



23.02.2021 • Rolf Schäffer, Dirk Chlench, Elmar Völker, Michael Köhler, Uwe Streich

LBBW
Bereit für Neues

LBBW Kapitalmarktkompass-Update

Mutanten und Reflationierungsdiskussion sorgen für Verunsicherung

Erstellt am: 23.02.2021 09:47

Corona-Update



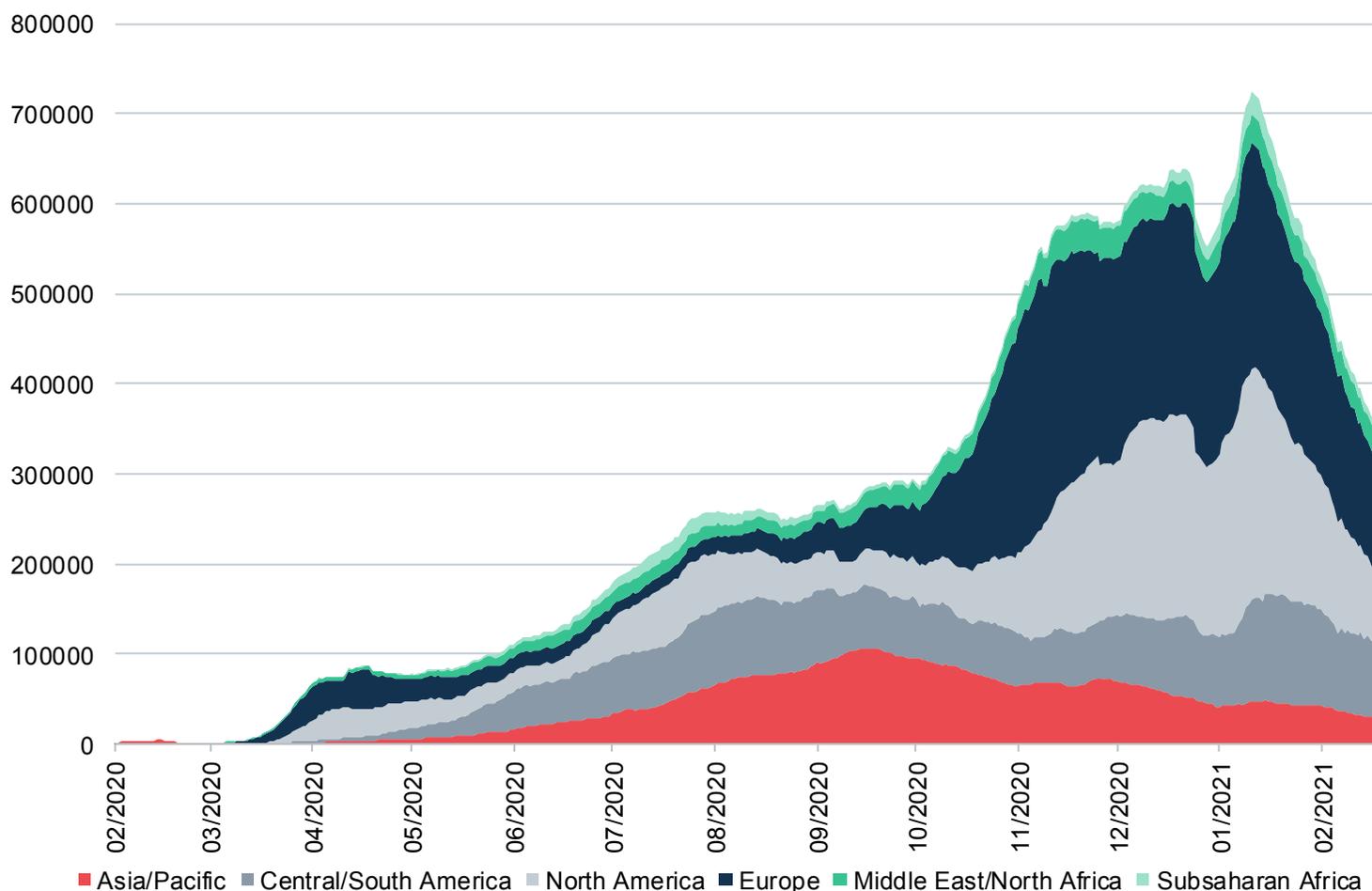
- Halbierung der weltweiten Fallzahlen seit Anfang Januar! Zuletzt hat sich Rückgang der Zahlen allerdings etwas abgeschwächt. 7-Tages-Inzidenz in Deutschland steigt wieder leicht an.
- Mutanten in Deutschland auf dem Vormarsch – sowohl relativ als auch absolut.
- Bundeskanzlerin Merkel plädiert für Stufenplan nach Inzidenzzahlen. Ob die entscheidenden Schwellenwerte innerhalb der nächsten Wochen zu erreichen sind, erscheint uns fraglich.
- Israel: Impffortschritt zeigt deutliche Wirkung bei Fallzahlen und Sterbefällen. Biontech-Impfstoff reduziert Virusübertragung um 89%. Lockdown-Maßnahmen werden zügig zurückgenommen. Zudem gibt es Sonderrechte für Geimpfte (z.B. die Möglichkeit, Fitnessstudios zu besuchen).
- Impflieferungen für Deutschland: Ab dem zweiten Quartal dürfte es voran gehen! Impfangebot für Ü80 bis Mitte / Ende März. Bis 30.06. könnten 50% der deutschen Bevölkerung ein Impfangebot erhalten. Herdenimmunität (70% Impfquote) könnte im August erreicht sein.

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

Weltweit deutlicher Rückgang der Neuinfektionen

Neuinfektionen nach Regionen auf Basis des 7-Tage-Mittelwerts

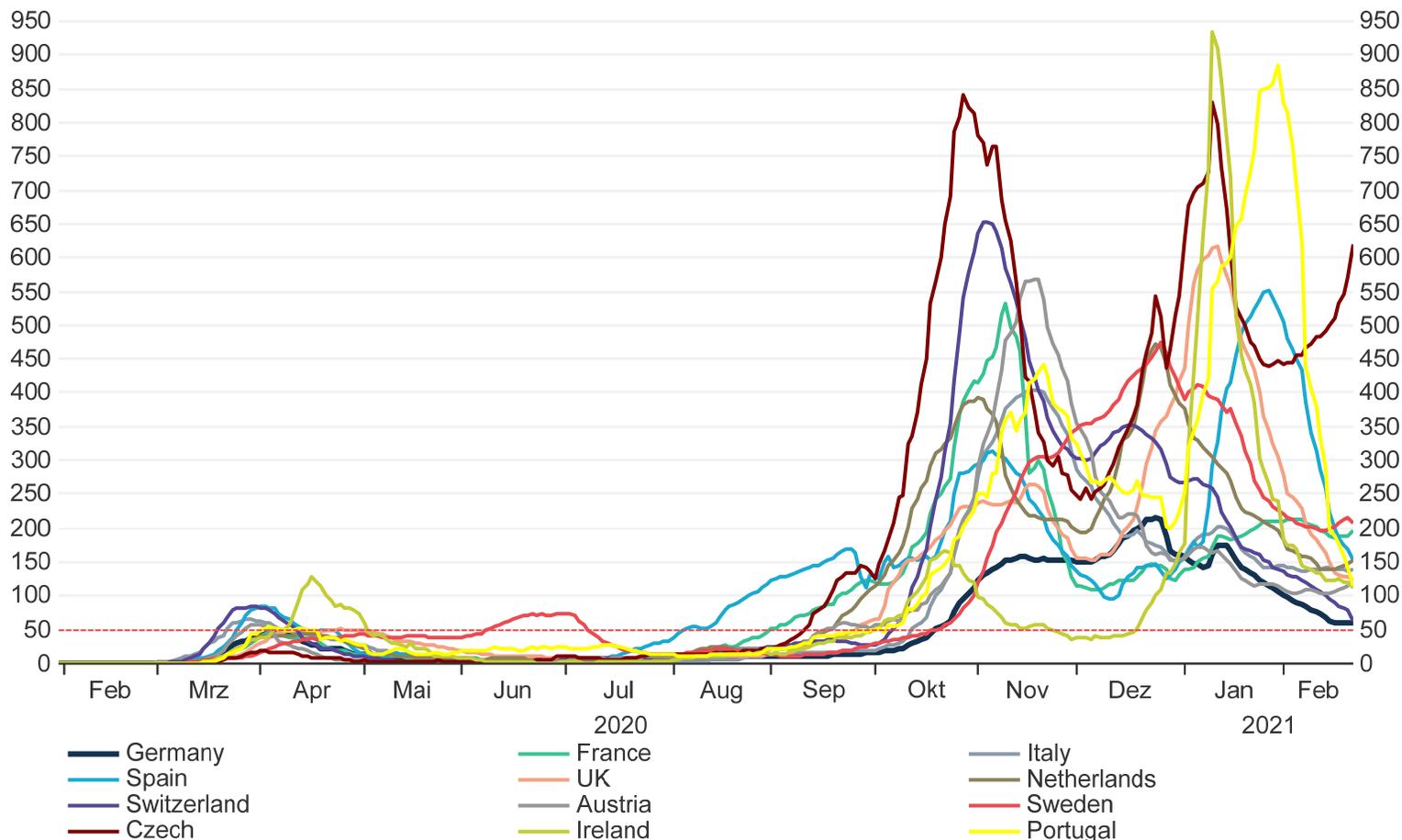


- Weltweit Halbierung der Fallzahlen seit Anfang Januar!
- Starker Rückgang vor allem in den Vereinigten Staaten und in Europa.
- Verdacht: Effekte einer frühen Herdenimmunität (Altersgruppen / soziale Gruppen / regional).
- Zuletzt hat sich der Rückgang der Zahlen etwas abgeschwächt.

Quelle: Ourworldindata.org, LBBW Research

Infektionslage in Europa: 7-Tages-Inzidenz in Deutschland zuletzt wieder leicht angestiegen

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



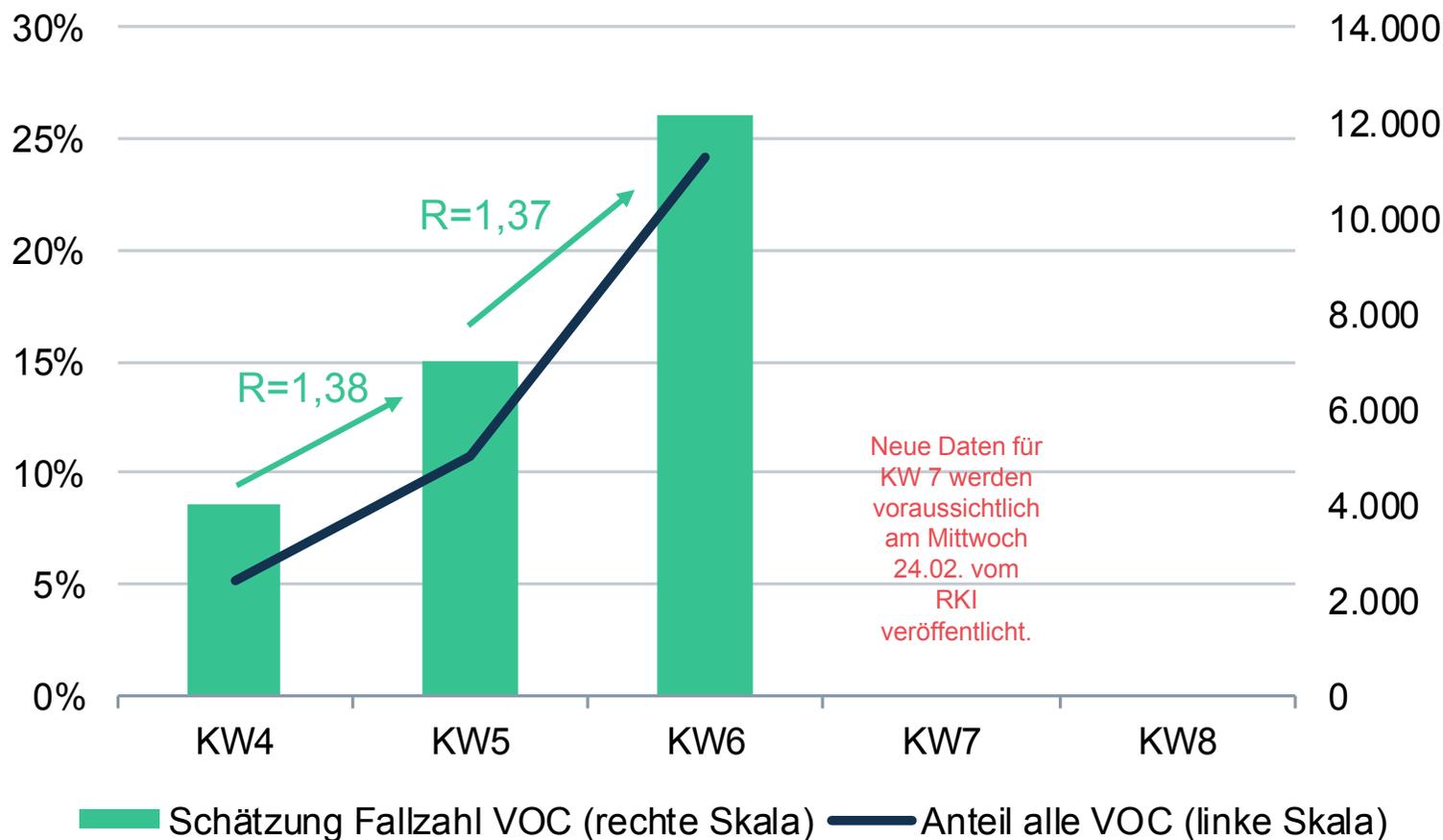
- Seit Mitte Januar fallen die Inzidenzzahlen in den meisten europäischen Ländern.
- Auch Länder mit signifikanten Anteilen ansteckenderer Mutationen mit rückläufigen Inzidenzzahlen (z.B. UK, Irland und zuletzt auch Portugal) – das macht Hoffnung.
- Spannend wird sein, ob es gelingt, die Inzidenzzahlen trotz Lockerungen bzw. Ausbreitung ansteckenderer Mutanten tief zu halten bzw. weiter zu senken.
- Insbesondere Österreich stellt hierbei einen Testballon dar. Dort öffneten Schulen, Kitas und Läden bereits Anfang vergangener Woche. Seitdem ist ein leichter Anstieg der Inzidenzzahlen zu erkennen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Mutanten in Deutschland auf dem Vormarsch – sowohl relativ als auch absolut

Variants of Concern (VOC): Anzahl und Anteil

Geschätzte Fallzahl pro KW sowie ihr Anteil an allen nachgetesteten Positivproben

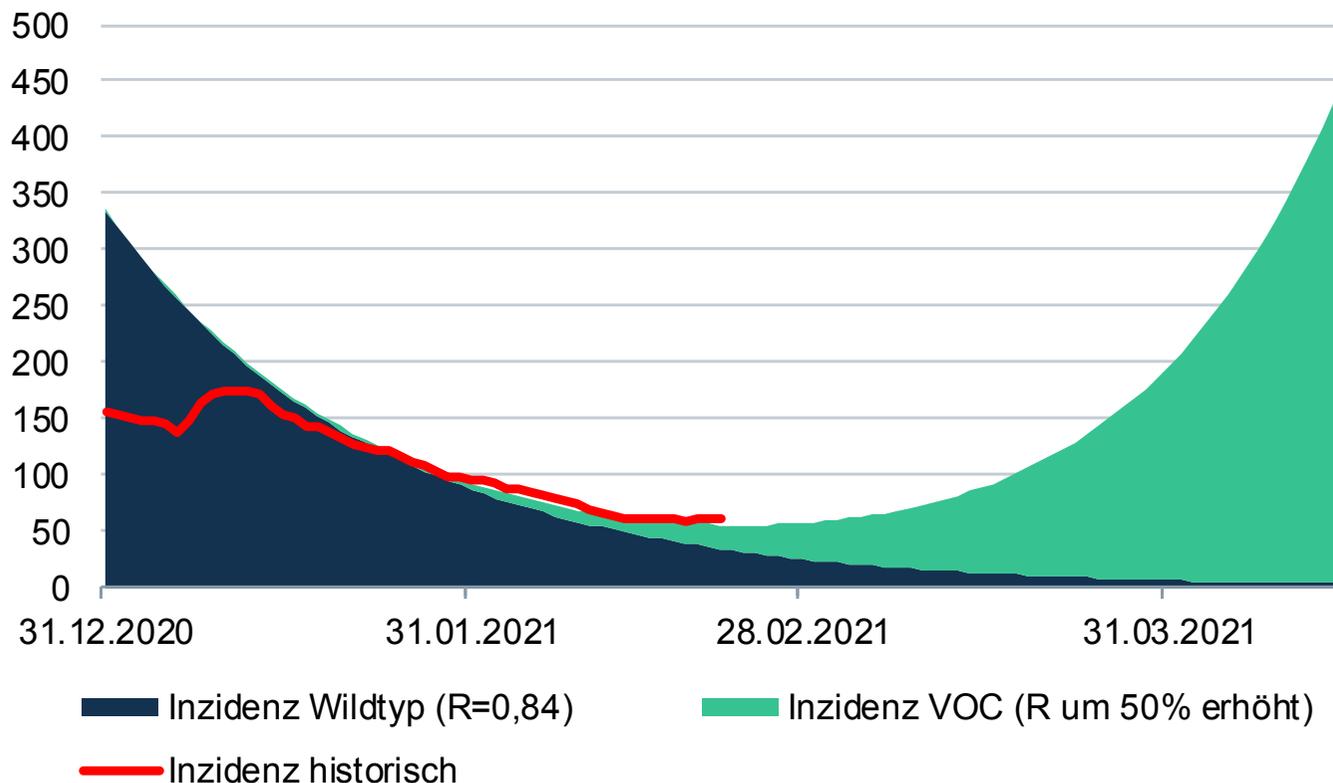


- Anhand von Daten des wöchentlichen Berichts zum Vorkommen von Variants of Concern (VOCs) in SARS-CoV-2-positiven Proben im Rahmen der RKI-Testzahlerfassung sowie der jeweiligen Anzahl an registrierten Neuinfektionen extrapolieren wir die absolute Anzahl der durch neue Virusvarianten bedingten Neuinfektionen.
- Es zeigt sich, dass der Anteil ansteckenderer Varianten (B.1.1.7, B.1.351 und andere) an den gesamten Neuinfektionen zuletzt gestiegen ist. Auch ist die absolute Anzahl der durch sie bedingten Neuinfektionen in den vergangenen vier Wochen gestiegen, und zwar mit einer hohen Reproduktionsrate von rund 1,37.

Quelle: RKI, LBBW Research

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

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



- Die relative und die absolute Ausbreitung von B.1.1.7 dürften in den vergangenen Wochen von einem starken Rückgang des „Wildtyps“ in Deutschland überlagert worden sein.
- In Deutschland dürfte der Überschneidungspunkt aktuell erreicht sein.
- Folge:
→ Die Inzidenzzahlen dürften erneut ansteigen.
→ Ab der 10. KW dürfte die Inzidenz in fast allen Landkreisen über 35 liegen. Die angestrebte Öffnung des Einzelhandels käme nicht zum Tragen.
- Die Politik steht vor schwieriger Entscheidung:
a) Verlängerung des vergleichsweise harten Lockdowns, bis die Impfquote den R-Wert deutlich drückt (vermutlich nicht vor Mai).
b) Tolerierung eines gewissen Anstiegs der Inzidenzzahlen mit perspektivisch moderaten Lockerungen (Ü80 mehrheitlich geimpft), solange die Anzahl der Sterbefälle / die Intensivbettenbelegung nicht wieder deutlich steigen bzw. die Inzidenzzahlen nicht völlig aus dem Ruder laufen.

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

Quelle: LBBW Research

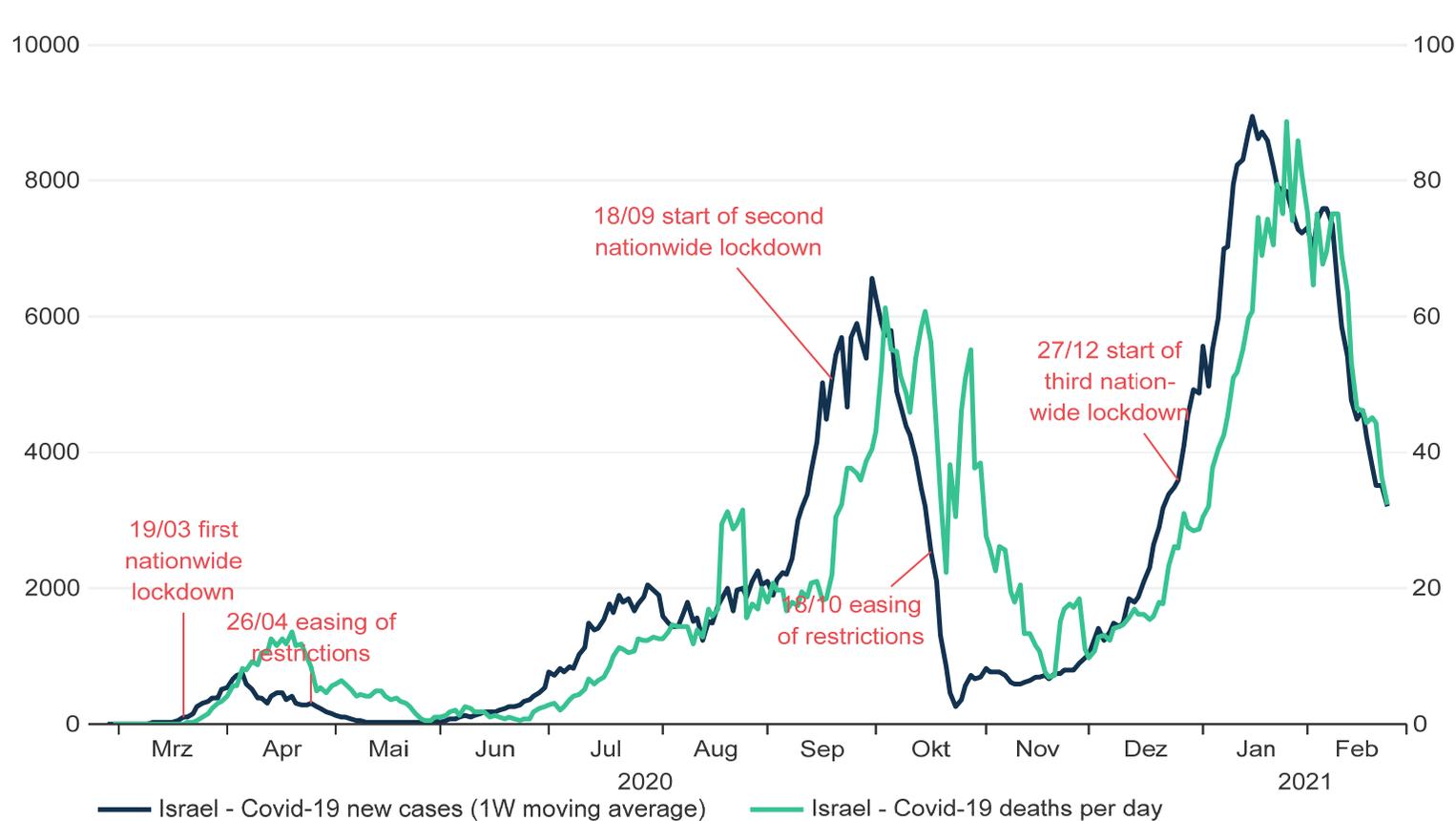
MerkeIs Stufenplan nach Infektionszahlen – Ist eine 50er-Inzidenz überhaupt absehbar zu erreichen?

Bundeskanzlerin MerkeIs Stufenplan nach Infektionszahlen:

- **Erster Schritt:** Wenn am 1. März die Anzahl der Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner **deutschlandweit geschätzt bei 50 liegt**, dürfen Frisiersalons, Kitas und Grundschulen öffnen; die Friseurinnen und Friseure haben den Startschuss bekommen; in vielen Bundesländern öffnen die Schulen ab heute.
- **Der nächste Schritt:** Wenn dann die Neuinfektionen **stabil bleiben und sogar unter 35 Neuinfektionen** pro 100.000 Einwohner fallen, könnten **der Einzelhandel, Museen und Galerien öffnen**.
- **Schließlich kommen zum Schluss** laut Merkel **private Kontakte, Gruppensport, Kino, Theater, Restaurants – und als letzte die Hotels**. Diesen Schritt hat sie an keiner Inzidenzzahl festgemacht.
- Merkel: Immer wenn wir stabil 14 Tage lang bei 35 bleiben und der vorherige Öffnungsschritt nicht zu einem Anstieg der Fallzahlen geführt hat, dann der nächste Schritt gegangen werden.

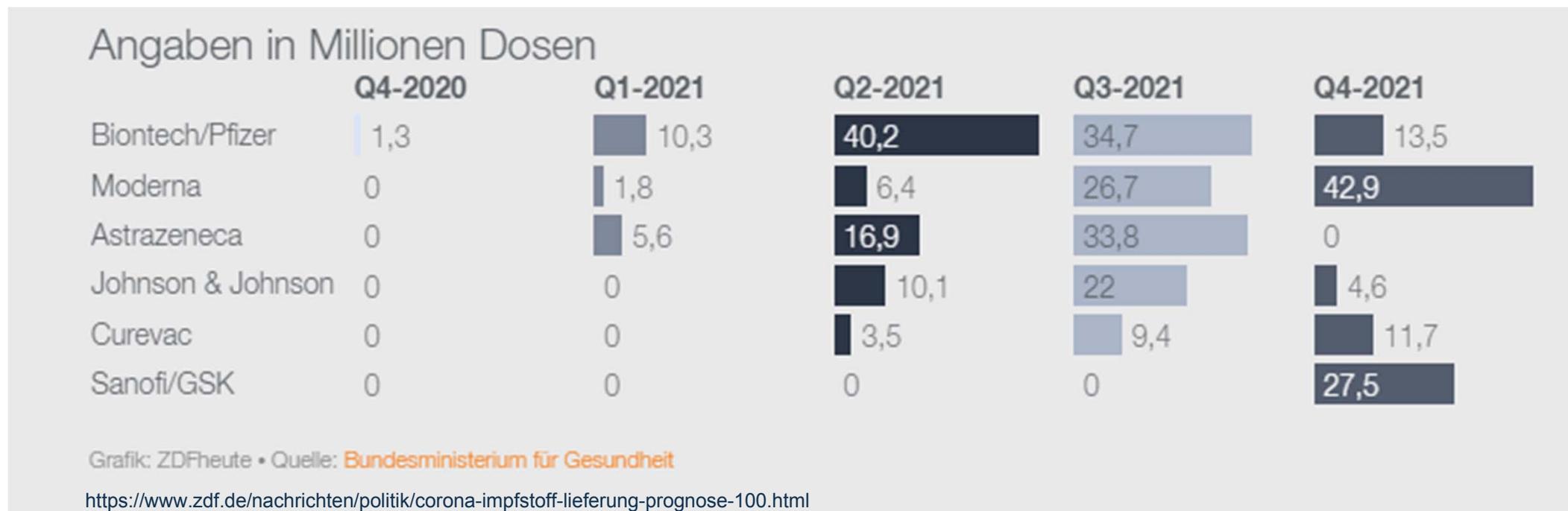
Israel: Impffortschritt zeigt deutlich Wirkung – Biontech-Impfstoff reduziert Virusübertragung um 89%

Neuinfektionen und Todesfälle in Israel Anzahl täglich



- Sowohl die Anzahl der täglichen Neuinfektionen als auch die Anzahl der Sterbefälle geht deutlich zurück.
- Eine mittlerweile hohe Impfquote (50% der Bevölkerung sind einmal geimpft, 30% haben zwei Impfungen erhalten).
- Die Wirksamkeit des Biontech- / Pfizer-Impfstoff wird als sehr hoch eingeschätzt. Zudem wirkt der Impfstoff nicht nur gegen die Erkrankung, sondern er verhindert auch eine Infektion. Die Virusübertragung soll gemäß Zahlen aus Israel um 89,4% reduziert sein (Bericht des „Spiegel“ vom 21.02.2021).
- Lockdown-Maßnahmen werden sukzessive zurückgenommen. Zudem gibt es Sonderrechte für Geimpfte (z.B. die Möglichkeit, Fitnessstudios zu besuchen).

Impflieferungen für Deutschland: Ab dem zweiten Quartal dürfte es voran gehen! Impfangebot für Ü80 bis Mitte / Ende März



	Ende 20	Ende Q1	Ende Q2	Ende Q3
Zugelas. Impfstoffe	1,3	17,7	63,5	95,2
Kumuliert	1,3	19,0	82,5	177,7
plus J&J u. Curevac	1,3	17,7	77,1	126,6
Kumuliert	1,3	19,0	96,1	222,7

Aus heutiger Sicht stehen bis 30.Juni 82,5 Mio. Impfdosen zur Verfügung. D.h. 50% der dt. Bevölkerung könnten damit geimpft werden.

Quelle: ZDF, Bundesministerium für Gesundheit, LBBW Research

USA – Droht die US-Wirtschaft heiß zu laufen?

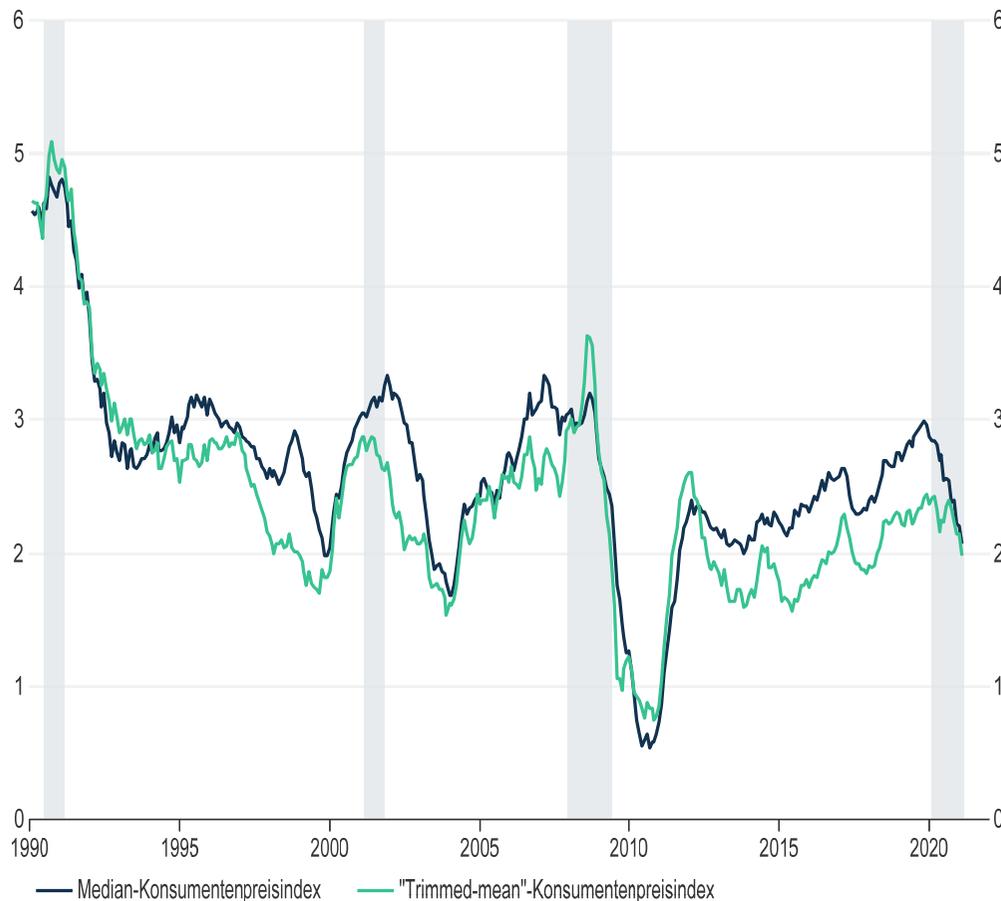


- USA: Die Inflation ist zwar typischerweise ein spätzyklisches Phänomen, aber die Produktionslücke wird schon bald geschlossen sein. Dies dürfte Preisaufwärtsdruck erzeugen.
- Die US-Einzelhandelsumsätze schnellten im Januar 2021 um 5,3% empor. Im Zuge dessen haben wir unsere Prognose für die US-Wirtschaftsleistung des ersten Quartals 2021 verdoppelt, und zwar auf rund 8%. Dies sollte schon die halbe Miete für das Erreichen unserer Wachstumsprognose in Höhe von 5,5% für das Gesamtjahr 2021 sein.
- Die Investitionsneigung der Unternehmen ist nach dem Wahlsieg der Demokraten – im Gegensatz zur Befürchtung mancher Ökonomen – nicht eingebrochen. Eine Ausnahme stellen die Kleinunternehmen dar.

USA: Inflation fällt zwar in Erholungsphasen, aber ...

Alternative Inflationsmaße

Veränderung ggü. dem Vorjahresmonat, in %

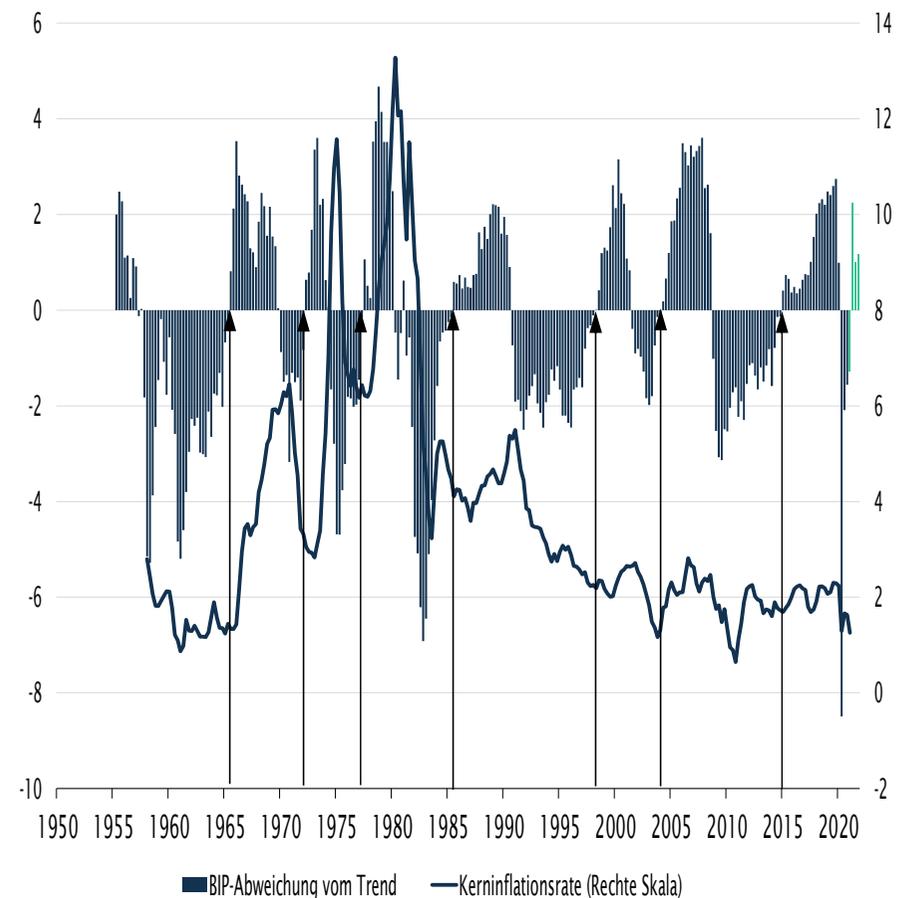


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

23.02.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

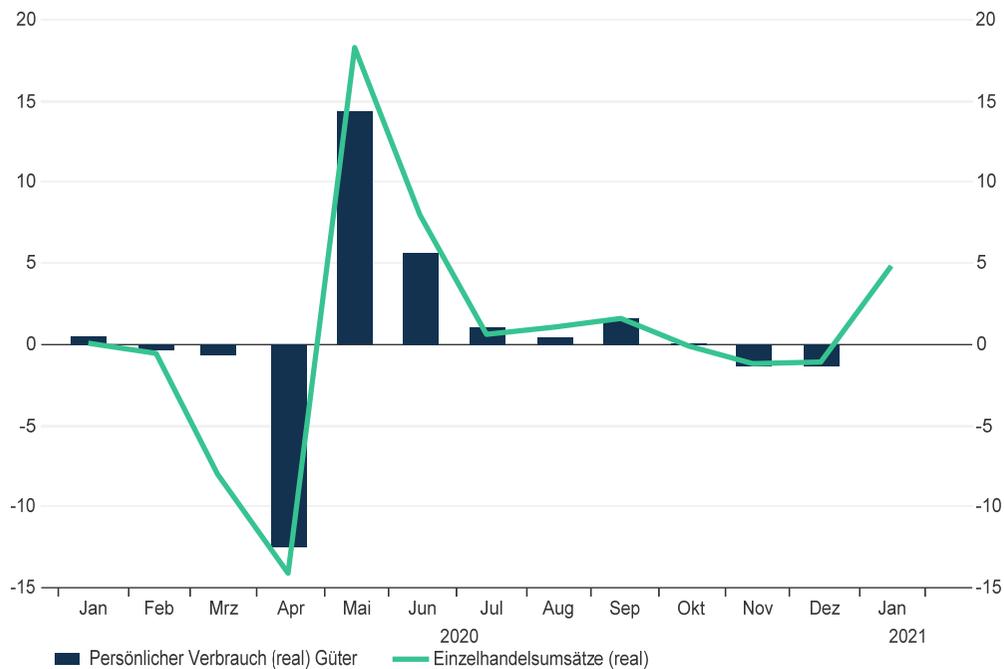
Produktionslücke und Kerninflation

Quartalswerte



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

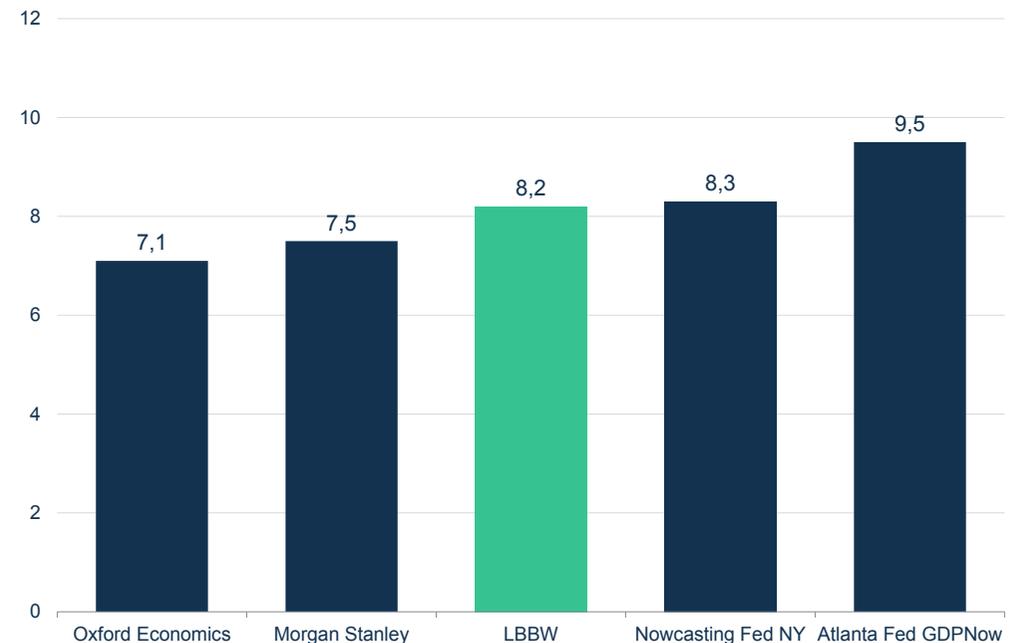
Persönlicher Verbrauch und Einzelhandelsumsätze (Veränderung ggü. dem Vm., in %)



Die Einzelhandelsumsätze schossen im Januar – nach drei Rückgängen in Folge – in nominaler Rechnung mit einer Veränderungsrate von 5,3 % gegenüber dem Vormonat empor. Sie übertrafen damit die Erwartungen um Längen. Diese Überraschung lässt einen Anstieg des persönlichen Verbrauchs im 1. Quartal 2021 um rund 10 % erwarten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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



Nach der Veröffentlichung der Einzelhandelsumsätze haben eine Reihe von US-Volkswirten ihre Prognosen für den BIP-Zuwachs des ersten Quartals 2021 spürbar angehoben. Nach unserer, ebenfalls revidierten, Prognose wird die US-Wirtschaft im ersten Quartal mit einer Jahresrate von gut 8 % zulegen.

USA: Demokraten sind kein Schreckgespenst für die Wirtschaft

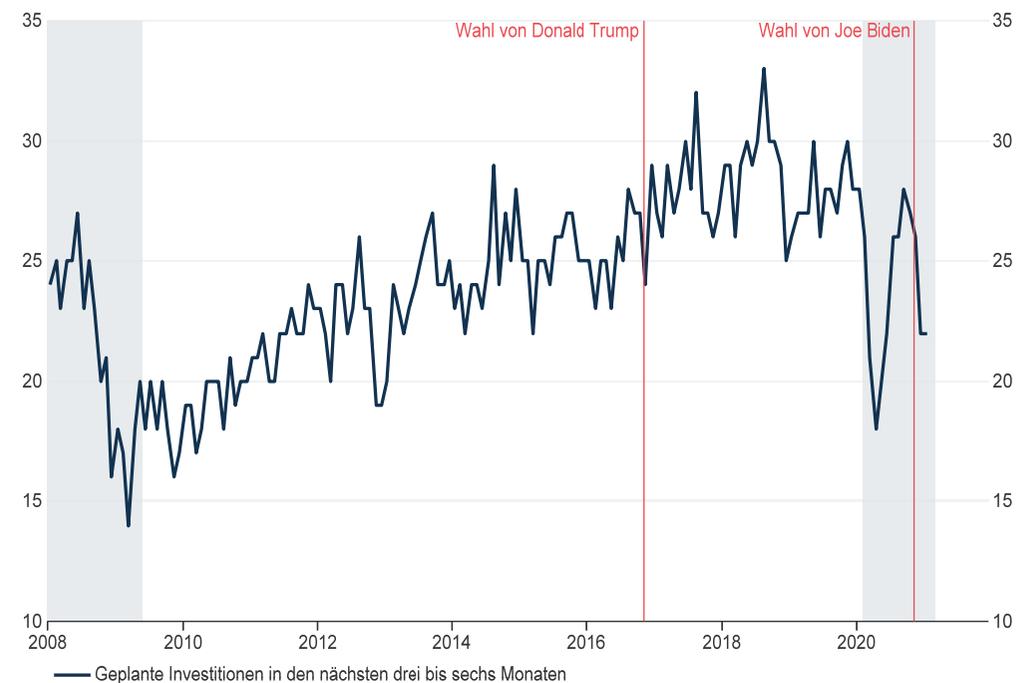
Investitionsneigung im Verarbeitenden Gewerbe (Monatswerte, Diffusionsindex)



Im Vorfeld der US-Präsidentenwahl hatten einige Ökonomen befürchtet, dass eine Wahl Joe Bidens zum US-Präsidenten aufgrund von dessen Plänen zur Erhöhung der Unternehmenssteuern und zur Verdoppelung des Mindestlohns die Investitionsneigung der Unternehmen eintrüben und somit die Konjunktur dämpfen werde.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Investitionspläne der Kleinunternehmen (Monatswerte)

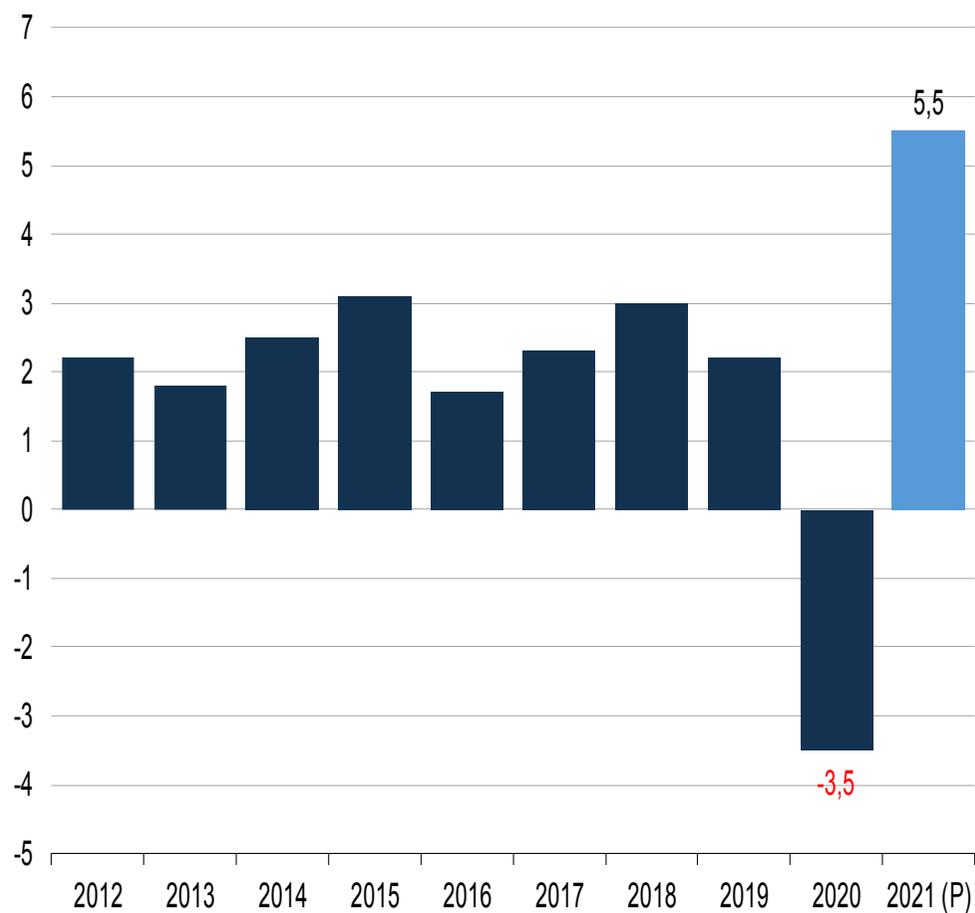


Die Umfragen einiger regionaler Fed-Banken unter Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes zeigen keine Eintrübung der Investitionsneigung an. Auch der Aktienmarkt hat Bidens Wahl goutiert und neue Höhen erklommen. Bei alledem ist einzuräumen, dass sich die Investitionsneigung der Kleinunternehmen gemäß der Umfrage ihres Interessenverbandes seit November 2020 verschlechtert hat.

USA: Wachstums- und Inflationsprognosen

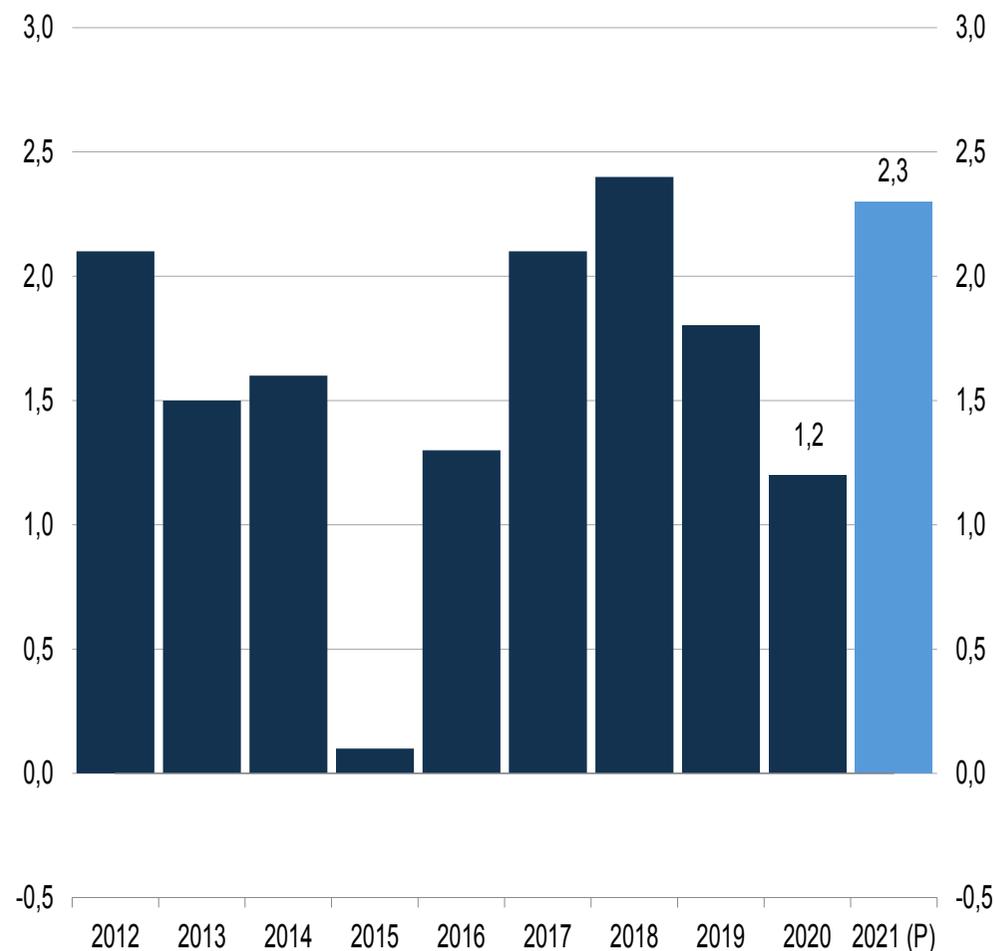
Bruttoinlandsprodukt

Veränderung ggü. dem Vorjahr, in %



Konsumentenpreisindex

Veränderung ggü. dem Vorjahr, in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

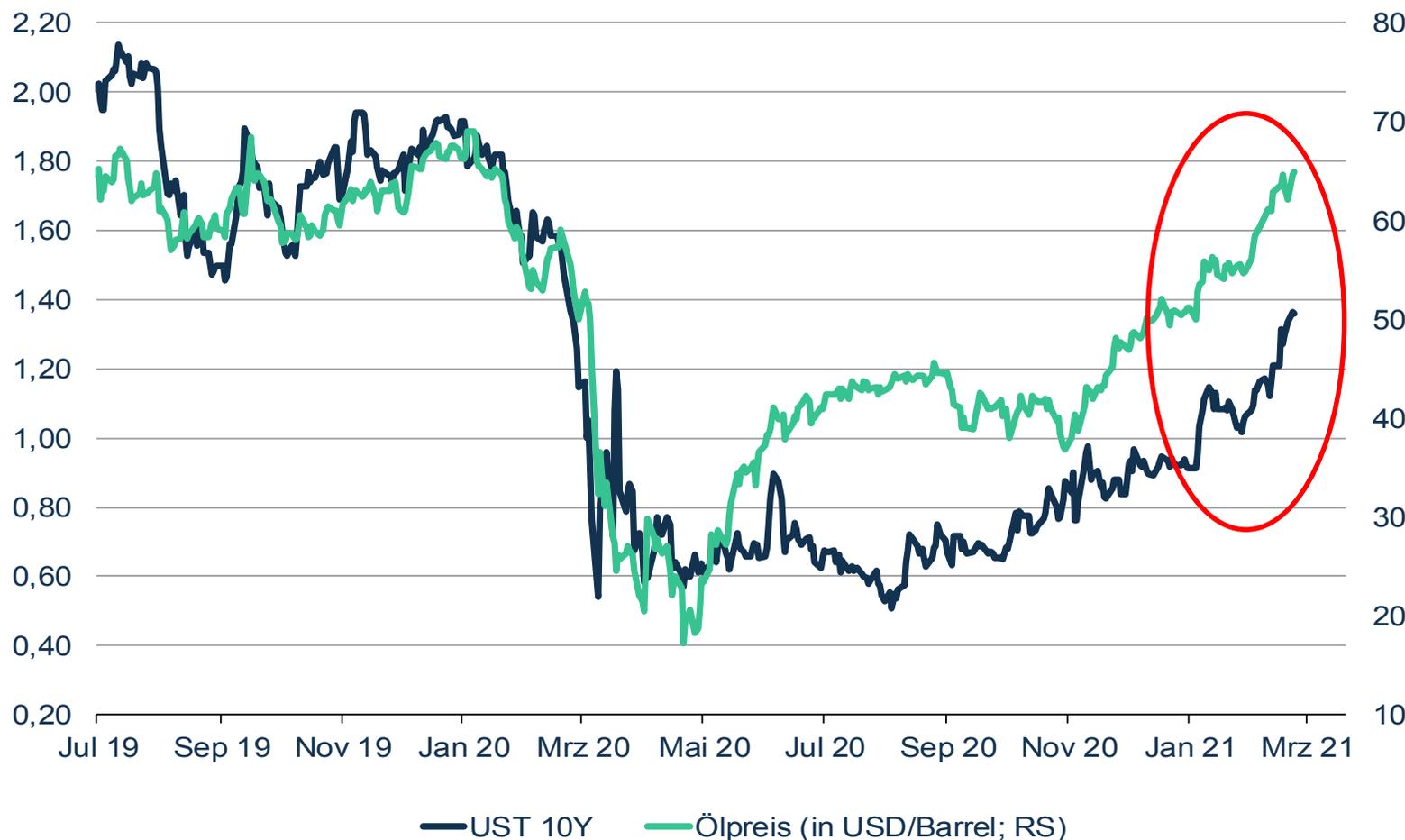
Wie weit geht der Kursrutsch am Rentenmarkt?



- 10-Jahres-US-Treasuryrendite steigt im Sog von Reflationierungsspekulationen auf ein 12-Monatshoch.
- „Convexity Hedging“ bei MBS wirkt trendverstärkend.
- Im Euroraum stehen Ultra-Langläufer unter besonders starkem Renditeaufwärtsdruck; 30-jährige Bundrendite wieder deutlich über null.
- Schwacher Jahresstart am Rentenmarkt ist statistisch gesehen ein schlechtes Omen für das Gesamtjahr.
- Wiederholt sich die Entwicklung des Jahres 2013? Wir glauben: Eher nein, denn die Notenbanken sind besonders sensibel für die Gefahren eines erneuten „Taper Tantrums“.

USD-Rentenmarkt: 10Y-US-Treasuryrendite erreicht 12-Monatshoch

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Rohölpreis

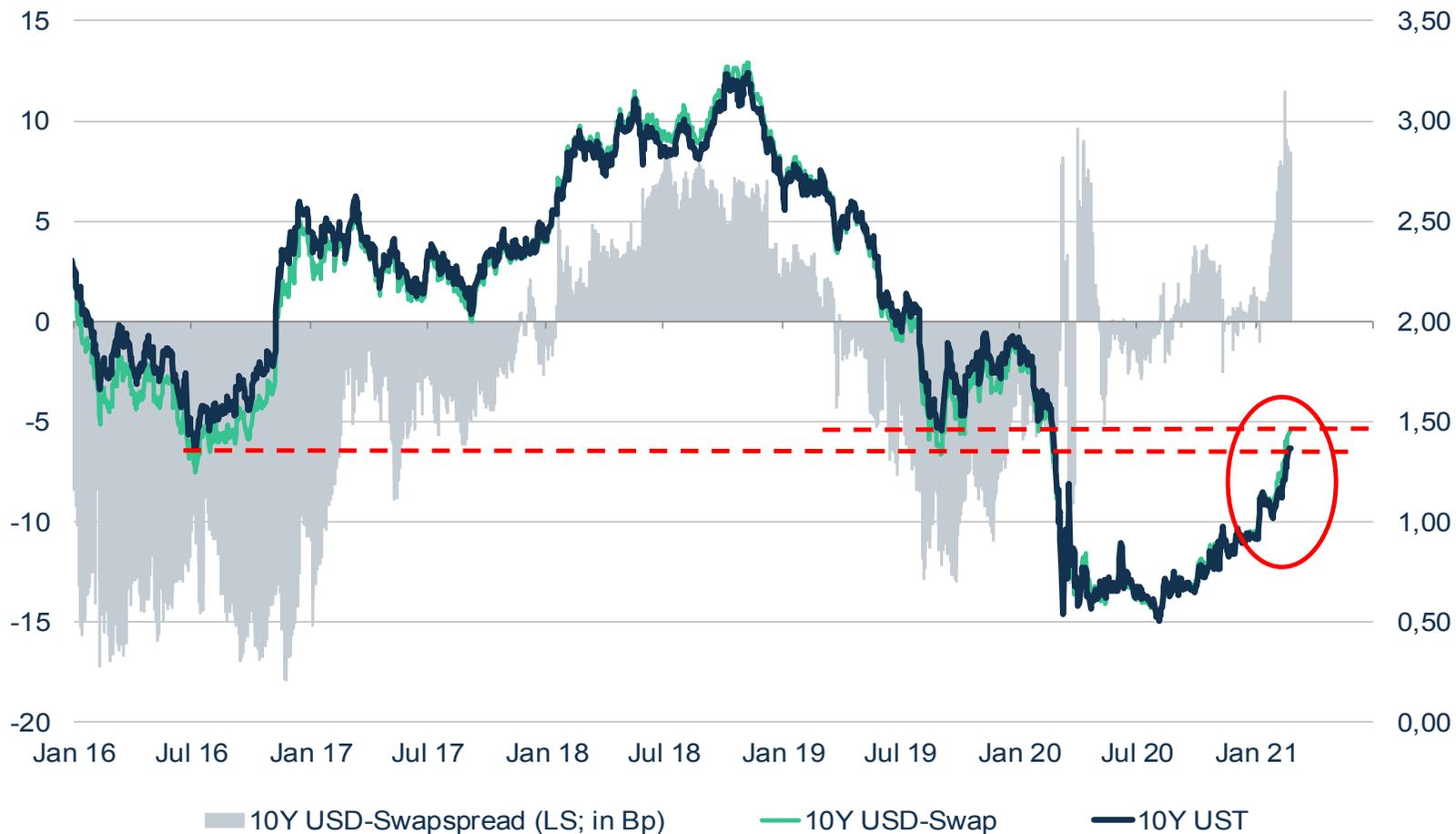


- Die Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich höherer Inflation in Folge massiver Konjunkturstimuli ist zunehmend bestimmend für den Trend am Rentenmarkt.
- Reflationierungsspekulationen werden unter anderem durch eine Rally der Rohölpreise befeuert, die inzwischen das höchste Niveau seit Anfang 2020 erreicht haben.
- Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte im Zuge dessen erstmals seit Februar 2020 wieder über die Marke von 1,20 %.
- Machen sich die USD-Langfristzinsen nun ebenfalls auf den Weg, die Lücke zum Vor-Corona-Niveau komplett zu schließen?

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: „Convexity Hedging“ bei MBS wirkt trendverstärkend

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und 10Y USD-Swapsatz



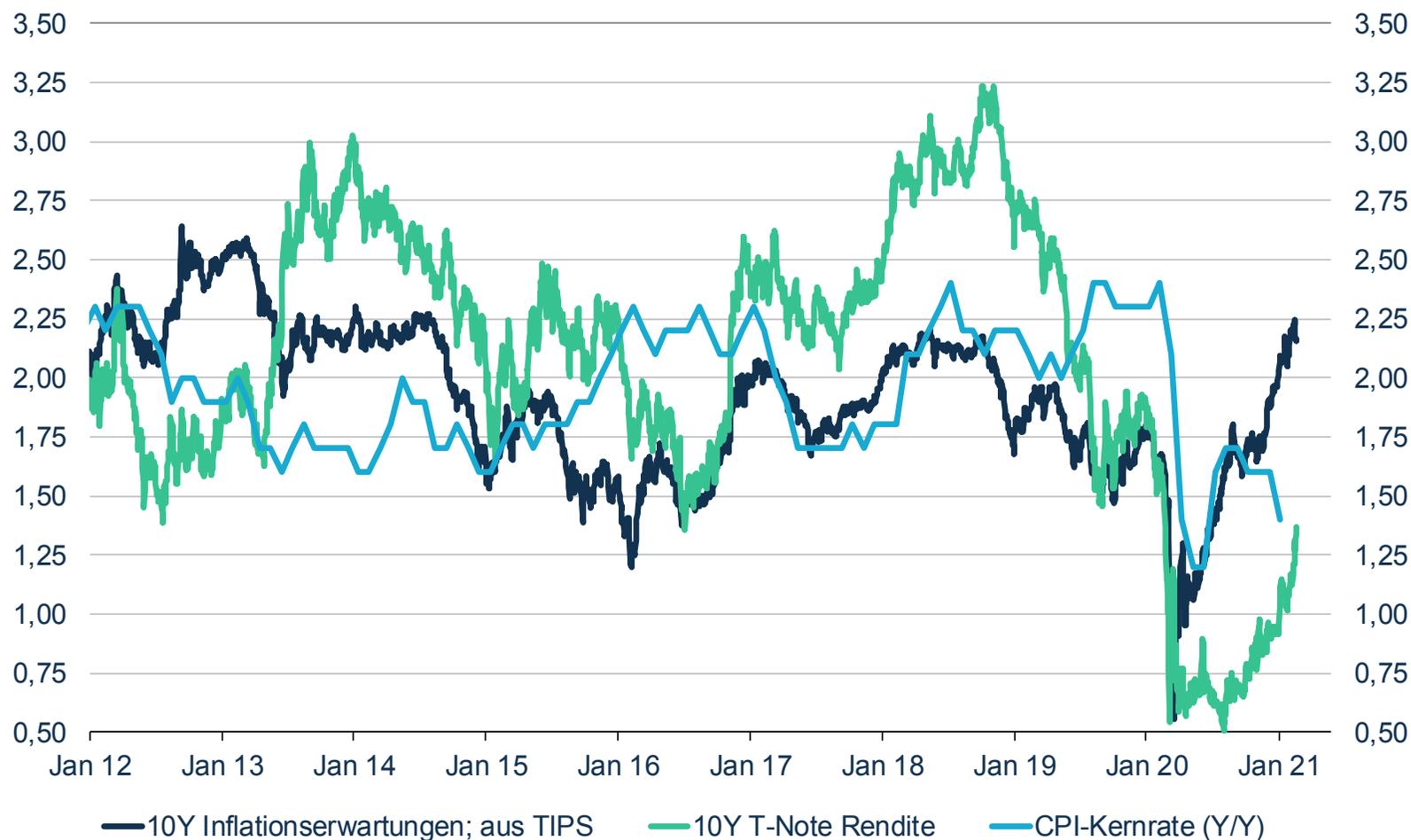
- Neben der Reflationierungsdebatte gibt es trendverstärkende Faktoren, welche die Aufwärtsbewegung der langfristigen US-Renditen beschleunigt haben dürften.
- Hierzu zählt das sogenannte „Convexity Hedging“ durch Investoren in hypothekenbesicherten Wertpapieren, vorwiegend über den USD-Swapmarkt.
- Ein Indiz hierfür ist u.E. die jüngste prozyklische Ausweitung der USD-Swapsreads. Speziell die Sätze langlaufender Swaps sind stärker gestiegen als die entsprechenden Treasuryrenditen.
- 10-jährige Treasuries haben inzwischen das Vor-Corona-Tief bei 1,35 % (per Tagesschluss) erreicht. Ein nachhaltiges Überschreiten führt auf schnellem Weg in Regionen um 1,50 %.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

23.02.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

USD-Rentenmarkt: Inflationserwartungen nahe 7-Jahreshoch – entfernt sich die Reflationierungsspekulation von der Realität?

US-Kerninflation (Y/Y) und langfristige Inflationserwartungen



- Die Reflationierungsspekulation hat die langfristigen Inflationserwartungen am USD-Zinsmarkt auf den höchsten Stand seit Sommer 2014 getrieben.
- Die Spekulation koppelt sich jedoch verstärkt von der aktuellen Inflationsentwicklung ab: Die Kernrate war im Januar deutlich rückläufig: 1,4 %.
- Überzogene Wetten auf die Inflation bergen am US-Rentenmarkt das Potenzial für eine mittelfristige Erholung.
- Wir zweifeln an der Nachhaltigkeit des kräftigen Renditeaufwärtstrends: Renditeniveaus oberhalb des Vor-Corona-Tiefs sehen wir einstweilen als Übertreibung an.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Zinskurve: Fed-Politik hält den Deckel auf den Laufzeitprämien

Steilheit der US-Treasurykurve (10Y-2Y) und implizite Vola am US-Staatsanleihemarkt

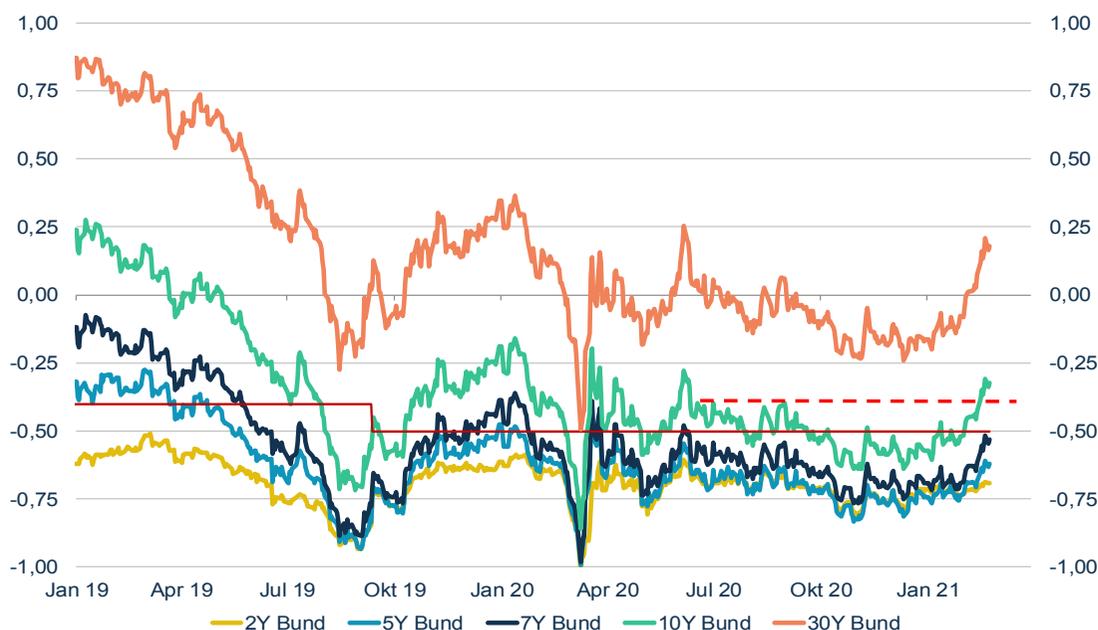


- Ein weiteres wichtiges Argument gegen einen ungebremsten Anstieg der USD-Langfristzinsen: Die Fed macht keine Anstalten, von ihrer ultra-expansiven Geldpolitik abzuweichen.
- Fed-Chef Powell betont wiederholt die geduldige Haltung der Währungshüter und den langen Weg, welchen der US-Arbeitsmarkt zur Normalität zurücklegen müsse.
- Tapering-Spekulationen dürfte die Fed bis auf weiteres dämpfen. Die Forward Guidance der Notenbank hält die Zinsvola nahe historischer Tiefs, dies spricht c.p gegen ein starkes Ansteigen der Laufzeitprämien am Staatsanleihemarkt.
- Die Kurvensteilheit sollte weit unter den historischen Spitzenniveaus bleiben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Rentenmarkt: Renditeaufwärtsdruck vor allem am ultra-langen Ende – Trendverstärkung durch Hedge-Auflösung?

Bundrenditen ausgewählter Laufzeiten



Steilheit 30Y-10Y Swap auf der EUR-Kurve und der USD-Kurve

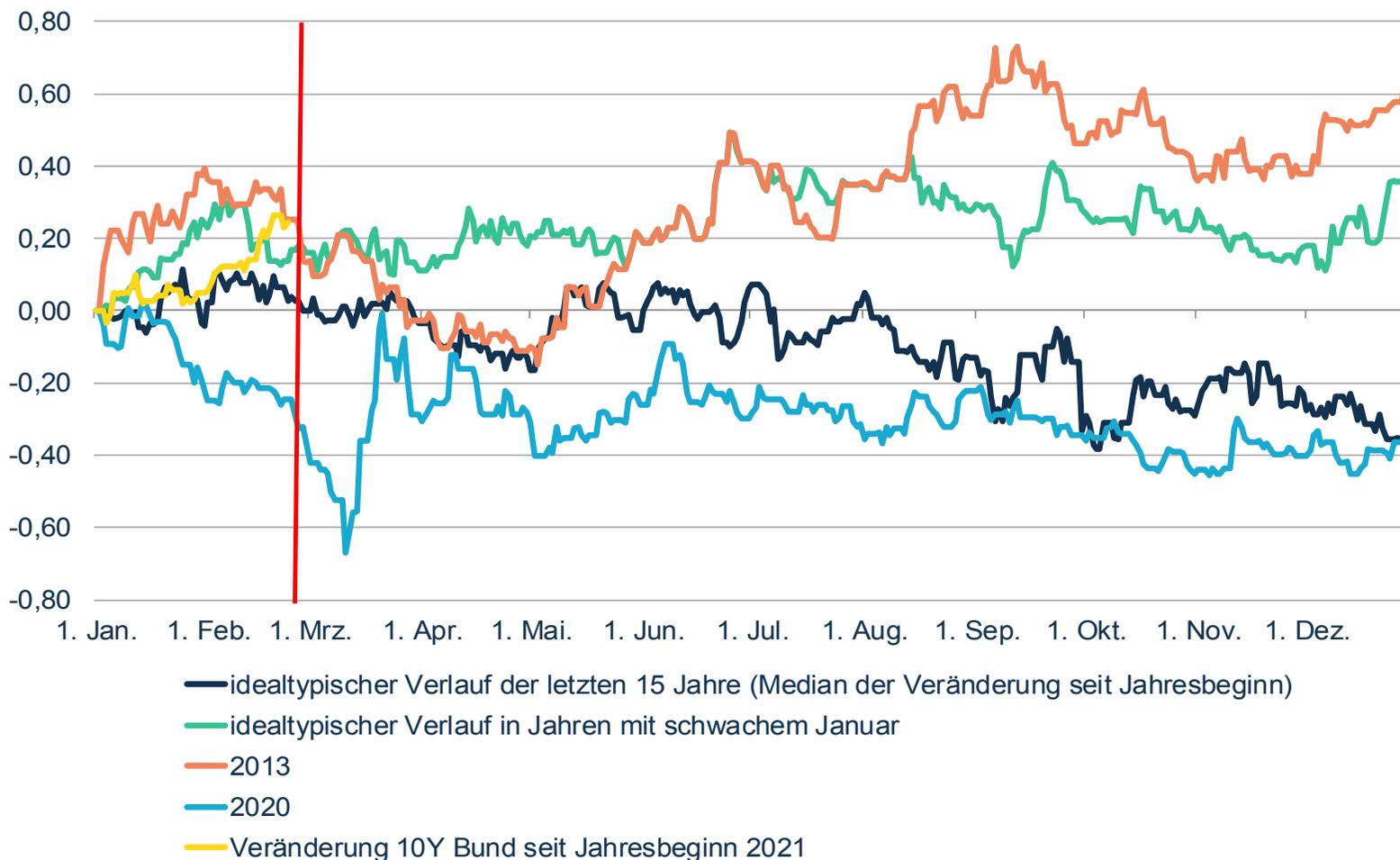


- Der EUR-Rentenmarkt wird durch den Renditeaufwärtsdruck in den USA mitgezogen: Die 10-jährige Bundrendite ist aus der Handelsspanne der letzten sechs Monate nach oben ausgebrochen, noch stärker war die Aufwärtsbewegung im 30-jährigen Laufzeitbereich (8-Monatshoch!).
- Die Zinskurvenversteilerung bei den ultra-langen Laufzeiten zeigt sich vor allem auf der EUR-Swapkurve: Der Spread 30Y-10Y Swap hat den Einbruch vom vergangenen Frühjahr aufgeholt – im Vergleich zur USD-Zinskurve kann man dies als eine Art „Nachholeffekt“ sehen!
- Ähnlich wie beim Convexity Hedging in den USA sind u.E. wohl auch hier trendverstärkende Effekte am Werk: Hedges gegen eine andauerndes Niedrigzinsumfeld, die im Zuge des Zinsrutsches vom März 2020 eingegangen worden waren, könnten nun teilweise wieder aufgelöst worden sein.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Rentenmarkt: Droht ein richtig schlechtes Jahr, so wie zuletzt 2013?

Kumulierte Veränderung der 10-jährigen Bundrendite seit Jahresbeginn 2021 und idealtypische Verläufe

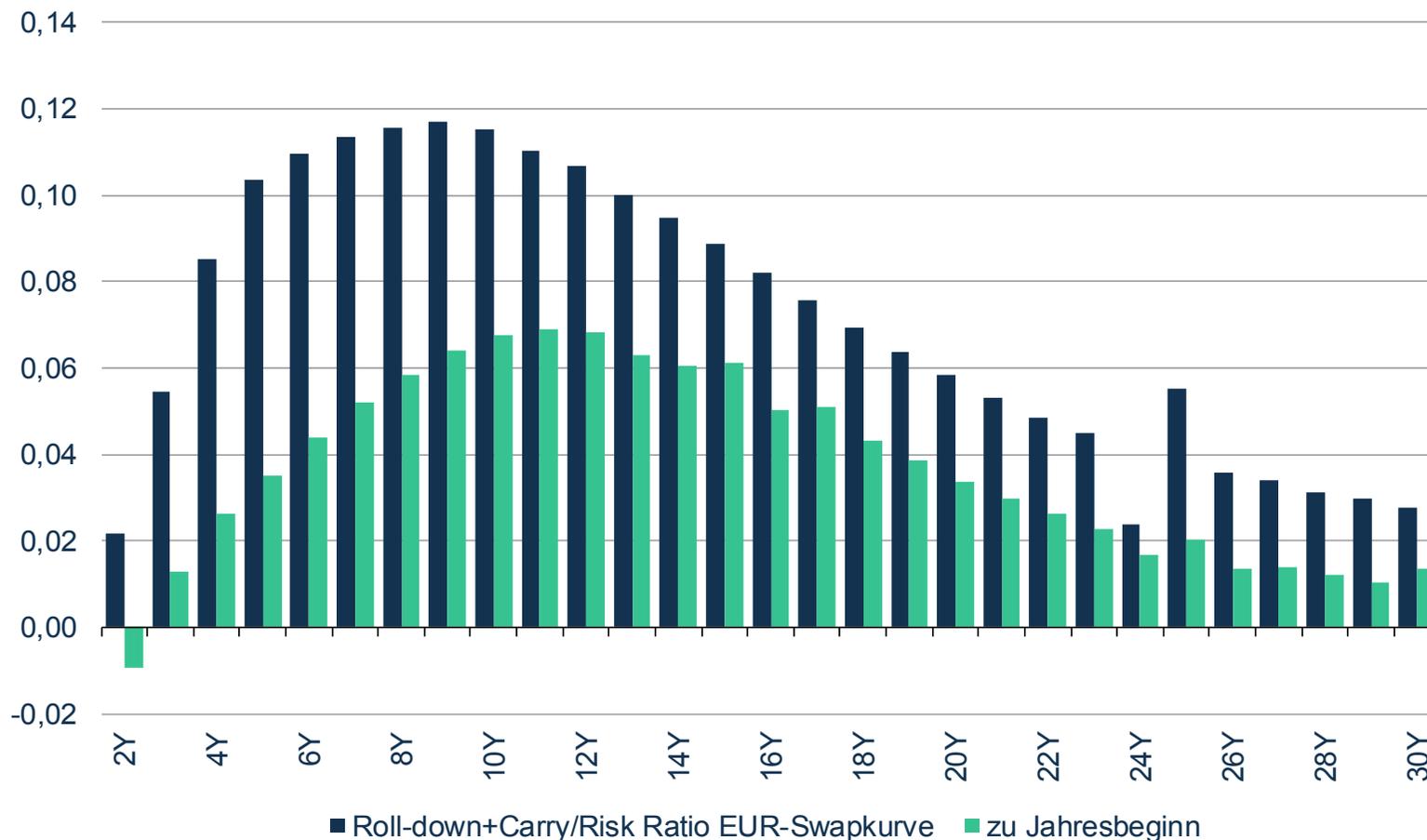


- Der schwache Start des Rentenmarkts in das Jahr 2021 könnte ein schlechtes Omen für das Jahr insgesamt sein.
- Im Mittel der vergangenen Jahre mit schwachem Januar setzte sich der Renditeaufwärtstrend per Saldo im weiteren Verlauf fort – Median-Renditeanstieg knapp 40 Bp.
- Paradebeispiel aus der jüngeren Historie ist das Jahr 2013: Zwar ging die Bundrendite zunächst bis zum Frühjahr wieder zurück, zog dann im Zuge des „Taper Tantrums“ in den USA aber wieder kräftig an. In der Spitze betrug der Anstieg gegenüber dem Jahresstartwert fast 80 Bp.
- Mit einer Wiederholung des „Taper Tantrums“ rechnen wir nicht.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EUR-Rentenmarkt: Geldpolitischer „Easing Bias“ der EZB spricht gegen dauerhaften Rückzug der „Carry Trader“

Verhältnis von Carry + Rolldown zu Zinsrisiko für die EUR-Swapkurve – aktuell und zu Jahresbeginn



- Wie in den USA, so bildet auch im Euroraum die Notenbank das wichtigste Bollwerk gegen eine übermäßige Ausweitung der Rentenmarktschwäche.
- Laut EZB-Chefin Lagarde beobachte die Notenbank die Entwicklung der Anleiherenditen genau. Dies ist u.E. ein Signal, dass die Währungshüter im Falle eines anhaltenden Renditeanstiegs mit einer Erhöhung des Tempos ihrer Anleihekäufe reagieren könnten.
- Anzeichen eines beginnenden Ausverkaufs bei Carry Trades dürften daher u.E. nicht von Dauer sein.
- Auf der EUR-Zinskurve ist der Carry in Relation zum Zinsrisiko zuletzt vor allem im mittleren Laufzeitbereich spürbar anstiegen, was das Interesse an Carry Trades bald wieder nähren und die Kurvenversteilerung begrenzen sollte.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

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

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



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



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

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Auswirkungen der Reflationierungsspekulationen auf Credits und Aktien



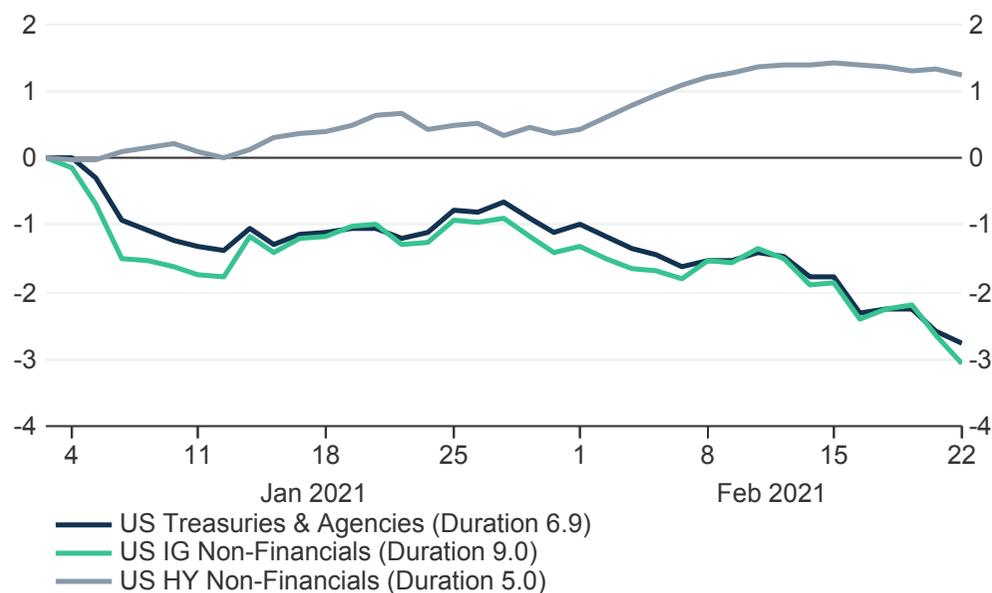
- Credits von Reflationssorgen unterproportional betroffen
- Finanzkrise 2008/09 als Blaupause: Credits profitieren von konjunktureller Erholung
- Fortgesetzte Outperformance von Credits vs. Bunds erwartet
- In Phasen stark steigender Bondrenditen schnitten die Aktienmärkte vielfach besser ab als ihr Ruf
- TINA-Argument hat zwar an Kraft verloren – verglichen mit US-Treasuries sind US-Aktien aber noch immer recht attraktiv

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

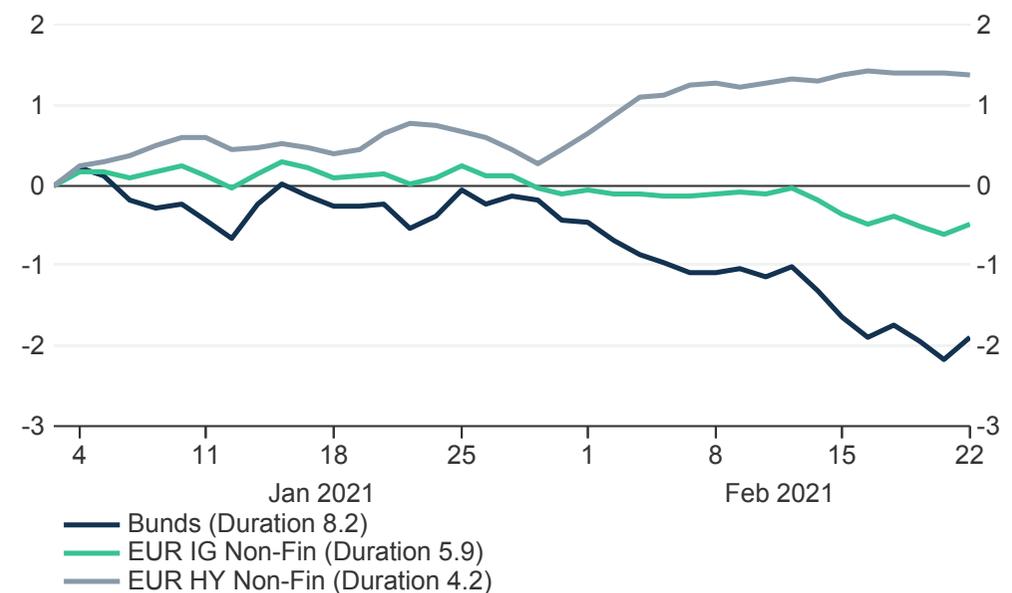
Uwe Streich
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

High Yield beim Total Return ytd deutlich vorne

USD: Total Return ytd
in Prozent



EUR: Total Return ytd
in Prozent



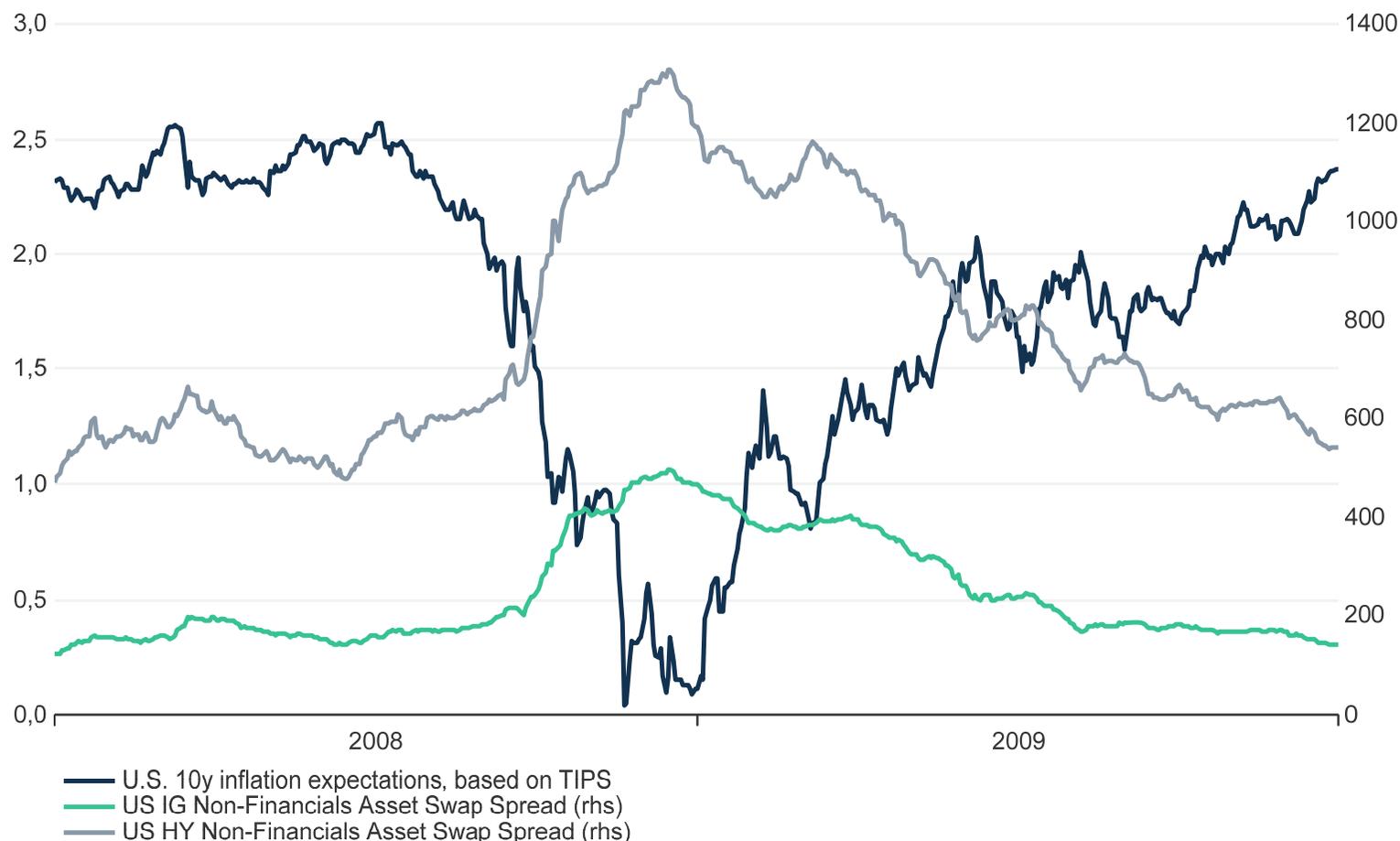
- Steigende Zinsen = fallende Kurse. Ein Anstieg der risikolosen Rendite belastet auch das Credit-Segment. Für die Gesamt-Performance ist bei alledem entscheidend, wie sich parallel dazu die Spreads entwickeln.
- Im laufenden Jahr kamen die verbesserten Konjunkturperspektiven insbesondere dem High-Yield-Segment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

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Rückblick Finanzkrise – steigende Inflationserwartungen, fallende Spreads

2008/2009: US-Inflationserwartungen vs. US Non-Financials

Inflationserwartungen in %, Asset Swap Spread in Basispunkten

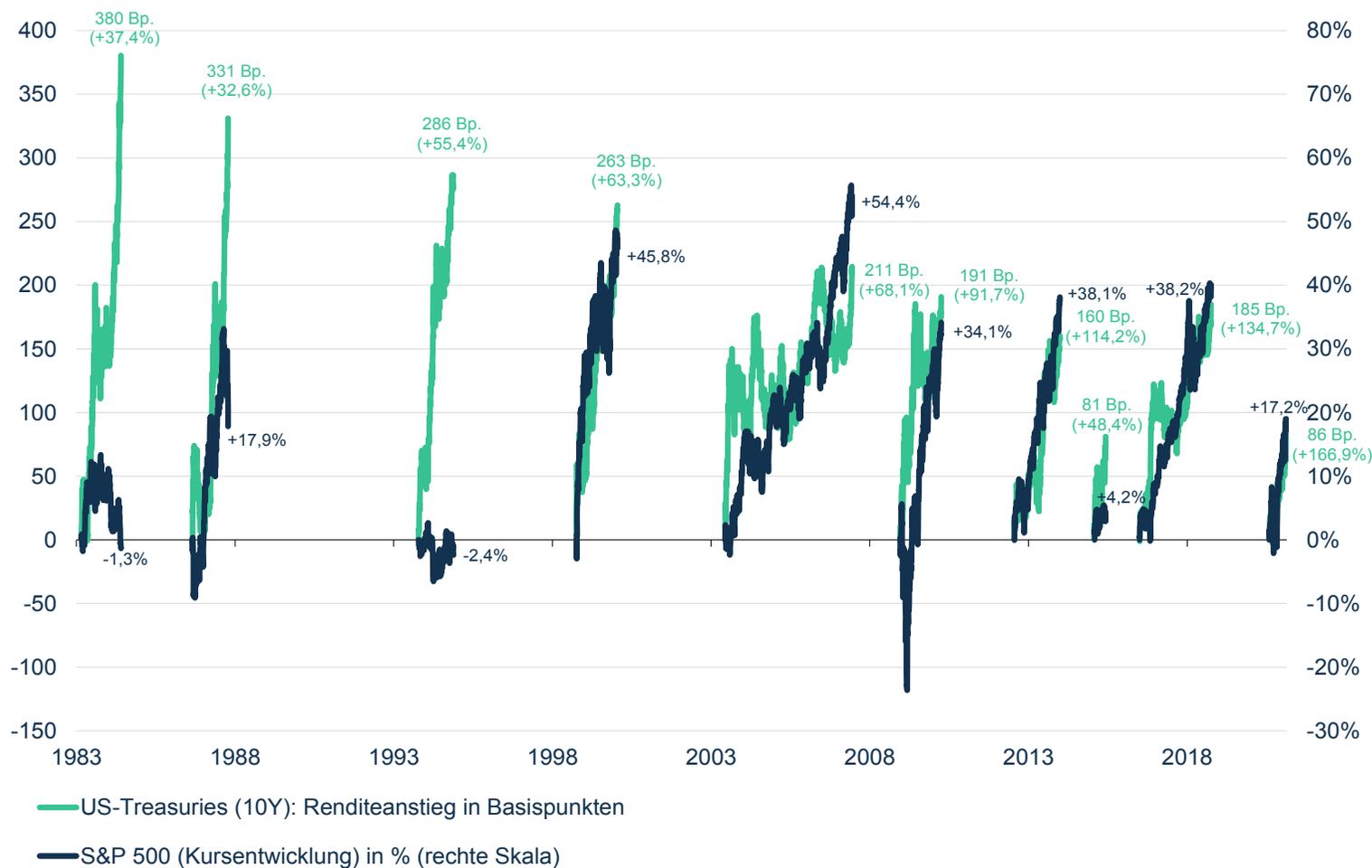


- In der Finanzkrise 2008/09 brachen die Inflationserwartungen drastisch ein. Parallel dazu weiteten sich die Risikoaufschläge der US-Corporates massiv aus.
- In der Erholungsphase kehrte sich dieses Bild um: Die Inflationserwartungen stiegen an, die Spreads kehrten auf ihre Vorkrisen-Levels zurück.
- Dies könnte eine Blaupause für den aktuellen Zyklus sein. Der Spielraum für weitere Spread-einengungen ist zwar begrenzt, so dass ein fortgesetzter Renditeanstieg tendenziell einen Risikofaktor für die Credits darstellt.
- Solange dieser Renditeanstieg allerdings getrieben ist von einer Verbesserung der konjunkturellen Perspektiven, sollten Credits weiterhin eine Outperformance generieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

In Phasen stark steigender Bondrenditen schnitten die Aktienmärkte vielfach besser ab als ihr Ruf

S&P 500 versus Renditeanstieg US-Treasury-Rendite (10Y) in Bp. bzw. Prozent

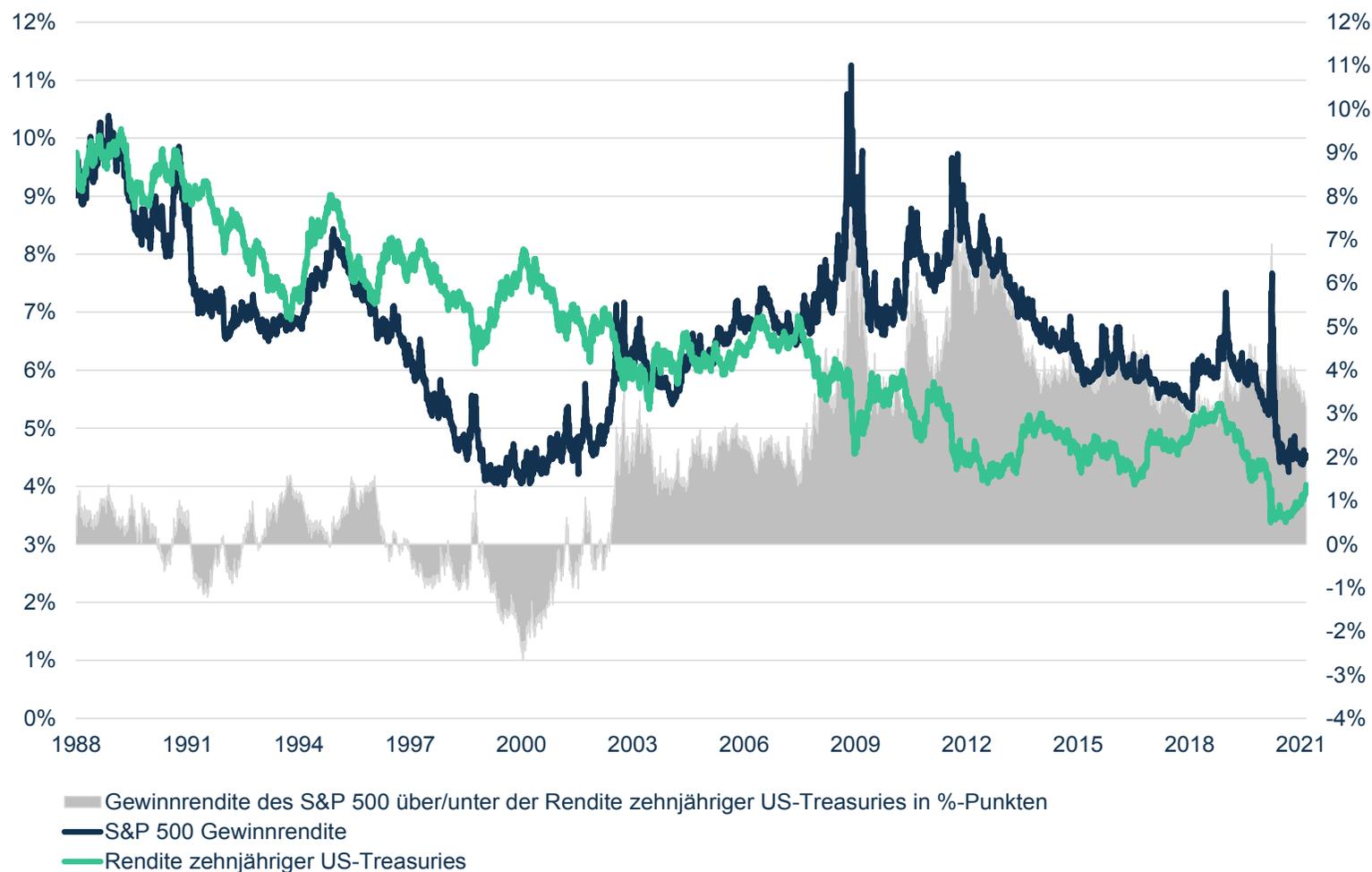


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Steigende Bondrenditen gelten als schlecht für die Entwicklung an den Aktienmärkten. Unmittelbar nach der Zinswende, bzw. nachdem der Renditeanstieg bereits ein bestimmtes Maß überschritten hatte, war bei Aktien bisweilen eine gewisse Nervosität zu spüren. Zumeist legten die Kurse in solchen Phasen jedoch zu. Schließlich sind die steigenden Renditen in aller Regel Reflex einer sich wieder verbessernden Konjunktur.
- Aber Achtung: Ggü. dem Tief legten die Renditen prozentual noch nie so stark zu wie nun. Entscheidend für die Aktienmarktentwicklung dürfte dabei vor allem sein, ob die wieder steigenden Cashflows den Effekt der stärkeren Abdiskontierung aufgrund der höheren Renditen überkompensieren können oder nicht.

TINA-Argument hat zwar an Kraft verloren – verglichen mit US-Treasuries sind US-Aktien aber noch immer recht attraktiv

Gewinnrendite des S&P 500 versus Rendite US-Treasury-Rendite (10Y) in Prozent bzw. Δ in Prozentpunkten



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Die relative Attraktivität des S&P 500 im Vergleich zu zehnjährigen US-Treasuries litt zuletzt nicht nur wegen der deutlich sinkenden Bondrenditen, sondern auch wegen der immer weiter steigenden Aktien-KGVs und der hierdurch sinkenden Gewinnrendite.
- Beide Faktoren zusammen ließen den ex-ante-Renditeaufschlag zu Gunsten des Aktienmarktes von im Hoch 4,6 %-Punkten (08/2019) sukzessive auf inzwischen deutlich unter 3,2 %-Punkte sinken. Trotzdem liegt jener Wert noch weit oberhalb des langjährigen Medians (seit 1988) von 2,0 %-Punkten, wengleich unterhalb des Vergleichswerts seit dem Jahr 2000 (3,5%-Punkte). In relativer Betrachtung bleiben Aktien zwar weiter attraktiv. Das TINA-Argument hat jedoch an Kraft verloren.

Marktprognosen

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

Zinsen				
in %	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,35	-0,50	-0,40	-0,30
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,33	1,10	1,25	1,20

Quelle: LBBW Research

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
DAX	13 993	13 500	13 500	14 500
Euro Stoxx 50	3 713	3 350	3 350	3 650
Dow Jones	31 494	30 000	30 000	32 500
Nikkei 225	30 018	30 000	31 000	32 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	31.03.21	30.06.21	31.12.21
US-Dollar je Euro	1,21	1,21	1,21	1,23
Franken je Euro	1,09	1,09	1,10	1,12
Gold (USD/Feinunze)	1785	1900	1900	1800
Öl (Brent - USD/Barrel)	64	50	55	55

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Termine:

- Dienstag, 02.03.2021, 14h
- Dienstag, 16.03.2021, 14h
- Dienstag, 30.03.2021, 14h
- Dienstag, 13.04.2021, 14h
- Dienstag, 04.05.2021, 14h

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.

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.

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.