine Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO₂-Abgabe die Teuerung. Zudem sorgen Haushaltsenergie und Kraftstoffe für steigenden Preisdruck. In Deutschland dürfte die Inflation von 0,5% im Jahr 2020 auf 2,5% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 1,8%.
- 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 über den Erwartungen liegenden Q3- und Q4-Quartalszahlen deutlich. Zuletzt nennenswert gestiegene Langfristzinsen schwächten das TINA-Argument (There Is No Alternative) zwar; trotzdem bleibt es weiter schlagend.

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

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	17 000	19 000
Euro Stoxx	4 500	4 800
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,40
10 Jahre Bund	0,00	0,40
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Entwicklungen

- Der Aufholprozess nach dem Ende vieler coronabedingter Einschränkungen ist schnell und kräftig. Eine beherzt-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt den Prozess. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ihr Übriges. Die erlittenen Einbußen werden 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 15%)

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	13 500	12 500
Euro Stoxx	3 350	3 150
Zinsen		
3M Euribor	-0,65	-0,75
10 Jahre Bund	-0,60	-0,85
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

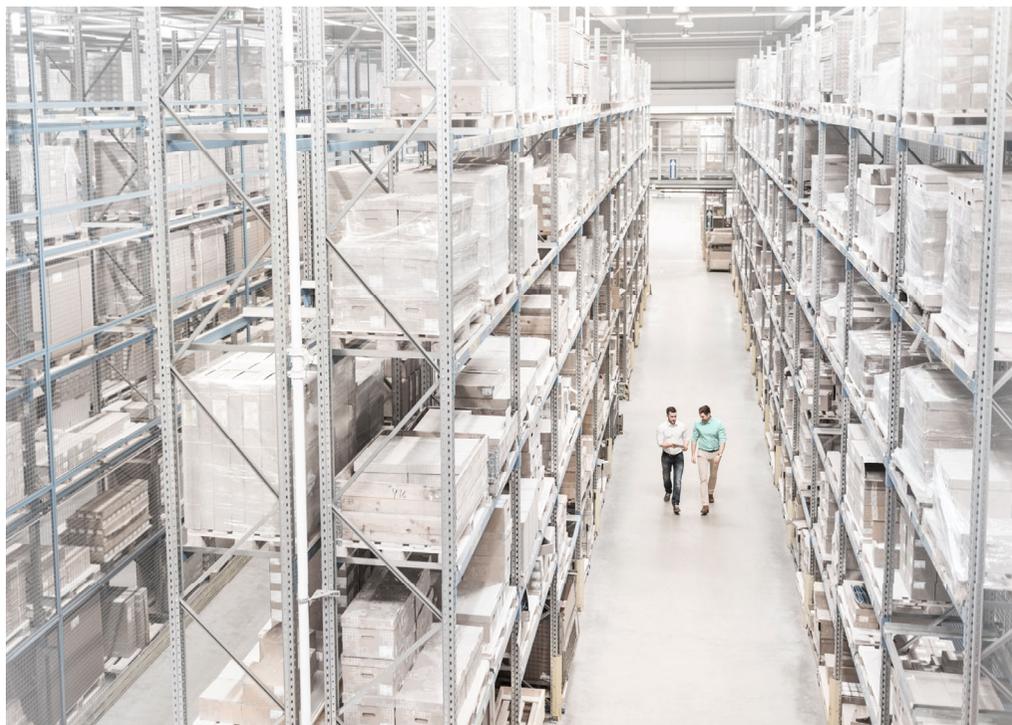
Entwicklungen

- Eine erneut 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 bleiben als zunächst gedacht.
- Einen Rückschlag zur Unzeit erfährt die Industriekonjunktur durch einen Engpass bei Vorleistungen und Zwischenprodukten. Insbesondere ein Mangel an Mikrochips wirkt sich vorübergehend produktionshemmend aus.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung stockt. Im personennahen Dienstleistungssektor wird das Vorkrisenniveau absehbar nicht wieder erreicht.
- An den Finanzmärkten kommt es zu einer neuerlichen massiven Welle der Flucht in die Sicherheit von Liquidität und von Staatsanleihen erster Bonität. Deflationssorgen verstärken einen neuerlichen Renditeabwärtsdruck am Staatsanleihemarkt.
- Zu den wirtschaftlichen Folgen kommt politische Unsicherheit. Globalisierung als Ziel stellen weiterhin viele Kräfte in der internationalen Arena infrage.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Immobilienmarkt	Seite 08
03	Corona-Update	Seite 16
04	Makro	Seite 26
05	Zinsen	Seite 37
06	Credits	Seite 50
07	Aktien	Seite 60
08	Prognosen und Allokation	Seite 67
09	Anhang	Seite 75

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	1,21	1,18	1,15	<ul style="list-style-type: none"> Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet. Der Renditevorteil von lang laufenden US-Anlagen ist relativ hoch. Die USA werden im Jahr 2021 deutlich stärker wachsen als der Euroraum.
EURJPY	131	130	132	<ul style="list-style-type: none"> Während die Impfungen in Japan nur zögerlich anlaufen, gewinnen die Impfkampagnen anderswo an Dynamik und sollten japanisches Kapital ins Ausland locken. Die USA und - mit Abstrichen - der Euroraum weisen ein höheres konjunkturelles Erholungspotenzial auf als Japan.
EURGBP	0,87	0,85	0,84	<ul style="list-style-type: none"> Vorsprung von UK gegenüber der EU beim Fortschreiten des Impfprogramms verbessert die Aussichten für die britische Konjunktur. GBP nach Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.
EURCHF	1,10	1,12	1,14	<ul style="list-style-type: none"> Die Unsicherheit begrenzt derzeit das Abwertungspotenzial ggü. dem Euro. Die SNB behält ihre expansive Geldpolitik bei und schwächt bei Bedarf den Franken mit Devisenmarktinterventionen. Gemäß Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro hoch bewertet.
EURCNY	7,80	7,95	7,95	<ul style="list-style-type: none"> Chinas Wirtschaft erholte sich bislang kräftig, wovon auch der CNY profitierte. Der Aufschwung verliert nun aber an relativer Dynamik. Die Stärke der Währung dürfte der Exportwirtschaft Chinas zunehmend Probleme bereiten, so dass staatliches „Gegensteuern“ wahrscheinlich wird. Darüber hinaus haben sich die wirtschaftlichen Erholungsperspektiven der USA und - mit Abstrichen - des Euroraums für das laufende Jahr verbessert.

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURBRL	6,53	6,30	5,90	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate hat ihren Aufwärtstrend im März auf 6,1 % ausgedehnt und dürfte die Notenbank zu weiteren Leitzinsanhebungen zwingen, die den Real stützen. Die zunehmend verbesserte Impfstoffversorgung wird die Binnenwirtschaft stärken und mit den gestiegenen Rohstoffpreisen positiv zum Wachstum beitragen.
EURHUF	360	350	345	<ul style="list-style-type: none"> Der Anstieg der Inflationsrate setzte sich im April auf 3,7 % fort. Dennoch behielt die Notenbank bei ihrer Sitzung im April ihren lockeren geldpolitischen Kurs noch bei. Die im März verhängten Lockdown-Maßnahmen haben die Konjunkturerholung verzögert, diese wird in den kommenden Monaten jedoch an Dynamik gewinnen.
EURMXN	24,35	24,80	24,30	<ul style="list-style-type: none"> Der Inflationsanstieg hat an Dynamik gewonnen und erreichte im März 4,67 %, was die Notenbank Mexikos unter Druck bringen könnte, den Leitzinssatz anzuheben. Positive Konjunkturimpulse durch das Wachstum in den USA werden von nachgebenden Konsumausgaben und geringen Investitionen begrenzt.
EURPLN	4,56	4,35	4,30	<ul style="list-style-type: none"> Die polnische Notenbank reagierte bisher noch nicht auf die bis 4,3 % gestiegene Inflationsrate, die damit das obere Zielband bei 3,5 % überschritten hat. Die weiter anhängige Entscheidung des obersten Gerichts zur Rechtmäßigkeit von Währungskrediten an private Kreditnehmer belastet den Zloty weiter.
EURRON	4,93	5,00	5,10	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate stabilisiert sich knapp über 3 % und bleibt damit in dem von der Notenbank tolerierten Bereich, was keine Leitzinsanpassung notwendig macht. Die Investitionen aus dem EU-Wiederaufbaufonds sind ein wichtiger Bestandteil für die Wachstumsaussichten Rumäniens.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.05.2021, 08:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURRUB	90,8	80,0	78,0	<ul style="list-style-type: none"> Im April überraschte die Notenbank mit einer etwas deutlicher als erwartet ausgefallenen Leitzinsanhebung um 50 Basispunkte, die den Rubel stütze. Der Rubel kann aktuell von seiner vergleichsweise hohen Verzinsung nicht profitieren, da geopolitische Risiken die Währung belasten.
EURTRY	10,01	10,00	10,00	<ul style="list-style-type: none"> Zwar behielt die Notenbank den Leitzinssatz bei der ersten Sitzung des neuen Präsidenten unverändert, jedoch belastet die ungewisse Notenbankpolitik die Lira. Die Stimmung in der Wirtschaft hat sich im April deutlich verschlechtert, wozu die anhaltend hohe Inflationsrate und die Abwertung der Lira beigetragen haben.
EURZAR	17,43	20,10	21,00	<ul style="list-style-type: none"> Wegen der fragilen Staatsfinanzen bleibt der südafrikanische Rand für eine Abwertung anfällig, wenn die globalen Inflationsraten weiter an Dynamik gewinnen. Der ambitionierte Plan der Regierung, welche die Staatsverschuldung auf 89 % begrenzen soll, könnte scheitern und die Investoren damit enttäuschen.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.05.2021, 08:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURAUD	1,56	1,58	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Im ersten Quartal blieb der Anstieg der Inflationsrate noch unter unseren Erwartungen zurück und übt damit zunächst keinen Druck auf die australische Notenbank aus, der lockeren Geldpolitik Zügel anzulegen. Die australische Wirtschaft profitiert weiter von den hohen Rohstoffpreisen.
EURCAD	1,48	1,46	1,44	<ul style="list-style-type: none"> Die kanadische Notenbank kündigte eine weitere Reduzierung des Anleihen-Kaufprogrammes an und nimmt damit bei der Straffung der lockeren Geldpolitik eine Vorreiterrolle ein. Davon wird der kanadische Dollar weiter profitieren. Die Inflationsrate hat ihren Aufwärtstrend im April auf 2,2 % fortgesetzt.
EURCZK	25,85	25,50	25,00	<ul style="list-style-type: none"> Tschechiens Wirtschaftswachstum wurde durch die Lockdown-Maßnahmen im ersten Quartal gebremst, jedoch hellten sich die Stimmungsindikatoren zuletzt auf. Von der restriktiven Ausrichtung der tschechischen Notenbankpolitik, die binnen 12 Monaten eine Leitzinsanhebung erwarten lässt, wird die Krone profitieren.
EURNOK	10,00	9,75	9,25	<ul style="list-style-type: none"> Die Inflationsrate blieb auch im April oberhalb von 3 %, weshalb wir im zweiten Halbjahr weiterhin eine Leitzinsanhebung durch die Notenbank erwarten. Die Aufhebung von pandemiebedingten Einschränkungen wird auch die Binnenkonjunktur ankurbeln und die noch hohe Arbeitslosenquote von 7,3 % senken.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 03.05.2021, 08:30 Uhr

Brent: OPEC+ will Förderbremsen lockern

Ölpreis Brent & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
Brent (in USD/Barrel)	67,30	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 5,1 mbpd.
- + OPEC-Compliance im März bei 96,4 %.
- + 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 von Februar bis April um 1 mbpd.
- Stockende Ölnachfrage aufgrund zahlreicher Corona-Lockdowns.
- Output in Libyen steigt zuletzt wieder auf über 1,2 mbpd.
- US Rig Count hat 2021 bislang um 30 % zugelegt.
- OPEC+ hat Anfang April Erhöhung der Förderquoten beschlossen: Output soll bis Juli um 2,1 mbpd steigen.

Gold: ETCs wechseln auf die Verkäuferseite

Goldpreis & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Jun 2021	Dez 2021	Jun 2022
Gold (in USD/Feinunze)	1773,50	1771,68	1897,77	1893,60	1800	1750	1700

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

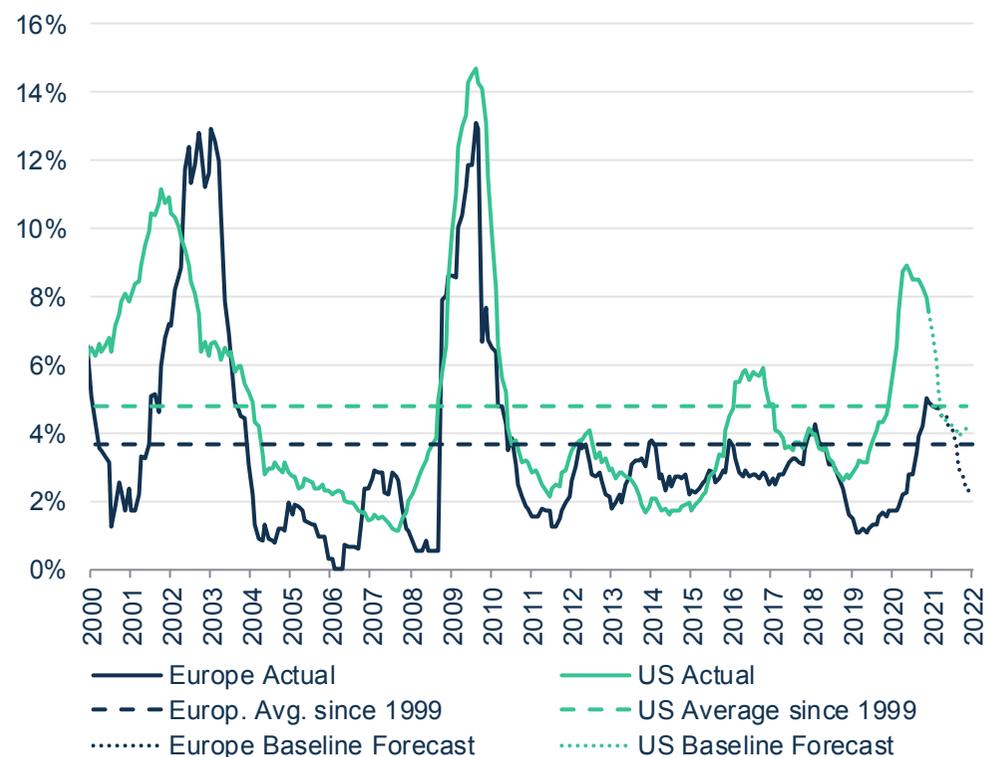
- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + Output der Goldminen geht 2020 um gut 6 % auf 3.300 Tonnen zurück.
- + ETC-Nachfrage steigt 2020 um 29 % bzw. 740 Tonnen.
- + Schmucknachfrage in Q4/2020 mit deutlicher Erholung.
- ETC-Nachfrage 2021 bislang sehr schwach (-8 % bzw. -260 Tonnen).
- Schmucknachfrage nach Gold bricht 2020 um 40 % bzw. über 800 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold fällt 2020 um knapp 60 % oder fast 400 Tonnen.
- Zu erwartende Aufwertung des US-Dollars dürfte Goldpreis belasten.
- Steigende Renditen in den USA!

Spreadprognosen und Ausfallraten

Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	84	↘
Euro Unsubordinated Financial Index	76	↘
Euro High Yield Index	304	↘
Euro Lower Tier 2 Index	120	↘
Euro Pfandbrief Index	29	↔
Euro Covered Bond Index	33	↔
1-10 Year Euro Government Index	30	↔
Euro Quasi-Government Index	37	↔
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														
30.04.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0.68	-0.70	-0.68	-0.64	-0.58	-0.50	-0.43	-0.35	-0.28	-0.21	0.06	0.20	0.31	0.38
France	-0.64	-0.64	-0.59	-0.51	-0.41	-0.31	-0.20	-0.09	0.01	0.10	0.46	0.68	0.84	0.99
Italy	-0.40	-0.28	-0.13	0.03	0.21	0.38	0.54	0.69	0.82	0.95	1.44	1.77	1.97	2.10
Spain	-0.54	-0.50	-0.41	-0.30	-0.17	-0.03	0.11	0.24	0.37	0.49	0.95	1.25	1.42	1.66
Netherlands	-0.68	-0.69	-0.65	-0.58	-0.50	-0.41	-0.32	-0.24	-0.16	-0.09	0.16	0.30	0.38	0.46
Austria	-0.56	-0.65	-0.61	-0.55	-0.46	-0.35	-0.24	-0.14	-0.05	0.03	0.33	0.49	0.59	0.70
Belgium	-0.65	-0.65	-0.60	-0.53	-0.44	-0.34	-0.24	-0.13	-0.03	0.07	0.50	0.76	0.91	0.99
Ireland	-0.59	-0.60	-0.54	-0.47	-0.38	-0.28	-0.17	-0.07	0.03	0.12	0.45	0.66	-	-
Portugal	-0.63	-0.58	-0.48	-0.35	-0.22	-0.08	0.05	0.19	0.31	0.43	0.89	1.18	1.35	1.45
Finland	-0.65	-0.67	-0.63	-0.56	-0.47	-0.37	-0.27	-0.17	-0.08	0.01	0.31	0.45	0.52	0.58
EUR Swap in %	-0.51	-0.47	-0.41	-0.33	-0.25	-0.17	-0.08	0.00	0.08	0.15	0.42	0.54	0.57	0.56

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,6%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
30.04.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.67	-0.37	-0.20	-0.07	0.03	0.11	0.17	0.23	0.28	0.33
AA-	-0.80	-0.43	-0.22	-0.06	0.06	0.15	0.24	0.31	0.37	0.43
A+	-0.60	-0.30	-0.12	0.01	0.11	0.19	0.26	0.32	0.37	0.42
A	-0.69	-0.34	-0.13	0.02	0.13	0.23	0.31	0.38	0.44	0.49
A-	-0.65	-0.31	-0.12	0.02	0.13	0.22	0.30	0.36	0.42	0.47
BBB+	-0.62	-0.25	-0.04	0.12	0.24	0.33	0.42	0.49	0.55	0.61
BBB	-0.54	-0.15	0.08	0.24	0.37	0.47	0.55	0.63	0.70	0.75
BBB-	-0.47	-0.04	0.21	0.39	0.52	0.63	0.73	0.81	0.88	0.95
BB+	0.33	0.87	1.19	1.42	1.59	1.73	1.86	1.96	2.05	2.13
BB	0.77	1.20	1.45	1.63	1.77	1.89	1.98	2.07	2.14	2.21
BB-	1.55	2.01	2.28	2.48	2.63	2.75	2.85	2.94	3.02	3.09
B+	n.a.	n.a.	3.18	3.12	3.08	3.05	3.02	3.00	2.98	2.96
B	2.60	3.01	3.24	3.41	3.54	3.65	3.74	3.82	3.88	3.95
B-	2.98	3.77	4.23	4.56	4.81	5.02	5.19	5.35	5.48	5.60
EUR Swap in %	-0.51	-0.47	-0.41	-0.33	-0.25	-0.17	-0.08	0.00	0.08	0.15

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,6%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
30.04.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.53	-0.34	-0.23	-0.15	-0.09	-0.04	0.00	0.04	0.07	0.10
AA-	-0.59	-0.33	-0.17	-0.07	0.02	0.09	0.15	0.20	0.24	0.28
A+	-0.57	-0.29	-0.12	-0.01	0.08	0.16	0.22	0.27	0.32	0.36
A	-0.41	-0.18	-0.05	0.04	0.11	0.17	0.22	0.27	0.31	0.34
A-	-0.43	-0.18	-0.04	0.07	0.15	0.21	0.27	0.32	0.36	0.40
BBB+	-0.44	-0.15	0.02	0.14	0.23	0.30	0.37	0.42	0.47	0.51
BBB	-0.38	-0.02	0.19	0.33	0.45	0.54	0.62	0.69	0.75	0.80
BBB-	-0.38	-0.11	0.05	0.16	0.25	0.32	0.38	0.43	0.48	0.52
EUR Swap in %	-0.51	-0.47	-0.41	-0.33	-0.25	-0.17	-0.08	0.00	0.08	0.15

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,6%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
30.04.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0.48	-0.49	-0.36	-0.32	-	-0.18	-	-0.07	-	-	-
AT	-0.50	-0.44	-0.40	-0.32	-0.22	-0.16	-0.13	-0.01	0.04	0.15	-
BE	-0.54	-0.48	-0.41	-0.35	-0.28	-0.15	-0.11	0.01	0.03	0.10	-
CA	-0.48	-0.46	-0.43	-0.33	-0.25	-0.15	-0.07	-	-	0.11	-
DK	-0.45	-	-0.31	-0.06	-	-0.16	-	-	-	0.14	-
FI	-0.52	-0.46	-0.37	-0.38	-0.24	-0.16	-	0.00	0.04	-	-
FR	-0.53	-0.49	-0.43	-0.36	-0.28	-0.19	-0.11	0.00	0.06	0.12	0.19
DE	-0.53	-0.50	-0.43	-0.36	-0.28	-0.20	-0.11	-0.03	0.04	0.08	0.15
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-0.52	-	-	-0.33	-	-	-	-	-	0.20	-
IT	-0.43	-0.38	-0.32	-0.28	-0.14	-0.11	-0.08	0.04	0.17	0.18	-
LU	-	-	-	-	-0.25	-0.16	-	-	-	-	-
NL	-0.48	-0.49	-0.39	-0.30	-0.26	-0.11	-0.09	0.00	0.08	-	0.21
NZ	-0.55	-0.45	-0.42	-	-0.24	-0.16	-	-	-	-	0.25
NO	-0.53	-0.48	-0.36	-0.26	-0.25	-0.12	-0.10	0.07	0.06	0.13	0.18
PL	-0.41	-0.44	-0.40	-0.28	-	-	-	-	-	-	-
PT	-0.44	-	-0.23	-	-	-0.15	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0.40	-0.32	-	-0.22	0.02	-	-	-	-
ES	-0.33	-0.36	-0.35	-0.26	-0.25	-0.09	-0.04	0.04	0.04	0.18	0.24
SE	-0.51	-0.43	-0.38	-0.33	-0.26	-0.22	-	-0.02	0.07	-	-
CH	-0.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0.55	-0.46	-0.39	-0.35	-0.17	-0.12	-0.15	0.06	-	-	-
JP	-	-0.43	-	-	-	-0.14	-	0.06	-	-	-
KR	-	-0.29	-	-0.29	-	-0.10	-	0.04	0.04	-	-
SK	-0.26	-	-	-0.21	-0.16	-	-	0.08	-	-	-
EUR Swap in %	-0.51	-0.47	-0.41	-0.33	-0.25	-0.17	-0.08	0.00	0.08	0.15	0.22

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,6%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
01.04.2021	Blickpunkt Strategie: Nachhaltigkeit ohne Globalisierung ist wie Luft ohne Sauerstoff
06.04.2021	Blickpunkt: LBBW Anleihekompass Green Bonds - Neuemissionen März 2021
07.04.2021	Blickpunkt: Inflationsmonitor März - Weiterer Anstieg, Energiepreise treiben Inflation
09.04.2021	Burkerts Blick
09.04.2021	Blickpunkt Aktienmärkte: Branchenallokation Q2 2021 - Tech, Versicherer, Energie und zwei neue Favoriten
12.04.2021	Strategy Flash Monthly Review März 2021 - DAX setzt Rekordjagd weiter fort
13.04.2021	Blickpunkt Strategie: Schwankungen am Devisenmarkt: Ausmaß, Bestimmungsgründe, anstehende Entwicklungen
13.04.2021	Blickpunkt Agencies: Wiederaufbaufonds: Karlsruhe fällt Berlin in den Arm. Was nun?
13.04.2021	Blickpunkt Corporates: Maschinenbauverband VDMA wird optimistischer
14.04.2021	Blickpunkt Corporates: Mobilität der Zukunft - E-Mobilität bringt den Automarkt unter Strom, Anpassung unserer BEV-Prognose
15.04.2021	Blickpunkt Corporates: Der deutsche Wohnungsbau entwickelt sich vom Pandemiegeschehen unbeeindruckt weiterhin positiv
16.04.2021	Blickpunkt Corporates: Wasserstoff - Chancen und Risiken einer vielversprechenden Technologie
16.04.2021	Blickpunkt Financials: Frankreichs Hypothekenmarkt im Fokus
16.04.2021	Blickpunkt Agencies: EU mausert sich zum Emittenten mit Sovereign-Charakter: Fundingpläne
16.04.2021	Blickpunkt Strategie: Von wegen "Sleepy Joe" - Die ersten 100 Tage der US-Präsidentschaft von Joe Biden
16.04.2021	Strategy Alert Renten: China - Wirtschaft im Reich der Mitte wieder on track
20.04.2021	Blickpunkt Financials: Pfandbriefbanken als Vorreiter im ESG Covered Bond Markt
20.04.2021	Strategy Alert Renten: EZB-Vorschau: Am besten keine neue Spekulation
20.04.2021	USA Strategy Alert Renten: US-Wirtschaftswachstum von 10 % für das 1. Quartal 2021 prognostiziert
21.04.2021	Blickpunkt Strategie: Schuldscheinmarkt wird im ersten Quartal 2021 grüner
21.04.2021	Strategy Alert Renten: Linker: Ebbt die Zugkraft der Reflationierung ab?
22.04.2021	Strategy Alert Renten: LBBW Strategy Alert - EZB: Wohltuende Langeweile
23.04.2021	Burkerts Blick
26.04.2021	Blickpunkt Strategie: Autonom fahrende Banken - Um was handelt es sich bei Dezentralized Finance (DeFi)?
26.04.2021	Strategy Alert Renten: Ifo-Geschäftsklima: Nur wenig Fortschritt im April
27.04.2021	Blickpunkt Strategie: Die LBBW Klimarisiko-Ampel - Einfluss des Klimawandels auf China
27.04.2021	Blickpunkt Agencies: Die EU auf dem Weg zum weltweit größten Emittent von Anleihen mit grünem oder sozialem Bezug
27.04.2021	Ausgewählter Blickpunkt: Schuldscheinmarkt wird im ersten Quartal 2021 grüner
27.04.2021	Strategy Alert Renten: Bank of Japan hält weiterhin Kurs
28.04.2021	Strategy Alert Renten: Fed lässt Märkte weiterhin im Dunkeln bezüglich Exit-Zeitplan
29.04.2021	USA Strategy Alert Renten: US-Wachstum schnell im 1. Q. 2021 mit einer Jahresrate von 6,4 % empor
30.04.2021	Strategy Alert Renten: LBBW Strategy Alert - Deutsches BIP in Q1/2021 um 1,7 % geschrumpft

Publikationen des LBBW Strategy Research im Überblick

Publikationen LBBW Strategy Research

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

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

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein, Hongkong, Korea, der Republik China (Taiwan), in Singapur und der Volksrepublik China.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

Der Inhalt und die hierin enthaltenen Informationen wurden von der Securities and Futures Commission und/oder einer anderen Aufsichtsbehörde in Hongkong weder geprüft noch bestätigt.

Diese Veröffentlichung enthält oder begründet keinerlei Aufforderung, Werbung oder sonstiges Dokument mit der Aufforderung (a) zum Abschluss oder Angebot des Abschlusses (i) einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme von Wertpapieren oder (ii) einer Vereinbarung über eine regulierte Kapitalanlage oder einer Vereinbarung zum Erwerb, zur Veräußerung, Zeichnung oder Übernahme eines anderen strukturierten Produkts oder (b) zum Erwerb eines Anteils oder zur Beteiligung oder zum Angebot des Erwerbs eines Anteils oder einer Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage. Darüber hinaus enthält diese Veröffentlichung keinen Wertpapierprospekt („prospectus“) gemäß Definition in § 2(1) der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) (Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance).

Die Landesbank Baden-Württemberg besitzt keine Zulassung für die Ausübung regulierter Tätigkeiten in Hongkong.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

Dieser Bericht wird Ihnen wie erbeten zur Verfügung gestellt und ist in keiner Weise als Anlageaufforderung, Angebot zum Verkauf von Finanzanlageprodukten oder öffentliches Angebot von Wertpapieren in der Republik Korea („Korea“) durch die LBBW oder eines ihrer verbundenen Unternehmen auszulegen. Weder die LBBW noch eines ihrer verbundenen Unternehmen gibt eine Zusicherung hinsichtlich der Fähigkeit der Empfänger dieses Berichts zum Erwerb von Finanzanlageprodukten nach koreanischem Recht, insbesondere nach dem Devisengesetz (Foreign Exchange Transaction Act) und den darin veröffentlichten Vorschriften und Regelungen, ab.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Dieser Bericht kann taiwanesischen Empfängern von außerhalb Taiwans zur Verfügung gestellt werden, darf jedoch nicht innerhalb Taiwans verteilt/weitergegeben werden und stellt keine Empfehlung von Wertpapieren innerhalb Taiwans dar und darf nicht als Grundlage für eine solche Empfehlung verwendet werden.

Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

Dieser von der LBBW erstellte Bericht ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt. Die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die individuellen Bedürfnisse bestimmter Personen werden hierin nicht berücksichtigt. Sie sollten Ihre spezifischen Anlageziele, finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse abwägen, bevor Sie eine Handelsverpflichtung eingehen, einschließlich einer Beratung hinsichtlich der Eignung der Anlage durch einen unabhängigen Finanzberater. Es wird keine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Demnach handelt jede Person, die sich auf diese Informationen stützt, gänzlich auf eigenes Risiko. Dieser Bericht stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Abschluss eines Geschäfts mit einem Finanzinstrument dar. Alle geäußerten Ansichten und Meinungen können sich ändern, ohne dass Sie darüber informiert werden.

Dieser Bericht wurde Ihnen auf der Grundlage übermittelt, dass Sie ein institutioneller Anleger („institutional investor“) (gemäß Definition in § 4A(1) des Wertpapier- und Futures-Gesetzes (Kap. 289) von Singapur (Securities and Futures Act)) sind. Folglich muss dieser Bericht nicht die §§ 25 bis 29 und 36 des Finanzberatergesetzes (Kap. 110) von Singapur (Financial Advisers Act) erfüllen und Sie unterstehen nicht dem Schutz der entsprechenden Bestimmungen in Verbindung mit der Offenlegung von Produktionsinformationen, falschen oder irreführenden Angaben, dem Vorliegen einer angemessenen Grundlage für Empfehlungen und Anforderungen der Offenlegung von Beteiligungen für Empfehlungen bezüglich ausgewählter Produkte.

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für qualifizierte inländische institutionelle Anleger (QDII) bestimmt. Wenn Sie kein QDII sind, sollten diese Informationen unberücksichtigt bleiben und gelöscht werden.

Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht für das Angebot oder den Verkauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten innerhalb der Volksrepublik China bestimmt, worin für diese Zwecke Hongkong, die Sonderverwaltungszone Macau und Taiwan nicht inbegriffen sind. Alle hierin enthaltenen oder durch Bezugnahme einbezogenen Informationen bezüglich Wertpapieren oder Finanzprodukten stellen kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder Finanzprodukten in der Volksrepublik China dar. Die hierin enthaltenen Informationen und die in Bezug genommenen Wertpapiere und Finanzprodukte wurden und werden bei bzw. von keiner Behörde in der Volksrepublik China vorgelegt, genehmigt, geprüft oder eingetragen und dürfen deshalb in der Volksrepublik China nicht an die Öffentlichkeit verteilt oder in Verbindung mit einem Angebot zur Zeichnung oder zum Verkauf der Wertpapiere oder Finanzprodukte in der Volksrepublik China verwendet werden. Jeder Anleger, der an einer Anlage in Wertpapiere oder Finanzprodukte, wie hierin beschrieben, interessiert ist, muss alle in der Volksrepublik China geltenden Gesetze und Vorschriften befolgen und ist allein für die Einhaltung aller in der Volksrepublik China geltenden regulatorischen Verfahren verantwortlich.

Disclaimer

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebs Händler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.