



06.07.2021 • Makro | Zinsen | Credits | Aktien

LB≡BW
Bereit für Neues

Kapitalmarktkompass Juli

Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung

Erstellt am: 06.07.2021 09:48

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.

Seit Juni 2021 setzen wir dabei auf einen neuen Dienstleister (Cisco Webex). Bitte nutzen Sie für die Einwahl am 06.07.2021 folgende neue Zugangsdaten:

Einwahl per Telefon:

1. Einwahlnummer: **+49-619-6781-9736** oder **+49-89-95467578**
2. Zum Fortfahren in Deutsch drücken Sie: **1#**
3. Geben Sie den Zugangscode / die Meeting-Nummer ein: **175 904 9091#**
4. Sie brauchen keine Teilnehmer-Nummer. Um der Webkonferenz beizutreten, drücken Sie bitte die Rautetaste: **#**

Link zur Webkonferenz:

<https://lbbw-meetings.webex.com/lbbw-meetings/onstage/g.php?MTID=e4f6ddf631e39117a3fad515c6fce7acf>

Event-Kennnummer: **175 904 9091**

Event-Passwort: **KMK1234**

Am komfortabelsten ist die Teilnahme über die Webex-App am PC oder am Mobilgerät. Sollten Sie die App nicht nutzen können oder wollen, wählen Sie bitte im Browser statt „Jetzt beitreten“ die Option „Per Browser beitreten“ (siehe Bild rechts).

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

Mit freundlichen Grüßen
Ihr LBBW Research-Team

Webkonferenz-Termine:

- Dienstag, 20.07.2021, 14h – KMK Update
- Dienstag, 03.08.2021, 14h
- Sommerpause
- Dienstag, 07.09.2021, 14h
- Dienstag, 21.09.2021, 14h – KMK Update

Jetzt beitreten

≡ Per Browser beitreten **NEW!**

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Vorwort

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

bei der Teuerung versorgte uns die amtliche Statistik zuletzt mit Daten, die auf Entspannung hindeuteten. Der Richtung nach war dies zu erwarten gewesen. Entspannt zurücklehnen sollte sich niemand, zuallerletzt bei den Notenbanken rund um den Globus. Der aktuelle „Preisbuckel“ läuft auf dieser Seite des Atlantiks erst noch auf seinen Scheitelpunkt zu. Zum Jahreswechsel könnte im Euroraum eine Drei vor dem Komma aufscheinen, in Deutschland sogar eine Vier. Mögen auch Einmaleffekte hier eine bestimmende Rolle spielen: Die Vereinigten Staaten zeigen uns momentan, dass es mit der Preisniveaumentwicklung nach dem Scheitelpunkt beileibe nicht unmittelbar wieder nach unten gehen muss. Der Preisdruck mag stattdessen anhalten und sich verstetigen. Die „Währungshüterinnen“ und „Währungshüter“, wollen sie tatsächlich weiter so genannt werden, müssen aufpassen, dass im Wirtschaftsleben kein Gewöhnungseffekt Einzug hält. Der springende Punkt in den kommenden Monaten und Quartalen wird sein, einen angesichts der aktuellen Dynamik möglichen Anstieg der bislang niedrigen mittelfristigen Inflationserwartungen in der gewünschten Höhe von knapp 2% tatsächlich zu begrenzen. Hat sich der Anker einmal vom Boden losgerissen, treibt das Schiff ggf. ziellos über das Meer.

Neben der Teuerung haben wir zuletzt ein weiteres Mal ein Auge auf die realwirtschaftliche Entwicklung geworfen. Am aktuellen Rand haben wir unsere Prognosen zur gesamtwirtschaftlichen Leistung Deutschlands und des Euroraums angehoben, und zwar für das laufende und für das kommende Jahr. Corona ist zwar nicht ausgestanden, aber die Welt, so scheint es, hat gelernt, mit Corona zu leben. Die Nachfrage rund um den Erdball zieht an, und Deutschland ist über seine Exportwirtschaft hervorragend positioniert. Im Ergebnis zieht Deutschland viele Nachbarländer über etablierte Lieferbeziehungen mit nach oben. Sofern die Inflation nicht komplett aus dem Ruder läuft, wird das gesamtwirtschaftliche Boot auch in den anstehenden Quartalen gute Fahrt machen.

Möge unsere Publikation „Kapitalmarktkompass“ Ihnen bei Ihren Dispositionen am Finanzmarkt einmal mehr eine gute Stütze sein!

Ihr

Dr. Thomas Meißner



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

Unsere Themen im Juli



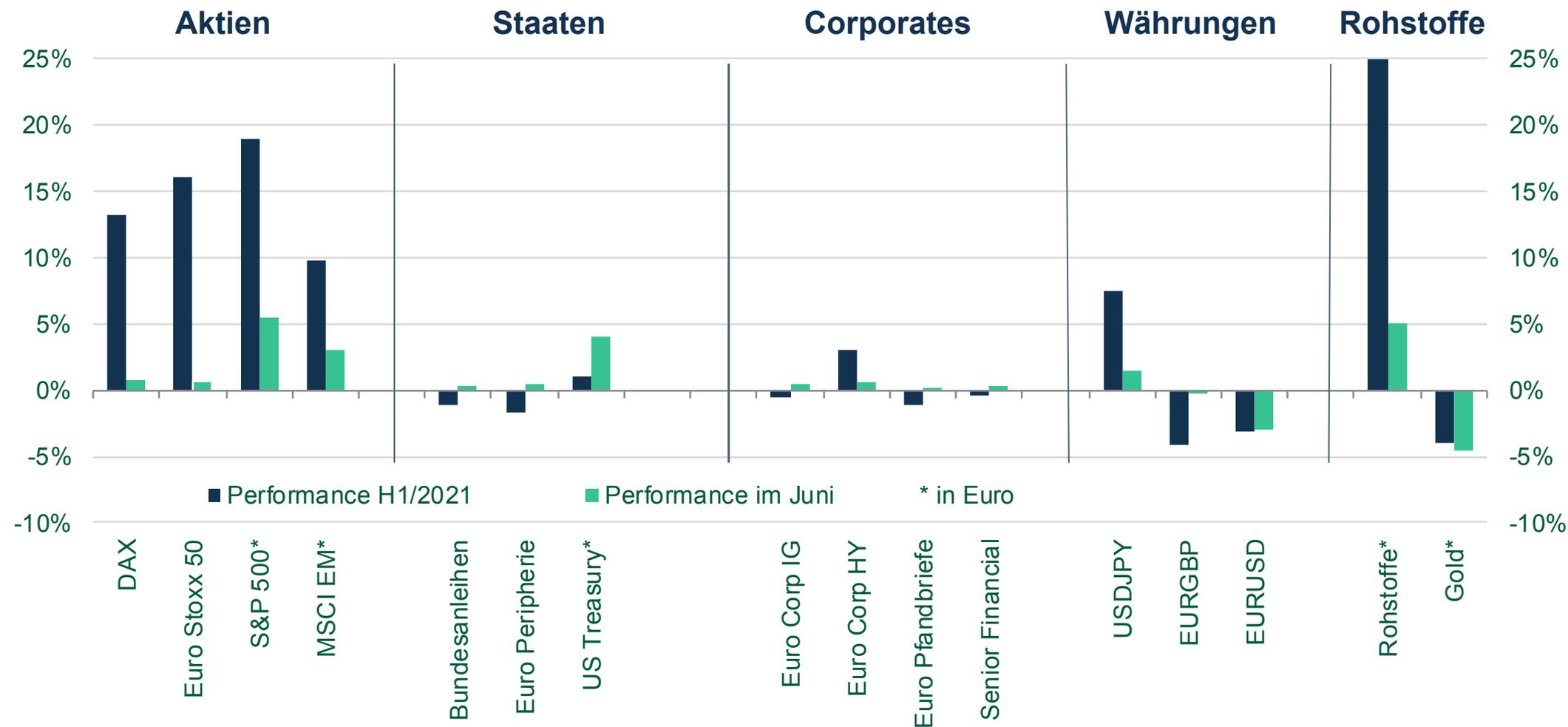
- 09.07.: Treffen der G20-Finanzminister – Verabschiedung einer globalen Mindeststeuer für Großkonzerne
- 28.07.: FOMC-Meeting - Signale in Sachen Tapering?
- 29./30.07.: Basiseffekte treiben Inflation, in Deutschland und in der Eurozone

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

Aktien weiter stark, Rentenmärkte im Juni leicht im Plus, USD gewinnt ggü. dem Euro

ausgewählte Assets

in %

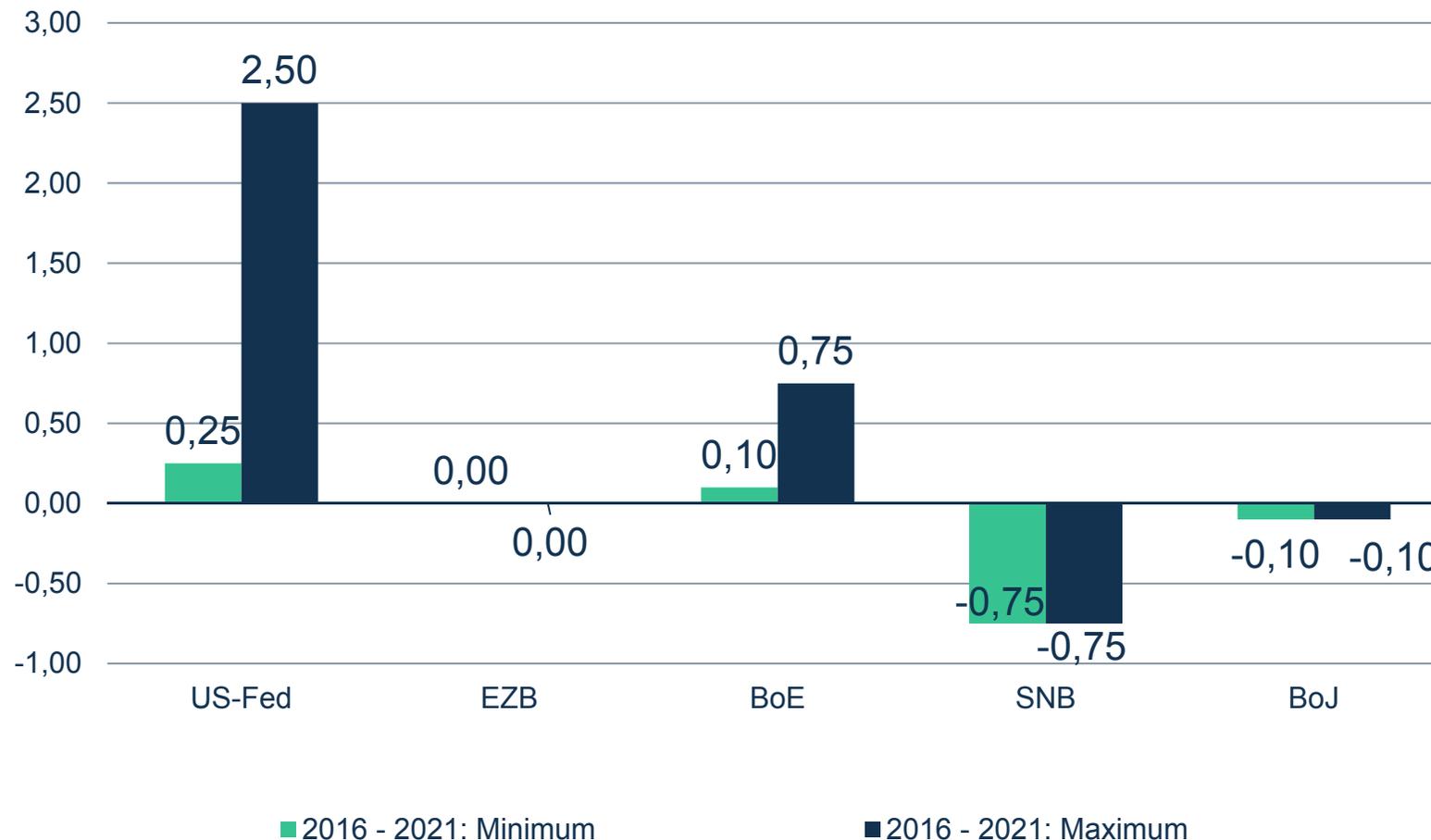


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Graph des Monats: Geldpolitische Straffung – Fed auch zukünftig allein auf weiter Flur

USA, Euroraum, UK, CH, JPN: Eine Leitzinshistorie (2016 – 2021)

Jeweiliger Leitzins (in % p. a.)



- Die Inflation hat sich rund um den Globus zurückgemeldet: Rohstoffe, Importwaren, Halbfertigwaren. Der Zeitpunkt rückt näher, an dem eine „Konzertierte Aktion“ der weltführenden Notenbanken notwendig werden könnte zur Eindämmung des Preisdrucks.
- Die Wahrscheinlichkeit ist gering, dass BoE, BoJ, SNB oder EZB mit von der Partie sind. In den zurückliegenden fünf Jahren hat sich bei den Leitzinsen lediglich die Fed nennenswert bewegt.
- Um eine Ausrede werden die Währungshüter letztlich nicht verlegen sein: EZB-Strategiediskussion hier, neue Corona-Welle dort.
- Kaum eine Notenbankführung wird der Finanzpolitik signifikant höhere Zinsen zumuten wollen.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen der LBBW.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung



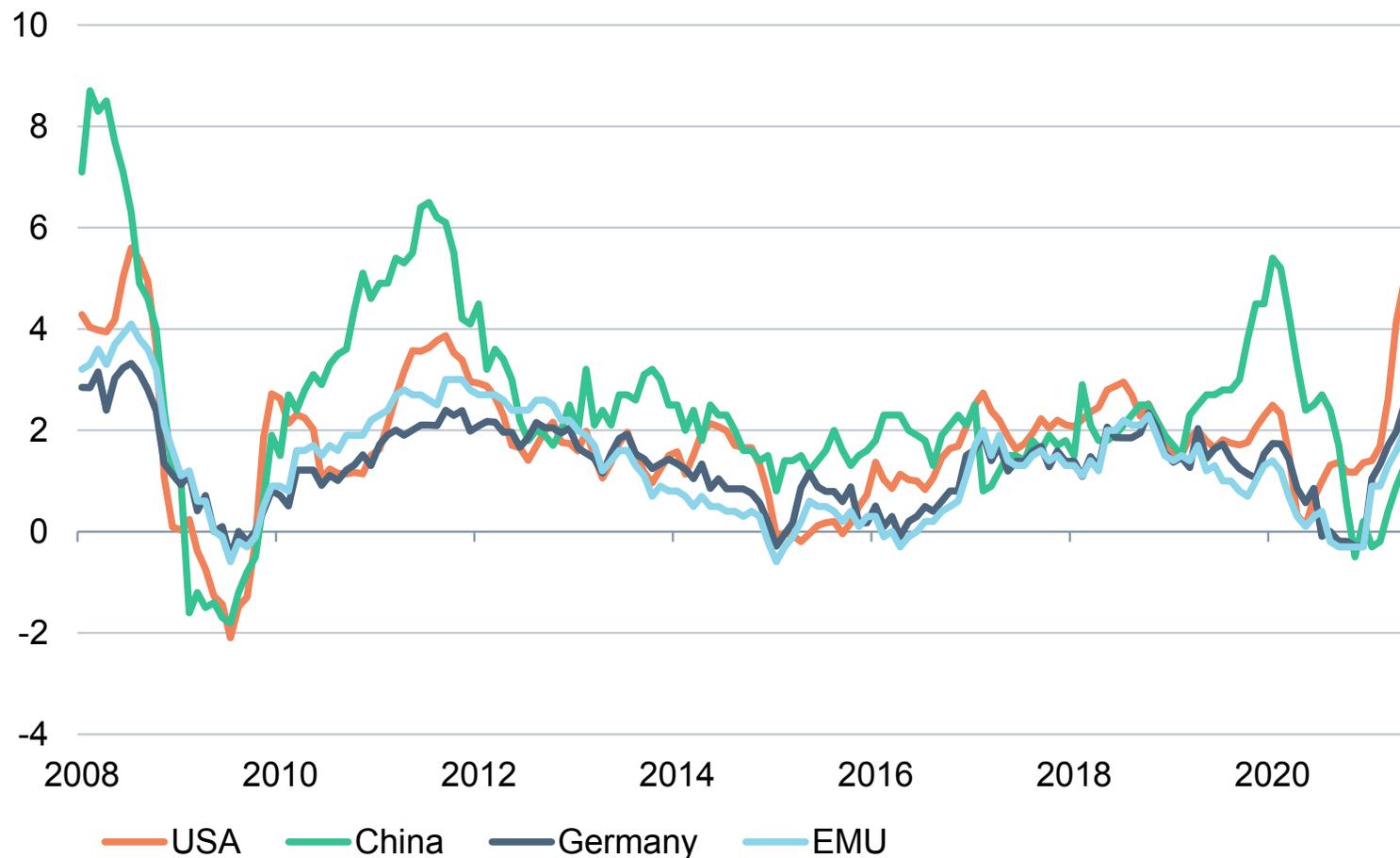
- Inflation nimmt weltweit zu, aber keineswegs dramatisch
- Inflation im Euroraum derzeit breit gestreut
- Deutschland: Inflation durch „Energie-Swing“ und Steuern; Anstiege auf allen Stufen
- Löhne und Inflation entwickeln sich in Deutschland ähnlich
- USA: Höhere Löhne für angelernte Service-Tätigkeiten
- Energie teurer, Preise für Agrarprodukte fallen, für Metalle seitwärts
- Unser Fazit: Das zweite Halbjahr wird „preisintensiv“

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
Tel: + 49 - (0)711 - 127 - 76371
jens-oliver.niklasch@lbbw.de

Inflation nimmt weltweit zu, aber keineswegs dramatisch

USA, China, Euroraum, Deutschland: Inflation

(zum jew. Vorjahresmonat in %)



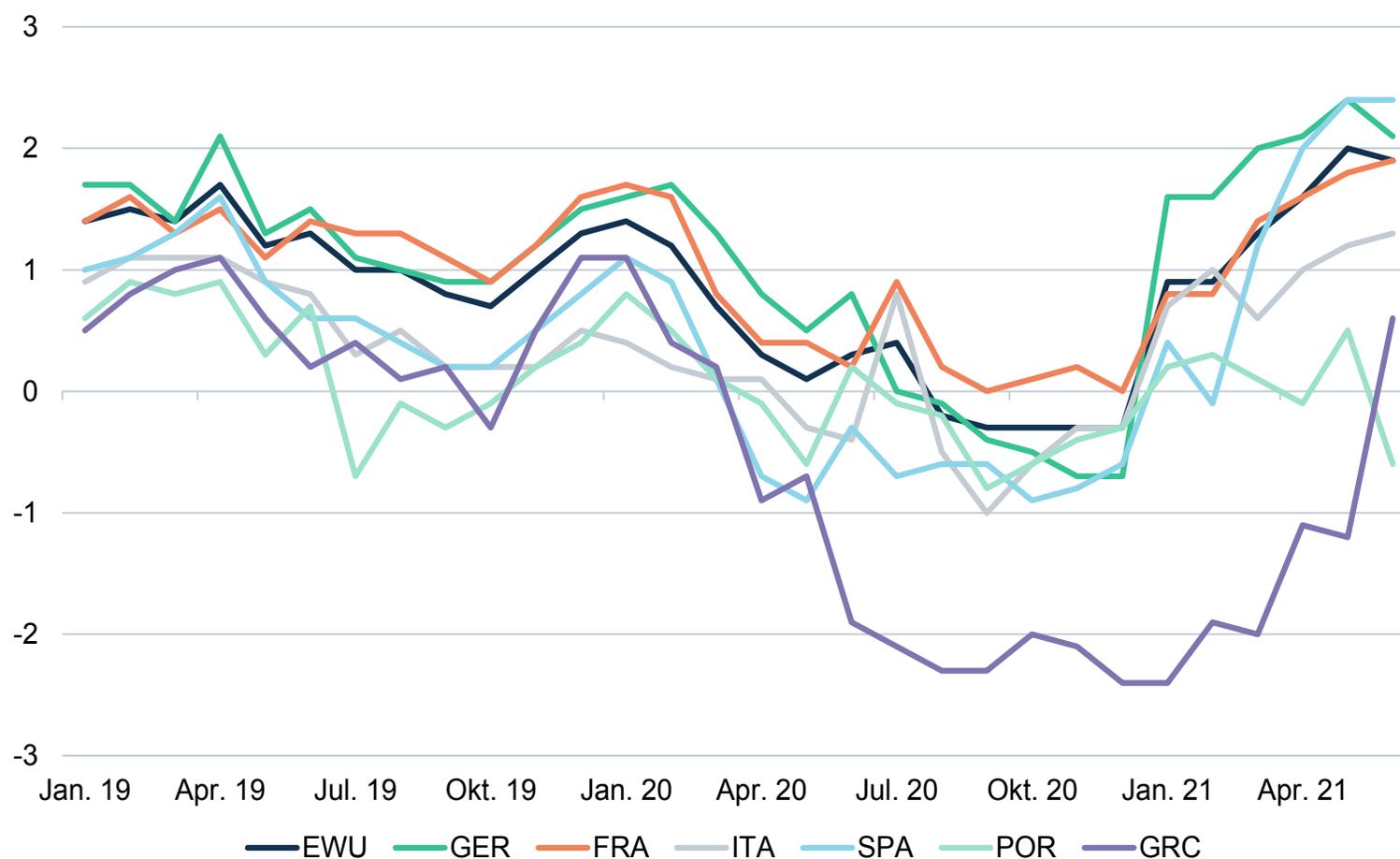
- In der längerfristigen Rückschau ist das aktuell erreichte Inflationsniveau nicht außergewöhnlich. Allenfalls für die USA kann man hier eine gewisse historische Bedeutung reklamieren, schließlich ist hier inzwischen fast der Gipfel des Jahres 2008 wieder erreicht.
- Im Euroraum und zumal in Deutschland könnten indes die Höchstwerte aus der Phase vor der Finanzkrise bald überschritten werden. Jedoch ist dies in Deutschland vorwiegend auf Sondereffekte zurückzuführen. Wenig spricht bislang dagegen, dass hierzulande die Inflation ab dem Jahresanfang 2022 wieder nachlassen wird.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Inflation im Euroraum derzeit breit gestreut

Inflation in ausgewählten EWU-Staaten

(zum jew. Vorjahresmonat in %)

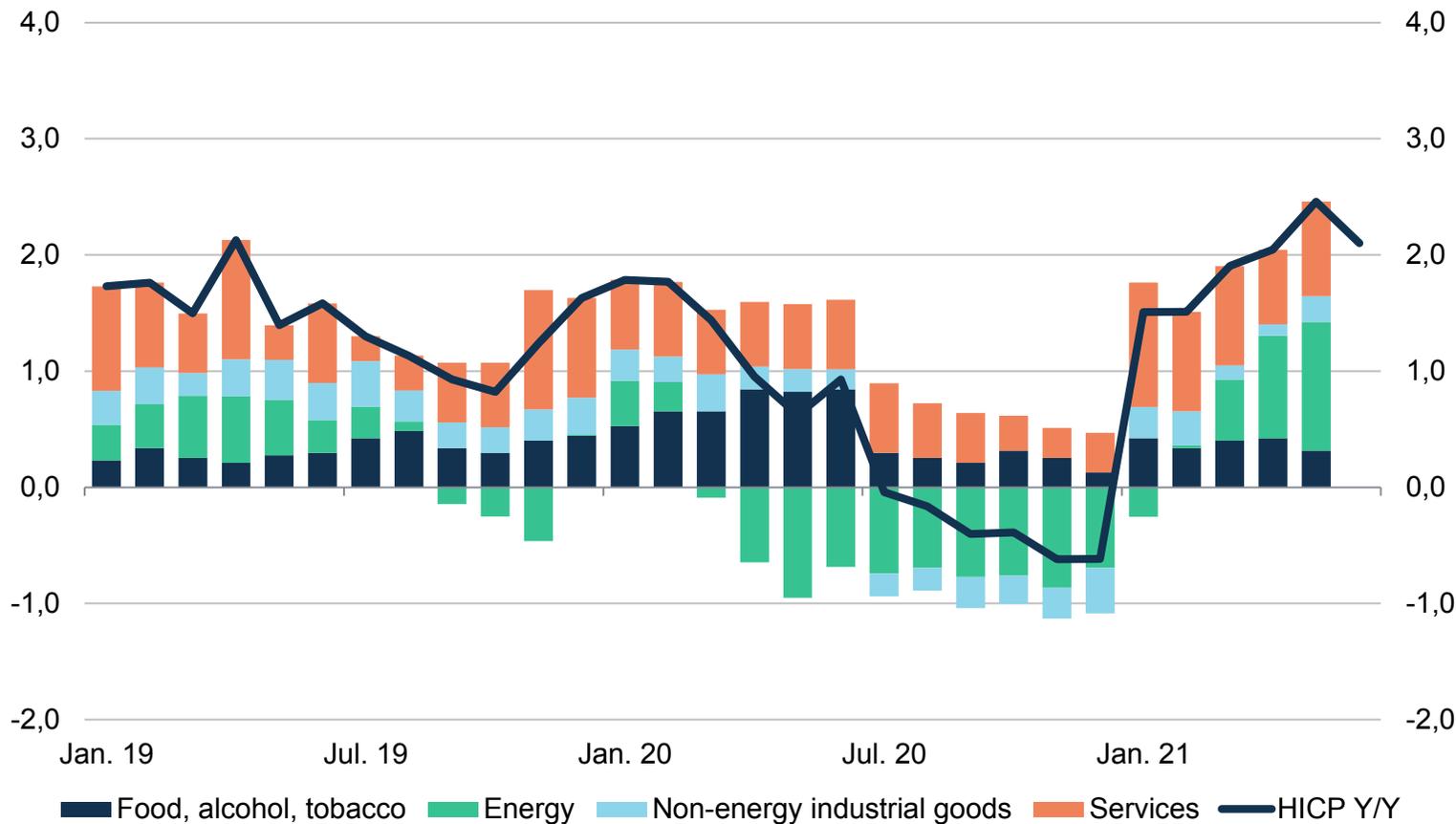


- Die Streuung der Inflationsraten im Euroraum hat im Verlaufe der Pandemie deutlich zugenommen. Der Trend war indes in allen Ländern weitgehend ähnlich: Einem Rückgang im Verlaufe von 2020 folgte ein Anstieg seit etwa Ende 2020 bis Anfang 2021.
- Am aktuellen Rand (Juni-Werte) ist die Inflationsrate nur noch in Portugal noch bzw. wieder negativ. „Spitzenreiter“ sind die kleinen baltischen Staaten und Luxemburg (nicht im Chart) mit mehr als 3%.
- Preistreiber sind in erster Linie die Preise für Haushaltsenergie. Teils spielen auch steuerliche Aspekte eine Rolle, so in Deutschland.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: Inflation durch „Energie-Swing“ und Steuern

Beiträge zur Inflationsrate n. Gütergruppen (in Prozentpunkten)



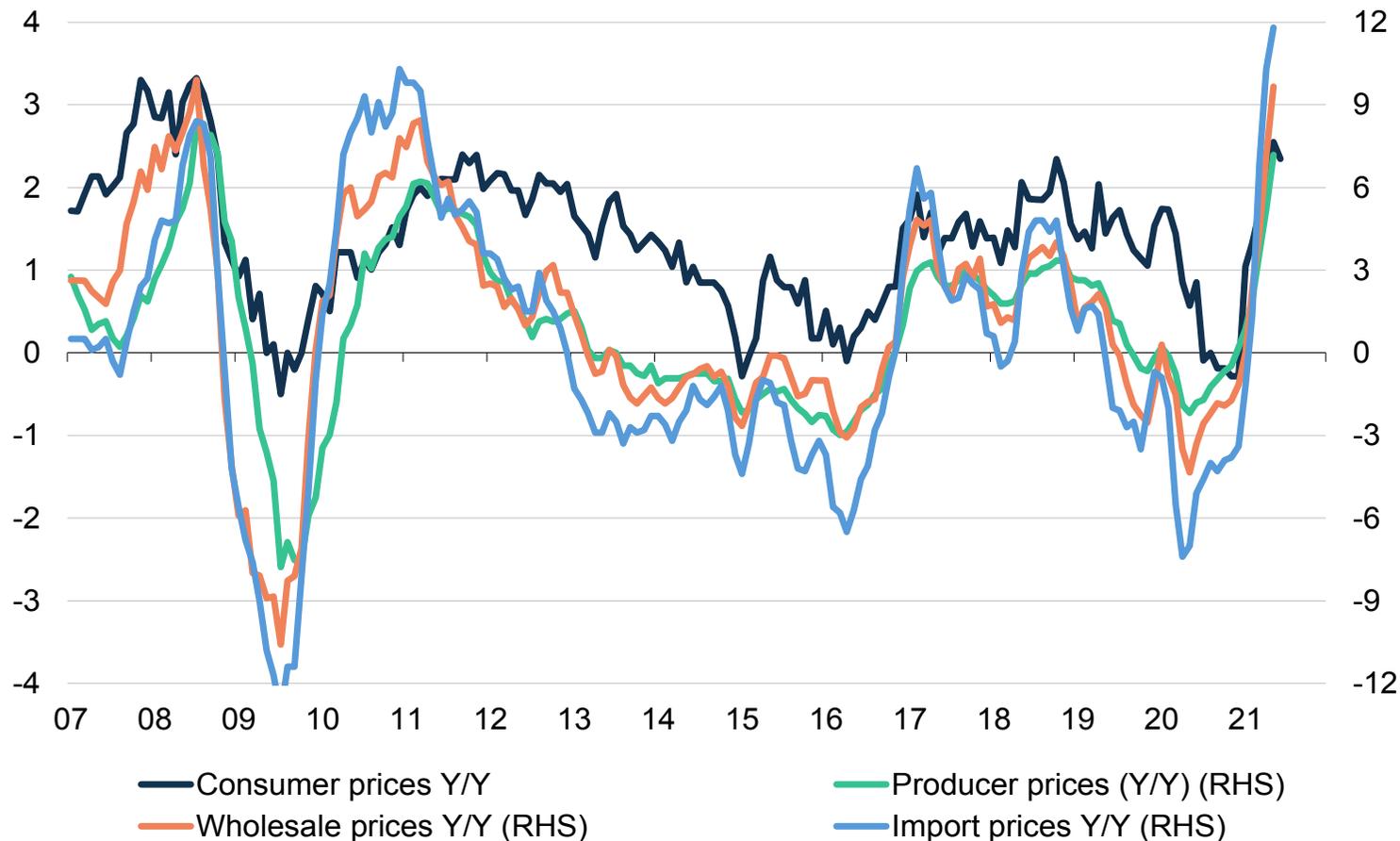
- Die Zerlegung des HVPI nach Gütergruppen zeigt, dass der Inflationsschub v.a. durch Energiepreise zu erklären ist. Diese haben im Vorjahr überwiegend, im zweiten Halbjahr 2020 durchgängig, die Inflationsrate sinken lassen. Inzwischen sind sie maßgebliche Preistreiber.
- Der Beitrag der Dienstleistungen – größter einzelner Kostenblock im HVPI – fällt weniger ins Gewicht, vor allem hat er nicht „die Seite gewechselt“.
- Der Einfluss der temporären Mehrwertsteuer wird an den Industriegütern (ohne Energie) sichtbar. Sechs Monaten Entlastung im zweiten Halbjahr 2020 folgt eine mäßige Belastung, die ab Juli für sechs Monate deutlich zulegen wird.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: Anstiege auf allen Stufen

Preisniveauentwicklung auf verschiedenen Stufen

(Veränderung zum Vj.monat in %, Monatswerte)



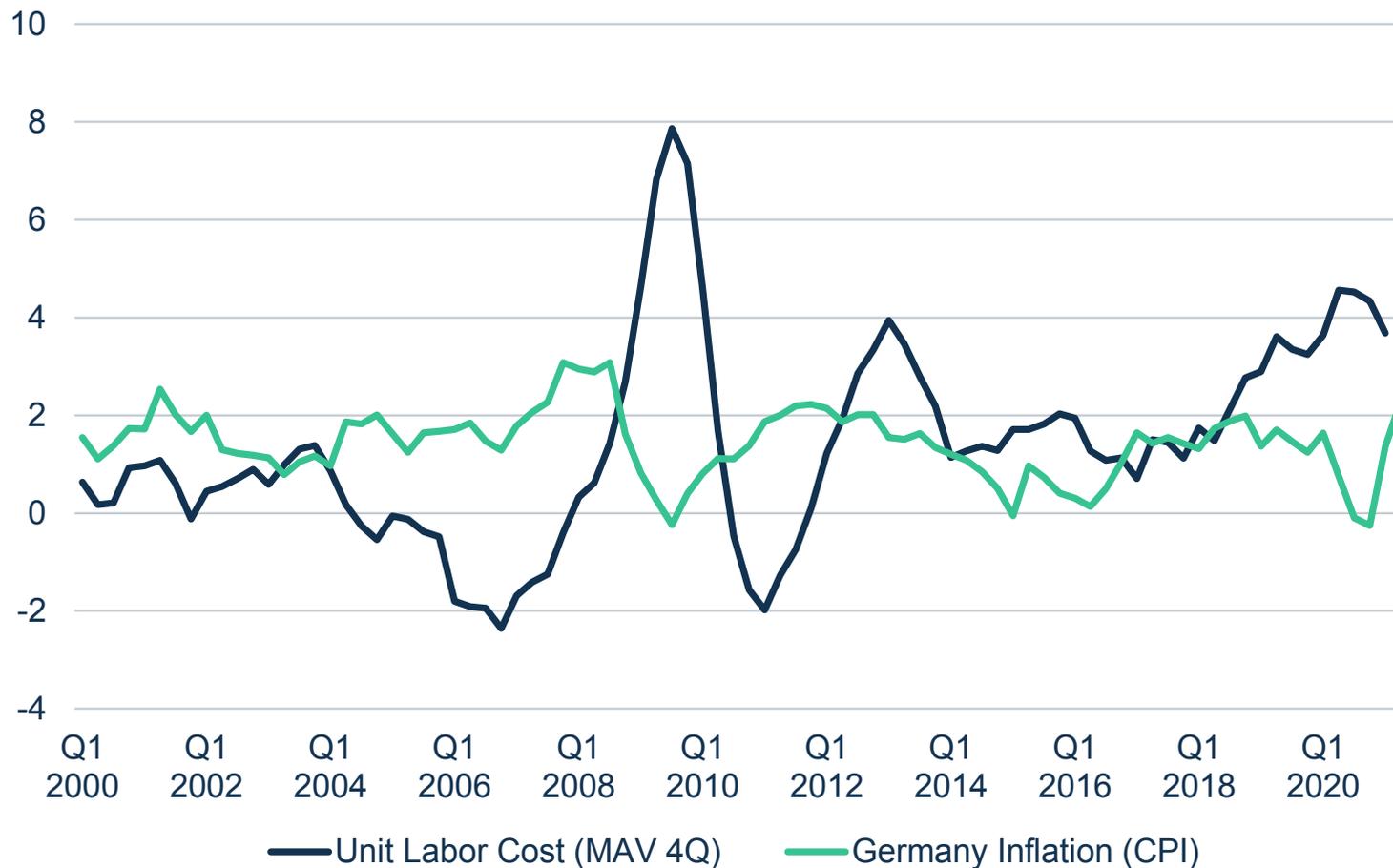
- Beachtlich ist, dass sich auf den vorgelagerten Stufen erheblicher Preisdruck aufbaut. Die Anstiege für Preise der Importgüter, im Großhandel und auf Erzeugerebene haben inzwischen die Ausmaße der Zeit unmittelbar vor der Finanzkrise erreicht oder überschritten. Sie sind dem Betrag nach deutlich größer als der Rückgang zu Beginn des Jahres 2020.
- Mit der Fortdauer der Konjunkturerholung dürfte zudem der Überwälzungsspielraum der Unternehmen wachsen. Deswegen ist nicht auszuschließen, dass ein gewisser Preisdruck noch bis weit ins kommende Jahr hinein trägt.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: Löhne und Inflation entwickeln sich ähnlich

Lohnstückkosten und Inflation

(Quartalswerte, LSK geglättet, sb.)

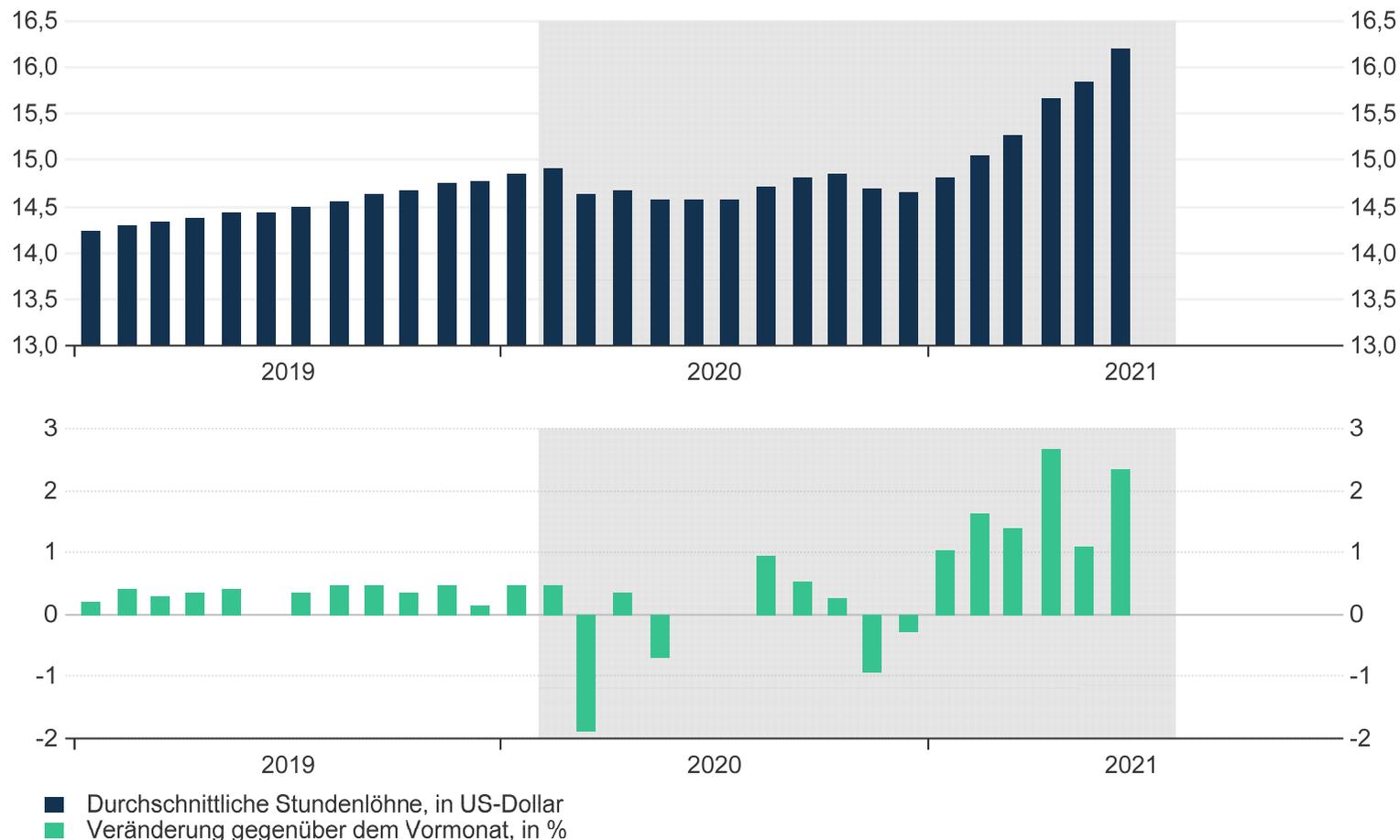


- Langfristig sollten die Preise in etwa in demjenigen Ausmaß steigen, in dem die Lohnstückkosten zulegen.
- Für die Inflation und die Lohnstückkosten (Gesamtwirtschaft) lag der Mittelwert des Anstiegs der Lohnstückkosten seit dem Jahr 2000 bei 1,36% pro Jahr, die Inflation betrug in diesem Zeitraum 1,43%.
- Ein Anstieg der Löhne und der Lohnstückkosten auf breiter Front ist in Deutschland derzeit nicht in Sicht und wird auch von uns nicht erwartet. Dennoch ist diese Größe weiter zu beachten, denn letztlich würde mit einem anhaltend kräftigen Anstieg der Löhne ein dauerhafter Anstieg der Inflationsrate wahrscheinlich werden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Höhere Löhne für angelernte Service-Tätigkeiten

Durchschnittliche Stundenlöhne im Freizeit- und Gastgewerbe Ohne Führungskräfte, saisonbereinigte Monatswerte

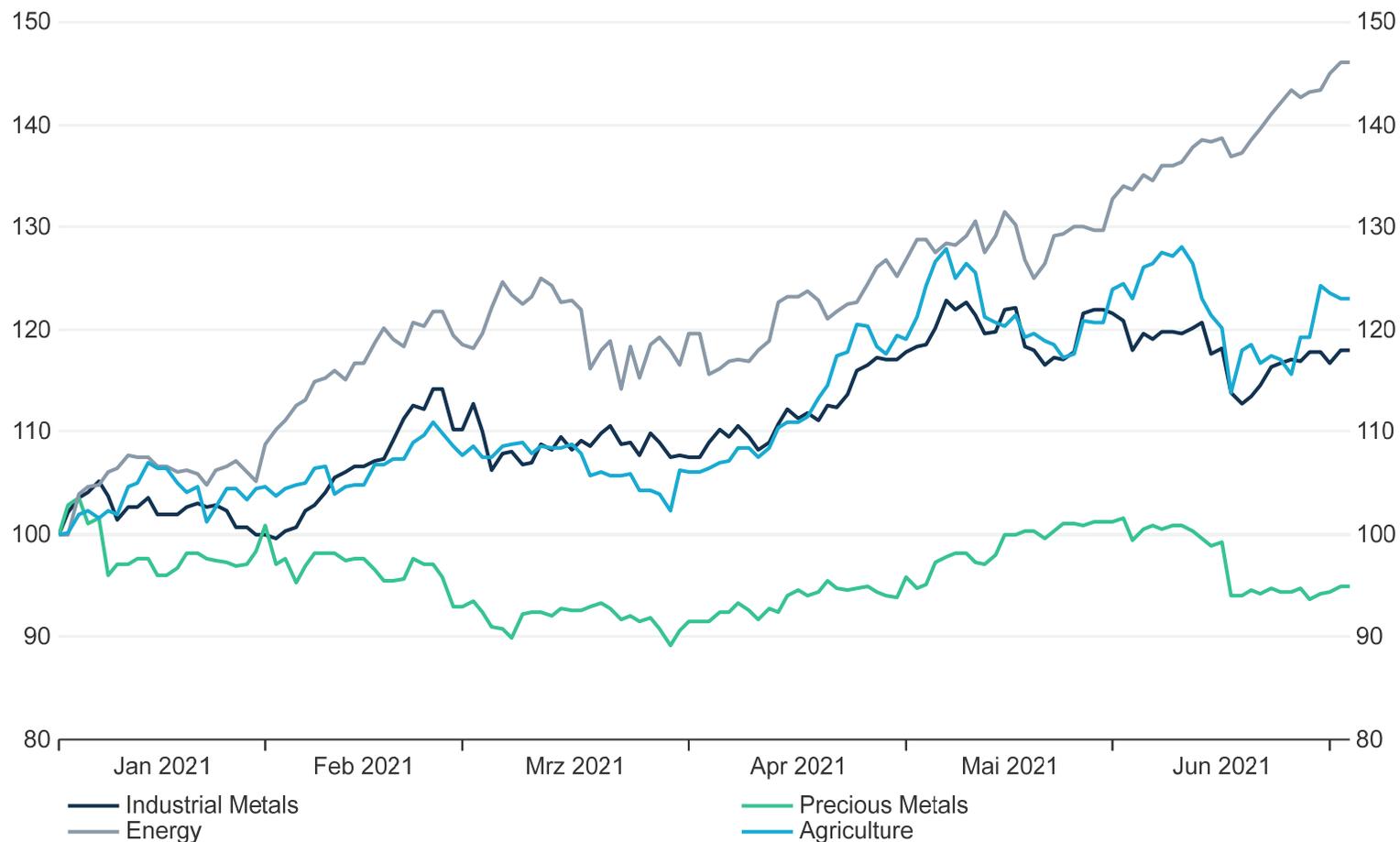


- Der Beschäftigungsanstieg in den zurückliegenden Monaten war zu großen Teilen auf die Branche Freizeit und Gastgewerbe zurückzuführen.
- Während der durchschnittliche Stundenlohn in der Privatwirtschaft (ohne Führungskräfte) im Juni bei 25,68 USD lag, wurden im Freizeit- und Gastgewerbe Löhne von rund 16 USD bezahlt.
- Dieser Mischungseffekt sprach an und für sich für fallende Stundenlöhne. Tatsächlich zogen die Stundenlöhne in der Privatwirtschaft im Juni 2021 um 0,3 % im Monatsvergleich an, nach einer Rate von 0,4 % im Mai und 0,7 % im April.
- Dies lag unter anderem daran, dass die **Löhne in der Branche Freizeit und Gastgewerbe** überproportional anstiegen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Energie teurer, Preise für Agrarprodukte fallen, für Metalle seitwärts

Marktentwicklung für Rohstoffpreise (Indexstände, Tagesdaten)



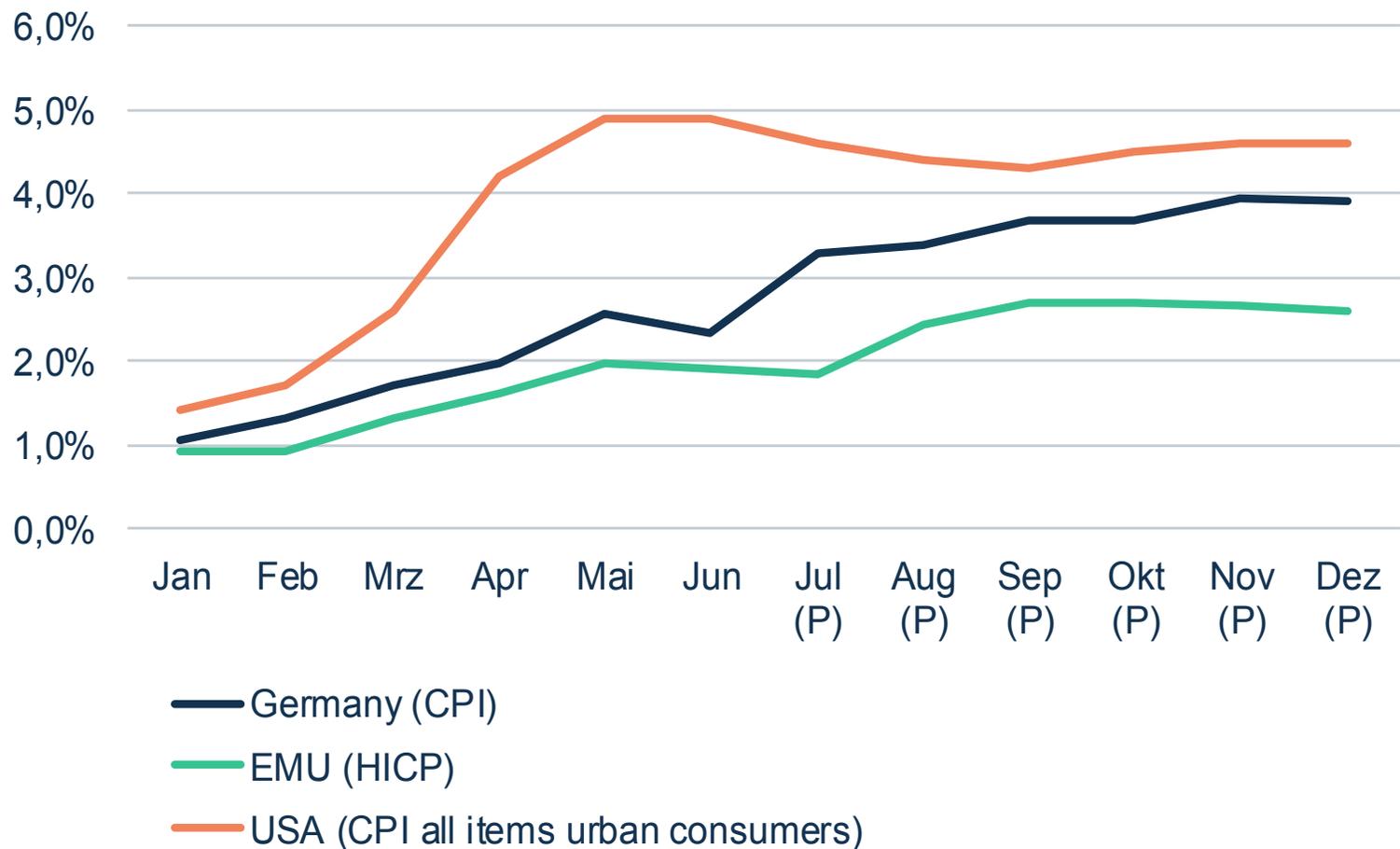
- Die Hauptursache für den Preisschub im ersten Halbjahr – steigende Energiepreise und damit verbunden sehr hohe positive Basiseffekte – sind bislang nicht zum Stillstand oder zur Umkehr gelangt.
- Eine deutliche Korrektur gibt es bei Agrarprodukten.
- Weitgehend seitwärts sind die Preise für Basismetalle gelaufen. Dort sollte es zumindest infolge von Basiseffekten eine gewisse Erleichterung auf den Vorstufen geben.
- Alles in allem spricht die Preisentwicklung an den Rohstoffmärkten für etwas gesunkenen, aber weiter hohen Preisdruck auf den verschiedenen Preisstufen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Unser Fazit: Das zweite Halbjahr wird „preisintensiv“

Deutschland, Euroraum, USA: Inflation

(Monatswerte, ab Juli 2021 Prognosen (P))



- Zuletzt hat sich die Lage in Deutschland und im Euroraum geringfügig entspannt, die Inflationsraten sind im Juni leicht zurückgegangen.
- Im Juli wird es im Vorjahresvergleich in Deutschland einen großen Sprung geben. Vielleicht dann, spätestens im September, wird die Marke von 3% gerissen. Zum Jahresende könnte die 4% in Deutschland ins Visier genommen werden, im Euroraum ggf. die 3%-Marke.
- In den USA liegt der Höhepunkt zwar zunächst hinter uns. Die Inflationsraten bleiben aber hier im weiteren Jahresverlauf deutlich über denen in Deutschland und im Euroraum.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Corona-Update



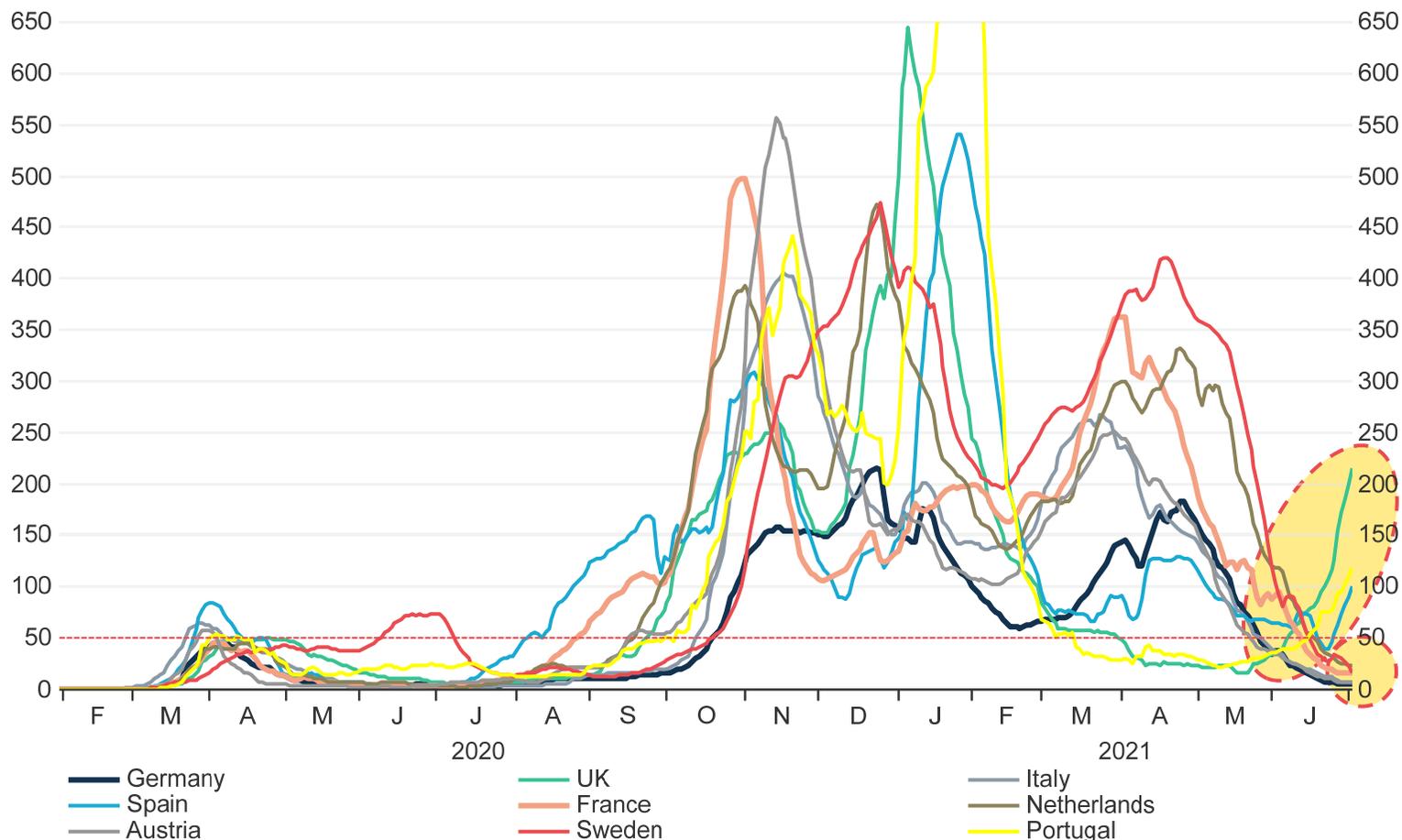
Rolf Schäffer, CIIA
Gruppenleiter Strategy/Macro
Tel: +49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

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

- Die Delta-Variante ist weltweit auf dem Vormarsch und lässt – nun auch in Kontinentaleuropa – die Inzidenzen nicht mehr weiter sinken, stattdessen partiell ansteigen. Für Deutschland rechnen wir für die Sommermonate mit weiter moderaten Zahlen.
- Die Impfkampagnen treten in Europa bald in eine Phase ein, in der nicht mehr die Impfstofflieferungen, sondern die Anzahl der Impfwilligen das Tempo bestimmt. Dabei kann das Impfen allein keine derart hohe Immunisierung in der Bevölkerung erreichen, dass künftige Infektionswellen ausgeschlossen wären. Spätestens Richtung Winter ist mit ansteigenden Infektionszahlen zu rechnen.
- Die entscheidende Frage ist, wie der Übergang gelingt von einer Strategie, die Infektionszahlen niedrig zu halten, hin zu einer Strategie, mit SARS-CoV-2 als endemischem Virus zu leben. In diesem Kontext werden wir den britischen Weg aufmerksam verfolgen. Wir rechnen für Deutschland zwar nicht mit einem so harschen Lockdown wie im vergangenen Winter, aber für dieses Jahr auch noch nicht mit einem Aufheben aller Restriktionen.
- Auf lange Sicht ist mit dem Entstehen weiterer Virusvarianten zu rechnen. Hier liegt u.E. das größte Risiko darin, dass bisherige Impfstoffe bei einer künftigen Variante keinen hinreichenden Immunschutz bieten.

Europa: Die nächste Welle hat begonnen

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



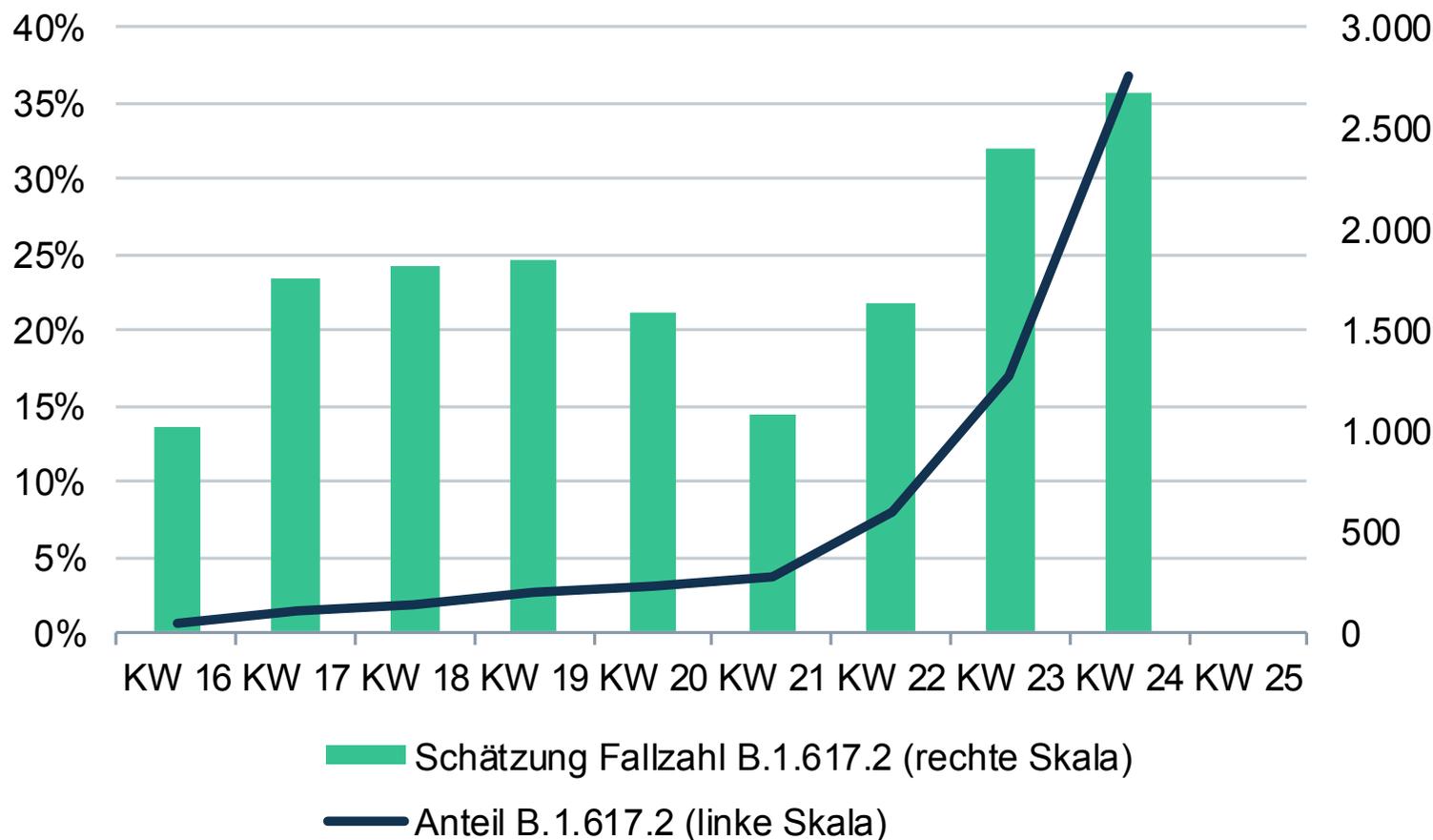
- Der Trend rückläufiger Infektionszahlen läuft in Europa derzeit aus oder hat bereits gedreht. Ein erster Anstieg der Inzidenzen ist seit einigen Tagen in vielen Staaten zu beobachten. In Großbritannien, Portugal und Spanien setzte er schon früher ein.
- Grund hierfür ist die Delta-Variante, die deutlich ansteckender ist und daher in vielen Teilen der Welt zur dominierenden Variante geworden ist – so auch in Europa und in den USA.
- Die derzeit verwendeten Impfstoffe bieten auch gegen die Delta-Variante guten Schutz, allerdings ist dieser jüngsten Daten aus Israel zufolge geringer. Die Infektionsausbreitung wird nur mäßig gebremst.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland: Delta-Variante vermutlich nicht nur relativ, sondern auch in absoluten Zahlen auf dem Vormarsch

Delta-Variante: Anteil und geschätzte Anzahl der Neuinfektionen

Geschätzte Fallzahl pro KW sowie ihr Anteil an allen nachgetesteten Positivproben



- In der Grafik haben wir eine Hochrechnung der Fallzahlen mit der Delta-Variante anhand von deren Anteil gemäß RKI-Bericht sowie der Gesamtzahl an Neuinfektionen je Kalenderwoche vorgenommen. Diese steht allerdings noch auf sehr dünner Datengrundlage.
- Unserer Einschätzung nach dürfte die absolute Anzahl der Neuinfektionen mit der Delta-Variante einen ansteigenden Trend aufweisen, mit einem eher flachen Anstiegswinkel.
- Wir rechnen damit, dass die Inzidenzen in Deutschland den Sommer über, und somit bis zum Abschluss des wesentlichen Teils der Impfkampagne, auf moderatem Niveau verweilen werden. Doch: Die Beispiele Portugals und UK mahnen zur Vorsicht.

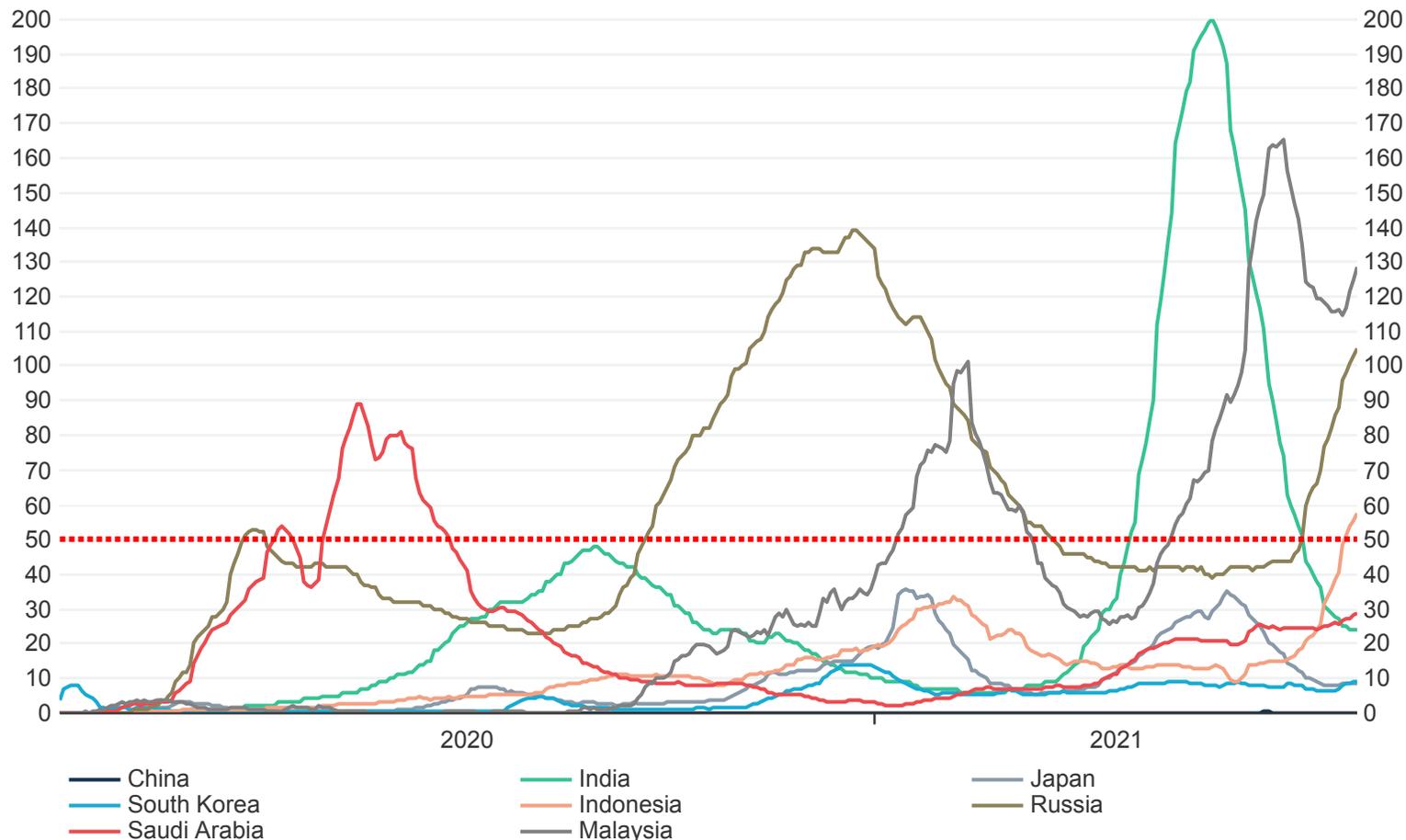
Quelle: RKI, LBBW Research

Asien:

Die niedrigen Infektionszahlen vom Sommer 2020 sind Vergangenheit

Neuinfektionszahlen pro 100 Tsd. Einwohner

Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



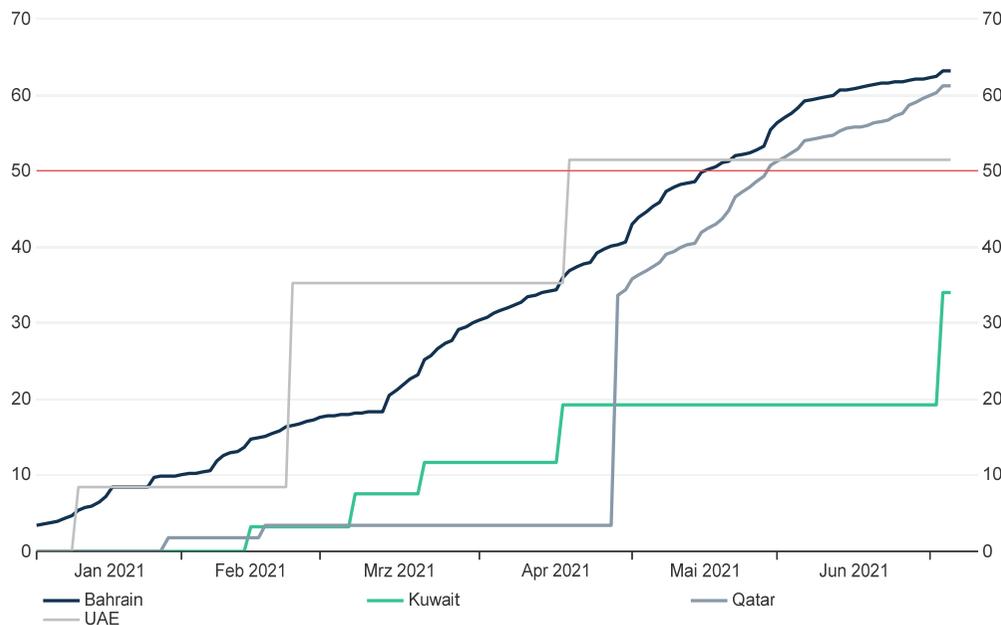
- Angesichts der Ausbreitung ansteckenderer Virus-Varianten hat sich in den asiatischen Ländern ein schwelendes Infektionsgeschehen eingestellt, innerhalb dessen es zum Teil zu ausgeprägten Infektionswellen kommt. Indonesien und der Iran beschlossen jüngst jeweils Teillockdowns.
- Auch in Afrika verbreitet sich das Virus zunehmend.
- Die WHO sieht die Welt angesichts dessen in „einer sehr gefährlichen Phase“ der Pandemie. Die Variante sei inzwischen in fast 100 Ländern nachgewiesen. Die Variante mutiere zudem weiter und entwickle sich in vielen Staaten zum vorherrschenden Virustyp. Tedros mahnte vor diesem Hintergrund ein hohes Impftempo weltweit an.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Auch Golfstaaten sind ein Beispiel dafür, dass trotz hoher Impfquote die Infektionszahlen erhöht bleiben können

Impfquote (erste Impfung)

in % der Bevölkerung, Daten zum Teil lückenhaft



Neuinfektionen pro 100 Tsd. Einwohner

Summe der jeweils zurückliegenden sieben Tage



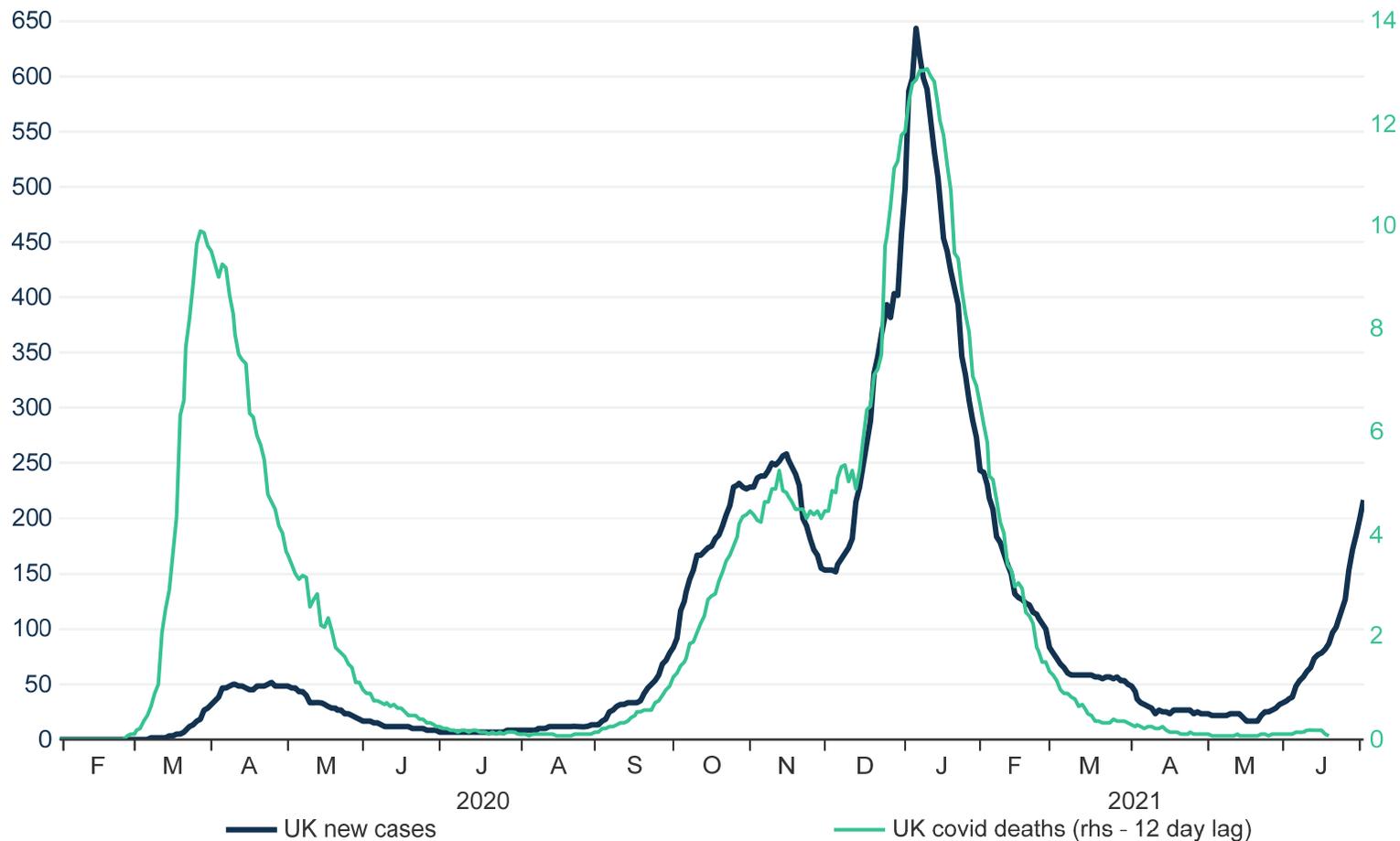
- Es gibt verschiedene Länder, in denen sich zeigt, dass trotz einer vergleichsweise hohen Impfquote die Neuinfektionszahlen nicht Richtung Null-Marke sinken und auch wieder ansteigen. Großbritannien ist in diesem Zusammenhang derzeit sehr im Zentrum der Aufmerksamkeit. Chile ist ein weiteres Beispiel. Auch hatten einzelne Golfstaaten frühzeitig große Fortschritte beim Impfen gemacht, dennoch wiesen sie in den vergangenen Monaten Sieben-Tage-Inzidenzen von zum Teil deutlich oberhalb von 100 auf.
- Auch wenn es z.T. individuelle Gründe für die Beobachtungen in den Ländern gibt, so bleibt doch unser Fazit aus diesen Beispielen, dass die Infektionszahlen nicht „automatisch“ sinken, wenn Impfquoten von 60% erreicht werden. Europa profitiert derzeit vom Jahreszeiteneffekt, doch der nächste Winter kommt bestimmt. Wichtig ist, dann mit einem gewissen Wiederanstieg der Inzidenzen umgehen zu können.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Mit dem Virus leben – Großbritannien will es vormachen

Neuinfektionszahlen vs. Sterbefälle

Summe zurückliegende sieben Tage pro 100 Tsd. Einwohner

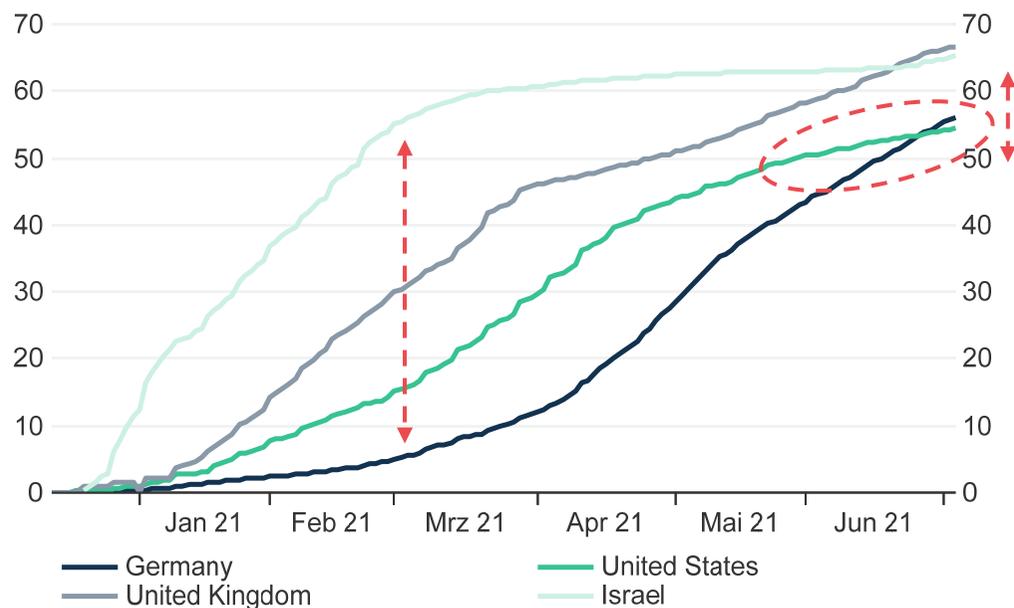


- Noch steigt die Anzahl der Sterbefälle auf der Insel kaum. Dies dürfte auf eine hohe Impfquote zurückzuführen sein.
- Die Regierung plant weiterhin, am 19. Juli den letzten großen Öffnungsschritt zu vollziehen. Das Land zeigt sich bereit, ein gewisses Infektionsgeschehen zu tolerieren, und vertraut darauf, dass das Gesundheitssystem nicht wieder überlastet wird.
- Andere Länder können vom weiteren Verlauf dieser Strategie einige Lehren für sich ziehen: Inwieweit bietet eine hohe Impfquote der Bevölkerung genügend Schutz, um auch bei einem Anstieg der Infektionszahlen auf starke Maßnahmen der Kontaktbeschränkung verzichten zu können?

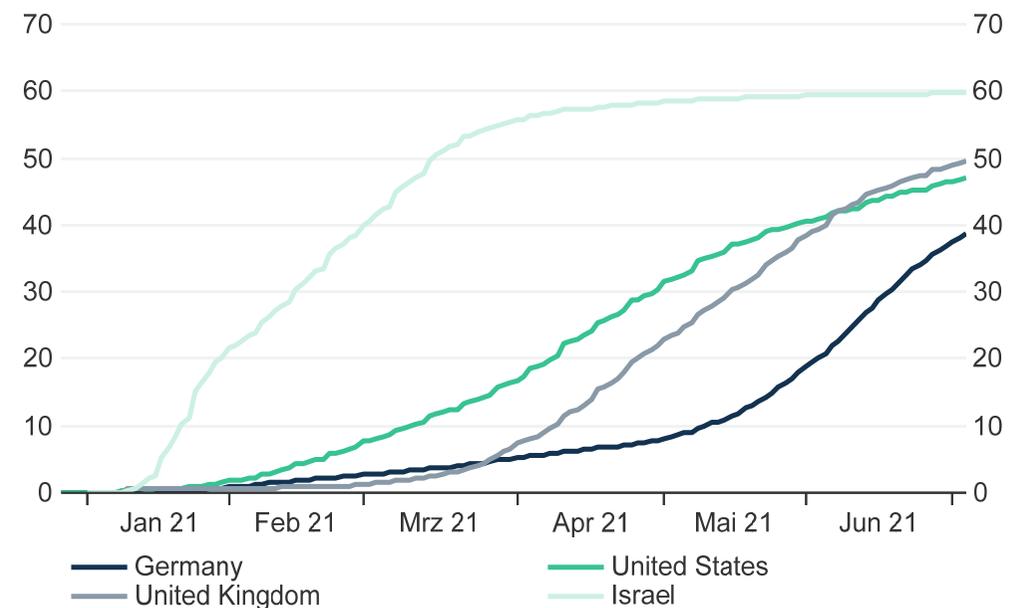
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Impfquote: Die Anstiegswinkel flachen sich in den USA und UK ab – und bald wohl auch in Deutschland

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



Impfquote (vollständig geimpft)



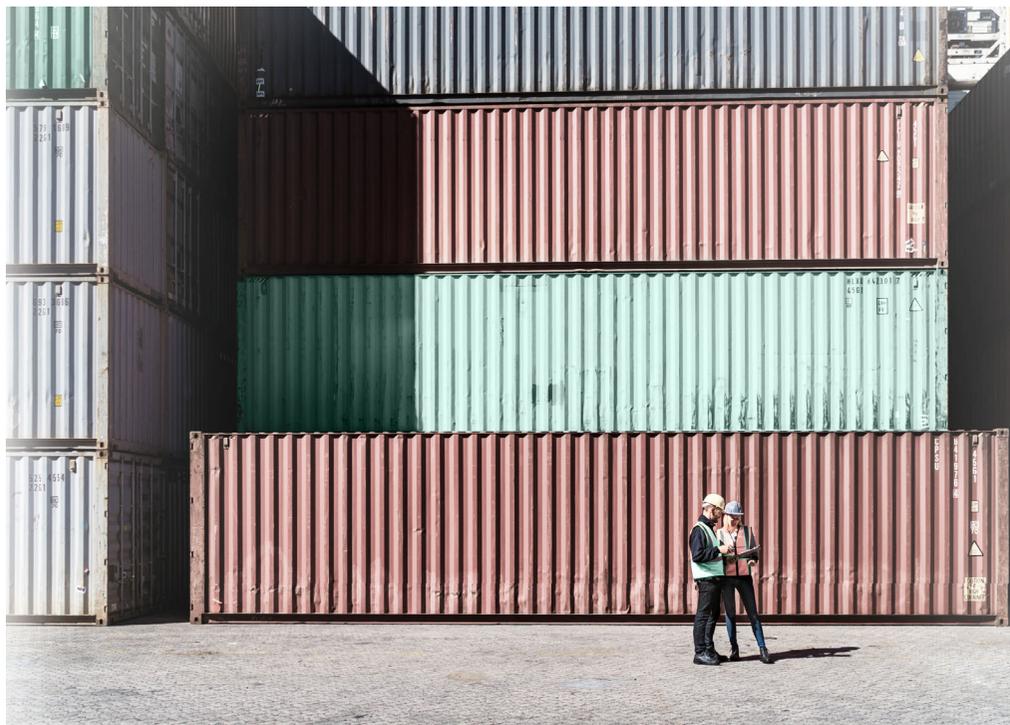
- In Deutschland hat sich in der zweiten Junihälfte die Anzahl der Lieferungen an Impfdosen noch einmal erhöht. In den kommenden Wochen werden die Lieferungen und damit das Impftempo sehr hoch bleiben.
- Damit wird dann in Deutschland der Zenit bei den wöchentlichen Lieferungen überschritten. In der Folge dürfte sich das Impftempo verlangsamen. Nicht mehr ein Mangel an Impfstoff, sondern die Anzahl der verbliebenen Impfwilligen dürfte dann das Impftempo bestimmen.
- Bundesgesundheitsminister Spahn erklärte jüngst:
"Bis Ende Juli wird jeder Erwachsene in Deutschland, der geimpft werden will, auch eine erste Impfung erhalten haben können."

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Makro



- Welt: Frühindikatoren stimmen optimistisch
- Welthandel: Mit Schwung aus der Krise
- Lieferengpässe belasten die Erholung
- Expansive Fiskal- und Geldpolitik stützen weltweit, zusammen mit einem Digitalisierungsboom
- EM: Weltwirtschaftliche Erholung treibt Rohstoffpreise
- USA: Wirtschaft boomt und schafft 850 Tsd. neue Stellen im Juni
- China: Zurück zum üblichen Wachstumstempo
- Deutschland/Euroraum: BIP-Prognosen 2021/22 erhöht
- Japan: Export stützt eine per se anämische Konjunktur

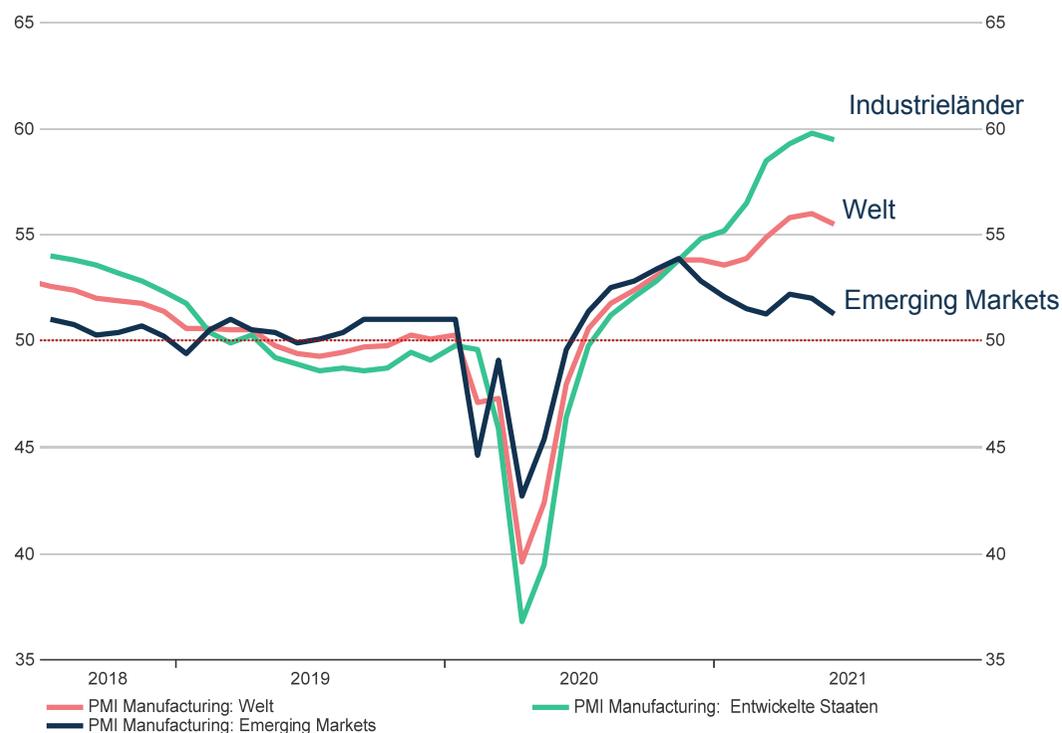
Dirk Chlench
Tel: + 49 711 127-7 61 36
dirk.chlench@LBBW.de

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

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

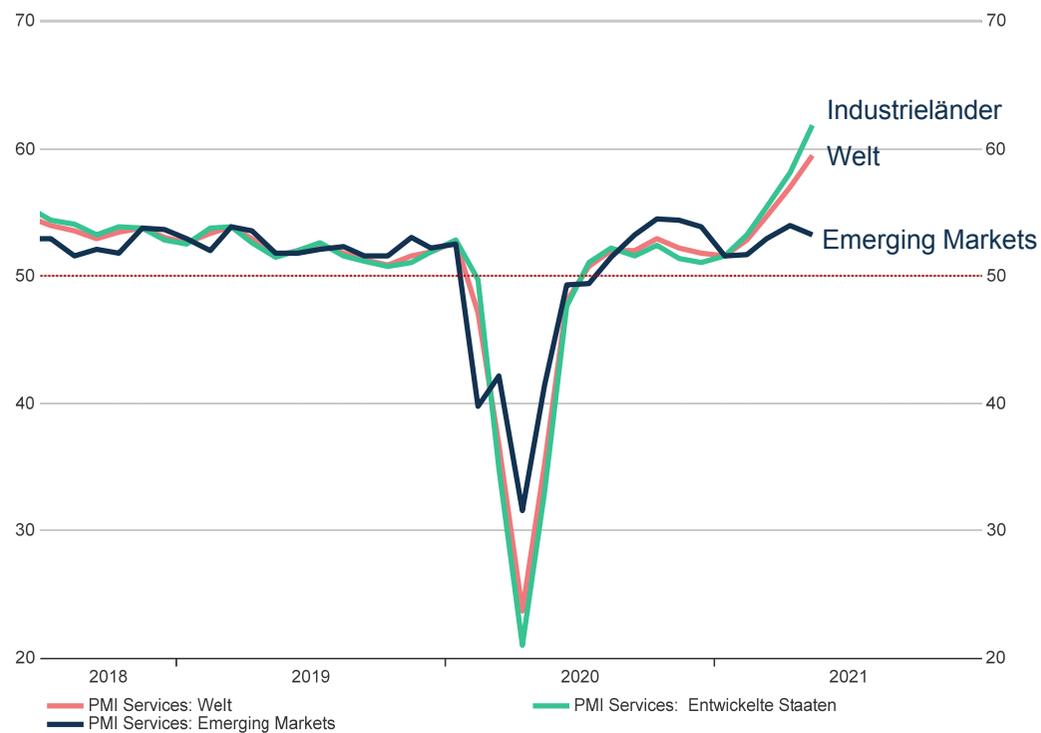
Welt: Frühindikatoren stimmen optimistisch

PMIs Manufacturing Indexwerte



- Die PMIs für das Verarbeitende Gewerbe signalisieren weltweit eine kräftige Erholung, welche vor allem die Industrieländer tragen. Die Schwellenländer hinken wegen zum Teil noch hoher Infektionszahlen und langsamerer Impffortschritte etwas hinterher.

PMIs Services Indexwerte



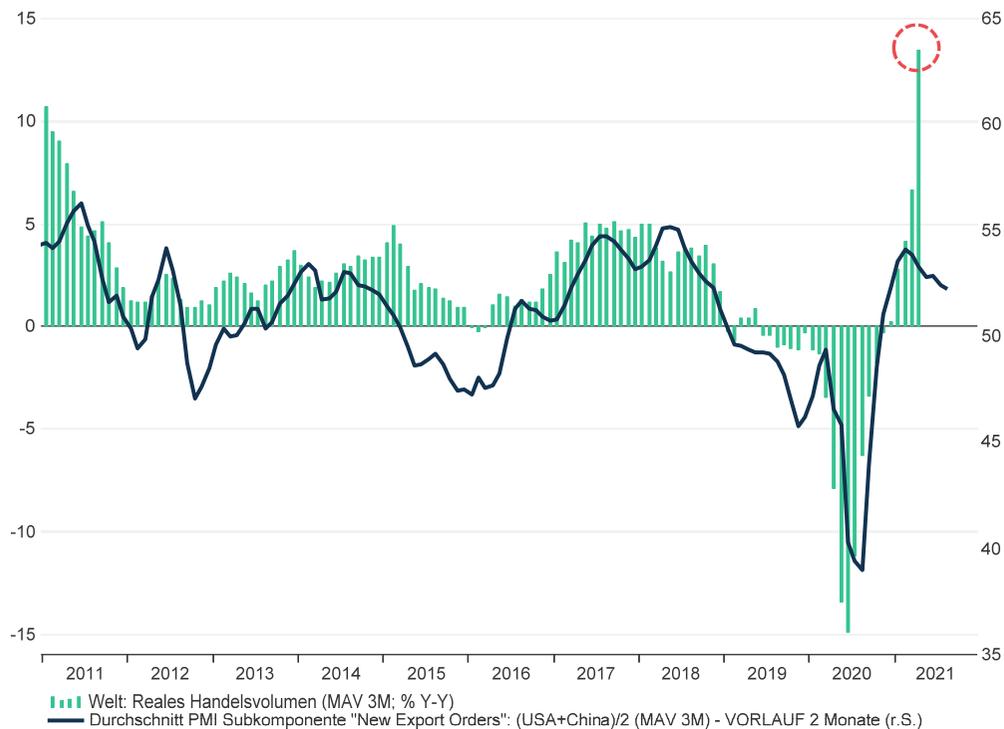
- Im Dienstleistungssektor, der länger bis zum Beginn einer Erholung brauchte, ist die Situation ähnlich.
- Immerhin liegen die PMIs auch hier durchgängig oberhalb der kritischen Marke von 50 Zählern.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Welthandel: Mit Schwung aus der Krise

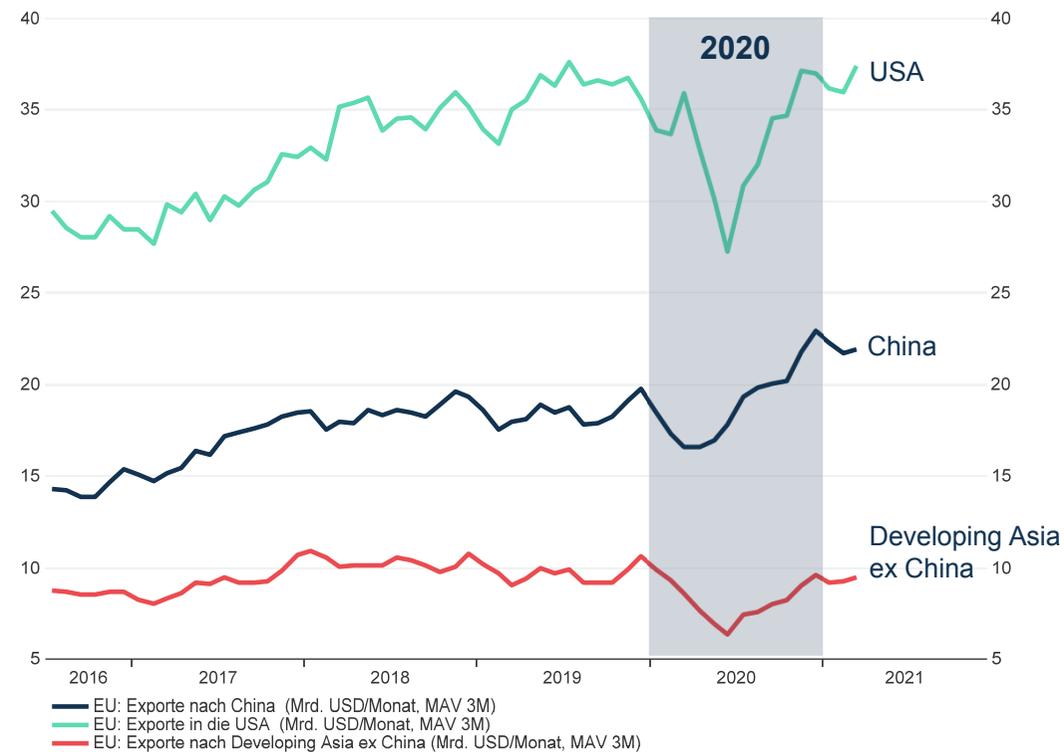
Reales Welthandelsvolumen

% Y-Y / Durchschnitt New Export Orders – LEAD 2M



- Nach einem kräftigen Einbruch 2020 kommt der Welthandel nun mit Schwung aus der Krise. Die „New Export Orders“ in den USA und China lassen nach fulminantem Jahresbeginn 2021 nun zwar eine Konsolidierung erwarten, verharren aber über der 50er-Marke.

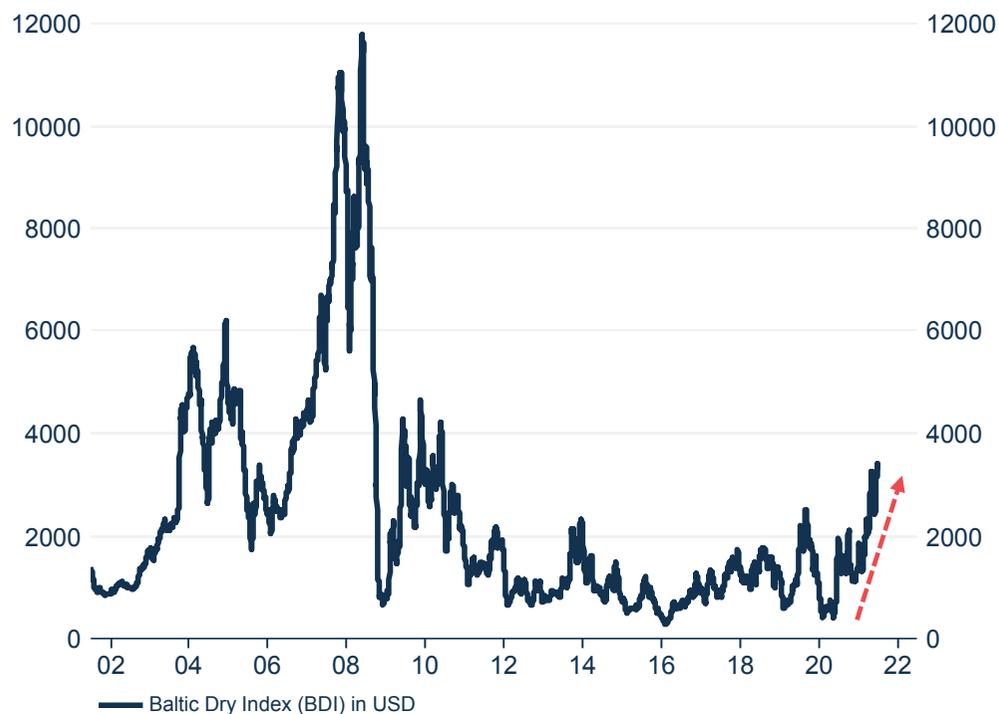
EU-Exporte: USA, China, Developing Asia in Mrd. USD / Monat (MAV 3M)



- Die EU-Staaten profitieren von der weltweiten wirtschaftlichen Erholung. Die Exporte in die USA und nach China liegen inzwischen über den Vorkrisenwerten, die Ausfuhren in die Wachstumsregion „Developing Asia“ (ex China) haben sich erholt.

Lieferengpässe belasten die Erholung

Baltic Dry Frachtratenindex in USD

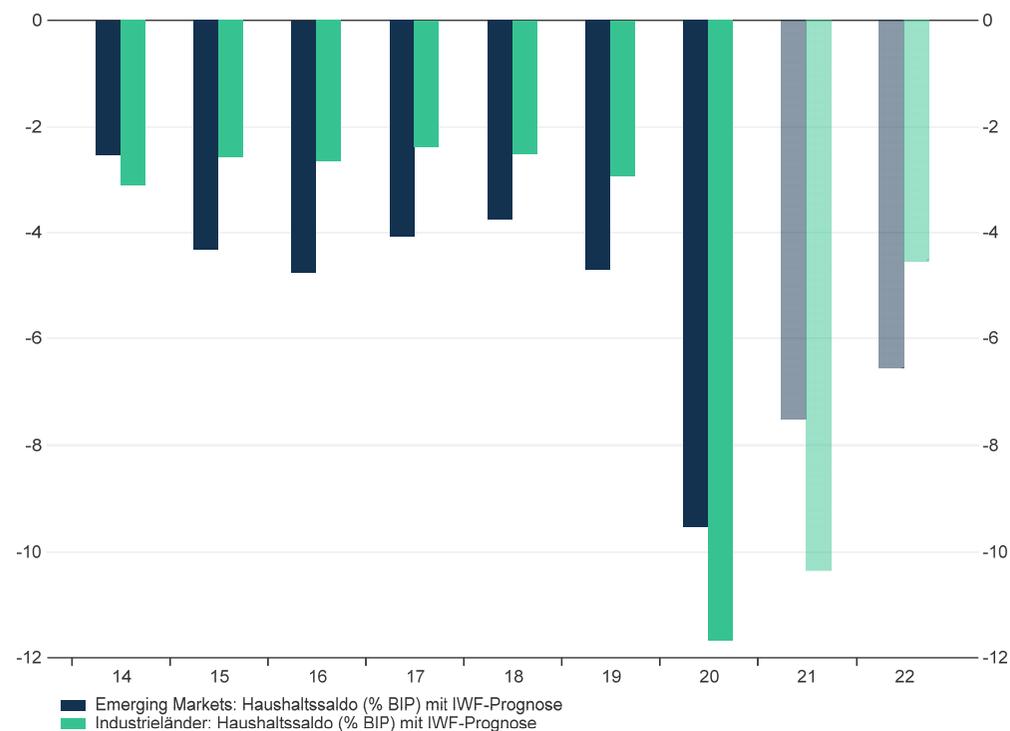


- Das Institut für Weltwirtschaft in Kiel (IfW) weist auf Produktionsausfälle infolge von Lieferengpässen hin, u.a. durch Containerstaus in wichtigen Häfen.
- Nach einer sechstägigen Blockade des Suez-Kanals war z.B. der Hafen von Shenzhen wegen eines Corona-Ausbruch längere Zeit gesperrt, was zu erheblichen Lieferverzögerungen weltweit führte. Inzwischen ist der Hafen zwar wieder offen, der Stau belastet aber weiterhin auch Ausweichhäfen.
- Zudem existiert ein Mangel an leeren Containern. All dies dürfte die Frachtraten weiter nach oben treiben.
- Laut IfW liegt die Industrieproduktion gegenwärtig deutlich unter dem Niveau, das die Auftragslage hergibt. Grund: Fehlende Zulieferungen, etwa aufgrund von Transportengpässen in der Schifffahrt.
- Nach IfW-Schätzungen kosten sie die deutsche Industrie derzeit rund 5 % an Wertschöpfung, was rund 1 % des BIP ausmacht. Auf Jahressicht belaufen sich die Verluste für die deutsche Wirtschaft voraussichtlich auf rund 25 Mrd. Euro.
- Voraussichtlich werden die Lieferengpässe die Industrieproduktion noch bis weit ins dritte Quartal hinein belasten, erst danach dürfte sich eine deutliche Besserung einstellen.
- Ein großer Teil der derzeit verhinderten Produktion könnte nachgeholt werden und die Konjunktur dann 2022 unterstützen.

Quelle: <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/medieninformationen/2021/lieferengpaesse-kosten-deutsche-volkswirtschaft-rund-25-mrd-euro/>, LBBW Research

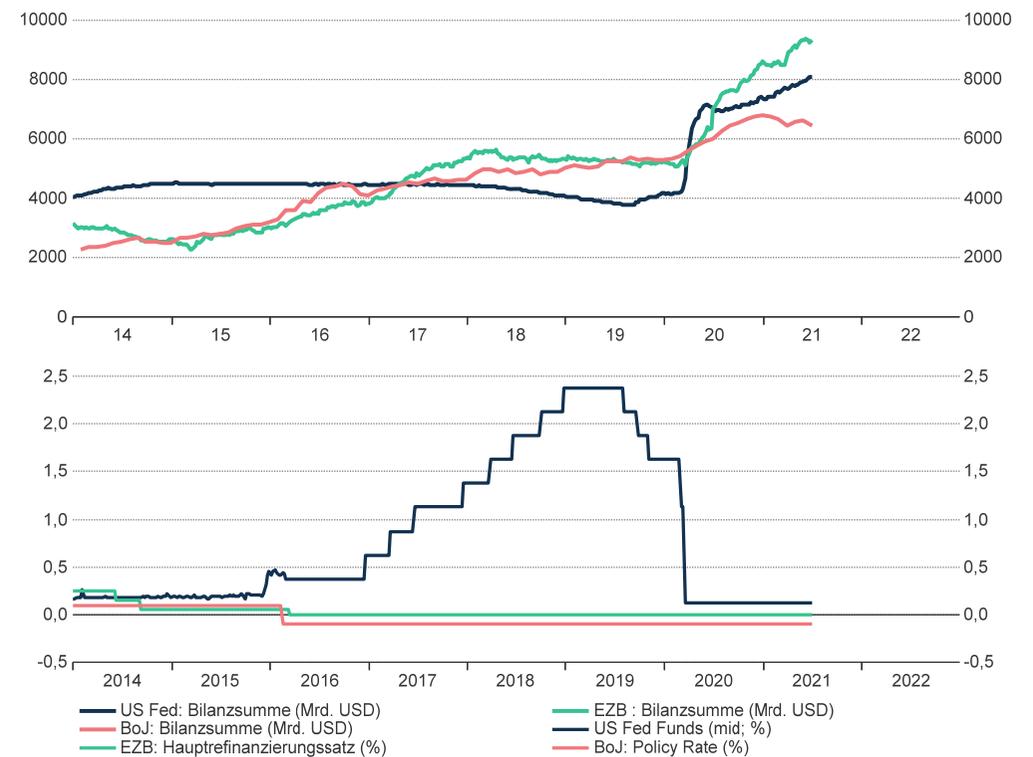
Welt: Expansive Fiskal- und Geldpolitik stützen

Budget: Emerging Markets & Industrieländer in % des BIP mit IWF-Prognose



- Alle von der Pandemie betroffenen Staaten stützten ihre Wirtschaft und die begonnene Erholung durch eine expansive Fiskalpolitik.

Fed, BoJ, EZB: Bilanzsummen & Leitzinsen in Mrd. USD / in %



- Die Notenbanken fahren derzeit in Summe einen ultra-expansiven geldpolitischen Kurs.
- Der Weltkonjunktur dürfte dies auch noch im nächsten Jahr zugutekommen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

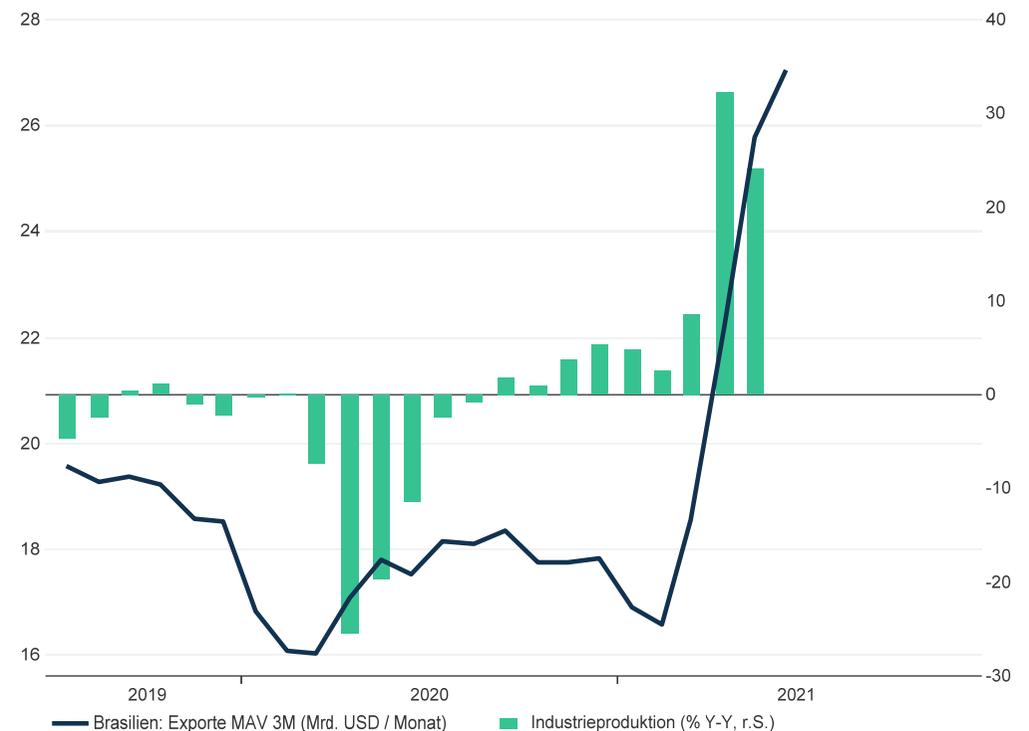
Emerging Markets: Erholung der Weltwirtschaft treibt Rohstoffpreise

Rohstoffpreise ex Energy & Ölpreis (Brent) indexiert auf 100



- Die Rohstoffpreise, mit und ohne Energie, haben sich kräftig erholt und signalisieren eine gute Auftragslage der Nachfrager, d.h. der Unternehmen weltweit.

Brasilien: Exporte & Industrieproduktion in Mrd. USD pro Monat, MAV 3M / in % Y-Y



- Dies kommt auch rohstoffexportierenden Schwellenländern mit und ohne entwickelter industrieller Basis zugute.
- Im Zuge der Erholung der Weltwirtschaft profitieren z.B. Staaten wie Brasilien vom Anstieg der Rohstoffnachfrage und der Preise.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Welt: Digitalisierungsboom stützt Aufschwung

Taiwan: Exportaufträge Elektronikprodukte in Mrd. USD pro Monat, MAV 12M



- Taiwan zählt zu den weltweit führenden Herstellern von Elektronikprodukten. Die Auftragseingänge sind hier zuletzt stark gestiegen.
- Dies belegt, dass unter dem Eindruck der Pandemie viele Unternehmen und Staaten nun u.a. in den Ausbau der Digitalisierung investieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

BIP mit Prognosen LBBW / IWF			
in %	2020	2021*	2022*
Welt	-3,3	6,1	4,7
Advanced Economies	-4,7	5,1	3,6
- USA	-3,5	7,5	4,5
- Euroraum	-6,1	4,5	4,8
- Japan	-4,8	2,9	2,4
- UK	-9,9	5,0	4,0
- Südkorea	-1,0	3,6	2,8
- Taiwan	3,1	4,7	3,0
- Australien	-2,4	4,5	2,8
- Neuseeland	-3,0	4,0	3,2
Emerging & Developing Economies	-2,2	6,7	5,0
Emerging Asia	-1,0	8,6	6,0
- China	2,3	7,5	5,9
- Indien	-8,0	12,5	6,9
- ASEAN-5	-3,4	4,9	6,1
Welthandelsvolumen	-8,5	8,4	6,5
Welt-Inflationsrate	3,2	3,5	3,1

Quelle: LBBW Research
sonst: IWF WEO 04/2021, Refinitiv

* = Prognose

- All dies stützt die Weltkonjunktur. Wir gehen für dieses Jahr von einem Zuwachs der Weltproduktion um 6,0 % aus.
- 2022 sollte die Weltwirtschaftsleistung um 4,6 % zulegen.

Zusammenfassung: Weltwirtschaft 2021/2022

Konjunkturtreiber

- Allenthalben großvolumige Konjunkturpakete
- Starkes Wachstum in den USA und in China
- Anhaltend expansive Geldpolitik
- Digitalisierungsboom
- Investitionsbedarf „Reorganisation Lieferketten“
- Hoher Investitionsbedarf wg. „Klimaneutralität“
- Robuste Rohstoffnachfrage stützt viele EM

Risiken

- Virusmutationen, die den Impfschutz unterlaufen
- Unerwartet starker/anhaltender Inflationsanstieg: Konjunkturdämpfung bis hin zu Schuldenkrisen im Falle sehr rasch ansteigender Zinsen
- Eskalation China-Konflikt (USA, Europa, Pazifik)
- Sonstige geopolitische Unwägbarkeiten

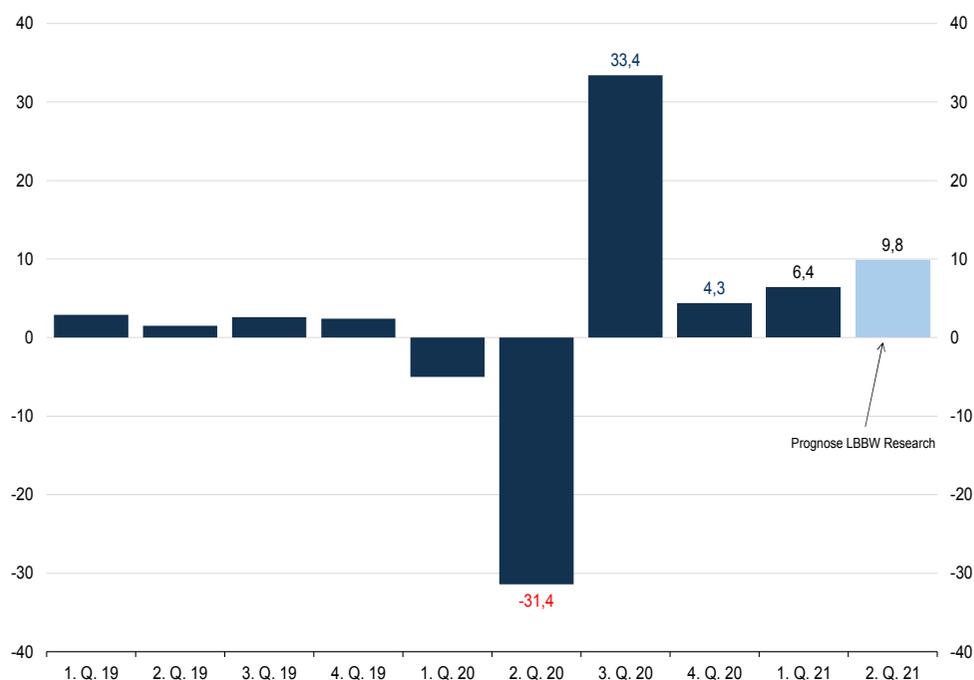
Fazit:

- Nach weitgehender „Durchimpfung“ der Industrieländer sollten frei gewordene und weiter ansteigende Produktionskapazitäten bei Impfstoffen in Verbindung mit internationalen Hilfsprogrammen („COVAX“ usw.) zu rascheren Impffortschritten auch in den Emerging Markets führen.
- **Vorausgesetzt, dass keine Virus-Mutation in der Lage sein wird, den Impfschutz zu unterlaufen**, dürften die Jahre 2021 und 2022 unter Abwägung aller Chancen und Risiken u.E. von einer recht kräftigen Erholung der Weltwirtschaft geprägt sein.

USA: Die Wirtschaft boomt!

Bruttoinlandsprodukt (real)

Saisonbereinigte Quartalswerte, Jahresrate, in %

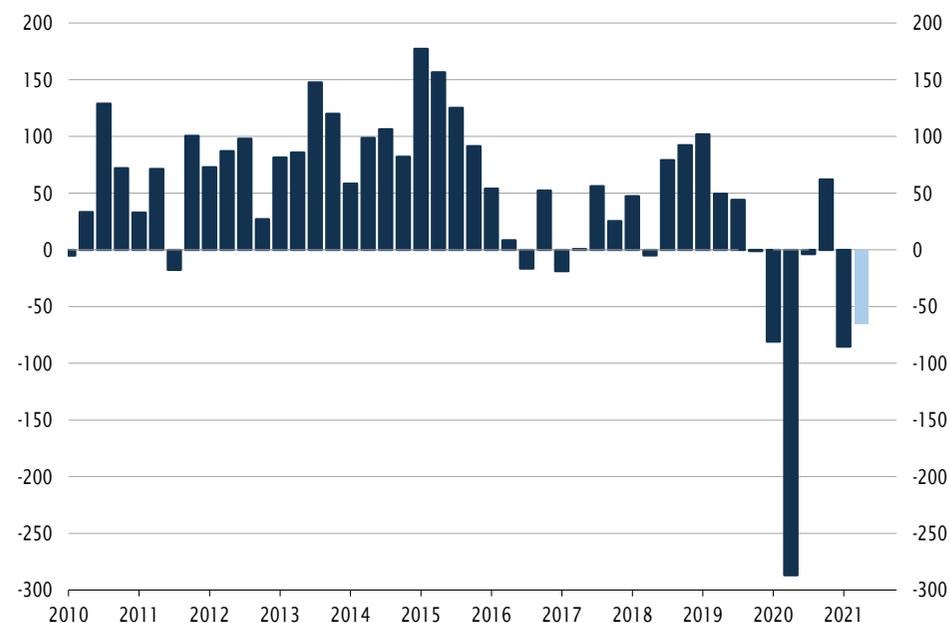


- Die US-Wirtschaftsleistung ist nach unserer Schätzung im zweiten Quartal 2021 mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von knapp 10 % gegenüber dem Vorquartal hochgeschneit.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Lagerinvestitionen (real)

Saisonbereinigte Quartalswerte, in Mrd. USD

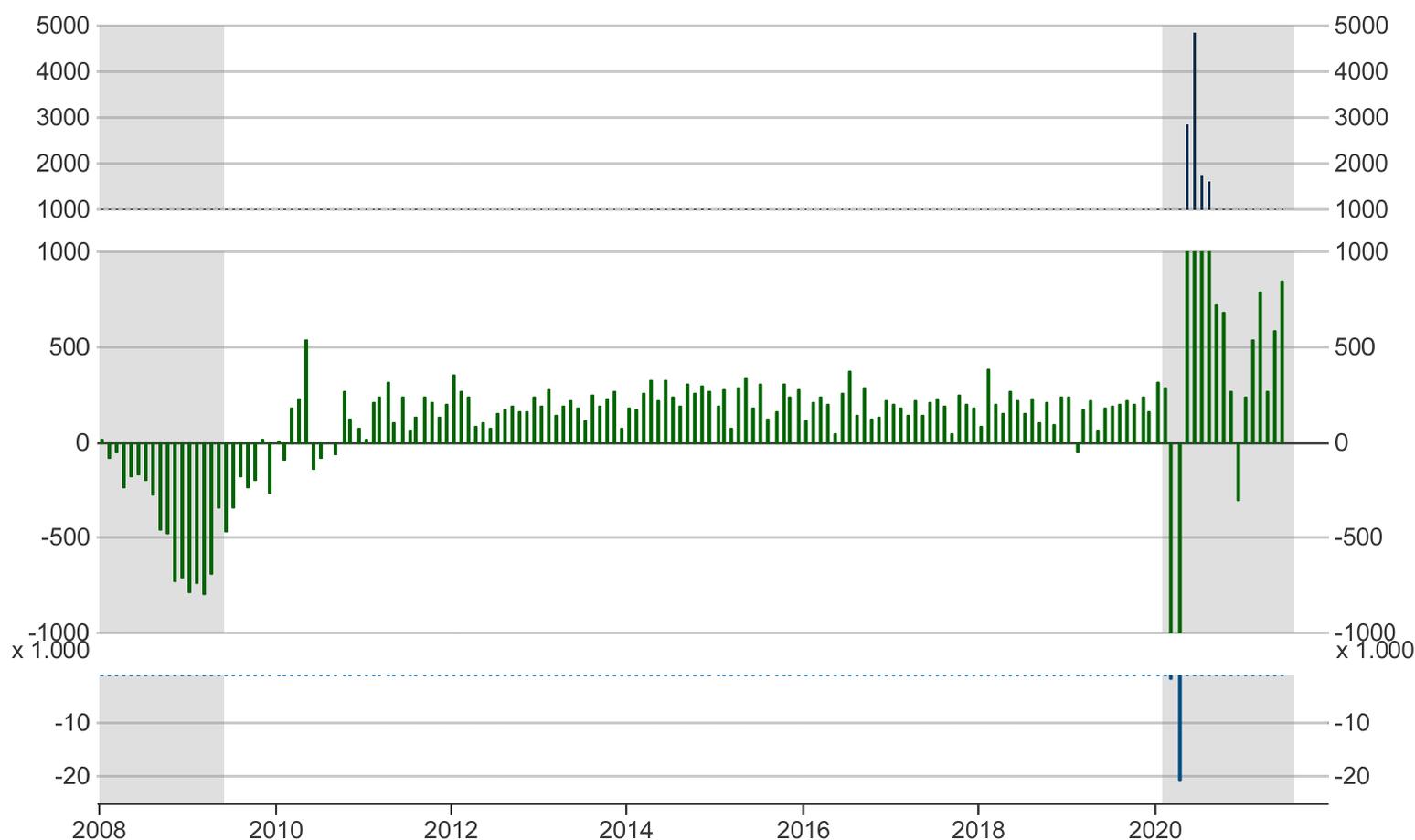


- Der ISM-Umfrage zufolge sind die Läger so leergefegt wie nie zuvor. Nach unserer Schätzung werden die Unternehmen ihre Lagerbestände im 2. Quartal erneut reduziert haben. Ein Wiederauffüllen der Läger sollte das Wachstum im zweiten Halbjahr 2021 stützen. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2021 eine Wachstumsrate von 7,5 %.

USA: Wirtschaft schafft 850 Tsd. neue Stellen im Juni

Beschäftigung (Unternehmensumfrage)

Veränderung gegenüber dem Vormonat, in Tausend



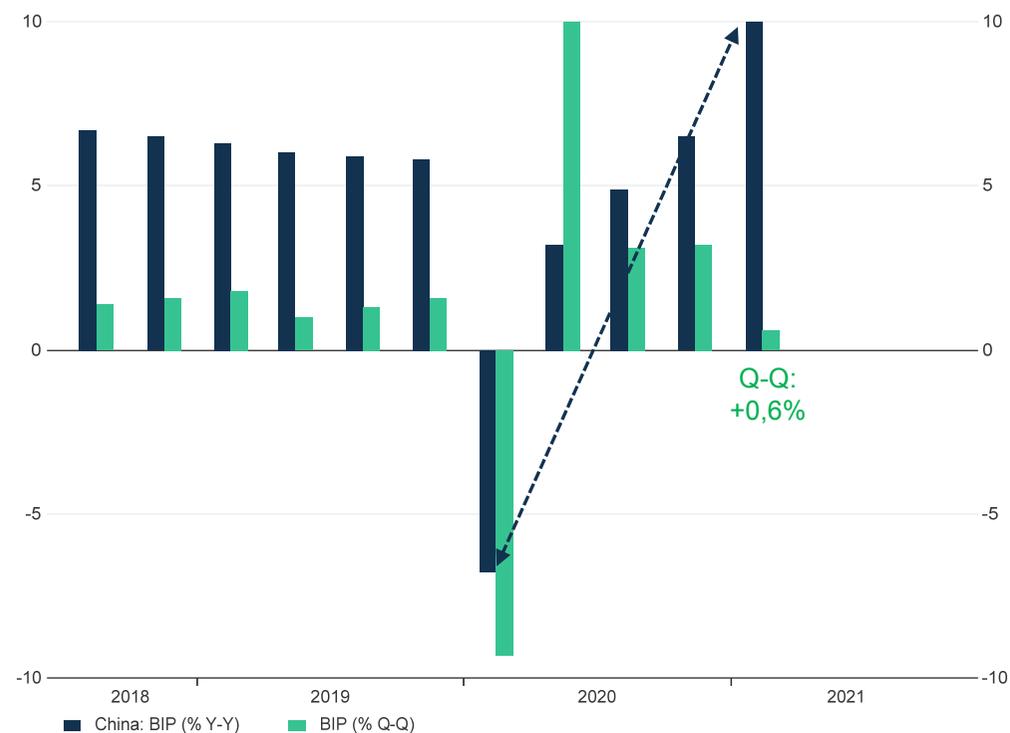
- Die US-Wirtschaft schuf im Juni 850 Tsd. neue Stellen, nach einem Anstieg um 583 Tausend im Mai.
- Bei alledem lag die Beschäftigung im Juni noch um 6,8 Mio. Stellen unter dem Vor-Corona-Hoch.
- Die durchschnittlichen Stundenlöhne zogen im Juni um 0,3 % gegenüber dem Vormonat an, nach einer Veränderungsrate von 0,4 % im Mai und 0,7 % im April.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

China: Zurück zum üblichen Wachstumstempo

BIP-Wachstum

in % Y-Y / in % Q-Q

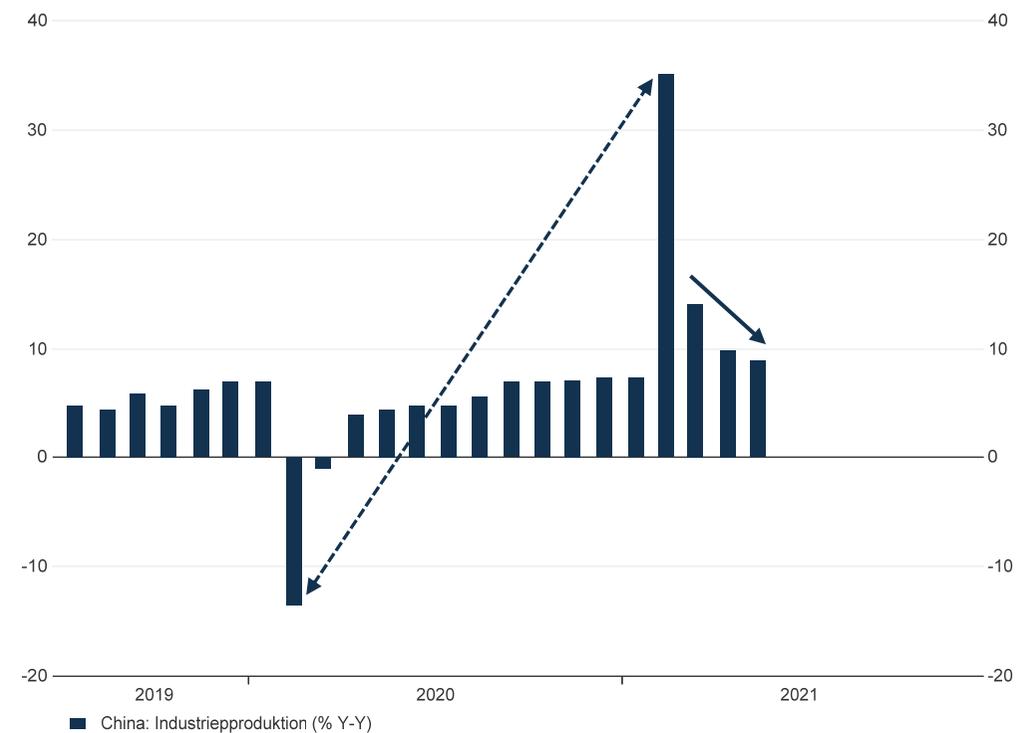


- Das chinesische BIP-Wachstum fiel aufgrund des Basiseffektes im ersten Quartal 2021 auf Jahresbasis zwar fulminant hoch aus.
- Auf Quartalsbasis lag der Zuwachs aber nur bei für chinesische Verhältnisse eher mageren 0,6 %.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Industrieproduktion

in % Y-Y

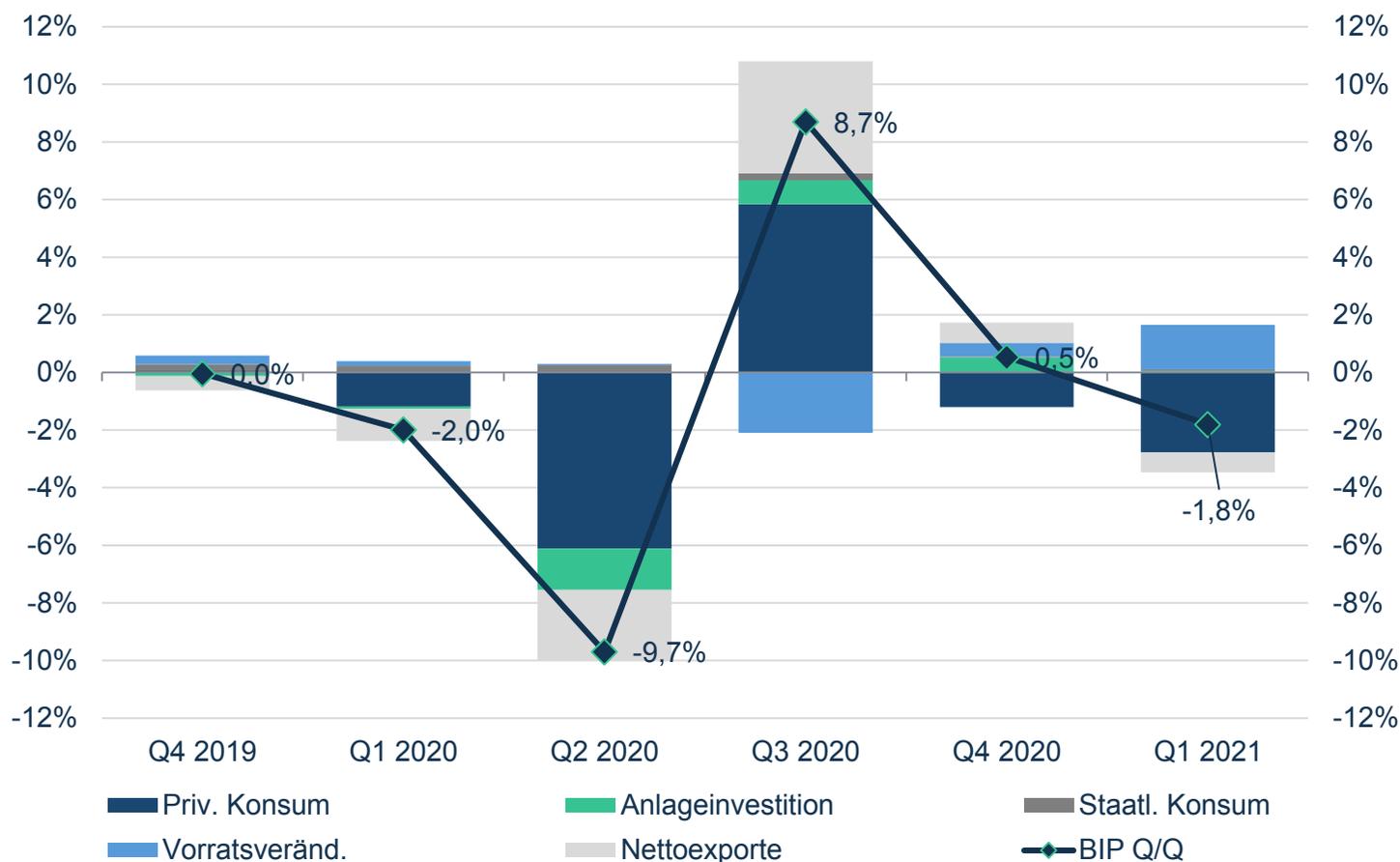


- Auch bei der Industrieproduktion zeigt sich ein Trend zur Normalisierung. Vor der Pandemie lagen die Zuwachsraten hier bei 6 % (Y-Y).
- Eine exorbitante Verschuldung vieler chinesischer Staatsbetriebe setzt der staatlich verordneten Investitionstätigkeit dieses Sektors Grenzen und dämpft die Potenzialwachstumsrate des Landes.
- 2021 dürfte das Wachstum 7,5 % betragen, 2022 dann knapp 6 %.

Deutsche Konjunktur: Vom Konsum geprägt ...

Deutschland: BIP und Beiträge

(Quartalswerte, Änderung zum Vorquartal in %, sb.)

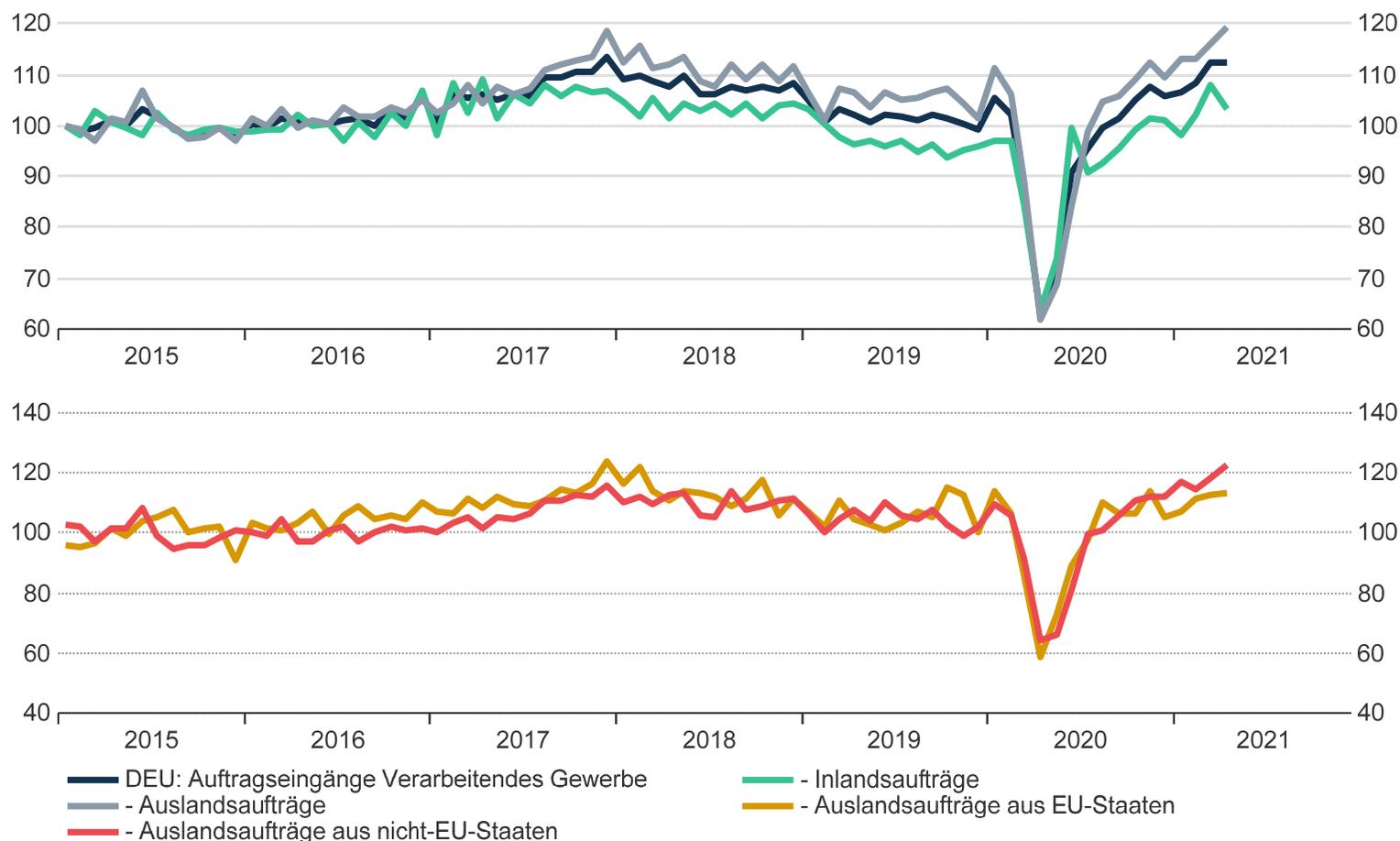


- Das Auf und Ab der Konjunktur in der Pandemie wird von den Lockdowns und den damit verbundenen Folgen für den privaten Konsum geprägt. Gemessen daran fällt die Bedeutung der Faktoren Investitionen und Außenhandel ab.
- Zur Zeit sieht es danach aus, als würde der Private Konsum im Kielwasser sinkender Inzidenzen und damit einhergehender Lockerungen deutlich zulegen, und mit ihm der BIP-Zuwachs. Haupt-Risiko ist eine Rückkehr der Pandemie („Delta-Variante“).
- Daneben erwarten wir wegen einer guten Konjunktur in China und in den USA eine „traditionelle“ Konjunkturbelebung durch den Außenhandel.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Deutschland/Euroraum: BIP-Prognosen 2021/22 erhöht

Deutschland: Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe indexiert auf 100 (01/2015 = 100)



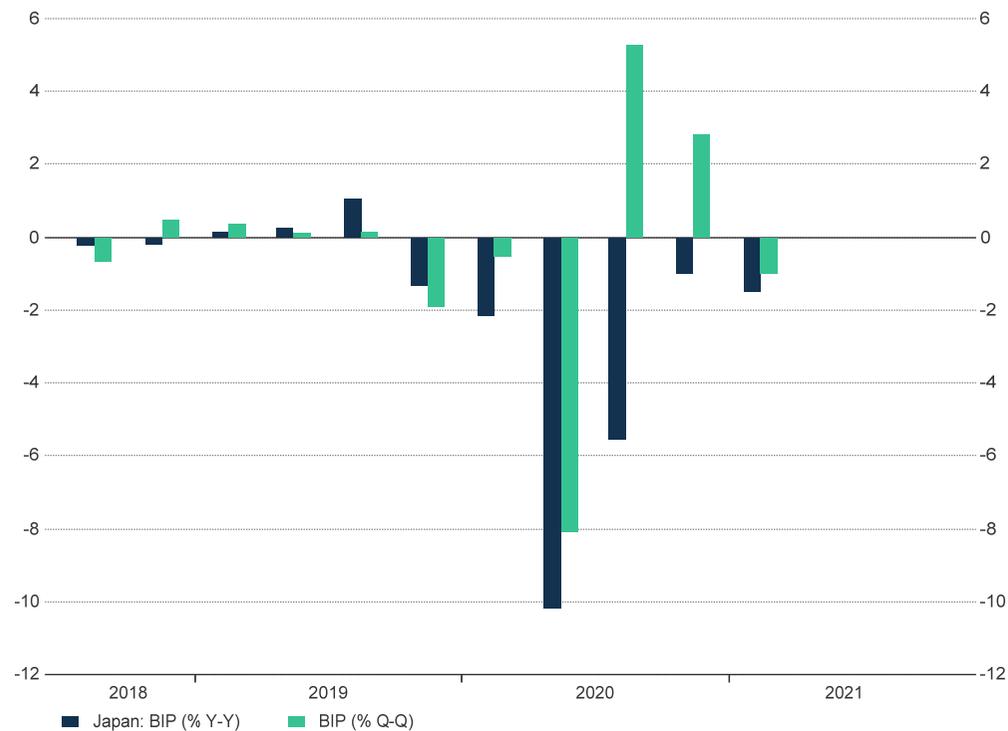
- Die Auftragslage im deutschen Verarbeitenden Gewerbe verbessert sich zusehends, auch wenn die Neuaufträge aufgrund von Lieferengpässen derzeit nicht vollständig abgearbeitet werden können.
- Insbesondere aus dem Nicht-EU-Ausland steigen aktuell die Auftragseingänge. Vor diesem Hintergrund und mit Blick auf die jüngsten Impffortschritte und einen regen Privaten Konsum haben wir unsere **Prognose für das deutsche BIP-Wachstum im laufenden Jahr von 2,5 % auf 3,2 % und für 2022 von 4,5 % auf 5,5 % angehoben.**
- **Die Prognose für den BIP-Zuwachs im Euroraum 2021 haben wir auf 4,5 % und für 2022 auf 4,8 % erhöht**

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Japan: Export stützt eine per se anämische Konjunktur

BIP-Wachstum

in % Y-Y / in % Q-Q

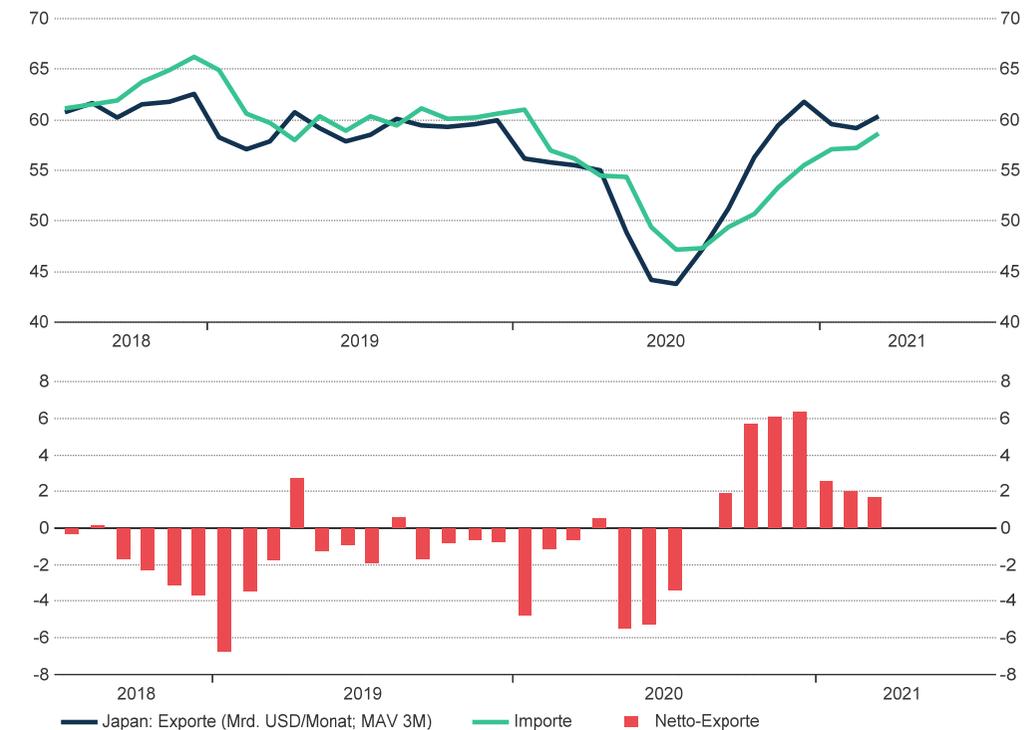


- Die japanische Konjunktur präsentierte sich schon vor der Pandemie eher anämisch. Im ersten Quartal 2021 stand bei der BIP-Veränderung auf Quartals- wie auf Jahresbasis wieder ein Minus zu Buche.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Exporte, Importe und Netto-Exporte

in Mrd. USD pro Monat, MAV 3M



- Die Erholung in wichtigen Absatzmärkten der japanischen Exportwirtschaft wie China und den USA hat die Ausfuhren nun wieder auf das Vorkrisenniveau steigen lassen.
- Für 2021 rechnen wir für Japan mit einer Steigerung der Wirtschaftsleistung um knapp 3 %, für 2022 dann um 2,4 %.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Zinsen

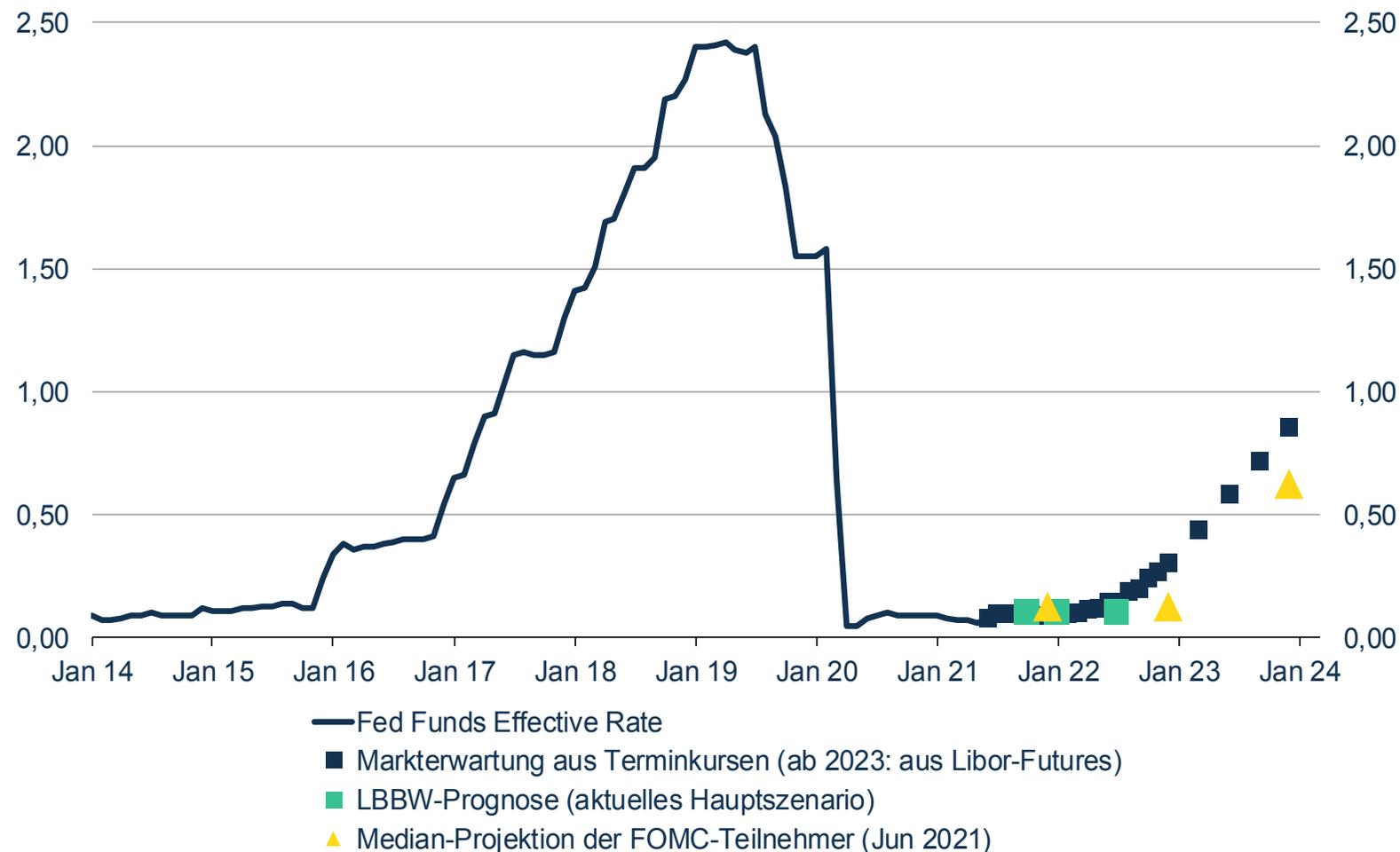


- Die US-Notenbank hat auf ihrer jüngsten Zinssitzung ein ambivalentes Signal gesendet: Einerseits beschwichtigte sie erneut Sorgen vor einer dauerhaft erhöhten Inflation. Andererseits signalisierte sie, dass die Leitzinsen bereits im Jahr 2023 steigen könnten.
- An den Finanzmärkten wird der „Lift-Off“ in den USA inzwischen bereits für Ende 2022 anvisiert. Dennoch sind die USD-Langfristzinsen zuletzt merklich gesunken, und zwar wegen rückläufiger Inflationserwartungen.
- Die EZB hat die Inflationssorgen ebenfalls erneut beschwichtigt und verspricht über den Sommer ein weiterhin erhöhtes Anleihekauftempo. Ebenso wie in den USA ist das Thema „Tapering“ nur aufgeschoben.
- Das Thema „Tapering“ birgt, ebenso wie die Aussicht auf eine neuerlich steigende Inflation im Euroraum, latentes Versteilerungspotenzial für die EUR-Zinskurve.
- Die marktimplizite Erwartung einer EZB-Leitzinswende im Sommer 2023 ist dagegen u.E. etwas ambitioniert. Dies deckelt das Aufwärtspotenzial der Anleiherenditen ebenso wie ein für das zweite Halbjahr zu erwartender rückläufiger Trend beim Nettoangebot an Euro-Staatsanleihen.

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

FOMC avisiert Leitzinswende bereits für 2023; weiterhin vorsichtiges Herantasten an ein „Tapering“

USD-Tagesgeldsatz mit Markterwartungen aus Terminkursen sowie FOMC-Medianprojektion („Dot plot“)

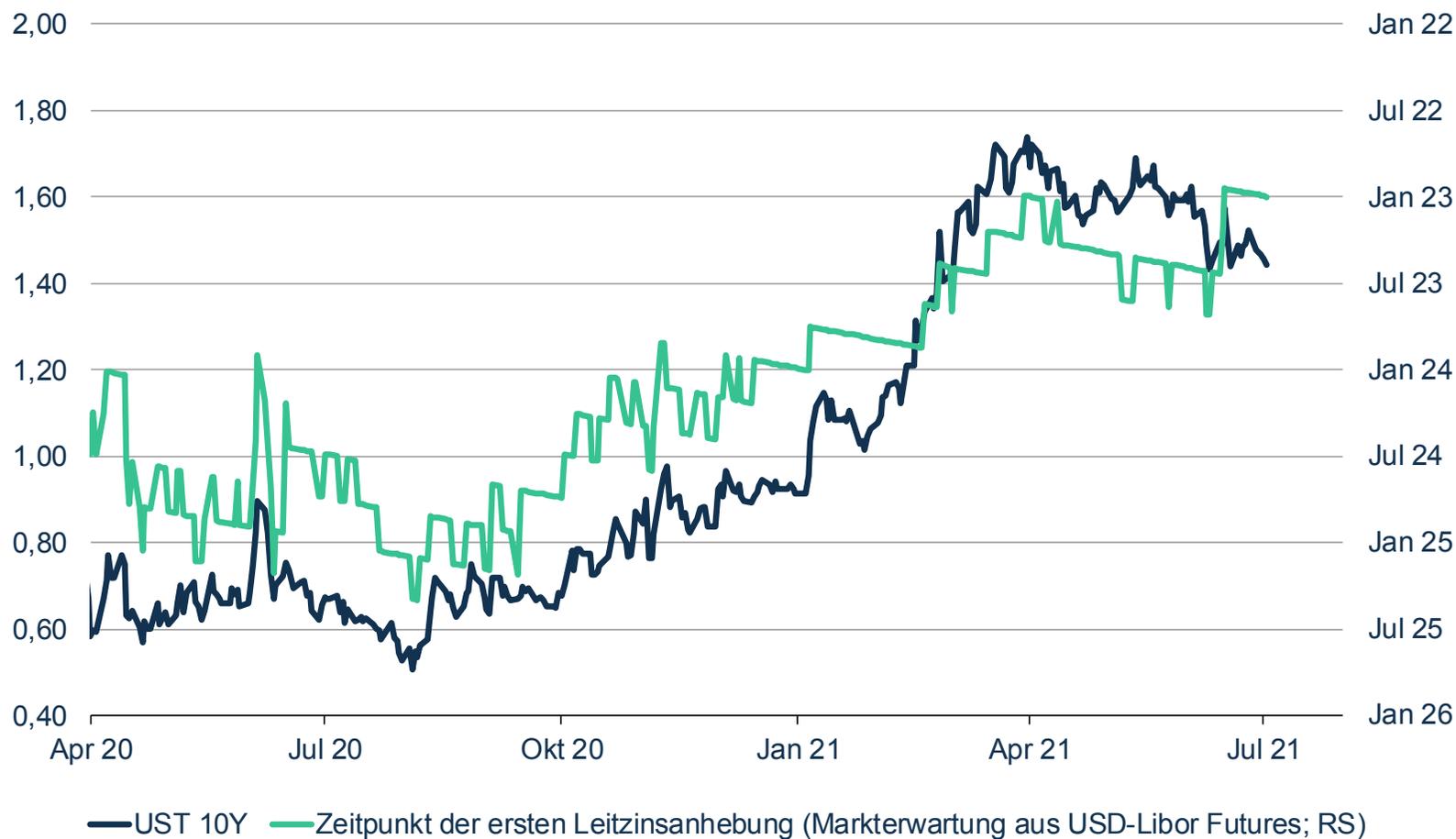


- Der FOMC-Zinsentscheid vom 16. Juni brachte eine ambivalente Botschaft.
- Einerseits bleibt die Fed im Kern bei ihrer Einschätzung, dass der Inflationsschub ein „temporäres“ Phänomen darstellt. Hieraus folgt, dass sie beim Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik geduldig vorgeht => vorsichtiges, schrittweises Vorbereiten des „Taperings“ über die kommenden Monate. **Wichtige Hinweise gibt es evtl. auf dem Symposium in Jackson Hole Ende August.**
- Andererseits sendet der neue „Dot plot“ das Signal einer früheren Leitzinswende. Demnach könnte es im Jahr 2023 die ersten beiden neuerlichen Leitzinsschritte in den USA geben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Fed-Signale bewegen das kurze Ende der Kurve – Zinswende bereits für Ende 2022 eskomptiert

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und Markterwartungen für den Zeitpunkt der ersten Leitzinsanhebung (+25 Bp)

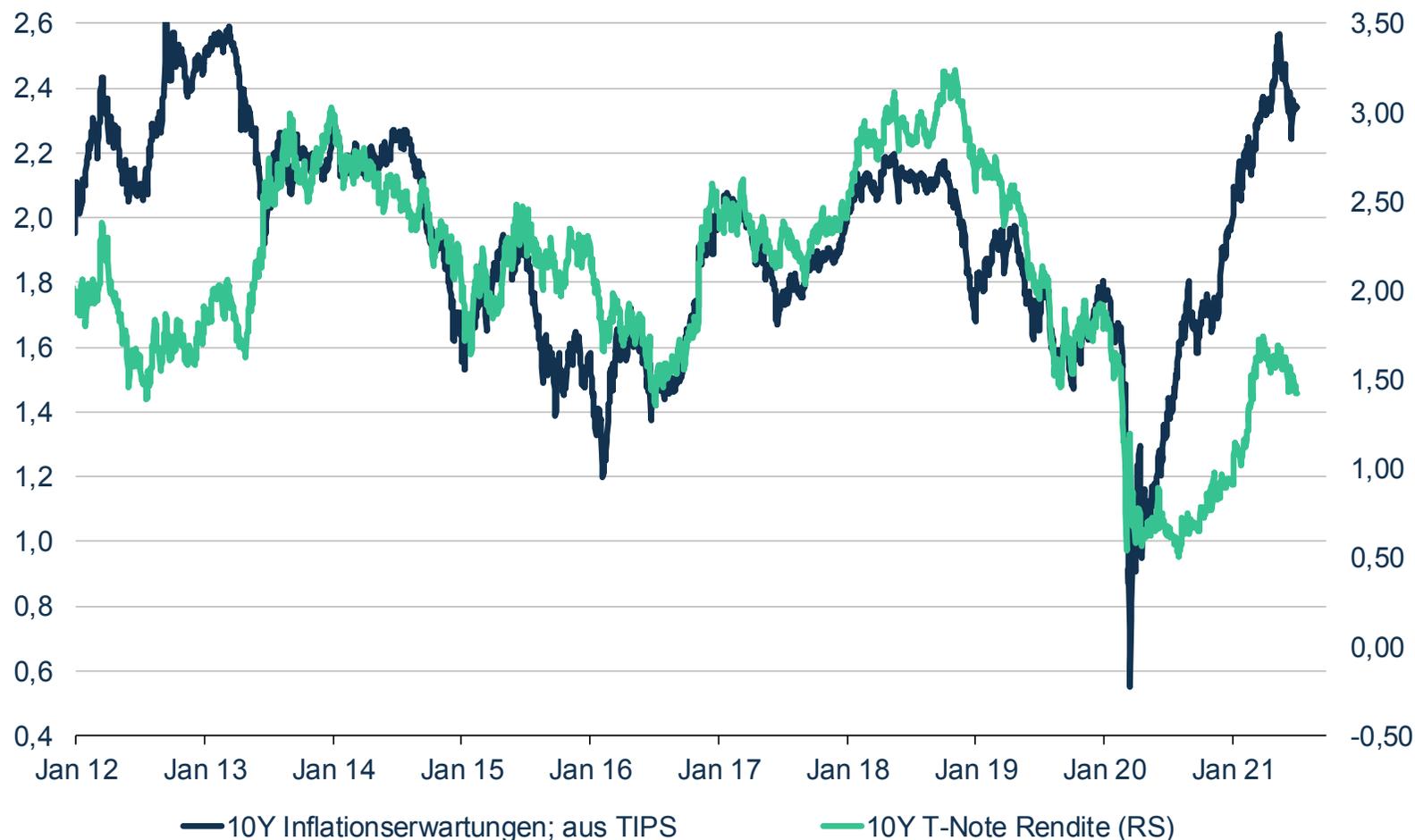


- Das Leitzinssignal der Fed hat vor allem das kurze Ende der USD-Zinskurve bewegt.
- Der vorm Markt erwartete Leitzinspfad hat sich seit der jüngsten FOMC-Sitzung nach oben verschoben: Die Terminkurse eskomptieren bis Ende 2023 insgesamt drei Zinsanhebungen (à 25 Bp) statt vorher zwei. Der Markt erwartet mithin einen Schritt mehr, als die Fed es selbst avisiert.
- Die Terminmärkte haben den erwarteten Zeitpunkt des „Lift-Off“ zudem auf das Ende 2022 nach vorne gezogen.
- Hiermit trägt der Markt der Tatsache Rechnung, dass einige Fed-Vertreter einen Zinsschritt im kommenden Jahr ins Spiel gebracht haben. Wir erwarten den „Lift-Off“ aktuell für Frühjahr/Sommer 2023.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

USD-Rentenmarkt: Vorläufiges Abebben der Reflationierungsspekulation ein trügerisches Entspannungssignal?

Rendite 10-jähriger US-Treasuries und langfristige Inflationserwartungen

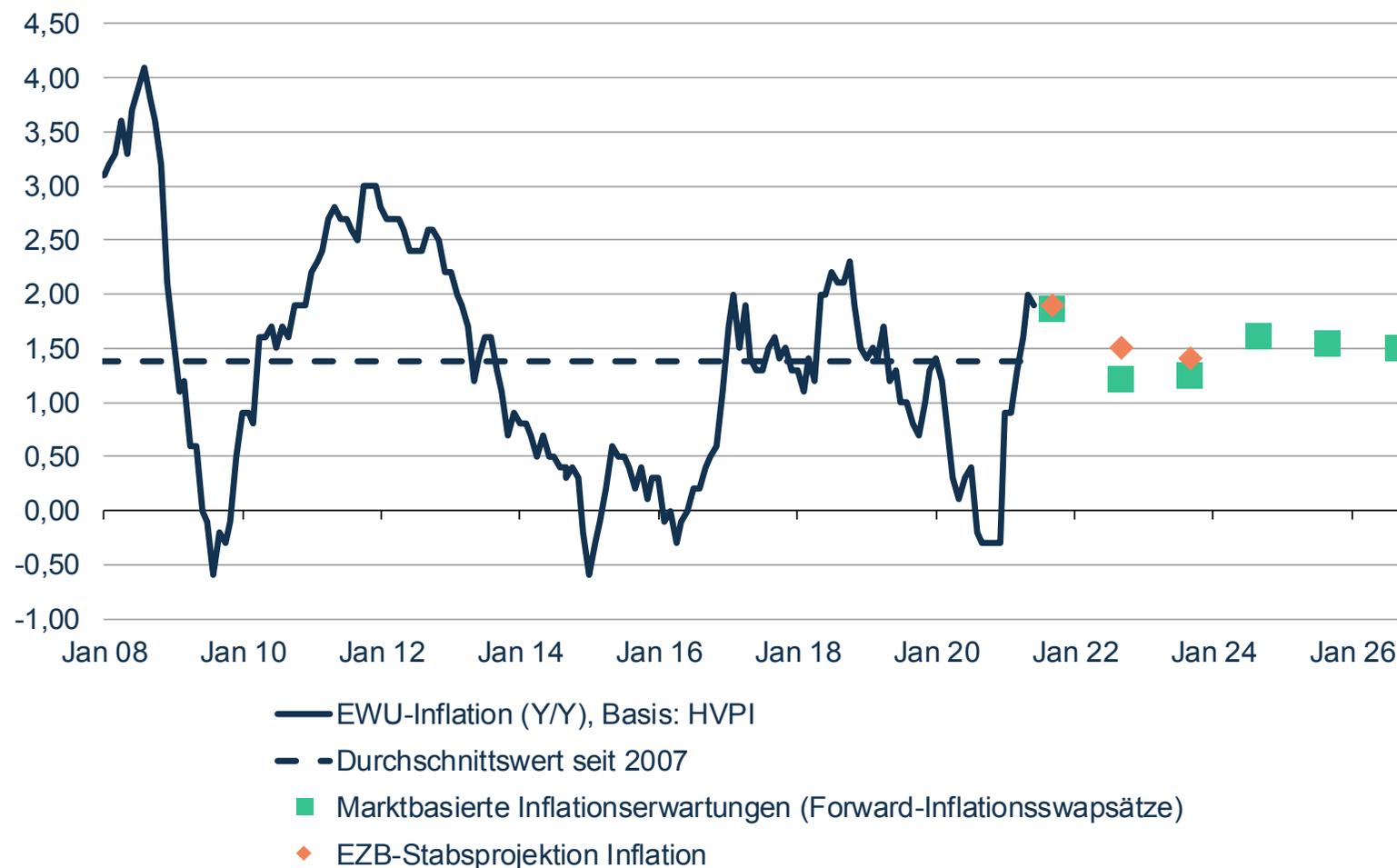


- Trotz eines gemäß Markterwartungen vorgezogenen Zeitpunkts der US-Leitzinswende tendierten die USD-Langfristzinsen in den vergangenen Wochen nach unten.
- Dieser scheinbare Widerspruch erklärt sich aus einer merklichen Abwärtskorrektur der langfristigen Inflationserwartungen am USD-Zinsmarkt!
- Dieses Entspannungssignal in Sachen Inflationssorgen könnte sich allerdings u.E. als trügerisch erweisen, falls die US-Wirtschaft im Sommer/Herbst weitere Indizien ansteigenden Preisdrucks liefert.
- Wir sind für US-Langläufer mit Blick auf die kommenden Monate nach der jüngsten Kurserholung vorsichtig: **Der Renditerückgang ist u.E. kein neuer Trend!**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EZB: „Dovishe“ Einschätzung zur Inflation beschwichtigt die Finanzmärkte – vorerst!

EWU-Inflation mit aktuellen EZB-Stabsprojektionen und Markterwartung aus EUR-Inflationsswaps

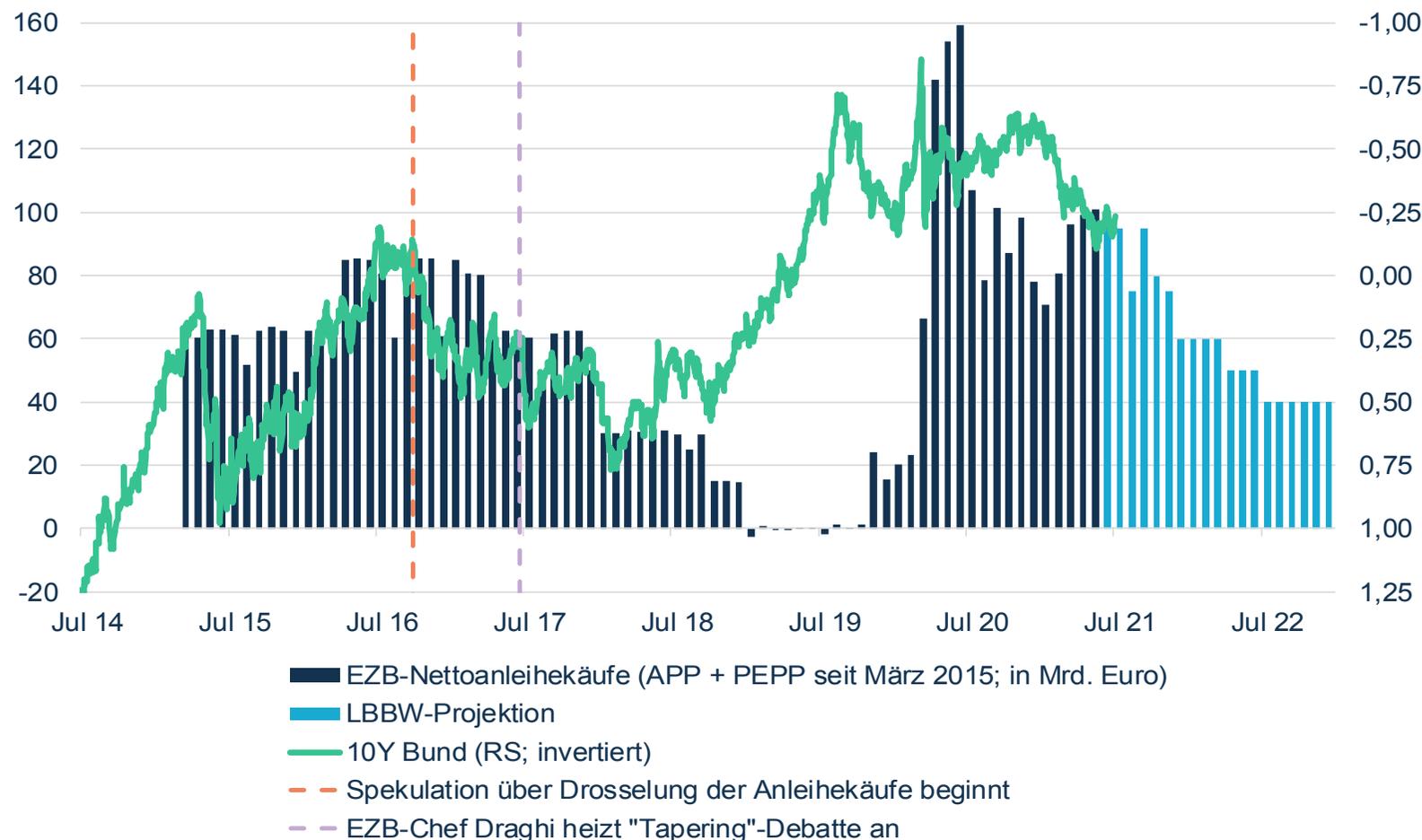


- Beschwichtigende Signale der großen Notenbanken in Sachen Inflationsgefahren wirken derzeit fast wie eine „konzertierte Aktion“. Ebenso wie die Fed hat auch die EZB im Rahmen ihres jüngsten Zinsentscheids bekräftigt, dass sie Inflationsraten über dem Zielwert als vorübergehend ansieht.
- Die EZB-Stabsprojektionen für die Inflation zeigen zwar sowohl für 2021 als auch für 2022 höhere Werte als im März. In Summe liegen die EZB-Projektionen jedoch in etwa gleichauf mit der Erwartung der Marktteilnehmer und somit weiterhin deutlich unter der 2 %-Marke.
- Ebenfalls „dovish“: Die EZB-Projektion für 2023 blieb mit 1,4 % unverändert!

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

EZB: Erhöhtes Anleihekauftempo im Sommer – Verstärkte Tapering-Debatte am Rentenmarkt nur aufgeschoben?

EZB-Nettoanleihekäufe (APP+ PEPP, in Mrd. Euro) und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

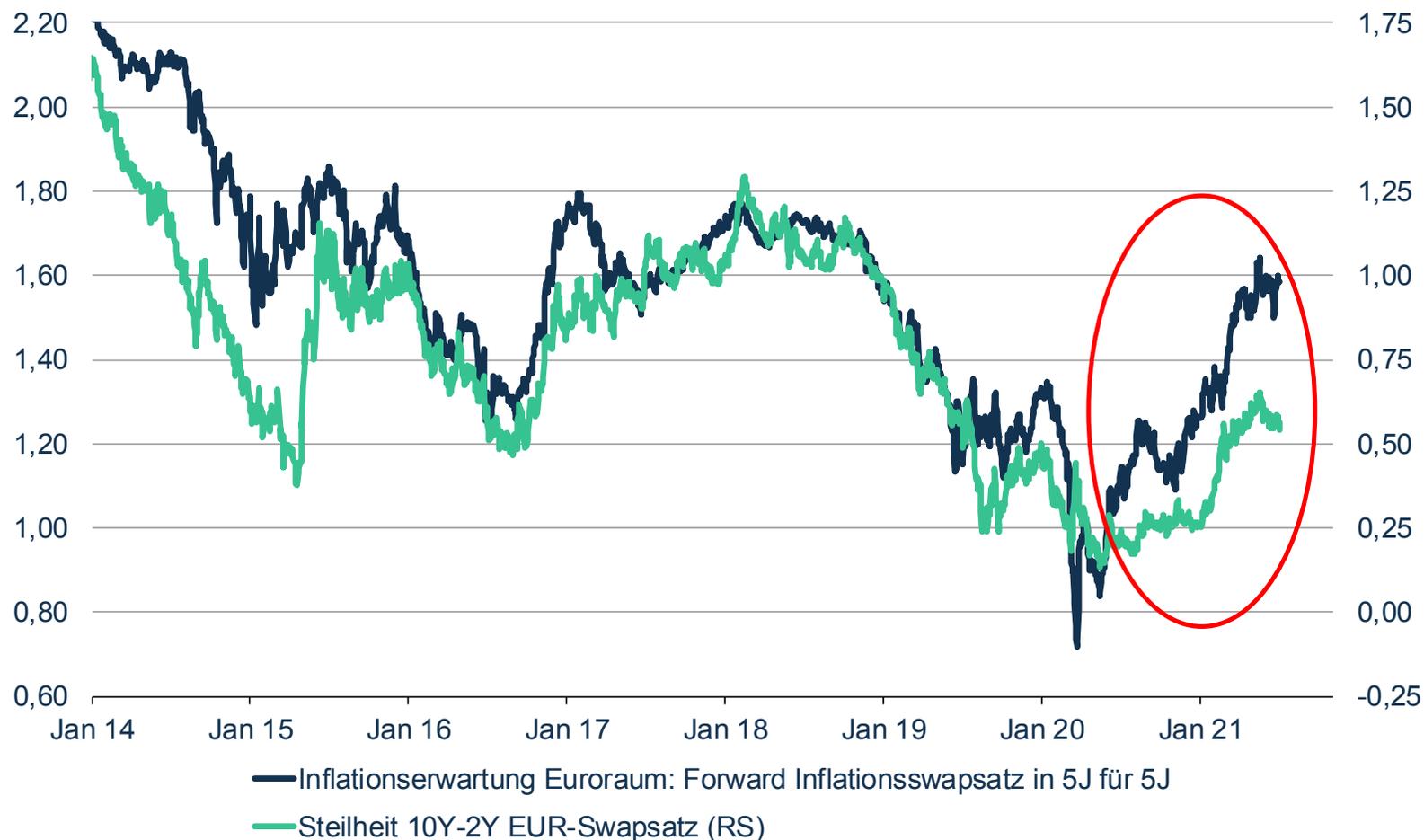


- Das wichtigste Signal der EZB an die Rentenmarktteilnehmer für die kommenden Wochen und Monate: Über den Sommer bleibt es bei einem erhöhten Nettokaufvolumen im Rahmen des Notfallprogramms PEPP.
- Ähnlich wie am USD-Rentenmarkt dürfte dies auch am EUR-Rentenmarkt Carry Trader motivieren, auf einen ruhigen Sommer zu setzen.
- Die Diskussion über ein „Tapering“ bzw. mittelfristig ein Auslaufen des PEPP dürfte nur aufgeschoben sein.
- In den Jahren 2016/17 reagierte der Rentenmarkt bereits deutlich vor einer tatsächlichen Verringerung der Kaufvolumina mit einem Renditeanstieg. U.E. ist immer wieder mit Renditeaufwärtsschüben zu rechnen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Inflationserwartungen signalisieren weiterhin latentes Versteilerungspotenzial der Zinskurve

Steilheit 10Y-2Y auf der EUR-Swapkurve und langfristige Forward-Inflationserwartungen

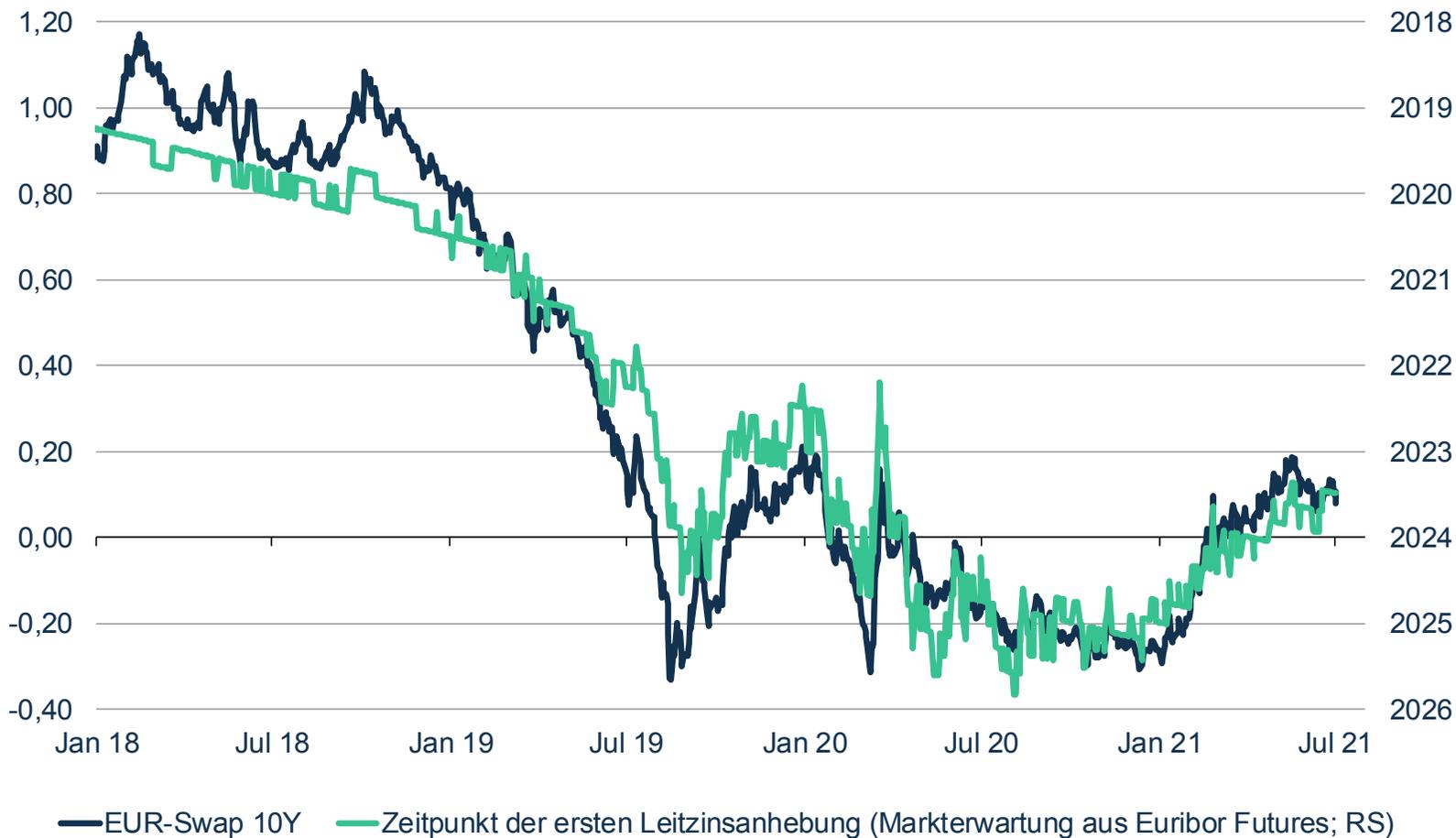


- Angesichts rentenpositiver Impulse vom US-Staatsanleihe- markt ist der Anstieg bei der Rendite 10-jähriger Bunds zwar im Juni ins Stocken geraten. Trotz dieser Konsolidierung ist der im ersten Quartal etablierte Aufwärtstrend der Langfrist- zinsen aus technischer Sicht weiterhin intakt.
- Die langfristigen Inflations- erwartungen für den Euroraum bewegen sich im Bereich eines Zweijahreshochs seitwärts.
- Die Datenlage zur Inflation spricht für die kommenden Monate u.E. tendenziell für neuen Aufwärtsdruck bei den Inflationserwartungen.
- Für die EUR-Zinskurve impliziert dies c.p. ein ten- denziell zunehmendes latentes Versteilerungspotenzial für H2.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Euro-Rentenmarkt: Terminkurse eskomptieren Leitzinswende für 2023 – aber die EZB dürfte merklichen Abstand zur Fed halten!

10Y EUR-Swapsatz und Markterwartungen für den Zeitpunkt der ersten Anhebung des EZB-Einlagesatzes (+10 Bp)

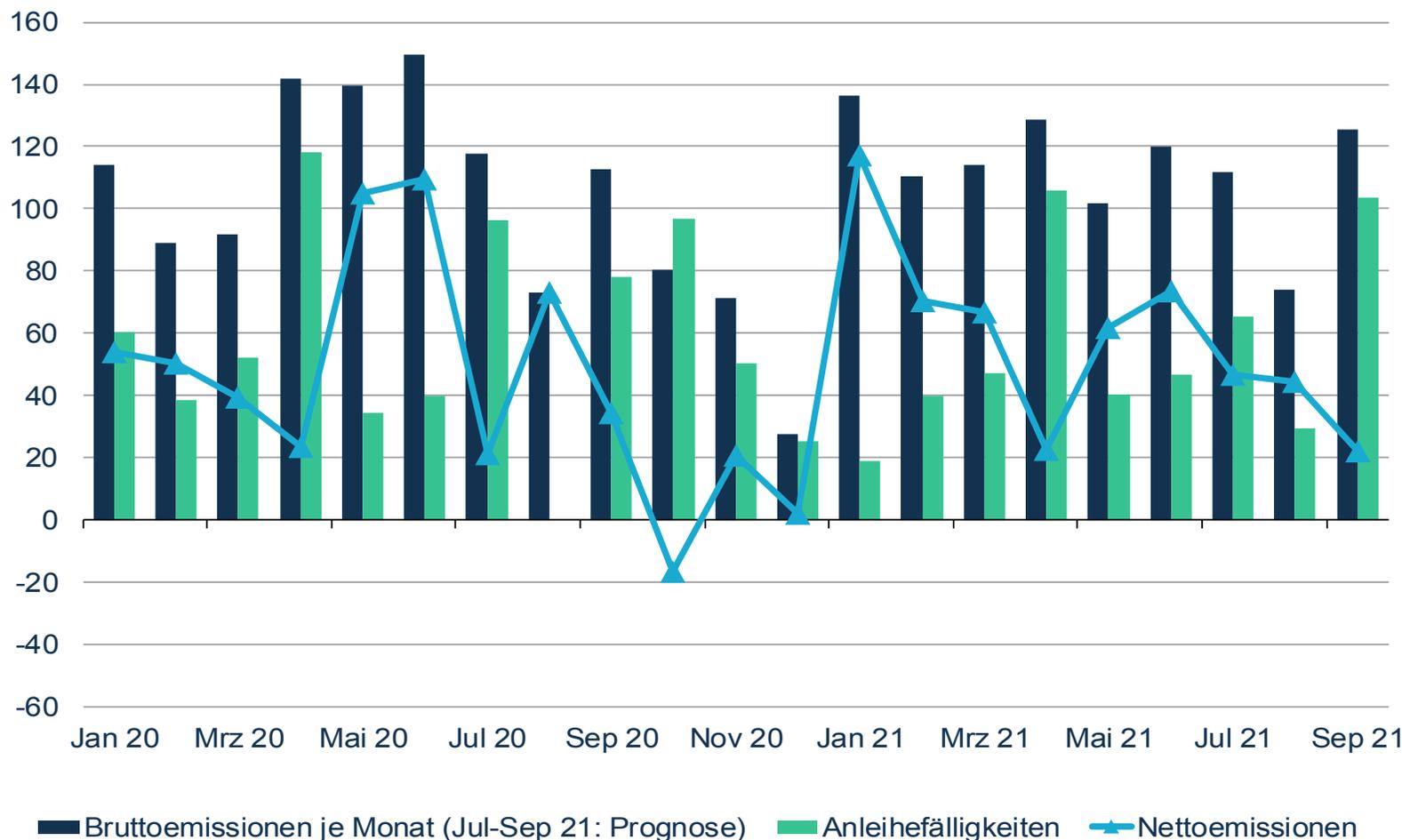


- Über den ersten „Exit“-Schritt eines Taperings der Anleihekäufe hinaus betrachtet dürfte der Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik bei der EZB u.E. deutlich langsamer und zögerlicher ablaufen als bei der Fed. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Chance auf dauerhaft erhöhte Inflation im Euroraum u.E. deutlich geringer ist als in den USA.
- Die Terminkurse am EUR-Zinsmarkt eskomptieren eine erste Anhebung des EZB-Einlagesatzes (+10 Bp) derzeit für Sommer/Herbst 2023.
- Diese Erwartung halten wir aus heutiger Sicht für klar verfrüht. Dies **engt** c.p. den **Spielraum für weiter anziehende Euro-Langfristzinsen ein und schwächt den Euro im Vergleich zum US-Dollar.**

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Ausblick Q3: Nettoangebot sinkt im Quartalsvergleich um rund 30 %; EU wird zunehmend zur „Funding-Konkurrenz“

Brutto- und Netto- Emissionsvolumina an Euro-Staatsanleihen je Monat in den Jahren 2020/21, in Mrd. Euro (LBBW-Prognose)

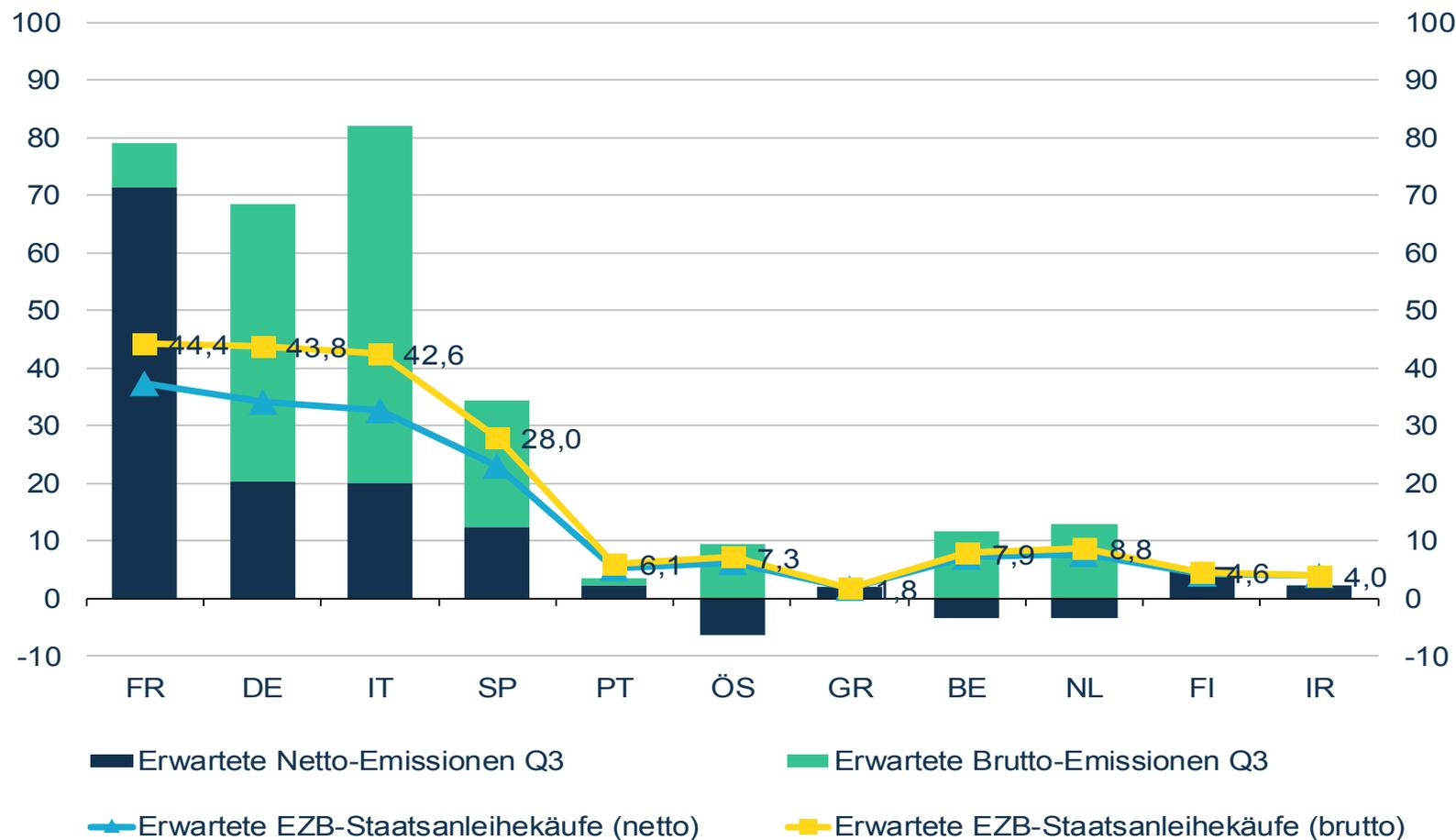


- In den Monaten April bis Juni des Jahres 2021 lag das Nettoemissionsvolumen an Euro-Staatsanleihen nach unserer Schätzung bei gut 160 Mrd. Euro, d.h. um fast 40 % niedriger als im ersten Quartal.
- Im Sommerquartal ist nun in der Netto-Betrachtung (Bruttoangebot minus Fälligkeiten) mit einem weiteren deutlichen Angebotsrückgang zu rechnen. Prozentual sinkt das Nettoangebot stärker als das Bruttoangebot, weil das Volumen der Fälligkeiten sogar leicht steigt. Wir rechnen für Q3 mit Nettoemissionen von gut 110 Mrd. Euro, d.h. ein Minus von rund 30 % ggü. Q2.
- Zu beachten ist die wachsende Funding-Konkurrenz durch Emissionen der EU, die in Q3 über das NGEU-Programm rund 35 Mrd. Euro netto begeben könnte.

Quelle: Finanzministerien, Bloomberg, LBBW Research

Ausblick Q3: Angebot und EZB-Käufe – EZB kauft rechnerisch knapp 65 % des Bruttoangebots

Brutto- und Netto Emissionsvolumina in Q3 je Land und erwartete EZB-Käufe (Nominalwert-Äquivalente), in Mrd. Euro (LBBW-Prognose)



- Die EZB hat angekündigt, das zuletzt erhöhte Tempo ihrer Netto-Anleihekäufe unter dem Notfallprogramm PEPP auch im Sommerquartal beibehalten zu wollen. Nettokäufe im Bereich von 100 Mrd. Euro/Monat sind damit zumindest im Juli und September realistisch, im August dürfte der Wert sommerbedingt niedriger sein.
- Die Fälligkeiten der EZB im Rahmen des PSPP liegen im dritten Quartal bei rund 53 Mrd. Euro (Schwerpunkt im Juli), hiervon entfallen nach unserer Schätzung 36 Mrd. Euro auf Staatsanleihen.
- Rein rechnerisch (keine Käufe am Primärmarkt) dürfte die EZB nach unserer Schätzung in Q3 135 % der Nettoemissionen und fast 65 % der Bruttoemissionen erwerben – beide Werte liegen höher als in Q2.

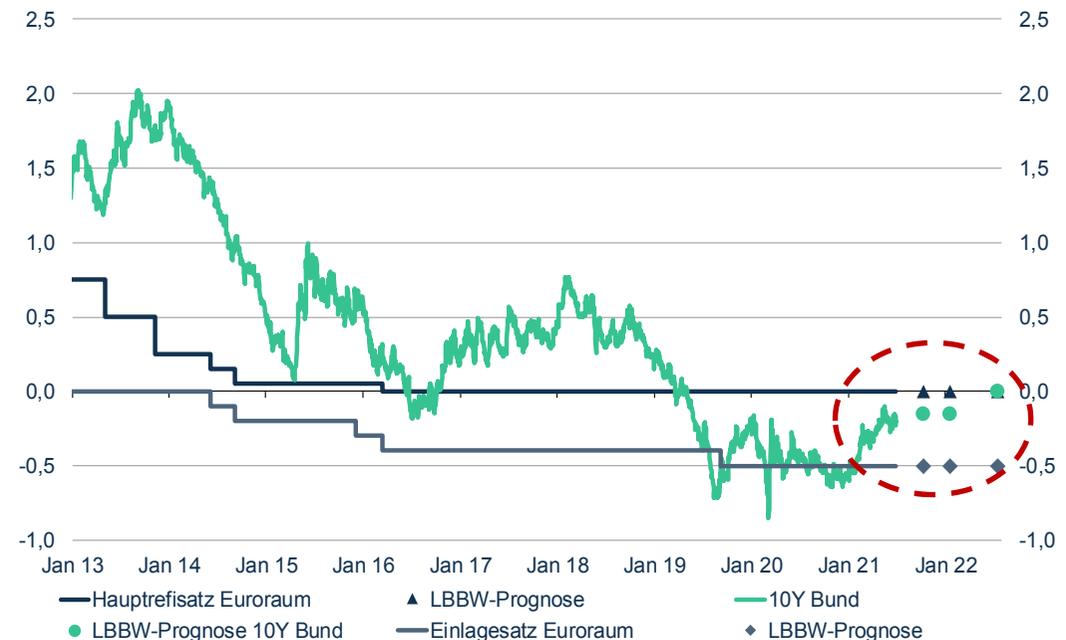
Quelle: Finanzministerien, Bloomberg, LBBW Research (Annahme: Verteilung der Käufe nach Kapitalschlüssel)

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

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



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



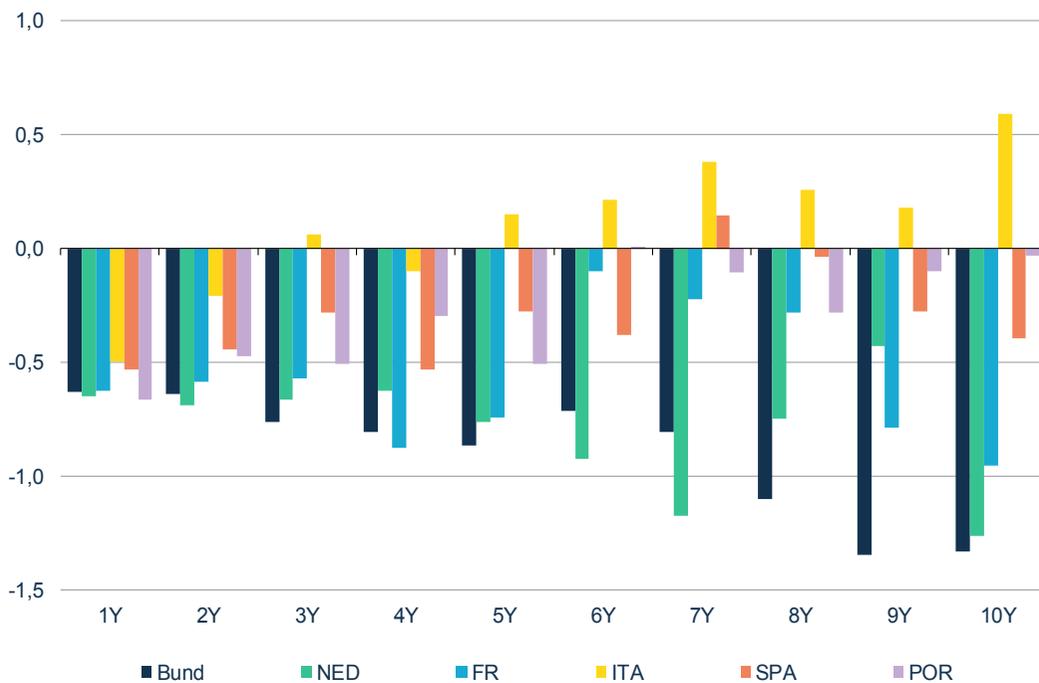
- **USA:** Die Fed dürfte ihre Leitzinsen auf absehbare Zeit nahe null halten, auch nach Abflauen des Corona-Schocks. Tapering der Anleihekäufe beginnt Anfang 2022. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries sollte im Zuge anhaltender Reflationierungsspekulationen sowie hohen Angebotsdrucks erneut anziehen, angesichts einer „dovishen“ Haltung der Fed bleibt das Aufwärtspotenzial 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. Erneute Rücksetzer weiterhin möglich; erst mittelfristig dürfte sich mit Abebben der Coronavirus-Pandemie ein nachhaltiger Wiederanstieg herausbilden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

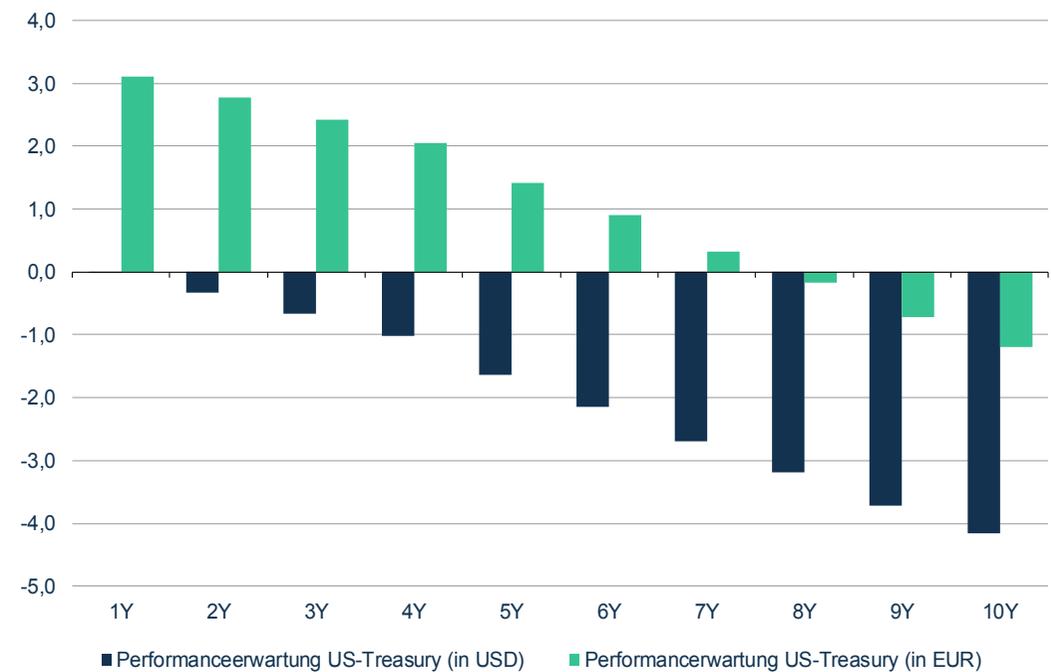
Performanceerwartung Euro-Staatsanleihen/US Treasuries auf 12M-Sicht: „Buying on dips“ bleibt im Euroraum bevorzugt

Euro-Staatsanleihen

(Annahme: Spreads unverändert)



US-Treasuries



- EUR-Staatsanleihen: Die Bewertung kerneuropäischer Staatsanleihen bleibt hoch, wenngleich Langläufer auf 6M-Sicht 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 Dollar-Wechselkurs zeigt seit Jahresbeginn eine Bodenbildung, wir erwarten nun in der Tendenz eine festere US-Währung. Die Performanceaussichten in Euro werden hierdurch aufgehellt, wir sehen **weiterhin im mittleren Laufzeitbereich (5Y-7Y) ein günstiges Chance-Risiko-Verhältnis**, da sich Carry/Rolldown in diesem Bereich der Kurve zuletzt nochmals deutlich verbessert haben.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Credits



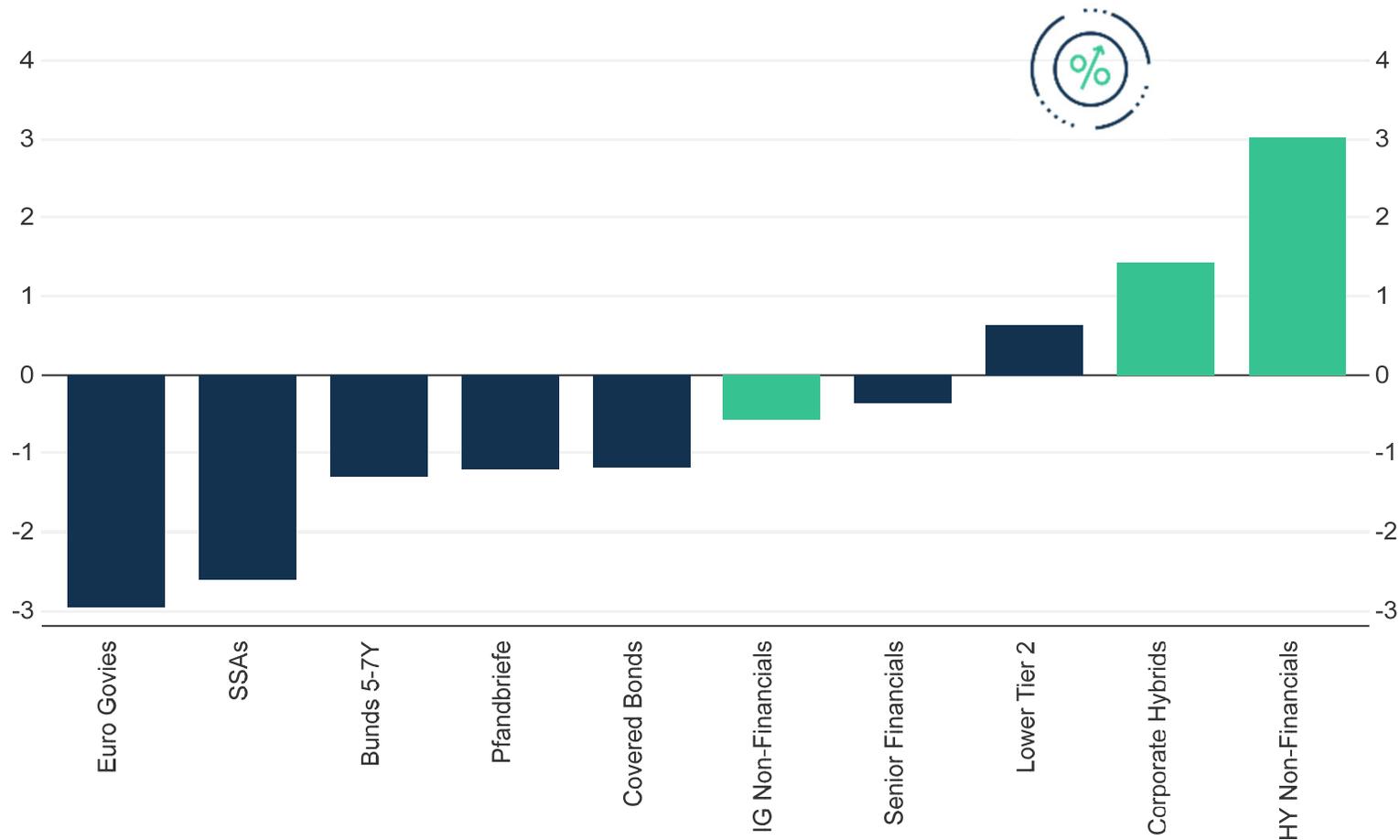
- High Yields erzielten gute Performance in H1/2021
- Ratingtrend hat ins Positive gedreht
- Ausfallraten bei großen Konzernen auf dem Rückzug
- Neuemissionen auch 2021 sehr gefragt
- Realzinsniveau sinkt auf neues historisches Tief – High Yield als Inflationsschutz
- Autos fahren deutliche Outperformance ein
- Bei Niedrig-Rendite könnte die Duration zum entscheidenden Faktor werden
- Fazit: Credits bleiben das kleinere Übel

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

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

Corporate Credits: High Yields erzielten gute Performance im ersten Halbjahr 2021

Total Return: Fixed Income Erstes Halbjahr 2021, in %



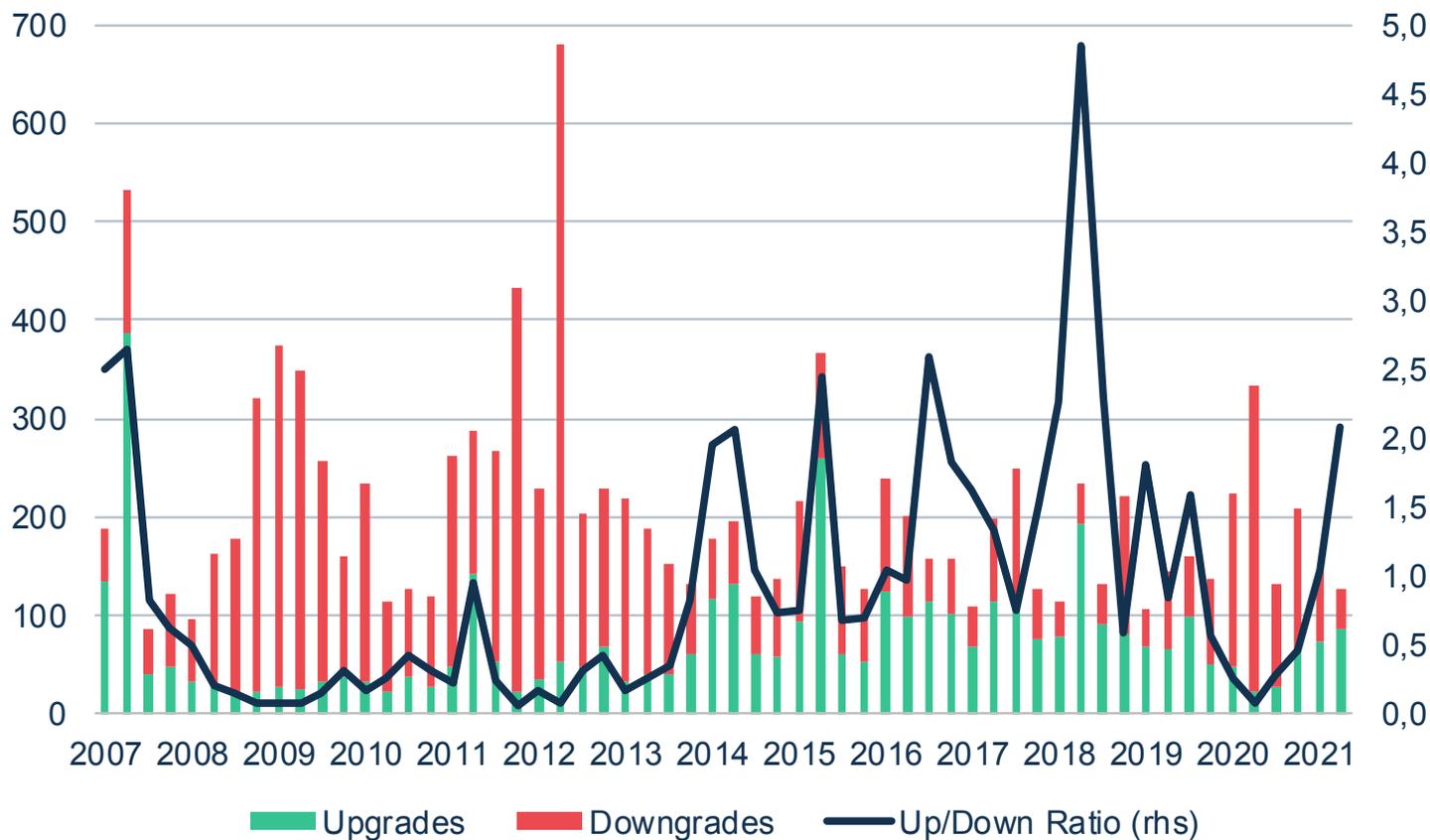
- Gestiegene Bundrenditen führten zu Verlusten bei den Staatsanleihen und belasteten auch die Performance der Unternehmensanleihen.
- Nur High-Yield-Bonds und Hybridanleihen erzielten dank höherer Ausgangsrenditen und stärkerer Spreadeinengungen eine positive Performance für die Zeit seit Jahresanfang.
- Wie sind die Aussichten für das zweite Halbjahr? Können High Yields auch zukünftig die steigenden Inflationsraten kompensieren?

Quelle: Refinitiv, LBBW Research (Stand: 25.06.2021)

Ratingtrend hat ins Positive gedreht

Upgrades versus Downgrades in Europa

Anzahl und Relation (bei den von Moody's gerateten Unternehmen)



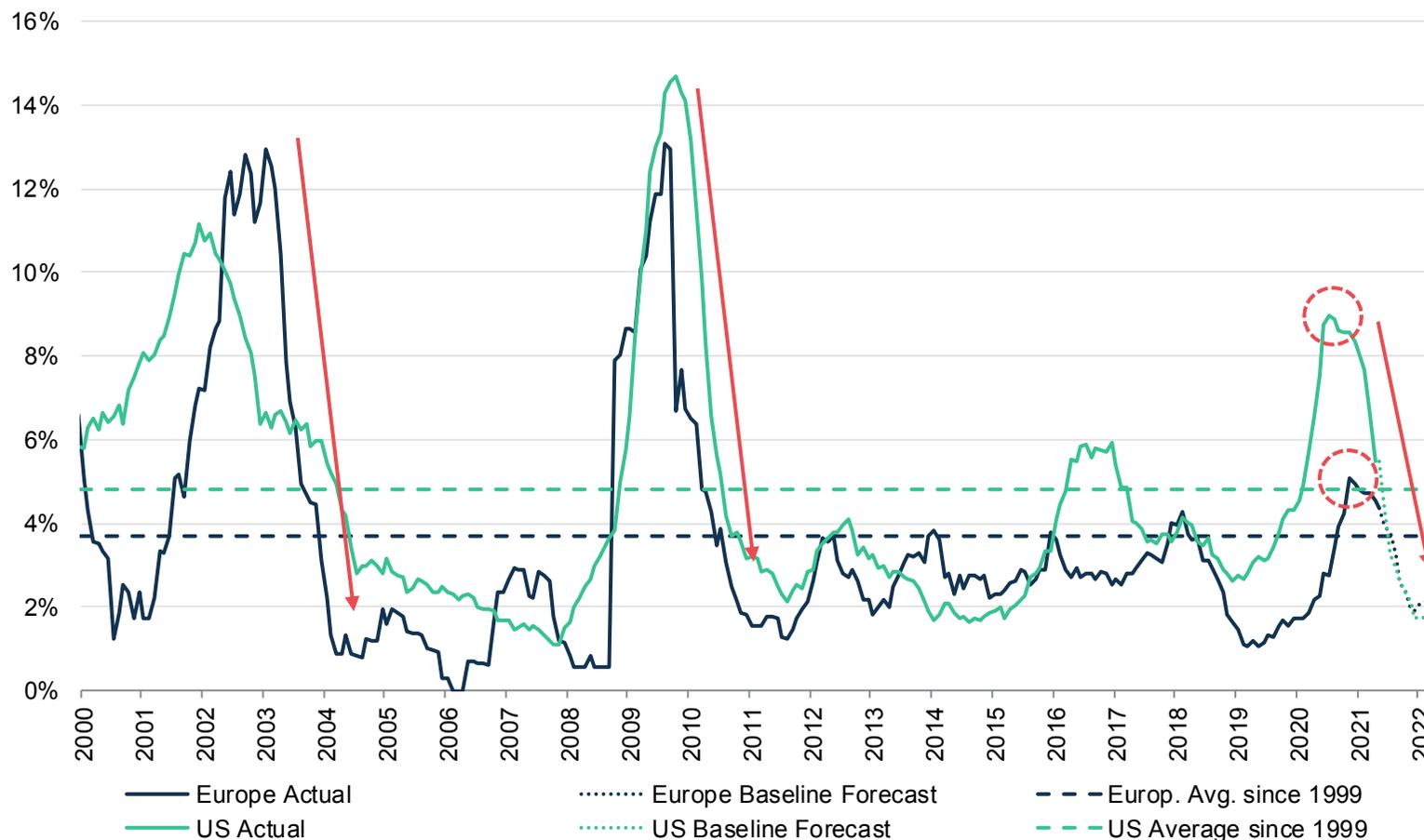
- Im Zuge der Corona-Krise kam es zu einer massiven Welle von Rating-Downgrades, vor allem im High-Yield-Segment.
- Die meisten Downgrades erfolgten in Q2/2020, in dem es auch kaum Upgrades gab.
- Im Vergleich zur Finanzkrise (ab 2008) und zur europäischen Staatsschuldenkrise (ab 2011), bei denen es über Jahre hinweg sehr viele Downgrades gab, setzte die Erholung der Ratings diesmal deutlich schneller ein.
- So übertrafen in Q1/2021 die Heraufstufungen die Herabstufungen wieder. Dieser positive Trend dürfte sich im weiteren Verlauf des Jahres 2021 fortsetzen.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

Ausfallraten bei großen Konzernen auf dem Rückzug

Ausfallraten HY-Corporates

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



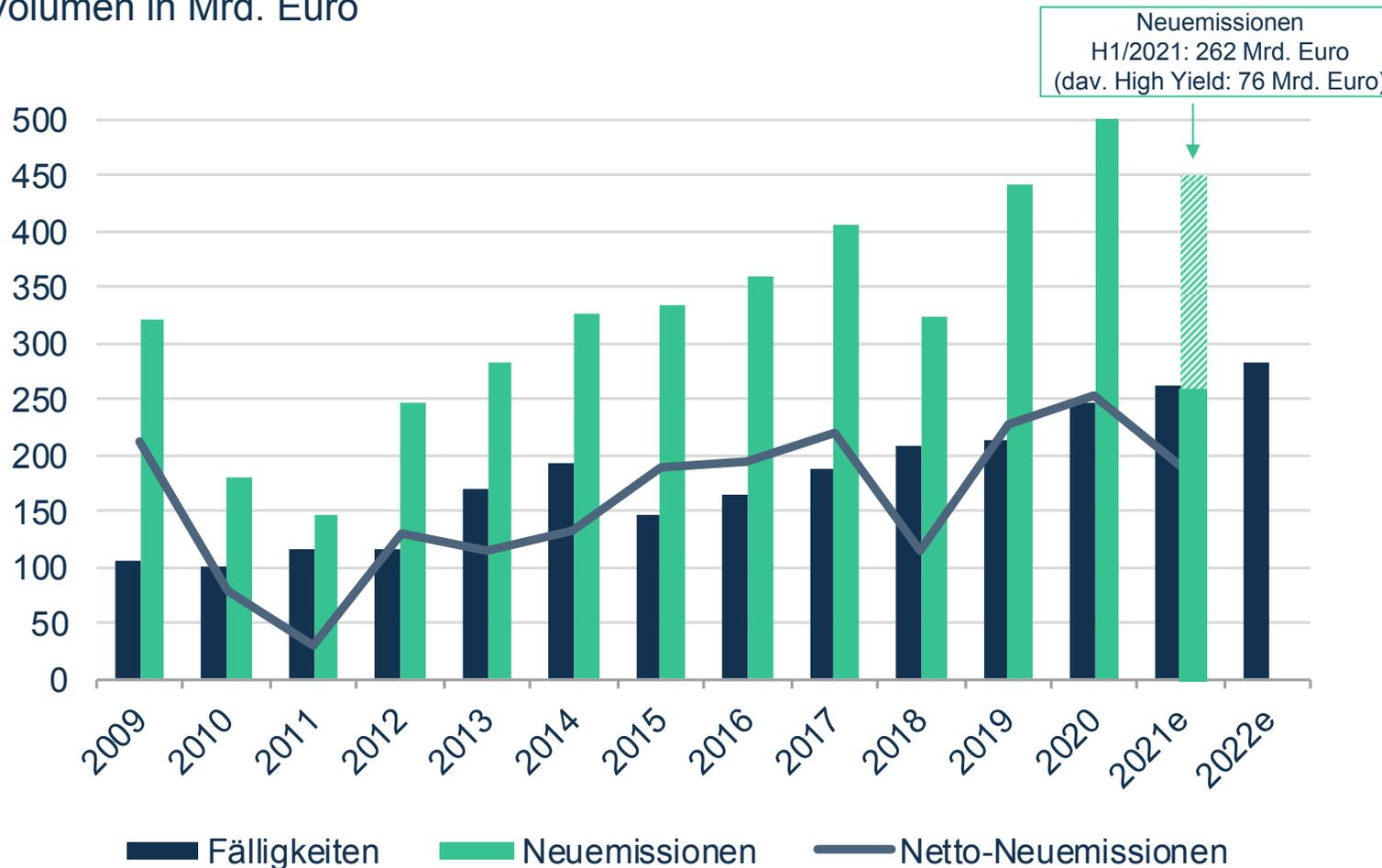
- Der Anstieg der Ausfälle in der Corona-Krise verlief weniger dramatisch als befürchtet. Im Mai 2020 rechnete Moody's noch mit Ausfallraten für die USA von 13,5% (Hochpunkt lag bei 9%) und für Europa von 8% (lag bei 5,1% im November).
- Nach den vergangenen großen Pleitewellen (9/11/2001 und Finanzkrise 2008) verbesserten sich die Ausfallraten relativ schnell wieder unter ihren langjährigen Durchschnitt.
- Dies zeichnet sich auch aktuell ab: Wir rechnen für Europa und für die USA zunächst mit einer Verbesserung auf 3,0%.
- Den Unternehmen hilft eine bessere Liquiditätsausstattung und das Niedrigzinsniveau, dank umfangreicher Stützungsmaßnahmen der Staaten und Notenbanken.

Quelle: Moody's®, LBBW Research, Stand 06/2021

Neuemissionen auch 2021 sehr gefragt

Corporate Bond-Fälligkeiten und -Neuemissionen in EUR

Volumen in Mrd. Euro



- Im 1. Halbjahr 2021 begaben die Unternehmen ein hohes Volumen von 262 Mrd. Euro an neuen EUR-Bonds. Der Rekord im Vorjahr (davon 330 Mrd. Euro in H1/2020) war geprägt durch eine sicherheitsorientierte Cash-Aufstockung im Zuge der Corona-Krise.
- Für das Gesamtjahr rechnen wir mit Neuemissionen von ca. 450 Mrd. Euro. Dafür sprechen günstige Refinanzierungsbedingungen und ein anhaltender Fokus auf Cash – auch im Hinblick auf wieder steigende Investitionen und M&A.
- In Kombination mit leicht steigenden Bondfälligkeiten (2021: 262 Mrd. Euro) lässt dies für 2021 ein geringeres Netto-Neuemissionsvolumen erwarten: ca. 190 Mrd. Euro nach einem Vorjahresrekord von ca. 250 Mrd. Euro.

Quelle: IGM, Bloomberg, LBBW Research

Realzinsniveau sinkt auf neues historisches Tief – High Yield als Inflationsschutz

Realzins 5-jähriger Bundesanleihen vs. Credits

Rendite abzüglich aktueller Verbraucherpreisinflation

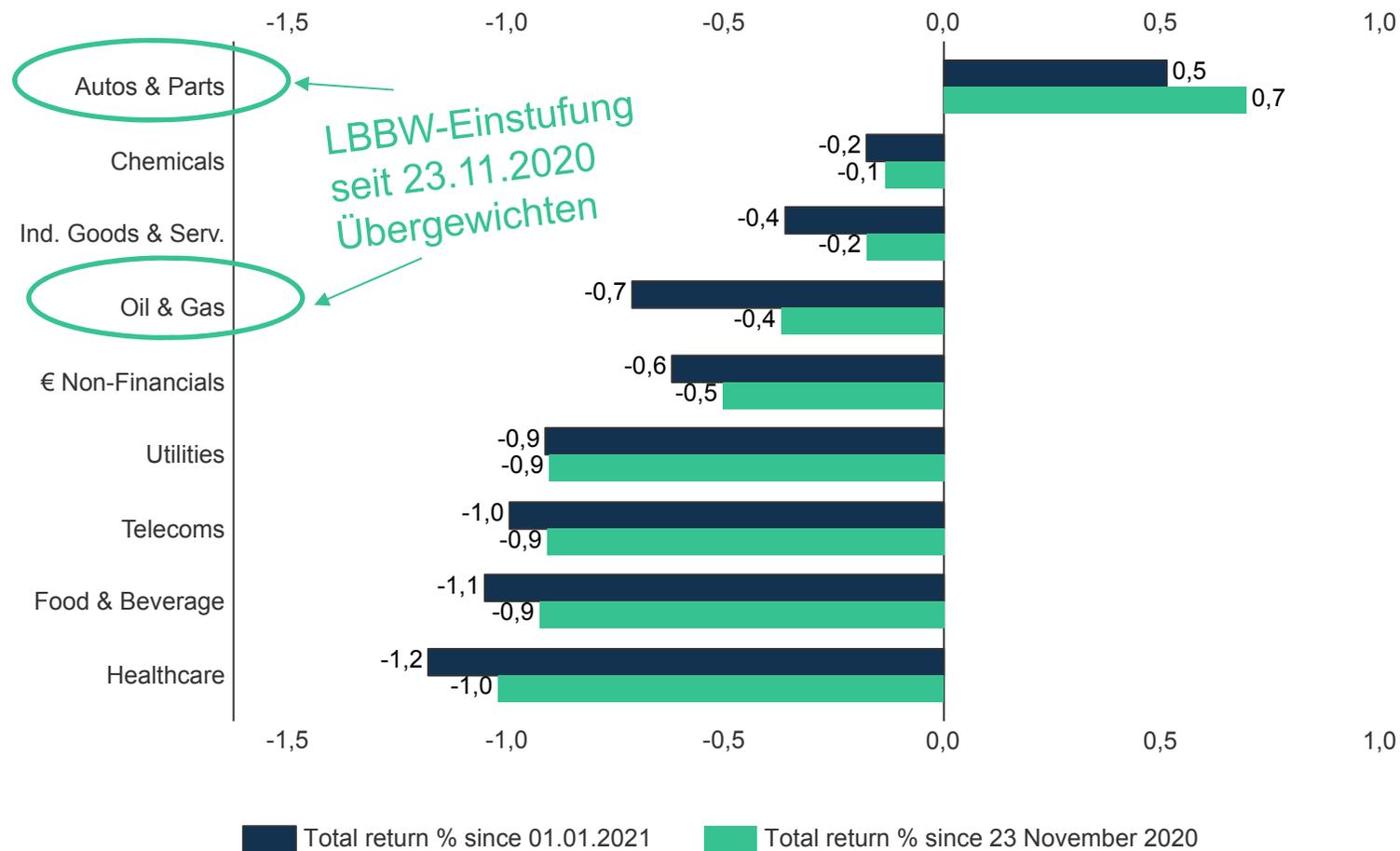


- Der sprunghafte Anstieg der Inflationsraten in den vergangenen Monaten hat den moderaten Anstieg der Renditen am Rentenmarkt bei weitem überkompensiert.
- Die Realrenditen sind infolgedessen sowohl bei Bundesanleihen als auch bei den Credits auf historische Tiefs abgerutscht.
- Da wir zumindest mit Blick bis Jahresende eher von einem weiteren Anstieg der Inflationsraten ausgehen, dürfte sich wenig an der extrem teuren Bewertung weiter Teile des Rentenmarkts ändern.
- Nur im High-Yield-Bereich ist die Realverzinsung noch positiv. Ohne ein gewisses Maß an Risiko wird sich ein negativer Total Return kaum vermeiden lassen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Autos fahren deutliche Outperformance ein

Wechsel von defensiven zu zyklischen Branchen machte sich bezahlt

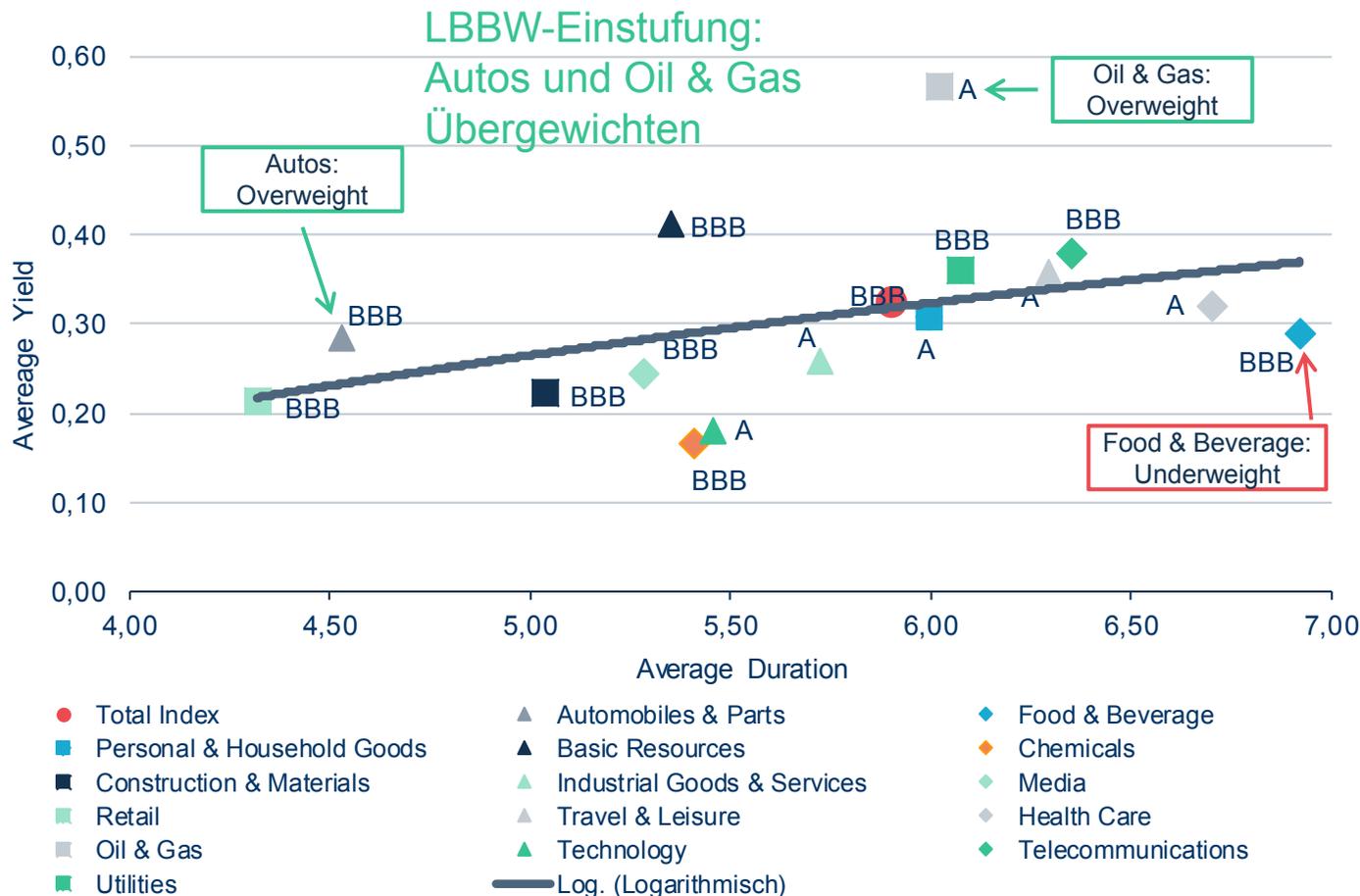


- Unser Favoritenwechsel im vergangenen Outlook (November 2020) von defensiven zu zyklischen Branchen hat sich ausgezahlt: Der Auto-Sektor profitierte von den starken Spreadeinengungen und konnte eine klare Outperformance einfahren.
- Die vorherigen Outperformer Healthcare, Telecoms und Utilities verloren am meisten.
- Neben den Spreadbewegungen spielte insbesondere auch die Duration eine wesentliche Rolle für die Sektor-Performance.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research, Stand: 05.07.2021 (Investmentgrade-Indizes)

Bei Niedrig-Rendite könnte die Duration zum entscheidenden Faktor werden

Rendite, Duration und Ratingkategorie von iBodd-Sektoren Gewichteter Durchschnitt



- Der Investmentgrade-Gesamtindex (iBodd Non-Financials) kommt bei einer Duration von 5,9 Jahren nur auf eine gewichtete jährliche Rendite von 0,32%.
- Der Sektor Oil & Gas weist den höchsten Rendite-Aufschlag gegenüber dem Index auf und zählt daher weiterhin zu unseren Favoriten.
- Ansonsten ist die Bandbreite der Renditen derzeit relativ gering. In unserem Hauptszenario leicht steigender Zinsen dürfte die Duration weiterhin eine entscheidende Performance-Komponente sein.
- Daher sehen wir für den Auto-Sektor (Overweight) ein höheres Rendite-Potenzial, während Food & Beverage (Underweight) am meisten unter der längeren Duration leiden würde.

Quelle: IHS Markit, LBBW Research (eigene Berechnungen); Stand: 05.07.2021

Fazit: Credits bleiben das kleinere Übel

Hinweis:
Credit Outlook (Corporate Bonds)
& Financials Outlook (Banken)
vom 28.06.
im Markets Portal abrufbar



Nach Ertragseinbrüchen zu Beginn der Corona-Epidemie erholte sich die Industrie relativ schnell wieder und knüpfte in der Breite wieder an die Vorkrisen-Niveaus an, sowohl durch steigende Erträge als auch durch eine Reduzierung einer zwischenzeitlich rekordhohen Verschuldung. Mit zunehmenden Impfungen steigen auch die Perspektiven für den Dienstleistungssektor und die am schwersten von den Lockdowns betroffenen Unternehmen.



Die Risikospreads der Unternehmensanleihen hatten sich nach dem Corona-Schock bereits im Jahr 2020 wieder deutlich erholt. Im ersten Halbjahr 2021 setzten sich die Spreadeinengungen fort, v.a. im High-Yield-Segment, so dass die niedrigen Vorkrisen-Niveaus wieder erreicht wurden. Fundamental erscheinen weitere Spreadeinengungen zwar möglich; dem stehen aber Risiken durch zunehmende Tapering-Diskussionen gegenüber.



Die Ausfallraten sind nicht so stark angestiegen wie ursprünglich befürchtet, und die Trendwende zu sinkenden Ausfallraten hat früher eingesetzt als erwartet, und zwar bereits Ende 2020. Stützend wirken die umfangreichen Hilfspakete von fiskal- und geldpolitischer Seite, hinzu kommt eine konjunkturelle Erholung und sehr gute Refinanzierungsbedingungen. Der Ratingtrend hat ins Positive gedreht, die Ausfallraten dürften weiter sinken.



In den Bewertungen am Credit-Markt ist bereits viel Positives berücksichtigt. Die Spreads liegen größtenteils wieder unter Vorkrisenniveau. Die erwarteten Total Returns für Corporate Bonds wirken in absoluter Betrachtung unattraktiv: Bei Investmentgrade-Credits rechnen wir auf 12-Monats-Sicht mit einer Performance von knapp über Null, High-Yields sollten ca. 2,5% erzielen.



Innerhalb des Fixed-Income-Segments bleiben Credits u.E. das „kleinere Übel“. Bundesanleihen lassen bei leicht steigenden Renditen Verluste erwarten. Innerhalb der Credits dürften aufgrund einer sich verbessernden Konjunktur und bestehender Renditepuffer vor allem High Yields, nachrangige Hybridanleihen von IG-Unternehmen und nachrangige Bankanleihen gefragt bleiben – nicht zuletzt, um eine negative Realverzinsung zu vermeiden.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Aktien



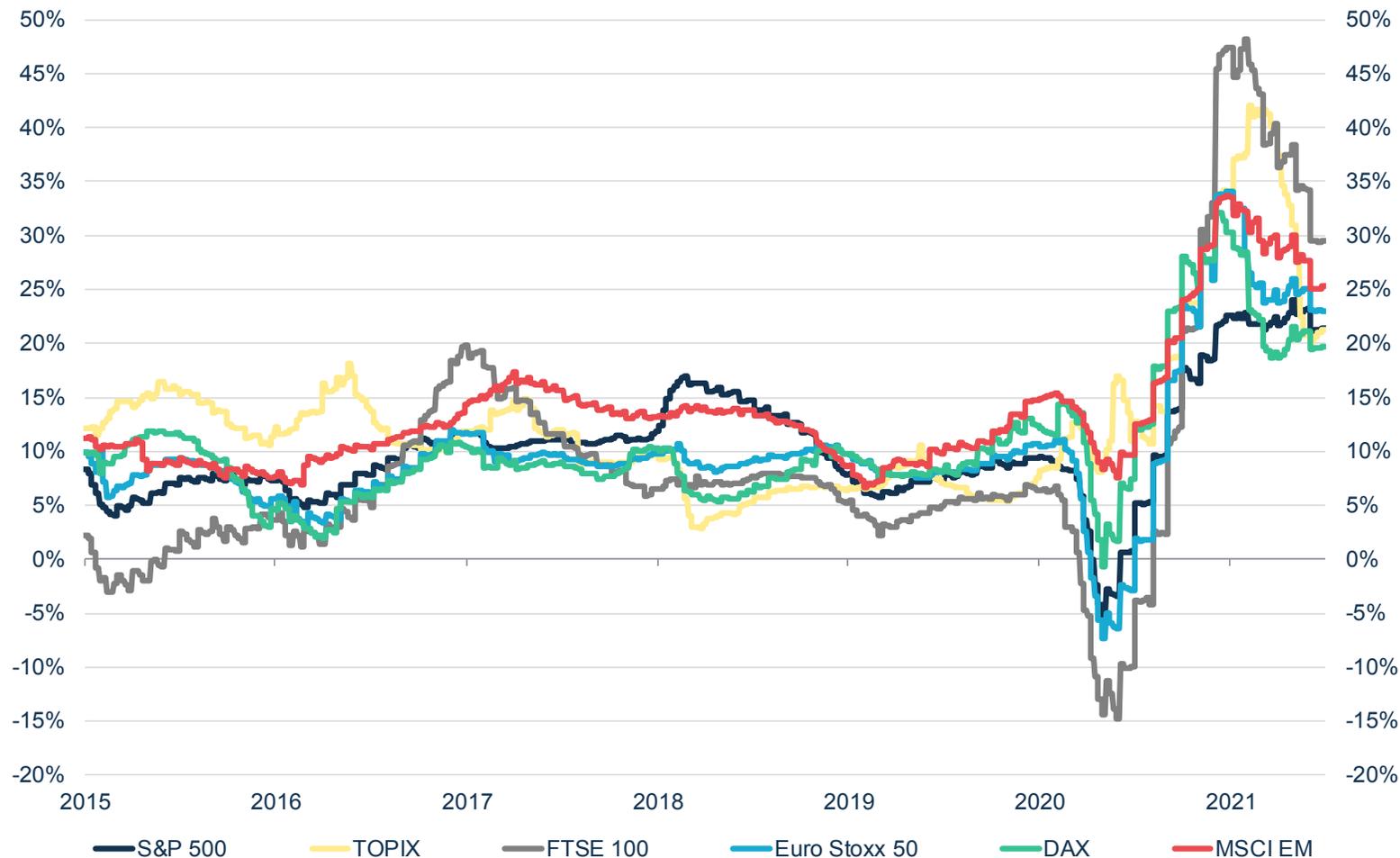
- Gewinnwachstum schrumpft wieder, und Gewinnprognosen erscheinen ambitioniert.
- Zwar sehr hohe Bewertung, aber im Unterschied zum Jahr 2000 rationale, nicht irrationale Bubble.
- Steigende Inflation schmeckt den Aktionären zwar nicht – geänderte Fed-Politik lässt sie derzeit aber ruhiger schlafen.
- So cool wie zuletzt dürften die Anleger auf Fed-Tapering und Leitzinserhöhung trotzdem nicht wieder reagieren.
- Ist die Stimmung unter den Anlegern gut – so wie auch dieses Jahr –, fällt die „Sommerflaute“ kürzer und schwächer aus.
- Fünf-Jahres-Modell deutet zwar an, dass dem Markt eine Verschnaufpause gut täte, hält Aktien jedoch weiter die Stange.

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

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

Gewinnwachstum schrumpft wieder; Gewinnprognosen erscheinen ambitioniert

International: Gewinnwachstum 12M-Forward/12M-Trailing in Prozent

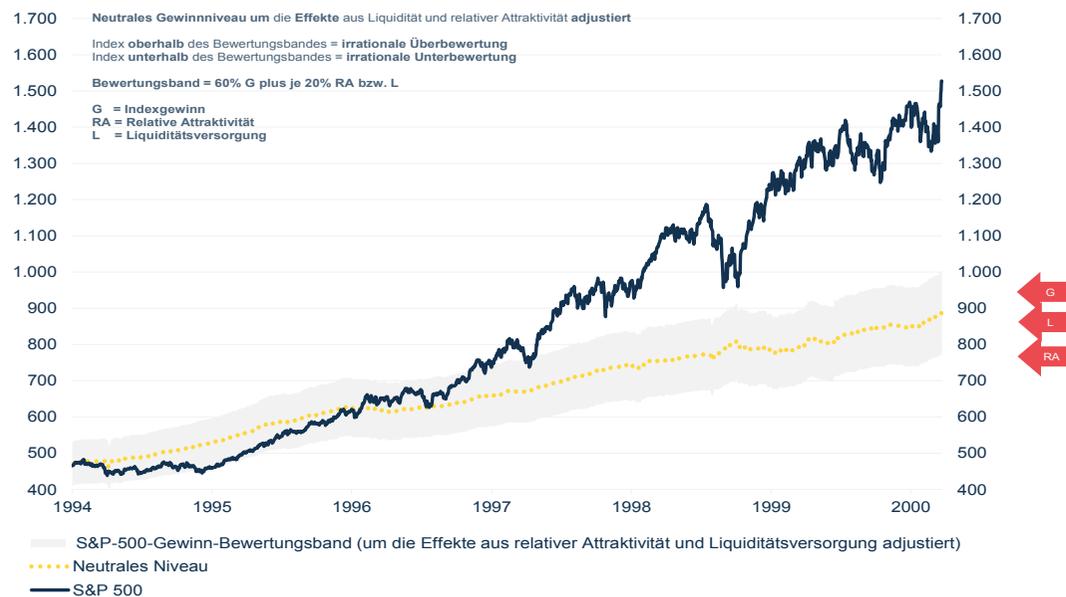


- Der Rückenwind aus immer höheren Gewinnwachstumsraten schlug seit einiger Zeit in Gegenwind um. Hierdurch ging den Anlegern Phantasie verloren. Im langjährigen Vergleich fallen die gegenwärtigen Niveaus zwar immer noch weit überdurchschnittlich aus. Aber hierbei wird es wohl nicht bleiben. Mit dem Übergang zur Normalität nach der Krise dürften auch die Gewinnwachstumsraten mehr und mehr zu früheren Normalniveaus zurückkehren.
- Die aktuellen Gewinnprognosen erscheinen zudem recht ambitioniert: So erwarten die Analysten für den DAX beispielsweise einen um fast 27% über dem 2019er-Niveau (also vor der Krise) liegenden 2021er-Gewinn. Für 2022 prognostizieren sie einen weiteren Anstieg um 11%.

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

Zwar sehr hohe Bewertung, aber im Unterschied zum Jahr 2000 rationale, nicht irrationale Bubble

S&P 500: GRAL-Bewertungsmodell 1994-2000 bzw. seit 2015 in Indexpunkten



- US-Aktien scheinen weit höher bewertet als während der Dotcom-Bubble: Die Kapitalisierung des S&P 500 liegt bei 160% (!) des US-BIP. Im März 2000 waren es „nur“ 125%. Auch liegt das KGV in der Breite höher. Hatte damals „nur“ ein Drittel der Titel des S&P 500 KGVs von mehr als 20, sind es nun gut die Hälfte.
- Weil die US-Wirtschaft im Jahr 2000 jedoch mit Liquidität unterversorgt wurde und die Gewinnrendite des S&P 500 zu allem Überfluss unter der Rendite 10jhg.-US-Treasuries lag, war der US-Markt damals auf Basis sämtlicher Bewertungsaspekte weit überteuert.

Quelle: LBBW Research



- Aktuell gilt dies für die KGV-Betrachtung zwar ebenfalls. Das Gewinnniveau steht gemäß unseres Modells nur für 3.000 Indexpunkte.
- Die wegen der ultra-expansiven Fed-Politik und der Corona-Hilfspakete noch immer hohe Überschussliquidität ließe wenigstens noch einen Indexstand von 4.250 Punkten zu.
- Der größte Unterschied zu damals ist der „TINA“-Aspekt. Weil die Gewinnrendite des S&P 500 weit oberhalb der Rendite 10jhg. US-Treasuries liegt, ließe dieser Aspekt sogar Stände von ca. 5.750 Zählern zu.

Steigende Inflation schmeckt den Aktionären zwar nicht – geänderte Fed-Politik lässt sie derzeit aber ruhiger schlafen

US-Headline-Inflation und Folgeentwicklung des S&P 500 (+1Y) im Detail in Prozent (Daten seit 1950)

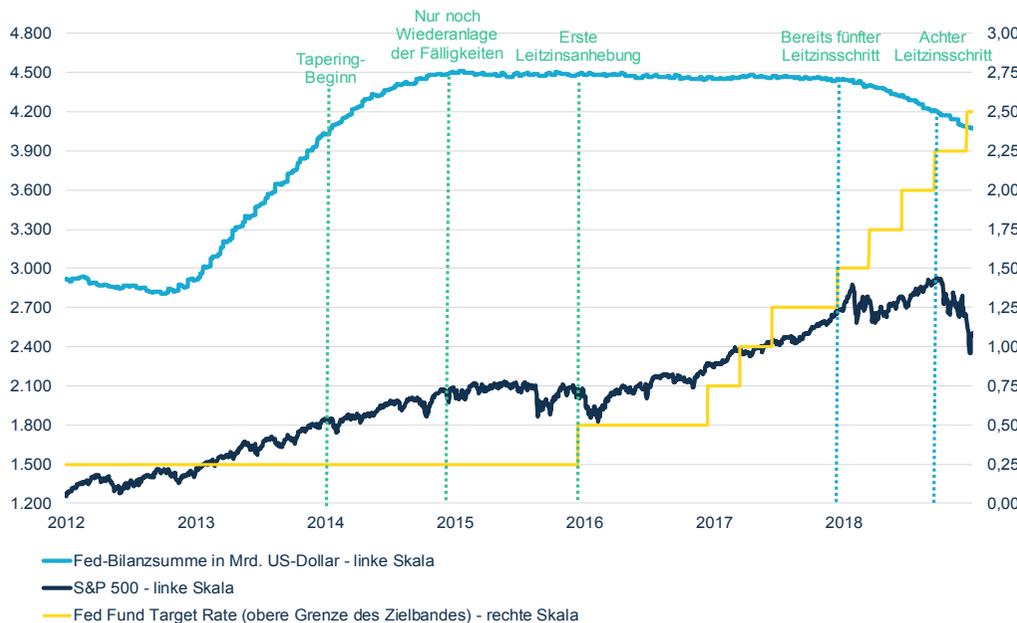


- Die Performance des S&P 500 in den jeweils folgenden zwölf Monaten fiel historisch immer dann besser aus, wenn sich die Inflationsrate dem 2%-Ziel der Fed näherte (bei <2% stieg und bei >2% sank), anstatt sich von ihm zu entfernen.
- Am schlechtesten performte der S&P 500, wenn die Rate bereits oberhalb der 2%-Marke lag und weiter stieg. Dies war zuletzt der Fall (2,64% Mrz, 4,15% Apr, 4,93% Mai). Die Juni-Zahlen werden am 13.7. veröffentlicht.
- Allerdings mussten die Anleger früher auch mehr fürchten, dass die Fed zügig auf ein Überschreiten des Ziels reagiert. Weil sie nach jahrelangem Unterschreiten nun das Überschreiten für eine gewisse Zeit tolerieren möchte, sind die Anleger nun ruhiger als früher.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

So cool wie zuletzt dürften die Anleger auf Fed-Tapering und Leitzinserhöhung trotzdem nicht wieder reagieren

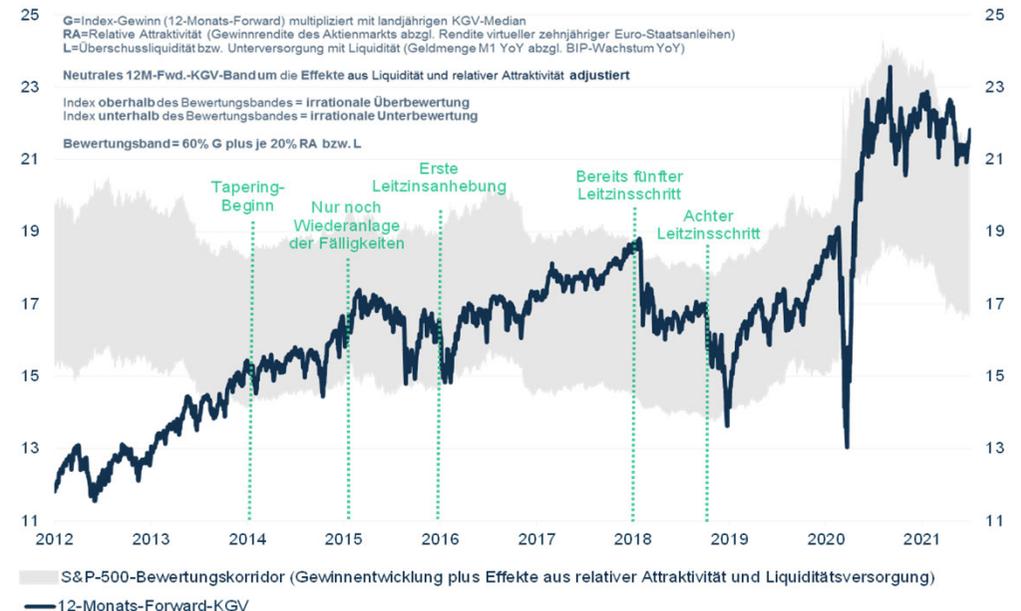
S&P 500 im Umfeld des 2014er-Taperings in Prozent, Mrd. US-Dollar bzw. Indexpunkten



- Trotz Fed-Tapering legte der S&P 500 im Jahr 2014 weiter zu – wengleich mit reduzierter Dynamik. Als die Fed schließlich nur noch die Fälligkeiten wiederanlegte tendierte der Markt seitwärts.
- Die erste Leitzinsanhebung führte zwar zu einem temporären Rücksetzer. Zügig begann der Markt jedoch wieder zu steigen. Schließlich war dieser Schritt der Fed Reflex einer wieder verbesserten Konjunktur. Bis der Aktienmarkt wirklich negativ reagierte brauchte es mehrere Zinserhöhungsschritte.

Quelle: LBBW Research

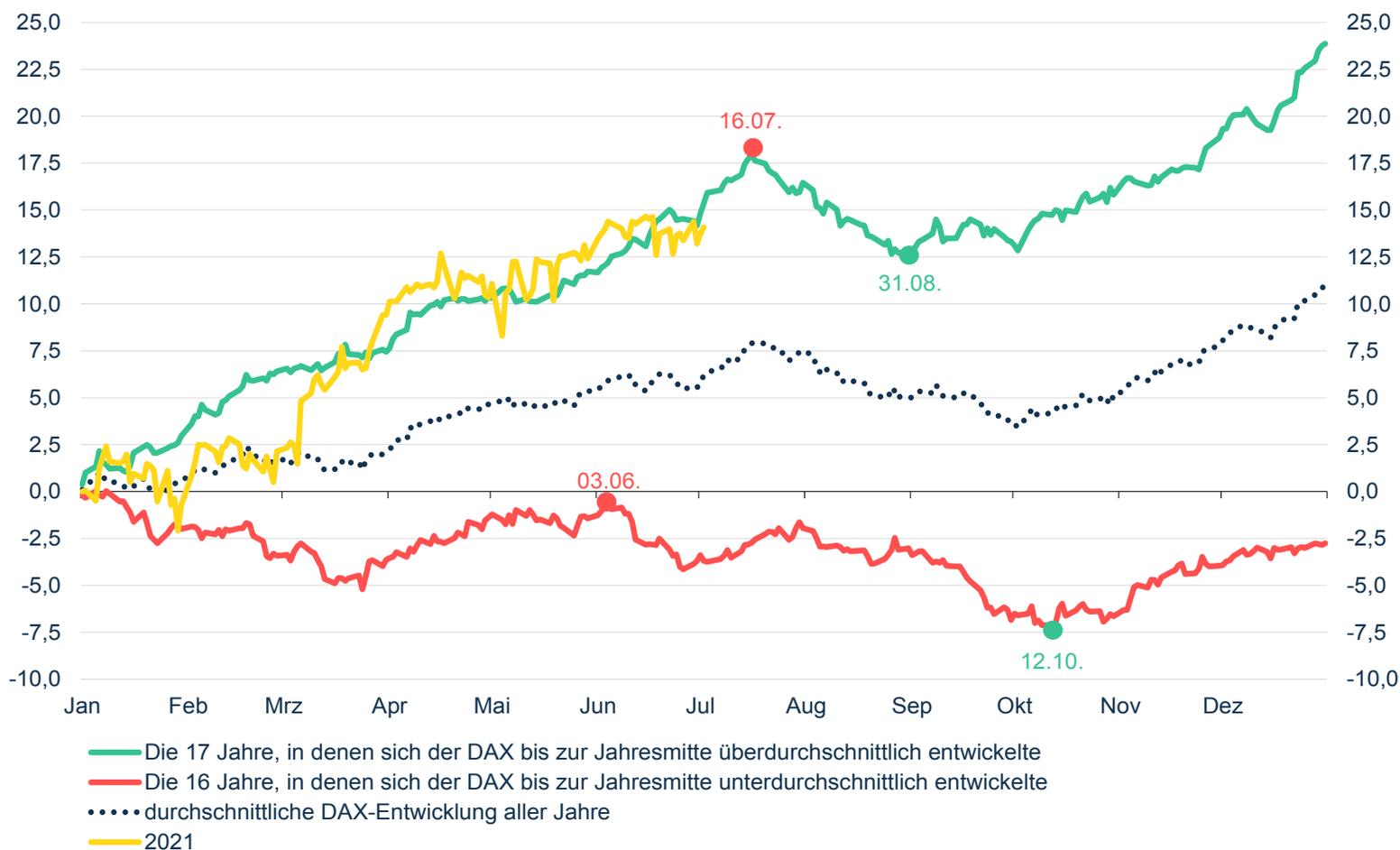
S&P 500: 12M-Fwd.-KGV vs. „fairer“ Korridor Multiple



- Das Bild der Jahre 2014 ff. taugt nicht zwingend als Blaupause für die bevorstehende Rückführung der ultra-expansiven Geldpolitik. Damals war der S&P 500 zumeist eher günstig bewertet, wie die Positionierung des KGVs innerhalb des jeweils „fair“ KGV-Bands zeigt. Erst als das obere Ende des Bandes erreicht wurde (5. Erhöhungsschritt) bzw. als mit dem 8.Schritt die Konjunkturdynamik zu stark gebremst wurde, reagierte der Markt negativ.
- Obwohl inzwischen weit höhere KGVs als damals „fair“ sind, startet der Markt nun mit einer ausgereizten Bewertung in das Tapering.

Ist die Stimmung unter den Anlegern gut – so wie dieses Jahr –, fällt die „Sommerflaute“ kürzer und schwächer aus

Durchschnittlicher DAX-Verlauf bei gutem / schwachen 1. Halbjahr vs. 2021 in Prozent

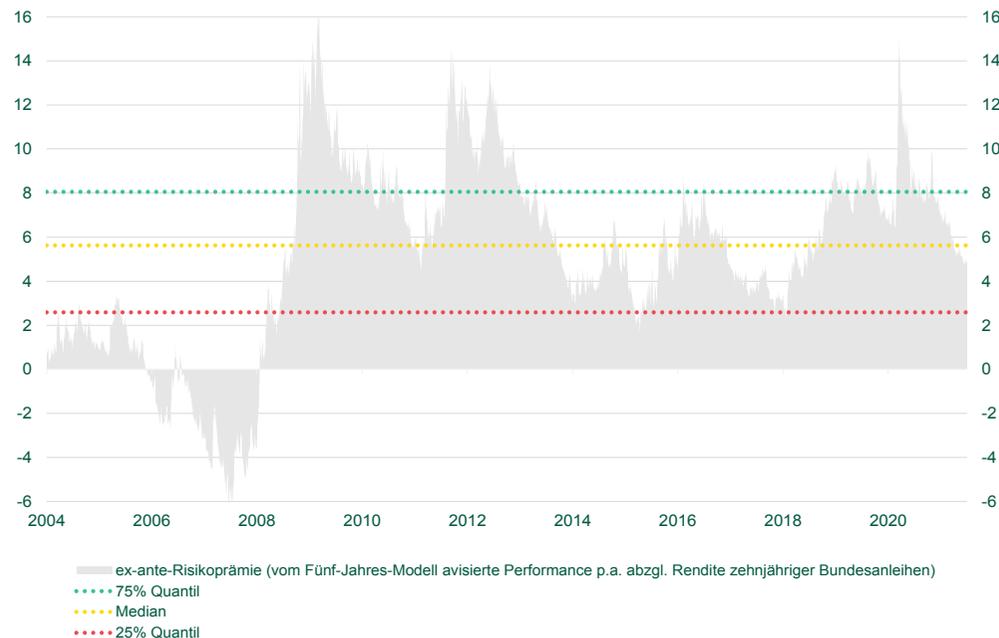


- 2021 entwickelte sich der DAX nur bis Anfang März so wie im Mittel aller bislang 33 abgeschlossenen Jahre. Danach legte er eine fulminante Performance aufs Parkett.
- Nun naht die Zeit der „Sommerflaute“ an den Aktienmärkten. Wie die Historie zeigt, fällt jene in Jahren, in welchen der DAX im 1. Halbjahr ähnlich stark unterwegs war wie nun, typischerweise nicht nur kürzer aus als wenn die Stimmung zuvor schon schlecht war, zudem ist auch das Ausmaß des temporären Rücksetzers etwas geringer.
- Im Mittel dieser Jahre dauerte es zwar bis Ende November bis der DAX das Juni-Verlaufhoch wieder erreichte. Dafür folgte dann jedoch eine massive Jahresend rally.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Fünf-Jahres-Modell deutet zwar an, dass dem Markt eine Verschnaufpause gut täte, hält Aktien jedoch weiter die Stange

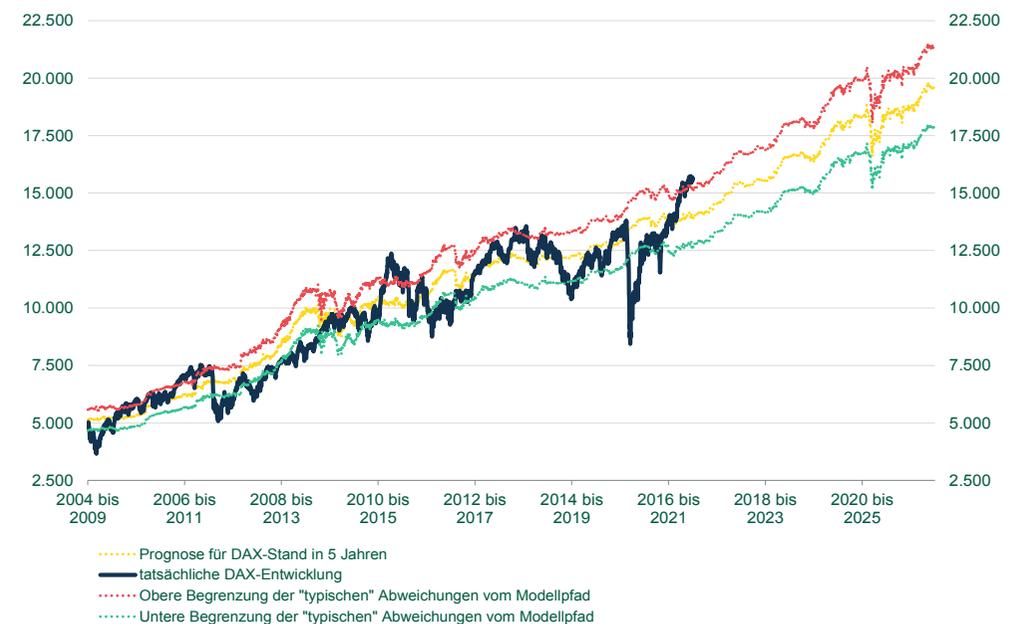
DAX ex-ante-Risikoprämie in Prozent



- Nicht nur die Saisonalität, sondern auch die zuletzt deutlich gesunkene ex-ante-Risikoprämie (welche wir auf Basis des LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modells ermittelt haben) deuten an, dass dem Aktienmarkt eine gewisse Verschnaufpause und eine Phase temporärer Gewinnmitnahmen durchaus gut tun würden.
- Jedenfalls tauchte die Risikoprämie zuletzt klar unter ihren langjährigen Median ab. Aktienrisiken werden ex ante also nur noch unterdurchschnittlich entlohnt.

Quelle: LBBW Research

DAX 5-Jahres-Modell mit Verlaufspfad in Indexpunkten

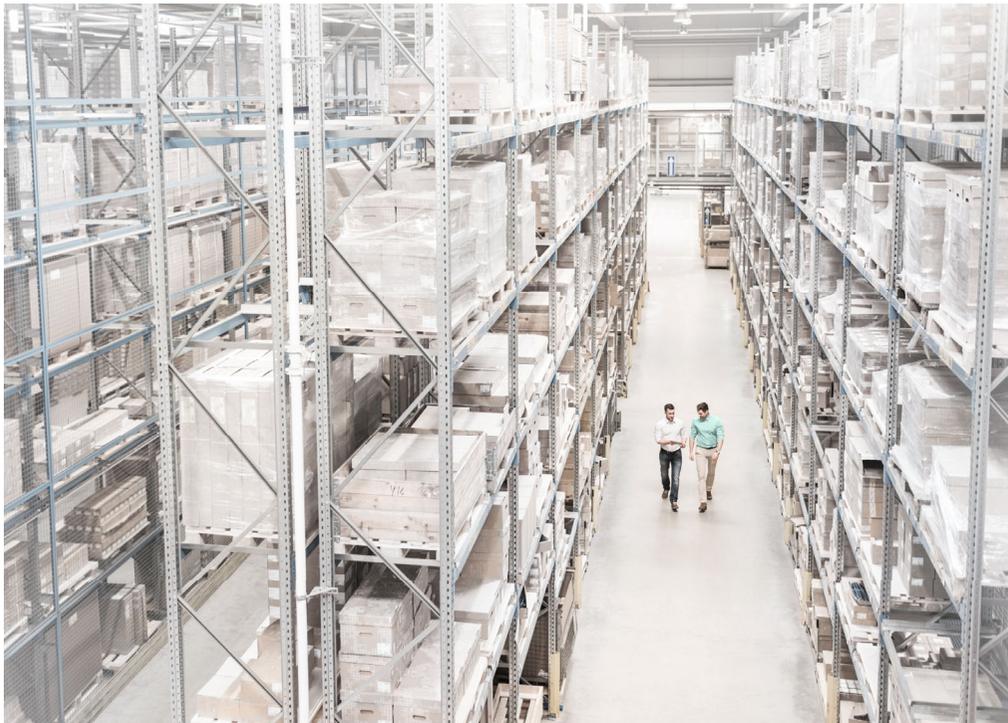


- Das Fünf-Jahres-Modell selbst zeigt, dass der DAX seinen – vom Modell avisierten – typischen Pfad inzwischen leicht nach oben verlassen hat. Historisch waren solche Phasen selten von längerer Dauer. Selbst das massive Unterschießen des Pfads im März 2020 wurde zügig wieder korrigiert.
- Der weitere Verlauf des Pfads zeigt jedoch auch, dass Aktien mittelfristig weiter erste Wahl sind. Schließlich sind Anleihen wegen ihrer Mikro- oder sogar Minuszinsen kaum eine Alternative.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

Prognosen und Asset Allokation

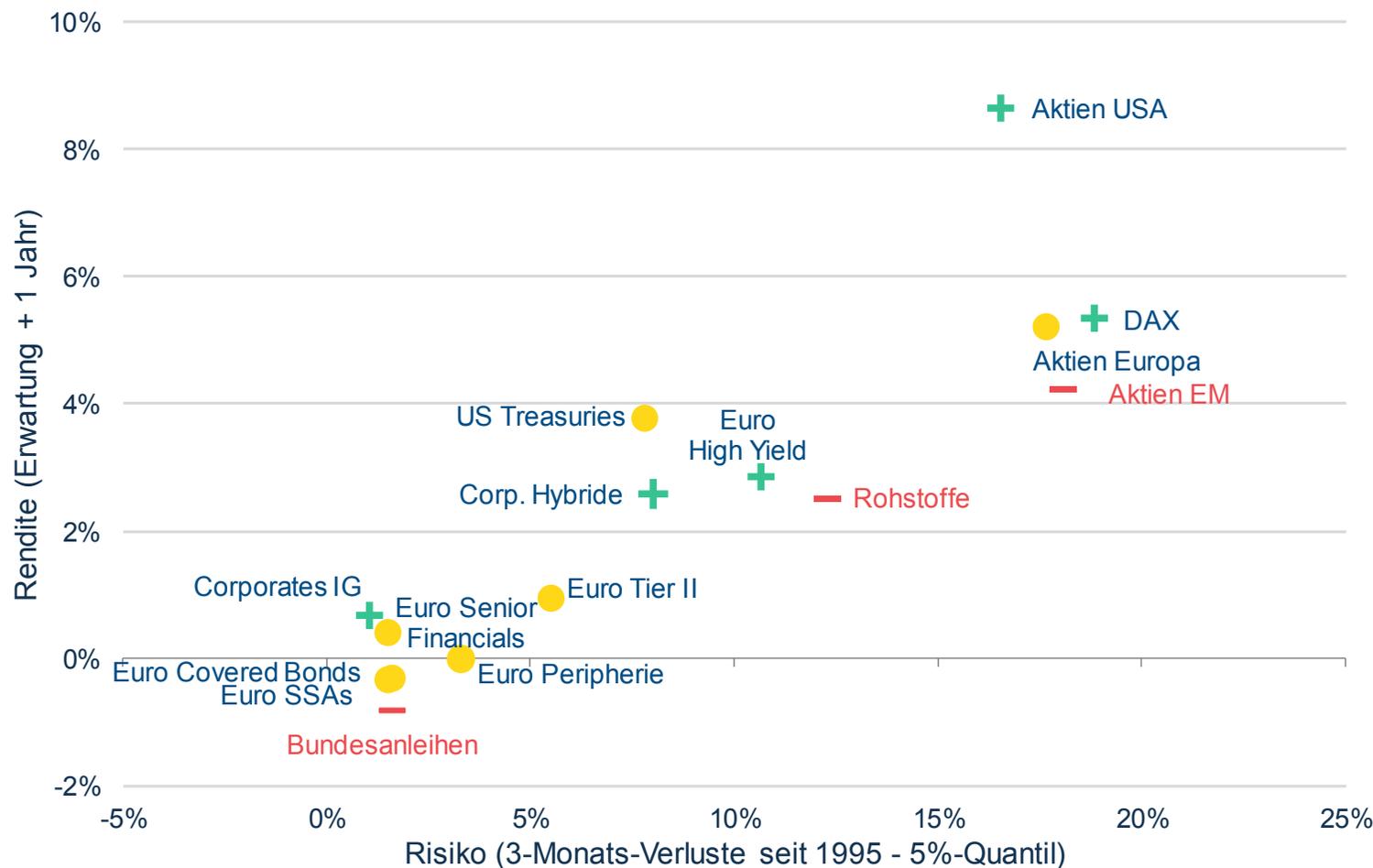


Rolf Schäffer, CIIA
 Gruppenleiter Strategy/Macro
 Tel: +49 711 127-76580
 rolf.schaeffer@LBBW.de

- Der sprunghafte Anstieg der **Inflationsraten** in den vergangenen Monaten hat den moderaten Anstieg der Renditen am Rentenmarkt bei weitem überkompensiert. Die Realrenditen sind infolgedessen sowohl in den USA als auch in Europa auf historische Tiefs abgerutscht. Da wir zumindest mit Blick bis Jahresende von einem weiteren Anstieg bei den Inflationsraten ausgehen, dürfte sich auf Sicht der nächsten Monate wenig an der **extrem teuren Bewertung des Rentenmarkts** ändern. Sowohl auf 1- als auch auf 5-Jahres-sicht erwarten wir für große Teil des Rentenmarktes keine positiven Total Returns. Investoren werden sich deshalb nach wie vor auf die Suche nach Alternativanlagen begeben (müssen). Innerhalb des Fixed-Income-Segments bleiben dabei **Credits** u.E. das „kleinere Übel“, wenn auch hier die Ertragsperspektiven sehr moderat sind.
- Für den **Aktienmarkt** sehen wir nach der fulminanten Entwicklung der vergangenen Monate auf Sicht der nächsten Jahre eine nur unterdurchschnittliche Performance. Aber mit den von uns erwarteten 4-5% p.a. auf mittlere Sicht erscheinen diese Zuwächse im Vergleich zum extrem teuren Rentenmarkt durchaus attraktiv.
- Das Bewertungsniveau am **Immobilienmarkt** ist in den vergangenen zehn Jahren deutlich gestiegen. Dies spricht, ebenso wie die Faktoren Zuwanderung, Zinsentwicklung und Arbeitsmarkt, für eine langsamere Gangart bei der Entwicklung der Preise von Wohnimmobilien. Allerdings ist auch das Bewertungsniveau von Aktien und vor allem Anleihen in dieser Zeit deutlich gestiegen, so dass insbesondere Wohnimmobilien u.E. gefragt bleiben.

Asset Allokation: Rendite-Risiko und Einschätzungen im Überblick

Renditeerwartung versus Risiko mit LBBW-Einschätzungen in Prozent



- Vor dem Hintergrund der Alternativlosigkeit und der Erwartung einer näher rückenden konjunkturellen Erholung bleiben wir auf mittlere bis längere Sicht weiter konstruktiv für Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen sowie für reale Assets wie Immobilien gestimmt.
- Die von uns erwartete Dollar-Stärke ggü. dem Euro auf Sicht der nächsten zwölf Monate führt zu einem signifikanten Anstieg der Return-Erwartungen bei in Dollar notierten Assets (US-Treasuries, US- / EM-Aktien und Rohstoffen). Alleine der Dollar-Effekt dürfte gut 3% auf Jahressicht zur Performance dieser Assets beitragen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Asset Allokation: Einschätzungen auf einen Blick

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

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

Quelle: LBBW Research

Marktprognosen

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

Zinsen				
in %	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
EZB Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Bund 10 Jahre	-0,25	-0,15	-0,15	0,00
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25
Treasury 10 Jahre	1,43	1,75	1,60	1,90

Quelle: LBBW Research

06.07.2021 • Kapitalmarktkompass Juli 2021. Makro | Zinsen | Credits | Aktien

Aktienmarkt				
in Punkten	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
DAX	15 662	15 500	16 000	16 500
Euro Stoxx 50	4 087	4 000	4 100	4 200
Dow Jones	34 786	34 000	35 000	36 000
Nikkei 225	28 598	29 000	29 500	30 000

Rohstoffe und Währungen				
	aktuell	30.09.21	31.12.21	30.06.22
US-Dollar je Euro	1,19	1,19	1,18	1,15
Franken je Euro	1,09	1,11	1,12	1,14
Gold (USD/Feinunze)	1791	1900	1850	1800
Öl (Brent - USD/Barrel)	77	65	70	70

+ Angehoben
- Gesenkt

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

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	15 500	16 000
Euro Stoxx	4 000	4 100
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,50
10 Jahre Bund	-0,15	-0,15
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade		
High Yield		

Entwicklungen

- Nach einem pandemiebedingten Einbruch der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr hat die Welt 2021 zu einer Erholung angesetzt. In Deutschland wird das BIP voraussichtlich um 3,2% zulegen, im Euroraum um 4,5%, und in den USA und China um je 7,5%.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben weiterhin sehr expansiv. Die Erholung wird nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen kräftig ausfallen. Die Vorkrisenniveaus werden im Euroraum Ende 2021 wieder erreicht worden sein, in den USA bereits Mitte 2021.
- Die Inflationsraten ziehen 2021 deutlich an. In Deutschland treiben eine Wiederanhebung der Mehrwertsteuer und die Einführung einer CO₂-Abgabe die Teuerung. Zudem sorgen Haushaltsenergie und Kraftstoffe für steigenden Preisdruck. In Deutschland dürfte die Inflation von 0,5% im Jahr 2020 auf 2,5% im Jahr 2021 anziehen, im Euroraum von 0,3% auf 1,8%.
- Die Risikoaversion an den Finanzmärkten nimmt zwar 2021 schrittweise ab, Staatsanleihen bleiben aber als sicherer Hafen gesucht.
- Die Aktienmärkte profitierten zuletzt von massiven Gewinnaufwärtsrevisionen. Die Gewinnschätzungen für 2021 liegen klar oberhalb der Vorkrisenniveaus aus dem Jahr 2019. Das Bewertungsniveau fällt inzwischen allerdings sehr hoch aus. Das TINA-Argument („there is no alternative“) bleibt gleichwohl weiterhin schlagend.

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

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	17 000	19 000
Euro Stoxx	4 500	4 800
Zinsen		
3M Euribor	-0,50	-0,40
10 Jahre Bund	0,20	0,50
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↓	→
High Yield	↓	→

Entwicklungen

- Der Aufholprozess nach dem Ende vieler coronabedingter Einschränkungen ist schnell und kräftig. Eine beherzt-expansive Geld- und Fiskalpolitik stützt den Prozess. Eine aufgestaute Konsumnachfrage tut ihr Übriges. Die erlittenen Einbußen werden noch 2021 aufgeholt.
- Die Corona-Impfkampagne kommt rasch voran; das Leben normalisiert bis zum Sommer 2021 weitgehend und dauerhaft.
- EZB und Fed behalten ihre sehr expansive Geldpolitik trotz zunehmender Anzeichen für höhere Inflation 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 setzen angesichts wachsender Spekulation auf eine erfolgreiche und dauerhafte Reflationierung ihren Aufwärtstrend beschleunigt fort.
- Das Anhalten des übergeordnete Niedrigzinsumfelds wird bei alledem an den Finanzmärkten gleichwohl nicht infrage gestellt. Die Aktienmärkte setzen ihren Aufwärtstrend trotz schwelender Inflationssorgen dynamisch fort und klettern deutlich über die bisherigen Allzeithöchststände hinaus.

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

Prognosen

	30.09.2021	31.12.2021
Aktien		
DAX	13 500	12 500
Euro Stoxx	3 350	3 150
Zinsen		
3M Euribor	-0,65	-0,75
10 Jahre Bund	-0,60	-0,85
Credits		
	Spread	Spread
Investment Grade	↑	↗
High Yield	↑	↗

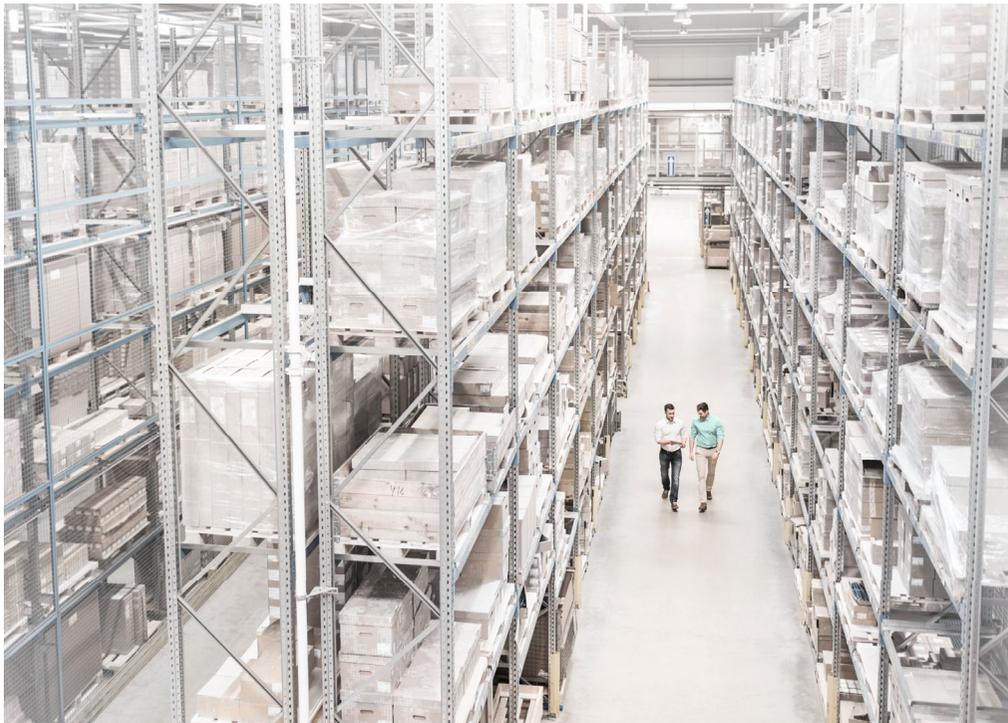
Entwicklungen

- Eine erneut starke Zunahme von Infektionen mit dem Corona-Virus („Delta-Variante“) führt in wichtigen Industrieländern zu neuen Lock-down-Maßnahmen, die so gravierend ausfallen, dass der konjunkturelle Aufholprozess erneut zurückgeworfen wird.
- Einen Rückschlag zur Unzeit erfährt die Industriekonjunktur durch einen Engpass bei Vorleistungen und Zwischenprodukten. Insbesondere ein Mangel an Mikrochips wirkt sich produktionshemmend aus. Verschärft wird das Problem durch Störungen im Seefracht-Verkehr.
- Die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik greifen angesichts anhaltender Ansteckungen „ins Leere“. Die Konjunkturerholung stockt. Im personennahen Dienstleistungssektor werden die Vorkrisenniveaus absehbar nicht erreicht.
- An den Finanzmärkten kommt es zu einer neuerlichen massiven Welle der Flucht in die Sicherheit von Liquidität und von Staatsanleihen erster Bonität. Deflationssorgen verstärken einen neuerlichen Renditeabwärtsdruck am Staatsanleihemarkt.
- Zu den wirtschaftlichen Folgen kommt politische Unsicherheit. Globalisierung als Ziel stellen weiterhin viele Kräfte in der internationalen Arena infrage.

Agenda

01	Vorwort und Überblick	Seite 03
02	Sonderthema: Inflation – Entspannung, aber keine Entwarnung	Seite 09
03	Corona-Update	Seite 19
04	Makro	Seite 27
05	Zinsen	Seite 42
06	Credits	Seite 55
07	Aktien	Seite 65
08	Prognosen und Allokation	Seite 73
09	Anhang	Seite 81

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	<ul style="list-style-type: none"> Der Euro ist gemäß der Kaufkraftparität ggü. dem US-Dollar unterbewertet. Die Fed dürfte eher als die EZB eine Zinserhöhungsphase einläuten. Die USA werden im Jahr 2021 deutlich stärker wachsen als der Euroraum.
EURJPY	132	130	132	<ul style="list-style-type: none"> Inzwischen dürfte eine relative Schwäche der japanischen Wirtschaft in der begonnenen weltwirtschaftlichen Erholungsphase eingepreist sein, was dem Yen zunächst einmal etwas Unterstützung verleihen sollte. Die Inflationsrate stellt in Japan im Gegensatz zu den USA und dem Euroraum keinen Grund zu Besorgnis dar.
EURGBP	0,86	0,85	0,84	<ul style="list-style-type: none"> Das Vereinigte Königreich wird im Jahr 2021 stärker wachsen als der Euroraum. BoE wird ihre Leitzinsen früher erhöhen als die EZB. GBP nach Kaufkraftparität ggü. Euro unterbewertet.
EURCHF	1,10	1,12	1,14	<ul style="list-style-type: none"> Die Unsicherheit begrenzt derzeit das Abwertungspotenzial ggü. dem Euro. Die SNB schwächt bei Bedarf den Franken mit Devisenmarktinterventionen. Gemäß Kaufkraftparität ist der Franken gegenüber dem Euro hoch bewertet. Gescheiterter EU-Rahmenvertrag längerfristig Belastungsfaktor.
EURCNY	7,68	7,95	7,95	<ul style="list-style-type: none"> Chinas Wirtschaft erholte sich bislang kräftig, wovon auch der CNY profitierte. Der Aufschwung verliert nun aber an Dynamik. Demgegenüber haben sich die wirtschaftlichen Erholungsperspektiven der USA und - mit Abstrichen - des Euroraums für das laufende Jahr stark verbessert.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 1/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURBRL	5,99	5,70	6,00	<ul style="list-style-type: none"> Die Notenbank hat den Leitzinssatz im Juni 2021 erneut angehoben und sollte wegen der weiter steigenden Inflationsrate die Straffung der Geldpolitik fortsetzen. Der Anstieg der Rohstoffpreise wirkt sich positiv auf die Handelsbilanz Brasiliens aus, daher könnte 2021 zum ersten Mal seit 2007 ein Überschuss erzielt werden.
EURHUF	351	350	345	<ul style="list-style-type: none"> Die im Mai auf 5,1 % angestiegene Inflationsrate zwingt Ungarns Notenbank dazu, der ultralockeren Geldpolitik mit einer Zinsanhebung auf 0,6 % entgegenzutreten. Das Aufwertungspotenzial des Forint wird durch den erwarteten Anstieg des Haushaltsdefizites im Vorfeld der Parlamentswahl 2022 begrenzt.
EURMXN	23,49	22,50	23,50	<ul style="list-style-type: none"> Die überraschende Leitzinsanhebung der mexikanischen Notenbank auf 4,25 % steigert die Attraktivität des Pesos und dämpft damit die Sorge einer Abwertung, sollte das globale Zinsumfeld weiter ansteigen. Mexikos Wirtschaft wird von den Konjunkturprogrammen in den USA profitieren.
EURPLN	4,51	4,35	4,30	<ul style="list-style-type: none"> Polens Notenbank reagierte bisher noch nicht auf den deutlichen Anstieg der Inflationsrate, welche im Juni 2021 4,40 % erreichte. Unterstützt durch die Steuererleichterungen zu Beginn des Jahres 2022 erwarten wir eine Stärkung des privaten Konsums und einen Wachstum von über 5 %.
EURRON	4,92	5,00	5,10	<ul style="list-style-type: none"> Die rumänische Notenbank wird unseres Erachtens nach einen Anstieg der Inflationsrate über ihr Ziel tolerieren, was den Leu weiter abschwächen sollte. Investitionen aus dem EU-Wiederaufbaufonds stellen eine wichtige Stütze für das künftige Wachstum dar, welches für dieses Jahr um 5 % erwartet wird.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.07.2021, 08:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 2/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURRUB	86,9	80,0	78,0	<ul style="list-style-type: none"> Im Mai 2021 erreichte die Inflationsrate 6,0 % , was weitere Zinsschritte der Notenbank erwarten lässt, die den Leitzins 2021 bereits drei Mal angehoben hat. Die soliden Staatsfinanzen Russlands machen den Rubel im Falle eines weiteren Anstieges des globalen Zinsumfeldes weniger stark für eine Abwertung anfällig.
EURTRY	10,29	11,10	11,00	<ul style="list-style-type: none"> Der politische Druck auf den erst im April ernannten Notenbankchef wächst, da dieser bisher keine Lockerung der Geldpolitik einleitete. Gibt er den Forderungen nach einer Leitzinssenkung zu früh nach, wächst der Druck auf die Lira weiter an. Der Vertrauensverlust in die türkische Geldpolitik wird die Währung weiter belasten.
EURZAR	16,87	20,10	21,00	<ul style="list-style-type: none"> Der Anstieg der Rohstoffpreise führte zu unerwarteten Mehreinnahmen für den südafrikanischen Staatshaushalt und haben den Rand zuletzt gestützt. Die Verhandlungen mit den Gewerkschaften zur Reduzierung der Staatsausgaben bleiben weiter ergebnislos und gefährden den ambitionierten Sanierungsplan.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.07.2021, 08:30 Uhr

Devisenmärkte im Überblick – Nebenwährungen 3/3

Wechselkurs	Spot	Progn. Q4 21	Progn. Q2 22	Einschätzung
EURAUD	1,58	1,58	1,54	<ul style="list-style-type: none"> Die Erholung der australischen Konjunktur erreichte zuletzt auch den Arbeitsmarkt und senkte die Arbeitslosenquote auf 5,1 %. Die australische Notenbank zeigt bisher keine Anzeichen, die lockere Geldpolitik zu straffen und erschwert damit trotz des starken Wachstums eine Aufwertung.
EURCAD	1,46	1,46	1,44	<ul style="list-style-type: none"> Die Anzeichen vermehren sich, dass die kanadische Notenbank ihr Anleihenkaufprogramm im Juli weiter kürzen und damit restriktiver ausgerichtet sein wird als die EZB. Dies gibt dem kanadischen Dollar weiter Aufwertungsspielraum. Durch die Aufhebung von Lockerungen gewinnt die Binnenkonjunktur an Dynamik.
EURCZK	25,57	25,20	25,00	<ul style="list-style-type: none"> Im Juni hob die Notenbank den Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 0,5 % an und der positive Konjunkturausblick lässt zwei weitere Zinsschritte für 2021 erwarten. Solange die EZB keine Signale zur Straffung der Geldpolitik aussendet, behält die tschechische Krone aufgrund des Zinsvorteils ihr Aufwertungspotenzial bei.
EURNOK	10,21	9,75	9,55	<ul style="list-style-type: none"> Die norwegische Notenbank lässt in diesem Jahr noch zwei Zinsanhebungen erwarten und bestätigt damit ihre früheren Aussagen. Trotz des Zinsvorteils könnte das Aufwertungspotenzial begrenzt sein, da die Zinsanhebungen seit geraumer Zeit von den Marktteilnehmern so erwartet wurden.

Quelle: Reuters, LBBW Research. Datenabfrage Spotkurse: 05.07.2021, 08:30 Uhr

Brent: OPEC+ lockert Förderbremsen

Ölpreis Brent & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
Brent (in USD/Barrel)	75,25	Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Sep 2021	Dez 2021	Jun 2022
		43,42	51,89	44,42	65	70	70

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Brent Preisanstieg

- + OPEC kürzt Output seit April 2020 um 4,9 mbpd.
- + OPEC-Compliance im Mai bei 119,7 %.
- + US-Output stagniert 2021 bislang bei rund 11 mbpd.
- + Kerosin-Nachfrage dürfte im 2. Halbjahr 2021 wieder anziehen.
- + Durchschnittl. Angebotsdefizit am Ölmarkt 2021 ca. 0,4 mbpd.
- Weiter stockende Ölnachfrage aufgrund anhaltender Corona-Beschränkungen.
- Mögliche Aufhebung der US-Sanktionen könnte für höheren Output im Iran sorgen.
- US Rig Count hat 2021 bislang um 41 % zugelegt; Comeback der US-Produktion im 2. Halbjahr 2021 wahrscheinlich.
- Output der OPEC+ soll von Mai-Juli um 2,1 mbpd steigen.
- Weitere Erhöhung ab August wahrscheinlich.

Gold: Festerer US-Dollar belastet Gold

Goldpreis & Prognose in USD



	Preis aktuell	Historie			Prognose		
		Ø 2020	31.12.2020	Ø H2	Sep 2021	Dez 2021	Jun 2022
Gold (in USD/Feinunze)	1765,43	1771,68	1897,77	1893,60	1900	1850	1800

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pro & Contra Preisanstieg Gold

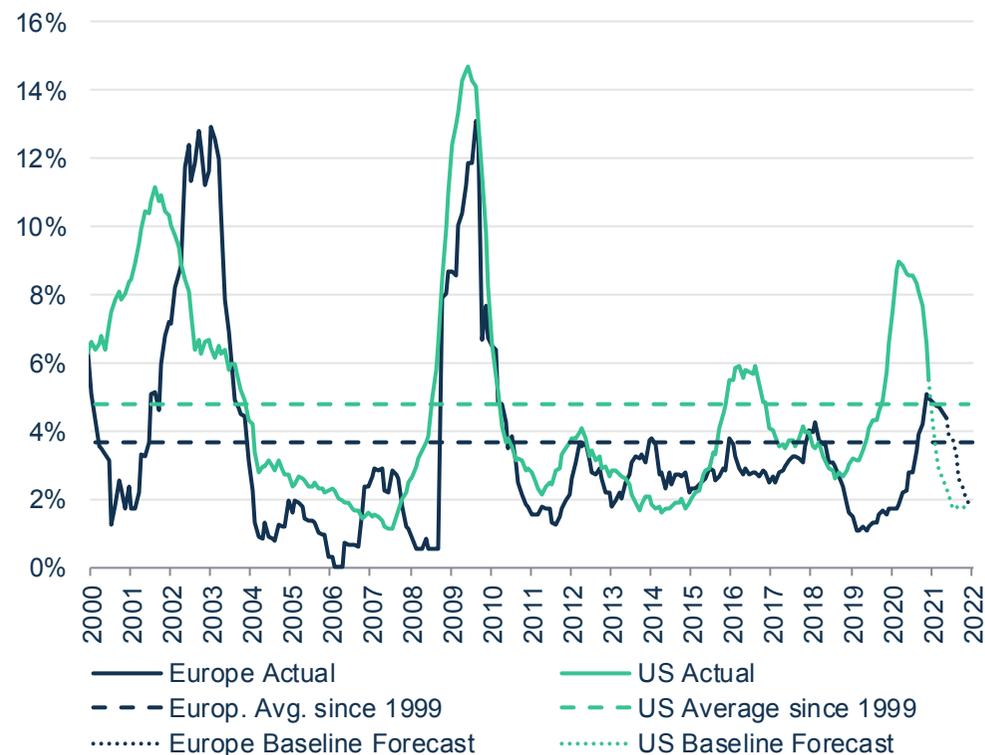
- + Niedrige bzw. negative Realrenditen in den wichtigsten Währungsräumen.
- + Ansteigende Inflationsraten.
- + Output der Goldminen geht 2020 um 4 % auf rund 3.400 Tonnen zurück.
- + Schmucknachfrage seit Q4/20 auf Erholungskurs.
- + Fair Value abgeleitet aus US-Realzins bei rund 1.900 USD.
- ETC-Nachfrage im 1. Halbjahr 2021 sehr schwach (-5,8 % bzw. -194 Tonnen).
- Schmucknachfrage nach Gold bricht 2020 um 38 % bzw. über 800 Tonnen ein.
- Notenbanknachfrage nach Gold fällt 2020 um über 50 % oder knapp 350 Tonnen.
- Festerer US-Dollar belastet Goldpreis.
- Steigende US-Renditen erhöhen Opportunitätskosten der Goldhaltung.

Spreadprognosen und Ausfallraten

Aktuelle OAS Spreads und Prognosen in Basispunkten

Market Overview	Forecast	
	Current Bund Spread	31.12.2021
Euro Non-Financial Index	84	↘
Euro Unsubordinated Financial Index	74	↘
Euro High Yield Index	298	↘
Euro Lower Tier 2 Index	116	↘
Euro Pfandbrief Index	31	↔
Euro Covered Bond Index	35	↔
1-10 Year Euro Government Index	28	↔
Euro Quasi-Government Index	40	↔
Emerging Markets Corporate Plus Index	341	↘

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														
05.07.2021	Maturity in Years													
Country	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
Germany	-0,69	-0,71	-0,70	-0,66	-0,61	-0,56	-0,49	-0,43	-0,36	-0,29	-0,03	0,12	0,22	0,27
France	-0,65	-0,64	-0,60	-0,53	-0,44	-0,34	-0,24	-0,14	-0,04	0,05	0,42	0,65	0,82	0,96
Italy	-0,47	-0,36	-0,22	-0,07	0,10	0,26	0,41	0,55	0,68	0,81	1,31	1,64	1,84	1,98
Spain	-0,57	-0,52	-0,45	-0,35	-0,23	-0,11	0,03	0,16	0,28	0,40	0,87	1,17	1,36	1,55
Netherlands	-0,70	-0,71	-0,68	-0,62	-0,54	-0,46	-0,37	-0,29	-0,22	-0,15	0,09	0,22	0,29	0,33
Austria	-0,63	-0,68	-0,63	-0,58	-0,49	-0,38	-0,28	-0,19	-0,10	-0,03	0,28	0,45	0,55	0,65
Belgium	-0,67	-0,67	-0,63	-0,56	-0,48	-0,38	-0,28	-0,18	-0,08	0,02	0,43	0,70	0,87	0,97
Ireland	-0,63	-0,60	-0,55	-0,48	-0,40	-0,30	-0,20	-0,10	0,00	0,09	0,42	0,63	-	-
Portugal	-0,65	-0,63	-0,56	-0,46	-0,34	-0,22	-0,08	0,05	0,18	0,30	0,76	1,05	1,24	1,36
Finland	-0,66	-0,68	-0,65	-0,59	-0,51	-0,42	-0,32	-0,23	-0,13	-0,05	0,25	0,38	0,46	0,52
EUR Swap in %	-0,51	-0,47	-0,41	-0,34	-0,28	-0,21	-0,14	-0,06	0,01	0,07	0,34	0,45	0,47	0,45

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Non-Financials

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Non-Financials										
05.07.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,82	-0,47	-0,27	-0,12	-0,01	0,08	0,16	0,23	0,29	0,34
AA-	-0,82	-0,45	-0,23	-0,08	0,04	0,14	0,22	0,29	0,35	0,41
A+	-0,74	-0,40	-0,19	-0,05	0,06	0,15	0,23	0,30	0,35	0,41
A	-0,76	-0,39	-0,17	-0,01	0,11	0,20	0,29	0,36	0,42	0,48
A-	-0,68	-0,34	-0,15	-0,01	0,10	0,19	0,26	0,33	0,39	0,44
BBB+	-0,70	-0,31	-0,09	0,07	0,20	0,30	0,38	0,46	0,52	0,58
BBB	-0,58	-0,19	0,03	0,20	0,32	0,42	0,51	0,59	0,65	0,71
BBB-	-0,50	-0,07	0,17	0,35	0,48	0,60	0,69	0,77	0,84	0,91
BB+	-0,20	0,56	1,00	1,31	1,55	1,75	1,91	2,06	2,19	2,30
BB	1,01	1,29	1,45	1,56	1,65	1,72	1,78	1,84	1,88	1,93
BB-	1,46	1,91	2,17	2,35	2,50	2,61	2,71	2,80	2,88	2,94
B+	2,41	2,66	2,81	2,91	2,99	3,06	3,12	3,16	3,21	3,25
B	2,68	3,00	3,18	3,31	3,42	3,50	3,57	3,63	3,68	3,73
B-	2,96	3,87	4,39	4,77	5,06	5,29	5,50	5,67	5,82	5,96
EUR Swap in %	-0,51	-0,47	-0,41	-0,34	-0,28	-0,21	-0,14	-0,06	0,01	0,07

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Senior Banks Preferred

Interpolierte Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Banks Senior Preferred										
05.07.2021	Maturity in Years (Call-Date)									
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	-0,53	-0,34	-0,23	-0,16	-0,10	-0,05	-0,01	0,03	0,06	0,09
AA-	-0,61	-0,35	-0,20	-0,09	0,00	0,06	0,12	0,17	0,22	0,25
A+	-0,62	-0,33	-0,15	-0,03	0,07	0,14	0,21	0,27	0,32	0,36
A	-0,51	-0,25	-0,09	0,02	0,11	0,18	0,24	0,29	0,33	0,38
A-	-0,53	-0,25	-0,09	0,03	0,12	0,20	0,26	0,31	0,36	0,40
BBB+	-0,40	-0,16	-0,02	0,08	0,16	0,22	0,28	0,32	0,37	0,40
BBB	-0,56	-0,15	0,09	0,26	0,39	0,50	0,59	0,67	0,74	0,80
BBB-	-0,40	-0,03	0,19	0,34	0,46	0,56	0,64	0,71	0,78	0,83
EUR Swap in %	-0,51	-0,47	-0,41	-0,34	-0,28	-0,21	-0,14	-0,06	0,01	0,07

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Renditekurven EUR Covereds

Renditen nach Rating und Laufzeit in Prozent

Average Yield EUR Covered Bonds											
05.07.2021	Maturity (Call-Date)										
Country	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
AU	-0,48	-0,48	-0,36	-0,32	-	-0,21	-	-0,09	-	-	-
AT	-0,48	-0,44	-0,40	-0,32	-0,24	-0,18	-0,15	-0,04	0,02	0,12	-
BE	-0,53	-0,48	-0,41	-0,34	-0,29	-0,21	-0,13	-0,02	0,00	0,07	-
CA	-0,49	-0,46	-0,42	-0,33	-0,26	-0,18	-0,09	-	-	0,10	-
DK	-0,40	-0,31	-0,31	-0,05	-	-0,19	-	-	-	0,11	-
FI	-0,51	-0,45	-0,37	-0,37	-0,25	-0,16	-	-0,04	0,01	-	0,16
FR	-0,51	-0,47	-0,42	-0,35	-0,28	-0,19	-0,13	-0,03	0,03	0,10	0,16
DE	-0,51	-0,49	-0,42	-0,37	-0,29	-0,23	-0,15	-0,07	-0,01	0,03	0,10
GR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IE	-	-	-	-0,32	-	-	-	-	-	0,15	-
IT	-0,45	-0,40	-0,32	-0,27	-0,15	-0,15	-0,09	0,00	0,09	0,14	-
LU	-	-	-	-	-0,27	-0,16	-	-	-	-	-
NL	-0,48	-0,47	-0,38	-0,28	-0,27	-0,14	-0,12	-0,04	0,03	-	0,16
NZ	-0,52	-0,42	-0,41	-	-0,25	-0,20	-	0,04	0,05	0,11	0,18
NO	-0,50	-0,47	-0,36	-0,28	-0,27	-0,16	-0,14	0,03	0,01	0,09	-
PL	-0,43	-	-0,39	-0,30	-	-	-	-	-	-	-
PT	-	-	-0,30	-	-	-0,18	-	-	-	-	-
SG	-	-	-0,40	-0,32	-	-0,23	-0,02	-	-	0,19	-
ES	-0,40	-0,36	-0,35	-0,27	-0,26	-0,12	-0,07	-0,01	0,02	0,14	0,19
SE	-0,49	-0,44	-0,38	-0,32	-0,28	-0,23	-	-0,05	0,02	-	-
CH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UK	-0,53	-0,45	-0,40	-0,40	-0,18	-0,14	-0,16	0,01	-	-	-
JP	-	-0,42	-	-	-	-0,17	-	0,02	-	-	-
KR	-	-0,30	-	-0,28	-	-0,13	-	-0,01	0,01	-	-
SK	-0,25	-	-	-0,24	-0,19	-	-	0,03	-	-	-
EUR Swap in %	-0,51	-0,47	-0,41	-0,34	-0,28	-0,21	-0,14	-0,06	0,01	0,07	0,14

Wo gibt es noch 2,0%?

Wo ist die Realrendite* negativ?

*Aktuelle Inflation in der Eurozone: 1,9%

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

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

DATUM	PUBLIKATIONEN
29.06.2021	Blickpunkt Financials: Stresstest 2021 bestanden
29.06.2021	Blickpunkt Strategie: Schuldscheinmarkt im zweiten Quartal ruhiger - und grüner
28.06.2021	FX Quarterly: US-Dollar mit Aufwertungspotenzial
24.06.2021	Blickpunkt Corporates: Achtung international anerkannter Menschenrechte in globalen Lieferketten wird zur Unternehmenspflicht
24.06.2021	StrategyAlertRenten: Ifo-Geschäftsklima: Anstieg auf 101,8 im Juni
23.06.2021	Blickpunkt: Einfluss des Klimawandels auf Norwegen
23.06.2021	Blickpunkt Strategie: Emissionsausblick Staatsanleihen Q3 2021: Bruttoemissionen dürften im Sommer entlang des Saisonmusters sinken
18.06.2021	Klartext: China lockt, aber ...
16.06.2021	StrategyAlertRenten: Fed hebt Leitzinsprojektion stärker als erwartet an
16.06.2021	Blickpunkt Investmentstory: Nachhaltig sein. Jetzt!
16.06.2021	StrategyAlertRente: Linker: Kurze Verschnaufpause vor neuem Schub im Sommer?
15.06.2021	Blickpunkt Corporates: Klima, Krypto und Quantencomputer - Neue Risiken für Banken?
14.06.2021	Blickpunkt Corporates: LBBW Blickpunkt Corporates: Pharma und Konsum: Gesund werden - Gesund bleiben - Gesund leben
10.06.2021	StrategyAlertRenten: EZB: Unveränderte Politik, höhere Projektionen
08.06.2021	StrategyAlertRenten: EZB-Vorschau: Projektionen und Spekulationen
08.06.2021	Blickpunkt Aktienmärkte: Update Dividendenmodell Juni 2021
08.06.2021	Blickpunkt Strategie: Aktueller Überblick über die Gewerbeimmobilienmärkte
08.06.2021	StrategyAlertRenten: EZB-Kaufprogramm: Nettokäufe knapp über 100 Mrd. Euro im Mai
08.06.2021	Blickpunkt: LBBW Inflationsmonitor - Erneuter Inflations-Sprung im Mai
07.06.2021	Commodity Research Fokus: Steigende Inflationsraten stützen Gold
07.06.2021	Blickpunkt: Chance für die Klimawende durch die Corona-Pandemie?
07.06.2021	Blickpunkt Strategie: Chance für die Klimawende durch die Corona-Pandemie?
04.06.2021	Klartext: Baustelle: "Rally an den Rohstoffmärkten"
02.06.2021	Blickpunkt: LBBW Anleihekompas Green Bonds - Neuemissionen Mai
01.06.2021	Monatsrückblick: DAX auch im Mai im Plus

Publikationen des LBBW Strategy Research im Überblick

Publikationen LBBW Strategy Research

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

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Hongkong:

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

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Korea:

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

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

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

Disclaimer

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in Singapur:

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

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

Zusätzlicher Haftungsausschluss für Empfänger in der Volksrepublik China:

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

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

Disclaimer

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