30.03.2021 · Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LB≡BW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass April

Wie nachhaltig ist die Trendwende bei den US-Renditen?

Erstellt am: 30.03.2021 09:54

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 30.03.2021 folgende Zugangsdaten:

Telefonnummer: +49 69 2017 44282
kein PIN erforderlich

Link zur Webkonferenz:
https://lbbw.anywhereconference.com?Conference=315612068&PIN=59619843&UserAudioMode=DATA

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme und wünschen Ihnen eine interessante Veranstaltung.

Für Fragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr LBBW Research

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 30.03.2021, 14h
- Dienstag, 13.04.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 04.05.2021, 14h
- Dienstag, 18.05.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 01.06.2021, 14h
- Dienstag, 15.06.2021, 14h – KMK-Update
- Dienstag, 06.07.2021, 14h

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

ein Witz macht die Runde: „Noch dreimal Lockdown, dann ist Weihnachten.“ In jedem guten Witz liegt ein Körnchen Wahrheit. Klar ist: Die Geduld der Menschen mit dem Hin und Her aus Anti-Corona-Maßnahmen und Lockerung ist aufgebraucht. Und uns allen ist definitiv nicht nach Scherzen zumute … Die Legitimation der politischen Führung wird ernsthaft hinterfragt.

Wie sieht die Sache durch die Brille des Ökonomen aus? In China läuft es bereits geraume Zeit wieder, und in den USA sorgt ein Konjunkturpaket von historisch hohen 1,9 Billionen US-Dollar für eine üppige Konjunkturspritze. Derweil halten die Notenbanken in New York und Frankfurt die Schleusen weit geöffnet. Die resultierende Flut hebt alle Boote, auch die „MS Deutschland“. Die Frühindikatoren für Deutschland und den Euroraum sind zuletzt kräftig gestiegen. Das Einzige, was zwischen uns und einem soliden Aufschwung steht, sind eine erfolgreiche Impfkampagne und eine Rückkehr zum Alltag. Da jedoch hakt und klemmt es an vielen Ecken.

Die Finanzmärkte blicken bei alledem durch die Irrungen und Wirrungen der Tagespolitik hindurch. Die Aktienmärkte haben sich auch nicht von einem markanten Renditeanstieg in den USA beirren lassen. Ich glaube zwar, dass die Akteurinnen und Akteure hier richtig liegen. Aber ich erwarte auch, dass die Wegstrecke demnächst holpriger werden könnte. Ein Vorbote ist der US-Dollar, dessen Trend zum Euro gedreht hat.

In Zeiten von Mini- und Minuszinsen heißt das Motto bis auf Weiteres: TINA - „There is no alternative“. Zu risikotragenden Titeln gibt es keine wirkliche Alternative, um einen Ertrag zu erwirtschaften. Für diese Anlagesituation benötigen Sie eine gute Strategie. Der vorliegende Kapitalmarktkompass erklärt unsere aktuelle Anlagestrategie als hoffentlich wertvolle Hilfestellung für Ihre Dispositionen am Finanzmarkt!

Ihnen allen frohe Osterfeiertage, und wie immer: Bleiben Sie gesund!

Ihr Uwe Burkert

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

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Unsere Themen im April

- 01.04.: OPEC-Treffen – Weitere Verknappung des Ölangebots?
- 22.04. / 28.04.: Die Notenbanken dürften für anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen sorgen.
- 29.04.: US-BIP – Wie dynamisch hat die US-Volkswirtschaft im ersten Quartal zugelegt?

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

Die wichtigsten Termine im April

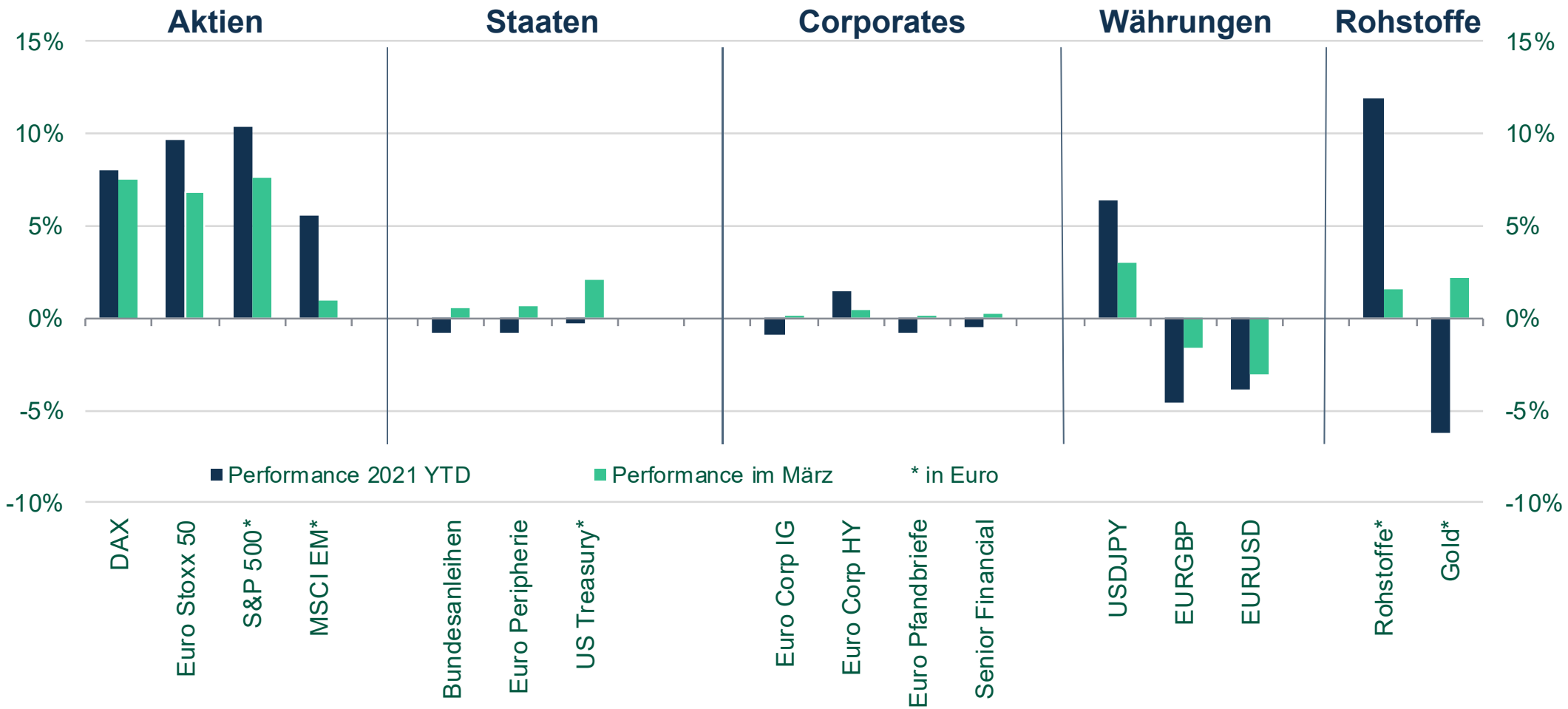
KW13				KW14							KW15							KW16							KW17				
Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr	Sa	So	Mo	Di	Mi	Do	Fr
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1.4.	OPEC+-Treffen																												
	2.4.	US-Arbeitsmarktbericht März																											
								9.-11.4.			IWF-Frühjahrstagung																		
											12.4.	Bund-Länder-Runde zur Corona-Lage in Deutschland																		
												13.4.	US-Inflation März																
													14.4.	Beginn US-Berichtssaison															
																					22.4.	EZB-Ratssitzung							
																									26.4.	ifo-Geschäftsklima April			
																								FOMC-Zinsentscheid	28.4.				
																										BIP USA Q1	29.4.		
																									BIP Deutschland/EWU Q1			30.4.	
																									EWU-Inflation April			30.4.	

- Ungeachtet eines fortgesetzten Inflationsanstiegs im Frühjahr dürfte die EZB ihren ultra-expansiven Kurs bestätigen und ihr Versprechen erneuern, für anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen zu sorgen.
- Die Fed ihrerseits dürfte bekräftigen, dass die Zeit noch nicht gekommen ist, um über eine geldpolitische Wende nachzudenken. Hierfür liegt eine Wiederannäherung an die Fed-Ziele noch in zu weiter Ferne.
- Die IWF-Frühjahrstagung dürfte im Zeichen einer gemeinsamen globalen Strategie zur Bewältigung der Corona-Pandemie stehen.
- Bleibt die Staatengruppe OPEC+ auf ihrem jüngsten Kurs, das Ölangebot weiter zu verknappen, oder zeichnet sich eine Wende ab?
- Die US-Wirtschaft hat im ersten Quartal nach unserer Schätzung um annualisiert rund 8 % zugelegt, während die Wirtschaft im Euroraum wegen langer und teils harter Corona-Lockdowns erneut geschrumpft sein dürfte.

Performance 2021: Aktien weiter fest, Rentenmärkte im März stabiler, Dollar-Stärke gewinnt an Fahrt

ausgewählte Assets

in %



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Graph des Monats:
Euro am Devisenmarkt in der Defensive – der Renditen wegen

Wechselkurs: Euro in US-Dollar
Monatswerte

Quelle: Refinitiv; Berechnungen der LBBW.

- Der „Greenback“ ist dabei, Terrain, verloren im vergangenen Jahr, zurückzuerobern. Zu Beginn des laufenden Jahres kehrte sich bei Euro / US-Dollar die Bewegungsrichtung um, die seit Ausbruch der Corona-Pandemie gegolten hatte.
- Wie im Jahr 2020 steht auch aktuell die US-Geldpolitik im Fokus: Ob erfolgreicher „Reflationierung“ mag sich die Fed, so heißt es, früher als ehedem geglaubt aufgerufen fühlen, ihre Leitzinsen zu erhöhen.
- Die EZB fährt demgegenüber seit 2016 eine Nullzinspolitik und würde sich einem nachhaltigen, deutlichen Anstieg der Langfristzinsen im Euroraum entgegenstemmen.
- Auf das Geschehe am Rentenmarkt macht sich der Devisenmarkt seinen eigenen Reim.

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

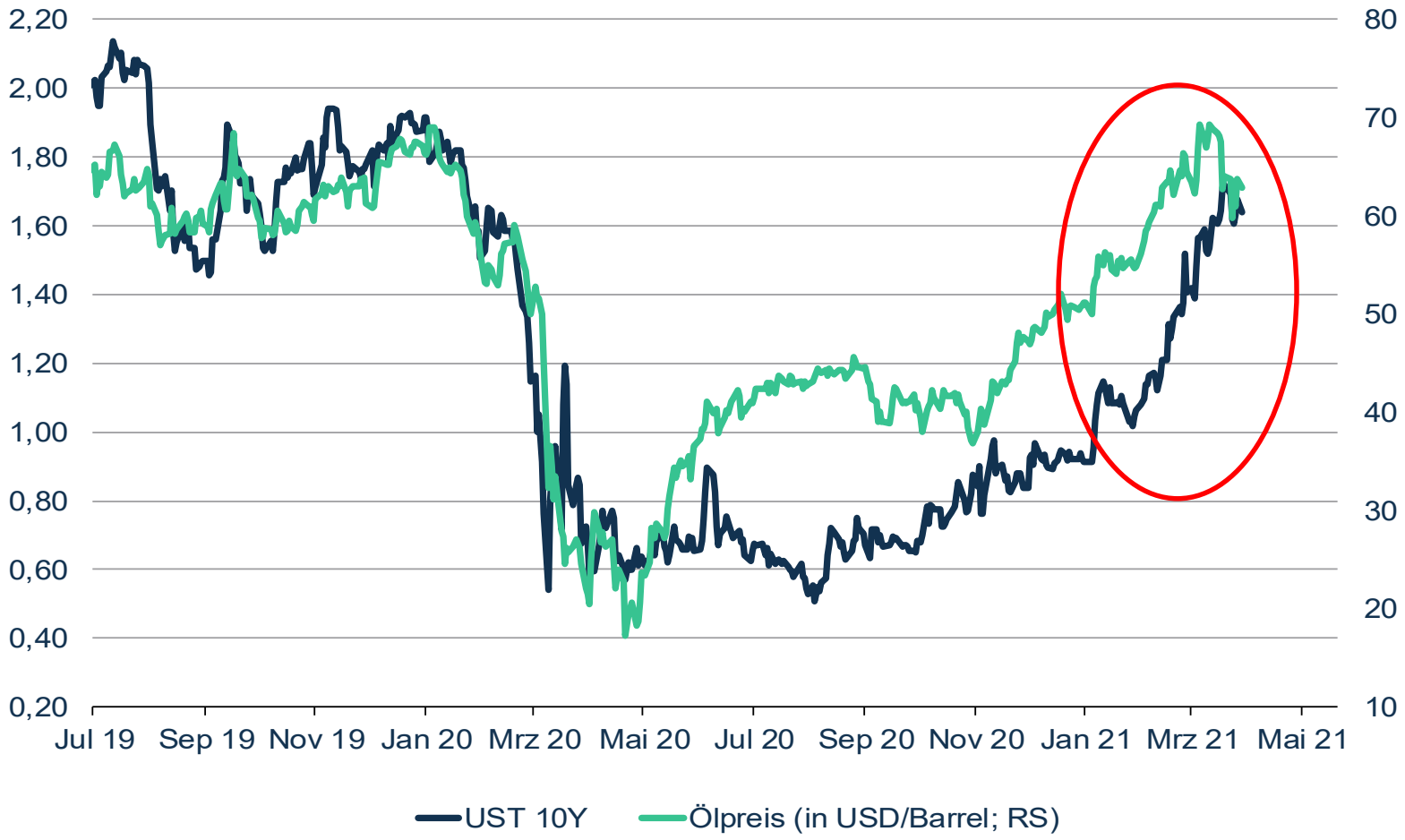
Sonderthema: Wie nachhaltig ist die Trendwende bei den US-Renditen?

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
Tel: + 49 - (0)711 - 127 – 76 369
elmar.voelker@lbbw.de

- In den USA bleibt der Rentenmarkt unter Spannung, die Rendite 10-jähriger US-Treasuries näherte sich zeitweise bis auf wenige Basispunkte dem Vor-Corona-Niveau. Regulatorische Faktoren wirken trendverstärkend.
- Das Ausmaß des Anstiegs bei den USD-Langfristzinsen ist nicht mehr weit entfernt vom „Taper Tantrum“ des Jahres 2013. Renditeniveaus (deutlich) über 2 % würden das Gespenst eines „Crash-Szenarios“ beschwören, welches u.E. aber wiederum die Fed auf den Plan rufen dürfte.
- Gegen ein solches „Crash-Szenario“ spricht zudem, dass die Reflationierungsdebatte der Realität zunehmend weiter vorausgelaufen ist. Überdies antizipieren die Marktteilnehmer eine Leitzinswende deutlich früher, als die US-Notenbank dies in ihren Projektionen avisiert.
- Im Euroraum hat sich der Rentenmarkt beruhigt, nachdem die EZB eine Erhöhung des Tempos ihrer Anleihekäufe zugesagt hat, um den Renditeaufwärtsdruck zu dämpfen.
- Wir haben unsere Prognosen für die USD-Langfristzinsen angehoben. Die Implikationen für die EUR-Zinsprognosen sind angesichts einer konsequent „dovishen“ EZB-Haltung gering.

USD-Rentenmarkt: 10Y US-Treasuryrendite nähert sich Vor-Corona-Niveau – nachlassender Schub von Reflationierung?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Ölpreis

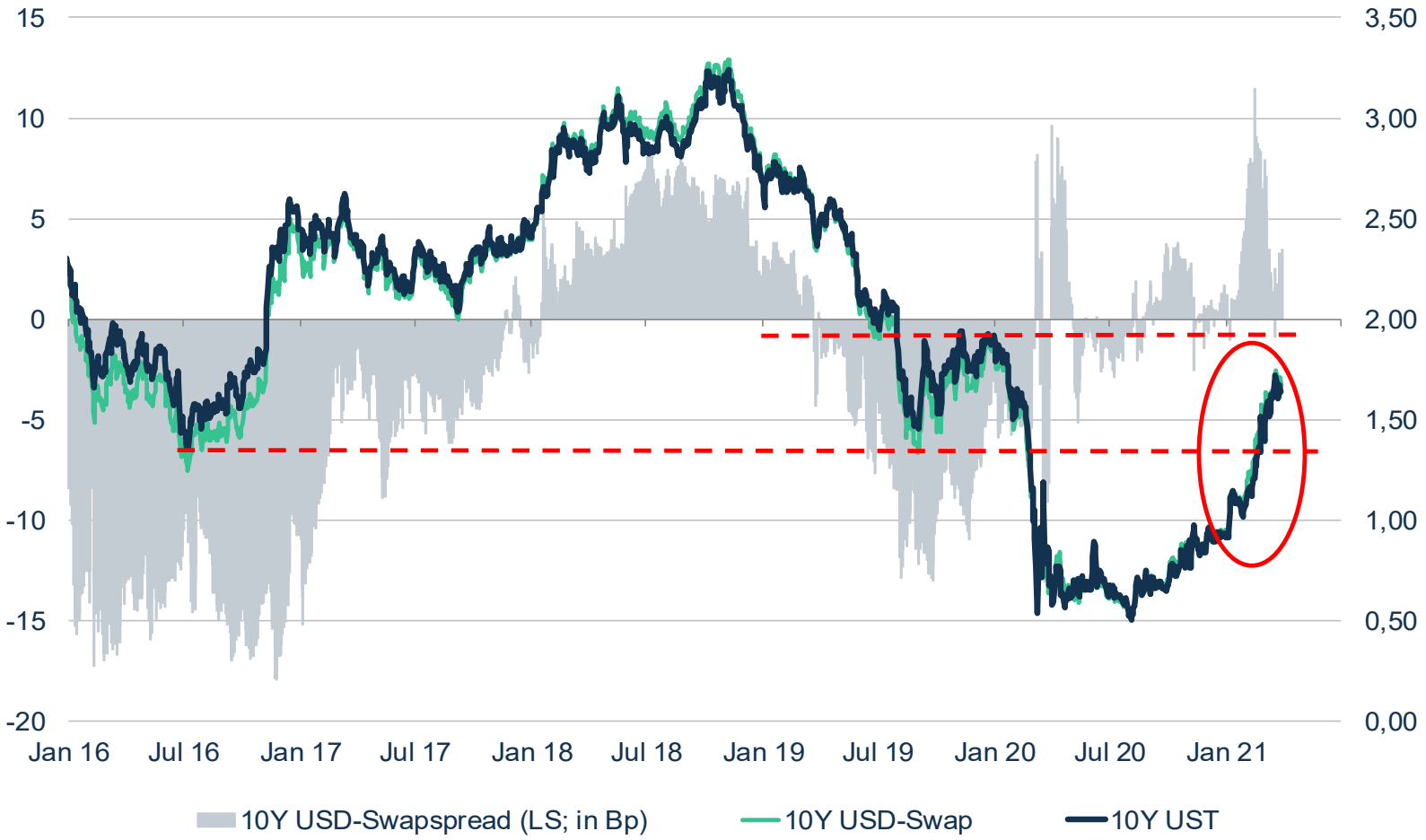


- Die Dynamik des Renditeaufwärtstrends am USD-Staatsanleihemarkt hat im März nochmals zugenommen.
- Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries schnellte in der Spitze bis auf 1,75 % empor.
- Damit ist das Vor-Corona-Niveau greifbar (Stand zu Jahresbeginn 2020: rund 1,90 %).
- Besonders auffällig zum Einen: Renditebewegungen zum Teil ohne offenkundigen direkten Auslöser von fundamentaler Seite oder von Seiten der Geldpolitik.
- Zum Anderen: Der Schub durch das überwölbende Thema „Reflationierung“ hat zumindest von den Ölpreisen her jüngst keine zusätzliche Nahrung mehr erhalten, denn Letztere schwenkten vorerst auf Konsolidierungskurs.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: „Auffällige“ Swapspread-Einengung als Indiz für Sonderfaktor – Regulatorik in den Fokus geraten!

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

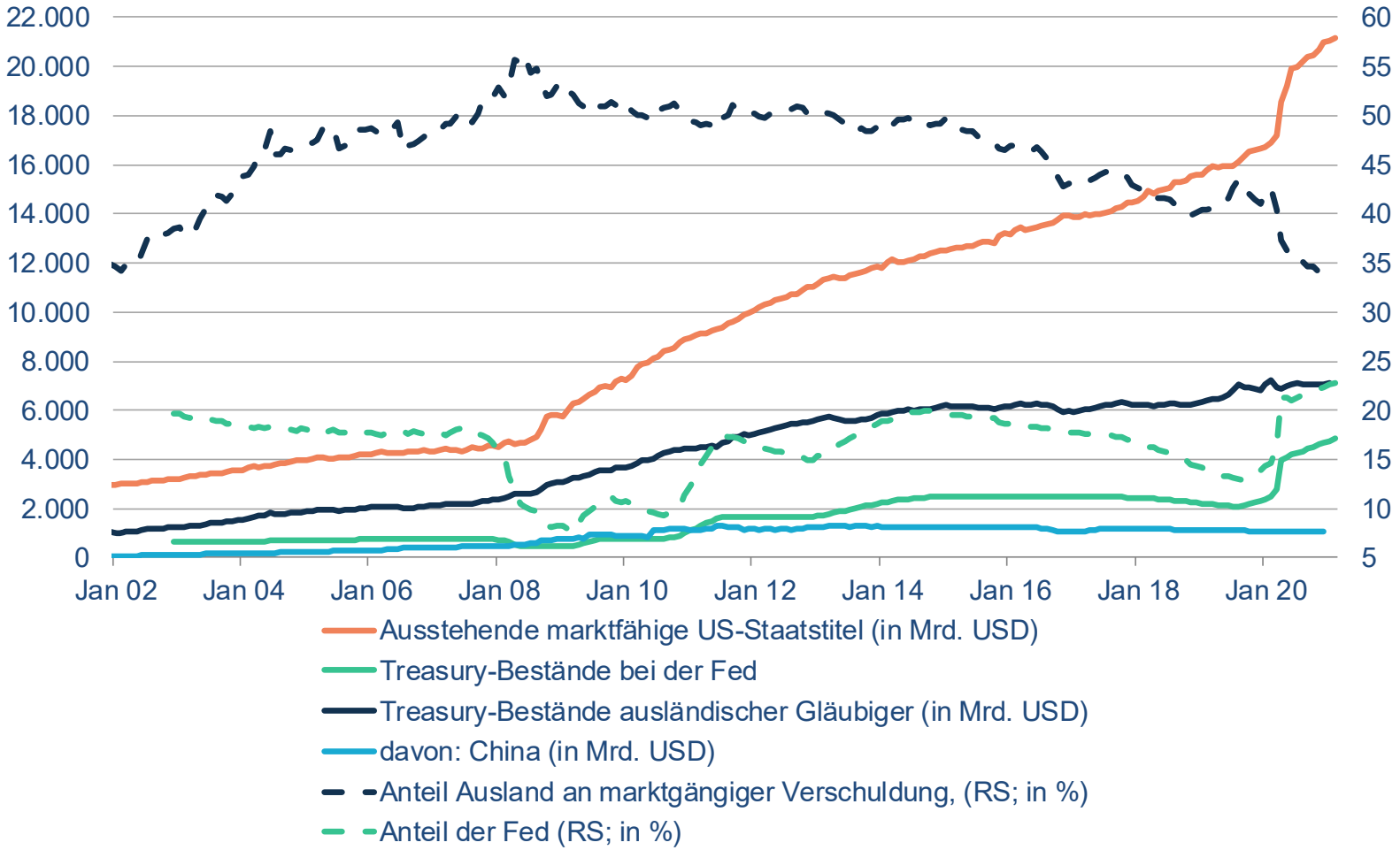


- Welche zusätzlichen Treiber für den Renditeanstieg kommen jenseits der Sorge vor Reflationierung in Betracht?
- Auffällig ist u.E., dass der USD-Swapspread sich zuletzt eingeengt hat: Die Treasury-renditen sind stärker als die USD-Swapsätze gestiegen.
- Dies ist eher ungewöhnlich: Phasen steigender Renditen gingen zuletzt meist mit einer Swapspread-Ausweitung einher!
- Mögliche Ursache für den besonders starken Verkaufs-druck: Am 31.03. läuft eine regulatorische Erleichterung für US-Banken bei der Anrechnung von US-Treasuries im Rahmen der SLR-Kennziffer (Supplementary Leverage Ratio) aus.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Anteil ausländischer Anleger am US-Treasury-Markt auf 19-Jahrestief – Chance und Risiko zugleich?

Bestände der Fed und ausländischer Anleger am US-Treasurymarkt (in Mrd. USD sowie in %)

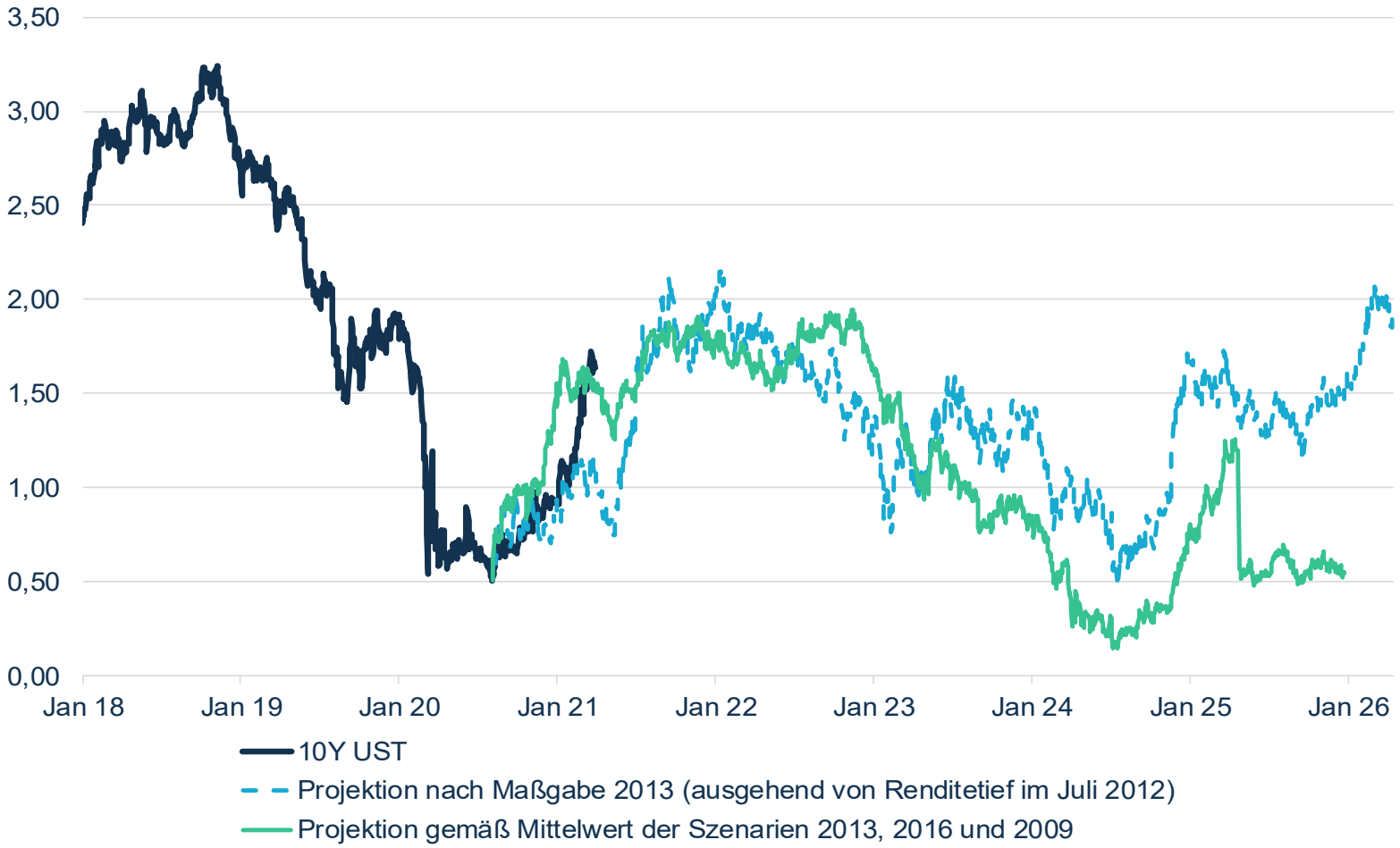


Quelle: Bloomberg, LBBW Research

- Zusätzlicher Verkaufsdruck durch die Banken am US-Treasurymarkt würde den Fokus noch stärker auf die Fed und ein mögliches „Tapering“ des Kaufprogramms lenken.
- Der Anteil der Fed-Bestände am Treasurymarkt hat sich seit Frühjahr 2020 fast verdoppelt auf rund 23 %.
- Der Anteil ausländischer Anleger fiel deutlich, und zwar auf ein 19-Jahrestief von knapp 34 %. Die Bestände des Auslands stagnierten per Saldo.
- Dies bietet mittelfristig Chance und Risiko zugleich: Einerseits könnte der Treasurymarkt besonders verwundbar gegenüber einem „Tapering“ sein. Andererseits besteht Potenzial für eine deutliche Wieder-Ausweitung der ausländischen Bestände angesichts der gestiegenen Renditen.

USD-Rentenmarkt: Wie weit könnte der Renditeanstieg gehen? Ausmaß des „Taper Tantrums“ zwar nicht mehr weit weg, …

Rendite 10-jähriger US-Treasuries mit Projektion auf Basis vergangener Bärenmarkt-Szenarien seit der Finanzkrise (2009, 2013, 2016)

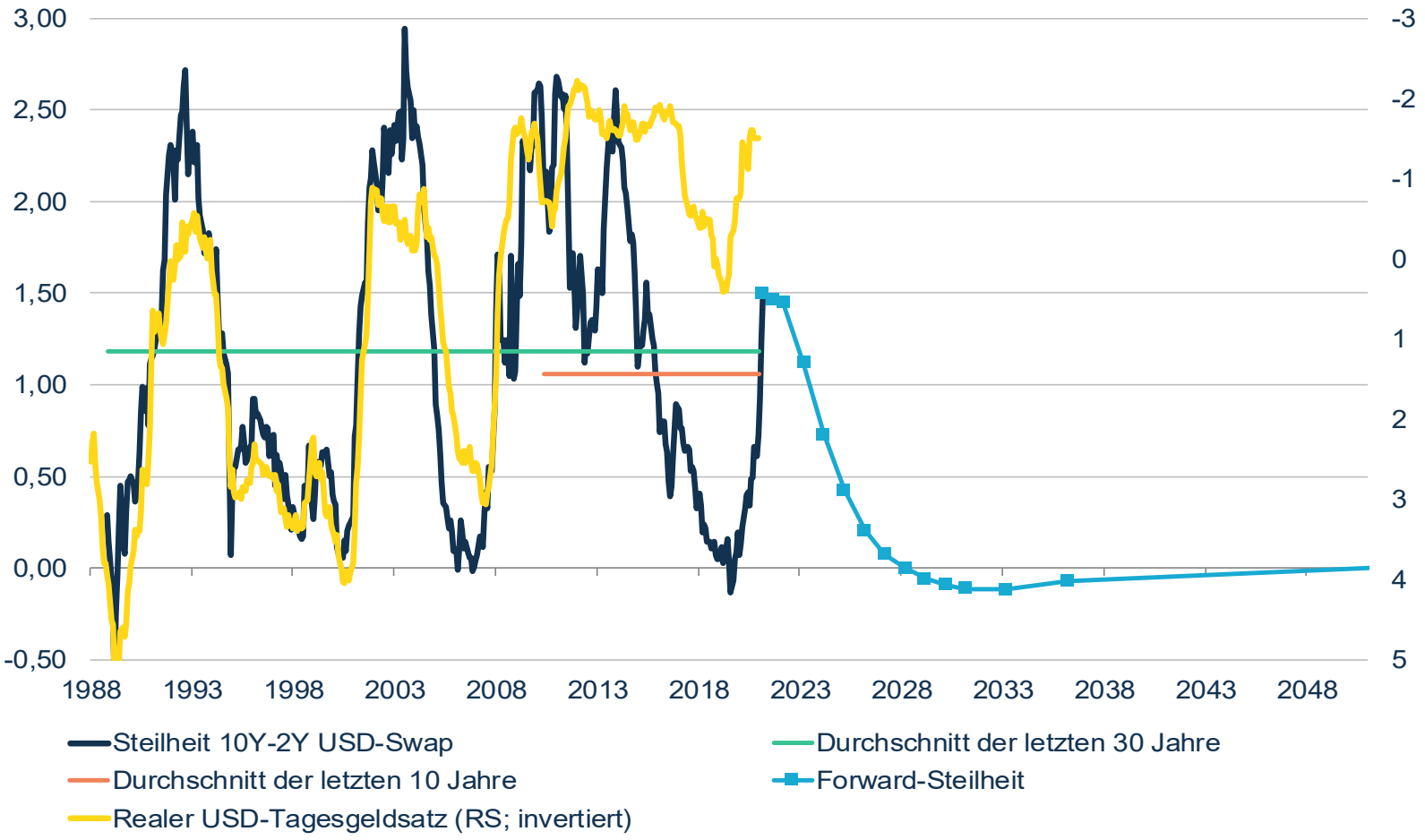


- Seit dem Renditetief vom Sommer 2020 beläuft sich der Renditeanstieg der 10-jährigen US-Treasuries auf rund 120 Bp.
- Dies reicht bereits nahe heran an das „Taper Tantrum“ des Jahres 2013, als der Renditeanstieg in Summe gut 150 Bp betrug.
- Merke: Aktuell gibt es keine Tapering-Ankündigung!
- Nach dieser Maßgabe bietet sich die 2 %-Marke als Zielwert an - dort könnte auf Basis zurückliegender Bärenmarkt-Szenarien der Jahre seit 2009 eine Konsolidierung einsetzen.
- Der Mittelwert der Szenarien-Verläufe der Jahre 2009, 2013 und 2016 würde mittelfristig eine Konsolidierung der Treasuryrendite zwischen 1,5 % und 2 % nahelegen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

… aber auf Basis der Steilheit 10Y-2Y sind noch gut 100 Bp Luft bis zu den Spitzenwerten der vergangenen Zyklen!

Steilheit der USD-Swapkurve 10Y-2Y mit Forward-Steilheit sowie realem USD-Leitzins

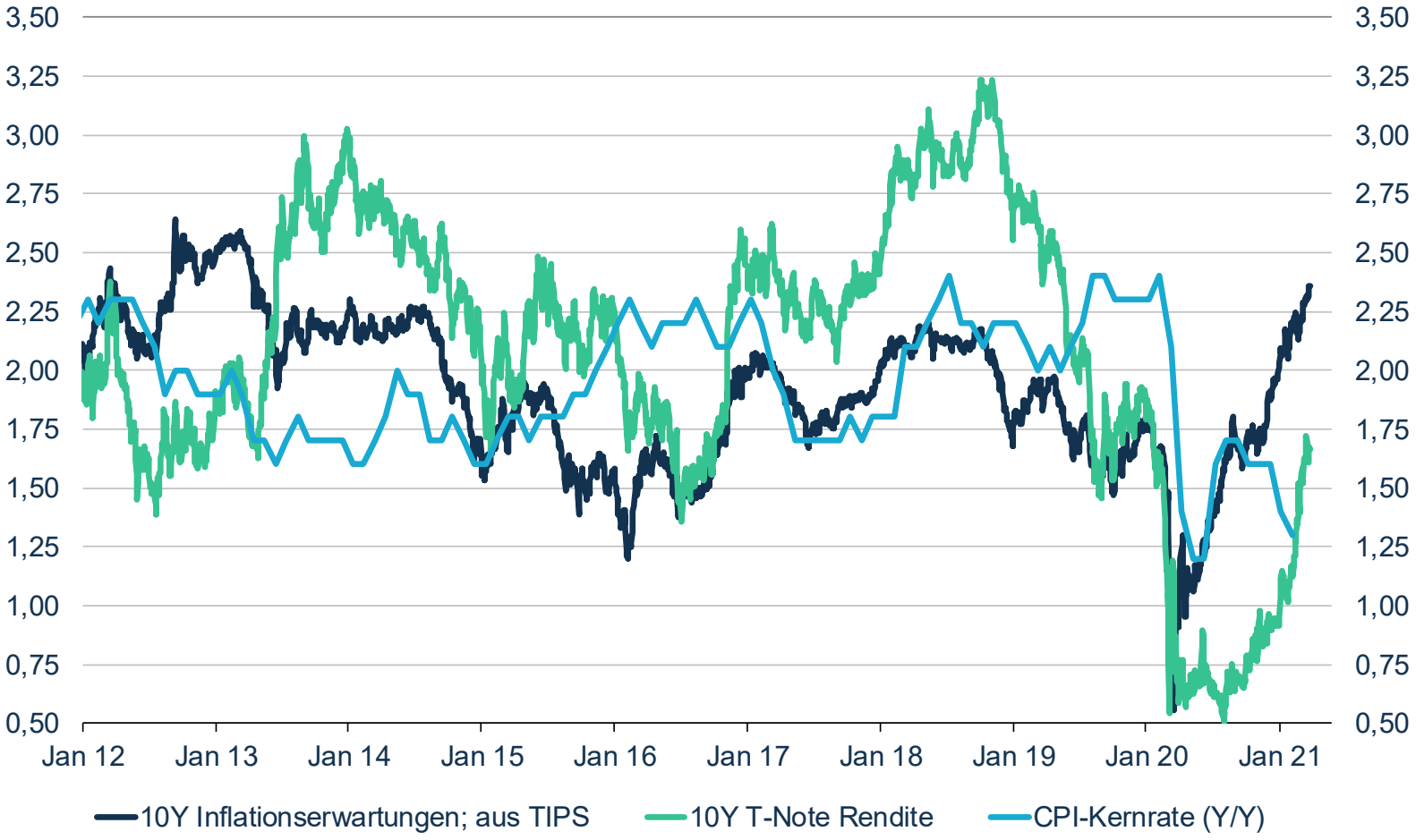


- Abgeleitet aus der Steilheit der USD-Zinskurve könnte sich für Anleger am US-Staatsanleihemarkt indes noch größeres Ungemach anbahnen.
- Gemessen am Spread 10Y-2Y USD-Swap ist die Kurve zwar mit 150 Bp bereits so steil wie seit fast sechs Jahren nicht.
- Der Spitzenwert aus vergangenen Zinszyklen liegt jedoch um mehr als 100 Bp höher!
- Unter der Annahme unveränderter USD-Kurzfristzinsen lässt sich durchaus ein 10Y USD-Swapsatz bzw. eine 10-jährige Rendite von knapp 3 % ableiten.
- Hinsichtlich des Ausmaßes des kumulierten Renditeanstiegs wäre dies nahe am Crash-Szenario des Jahres 1994 (knapp +300 Bp).

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Argumente gegen das „Crash-Szenario“: (1) Reflationierungsspekulation ist der Realität deutlich vorausgelaufen

US-Kerninflation (Y/Y) und langfristige Inflationserwartungen

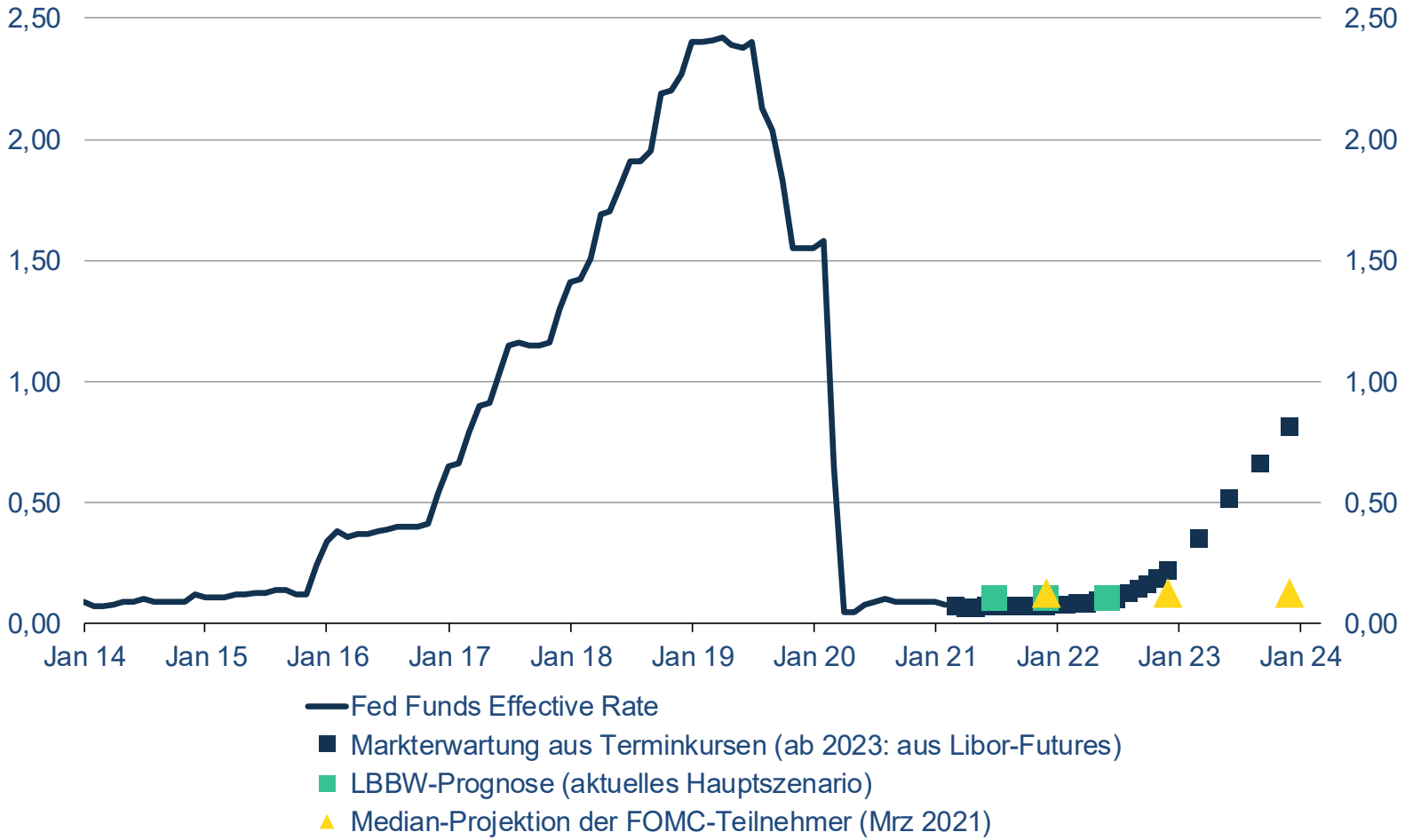


- Gewichtige Argumente gegen das „Crash-Szenario“:
- Erstens: Die Reflationierungsspekulation als Haupttreiber des Renditeanstiegs ist der tatsächlichen Inflationsentwicklung weit vorausgelaufen. Die Kernrate des CPI war im Februar sogar erneut rückläufig und liegt aktuell bei 1,3 %.
- Die Fed bleibt ebenfalls skeptisch bezüglich eines nachhaltigen Inflationsschubs nach der Coronakrise, u.a. da der US-Arbeitsmarkt noch eine hohe Unterauslastung aufweist (aktuell 9,5 Mio. Jobs weniger als vor der Krise!).
- Überzogene Wetten auf die Inflation bergen am US-Rentenmarkt das Potenzial für eine mittelfristige Erholung.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Argumente gegen das „Crash-Szenario“: (2) Fed hat „dovishe“ Haltung bekräftigt – Leitzinswende nicht in Sicht!

USD-Tagesgeldsatz mit Markterwartungen, FOMC-Leitzinsprojektionen und LBBW-Prognose



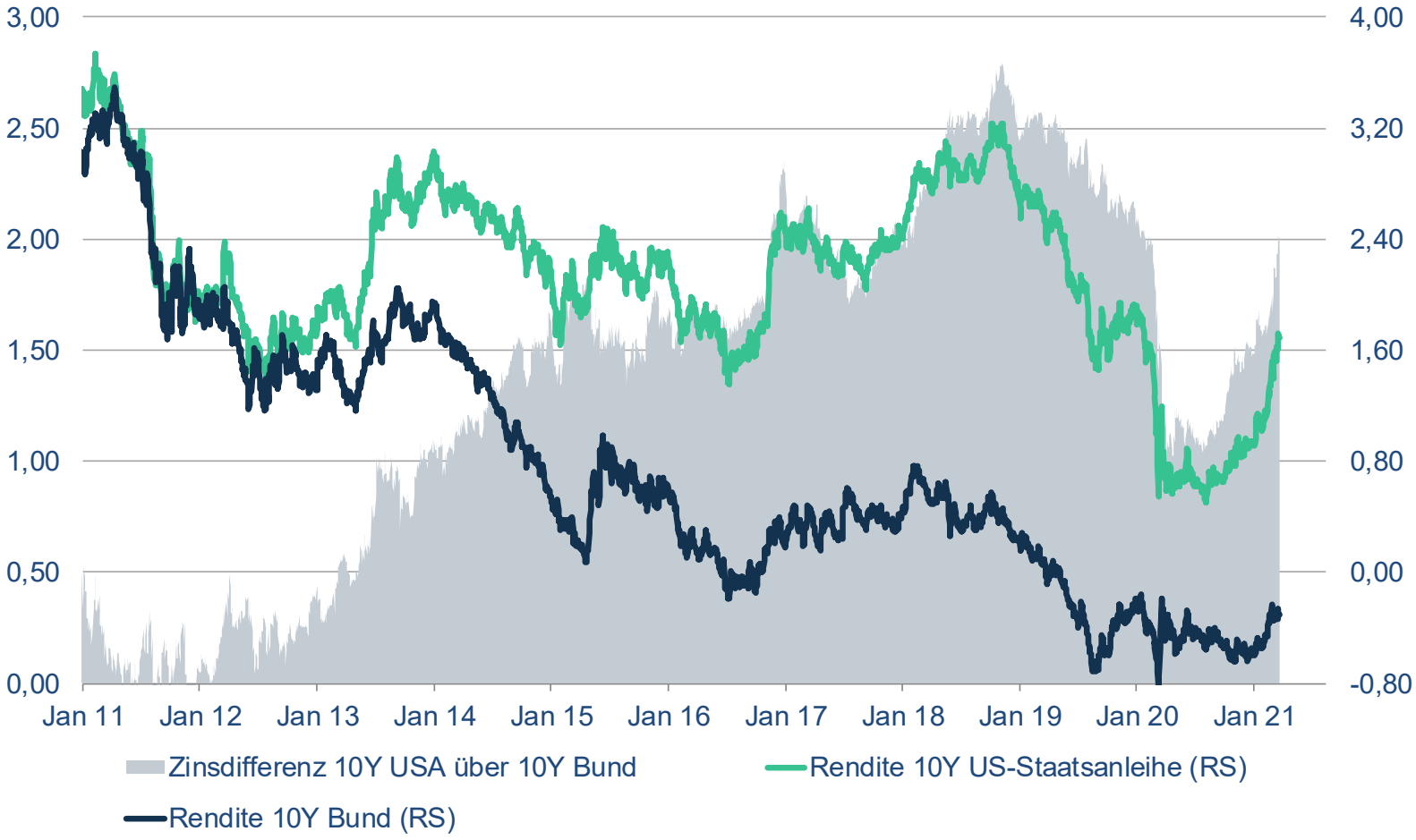
- Zweitens: Die US-Notenbank hat ihre „dovishe“ geldpolitische Ausrichtung bekräftigt.
- Die Fed sieht derzeit keinen Bedarf, bereits über ein „Tapering“ zu sprechen.
- Nach Meinung der Mehrzahl der FOMC-Teilnehmer dürfte eine Leitzinswende nicht vor Ende 2023 angemessen sein. Diese Haltung untermauert u.E. die Forward Guidance der Fed.
- Am USD-Zinsmarkt spekuliert man hingegen bereits auf eine frühzeitigere Leitzinsanhebung Anfang 2023. Bis Ende 2023 eskomptieren die Terminsätze bis zu drei Zinsschritte.
- Gemessen am vergangenen Zinszyklus (rd. 24 Monate vom Tapering-Beginn bis zur Zinswende) ist dies u.E. deutlich verfrüht!

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Argumente gegen das „Crash-Szenario“: (3) Steigender USD-Zinsvorsprung macht US-Treasuries attraktiver

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen: USA und Deutschland

Tageswerte (in % bzw. Prozentpunkten)

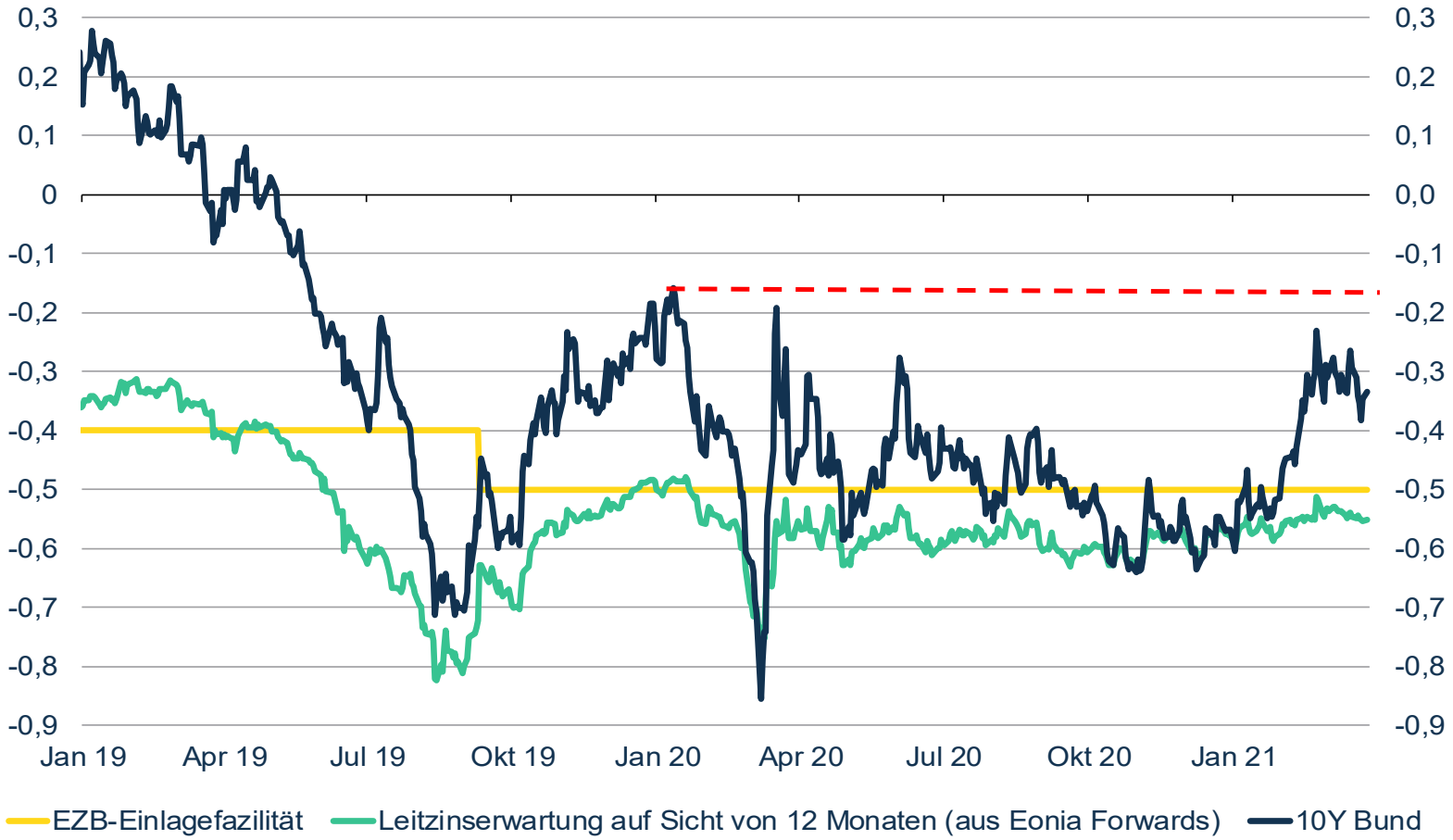


- Drittens: Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen setzen sich immer weiter von den Vergleichsniveaus im Euroraum und in Japan ab. Der Spread gegenüber 10-jährigen Bunds hat erstmals seit Anfang 2020 die Marke von 200 Bp überquert.
- Hierfür gibt es neben der Euphorie über das Biden-Paket einen weiteren Grund: Die EZB hat angekündigt, durch eine (temporäre) Erhöhung ihrer Anleihekäufe dem Renditeanstieg im Euroraum entgegenzutreten. Die Fed stellt eine solche Intervention hingegen (noch) nicht in Aussicht.
- Perspektivisch sollte hierdurch die Ausländer-Nachfrage nach Treasuries angekurbelt werden. Bei US-Renditeniveaus über 2 % könnten u.E. zudem Aktienmarkt **und** Fed nervös werden.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Konsequent „dovishe“ Haltung der EZB entzieht jeglicher Zinswende-Spekulation den Boden

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Markterwartung für EZB-Einlagesatz auf Sicht von 12 Monaten

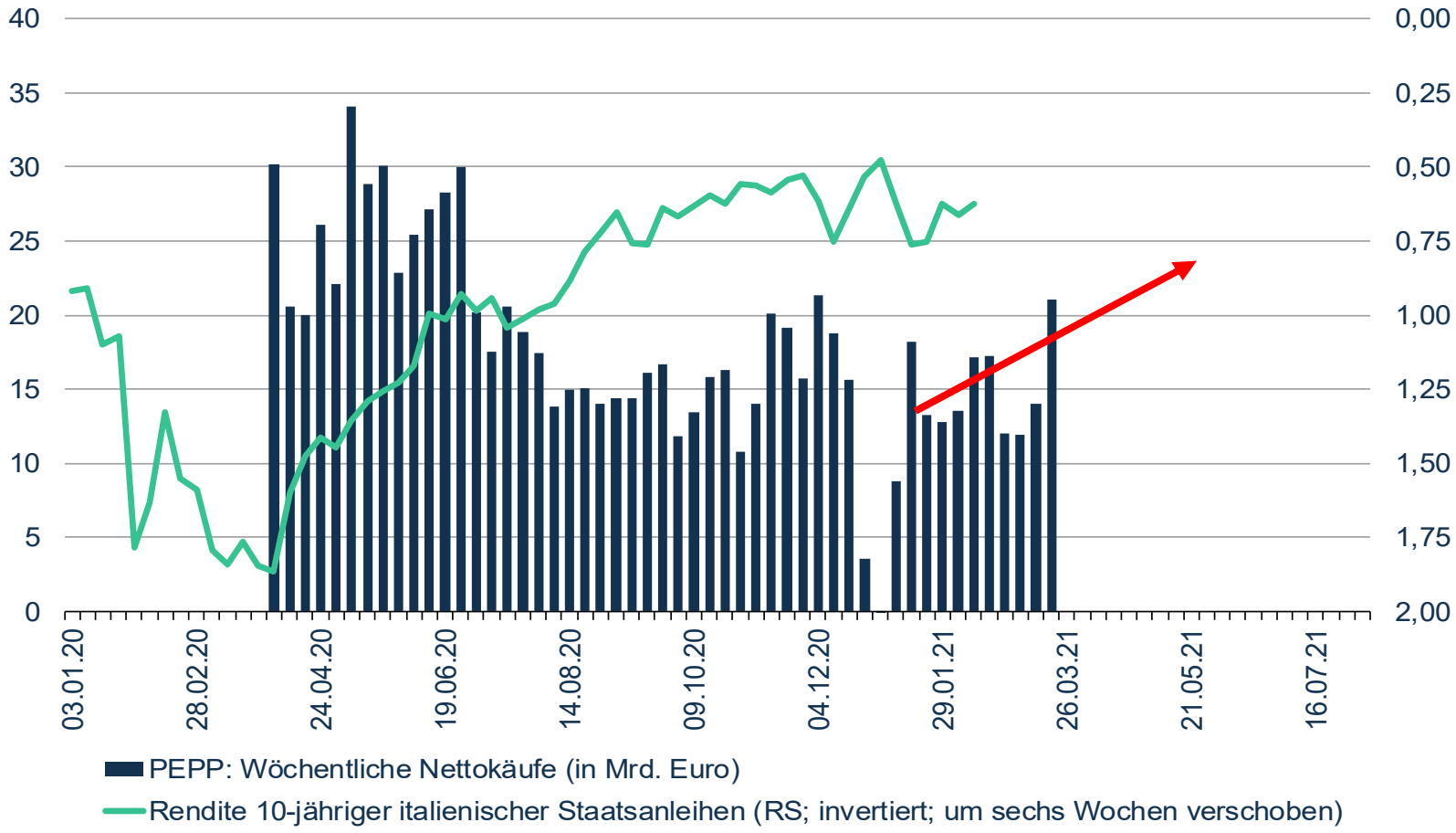


- Im Rahmen der Ratssitzung vom 11. März hat die EZB ihren bisherigen Kurs bekräftigt – ungeachtet nachlassender Abwärtsrisiken für die EWU-Konjunktur!
- Am EUR-Geldmarkt sind Leitzinssenkungserwartungen zwar inzwischen weitgehend ausgepreist. Spielraum für Spekulationen auf eine mittelfristige Leitzinswende besteht jedoch angesichts der klaren Haltung des EZB-Rats („keine frühzeitige Straffung von Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft zulassen“) nicht.
- Angesichts der EZB-Rhetorik sehen wir die 10-jährige Bundrendite bis auf weiteres fest verankert unterhalb des Renditehochs vom Januar 2020 im Bereich um -0,15 %/-0,20 %.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Beschleunigung der PEPP-Anleihekäufe dürfte Kurse stützen – Angebotskonstellation weniger belastend

EZB-Nettoanleihekäufe im Rahmen des PEPP (in Mrd. Euro) und Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen (verschoben)

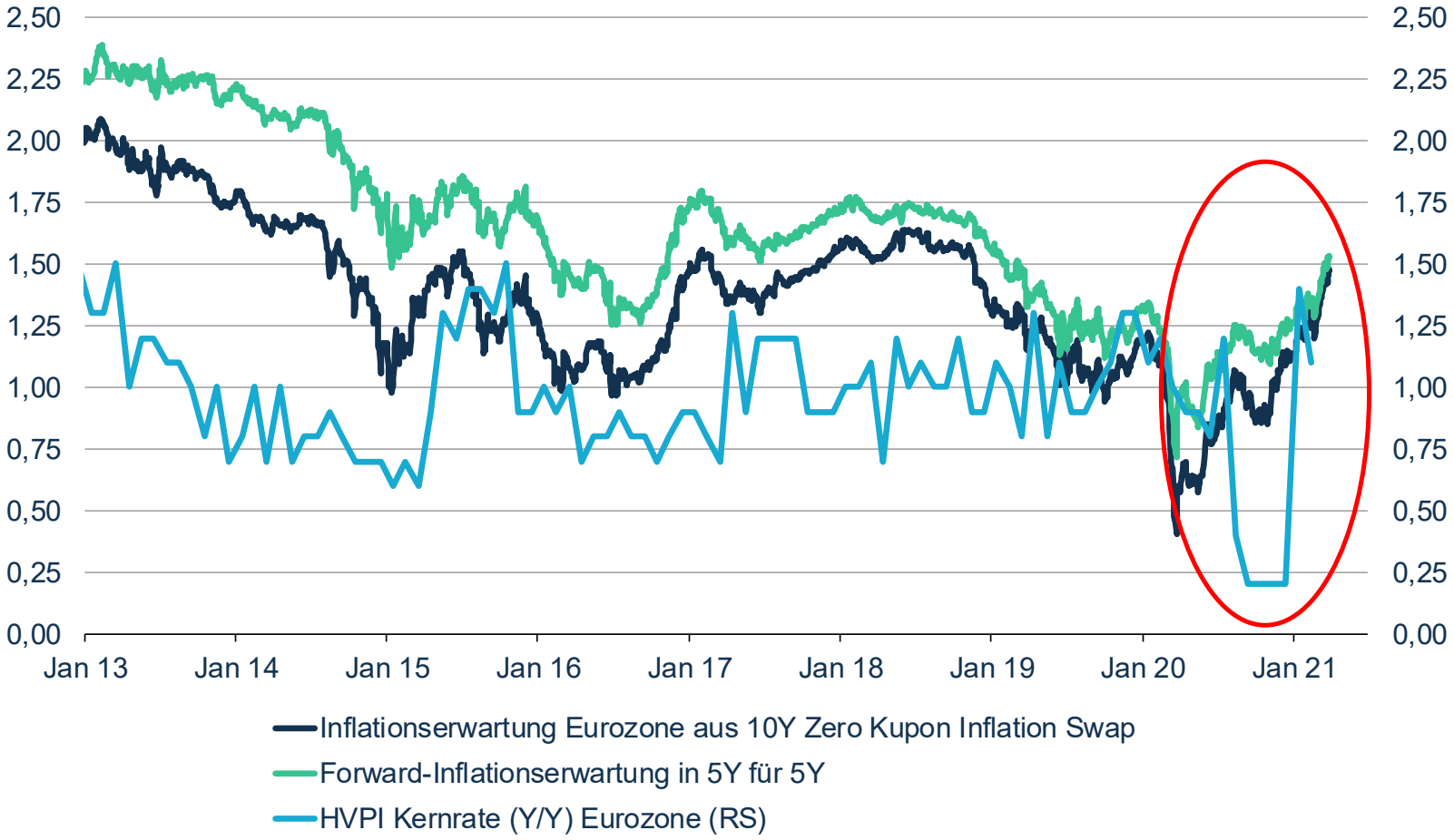


- Das Versprechen der Euro-Währungshüter, das Tempo ihrer Anleihekäufe in den kommenden Monaten „signifikant“ zu erhöhen, dürfte nicht zuletzt für die Staatsanleihen der Euroraum-Peripherie als effektive Kursstütze wirken.
- Im Januar und Februar summierten sich die monatlichen PEPP-Nettokäufe lediglich auf je 50-60 Mrd. Euro.
- Für März deutet sich anhand der aktuellen Wochendaten eine leichte Beschleunigung an – ein Trend, der sich im April fortsetzen dürfte. Die monatlichen Nettokäufe unter PEPP könnten u.E. auf dieser Basis auf 80-100 Mrd. Euro zulegen.
- Ebenfalls rentenpositiv: Das Nettoangebot am Primärmarkt für Staatsanleihen dürfte in Q2 um 40 % ggü. Q1 zurückgehen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Inflationserwartungen stoßen im Bereich von 1,5 % auf Wiederstand – Kerninflation wieder gesunken

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

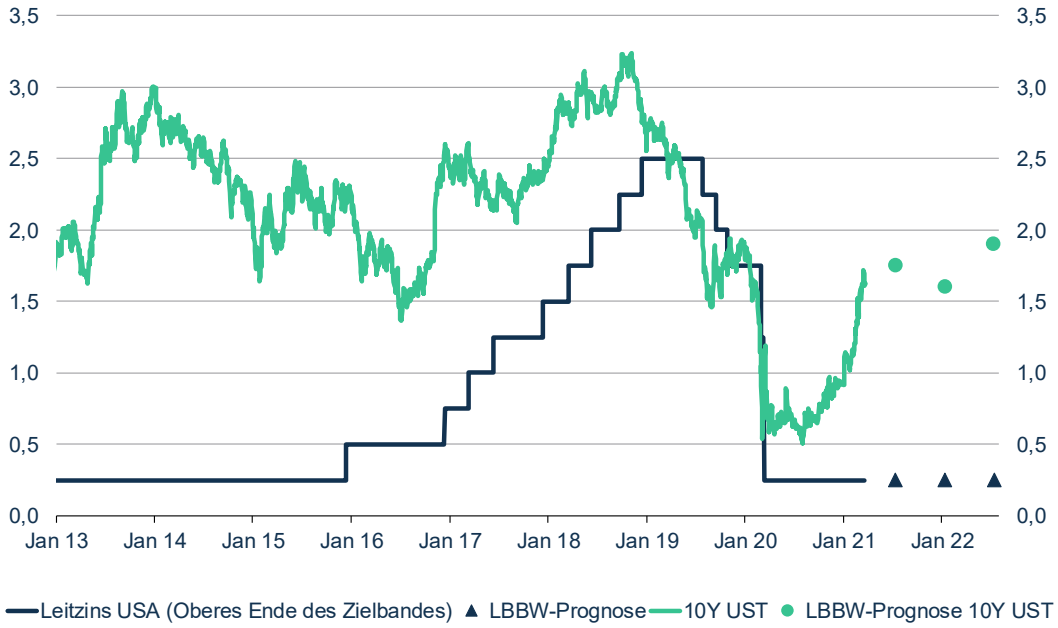


- Ein spürbarer weiterer Anstieg der EUR-Langfristzinsen erscheint u.E. nur realistisch, falls die Reflationierungs-spekulation im Euroraum weiter Fahrt aufnimmt (und die EZB in der Folge zu einer neutraleren Haltung bewegt).
- Eine mögliche Triebfeder für steigende Inflationserwartungen könnte eine sich abzeichnende weitere Beschleunigung der Inflationsrate in den kom-menden Monaten darstellen.
- Allerdings ging die Kerninflation im Euroraum im Februar wieder in den Rückwärtsgang, da sich temporäre Verzerrungen auflösen.
- Überdies sind die langfristigen Inflationserwartungen bereits auf einem Zweijahreshoch von gut 1,4 %, der Widerstand sollte u.E. im Bereich von 1,5 % deutlich zunehmen.

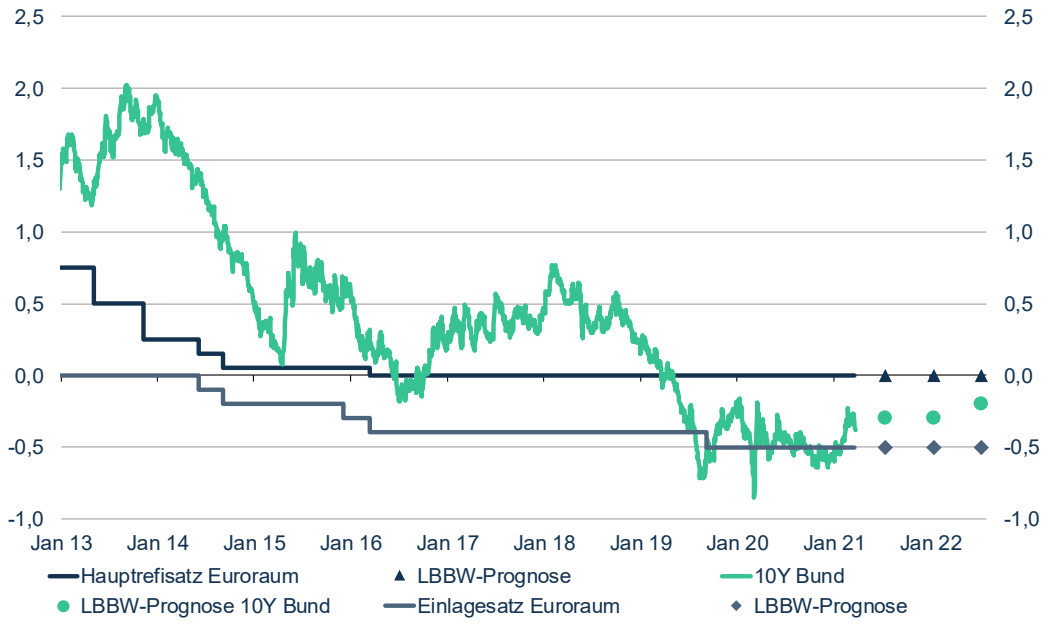
Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fazit: USD-Renditeprognosen angehoben – Renditeaufwärtspotenzial bleibt gleichwohl begrenzt

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



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

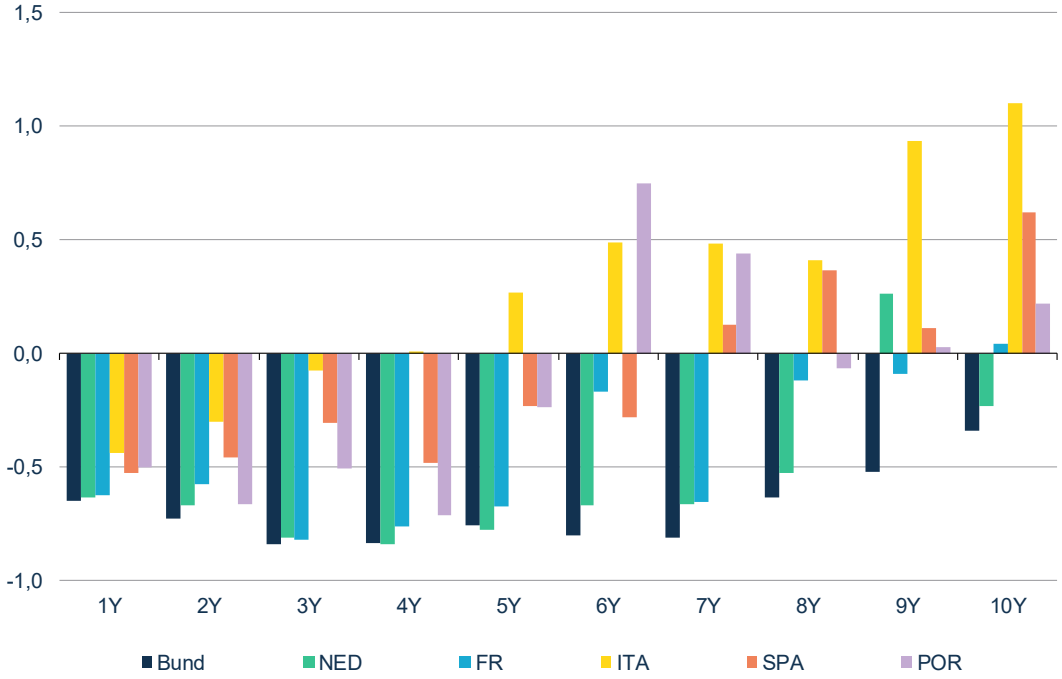


- USA: Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt im Jahr 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries könnte zwar im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulationen sowie hohen Angebotsdrucks zunächst weiter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

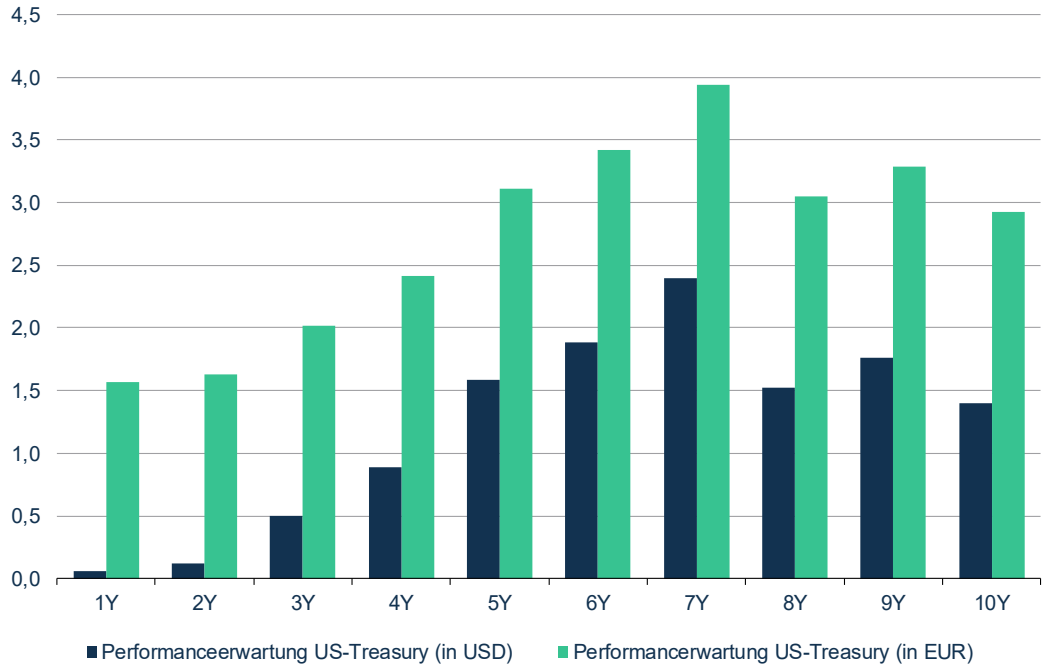
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen / US Treasuries auf 12M-Sicht: Sind US-Staatsanleihen jetzt erst recht attraktiv?

Euro-Staatsanleihen
(Annahme: Spreads unverändert)



US-Treasuries



- EUR-Staatsanleihen: Die Bewertung kerneuropäischer Staatsanleihen bleibt hoch, wenngleich Langläufer immerhin die Chance auf annähernden 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 Trend zur Euro-Stärke ist abgeebbt, wir erwarten in der Tendenz für die kommenden Monate wieder 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 jüngste Kurvenversteilerung nochmals stark verbessert haben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Corona-Update

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

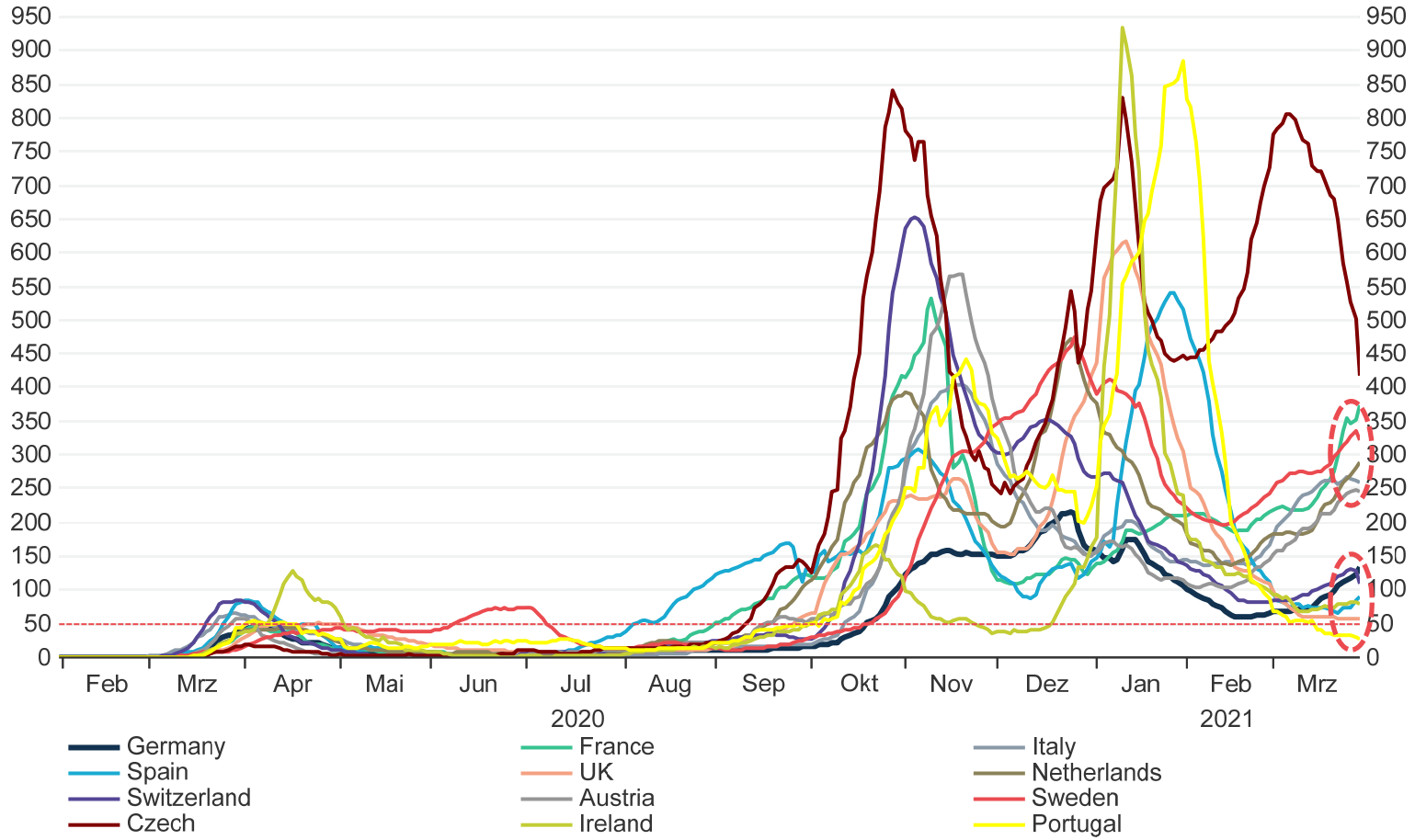
Martin Güth, CQF
Senior Economist
Tel: +49 711 127–79603
martin.gueth@LBBW.de

- In Tschechien geht die Anzahl der täglichen Neuinfektionen spürbar zurück. Im Gegensatz dazu sind in Frankreich, Österreich, den Niederlanden und auch in Deutschland spürbare Anstiege zu verzeichnen.
- Bundeskanzlerin Merkel sprach vor dem Hintergrund der deutlich höheren Ansteckungsgefahr durch B.1.1.7 von einer „neuen Pandemie“. Sehr wahrscheinlich werden neue harte Maßnahmen in Kürze eingeführt werden, um die neue Welle zu brechen. RKI-Chef Wieler rechnet sonst mit 100 Tsd. Neuinfizierten pro Tag. Solche Maßnahmen könnten insbesondere die Schulen, eine Testpflicht für Betriebe sowie Ausgangsbeschränkungen betreffen. Gemäß eines neuen Gesetzes müssen solche Beschränkungen ab dem 1. April neben der Inzidenz auch den Reproduktionswert (R-Wert), die Impflage und die Belastung des Gesundheitssystems berücksichtigen.
- Der Infektionsanstieg konzentriert sich in Deutschland auf jüngere Gruppen. Die Anzahl der Intensivpatienten hat bei alledem wieder zugenommen.
- Israel, die USA und UK weisen parallel zu steigenden Impfzahlen rückläufige Inzidenzen auf.
- In Deutschland dürften sich die wöchentlichen Impfstofflieferungen ab April ca. verdoppeln, eine weitere Verdoppelung ist für Ende April zu erwarten.

Infektionslage in Europa: Sieben-Tage-Inzidenz in Deutschland oberhalb von 130!

Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner

Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



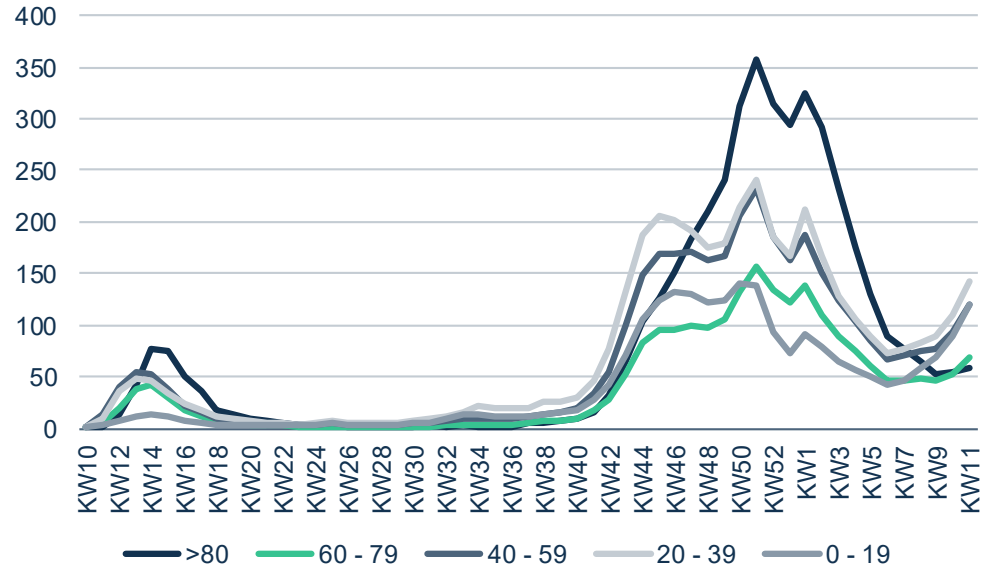
- Wie von Wissenschaftlern im Februar prognostiziert, kommt es aktuell in vielen europäischen Ländern zu einer dynamischen dritten Corona-Welle. Haupttreiber ist die britische Virusmutante B.1.1.7. Bundeskanzlerin Merkel spricht von einer „neuen Pandemie“.
- Sehr wahrscheinlich werden neue harte Maßnahmen in Kürze eingeführt werden, um die neue Welle zu brechen. RKI-Chef Wieler rechnet sonst mit 100 Tsd. Neuinfizierten pro Tag.
- In Tschechien entspannt sich die Lage etwas. Schweden, Frankreich, Italien, Niederlande und Österreich haben aktuell bereits Inzidenzwerte zwischen 250-400.
- In Deutschlands und der Schweiz liegen die Werte noch unter 150, ein dynamischer Anstieg ist jedoch zu beobachten. Portugal und UK weisen niedrige und sogar weiter leicht fallende Inzidenzwerte aus.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

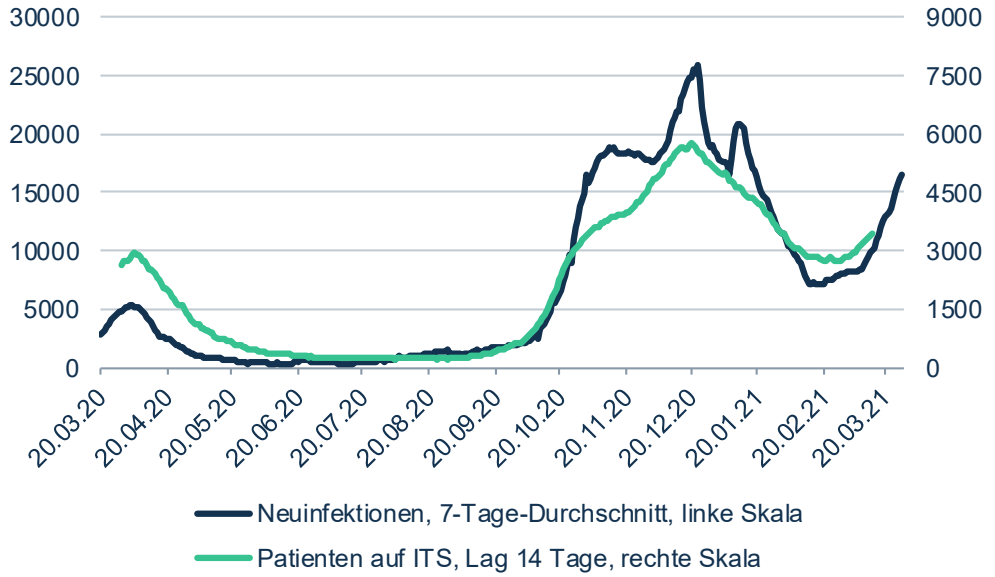
Neue Infektionswelle konzentriert auf die Menschen jünger als 60 Jahre; Anzahl der Intensivpatienten steigt dennoch

Sieben-Tage-Inzidenzen je Altersgruppe

pro 100.000



Patienten auf Intensivstationen u. Neuinf.



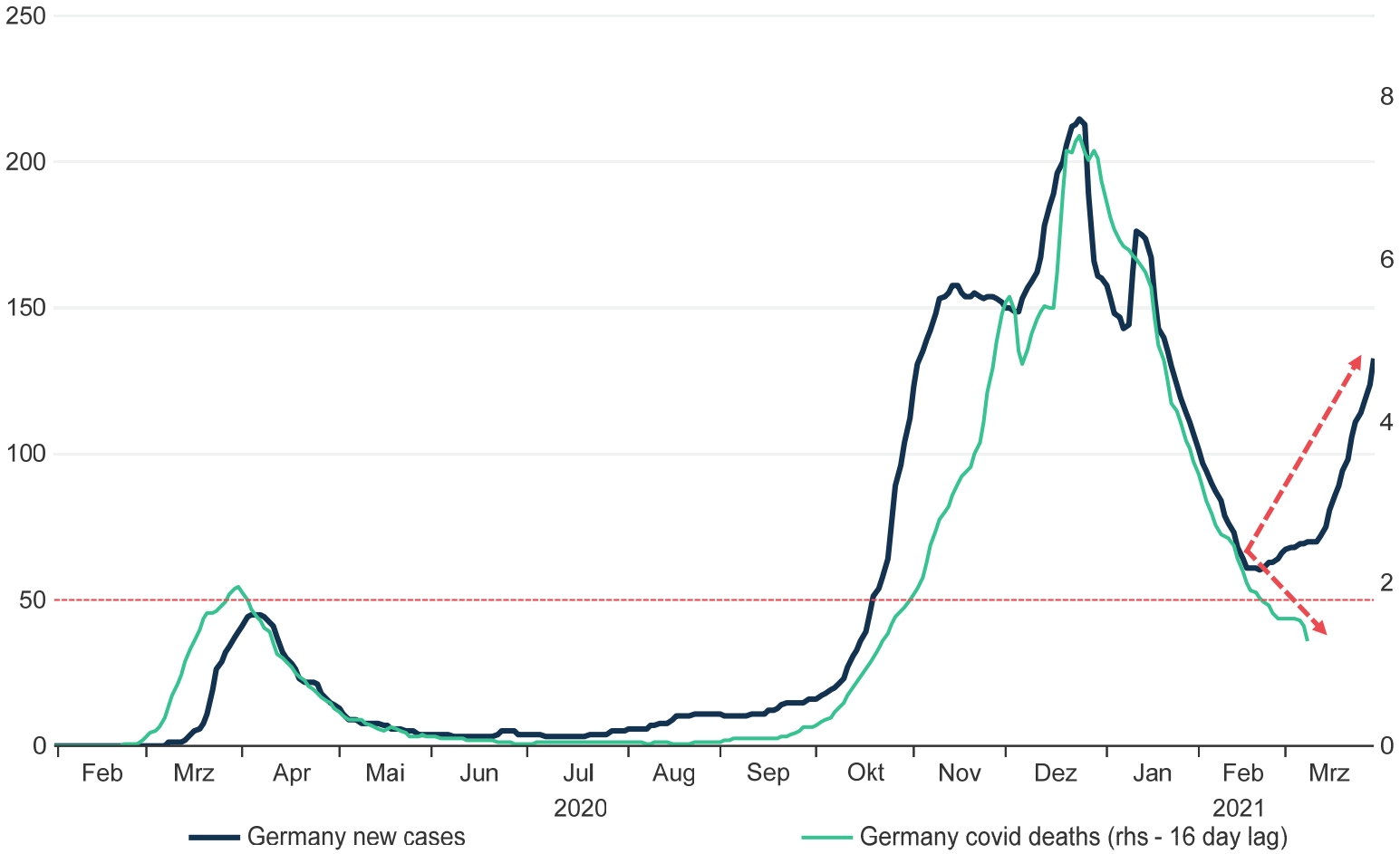
- Der stärkste Anstieg der Inzidenzen ist bislang bei Kindern und Jugendlichen zu beobachten. Bei der Gruppe Ü60 hält sich der Infektionsanstieg in Grenzen.
- Dennoch ist die Anzahl an Covid-19-Intensivpatienten bereits wieder spürbar angestiegen. Dies ist vermutlich auf die zunehmende Ausbreitung der Mutante B.1.1.7 zurückzuführen, die nicht nur ansteckender ist, sondern nach bisherigen Erkenntnissen auch schwerere Krankheitsverläufe verursacht. Intensivmediziner mahnen eine weitergehende Eindämmung des Infektionsgeschehens an.
- Etwas ernüchternd ist u.E. zudem, dass trotz der bislang erfolgten Impfungen der über 80-Jährigen deren Inzidenz zuletzt nicht mehr weiter gesunken ist.

Quelle: RKI, Bloomberg, DIVI-Intensivregister, LBBW Research

Inzidenzzahlen steigen, und Sterbefälle fallen weiter: Zunehmende Impfung der Risikogruppen zeigt Wirkung

Neuinfektionszahlen vs. Sterbefälle, jeweils pro 100 Tsd. Einwohner

Summe zurückliegende sieben Tage, schematische Projektion der Zukunftswerte

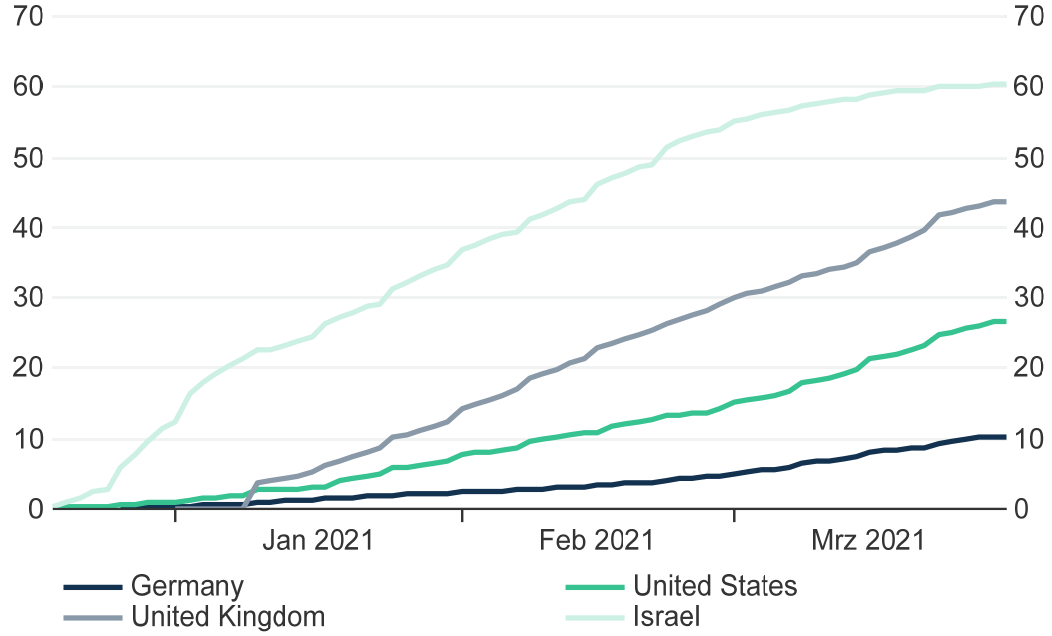


- Eine Schere tut sich auf! Der Zusammenhang zwischen der Anzahl der Neuinfektionen und der Sterbefälle bricht auf.
- Hohe Impfquoten bei den Risikogruppen führen zu einem deutlichen Rückgang der Sterbefälle.
- Erneuter Anstieg der Sterbefälle zwar bei weiterem Anstieg der Inzidenzwerte wahrscheinlich. 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.

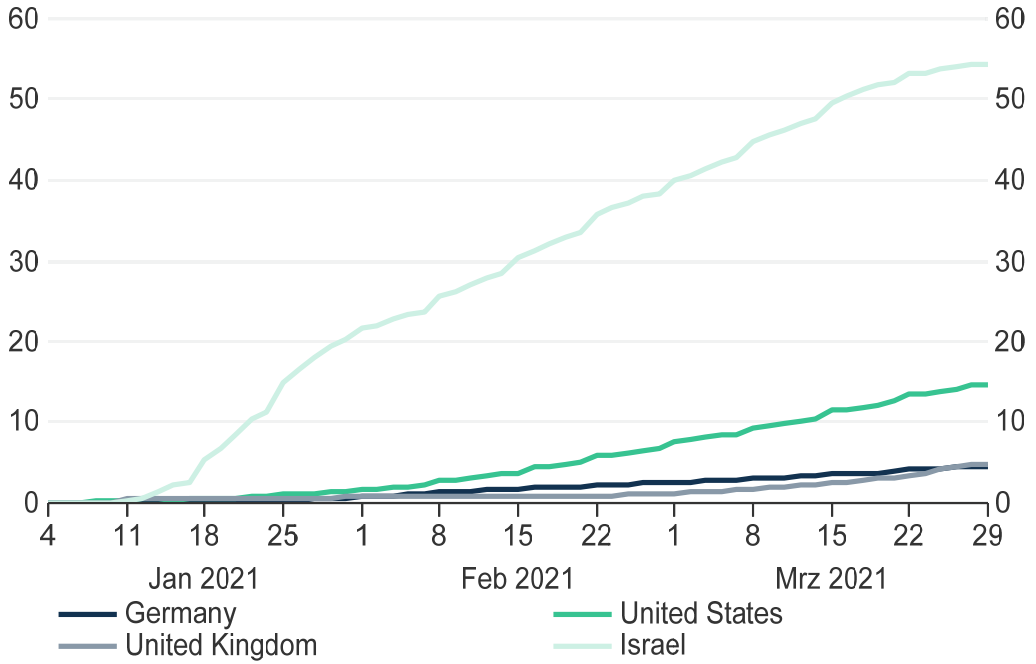
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Der Weg aus der Pandemie? Impfen! Impfen! Impfen! Britischer Weg, Zweitimpfungen zu verzögern, zahlt sich aus

Impfquote (erste Impfung)
(in % der Bevölkerung, Tagesdaten)



Impfquote (zweite Impfung)

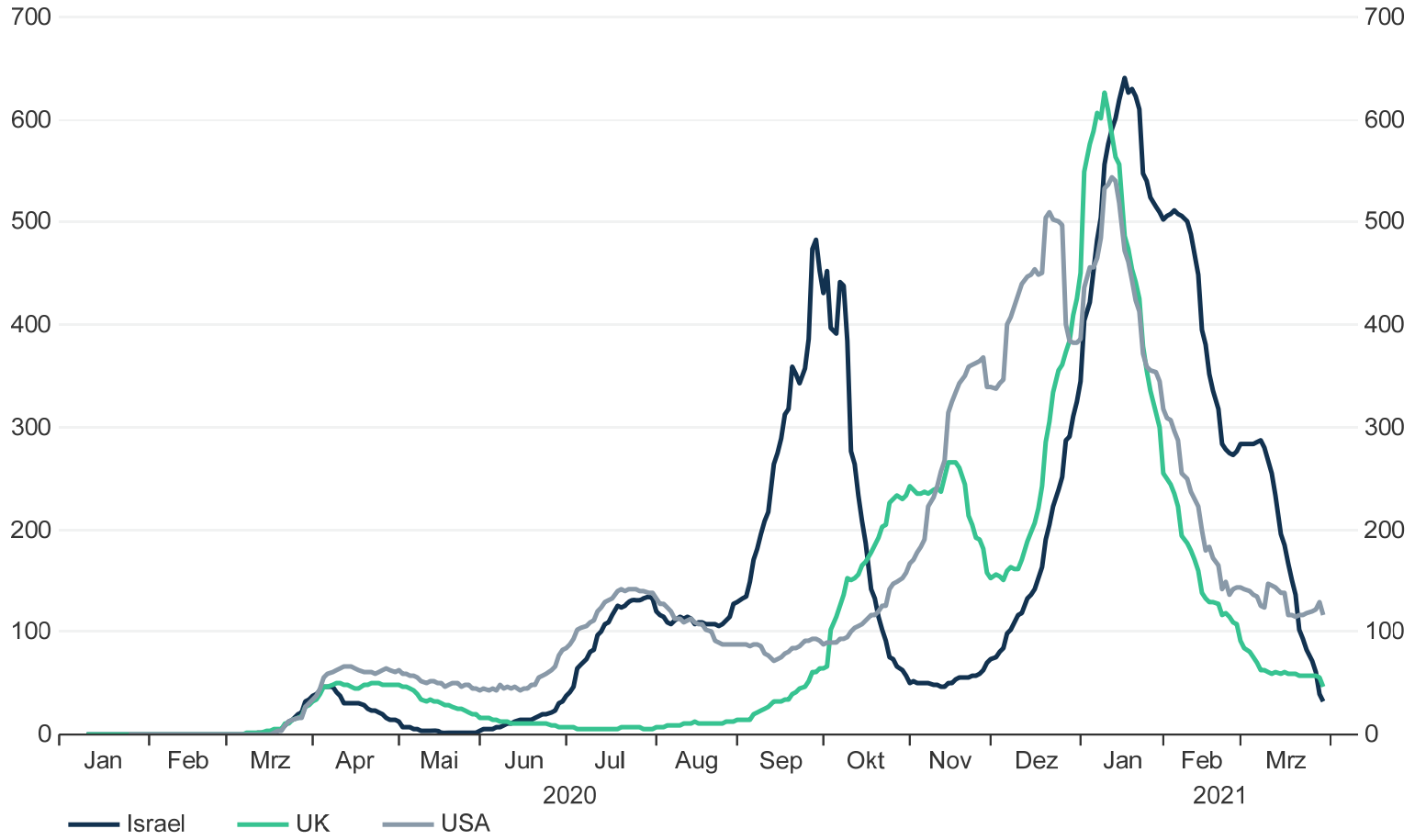


- Israel kommt mit einer Zweitimpfquote von bald 60% der Herdenimmunität allmählich näher.
- In Großbritannien wurde der Zeitpunkt der Zweitimpfung auf ca. drei Monate nach der Erstimpfung verschoben. Deshalb liegt der Anteil der Personen mit zwei Impfungen auf ähnlichem Niveau wie in Deutschland.
- Deutschland (und auch die EU-Staaten) hinken deutlich hinterher. Im April und Mai dürfte das Impftempo stark zulegen.

Quelle: Refinitv, LBBW Research

Israel, USA und UK: Impferfolg zeigt sich in rückläufigen Fallzahlen – keine neue Welle zu erkennen!

Sieben-Tage-Inzidenz (Neuinfektionen pro 100.000 Einwohner)



- In denjenigen drei Ländern, die beim Impfen vorne liegen, ist derzeit keine weitere Welle zu erkennen. Im Gegenteil: Die Inzidenzwerte sinken deutlich und liegen allesamt unter dem von Deutschland.
- Israel hat bereits wieder wesentliche Lockerungsschritte vorgenommen, Großbritannien will nun sukzessive Folgen.
- **Erste Öffnungsschritte in Großbritannien (29.03.):** Zwei Haushalte oder bis zu sechs Menschen dürfen sich nun wieder in Parks und Gärten treffen. Die „Stay at home"-Anordnung wird aufgehoben, allerdings bittet die Regierung die Bevölkerung, weiterhin auf nicht notwendige Fahrten zu verzichten. Unüberdachte Sportanlagen und Schwimmbäder dürfen wieder öffnen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Vorschlag: Zweitimpfung hinauszögern, um möglichst rasch vielen Menschen Erstimpfung anzubieten

- Aus unserer Sicht muss jetzt alles dafür getan werden, schnell und stringent nach Impfplan möglichst viele Menschen in unserem Land erstzuimpfen und dann die Zweitimpfung bei Lieferung der deutlich größeren verfügbaren Impfstoffdosen im zweiten und dritten Quartal nachzuziehen. Dazu sind die Hausärzte und Betriebsärzte mit Impfdosen auszustatten.
- Dadurch wäre analog zu den USA oder Großbritannien eine schnellere Basissicherung möglich. Damit würde der Inzidenzwert früher an Bedeutung verlieren. Städte und Gemeinden bekämen mehr Spielraum für Lockerungen.
- Die Möglichkeiten der STIKO-Empfehlung sollten dabei komplett ausgeschöpft werden:

„Die Gabe der 2. Impfstoffdosis soll innerhalb des durch die Zulassungsstudien abgedeckten Zeitraumes erfolgen (mRNA-Impfstoffe: BioNTech 3 bis 6 Wochen bzw. COVID-19-Vaccine-Moderna 4 bis 6 Wochen; AstraZeneca-Impfstoff: 4 bis 12 Wochen). Für die AstraZeneca Vaccine empfiehlt die STIKO, bis an die obere Grenze dieses Zeitintervalls zu gehen (12 Wochen), da dadurch die beste Schutzwirkung zu erzielen ist.“

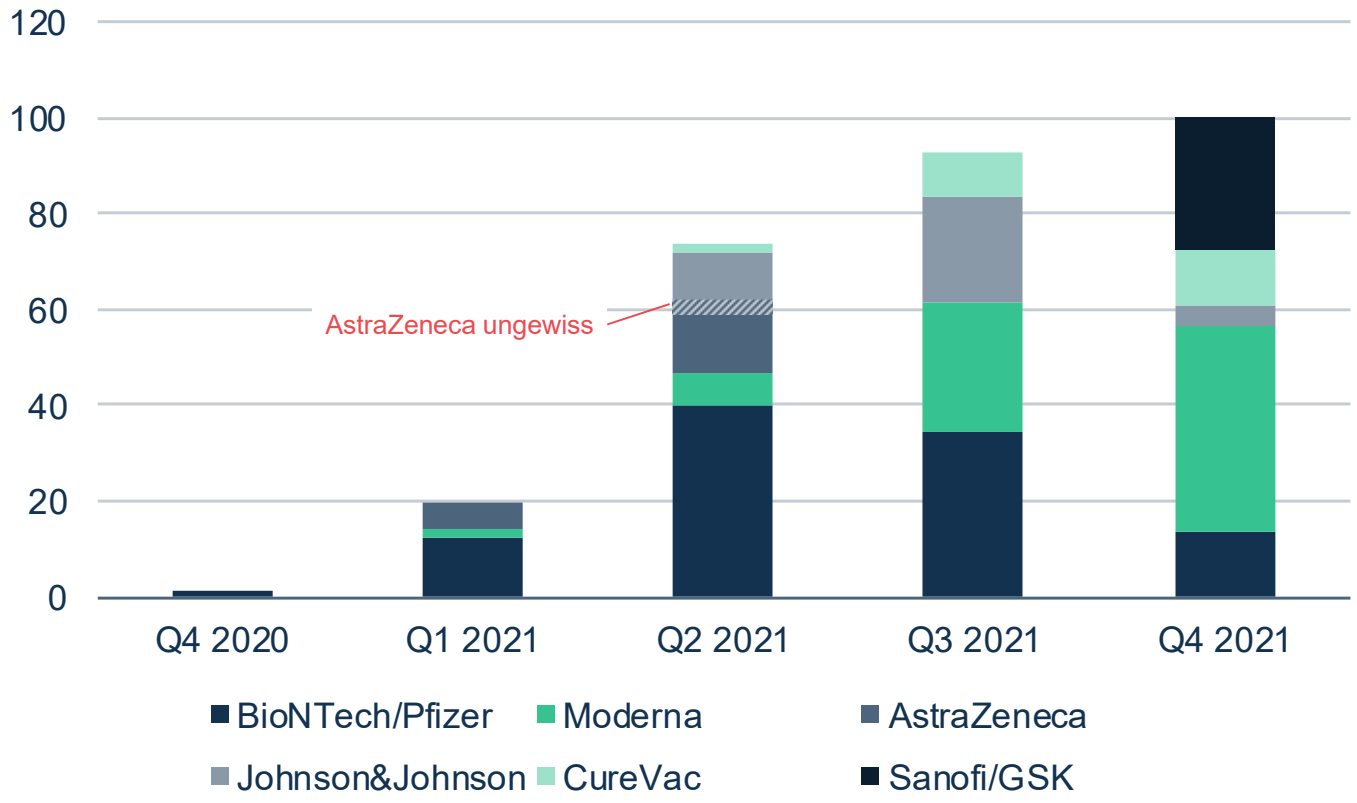
→ **D.h.: Bei BioNTech und Moderna könnte man noch 2-3 Wochen rausholen, wenn man das Zeitintervall ausreizt. Bei AstraZeneca sollten die drei Monate komplett ausgeschöpft werden.**

→ **Ganz so wie die Briten können wir es in Deutschland nicht handhaben, da in UK mehr AstraZeneca-Impfstoff verwendet wird.**

Deutschland: Vermutlich etwas schnellere Impfstofflieferung als bislang erwartet

Impfstofflieferungen für Deutschland*

Stand: 22. März



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

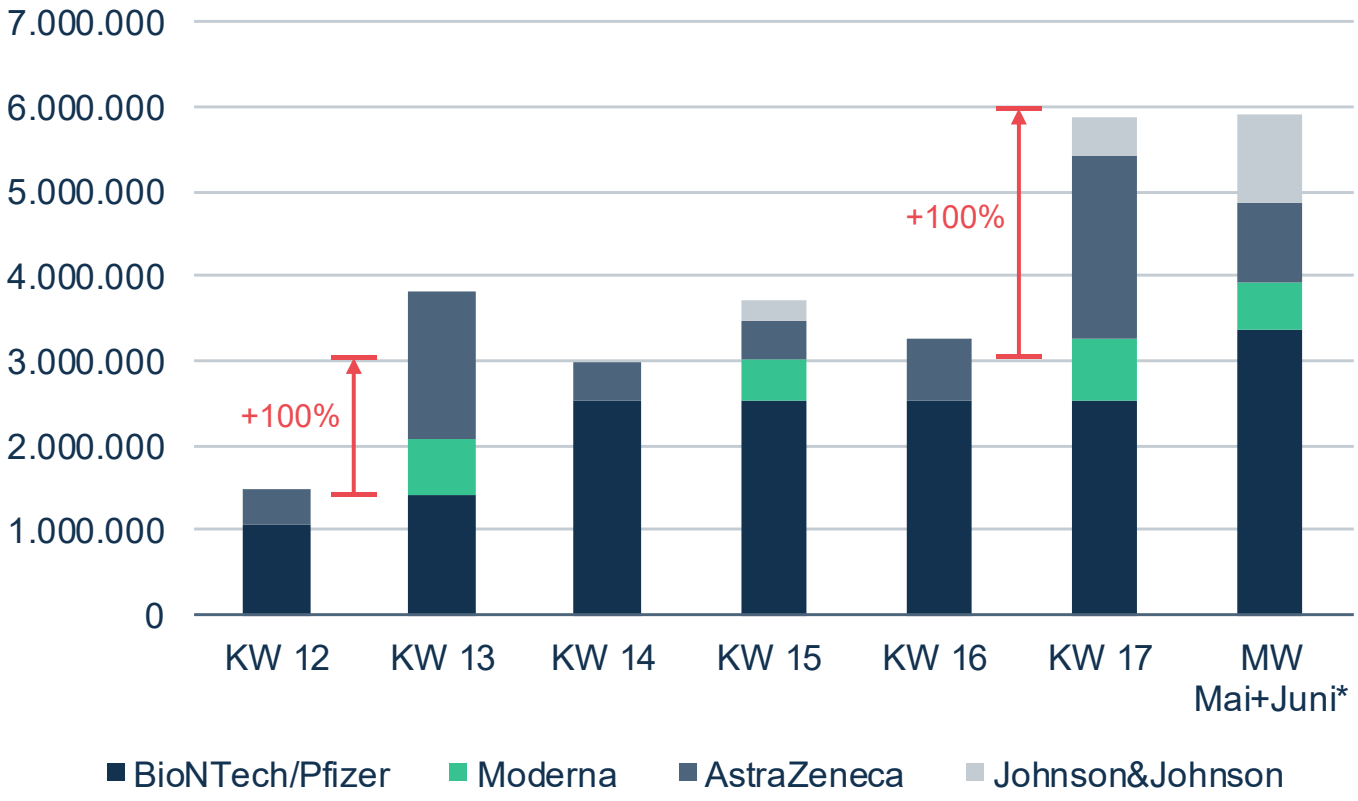
Quelle: Bundesministerium für Gesundheit, LBBW Research

- Bis Ende des zweiten Quartals werden planmäßig kumulativ 93,3 bis 96,3 Mio. Impfdosen geliefert (ohne CureVac; 10 Mio. davon von J&J; für AstraZeneca gibt es eine Bandbreite von 12,4 bis 15,4 Mio. in Q2).
- Die Lieferungen fallen für AstraZeneca um rund 4 bis 7 Mio. Dosen höher aus, als wir dies angesichts angekündigter Lieferkürzungen befürchtet hatten, und sie beinhalten 1,7 Mio. Dosen mehr von BioNTech / Pfizer im ersten Quartal als zuvor angekündigt.
- **Rechnet man mit 93,3 Mio. Impfdosen, würde dies für die Impfung von 50,2 Mio. Menschen reichen (70,6% der Bevölkerung älter als 16 Jahre).**
- **Unter der Annahme, dass sich 80% der über 16-Jährigen impfen lassen wollen, dürften die fehlenden knapp 10% wohl im Juli ihr Impfangebot erhalten können.**

Deutschland: Das Tempo der Impfstofflieferungen verdoppelt sich jetzt – Vervierfachung bis Ende April

Wöchentliche Impfstofflieferungen für Deutschland

Stand: 29. März



* Mittelwert der wöchentlichen Lieferungen, eigene Schätzung
Für Moderna haben wir für KW 13 + 15 den Mittelwert der vom BMG angegebenen Bandbreite unterstellt.

Quelle: Bundesministerium für Gesundheit, tagesschau.de, LBBW Research

- Das Bundesgesundheitsministerium hat für den April für die einzelnen Kalenderwochen heruntergebrochen nun die erwarteten Lieferungen an Impfstoffen veröffentlicht (die freilich zum Teil erst noch produziert werden müssen).
- Ab jetzt ist mit Lieferungen von 3 bis 4 Mio. Impfdosen zu rechnen. Ab der KW 17 (beginnt am 26. April) dürften die Lieferungen dann bei 5 bis 6 Mio. pro Woche liegen.
- Zum Vergleich:
  22.3.-28.3.: 1,48 Mio. Impfdosen
  15.3.-21.3.: 1,88 Mio. Impfdosen
- Das Tempo der Lieferungen wird sich also nun in etwa verdoppeln.
- 2,25 Mio. Dosen sollen davon pro Woche in den Impfzentren verimpft werden, der Rest in Arztpraxen, später auch von Betriebsärzten. Alle zusammen dürften eine Kapazität für 7,5 bis 8,5 Mio. Impfungen pro Woche haben, so dass hier vorerst kein Engpass bestehen dürfte.

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Makro

- Vereinigte Staaten:
  Unternehmensstimmung geht durch die Decke
- Vereinigte Staaten:
  Verbraucher bekommen „a shot in the arm“
- Vereinigte Staaten: Wachstumsprognose angehoben
- VR China: PMIs zuletzt schwächer
- Japan: BoJ verschafft sich etwas mehr Flexibilität
- Euroraum: Einkaufsmanager starten durch
- Deutschland: ifo-Geschäftsklima deutlich erholt
- Preisanstieg v.a. bei Energie, nicht bei Konsumgütern

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

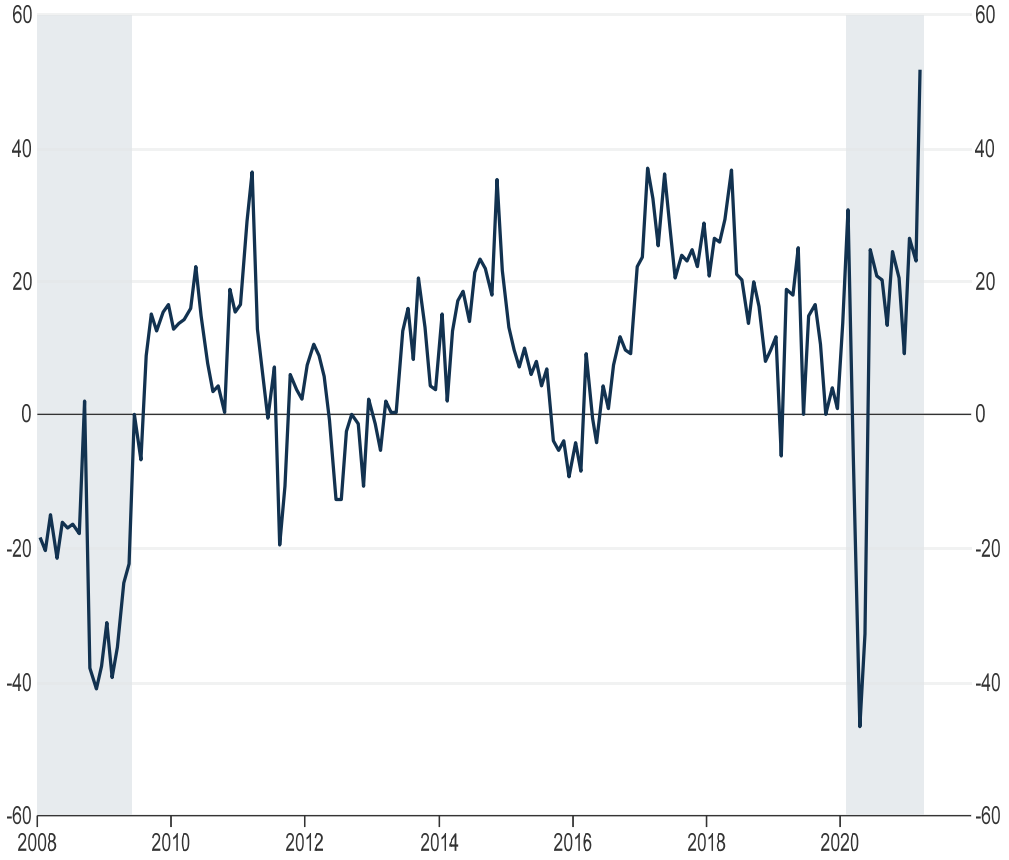
Dirk Chlench
Tel: + 49 711 127–7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

USA: Stimmung geht durch die Decke, Preisindikatoren auch

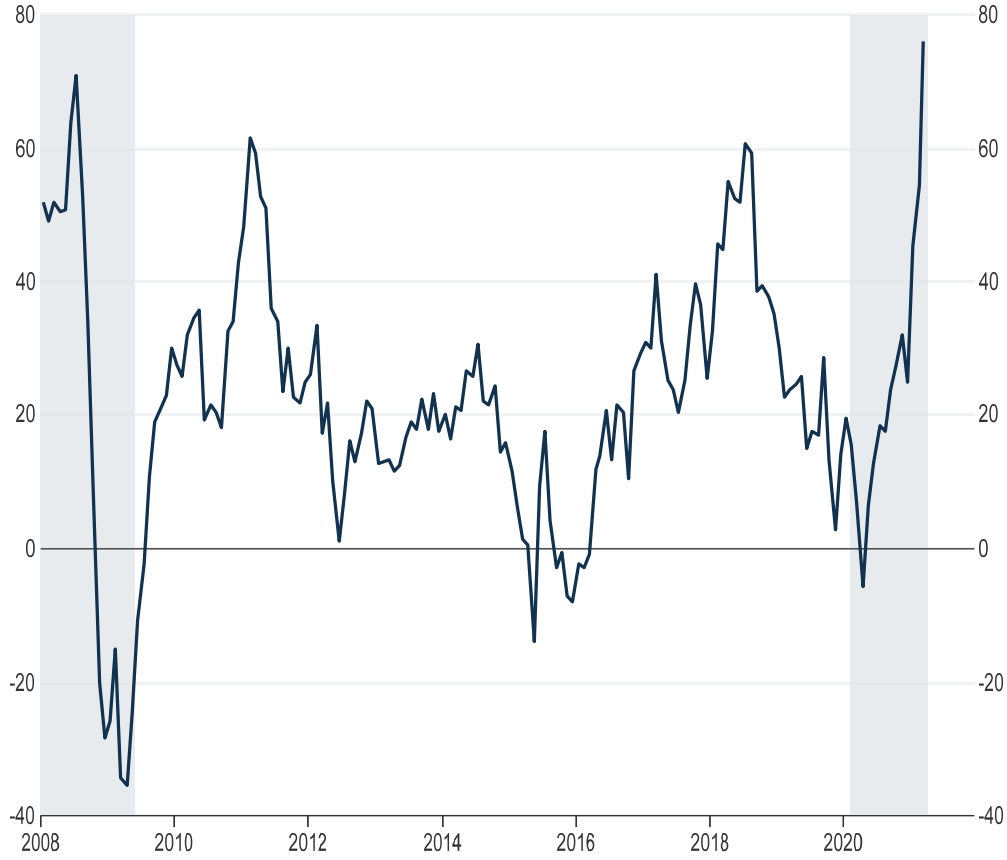
Konjunkturindex der Fed-Philadelphia

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindex



Einstandspreise (Fed-Philadelphia-Umfrage)

Saisonbereinigte Monatswerte, Diffusionsindex

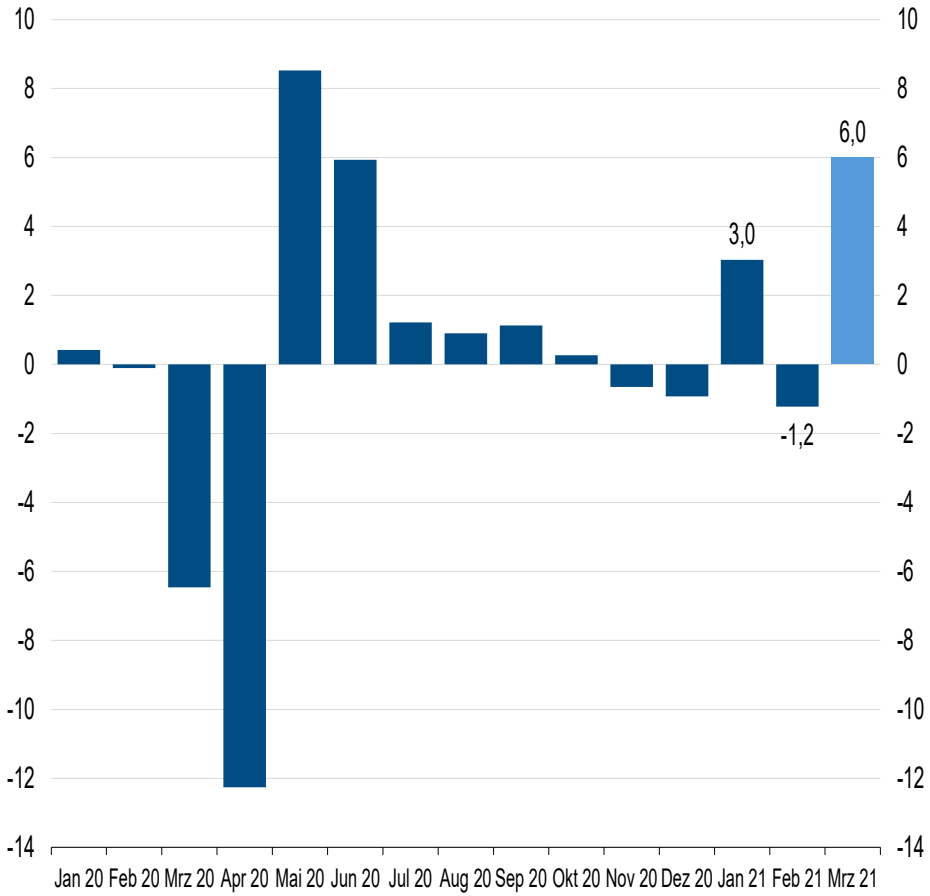


Quelle: Refinitiv LBBW Research

USA: Wachstumsprognose 2021 auf 7,5 % angehoben

Persönlicher Verbrauch (real)

Veränderung ggü. dem Vormonat, %



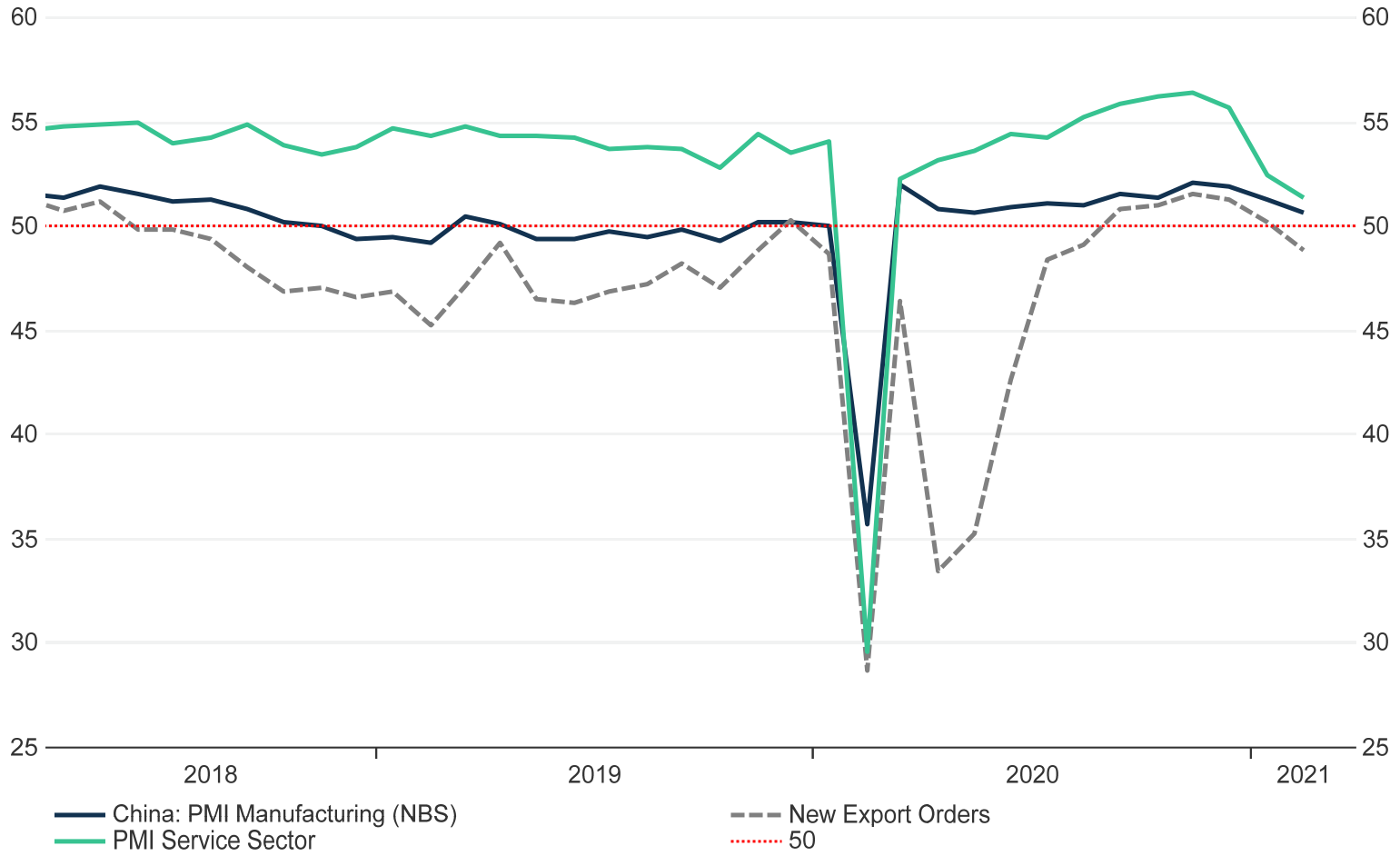
- Das US-Wirtschaftsministerium meldete am vergangenen Freitag zwar, dass in den Vereinigten Staaten der persönliche Verbrauch im Februar 2021, in realer Rechnung, um 1,2 % gegenüber dem Vormonat eingebrochen ist. Gleichwohl ist diese Meldung aus mehreren Gründen kein Auslöser für Konjunkturpessimismus.
- An erster Stelle ist zu nennen, dass die US-Statistiker den Anstieg des persönlichen Verbrauchs für Januar 2021 von 2,0 % auf 3,0 % nach oben revidiert haben. Zudem herrschten im Februar im Osten und Süden des Landes schwere Winterstürme, so dass allein aus diesem Grund für März mit einer Aufholbewegung zu rechnen ist. Darüber hinaus haben einige Staaten im Süden des Landes angesichts stark gefallener Zahl zur Corona-Pandemie nahezu alle Beschränkungen des öffentlichen Lebens aufgehoben.
- Hinzu kommt, dass das US-Schatzamt dem Vernehmen nach per Stand 24. März 2021 Steuerschecks im Volumen von rund 325 Mrd. US-Dollar an berechtigte US-Bürger versandt hat. Damit ist der „Geldsegen“ aus Washington bereits jetzt doppelt so groß wie im Januar, als das US-Schatzamt im Rahmen des zweiten Rettungspakets ebenfalls Steuerschecks an die Haushalte verschickt hatte. Im Ergebnis erwarten wir, dass der persönliche Verbrauch im März mit einer Rate von 6,0 % in die Höhe schnellen wird.
- Vor diesem Hintergrund nehmen wir unsere US-Wachstumsprognose für das Jahr 2021 von 5,5 % auf 7,5 % nach oben.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

VR China: Einkaufsmanagerindizes sind rückläufig

PMI Manufacturing mit Subkomponente „New Export Orders“ und PMI „Services“

Indexwerte

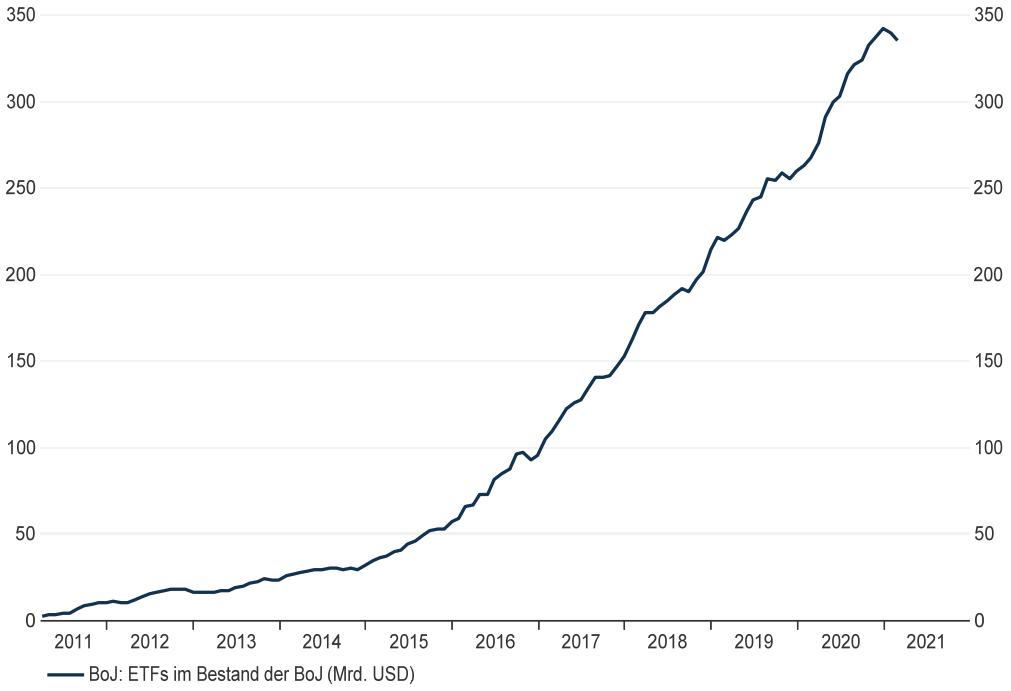


- Der „Lockdown“ in zahlreichen Staaten und die anhaltende Kaufzurückhaltung der chinesischen Verbraucher belasten inzwischen auch die chinesische Wirtschaft wieder etwas stärker.
- Die Einkaufsmanagerindizes sind zuletzt in Richtung der kritischen Marke von 50 Zählern gefallen, die Sub-komponente „New Export Orders“ sogar auf unter 50 Punkte.
- Der Aufschwung in der VR China scheint an Fahrt zu verlieren, was auch für die Konjunktur bei wichtigen Handelspartnern Chinas, wie z.B. Deutschland und Japan, ein negatives Signal darstellt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Japan: BoJ verschafft sich etwas mehr Flexibilität

ETFs im Bestand der BoJ
in Mrd. USD



- Die BoJ hat auf ihrer jüngsten Ratssitzung den Satz für Einlagen der Geschäftsbanken auf Konten bei der BoJ bei -0,1 % belassen und im Rahmen ihrer „Yield Curve Control"-Strategie die bisherige Zielrendite für 10jährige JGBs von 0,0 % bestätigt.
- Allerdings erweiterte die Notenbank ihr eher inoffizielles Zielband für die Zielrendite 10jähriger JGBs von +/- 0,20 % auf +/- 0,25 %, was ihr mehr Flexibilität bei Käufen am Rentenmarkt verschafft.
- Des Weiteren entschied die Notenbank, bei Engagements am Aktienmarkt in Zukunft nur noch Anteile von börsengehandelten Fonds (ETF) zu kaufen, die den marktbreiten Topix-Index abbilden. Der Nikkei geriet daraufhin etwas unter Druck.
- Zudem gab die BoJ das Ziel auf, pro Jahr Aktienmarkt-ETFs im Wert von 6 Bio. Yen zu kaufen. Angesichts der guten Aktienmarktentwicklung schien dies der BoJ nicht mehr notwendig. Zuletzt hatte die Notenbank ihre ETF-Käufe gänzlich gestoppt. Die Obergrenze von 12 Bio. Yen p.a. wurde dagegen beibehalten

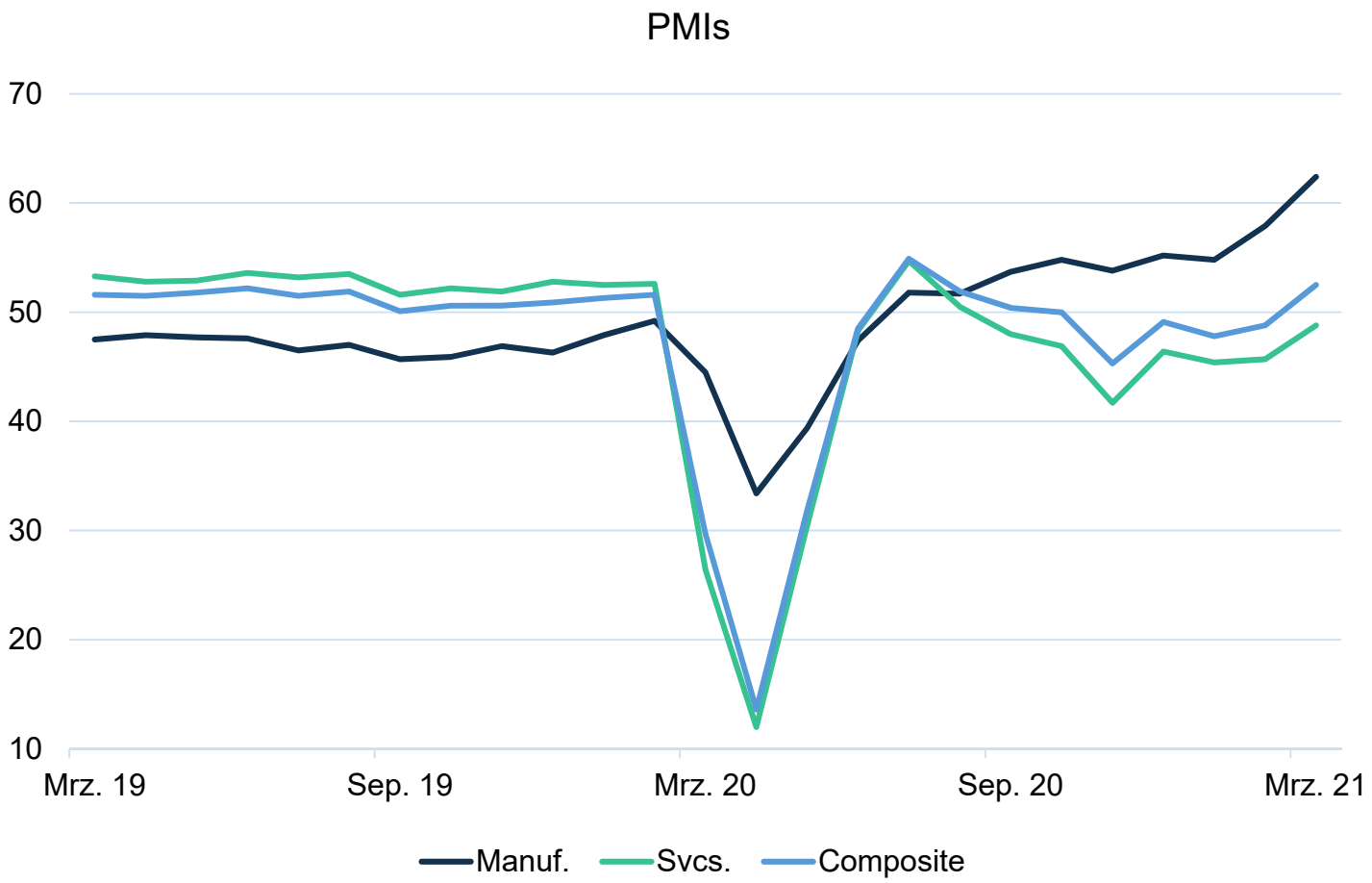
Unser Fazit: Die jüngsten Anpassungen werden u.E. kaum nachhaltige Rückwirkungen auf die japanischen Finanzmärkte haben. Zwar gewinnt die BoJ etwas Spielraum in beide Richtungen. Die japanische Notenbank dürfte aber weiterhin der dominante Akteur an den japanischen Finanzmärkten bleiben. Grundsätzlich verfügt die BoJ weiterhin über alle Hebel, sowohl den Aktienmarkt massiv zu stützen als auch das JGB-Renditeziel wirkungsvoll zu verteidigen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EWU: Einkaufsmanager starten durch

PMI Manufacturing, Service und Composite

(Monatswerte, Diffusionsindex)



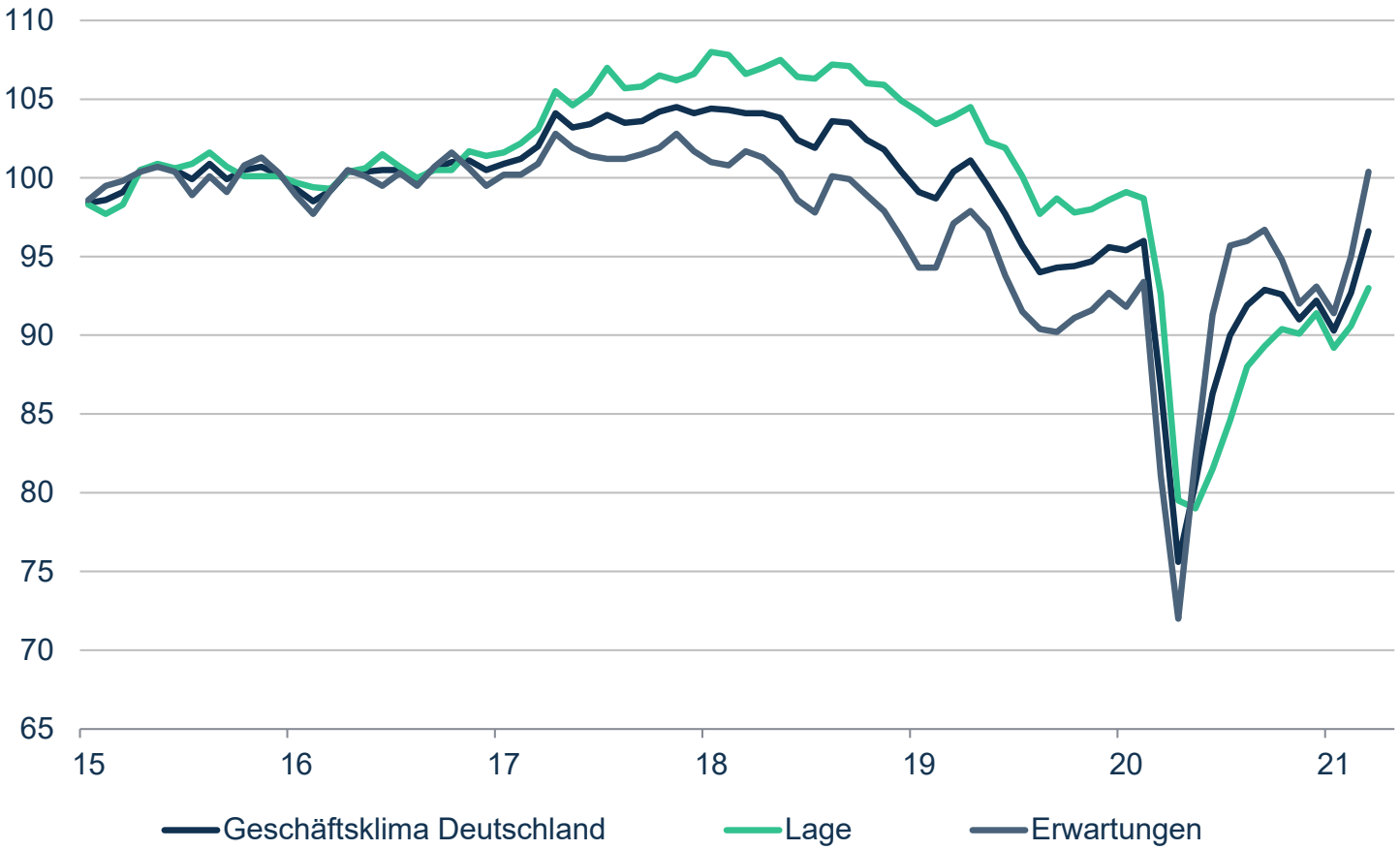
- Nach den Corona-Lockerungen im März zogen die Einkaufsmanagerindizes im Euroraum stark an, getrieben v.a., aber nicht nur, von Deutschland.
- Selbst der schwergeprüfte Service Sektor hat sich wieder an die Marke von 50 Punkten herangerobbt, welche eine steigende Geschäftstätigkeit verheißt.
- Über allem ragt aber die Erholung des Verarbeitenden Gewerbes heraus. Die Unternehmen dürften v.a. vom Aufschwung in China und dem Konjunkturpaket in den USA profitieren. Der April wird zeigen, ob die dritte Welle der Pandemie dieses Bild eingetrübt hat.

Quelle: Refintiv, LBBW Research

Deutschland: ifo-Geschäftsklima deutlich erholt

ifo-Geschäftsklima, Lage und Erwartungen

(Monatswerte, sb)



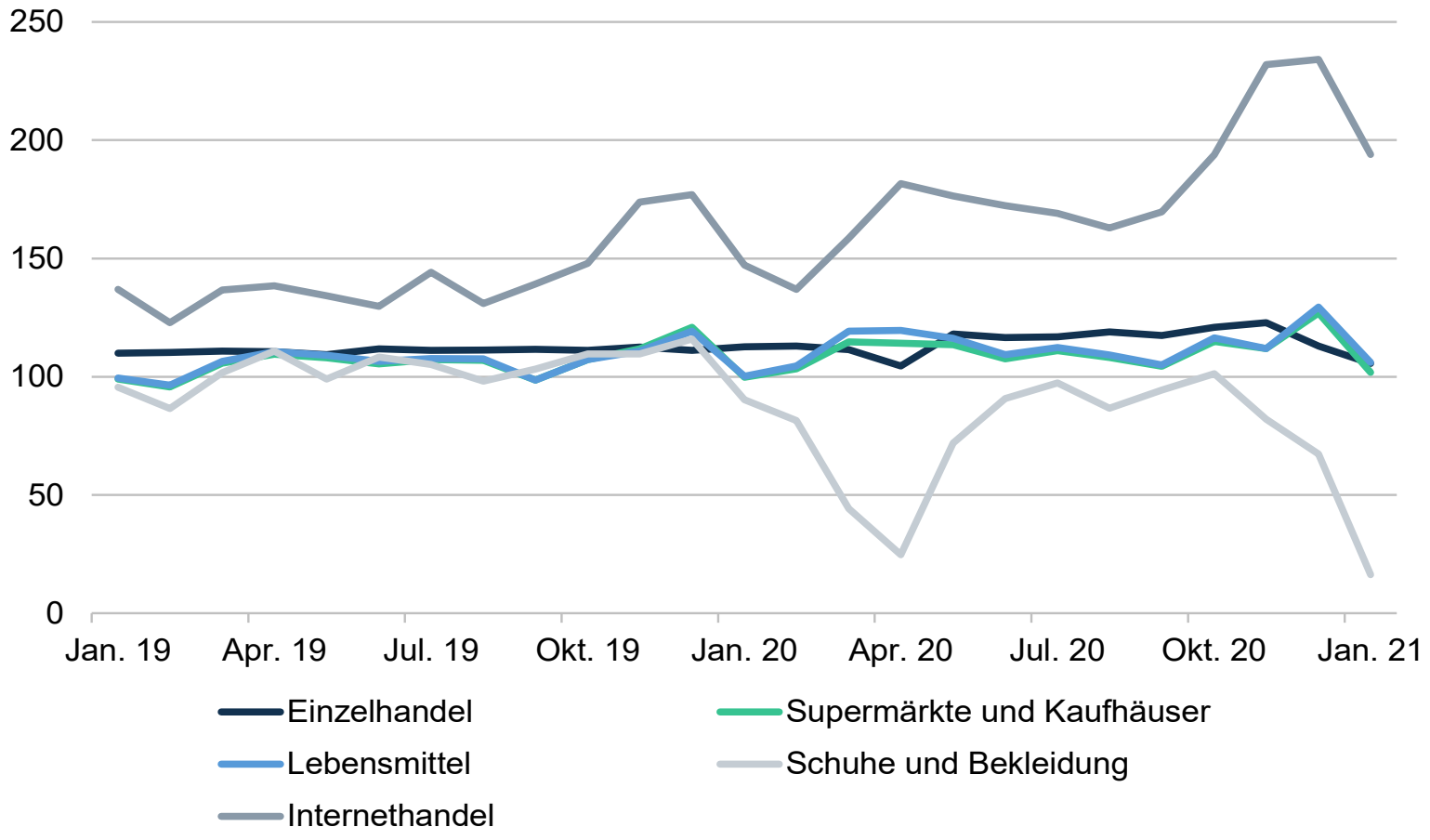
- Das ifo-Geschäftsklima legte von rev. 92,7 (zuvor 92,4) auf 96,6 zu: der höchste Wert seit Juni 2019.
  Die Lage rückte von 90,6 auf 93,0 vor (höchster Stand seit Februar 2020),
  die Erwartungen gar von rev. 95,0 (zuvor 94,2) auf 100,4. Letzteres ist der höchste Stand seit April 2018.
- Für den Anstieg der Erwartungen zeichnet vermutlich neben der Aussicht auf eine erfolgreiche Impfkampagne auch das Konjunkturpaket in den USA verantwortlich, dessen Nachfrageimpuls weltweit abstrahlen dürfte.

Quelle Refnitiv, LBBW Research

Deutschland: Stationärer Einzelhandel leidet unter Lockdown

Einzelhandelsumsatz

(Indexstände, Monatswerte)

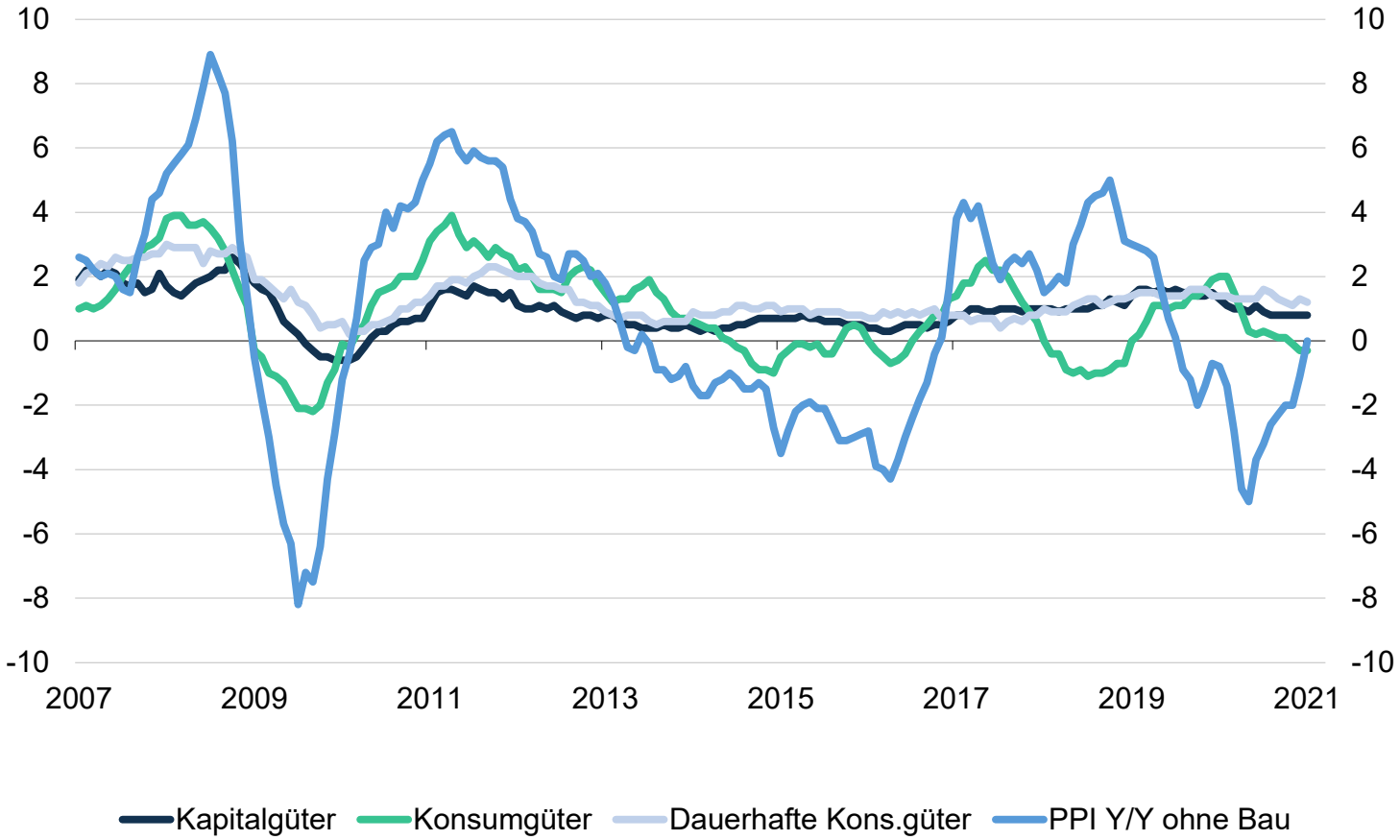


- Auch im zweiten Lockdown leidet v.a. der Facheinzelhandel. Der Internethandel hat dagegen das beste Jahr seiner relativ jungen Geschichte hinter sich und dürfte daran anknüpfen.
- Der Einzelhandel spiegelt den privaten Konsum wider, der auch im ersten Quartal sehr schwach gewesen sein und das BIP entsprechend belastet haben dürfte.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Preisanstieg v.a. bei Energie, nicht bei Konsumgütern

Deutsche Erzeugerpreise - verschiedene Warengruppen
(Veränderung zum Vj.monat in %, Monatswerte)



- Die Inflationsdebatte hat im Zuge der neu aufgeflammten Pandemie etwas an Aufmerksamkeit eingebüßt.
- Dies dürfte nur eine Momentaufnahme sein, da die Inflationsrate im Jahresverlauf weiter steigen dürfte.
- Auch auf vorgelagerten Stufen sind die Energiepreise Hauptverursacher.
- Die Preise für Kapitalgüter und dauerhafte Konsumgüter sind stabil oder sogar rückläufig, was die Inflation nach dem Auslaufen der Einmaleffekte bremsen dürfte.

Quelle: Refinitv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Credits

- März-Performance: Credits profitierten von Gegenbewegung bei Bundrenditen
- EBITDA erholte sich in Q4 stärker als erwartet
- Unternehmensverschuldung auf Rekordhoch!
  Aber: Auch die Cash-Bestände.
- Fallen-Angels-Quote bei Baa3-Ratings knapp zweistellig
- Nach Verschuldungsrutsch in Q2/2020 wieder Normalisierung
- Das Gegenteil eines Credit-Crunches
- Haben wir die höchsten Ausfallraten schon hinter uns?
- Dritte Welle führt kaum zu Spreadausweitungen

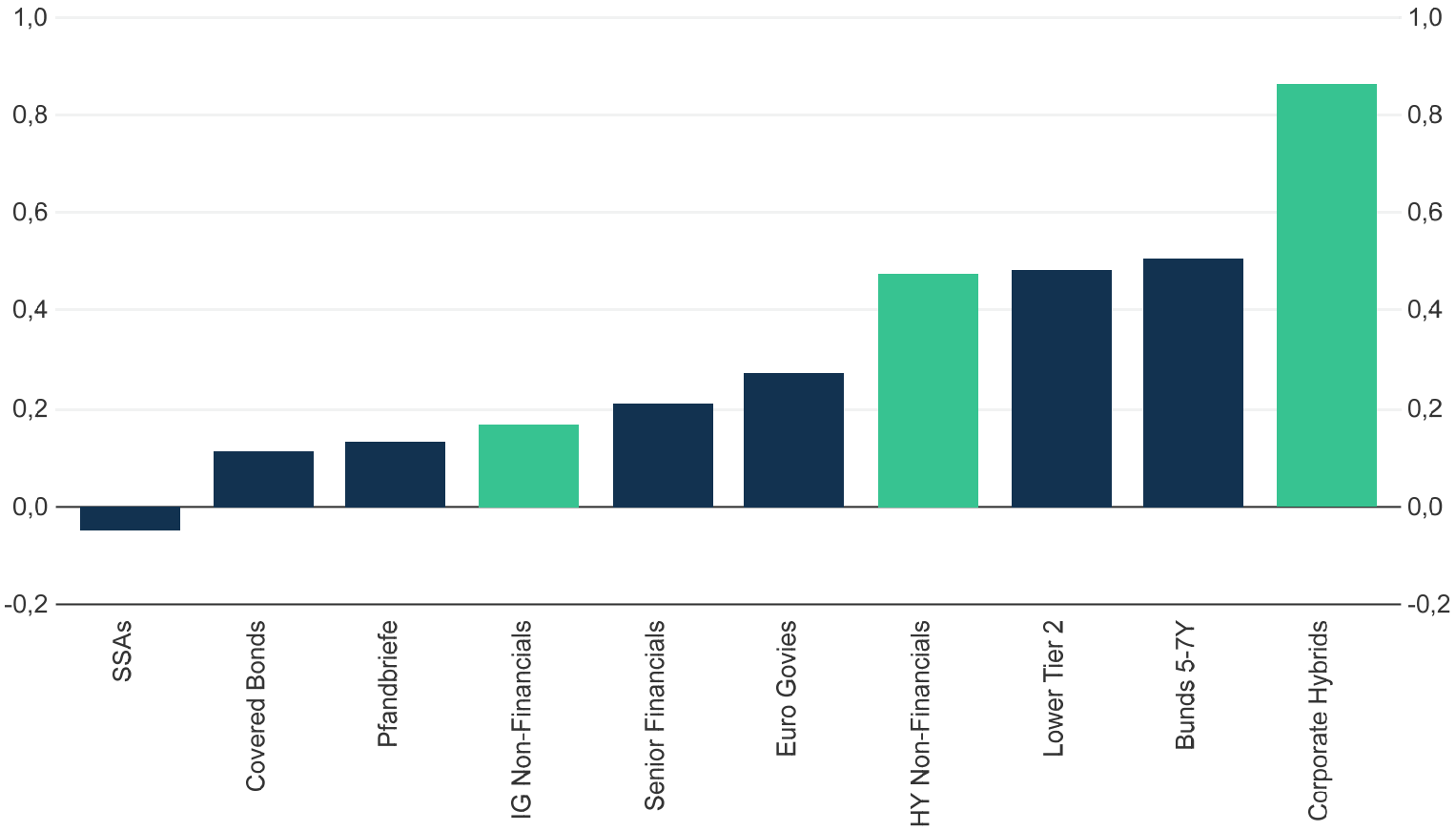
Matthias Schell, CFA
Tel: +49(711)127-43666
matthias.schell@LBBW.de

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

März-Performance:
Credits profitierten von Gegenbewegung bei Bundrenditen

Total Return für Fixed Income

Monat März 2021, in %



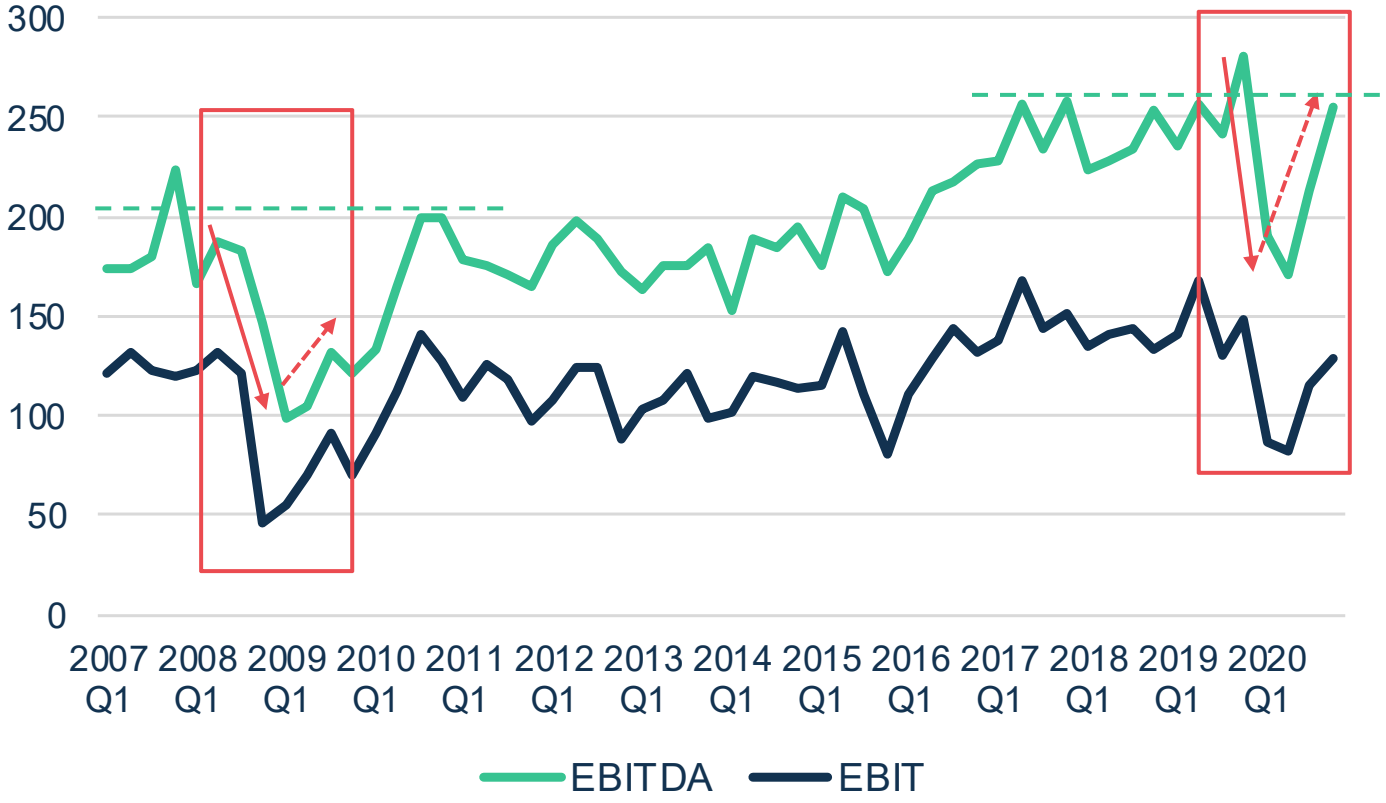
- Nach hohen Verlusten im Februar durch gestiegene Staatsanleihen-Renditen erfolgte im März wieder eine Gegenbewegung in Form rückläufiger Renditen.
- Davon profitierten auch die Corporate Bonds, insbesondere die Hybridanleihen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

EBITDA erholte sich in Q4 stärker als erwartet

Ertragsentwicklung im STOXX Europe 600

Median je Quartal, in Mio. Euro



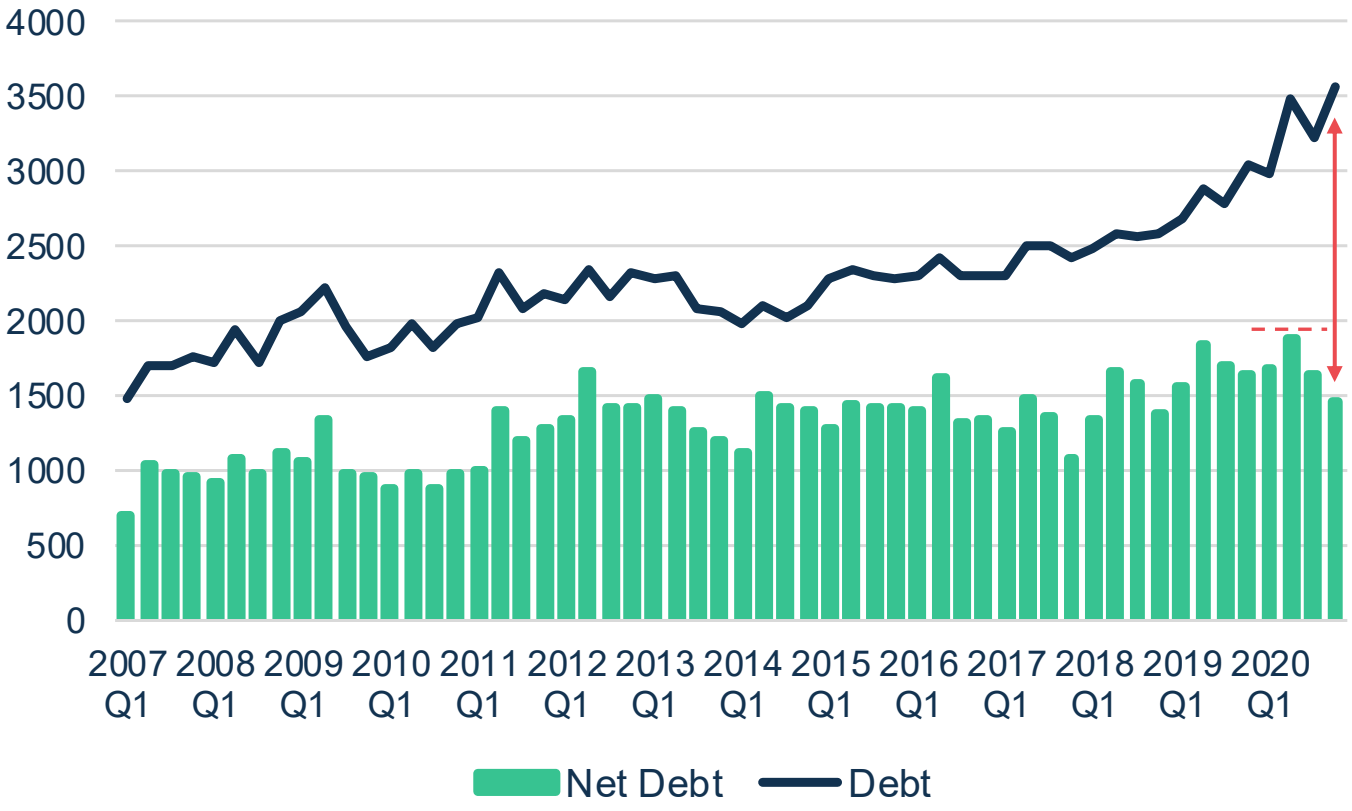
- Das EBITDA der europäischen Unternehmen (Median-Wert im Stoxx Europe 600) kletterte im Schlussquartal 2020 gegenüber Q3 um knapp 20%. Damit wurde auf Quartalsbasis relativ schnell wieder das EBITDA-Vorkrisenniveau erreicht.
- Das EBIT verbesserte sich in Q4 dagegen nur unterproportional (+11%). Viele Unternehmen haben zum Ende des Krisenjahres 2020 nochmals ihre Bilanzen bereinigt und teilweise hohe außerordentliche Abschreibungen vorgenommen.
- Wie in der Finanzkrise mussten die Unternehmen auch in der Corona-Epidemie vier Quartale mit rückläufigem EBIT ggü. den Vorjahresquartalen (yoy) hinnehmen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Unternehmensverschuldung auf Rekordhoch! Aber: Auch die Cash-Bestände.

Brutto- und Nettofinanzschulden im STOXX Europe 600

Median-Entwicklung nach Quartalen, in Mio. Euro



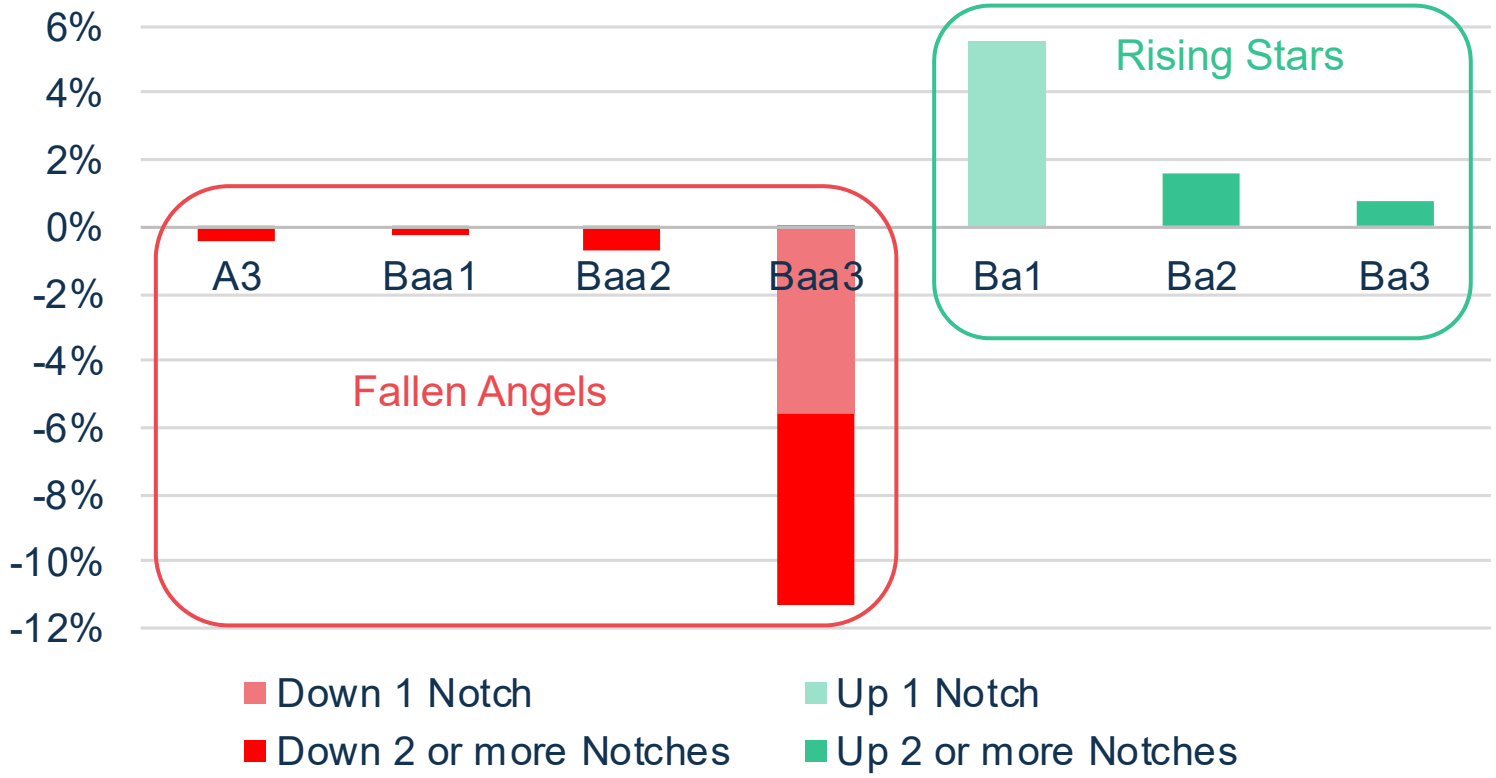
- Die Brutto-Finanzschulden der europäischen Unternehmen stiegen im Schlussquartal 2020 um rund 11% und markierten damit einen neuen Schulden-Rekord (+17% ggü. Jahresende 2019).
- Die scheinbar dramatische Entwicklung wird beim Blick auf die Netto-Finanzschulden relativiert. Nach einem Höchstwert in Q2/2020 nahmen die Unternehmen ihre Netto-Finanzschulden in Q3 (-13%) und in Q4 (-11% ggü. Q3) deutlich zurück (ggü. Ende 2019: -11%).
- Das liegt daran, dass die Unternehmen aus Sicherheitsgründen ihre Liquidität aufstockten und dadurch die Cash-Bestände in Q4/2020 auf ein neues Rekordhoch kletterten.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Fallen-Angels-Quote bei Baa3-Ratings knapp zweistellig

Fallen Angels und Rising Stars 2020

Betroffene Unternehmen weltweit in % der jeweiligen Jahresanfangs-Ratings



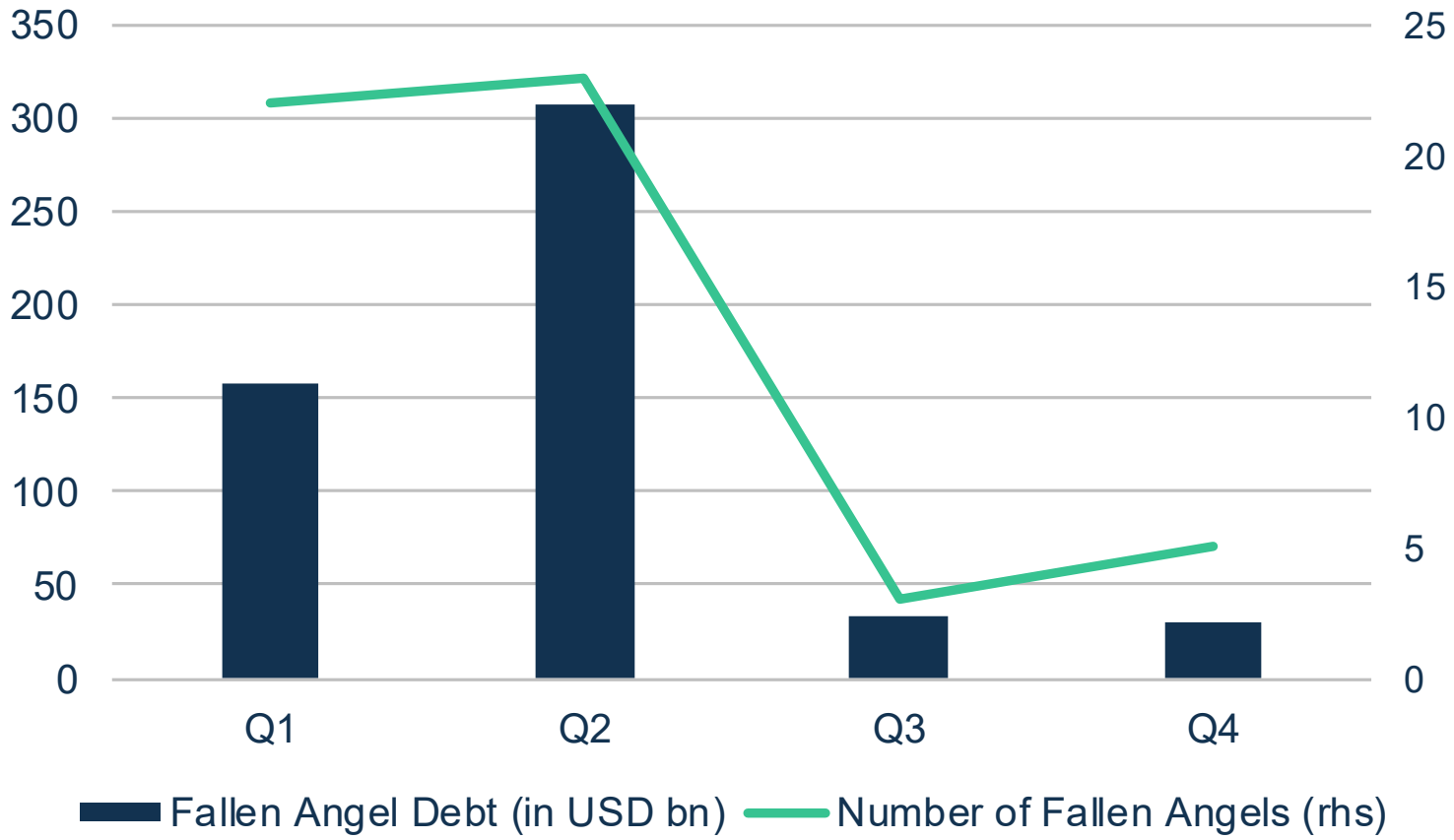
- Fallen Angels: 11,3% der Unternehmen, die Anfang 2020 in der schwächsten Investment-grade-Ratingklasse Baa3 starteten, rutschten in den High-Yield-Bereich – die Hälfte davon erhielt Downgrades von mind. zwei Stufen.
- Aus der erweiterten Jahres-anfangskategorie Baa (also Baa1 bis Baa3) wurden 3,8% zu Fallen Angels – zwar eine Verdopplung ggü. 2019 (2,0%), aber nur halb so viel wie im schwachen Jahr 2016 (8%).
- Selbst im Krisenjahr 2020 gab es auch Heraufstufungen vom HY in den Investmentgrade (sogenannte Rising Stars): Aus der besten HY-Klasse Ba1 landete ein relativ hoher Anteil von 5,6% durch ein Upgrade um einen Notch (auf Baa3) im Investmentgrade.

Quelle: Moody's, LBBW Research

Nach Verschuldungsrutsch in Q2/2020 wieder Normalisierung

Fallen Angels 2020 nach Quartalen

Anzahl der Unternehmen und betroffene Verschuldung in Mrd. USD

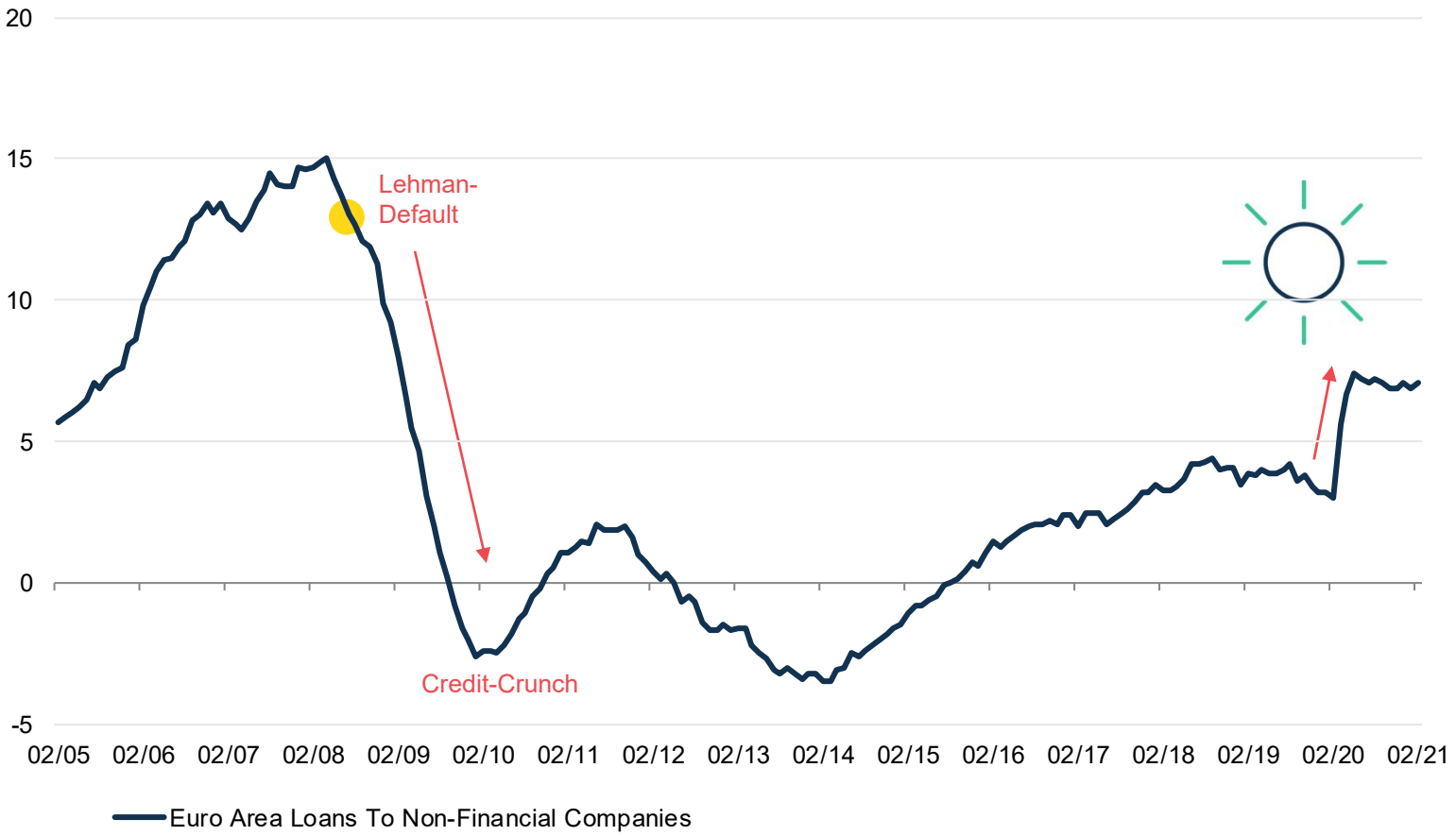


- Insgesamt rutschte 2020 bei den von Moody‘s weltweit gerateten Unternehmen ein Schuldenberg von 528 Mrd. USD in das HY-Segment.
- Zu den Fallen Angels zählten z.B. ArcelorMittal, Deutsche Lufthansa, Renault, Schaeffler.
- Negativer Höhepunkt war Q2/2020 mit der höchsten Anzahl an Herabstufungen in den High-Yield-Bereich und der höchsten davon betroffenen Verschuldung – allein Pemex steuerte 171 Mrd. USD bei.
- Im 2. Halbjahr 2020 war die Anzahl der Fallen Angels und die betroffene Verschuldung überschaubar – es gab sogar wieder mehr Rising Stars.
- Potenzielle Fallen Angels Ende 2020 (d.h. Rating Baa3/neg): 88 Unternehmen mit 474 Mrd. USD Verschuldung (davon ca. zur Hälfte US-Unternehmen).

Quelle: Moody‘s, LBBW Research

Das Gegenteil eines Credit-Crunches

Kreditvergabe
in Prozent ggü. Vorjahr



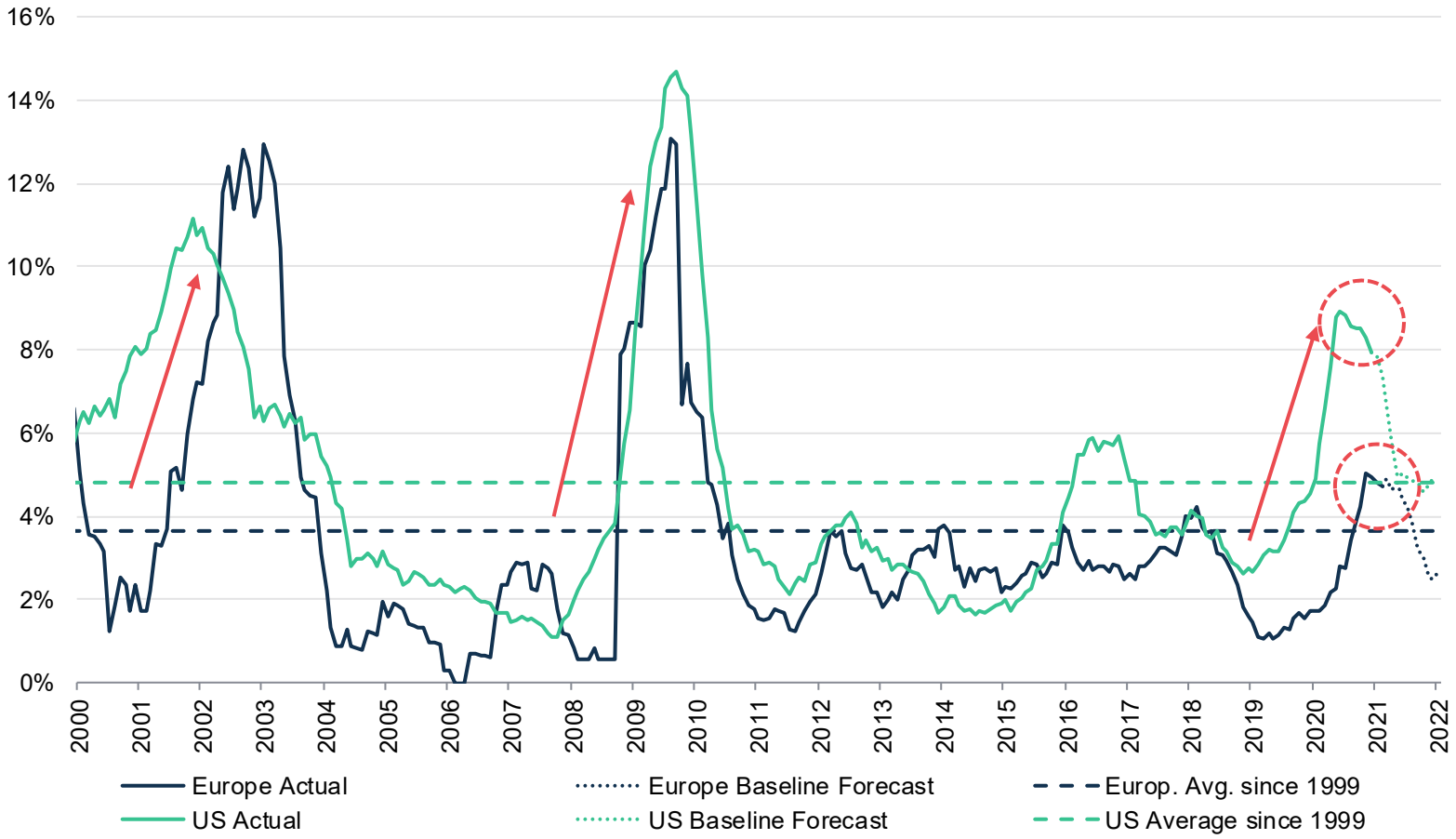
- Trotz der massiv eingetrübten ökonomischen Perspektiven im Rahmen der Corona-Krise haben die Unternehmen offensichtlich weiterhin guten Zugang zu Bankkrediten. Die Kreditvergabe stieg im Februar ggü. dem Vorjahr um 7,1% an.
- Befeuert wird das Kredit-wachstum nicht zuletzt von der ultra-billigen Refinanzierung bei der Notenbank: Im Juli 2020 deckten sich die europäischen Banken in einem Rekord-umfang von 1,31 Bio. EUR über den Langfristtender TLTRO III ein.
- Im Unterschied zur Finanzkrise 2008/09 droht aktuell kein Liquiditätsentzug in der Breite – auch wenn es für einzelne Unternehmen eng werden könnte.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Haben wir die höchsten Ausfallraten schon hinter uns?

Ausfallraten HY-Corporates

Europa und USA; jeweils für vergangene zwölf Monate (inkl. Moody‘s Forecast)

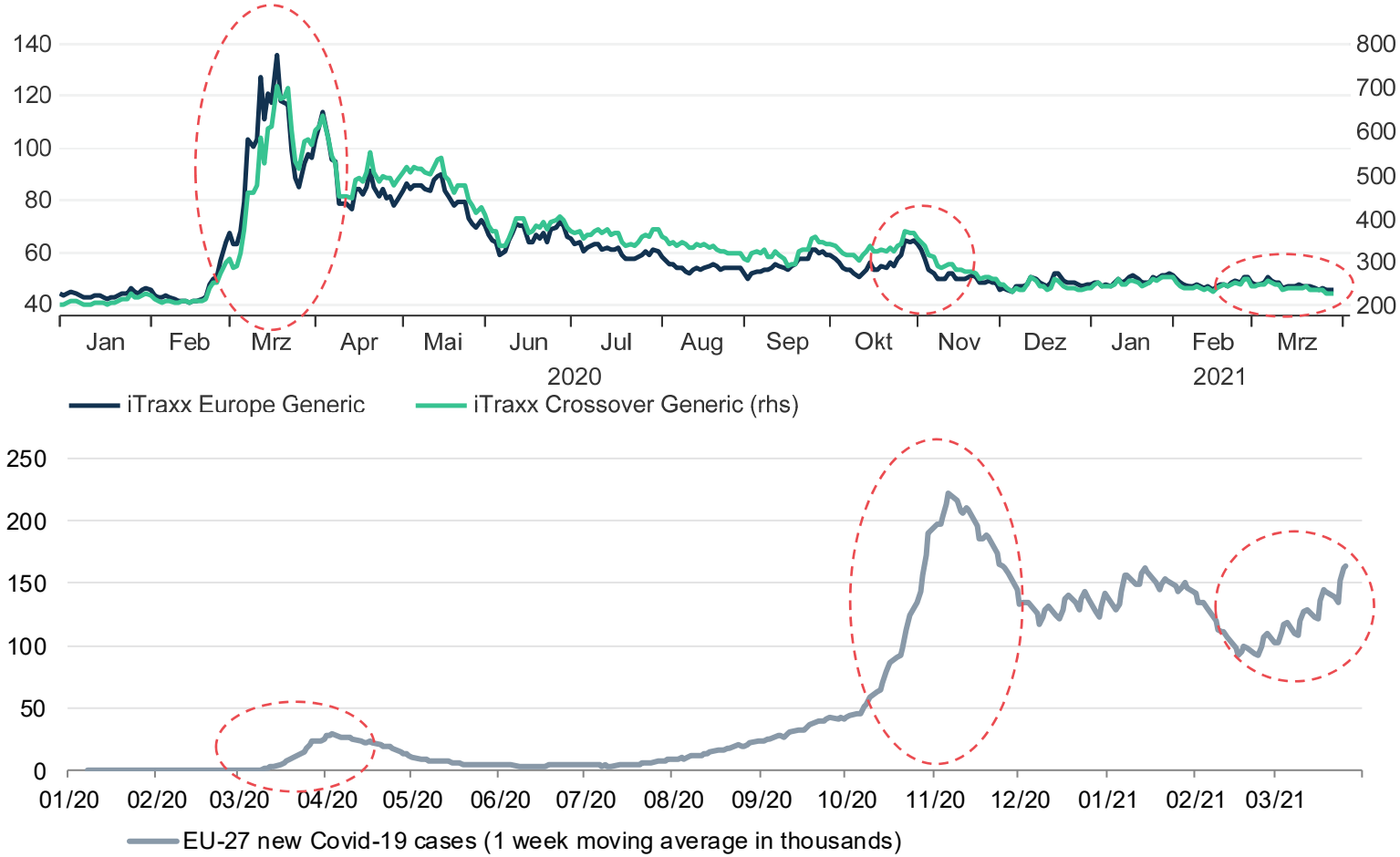


Quelle: Moody‘s®, LBBW Research, Stand 03/2021

- Nachdem Moody‘s im Mai 2020 den Hochpunkt der 12-Monats-Ausfallraten für den März 2021 erwartete (USA 13,5% und Europa 8%), sieht es nun so aus, als wäre der Hochpunkt bereits Ende 2020 auf einem deutlich niedrigeren Niveau erreicht worden (USA 8,9% und Europa 5,1%).
- Wir rechnen ebenfalls mit einer Verbesserung der Ausfallraten, sehen diese aber – im Gegensatz zu Moody‘s – noch eine Weile über dem langjährigen Durchschnitt.
- Europa dürfte sich weiterhin deutlich besser entwickeln als die USA. Vorteile gegenüber US-Firmen sind eine konservativere Finanzpolitik und ein niedrigeres Zinsniveau. Hinzu kommen die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen.

Dritte Welle führt kaum zu Spreadausweitungen

iTraxx Europe vs. Covid-19-Neuinfektionen



- Der Ausbruch der Corona-Pandemie in Europa hatte im Frühjahr 2020 zu einer massiven Spreadausweitung bei den EUR Corporates geführt.
- Zwar kam es im Zuge der „zweiten Welle“ bei den Neuinfektionen erneut zu einem vorübergehenden Anstieg der Risikoaufschläge, doch diese Ausweitung fiel vergleichsweise gering aus.
- Die aktuelle „dritte Welle“ ist in den Spreads kaum sichtbar.
- Die Impfkampagnen liefen in Europa zwar nicht friktionsfrei an, bieten aber eine Perspektive auf ein Ende der Pandemie im Jahresverlauf.
- Dementsprechend dürften sich mögliche Spreadausweitungen in Grenzen halten.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

Aktien

- Immer mutiger werdende Analysten könnten bei ihren Gewinnschätzungen über das Ziel hinausgeschossen sein.
- Erinnerungen an die Dotcom-Bubble werden wach.
- „Dieses Mal ist alles anders“ war zwar schon immer ein gefährlicher Satz! Aber aktuell ist tatsächlich einiges anders, wenngleich nicht alles.
- Die aktuell herausfordernde Konstellation sollte im Auge behalten werden.
- Mit AWG*-Denke (*alles wird gut!) ins neue Jahr.
  Das bedeutet, dass das Enttäuschungspotenzial überdurchschnittlich hoch ist.
  Wird es daher doch noch ein typisches – weil tendenziell eher schwächeres – 1er-Jahr?

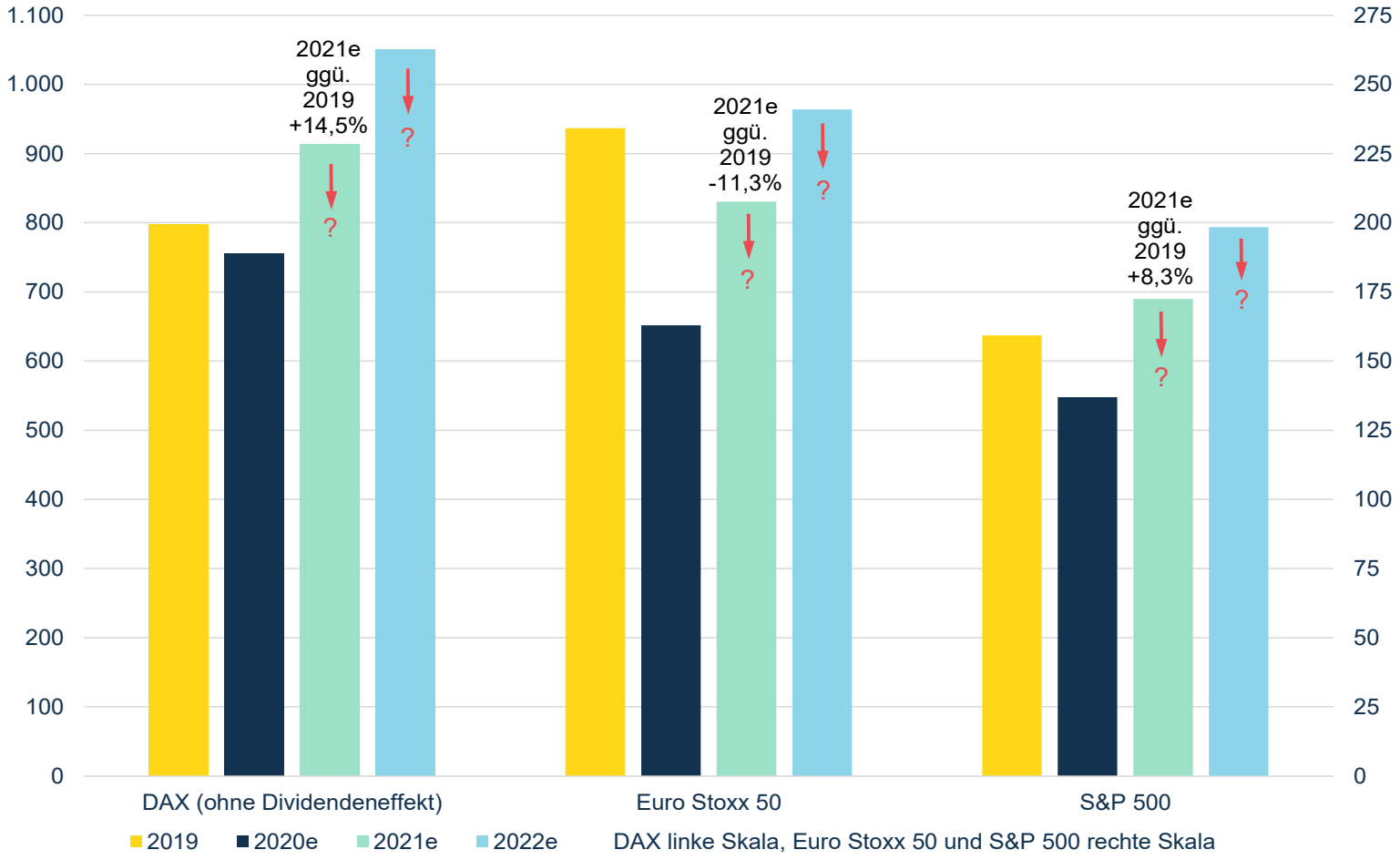
Uwe Streich
Tel: +49(711)127-74062
uwe.streich@LBBW.de

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

Mutige Analysten könnten bei ihren Gewinnschätzungen über das Ziel hinausgeschossen sein

Gewinnschätzungen nach Kalenderjahren

2019 bis 2022e in Indexpunkten



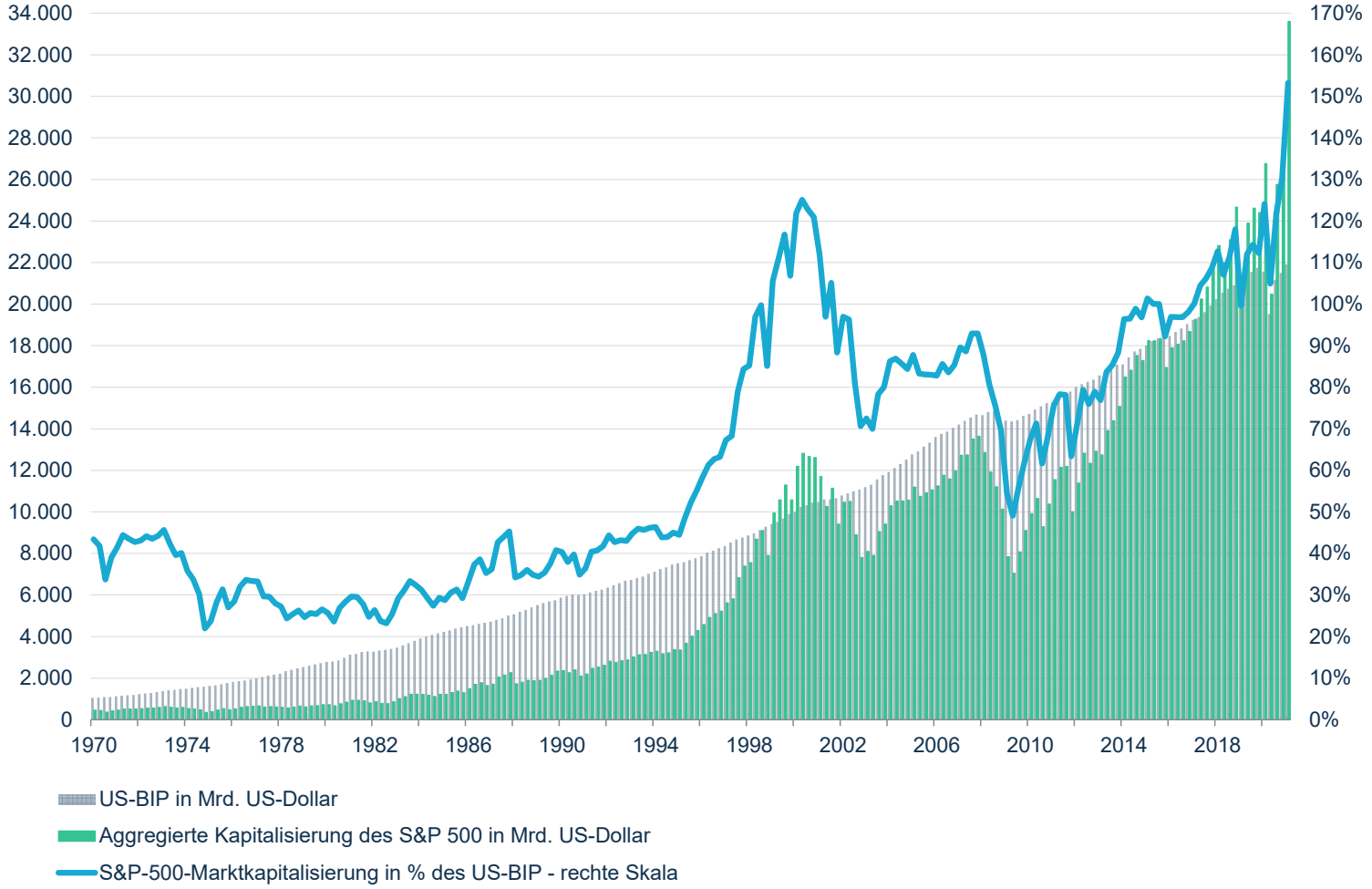
- Spätestens mit dem Jahreswechsel begannen die Analysten, ihre Gewinnschätzungen für das laufende Jahr quasi im Wochentakt nach oben zu revidieren. Verglichen mit Ultimo 2020 liegen die Prognosen um durchschnittlich 4-5% höher. Die Analysten könnten über das Ziel hinausgeschossen sein. Obwohl die Pandemie noch nicht überwunden ist, prognostizieren sie für den S&P 500 für 2021 einen um mehr als 8% über dem Vorkrisenniveau (2019) befindlichen Indexgewinn. Im DAX sind es sogar fast 15%!
- Im Euro Stoxx 50 liegen die Prognosen zwar unterhalb der Zahlen von 2019. Dies ist jedoch den insgesamt sieben neuen Titeln geschuldet, welche allesamt ein weit überdurchschnittliches KGV haben und den Indexgewinn dadurch drückten.

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

Erinnerungen an die Dotcom-Bubble werden wach

Kapitalisierung des S&P 500 in Relation zum US-BIP

in Mrd. US-Dollar bzw. in Prozent

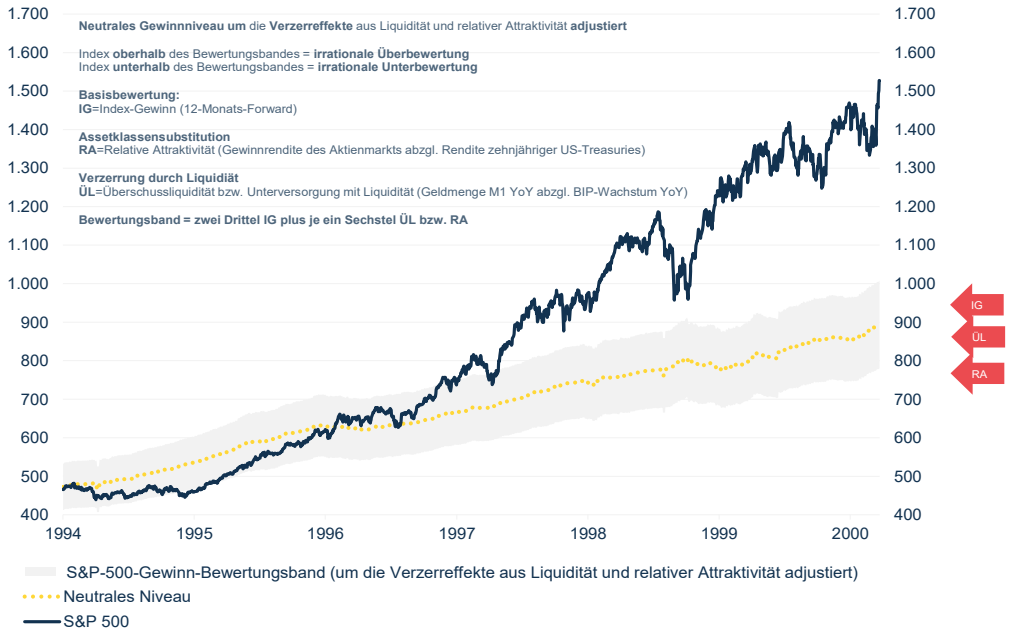


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Die nach dem Corona-bedingten Einbruch nun schon zwölfmonatige Rally ließ die Aktienmarktkapitalisierung massiv ansteigen.
- Wohl wissend, dass der Vergleich der kumulierten Kapitalisierung des S&P 500 mit dem US-BIP etwas hinkt, weil sich der Grad der Internationalisierung im Zeitablauf (vor allem wegen der Techs) erhöhte, zeigt der Blick hierauf doch, wie teuer die Aktien inzwischen sind: Bis Mitte der 1990er-Jahre schwankte die Kapitalisierung des S&P 500 um die Marke von 50% des BIP. Nach der Finanzkrise lag die Kapitalisierung des S&P 500 temporär wieder bei diesem Wert. Mit gut 153% wurde zuletzt sogar die Marke aus dem Dotcom-Jahr 2000 weit überschritten.

„Dieses Mal ist alles anders“ war zwar schon immer ein gefährlicher Satz, aber aktuell ist tatsächlich einiges anders

S&P 500: Bewertungsmodell im Jahr 2000
in Indexpunkten



- In Relation zu den Gewinnen war der S&P 500 gemäß des von uns entwickelten Bewertungsmodells im Jahr 2000 zu hoch bewertet.
- Weil damals zudem die Rendite zehnjähriger US-Treasuries über der Gewinnrendite (= inverses KGV) des S&P 500 lag und die Wirtschaft auch noch mit Liquidität unterversorgt wurde, sprach zur Jahrtausendwende nichts für Engagements in Aktien.

S&P 500: Bewertungsmodell aktuell
in Indexpunkten

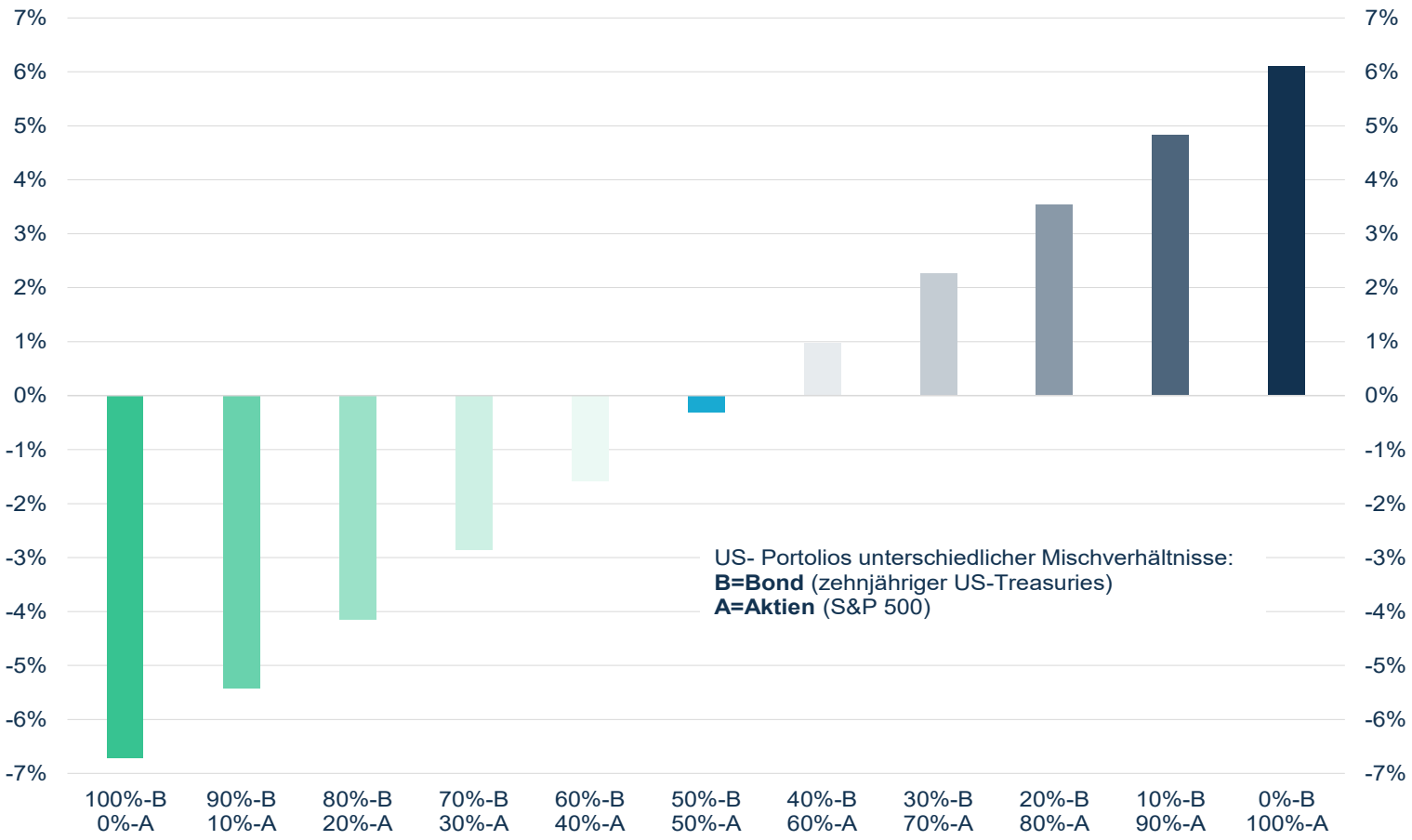
- Dass die Aktien in Relation zu den Gewinnen überbewertet sind, gilt heutzutage zwar wieder. Dem steht aber eine immense Überschussliquidität gegenüber. Und: Obwohl das Argument der relativen Attraktivität der Aktien im Vergleich zu US-Treasuries zuletzt etwas litt, ist jenes Argument trotzdem weiterhin schlagend.
- Statt irrationalem Überschwang wie im Jahr 2000 haben wir es aktuelle mit einer durchaus rational erklärbaren Bubble zu tun.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Herausfordernde Konstellation sollte im Auge behalten werden

Performance gemischter US-Portfolios

Diverse Mischungen aus 10-jährigen US-Treasuries und S&P 500 YTD in Prozent



- Die gestiegenen US-Treasury-Renditen drückten die Bond-Performance in tiefrotes Terrain. Für Manager von gemischten Portfolios ist dies eine sehr herausfordernde Konstellation. Schließlich waren sie gewohnt, dass die Anleihen als Puffer für die Volatilität der Aktien dienten und nicht anders herum.
- Wegen des Anlagenotstands fällt die mittlere Aktienquote aktuell so hoch aus wie selten zuvor und die Volatilität der Portfolios damit ebenso. Trotzdem dürften die meisten gemischten Mandate YTD im Minus liegen.
- Stark weiter steigende Bondrenditen und / oder sinkende Aktienkurse bergen das Risiko, dass Manager gezwungen sein könnten, zur Schonung ihrer Risikobudgets Aktien abzubauen, um die Cashquoten zu erhöhen.

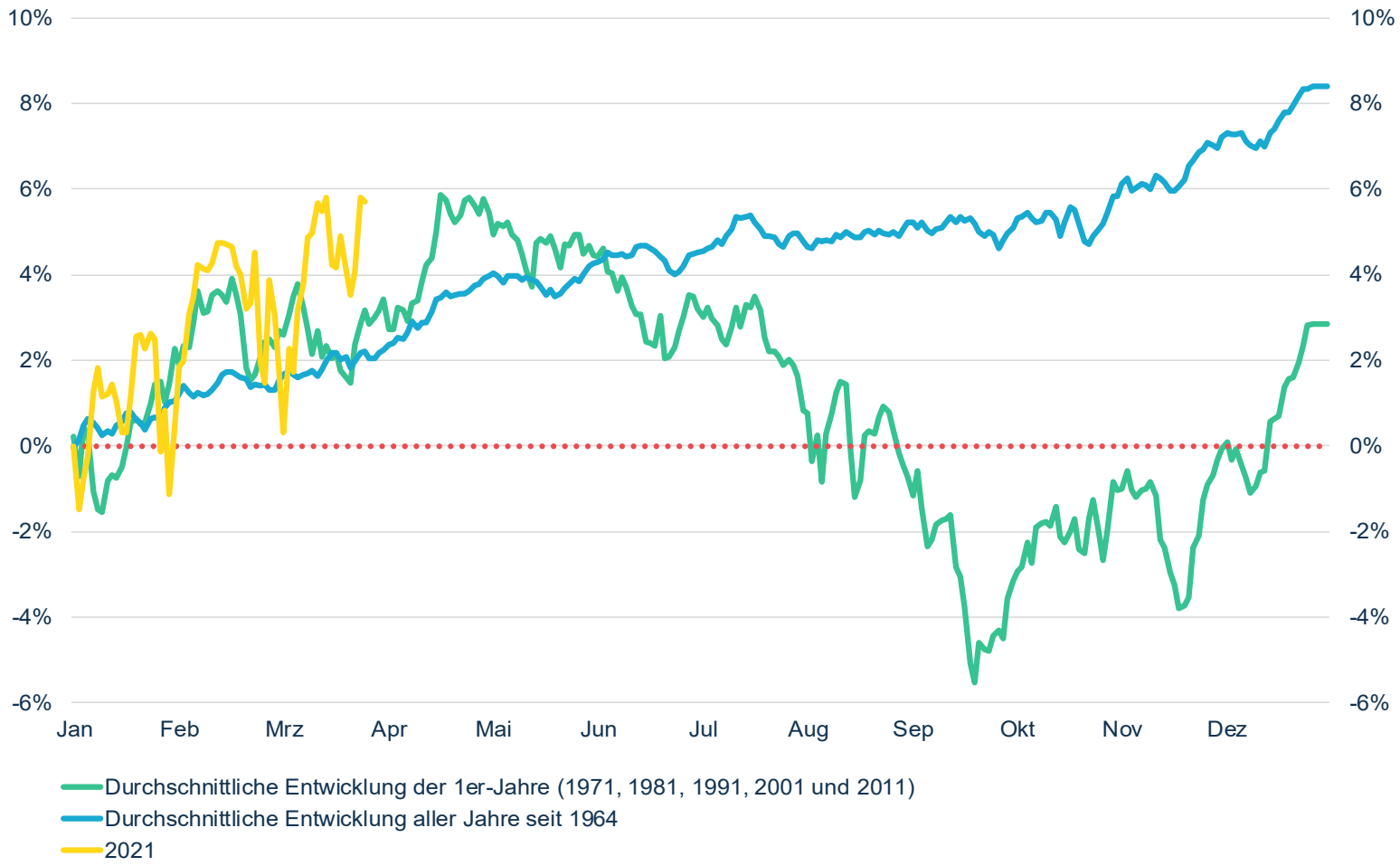
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Mit AWG*-Denke ins neue Jahr – hohes Enttäuschungs-potenzial inklusive – wird es noch ein typisches 1er-Jahr?

*Alles wird gut!

S&P 500 und 1er-Jahre einer Dekade vs. langjähriger Entwicklung

in Prozent



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

- Nach dem Katastrophenjahr 2020 stand 2021 für das Überwinden der Pandemie und die Rückkehr zur Normalität. Dass dies nicht völlig friktionsfrei vonstatten geht und länger dauert als zunächst erhofft, zeichnet sich – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der dritten Welle, der diversen Virusmutationen und den Problemen mit dem AstraZeneca-Impfstoff immer mehr ab.
- Allzu weit hergeholt ist es daher nicht, wenn man befürchtet, dass die Aktienkursentwicklung 2021 doch noch der typischen Entwicklung der Startjahre der vergangenen Dekaden entsprechen könnte: In jenen starteten die Aktienmärkte nämlich ebenfalls überdurchschnittlich gut ins Jahr. In vier von fünf Fällen brach der Optimismus allerdings noch im ersten Halbjahr ab. Erst im Herbst kehrte die gute Stimmung wieder zurück.

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

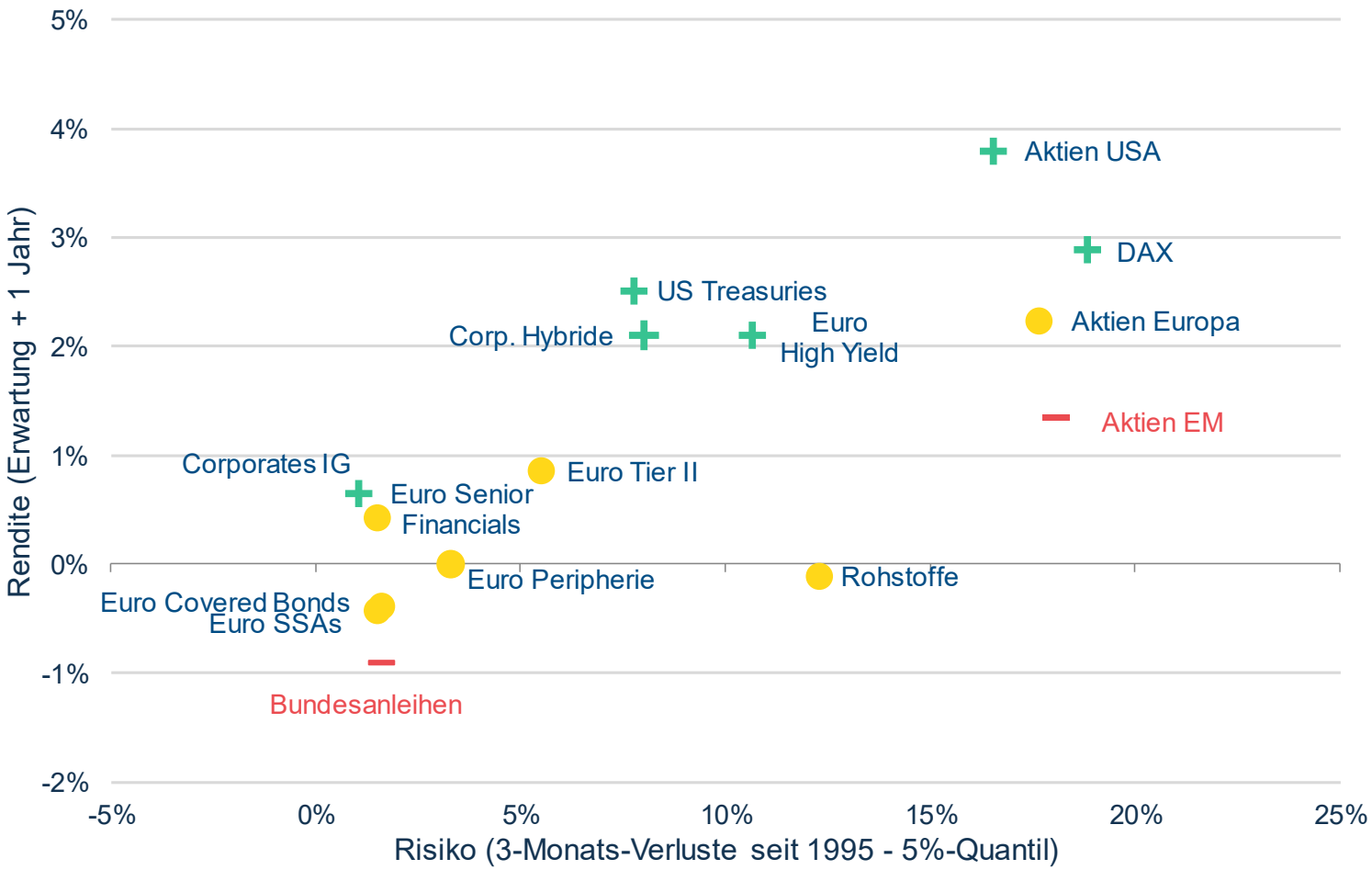
Prognosen und Asset Allokation

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

- Wie von vielen Wissenschaftlern im Februar prognostiziert, kommt es aktuell in vielen europäischen Ländern zu einer dynamischen dritten Corona-Welle. Haupttreiber ist die britische Virusmutante B.1.1.7. Bundeskanzlerin Merkel sprach vor dem Hintergrund der deutlich höheren Ansteckungsgefahr von einer „neuen Pandemie“. Sehr wahrscheinlich werden neue, harte Maßnahmen in Kürze eingeführt werden, um die neue Welle zu brechen. RKI-Chef Wieler rechnet sonst mit 100 Tsd. Neuinfizierten pro Tag.
- Große Teile der Wirtschaft halten sich trotz des anhaltenden Lockdowns erstaunlich gut. Die Einkaufsmanagerindizes in Europa sind erneut auf breiter Front gestiegen. Das liegt zum einen daran, dass sich die Industrie bereits in der Erholung befindet. Zum anderen nimmt im zweiten Quartal das Impftempo in Europa an Fahrt auf. Im Sommer könnte damit die Herdenimmunität erreicht werden und bereits Richtung Ende Mai dürften Effekte einer dann höheren Impfquote die Fallzahlen drücken. Die nächsten sechs Wochen bleiben jedoch für Menschen und Wirtschaft eine große Herausforderung.
- In Summe können wir mit Blick auf die Kapitalmärkte daher nur unsere Botschaft der vergangenen Wochen wiederholen: Der Weg aus der Krise ist zwar weiterhin holprig, aber die Impfkampagne bietet unverändert die Perspektive auf ein Ende der Pandemie im weiteren Jahresverlauf. Konjunkturelle Rückschläge sollten daher nur temporär sein, der grundsätzliche Erholungspfad ist nach wie vor intakt. Vor diesem Hintergrund sind wir trotz der bereits sehr gut gelaufenen Märkte für Risiko-Assets (Credits und Aktien) weiterhin konstruktiv gestimmt.

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 Unternehmens-anleihen gestimmt.
- Unsere Prognoseänderung in Richtung stärkerem USD vor einem Monat hat sich bereits ausgezahlt. Die u.E. weiter anhaltende Dollar-Stärke führt zu einem Anstieg der Return-Erwartungen bei in Dollar notierten Assets (US-Treasuries, US-/EM-Aktien und Rohstoffen). Der Dollar-Effekt dürfte ca. 1% 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	- + 0	1-3 Jahre 4-7 Jahre 8-10 Jahre	0/+ 0/- 0/+	Euro-Peripherie Bund USD-Bonds	synthetische Staatsanleihen Multi Callables Inflations-Linker
Credit	Credit Spread 0/+	0/+ + + 0 0/+ 0/-	Corporate Inv. Grade Corporate High Yield Corporate Hybride Senior Financials Covered Bonds/SSAs Tier 2 Inv. Grade/ Sen. Non-Pref.	0/-	Emerging Markets Debt	Overweight: Autos, Oil & Gas
Aktien	Aktien 0	+ -	Chemie, Energie (Öl & Gas) Technologie, Versicherer Versorger Bau, Handel, Medien Reise & Verkehr	0/- 0/+ 0/+ 0/- 0/+	Europa ex Deutschland Japan Deutschland Schwellenbörsen USA	
Währungen	Währungen (zu Euro) 0/+	+ -	Währungen mit starkem Wirtschaftswachstum Wachstumsschwäche	+ 0 -	USD, GBP JPY, CNY, CHF	Selektiv
Rohstoffe	Rohstoffe 0	0/- 0 0	Edelmetalle Industriemetalle Energie	0 - 0	Gold Silber Brent	LBBW Rohstoffe 2
Immobilien	Immobilien 0/+	+ 0/- -	Wohnen, Nahversorger, Logistik Büro "High Street" Einzelhandel	+	Deutschland	

Quelle: 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	7,5 ✚
	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	6,0 ✚
	Inflation	3,4	3,2	3,3

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
DAX	14 818	14 000	15 000	15 500
Euro Stoxx 50	3 883	3 700	3 800	4 000
Dow Jones	33 171	31 500	33 000	34 000
Nikkei 225	29 385	31 000	32 000	33 000

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	-0,36	-0,30 ✚	-0,30	-0,20
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,72	1,75 ✚	1,60 ✚	1,90 ✚

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.06.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,18	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)	65	65	60	65

Quelle: LBBW Research

✚ Angehoben
— Gesenkt

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

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	**14 000**	**15 000**
Euro Stoxx	**3 700**	**3 800**
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 Wirtschaftsleistung allerorten im Jahr 2020 dürfte es 2021 eine Erholung geben. Das BIP wird in Deutschland um voraussichtlich 2,5% zulegen, im Euroraum um 4%, in den USA um 5,5% und in China um 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung wird nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen kräftig ausfallen. Die Vorkrisenniveaus werden indes im Euroraum nicht vor 2022 wieder erreicht werden, in den USA dagegen bereits Ende 2021.
- Die Inflationsraten ziehen 2021 deutlich an. Vor allem in Deutschland treiben die Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO_2-Abgabe die Teuerung. Zudem sorgen Haushaltsenergie und Kraftstoffe für steigenden Preisdruck. In Deutschland dürfte die Inflation von 0,5% im Jahr 2020 auf 1,9% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 1,7%.
- Die Risikoaversion an den Finanzmärkten nimmt zwar 2021 schrittweise ab. Staatsanleihen bleiben aber als sicherer Hafen gesucht.
- Nach dem Einbruch im ersten Halbjahr 2020 erholten sich die Unternehmensgewinne mit den über den Erwartungen liegenden Q3- und Q4-Quartalszahlen wieder deutlich. Die zuletzt stark steigenden Langfristzinsen, schwächten das TINA-Argument (there is no alternative) zwar, trotzdem bleibt es weiter schlagend.

Quelle: LBBW Research

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

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	**16 500**	**18 500**
Euro Stoxx	**4 300**	**4 700**
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 Corona-bedingter Einschränkungen ist schnell und kräftig. Eine beherzt-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt die Erholung. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ihr Übriges. Die erlittenen Einbußen werden 2021 aufgeholt.
- Die Corona-Impfkampagne kommt rascher als erwartet voran; das Leben normalisiert sich noch im ersten Halbjahr 2021 weitgehend.
- EZB und Fed behalten ihre sehr expansive Geldpolitik bei, bis die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie vollends überwunden sind.
- Die Gewinne der Unternehmen ziehen an. Eine Insolvenzwelle 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.

Quelle: LBBW Research

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

Prognosen

	30.06.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	**12 500**	**11 000**
Euro Stoxx	**3 250**	**2 900**
Zinsen		
3M Euribor	**-0,65**	**-0,75**
10 Jahre Bund	**-0,75**	**-0,85**
Credits	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

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

Quelle: LBBW Research

Agenda

01	Vorwort	Seite 03
02	Überblick	Seite 05
03	Sonderthema: Zinsen	Seite 10
04	Corona-Update	Seite 25
05	Makro	Seite 35
06	Credits	Seite 45
07	Aktien	Seite 55
08	Prognosen und Allokation	Seite 62
09	Anhang	Seite 70

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	1,19	1,18	1,15	▪ Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet. ▪ Der Renditevorteil von lang laufenden US-Anlagen ist gestiegen. ▪ Die USA werden im Jahr 2021 stärker wachsen als der Euroraum.
EURJPY	129	130	132	▪ Der Wahlsieg Bidens und die weltweiten Impfkampagnen sollten die Risikoaversion weiter senken und so japanisches Kapital wieder vermehrt ins Ausland locken. ▪ Die USA und - allerdings mit größeren Abstrichen - auch der Euroraum weisen ein höheres konjunkturelles Erholungspotenzial auf als Japan.
EURGBP	0,86	0,85	0,84	▪ Vorsprung von UK vor EU beim Fortschreiten des Impfprogramms verbessert die Aussichten für die britische Konjunktur. ▪ GBP nach Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.
EURCHF	1,11	1,12	1,14	▪ 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	7,74	7,95	7,95	▪ Chinas Wirtschaft erholte sich bislang kräftig, wovon auch der CNY profitierte. ▪ Die Stärke der Währung dürfte der Exportwirtschaft Chinas nun aber zunehmend Probleme bereiten, so dass staatliches „Gegensteuern“ wahrscheinlich wird. ▪ Zudem dürfte der USA-China-Konflikt den CNY belasten. ▪ Darüber hinaus haben sich die wirtschaftlichen Erholungsperspektiven der USA und - mit Abstrichen - des Euroraums für das laufende Jahr deutlich verbessert.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURBRL	6,77	6,80	6,30	▪ Die Notenbank hat den Leitzinssatz um 75 Basispunkte auf 2,75 % angehoben und steigert damit die Attraktivität für Investments in den Real. ▪ Die weitere Konjunkturerholung hängt stark von der Eindämmung der Pandemie ab. Zudem sind weitere Maßnahmenpakete der Regierung zu erwarten.
EURHUF	363	355	350	▪ Der überraschende Anstieg der Inflationsrate auf 3,1 % könnte die ungarische Notenbank dazu zwingen, ihrer lockeren Geldpolitik Zügel anzulegen. ▪ Die bisher noch schleppende Konjunkturerholung wird durch weitere Konjunktur-programme der Regierung unterstützt und sollte weiter an Dynamik gewinnen.
EURMXN	24,40	26,00	24,80	▪ Der Renditevorteil des mexikanischen Pesos ist durch die Leitzinssenkung im Februar geschrumpft, sodass ein weiterer Zinsschritt folgen könnte. ▪ Bisher bleibt die Konjunkturerholung hinter den Erwartungen zurück, jedoch könnte die Wirtschaft im zweiten Halbjahr auch vom Hilfspaket in den USA profitieren.
EURPLN	4,65	4,54	4,35	▪ Wir erwarten wegen der weiter lockeren Ausrichtung der polnischen Geldpolitik im Jahresverlauf Wachstumsvorteile gegenüber der EU, die den Zloty stärken werden. ▪ Die Unsicherheit über die anhängige Entscheidung des obersten Gerichts zur Rechtmäßigkeit von Währungskrediten an private Kreditnehmer belastet aktuell.
EURRON	4,90	4,95	5,00	▪ Die Inflationsrate ist überraschend deutlich auf 3,2 % angestiegen und engt den Spielraum für eine weitere Zinssenkung durch die Notenbank deutlich ein. ▪ Für 2021 plant die Regierung, das Haushaltsdefizit auf 7,2 % zu begrenzen, was die Möglichkeit für zusätzliche Konjunkturimpulse einschränkt.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 29.03.2021, 12:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURRUB	89,5	85,0	80,0	▪ Im Vorfeld der Parlamentswahlen sind weitere Konjunkturprogramme zur Stärkung der Privatausgaben zu erwarten, welche das Wachstum stützen werden. ▪ Positive Effekte für den Rubel aus der Leitzinsanhebung im März werden durch gestiegene geopolitische Risiken überlagert.
EURTRY	9,57	11,00	10,00	▪ Mit dem politisch motivierten Wechsel an der Spitze der Notenbank droht das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Notenbank zu erodieren. ▪ In einem Umfeld zunehmender Risikoaversion für Schwellenländerinvestments droht aufgrund der möglichen geldpolitischen Kehrtwende ein weiterer Kursverfall.
EURZAR	17,64	19,60	20,10	▪ Die Sorge vor einem globalen Zinsanstieg könnte den südafrikanischen Rand wegen der fragilen Staatsfinanzen besonders stark belasten. ▪ Der Haushaltsplan, der eine Begrenzung der Staatsverschuldung auf 89 % vorsieht, birgt erhebliches Potenzial, die Investoren zu enttäuschen.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 29.03.2021, 12:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q2 21	Progn. Q4 21	Einschätzung
EURAUD	1,54	1,58	1,58	▪ Der australische Dollar profitiert von der raschen Erholung der Konjunktur in der APAC-Region sowie dem deutlichen Anstieg der Rohstoffpreise. ▪ Angesichts der Konjunkturerholung erscheint die Ausrichtung der Notenbankpolitik als zu expansiv und droht den australischen Dollar zu belasten.
EURCAD	1,48	1,52	1,46	▪ Wegen des Anstieges des Ölpreises und der dynamischeren Konjunkturerholung in Nordamerika erwarten wir Wachstumsvorteile gegenüber der Eurozone. ▪ Die kanadische Notenbank signalisierte die Bereitschaft, auf einen weiteren Anstieg der Inflationsrate mit einer Straffung der Geldpolitik zu reagieren.
EURCZK	26,10	26,00	25,50	▪ Die tschechische Notenbank bestätigte in ihren letzten Statements ihre restriktive Ausrichtung, weshalb wir eine Leitzinsanhebung binnen 12 Monaten erwarten. ▪ Steigende Löhne und Steuererleichterungen lassen eine Stärkung des privaten Konsums erwarten, der zu Wachstumsvorteilen gegenüber der EU führen wird.
EURNOK	10,10	10,25	9,75	▪ Norwegens Wirtschaft konnte das Niveau von vor der Pandemie fast erreichen und profitiert dabei weiter vom Anstieg des Ölpreises. ▪ Die Inflationsrate stieg in den vergangenen Monaten bis auf 3,3 % an und lässt im zweiten Halbjahr 2021 eine Leitzinsanhebung der Notenbank erwarten.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 29.03.2021, 12:30 Uhr

Brent: OPEC+ bleibt (noch) auf der Förderbremse

Ölpreis Brent & Prognose
in USD

	Preis aktuell	Historie Ø 2020	Historie 31.12.2020	Historie Ø H2	Prognose Jun 2021	Prognose Dez 2021	Prognose Jun 2022
Brent (in USD/Barrel)	61,76	43,42	51,89	44,42	65	60	65

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Brent Preisanstieg

+ OPEC kürzt Output seit April 2020 um 5,6 mbpd.
+ OPEC-Compliance im Februar bei 99,1 %.
+ 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 1,2 mbpd.
– US Rig Count hat 2021 bislang um über 20 % zugelegt.
– OPEC+ könnte Anfang April Erhöhung der Förderquoten beschließen. Saudi-Arabien dürfte freiwillige Förderkürzung schrittweise auslaufen lassen.

Gold: ETCs wechseln auf die Verkäuferseite

Goldpreis & Prognose
in USD

	Preis aktuell	Historie Ø 2020	Historie 31.12.2020	Historie Ø H2	Prognose Jun 2021	Prognose Dez 2021	Prognose Jun 2022
Gold (in USD/Feinunze)	1730,71	1771,68	1897,77	1893,60	1800	1750	1700

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

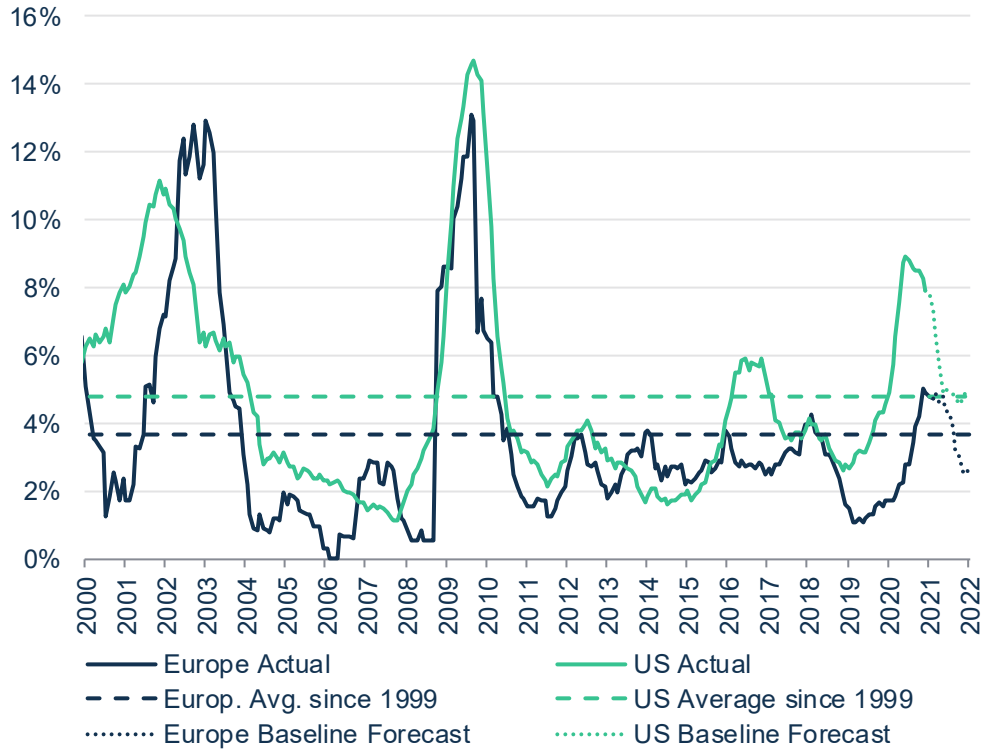
+ Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
+ Output der Goldminen geht 2020 um gut 6 % auf 3.300 Tonnen zurück.
+ ETC-Nachfrage steigt 2020 um 29 % bzw. 740 Tonnen.
+ Schmucknachfrage in Q4/2020 mit deutlicher Erholung.
– ETC-Nachfrage 2021 bislang schwach (-6 % bzw. -200 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.

Spreadprognosen und Ausfallraten

Aktuelle OAS Spreads und Prognosen
in Basispunkten

Market Overview		Forecast
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	91	⇘
Euro Unsubordinated Financial Index	79	⇘
Euro High Yield Index	317	⇘
Euro Lower Tier 2 Index	127	⇘
Euro Pfandbrief Index	30	⇨
Euro Covered Bond Index	34	⇨
1-10 Year Euro Government Index	26	⇨
Euro Quasi-Government Index	39	⇨
Emerging Markets Corporate Plus Index	349	⇘

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														
29.03.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0.69	-0.74	-0.75	-0.74	-0.70	-0.65	-0.58	-0.51	-0.43	-0.36	-0.09	0.06	0.16	0.23
France	-0.66	-0.69	-0.67	-0.62	-0.54	-0.46	-0.36	-0.27	-0.17	-0.08	0.28	0.52	0.68	0.83
Italy	-0.46	-0.39	-0.28	-0.15	-0.01	0.14	0.28	0.42	0.54	0.66	1.15	1.48	1.67	1.78
Spain	-0.56	-0.54	-0.49	-0.41	-0.31	-0.19	-0.07	0.06	0.18	0.29	0.74	1.05	1.23	1.37
Netherlands	-0.68	-0.72	-0.72	-0.68	-0.62	-0.55	-0.47	-0.40	-0.33	-0.26	0.00	0.16	0.24	0.29
Austria	-0.62	-0.69	-0.66	-0.63	-0.58	-0.49	-0.40	-0.30	-0.21	-0.13	0.17	0.33	0.44	0.54
Belgium	-0.67	-0.70	-0.68	-0.63	-0.56	-0.47	-0.38	-0.29	-0.19	-0.10	0.31	0.58	0.74	0.84
Ireland	-0.37	-0.72	-0.69	-0.61	-0.53	-0.45	-0.35	-0.25	-0.15	-0.06	0.28	0.49	-	-
Portugal	-0.60	-0.61	-0.55	-0.45	-0.34	-0.23	-0.11	0.01	0.12	0.22	0.67	0.99	1.24	1.45
Finland	-0.68	-0.70	-0.69	-0.64	-0.58	-0.50	-0.41	-0.32	-0.24	-0.16	0.15	0.32	0.40	0.45
EUR Swap in %	-0.52	-0.51	-0.48	-0.42	-0.35	-0.28	-0.20	-0.12	-0.05	0.03	0.30	0.42	0.45	0.44

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
29.03.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.66	-0.39	-0.23	-0.12	-0.04	0.04	0.09	0.15	0.19	0.23
AA-	-0.69	-0.38	-0.19	-0.06	0.04	0.12	0.19	0.25	0.30	0.35
A+	-0.58	-0.30	-0.14	-0.02	0.07	0.14	0.20	0.26	0.30	0.35
A	-0.63	-0.31	-0.12	0.01	0.11	0.20	0.27	0.33	0.38	0.43
A-	-0.60	-0.30	-0.12	0.00	0.10	0.18	0.24	0.30	0.35	0.40
BBB+	-0.58	-0.24	-0.04	0.10	0.21	0.30	0.38	0.45	0.50	0.55
BBB	-0.47	-0.12	0.08	0.23	0.34	0.43	0.51	0.58	0.64	0.69
BBB-	-0.35	0.03	0.25	0.41	0.53	0.63	0.71	0.78	0.85	0.91
BB+	0.51	0.94	1.18	1.36	1.49	1.60	1.70	1.78	1.85	1.92
BB	1.05	1.31	1.47	1.58	1.66	1.73	1.79	1.84	1.89	1.93
BB-	1.58	2.04	2.31	2.51	2.66	2.78	2.88	2.97	3.05	3.12
B+	1.85	2.51	2.90	3.17	3.39	3.56	3.71	3.83	3.95	4.05
B	2.61	3.11	3.40	3.61	3.77	3.90	4.01	4.11	4.19	4.27
B-	2.91	3.80	4.31	4.68	4.97	5.20	5.40	5.57	5.72	5.85
EUR Swap in %	-0.52	-0.51	-0.48	-0.42	-0.35	-0.28	-0.20	-0.12	-0.05	0.03

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
29.03.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0.49	-0.35	-0.27	-0.21	-0.17	-0.13	-0.10	-0.07	-0.05	-0.03
AA-	-0.56	-0.35	-0.23	-0.14	-0.08	-0.02	0.02	0.06	0.10	0.13
A+	-0.51	-0.29	-0.16	-0.07	0.00	0.06	0.11	0.15	0.19	0.22
A	-0.31	-0.16	-0.07	-0.01	0.04	0.08	0.11	0.14	0.16	0.19
A-	-0.39	-0.19	-0.07	0.01	0.08	0.13	0.18	0.22	0.25	0.28
BBB+	-0.30	-0.10	0.02	0.10	0.17	0.22	0.26	0.30	0.34	0.37
BBB	-0.34	-0.01	0.18	0.32	0.43	0.51	0.58	0.65	0.70	0.75
BBB-	-0.35	-0.01	0.19	0.34	0.45	0.54	0.62	0.69	0.74	0.80
EUR Swap in %	-0.52	-0.51	-0.48	-0.42	-0.35	-0.28	-0.20	-0.12	-0.05	0.03

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit

in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
29.03.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0.50	-0.52	-0.40	-0.38	-	-0.27	-	-0.16	-	-	-
AT	-0.51	-0.47	-0.45	-0.38	-0.30	-0.24	-0.21	-0.10	-0.06	-	-
BE	-0.55	-0.51	-0.46	-0.41	-0.36	-0.26	-0.20	-0.09	-0.07	0.00	-
CA	-0.50	-0.49	-0.47	-0.40	-0.32	-0.21	-0.16	-	-	0.03	-
DK	-0.44	-	-0.37	-0.10	-	-0.24	-	-	-	0.05	-
FI	-0.52	-0.48	-0.41	-0.47	-0.31	-0.24	-	-0.09	-0.06	-	-
FR	-0.54	-0.52	-0.48	-0.42	-0.35	-0.27	-0.20	-0.09	-0.03	0.02	0.10
DE	-0.57	-0.54	-0.48	-0.43	-0.36	-0.29	-0.21	-0.12	-0.06	-0.03	0.04
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-0.52	-	-	-0.38	-	-	-	-	-	0.13	-
IT	-0.45	-0.35	-0.37	-0.34	-0.21	-0.19	-0.16	-0.04	0.08	0.11	-
LU	-	-	-	-	-0.33	-0.24	-	-	-	-	-
NL	-0.50	-0.52	-0.44	-0.37	-0.33	-0.19	-0.18	-0.09	-0.03	0.08	0.11
NZ	-0.57	-0.47	-0.46	-	-0.30	-0.25	-	-	-	-	0.14
NO	-0.52	-0.50	-0.40	-0.33	-0.32	-0.21	-0.21	-0.01	-0.05	0.03	0.07
PL	-0.42	-0.48	-0.44	-0.35	-	-	-	-	-	-	-
PT	-0.47	-	-0.38	-	-	-0.24	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0.48	-0.36	-	-0.30	-0.07	-	-	-	-
ES	-0.44	-0.40	-0.40	-0.33	-0.33	-0.18	-0.13	-0.07	-0.06	0.06	0.14
SE	-0.53	-0.45	-0.41	-0.41	-0.34	-0.30	-	-0.11	-0.04	-	-
CH	-0.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0.55	-0.48	-0.44	-0.47	-0.24	-0.21	-0.23	-0.02	-	-	-
JP	-	-0.47	-	-	-	-0.22	-	-0.03	-	-	-
KR	-	-0.32	-	-0.36	-	-0.19	-	-0.07	-0.06	-	-
SK	-0.26	-	-	-0.31	-0.23	-	-	-0.01	-	-	-
EUR Swap in %	-0.52	-0.51	-0.48	-0.42	-0.35	-0.28	-0.20	-0.12	-0.05	0.03	0.09

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 0,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
01.03.2021	Strategy Alert Renten: Carry einer Long-Position erreicht 12-Monatshoch
01.03.2021	Blickpunkt Corporates: Technologie - Können Regulierer die Tech-Konzerne an die Leine nehmen?
02.03.2021	Blickpunkt Aktienmärkte - Sind steigende Bondrenditen Gift für Aktien
02.03.2021	Strategy Alert Renten: Nettokäufe legen im Febuar nur leicht zu
03.03.2021	Blickpunkt Inflationsmessung
03.03.2021	Strategy Alert Renten: Italien debütiert am Markt für Green Bonds
04.03.2021	Strategy Alert Corona-Beschlüsse und Mutanten
05.03.2021	Blickpunkt - Pfandbriefe §28 Deckungsstockauswertung Q4 2020
05.03.2021	USA Strategy Alert Renten: Stellenzuwachs im Februar übertrifft Erwartungen deutlich
05.03.2021	Blickpunkt Fiskalpolitik
08.03.2021	Strategy Alert Renten: Chinas neue Ziele - Aufstieg zur technologischen Weltspitze als Staatsräson
08.03.2021	USA Strategy Alert Renten: Senat verabschiedet Biden_Rettungspaket
08.03.2021	USA Strategy Alert Renten: Stellenzuwachs im Februar übertrifft Erwartungen deutlich
08.03.2021	Strategy Alert Renten: Ende der Libor-Referenzsätze offiziell bestätigt
08.03.2021	FX Flash EURGBP: Stärkeres Pfund Sterling voraus
08.03.2021	LBBW Blickpunkt: Europäische Versicherer - Covid-19: Beschleunigen Hysterese-Effekte die digitale Transformation?
08.03.2021	Blickpunkt Produktivität
09.03.2021	Strategy Alert Renten: EZB: Volles Programm für die Währungshüter
09.03.2021	LBBW Strategy Alert Bonds - EZB: Volles Programm für die Währungshüter
10.03.2021	LBBW Blickpunkt: Die LBBW Klimarisiko-Ampel - Einfluss des Klimawandels auf die Vereinigten Staaten
11.03.2021	LBBW Strategy Alert - EZB: Beschleunigung der Anleihekäufe beschlossen
12.03.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Zombies - Totgesagte leben länger
12.03.2021	Burkerts Blick
15.03.2021	LBBW Blickpunkt Financials: Augen auf die "grüne Quote"
17.03.2021	Strategy Alert Renten: Fed zeigt keine Angst vor Inflation
17.03.2021	Blickpunkt Aktienmärkte - Dotcom-Bubble reloaded
17.03.2021	Blickpunkt Investmentstory, 17.03.2021, Update Reale Assets in der Niedrigzinswelt: Es gibt Nachholbedarf
17.03.2021	Blickpunkt Rentenmärkte: Emissionsausblick Staatsanleihen Q2 21
17.03.2021	Strategy Alert Renten: Linker_Trend der relativen Stärke ausgebaut
19.03.2021	Commodity Research Fokus Brent: OPEC+ bleibt vorerst weiter auf der Förderbremse!
19.03.2021	Strategy Alert Renten: Bank of Japan verschafft sich mehr Flexibilität
22.03.2021	FX Flash EURTRY: Erneute Kehrtwende in der Geldpolitik droht
23.03.2021	Strategy Alert: Oster-Lockdown beschlossen
23.03.2021	LBBW FX Flash EURBRL: Deutlicher Zinsschritt trotz schwächelnder Konjunktur
23.03.2021	LBBW FX Flash EURCAD: Wachstumsvorteile und Ölpreisanstieg beflügeln
23.03.2021	FX Flash EURAUD: Notenbankkurs birgt Potenzial für Rückschläge
24.03.2021	LBBW Strategy Alert - "Osterruhe" kommt doch nicht
24.03.2021	Blickpunkt Innovation
26.03.2021	LBBW Strategy Alert - Ifo-Geschäftsklima: Starker Anstieg im März
26.03.2021	LBBW Blickpunkt: Brexit - the deal is done, und jetzt? Eine erste Zwischenbilanz
26.03.2021	Burkerts Blick
29.03.2021	LBBW Blickpunkt Corporates: Green, Social und Sustainable Bonds - Neue Klimaziele befeuern ESG-Markt

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 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.