



16.03.2021 • Rolf Schäffer, Martin Güth, Dirk Chlench, Frank Klumpp, Dr. Guido Zimmermann

LBBW
Bereit für Neues

LBBW Kapitalmarktkompass-Update

Die dritte Welle hat Deutschland erreicht –
es droht eine Rücknahme von Erleichterungen

Erstellt am: 16.03.2021 09:59

Corona-Update



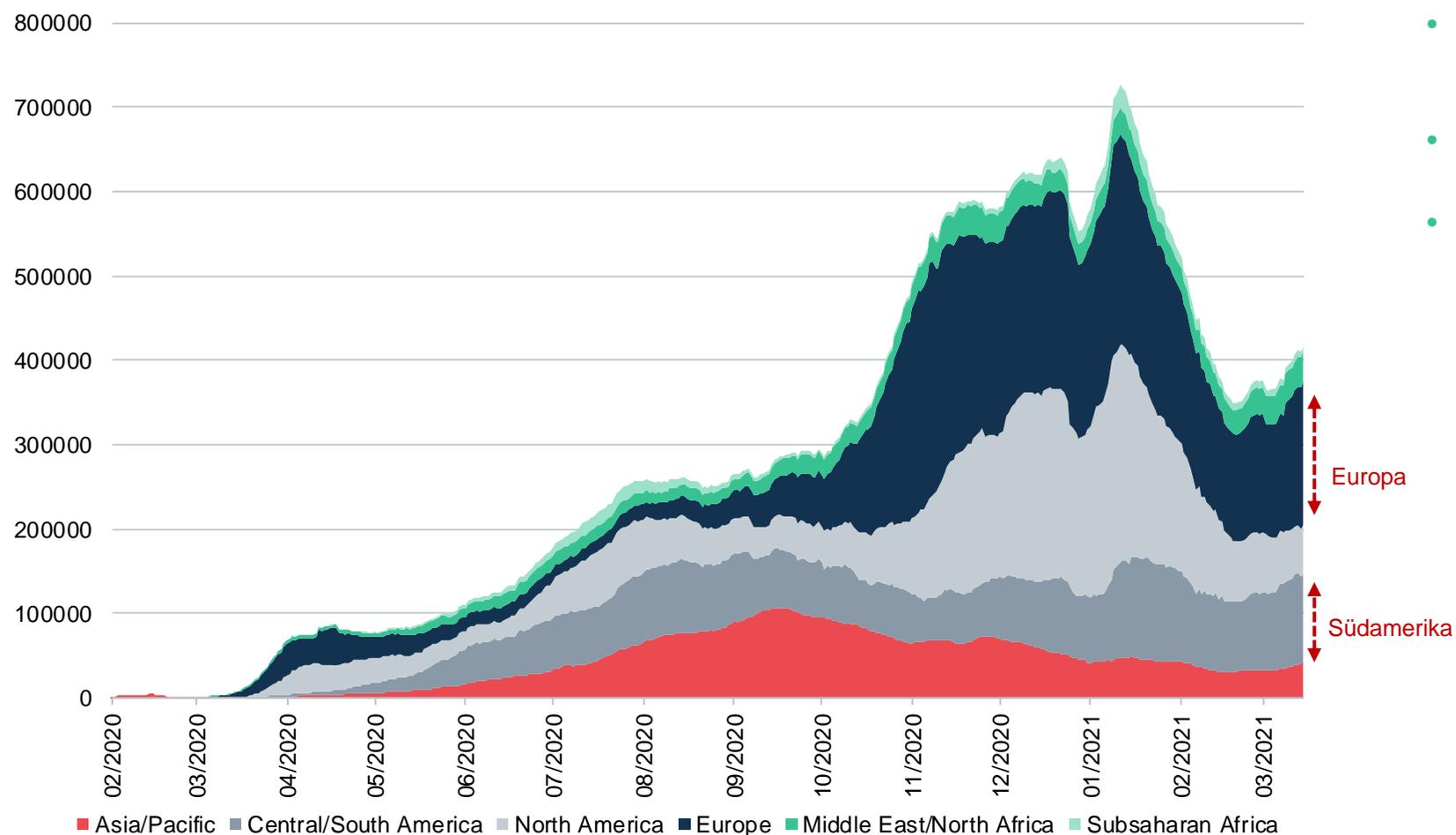
Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

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

- Die dritte Welle ist da. In den vergangenen Wochen stieg die 7-Tage-Inzidenz in Deutschland vom zwischenzeitlichen Tief Mitte Februar bei unter 60 auf aktuell wieder über 80 an – Tendenz dynamisch steigend. Überdurchschnittlich stark betroffen sind Kinder und Jugendliche.
- Hauptgrund hierfür: Die sehr ansteckende Virus-Mutante B.1.1.7 verbreitet sich wie befürchtet schnell und ist mittlerweile für den größten Teil der Neuinfektionen verantwortlich. Es wird immer klarer, dass die bestehenden Eindämmungsmaßnahmen nicht ausreichen, um den Reproduktionswert von B.1.1.7 unter 1 zu drücken.
- Es ist deshalb zu erwarten, dass der bei der jüngsten Bund-Länder-Corona-Konferenz angekündigte Notfallmechanismus bald greift (Inzidenz >100 auf Landkreisebene) und die letzten Lockerungsschritte wieder aufgehoben werden. Eine erneute Schließung der Kitas und Schulen wird zunehmend wahrscheinlicher.
- Positiv ist, dass die sukzessive Impfung der Risikogruppen vorankommt. Ein deutlicher Anstieg der Sterbefälle in Richtung der Höchststände vom Jahreswechsel erwarten wir nicht.
- Das Impftempo nimmt zwar in den nächsten Wochen zu. Eine entspannende Wirkung auf die Inzidenzzahlen erwarten wir jedoch erst Mitte/Ende Mai. Eine Impfmöglichkeit für alle Impfwilligen dürfte bis Ende Juli kommen.

Südamerika und Europa wieder mit steigenden Inzidenzen

Neuinfektionen nach Regionen auf Basis des Sieben-Tage-Mittelwerts

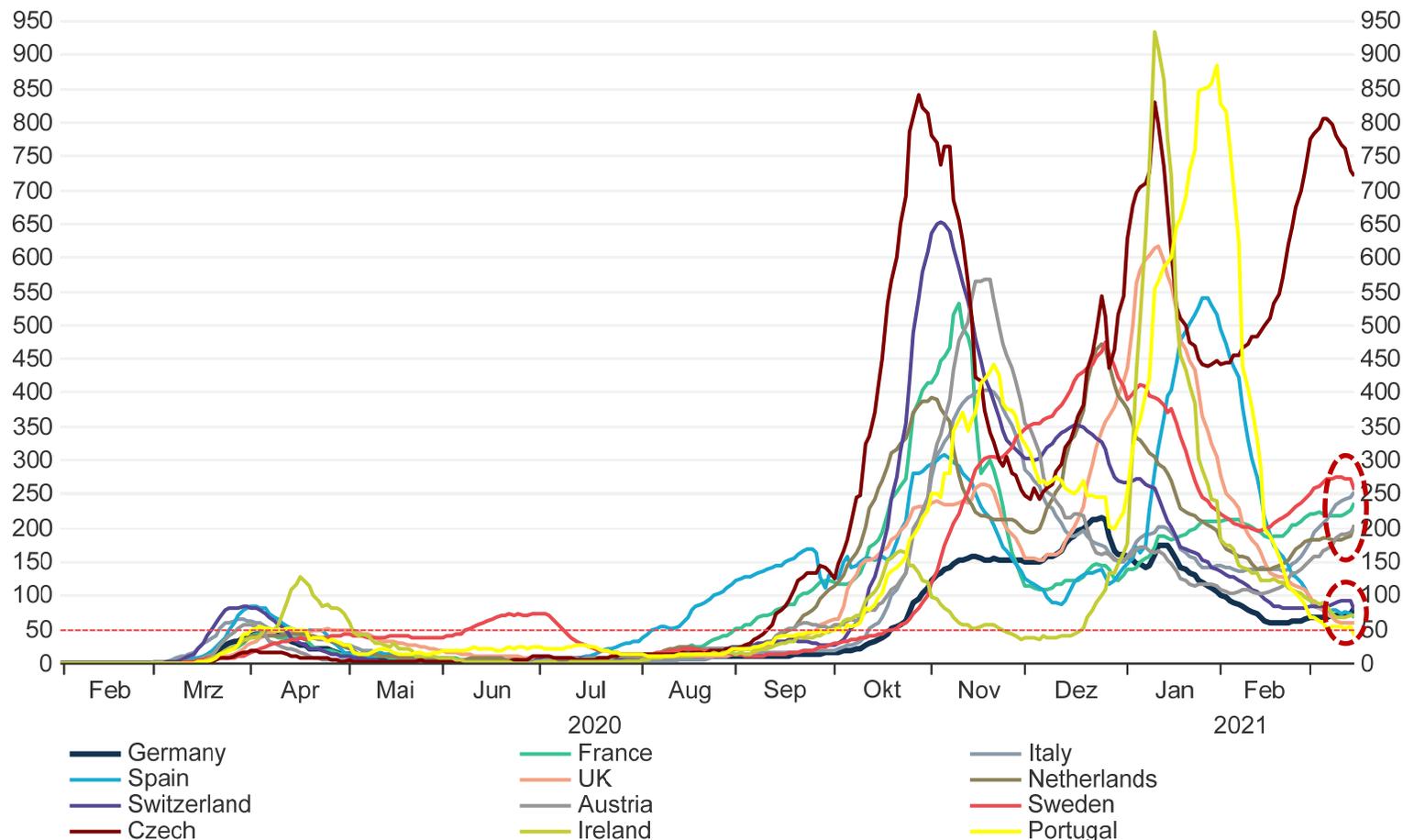


- Nach starkem Rückgang steigen die weltweiten Infektionszahlen wieder an.
- Zuletzt vor allem in Europa und in Südamerika.
- In den USA ist bislang keine neue Welle zu erkennen.

Quelle: Ourworldindata.org, LBBW Research

Infektionslage in Europa: Sieben-Tages-Inzidenz in Deutschland zuletzt weiter angestiegen

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



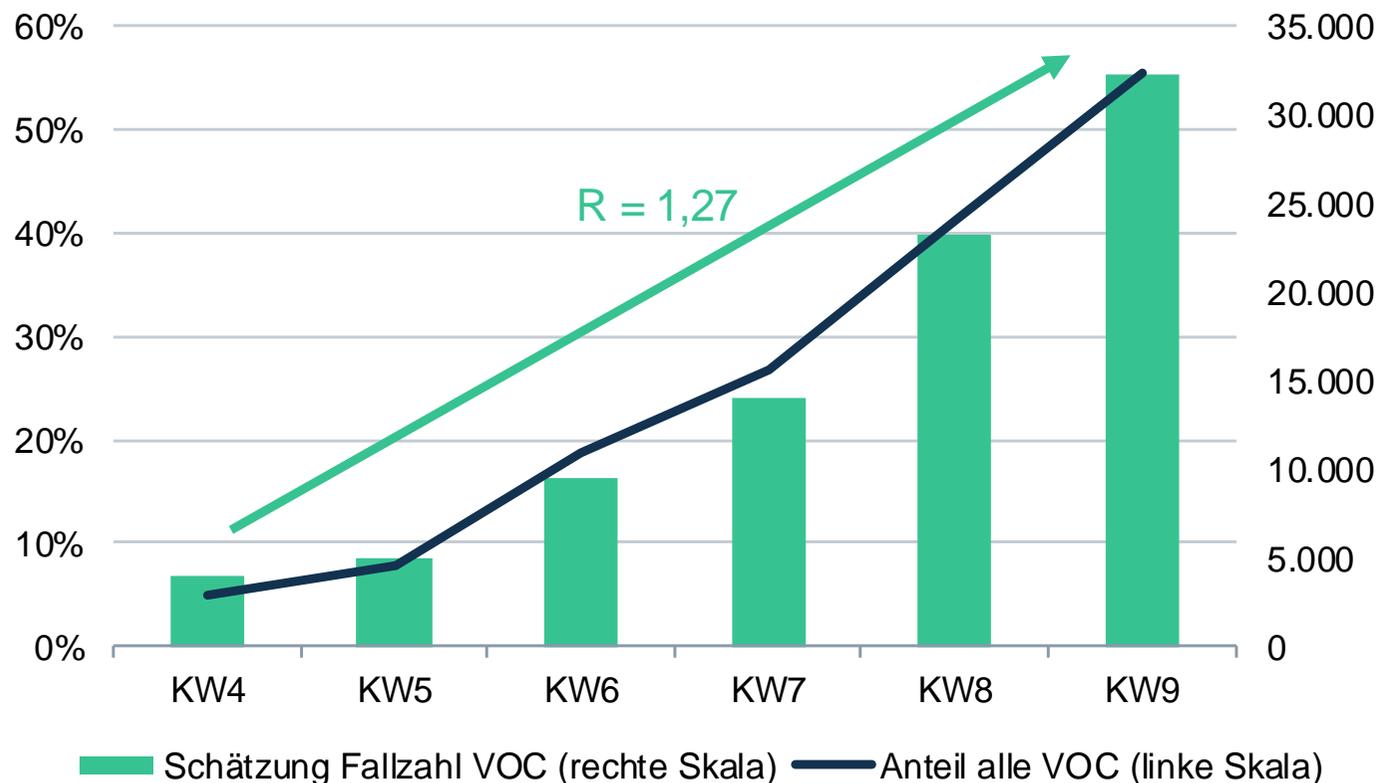
- In vielen europäischen Ländern steigen die Neuinfektionszahlen wieder an.
- Dabei sticht Tschechien als Negativbeispiel hervor.
- Schweden, Frankreich, Italien, Niederlande und Österreich verzeichneten einen deutlichen Anstieg und liegen aktuell bei Inzidenzwerten zwischen 200-300.
- Etwas stabiler ist die Situation in Deutschland, der Schweiz, Spanien, Portugal, Irland und Großbritannien. Hier liegen die aktuellen Werte zwischen 50 und 100. Allerdings ist im Falle Deutschlands zuletzt ein erneuter spürbarer Anstieg zu beobachten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

Variants of Concern (VOC): Anzahl und Anteil

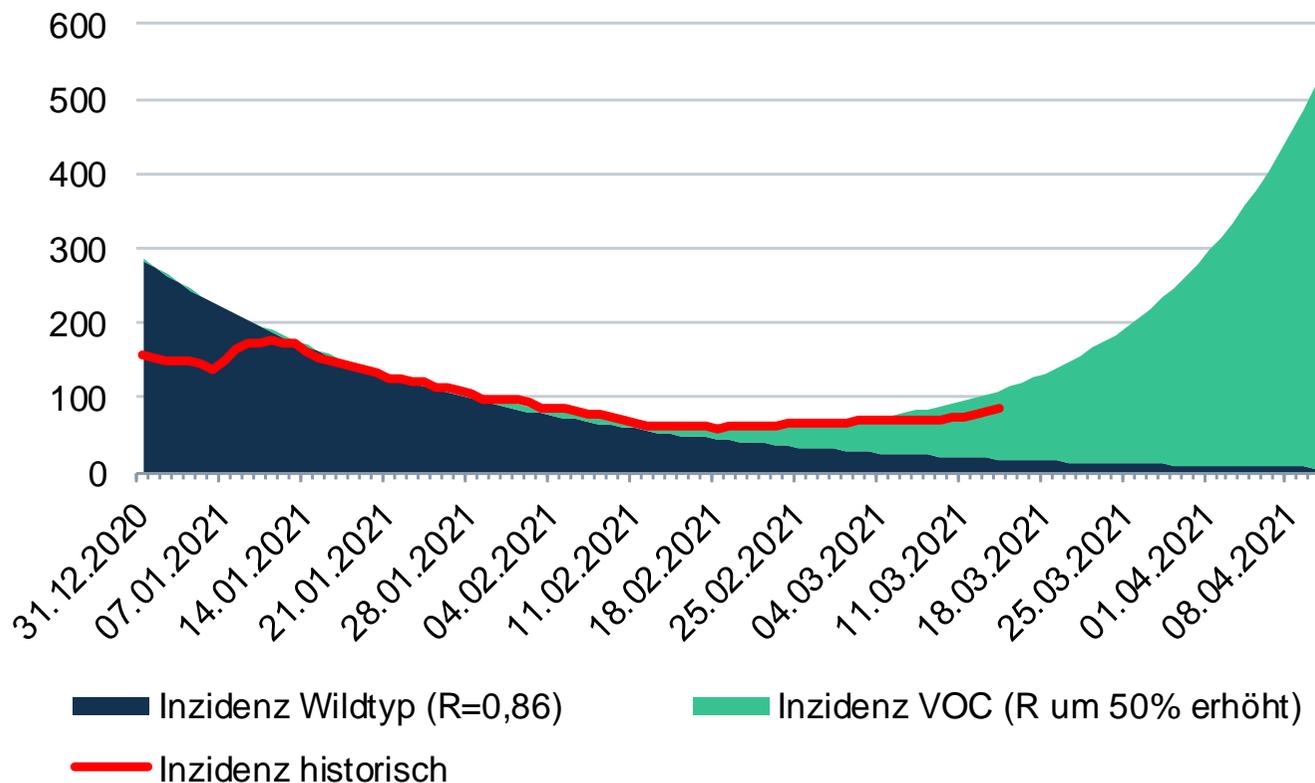
Geschätzte Fallzahl pro KW sowie ihr Anteil an allen nachgetesteten Positivproben



- 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 deutlich gestiegen ist. Auch ist die absolute Anzahl der durch sie bedingten Neuinfektionen in den vergangenen fünf Wochen gestiegen, und zwar mit einer hohen Reproduktionsrate von rund 1,27.

B.1.1.7 lässt die Fallzahlen wieder steigen – dritte Welle nimmt Fahrt auf

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

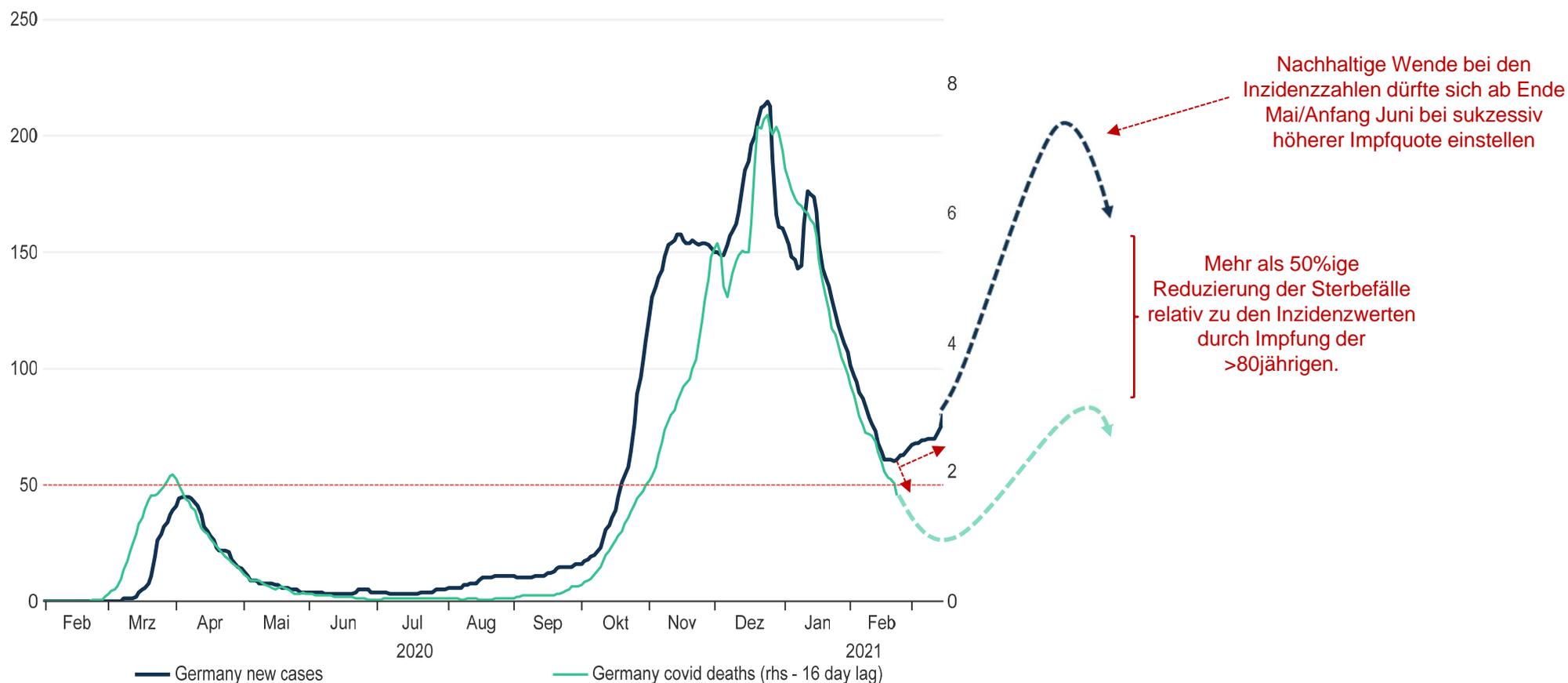


- In der abgebildeten Simulation resultiert aus den getroffenen Parametereinstellungen ein R von 1,29 für die Variants of Concern.
- Die zu beobachtende Entwicklung der Inzidenz verläuft am aktuellen Rand bislang etwas niedriger als in der Simulation, zeigt inzwischen aber klar aufwärts.
- Die Infektionszahlen dürften somit in den kommenden Wochen weiter ansteigen. Allerdings gehen wir nicht davon aus, dass die Reproduktionsrate so unverändert bleibt wie in der Simulation.
- Das RKI hat in seinem täglichen Situationsbericht vom 12. März eine ähnliche Simulation wie die unsrige dargestellt und kommt zu dem Ergebnis, dass in der KW 14 (Osterwoche) eine Inzidenz von 300 erreicht würde.
- Die Simulationen verdeutlichen die Notwendigkeit eines effizienten und raschen Einsatzes von Schnelltests und des Impfens. Zudem dürften Lockerungsschritte eher wieder zurückgenommen werden, als dass weitere folgen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Impfung der Risikogruppen dürfte erneuten Anstieg der Sterbefälle deutlich abmildern

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



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Gestaffelter Notfallmechanismus ab 50er/100er/200er Inzidenz

Für den Fall eines Anstiegs der Infektionszahlen haben Bund und Länder am 03. März einen gemeinsamen "Notfallmechanismus" beschlossen:

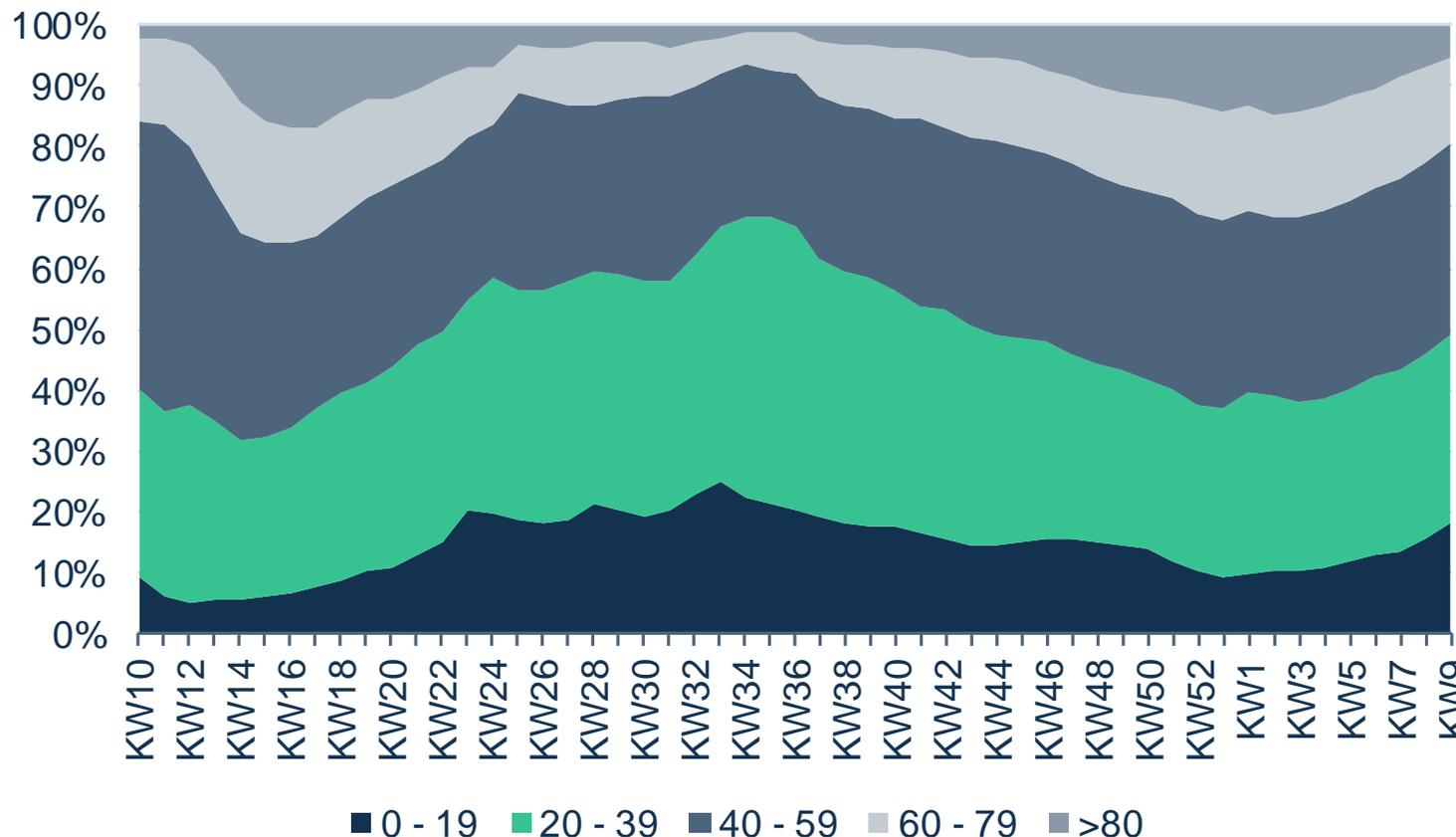
- Sollten in Landkreisen oder kreisfreien Städten kumulativ **mehr als 50 Neuinfektionen** pro 100.000 Einwohner innerhalb von sieben Tage auftreten, ist mit sofortigen regionalen Beschränkungen zu reagieren. Bei einem lokalisierten und klar eingrenzbaeren Infektionsgeschehen, z. B. in einer Einrichtung, kann dieses Beschränkungskonzept nur diese Einrichtung umfassen. Zuständig für die Maßnahmen ist das jeweilige Bundesland.
- Zudem **kann** bei einem starken Anstieg der Fallzahlen **eine "Notbremse"** der am 3. März beschlossenen Öffnungsschritte **gezogen werden**: Steigt die 7-Tage-Inzidenz pro 100.000 Einwohnerinnen und Einwohner an drei aufeinander folgenden Tagen in einem Bundesland oder einer Region **auf über 100**, treten ab dem zweiten darauffolgenden Werktag die Regeln, die bis zum 7. März gegolten haben, wieder in Kraft. Dies bedeutet, dass die Möglichkeit zu privaten Zusammenkünften wieder auf den eigenen Haushalt und eine weitere Person beschränkt wird.
- In Landkreisen mit einer 7-Tages-Inzidenz **von über 200 Neuinfektionen** pro 100.000 Einwohnerinnen und Einwohnern werden die Länder weitere lokale Maßnahmen nach dem Infektionsschutzgesetz ergreifen, insbesondere zur Einschränkung des Bewegungsradius auf 15 km um den Wohnort, sofern kein triftiger Grund vorliegt.

→ Die nächste Bund-Länder-Corona-Konferenz findet planmäßig am Montag 22.03. statt

Neue Infektionswelle breitet sich vor allem bei Kindern und Jugendlichen aus – neue Schulschließungen?

Anteil der Altersgruppen an den gesamten Fallzahlen

in %

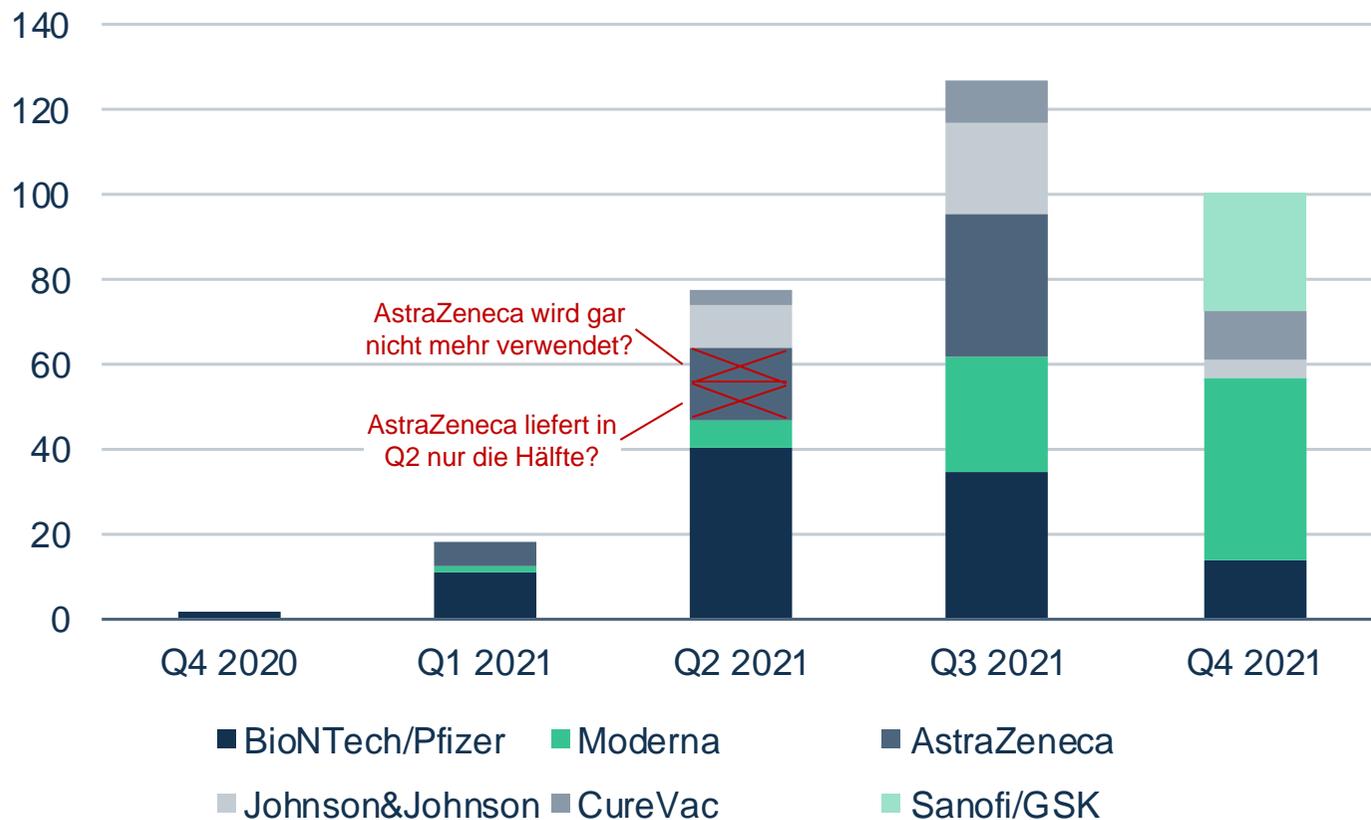


- Vor allem bei Kindern und Teenagern ist derzeit ein Anstieg der Infektionszahlen zu beobachten. Öffnungen von Schulen und Kitas dürften hierzu beigetragen haben. Erfahrungen aus Großbritannien legen nahe, dass sich die Variante B.1.1.7 besonders unter jungen Menschen ausbreitet.
- Ein gewisser Anstieg der Inzidenzen hat sich aber auch bei den 20- bis 55-Jährigen eingestellt.
- Karl Lauterbach stellte angesichts der Altersstruktur bei den Neuinfektionen jüngst die Forderung auf, die Schulen bis zu den Osterferien wieder komplett zu schließen. **Auch nach unserer Einschätzung ist dies naheliegender, als bspw. die Geschäfte zu schließen. Die negative BIP-Wirkung hieraus hält sich u.E. in Grenzen.**

Impfen in Deutschland: Impfangebot an alle Impfwilligen bis Ende Juli wahrscheinlich; AstraZeneca Wackelkandidat

Impfstofflieferungen für Deutschland*

Stand: 04. März



- Bis Ende des zweiten Quartals werden planmäßig kumulativ 93 Mio. Impfdosen geliefert (ohne CureVac, 10 Mio. davon von J&J).
- Inzwischen gibt es Hinweise, dass AstraZeneca seine Liefermenge in etwa halbieren dürfte. Dann wären es noch 84,6 Mio. Impfdosen. Dies würde für die Impfung von gut 47 Mio. Menschen reichen (67% der Bevölkerung älter als 16 Jahre).
- Unter der Annahme, dass sich 80% der über 16-Jährigen impfen lassen wollen, dürften die fehlenden 13% wohl im Juli ihr Impfangebot erhalten können.
- Wird AstraZeneca gar nicht mehr verimpft, stünden bis 30.06. noch 76,1 Mio. Impfdosen für das Impfen von 43,1 Mio. Menschen zur Verfügung, das wären 60,6% der Bevölkerung Ü16.
- In jedem Fall dürfte ab dem dritten Quartal keine Knappheit an Impfstoff mehr bestehen.

*Schätzungen; Liefermengen CureVac und Sanofi/GSK vorbehaltlich einer Zulassung; eine Immunisierung erfordert zwei Impfdosen, bei Johnson & Johnson reicht eine

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit, Der Spiegel, LBBW Research

US-Rettungspaket entfacht Optimismus



- USA: Das US-Rettungspaket kommt weitgehend Geringverdienern zugute. Dies spricht dafür, dass ein geringere Anteil des fiskalischen Impulses in einem Anstieg der Sparquote versickert.
- USA: Das US-Rettungspaket entfacht nicht nur Optimismus für die Konjunktur in den Vereinigten Staaten, sondern auch für andere Industriestaaten.
- Die Inflation war in der Vergangenheit in allen Erholungsphasen rückläufig. Die aktuelle Inflationsentwicklung folgt diesem historischen Muster.
- Die Biden-Administration ist bestrebt, die Verhandlungsposition der Gewerkschaften zu stärken. Dies stellt auf längere Sicht ein Inflationsrisiko da.

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

US-Rettungspaket kommt Geringverdienern zugute

Durchschnittliche Steueränderung in % des Einkommens

Einkommensgruppe	ØEinkommen	Steuerscheck	Steuergutschrift für Kinder	Steuergutschrift für Geringverdiener	Insgesamt
Ärmste 20 %	10.900	-20,3 %	-9,7 %	-3,0 %	-32,9 %
Zweites Quintil	30.500	-8,1 %	-2,7 %	-0,2 %	-11,0 %
Drittes Quintil	51.500	-5,2 %	-1,3 %	0,0 %	-6,6 %
Viertes Quintil	85.000	-3,4 %	-0,7 %	0,0 %	-4,2 %
Nächste 15 %	156.900	-1,4 %	-0,4 %	0,0 %	-1,8 %
Nächste 4 %	358.800	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %
Reichste 1 %	1.815.800	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

- Nach einer Analyse des „Institute on Taxation and Economic Policy“ kommt das Rettungspaket vornehmlich Geringverdienern zugute.
- Während die Steuerschecks zusammen mit den beschlossenen Erhöhungen der Steuergutschriften das Einkommen des untersten Quintiles um 33% erhöhen werden, gehen die Spitzenverdiener komplett leer aus.
- Da Geringverdiener typischerweise eine geringere Sparquote aufweisen als Gutverdiener, sollte diesmal ein geringerer Teil des fiskalischen Impulses in einem Anstieg der Sparquote versickern.

US-Rettungspaket entfacht Optimismus

OECD-Wachstumsprognosen (real, in %)

Einfärbung verdeutlicht Revision im Vergleich zum Dezember-Ausblick

	2020	2021	2022		2020	2021	2022
Welt	-3,4	5,6	4,0	G20	-3,2	6,2	4,1
Australien	-2,5	4,5	3,1	Argentinien	-10,5	4,6	2,1
Kanada	-5,4	4,7	4,0	Brasilien	-4,4	3,7	2,7
Eurozone	-6,8	3,9	3,8	China	2,3	7,8	4,9
Deutschland	-5,3	3,0	3,7	Indien	-7,4	12,6	5,4
Frankreich	-8,2	5,9	3,8	Indonesien	-2,1	4,9	5,4
Italien	-8,9	4,1	4,0	Mexiko	-8,5	4,5	3,0
Spanien	-11,0	5,7	4,8	Russland	-3,6	2,7	2,6
Japan	-4,8	2,7	1,8	Saudi-Arabien	-4,0	2,6	3,9
Südkorea	-1,0	3,3	3,1	Südafrika	-7,2	3,0	2,0
Großbritannien	-9,9	5,1	4,7	Türkei	1,8	5,9	3,0
USA	-3,5	6,5	4,0				

- Aufwärtsrevision um 0,3 Prozentpunkte oder mehr
- keine Veränderung oder Änderung um weniger als 0,3 Prozentpunkte
- Abwärtsrevision um 0,3 Prozentpunkte oder mehr

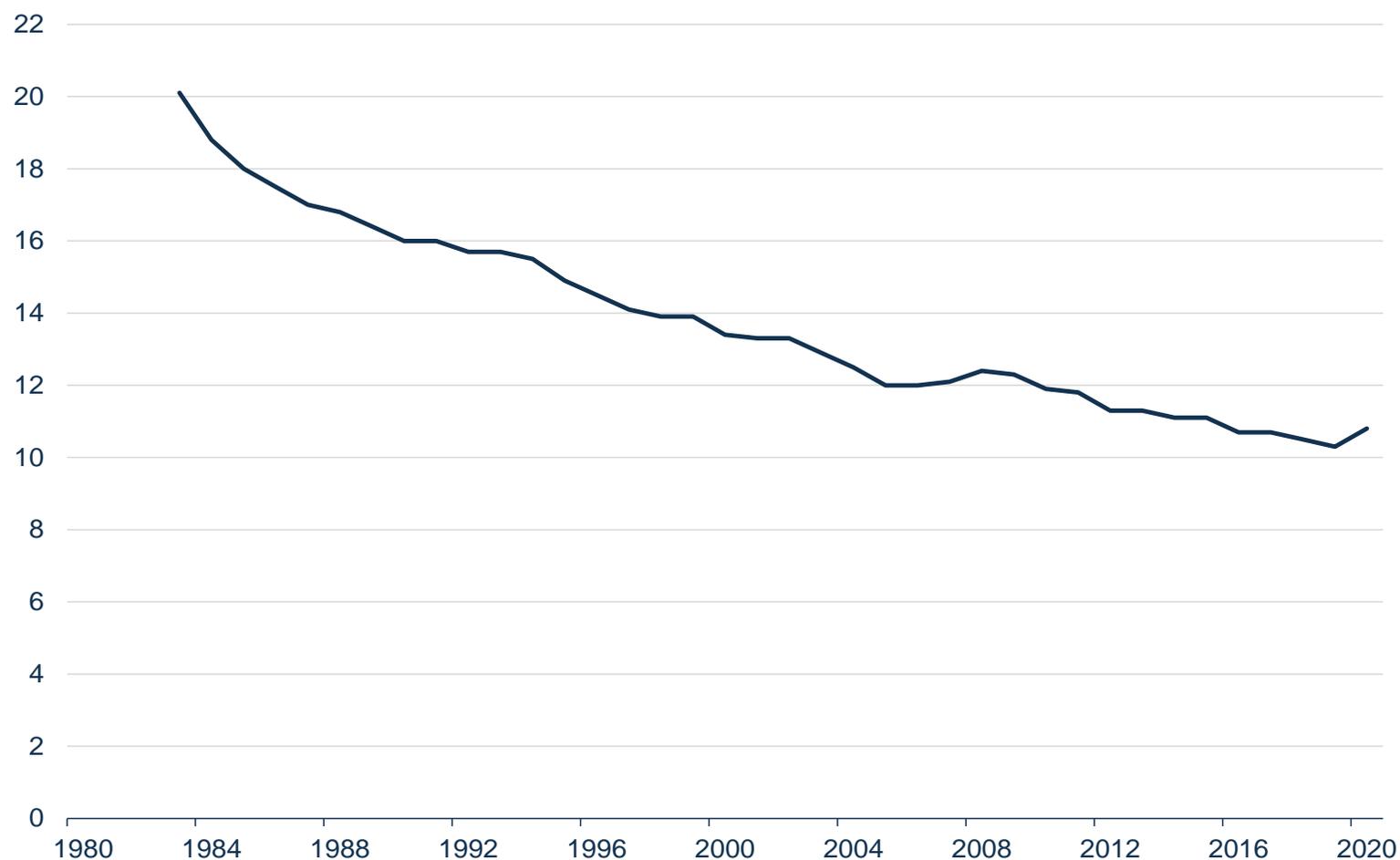
- Die OECD hat nach Verabschiedung des US-Rettungspaketes ihre US-Wachstumsprognose für 2021 gut verdoppelt, von 3,3 % auf 6,5 %. Einige US-Häuser haben ihre Prognose auf knapp 10 % angehoben.
- Infolge des aufgehellten US-Konjunkturausblickes nahm die OECD die Prognosen für die Nachbarstaaten Kanada und Mexiko jeweils um rund 1 %-Punkt nach oben.
- Wir haben unsere US-Prognose in Antizipation der Verabschiedung des Pakets bereits Anfang Februar hochgenommen, und zwar von 3,6 % auf 5,5 %.
- Die Prognose für die Weltwirtschaft passten die OECD-Volkswirte um 1,4 PP auf 5,6 % nach oben an.

Quelle: OECD, LBBW Research

Joe Biden stärkt Gewerkschaften den Rücken

Organisationsgrad

Jahreswerte, in %



Quelle: U.S. Labor Department, LBBW Research

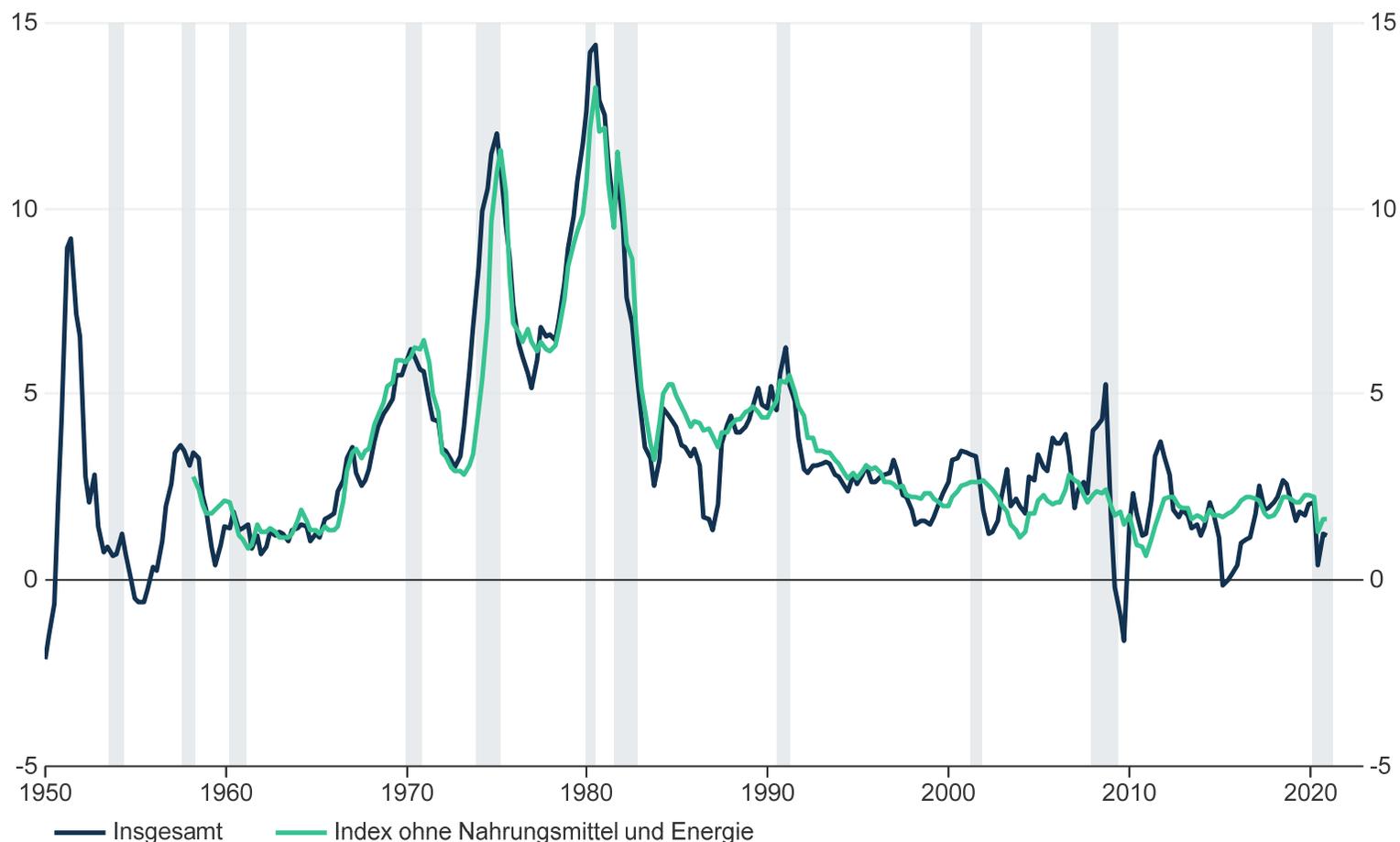
16.03.2021 • LBBW Kapitalmarktkompass-Update

- Joe Bidens Wahlkampfprogramm enthielt eine Reihe von Forderungen zur Stärkung der Verhandlungsposition der Arbeitnehmer.
- Anfang März stärkte der US-Präsident Arbeitern den Rücken, welche den Versuch unternahmen, am Amazon-Standort im US-Bundesstaat Alabama eine Gewerkschaft zu gründen:
- “Workers in Alabama – and all across America – are voting on whether to organize a union in their workplace. It’s a vitally important choice – one that should be made without intimidation or threats by employers.”

Inflation fällt zwar in Erholungsphasen, aber ...

Konsumentenpreisindizes

Veränderung ggü. dem Vorjahresmonat, in %



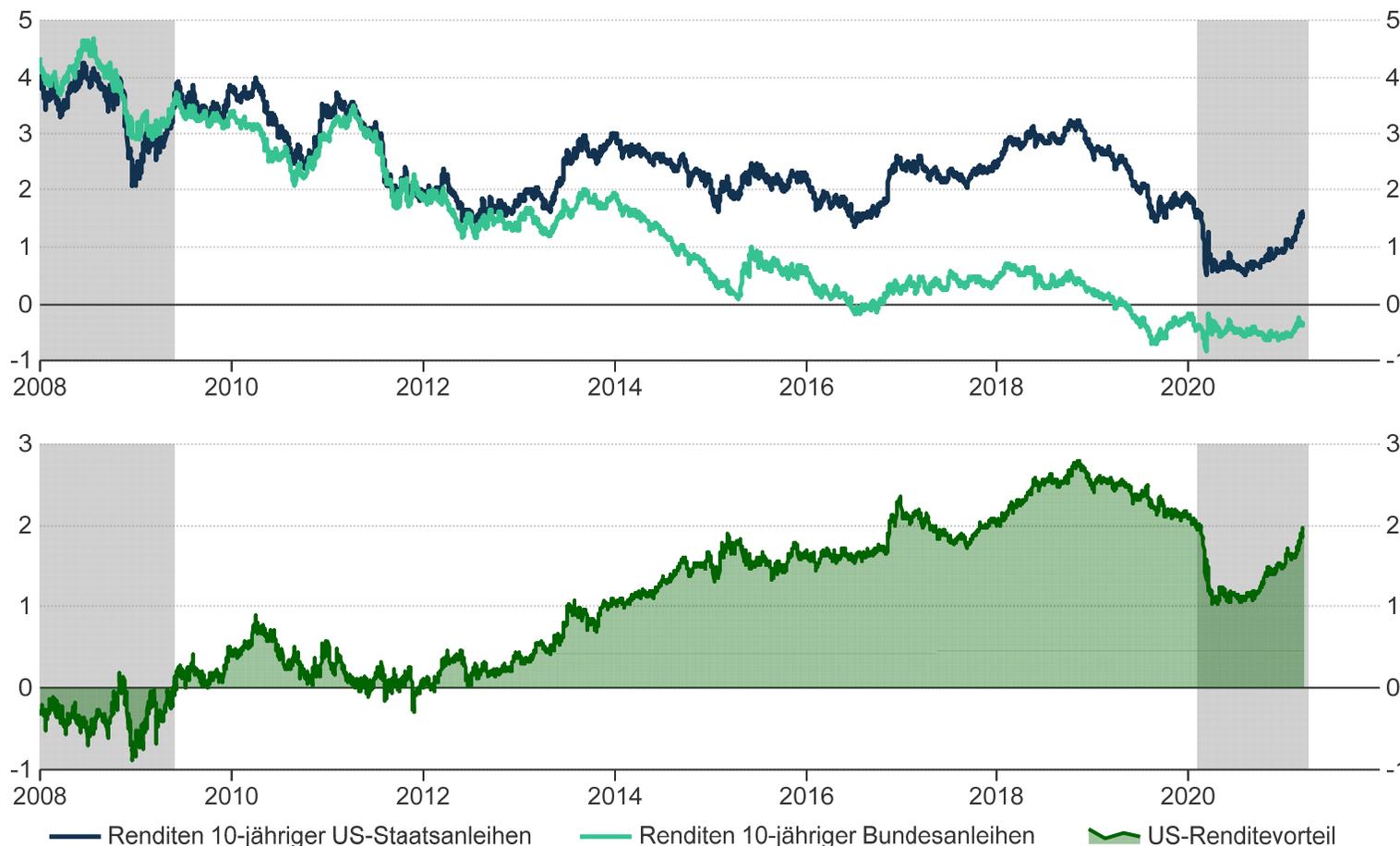
- In der Vergangenheit drehte die Inflationsentwicklung während einer Rezession nach unten. In der sich anschließenden Erholungsphase setzte sich der Rückgang der Inflation regelmäßig zunächst fort. Die aktuelle Entwicklung der Inflation folgt bislang diesem historischen Muster.
- Angesichts der guten Konjunkturaussichten könnte sich die Produktionslücke bald schließen. In der Vergangenheit folgte hierauf ein Anstieg der Inflation.
- Bedenkt man zudem, dass die Biden-Administration versucht, die Gewerkschaften zu stärken, erscheinen die Inflationssorgen des Rentenmarktes – auf längere Sicht – nicht gänzlich unbegründet.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Rentenmarkt: US-Renditen eilen weiter deutlich voraus

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen USA und Deutschland

Tageswerte, in % bzw. Prozentpunkten

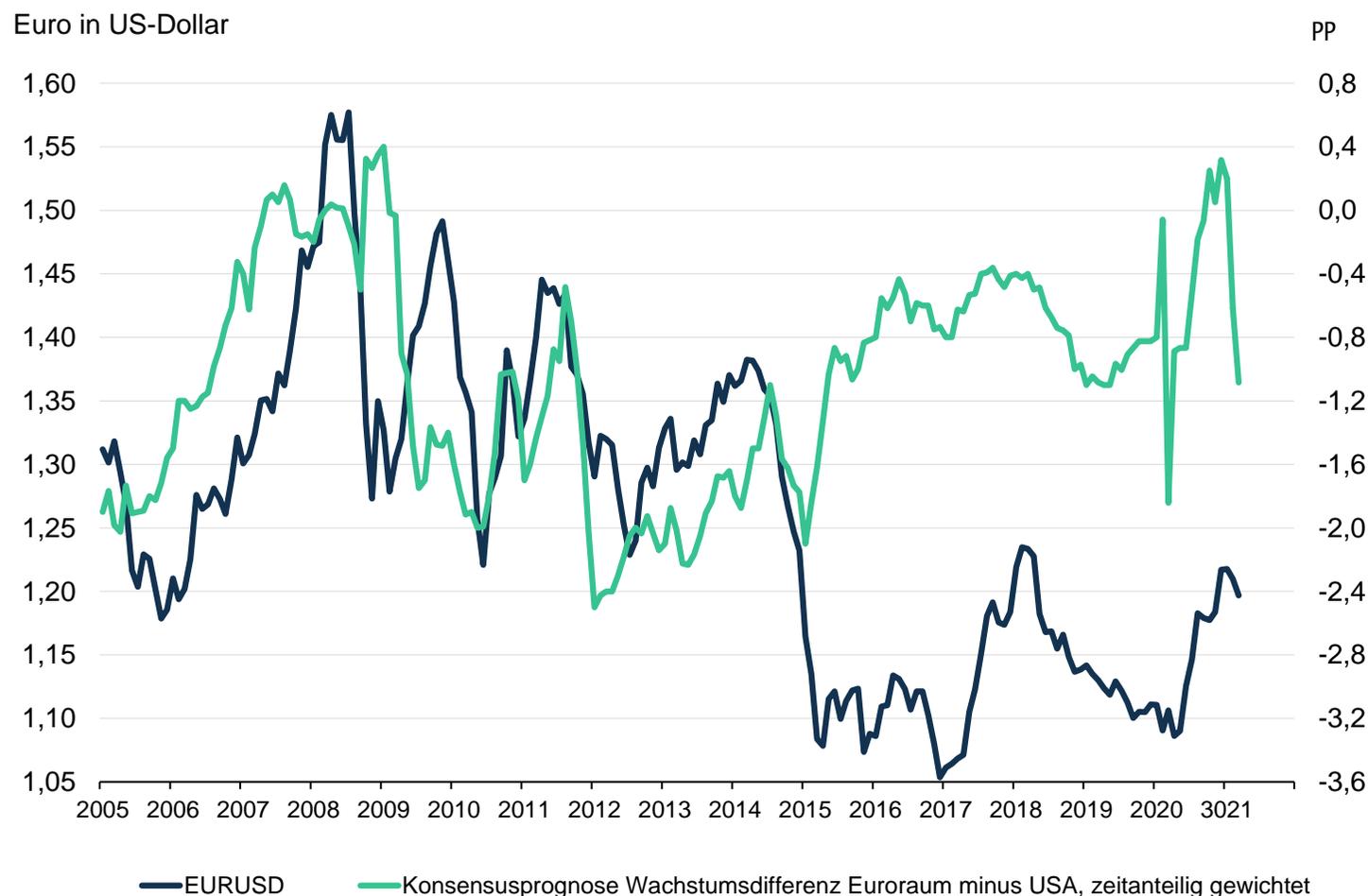


- Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen setzen sich immer weiter von ihren deutschen Pendanten nach oben ab: Der Renditevorsprung der US-Treasuries erreicht mit knapp 200 Bp inzwischen wieder annähernd das Vor-Corona-Niveau.
- Hierfür gibt es zwei Gründe: Zum Ersten schlägt der für die USA antizipierte Konjunkturschub in Folge des Biden-Pakets inzwischen verstärkt auch bei den US-Realrenditen in Form eines Anstiegs durch.
- Zum Zweiten hat die EZB angekündigt, durch eine (temporäre) Erhöhung ihrer Anleihekäufe dem Renditeanstieg im Euroraum entgegenzutreten. Die Fed stellt eine solche Intervention hingegen (noch) nicht in Aussicht.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Starke Wirtschaft – feste Wahrung

Euro in US-Dollar und Differenz der Wachstumserwartungen Monatswerte



- Die Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten wird im Jahr 2021 abermals besser sein als im Euroraum.
- Dies ist ein Argument, warum wir eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar erwarten.
- Darüber hinaus spricht die zurückliegende Ausweitung des Renditevorsprungs von 10-jährigen U.S. Treasury Notes gegenüber deutschen Bundesanleihen mit kongruenter Laufzeit für einen festen US-Dollar.
- Zudem haben die Argumente, welche noch 2020 für den Euro gesprochen haben, wie etwa eine fortschreitende EU-Integration, unserer Einschätzung nach mittlerweile an Schlagkraft verloren.

Quelle: Refinitiv, Bloomberg, LBBW Research

Aktien



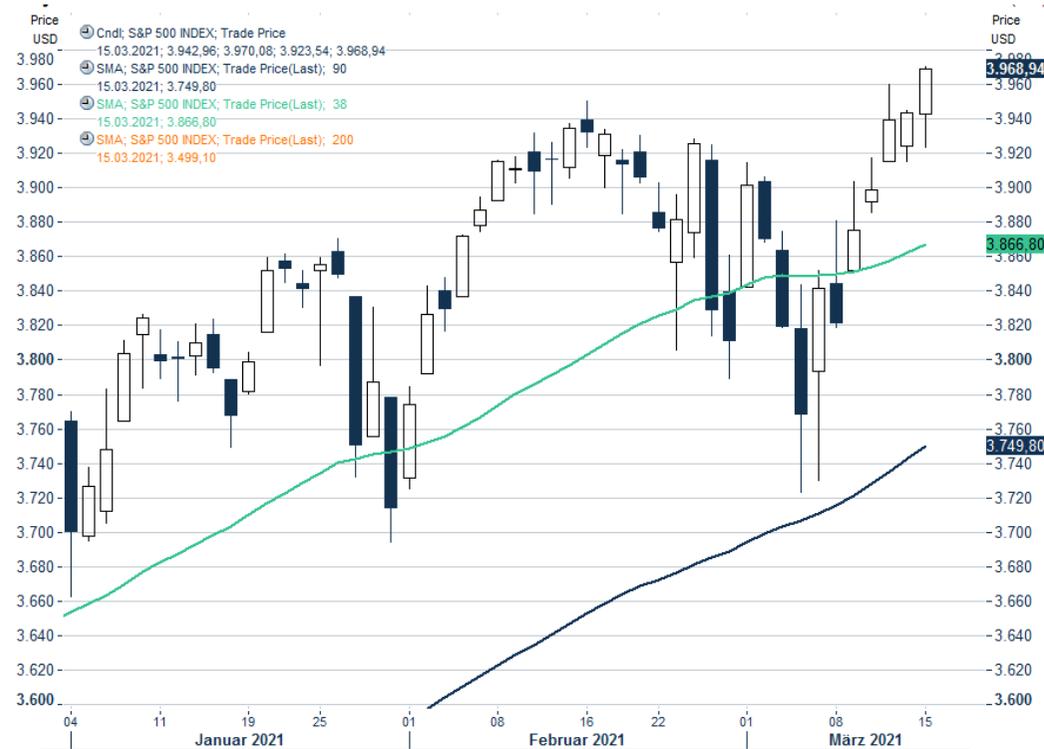
- Tendenz Aktienmärkte 2021: Volatil freundlich! Korrekturmodus beim Nasdaq 100, S&P 500 mit neuem All-Time-High.
- Wachstumstitel sind angeschlagen. Die aktuelle Reflationsdebatte in Verbindung mit steigenden Renditen brachte insbesondere Wachstumstitel unter Druck.
- Einzelne Teilsegmente wurden dabei besonders stark abgestraft, etwa aus den Segmenten Elektromobilität und Erneuerbare Energien.
- Zinssensitivitäten Euro Stoxx 50: Titel mit hoher Zinssensitivität legten YTD stärker zu.
- Growth vs. Value = Moderate Free-Cash-Flow-Renditen plus Wachstums-Case vs. hohe Dividendenrenditen im Stagnations-Case.

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

Korrekturmodus beim Nasdaq 100 – S&P 500 mit neuem All-Time-High

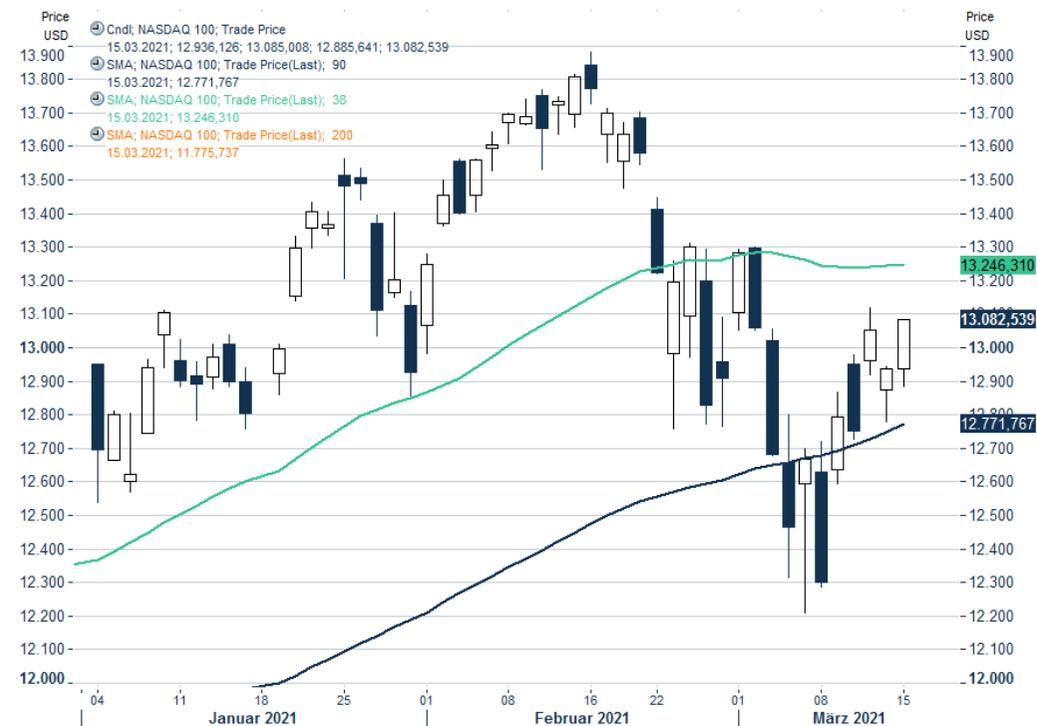
S&P 500

in Indexpunkten, seit 01.01.2021



Nasdaq 100

in Indexpunkten, seit 01.01.2021



Wachstumstitel sind angeschlagen Schere zwischen Growth und Value schließt sich

S&P 500 Growth und Value

indexiert 01.01.2020=100



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

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

„High-Growth“ besonders unter Druck, z.B. Tesla, Nio, Spekulationsneigung weiter hoch: Bitcoin & Co, GameStop

Tesla, Nio, Ford, GM
indexiert 01.01.2021=100



Bitcoin & GameStop
in USD



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zinssensitivitäten Euro Stoxx 50: Titel mit hoher Zinssensitivität legen YTD stärker zu

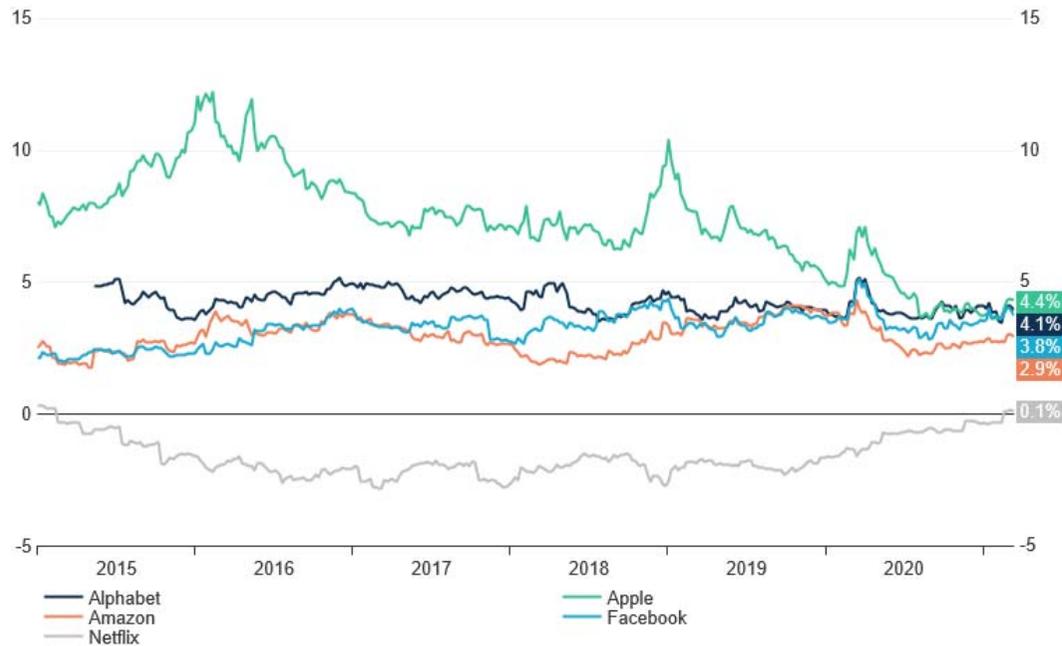


Unternehmen	Sektor	Beta	Korrelation	Beta	Korrelation	Performance			
		Aktienmarkt (DAX)	(DAX)	Renten (10Y% USA)	(10Y% USA)	1M	1W	YTD	
1	AIRBUS	Industrial Goods and Services	2,25	0,81	-7,86	-0,65	8,4	4,8	11,4
2	BANCO SANTANDER	Banks	1,61	0,72	-5,71	-0,59	6,4	-0,2	17,2
3	BNP PARIBAS	Banks	1,81	0,84	-5,33	-0,57	14,2	2,9	23,1
4	SAFRAN	Industrial Goods and Services	1,96	0,74	-4,45	-0,39	10,6	1,1	3,9
5	AMADEUS IT GROUP	Technology	1,82	0,82	-3,87	-0,40	17,2	6,9	6,6
6	VINCI	Construction and Materials	1,34	0,84	-3,79	-0,55	6,4	5,3	12,0
7	ANHEUSER-BUSCH INBEV	Food, Beverage and Tobacco	1,31	0,77	-3,78	-0,51	-0,3	3,9	-8,0
8	AXA	Insurance	1,49	0,87	-3,71	-0,50	20,0	4,3	17,5
9	BASF (XET)	Chemicals	1,34	0,89	-3,51	-0,54	8,7	2,7	12,2
10	VOLKSWAGEN PREF. (XET)	Automobiles and Parts	1,37	0,74	-3,00	-0,37	18,0	-1,7	24,8
11	MUENCHENER RUCK. (XET)	Insurance	1,25	0,84	-2,56	-0,39	13,8	4,1	9,5
12	ALLIANZ (XET)	Insurance	1,39	0,92	-2,55	-0,39	9,4	3,0	6,6
13	BMW (XET)	Automobiles and Parts	1,24	0,83	-2,36	-0,36	10,3	2,4	7,3
14	ADIDAS (XET)	Consumer Products and Services	1,14	0,73	-2,35	-0,35	2,4	10,1	0,3
15	SIEMENS (XET)	Industrial Goods and Services	1,01	0,83	-1,48	-0,28	1,0	4,8	15,2
36	VIVENDI	Media	0,46	0,47	-1,43	-0,34	6,0	0,2	4,9
37	TOTAL	Energy	1,20	0,71	-1,28	-0,17	20,6	3,0	19,5
38	BAYER (XET)	Health Care	0,82	0,59	-1,17	-0,20	-1,9	2,6	10,0
39	SCHNEIDER ELECTRIC	Industrial Goods and Services	0,97	0,85	-1,16	-0,23	-1,9	3,2	6,9
40	ASML HOLDING	Technology	0,83	0,70	-1,13	-0,22	-9,7	4,3	12,4
41	PERNOD-RICARD	Food, Beverage and Tobacco	0,64	0,71	-1,13	-0,29	0,9	1,5	2,6
42	NOKIA	Telecommunications	0,76	0,44	-0,81	-0,11	0,8	8,5	11,2
43	SAP (XET)	Technology	1,16	0,74	-0,74	-0,11	-5,1	1,2	-3,9
44	PHILIPS EL.TN.KONINKLIJKE	Health Care	0,62	0,65	-0,12	-0,03	-2,0	4,3	7,4
45	L AIR LQE.SC.ANYME. POUR	Chemicals	0,52	0,62	0,10	0,03	-1,4	4,4	-0,9
46	VONOVIA (XET)	Real Estate	0,40	0,48	0,14	0,04	-1,4	2,8	-8,9
47	ADYEN	Industrial Goods and Services	0,69	0,38	0,41	0,05	-11,6	6,7	1,6
48	SANOFI	Health Care	0,40	0,47	0,64	0,17	2,3	3,3	1,6
49	KONINKLIJKE A HOLD DELHA	Personal Care, Drug and Grocery	0,14	0,18	1,08	0,33	-2,3	2,1	-0,6
50	PROSUS	Technology	0,19	0,15	1,27	0,23	-10,3	-0,4	6,9
Median hohe Zinssensitivität (Top 15)			1,37	0,83	-3,71	-0,40	9,39	3,88	11,38
Median niedrige Zinssensitivität (Low 15)			0,64	0,59	-0,74	-0,11	-1,85	2,97	4,85

Quelle: Refinitiv, LBBW Research. Statistische Kennzahlen auf Basis von Wochendaten der vergangenen 52 Wochen. Korrelation zu Renten: Vergleichsmaßstab Thomson Refinitiv 10Y US-Benchmark Index

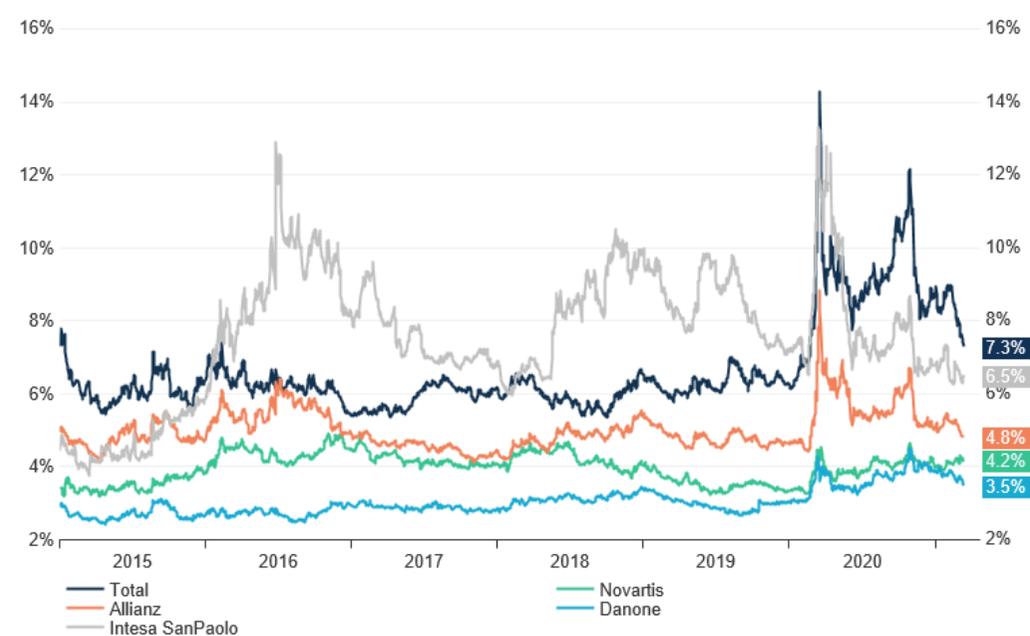
Moderate Free-Cash-Flow-Renditen plus Wachstums-Case vs. hohe Dividendenrenditen im Stagnations-Case

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



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

Value: Dividendenrenditen in %, 12M Forward



- Wegen des hohen Anteils an Finanzwerten eignet sich im Value-Universum eine solche Free-Cash-Flow-Betrachtung nicht. Daher ziehen wir für die Beurteilung der Bewertung von Value-Titeln die Dividendenrendite heran: Selbst wenn man annimmt, dass „Value“-Konzerne per se kein bzw. wenig Wachstum mitbringen, erscheinen Value-Titel attraktiv.
- Fazit: Reflationsszenario begünstigt derzeit den Value-Case. Etablierte Growth-Titel sind jedoch weiterhin attraktiv.

Kryptowährungen: Was muss bedacht werden?

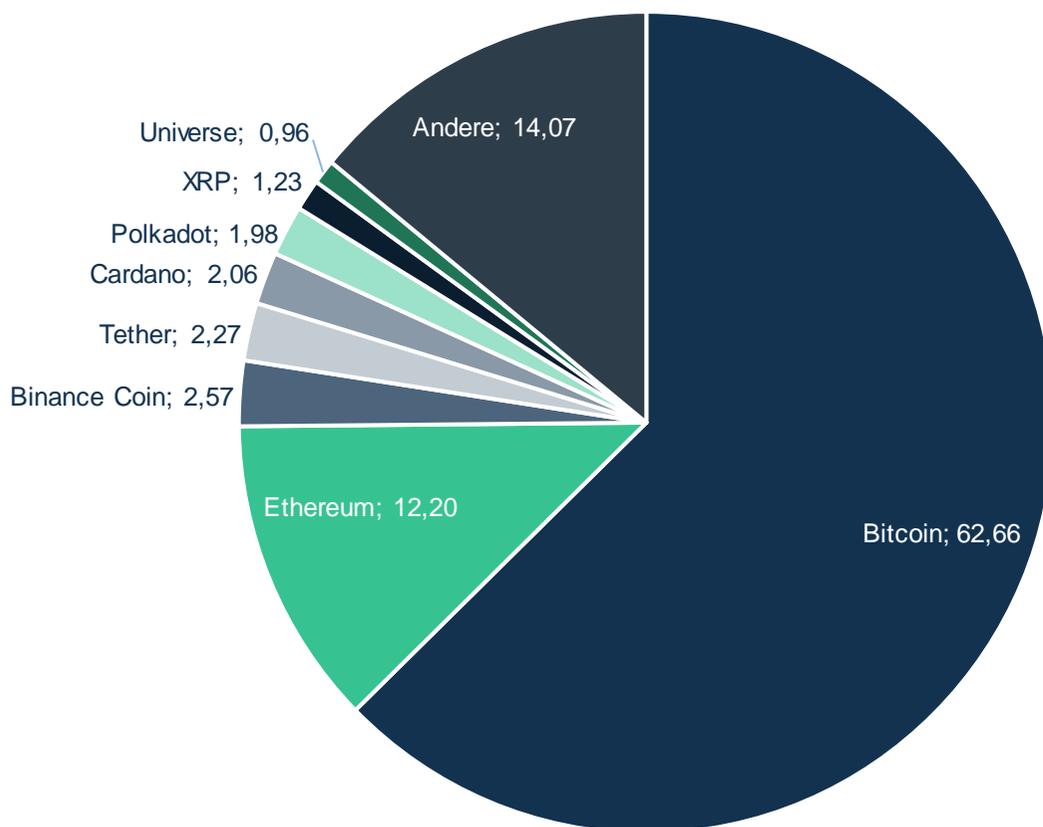


- Kryptowährungen stellen eine neue Assetklasse mit einer noch jungen Marktinfrastruktur und mit einer sehr hohen Volatilität dar.
- Bitcoin und Ether sind die Platzhirsche am Markt der Kryptowährungen mit einem Marktanteil von insgesamt rund 75%.
- Aufgrund regulatorischer Unsicherheiten weist der Markt eine geringe Liquidität und damit eine hohe Volatilität auf.
- Investoren müssen sich zudem den Problemen bei der Auswahl von Anbietern für die Verwahrung der Assets sowie der ESG-Kompatibilität von Krypto-Assets bewusst sein.

Dr. Guido Zimmermann
Senior Economist
Tel: + 49 - (0)711 - 127 - 71 640
guido.zimmermann@lbbw.de

Bitcoin mit weitaus größtem Marktanteil

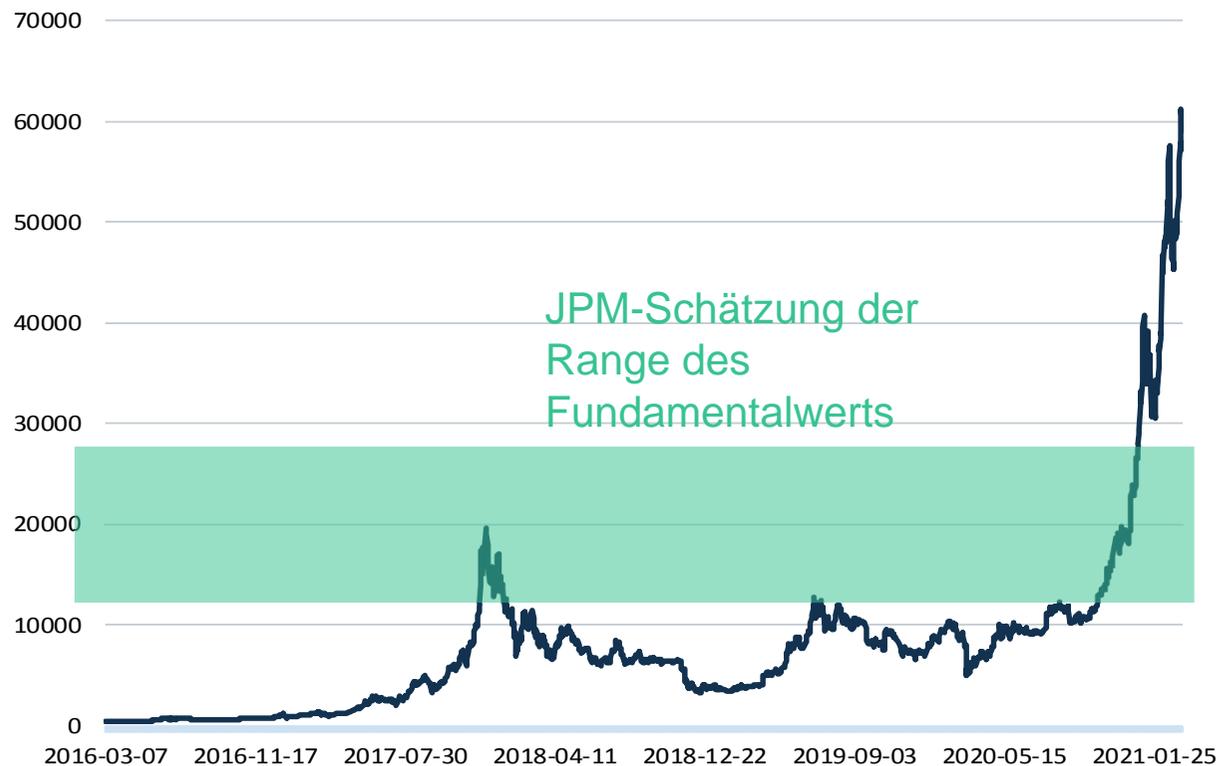
Marktanteile am Krypto-Assets-Markt per 12.03.2021, in %



- Von den 4.322 bekannten Kryptowährungen sind Bitcoin und Ether die mit weitem Abstand größten in Bezug auf die Marktanteil.
- Investments in Kryptowährungen beziehen sich damit in erster Linie auf Engagements in Bitcoin, gefolgt von Ether.
- Die Marktkapitalisierung von Kryptowährungen beträgt rund 1,73 Bio. USD.

Bitcoin: „Digitales Gold“ oder „Tesla ohne Autos“?

Durchschnittlicher Kurs von Bitcoin in USD an der Börse Coinbase per 14. März 2021



- **Ein Fundamentalwert von Bitcoin ist mit traditionellen Methoden nicht bestimmbar.**
- Letztlich handelt es sich hier bei Engagements um ein Investment in ein Netzwerk, von dem spekulativ erhofft wird, dass es breite Akzeptanz im internationalen Zahlungsverkehr erhält.
- JPM hat auf Grundlage wissenschaftlicher Papiere die untere Grenze eines „möglichen“ Fundamentalwerts mit rund 12.000 Bitcoin/USD bestimmt. Dieser basiert auf den Produktionskosten der Miner. Der obere Wert eines möglichen Fundamentalwerts liegt bei rund 25.000. Dieser basiert auf einem risikogewichteten Vergleich mit dem Goldpreis.
- **Da das Angebot von Bitcoin mit 21 Mio. Stück fixiert ist, wird der Preis in erster Linie durch die Nachfrage und die entsprechenden Hoffnungen der Akteure in die breite Akzeptanz von Bitcoin getrieben.**
- Narrative wie Bitcoin als „digitales Gold“ oder als Schutz vor Inflation sind wichtige Treiber des Preises. **Weitere Treiber sind die Suche nach Rendite sowie eine größere institutionelle Nachfrage im Zuge einer Diversifikation nach Assetklassen.**

Quelle: Federal Reserve, JP Morgan, LBBW Research.

Was macht Bitcoin für Investoren attraktiv?

Wie bei Bargeld ist anonymes Zahlen möglich, aber im internationalen Kontext

Kryptographische Sicherheit

Vertrauen in Computer statt in staatliche Institutionen, Zentralbanken oder private Unternehmen

Attraktive Narrative (Inflationsschutz, Digitales Gold, Suche nach Rendite)

Knappes Gut (21 Mio. Stück werden emittiert) und damit möglicher Inflationsschutz

Hohe Volatilität erzeugt Trading-Opportunitäten

Kein Zugriff von Staaten auf Geld

Kryptowährungen als neue Assetklasse

Kryptowährungen sind keine Währungen, sondern hochspekulative Assets

Krypto-Tokens erfüllen bislang nicht die traditionellen Funktionen des Geldes

Recheneinheitfunktion

Umtausch in Fiat-Währung nötig

Wertaufbewahrungsfunktion

Extrem hohe Volatilität

Zahlungsmittelfunktion

Wo kann man mit Krypto-Tokens zahlen?

- Die hohe Volatilität impliziert, dass Bitcoin bislang weder als Wertaufbewahrung noch als Recheneinheit- oder Zahlungsmittel dienen kann.
- Auch dürfte aufgrund des starren Angebots von letztendlich 21 Mio. Stück Bitcoin die Verwendung als Zahlungsverkehrsmittel auf breiter globaler Basis nicht möglich sein.

Bitcoin ist ein hochspekulatives Asset

Krypto-Tokens erfüllen nicht die Funktionen traditioneller Aktiva

Keine Generierung von Zinsen und Cash Flows analog zu Bonds und Aktien

Keine Generierung von Gewinnen via Wirtschaftswachstum

Aufgrund unstabiler Korrelationen kein konsistentes Diversifikationsinstrument

Keine Funktion als Sicherer Hafen in Krise traditioneller Assetklassen

Kryptowährungen als Assetklasse unterliegen nicht der Knappheit (3 Versionen von Bitcoin existent*)

Marktinfrastuktur noch sehr jung und anfällig für Cyber-Attacken

Markt ineffizient, da Instrumente für Shorting bislang nicht breitflächig verfügbar

Sehr geringe Liquidität

Aufgrund geringer Liquidität hohe historische Volatilität

Nachgewiesene Marktmanipulationen und Unregelmäßigkeiten bei Hauptliquiditätslieferant Tether

Regulatorische Tail-Risiken

*Bitcoin, Bitcoin Cash, Bitcoin SV

Quelle: Bridgewater, Goldman Sachs, LBBW Research.

Was benötigen institutionelle Investoren für Investments in Kryptowährungen?

Regulatorische Sicherheit

Liquidität

Niedrige Volatilität

Krypto-Verwahrung

Einfacher Zugang zu Märkten

ESG-Kompatibilität



- Ohne regulatorische Sicherheit dürfte Bitcoin und andere Krypto-Assets für die meisten institutionellen Investoren nicht interessant sein.
- Damit fehlt aber auch die Marktliquidität.
- Die niedrige Liquidität wiederum impliziert eine extrem hohe Volatilität, die der Akzeptanz durch institutionelle Investoren abträglich ist.
- Institutionelle Investoren benötigen zudem eine sichere Marktinfrastruktur zur Verwahrung der Krypto-Assets. Diese ist noch jung, entwickelt sich aber rasant.
- Auch ist der einfache Zugang zu den Märkten mangels entsprechender Fondslösungen in Europa bislang nicht gegeben.
- Insbesondere der hohe Energieverbrauch von Bitcoin und Ether dürfte sich mit den ESG-Kriterien, die institutionelle Investoren erfüllen müssen/wollen, noch beißen.

Der ESG-Elefant im Raum: Bitcoin und Ether mit extremem Energieverbrauch

Geschätzter Energieverbrauch der Blockchain Bitcoin, per 09.03.2021

- **CO2-Fußabdruck vergleich mit Slowakei:**

- 38,10 Mt CO2



- **Konsum elektrischer Energie vergleichbar mit Chile:**

- 80,21 Twh



- **Elektronischer Müll vergleichbar mit Luxemburg:**

- 10,74 kt



- Aufgrund der Dezentralität der Blockchains Bitcoin und Ethereum benötigt es einen dezentralen Konsensmechanismus über die Validität der hier durchgeführten Transaktionen. Dieser Konsensmechanismus besteht bislang aus dem sog. Proof-of-Work, bei dem ausgewählte Netzwerkknoten in einem Wettbewerb versuchen, als erste eine Transaktion zu validieren. Der Gewinner dieses Wettbewerbs erhält als Entgelt Bitcoin. Dies ist der Anreiz für die Teilnahme an diesem Validierungswettbewerb. Der Einsatz bzw. die Produktionskosten bei diesem sog. Mining von Bitcoins ist die Rechnerkraft. Je höher diese ist, umso wahrscheinlicher ist es, dass der Miner den Wettbewerb um die Validierung gewinnt. Die Verlierer dieses Wettbewerbs haben die eingesetzte Energie verschwendet.
- Schätzungen in Bezug auf die Mining-Farmen unterliegen extrem hohen Unsicherheiten. Gemäß industriespezifischen Untersuchungen sind lediglich 42% aller Miners bekannt.
- Um die Produktionskosten niedrig zu halten, sind die Mining-Rechenfarmen zumeist in Weltregionen stationiert, wo Energie relativ günstig ist (z. B. aufgrund der dortigen Kohlevorkommen in Nordchina oder wegen der Geothermik in Island) und wo es kalt ist, da dieses hilft, die Computer zu kühlen.
- Allerdings werden seitens der angestammten Miners (China, USA) verstärkt erneuerbare Energiequellen verwendet. Die Schätzungen sind hier ebenfalls immens unsicher: Die 3. Globale Kryptoasset-Benchmarkstudie des Cambridge Centre for Alternative Finance kommt zu dem Schluss, dass rund 76% aller Miners erneuerbare Energien in ihrem Energie-Mix haben. Dies wird aber wohl konterkariert durch neue Mining-Farmen z. B. aus Kasachstan.
- Ethereum plant schon länger, auf den weniger energieintensiven Proof-of-Stake-Konsensmechanismus zu wechseln. Bei Bitcoin ist dies nicht zu erwarten.

Quelle: <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption>, Bitooda, Wikipedia, LBBW Research.

Marktprognosen

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

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	-0,33	-0,40	-0,30	-0,20
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,64	1,25	1,20	1,50

Quelle: LBBW Research

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
DAX	14 502	14 000	15 000	15 500
Euro Stoxx 50	3 833	3 700	3 800	4 000
Dow Jones	32 779	31 500	33 000	34 000
Nikkei 225	29 718	31 000	32 000	33 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,19	1,21	1,18	1,15
Franken je Euro	1,11	1,10	1,12	1,14
Gold (USD/Feinunze)	1711	1800	1750	1700
Öl (Brent - USD/Barrel)	70	65	60	65

Nächste Telefonkonferenzen / Webkonferenzen

Termine:

- 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 Vertriebshändler 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.