

Aktien, Anleihen und Zinsprodukte – Perspektiven im Niedrigzinsumfeld



Kreiselkompass
Erfinder: Dr. Hermann Anschütz-Kaempfe
Deutschland, 1907

Credit Strategy and Products

Michael Köhler

+ 49 / (0) 7 11 / 1 27 - 42 664

Michael.Koehler@LBBW.de

Richtungsweisend. Made in Germany.

November 2011: Europa gefühlt am Abgrund

300%

...betrug die annualisierte erwartete Rendite einer 4-monatigen griechischen Staatsanleihe

-21%

...betrug die Dax-Entwicklung seit Anfang 2011

7%

...betrug die Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen

43,3

...betrug der PMI Italiens für das verarbeitende Gewerbe

100

...betrug das KGV fünfjähriger Bundesanleihen

Italien der Stolperstein?



Quelle: Economist

Mai 2012: Schuldenkrise gelöst? Eher nicht...

300%

n.a.

...Anleihe restrukturiert

-21%

+15%

...Dax-Entwicklung seit Jahresanfang

7%

5,5%

...beträgt die Rendite zehnjähriger italienischer Staatsanleihen

43,3

43,8

...beträgt der PMI Italiens für das verarbeitende Gewerbe

100

140

...beträgt das KGV fünfjähriger Bundesanleihen

Aber:

480 Bp.

...beträgt der 5Y CDS von Spanien

Mai 2012: Schuldenkrise gelöst? Eher nicht...

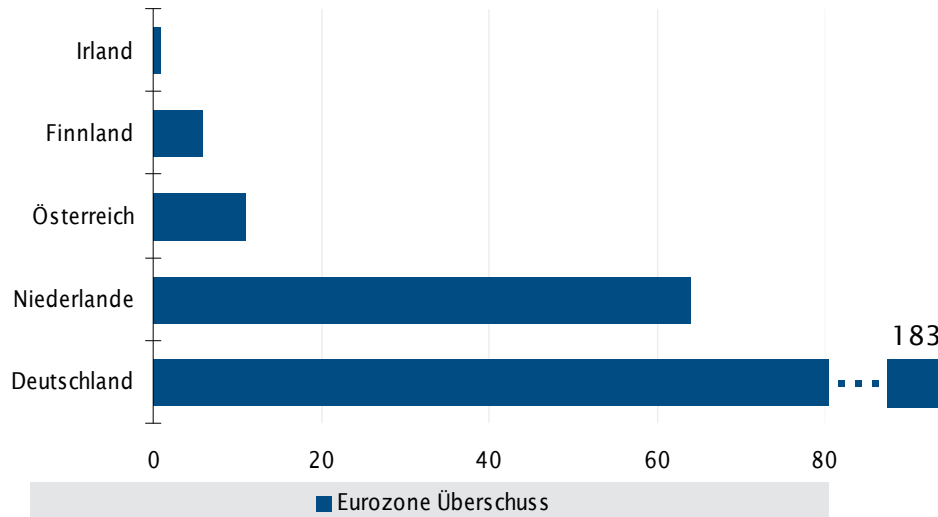
Sovereign-Szenarien		
Wahrscheinlichkeit 60%	Wahrscheinlichkeit 20%	Wahrscheinlichkeit 20%
Wahrscheinlichkeit 75%	Wahrscheinlichkeit 20%	Wahrscheinlichkeit 5%
Vertiefte politische Union	Default-Szenario	Ende EWU
„Weiche“ Lösung	„Harte“ Lösung	Zurück auf Null

Euroland-Konjunktur	Dynamisches Wachstum	1. EU-Gipfel vom Dezember, Fiskalpakt, politische Veränderungen in Peripherie-Ländern (Berlusconi → Monti)	+
	Moderates Wachstum	2. Technische Stützung durch zwei 3-Jahres Tender der EZB	+
		3. Besser als erwartete Entwicklung wichtiger konjunktureller Frühindikatoren (ISM, ifo, OECD...)	+
	Rezession	4. Geordneter Schuldenschnitt in Griechenland / zweites Rettungspaket unter Dach und Fach	+
5. Probleme in Spanien (Haushaltsdefizit, Hauspreise,...)		-	
6. Politische Risiken (Wahl Frankreich / Niederlande)		-	

Staatsschuldenkrise - Ursachen & Lösungen

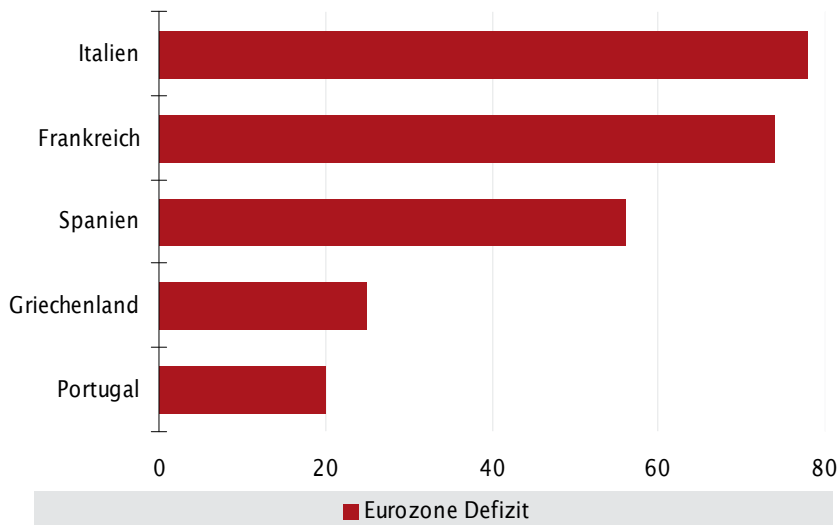
Ursachen: Leistungsbilanzdefizite und zu billiges Geld

Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite in der Eurozone in Mrd. USD



Überschuss-Länder

...bauen Forderungen ggü. dem Ausland auf



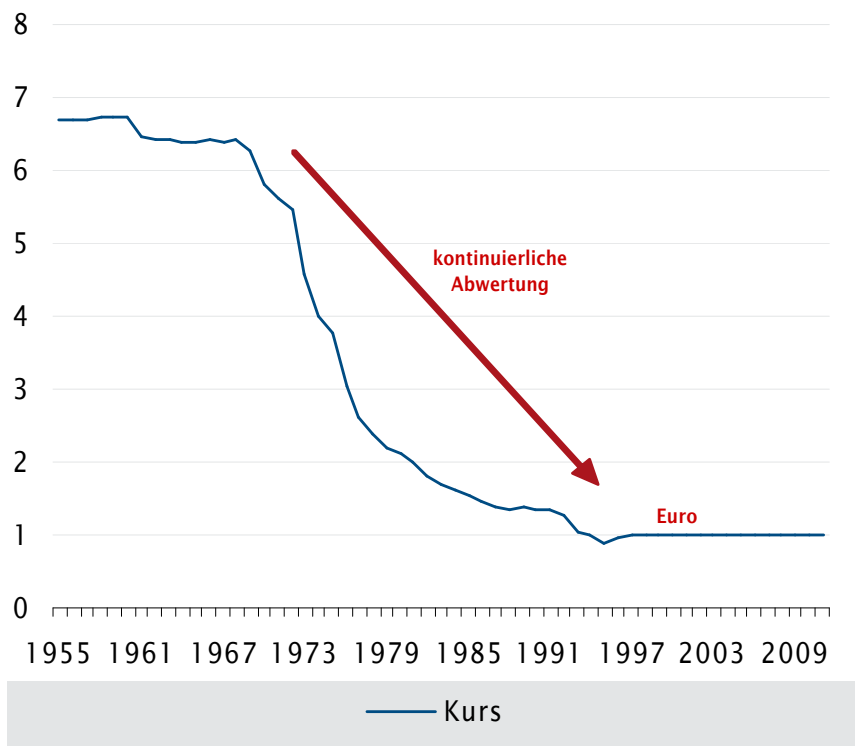
Defizit-Länder

...finanzieren Defizite über Kreditaufnahme (privat und staatlich)

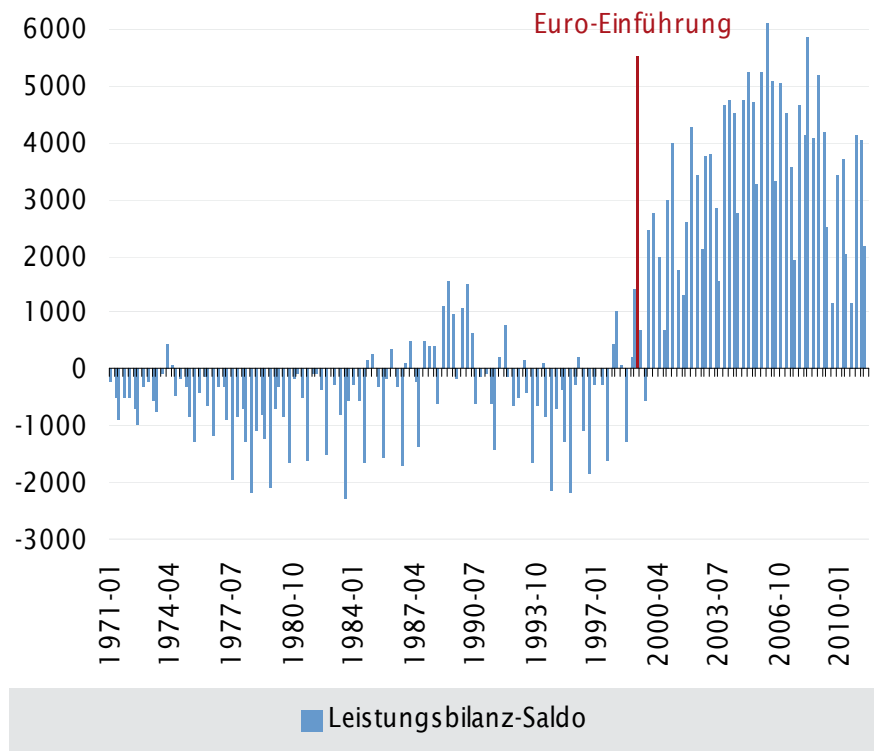
Quellen: IWF WEO 09/2011, FT, LBBW Credit Research

Italien vs. Deutschland - Euro verhinderte Anpassung

Ital. Lira vs. DM



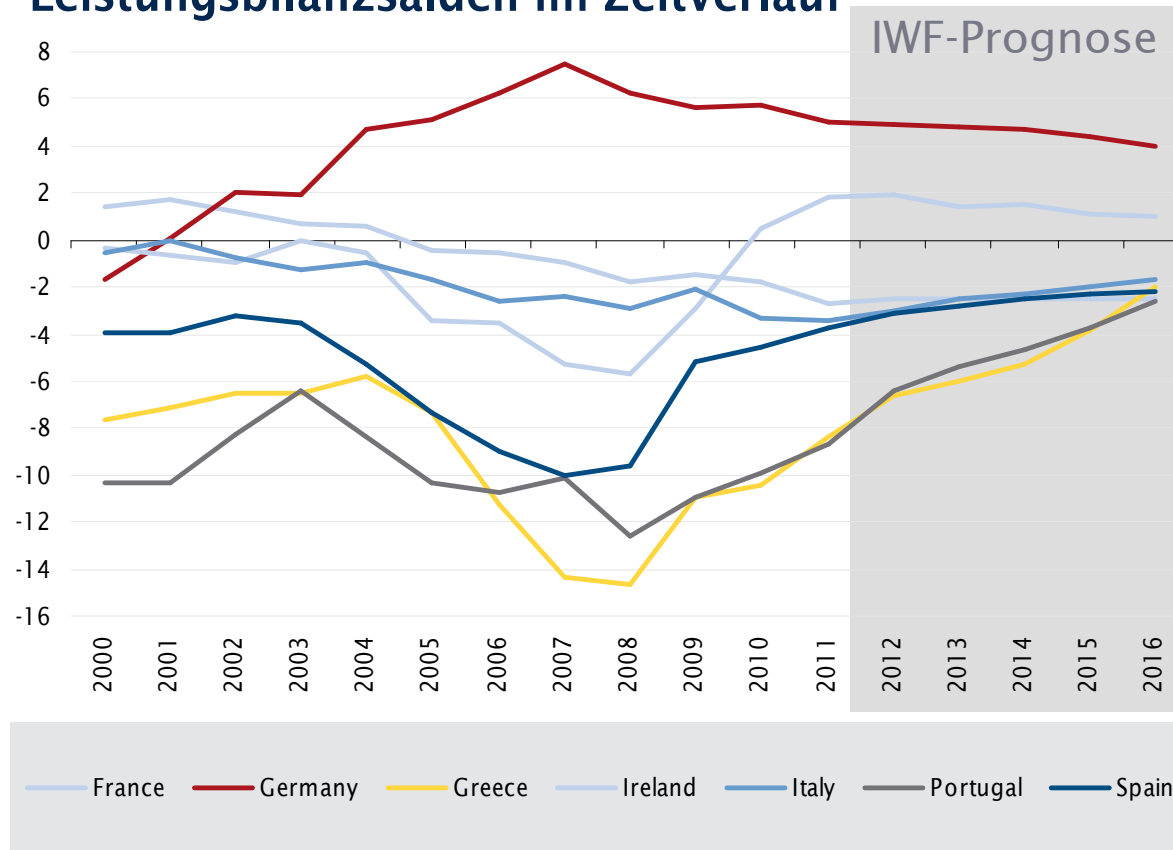
Leistungsbilanzsaldo DE/IT



Quellen: Thomson Reuters, LBBW Credit Research

Leistungsbilanzunterschiede müssen zurückgehen!

Leistungsbilanzsalden im Zeitverlauf

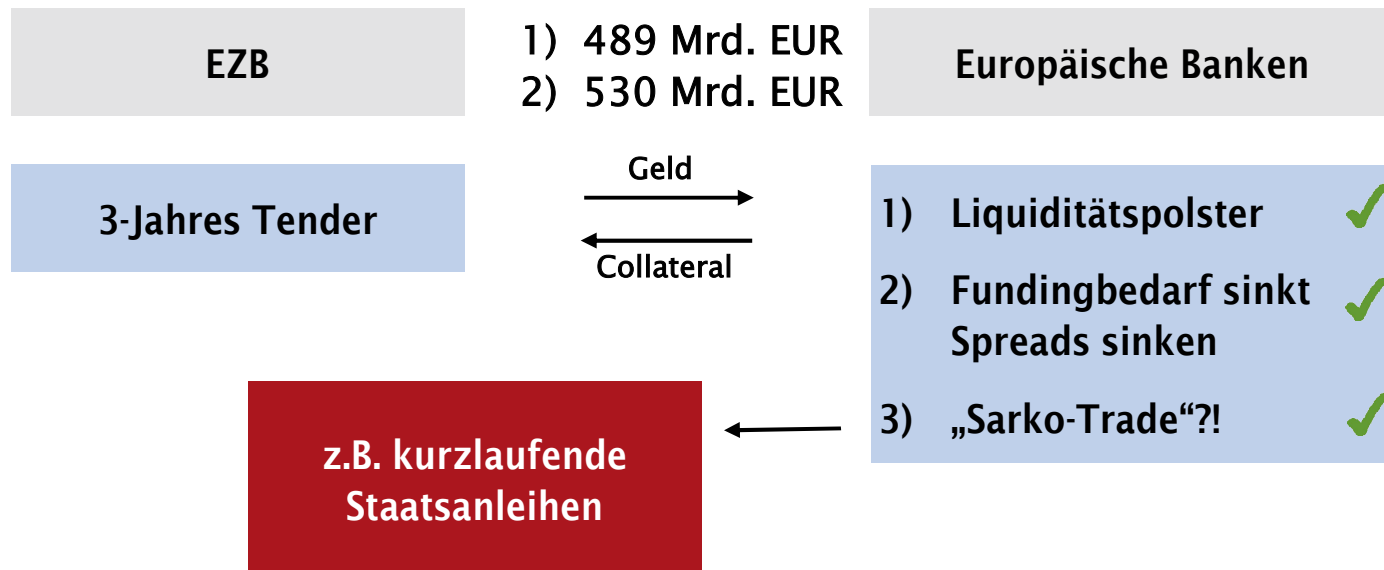


Quellen: Thomson Reuters, LBBW Macro Research

Wie können Leistungsbilanzdefizite abgebaut werden:

- **1. Austerität** (weniger Importe!) – Privat- und Staatssektor
- **2. Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit** z.B. über Senkung der Lohnkosten
- **3. Höhere Lohnquote in Deutschland?** Stärkung Binnenkonsum
- **Langer und steiniger Weg vor uns!**

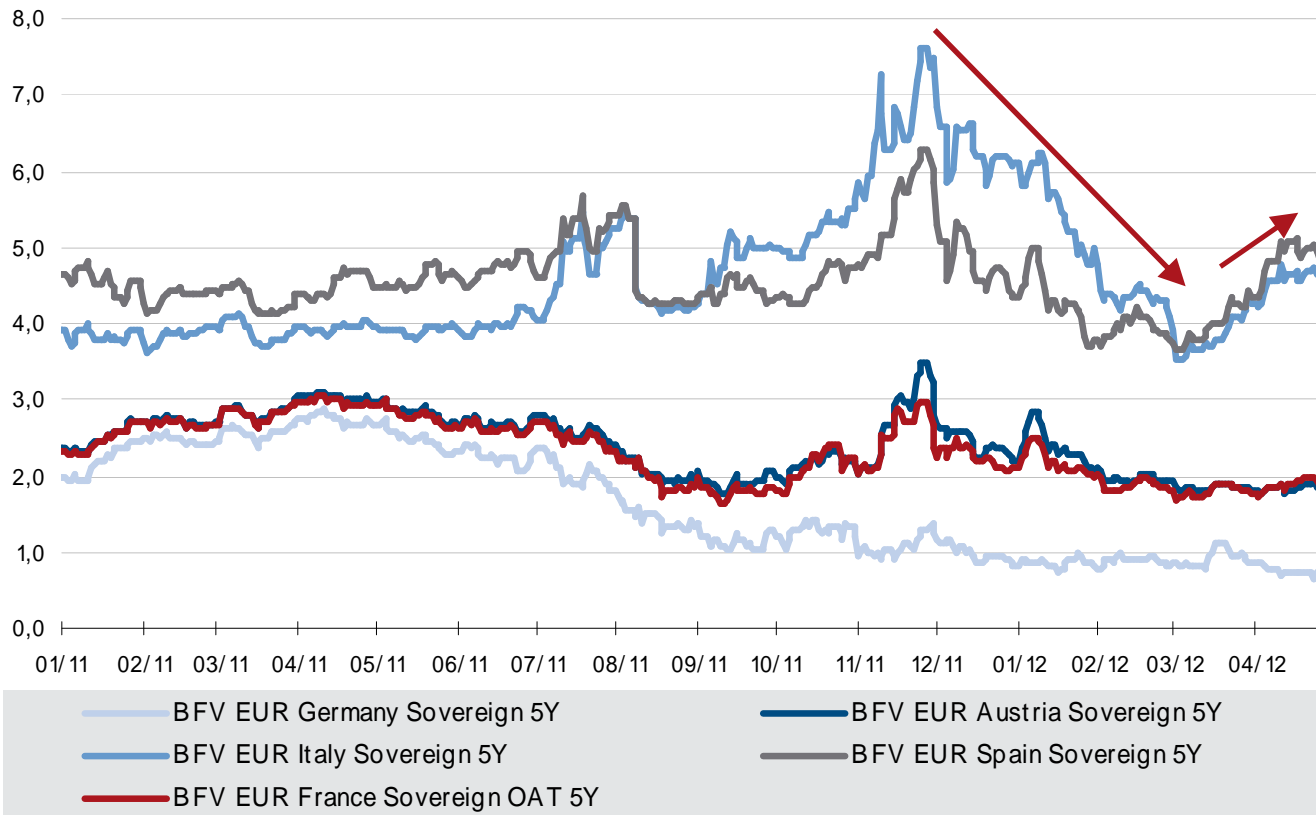
1.000 Mrd. Euro Liquidität für die Banken verhindert Kollaps – löst aber keine fundamentale Probleme!



Quelle: LBBW Credit Research

Zunächst deutliche Entspannung durch „Sarko-Trade“? Spanien gerät nun wieder in den Fokus der Märkte

Entwicklung Renditen europäischer Staatsanleihen (5 J.)



- **Italien von 7,5% auf aktuell 4,7%**
- **Spanien von 6,3% auf 4,8%**
- **Aktueller Anstieg der Renditen in der Peripherie zeigt, dass die fundamentalen Probleme nicht gelöst sind!**

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Spanien - Realwirtschaft kommt nicht in Gang

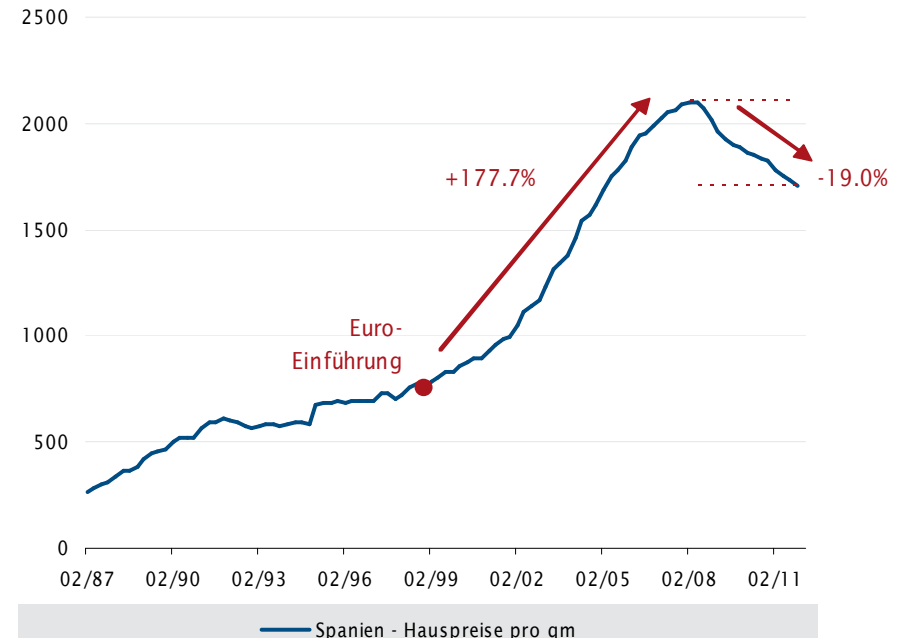


Frühindikator für Konjunktur in Spanien



Quelle: Bloomberg, LBBW Credit Research

Hauspreisentwicklung Spanien



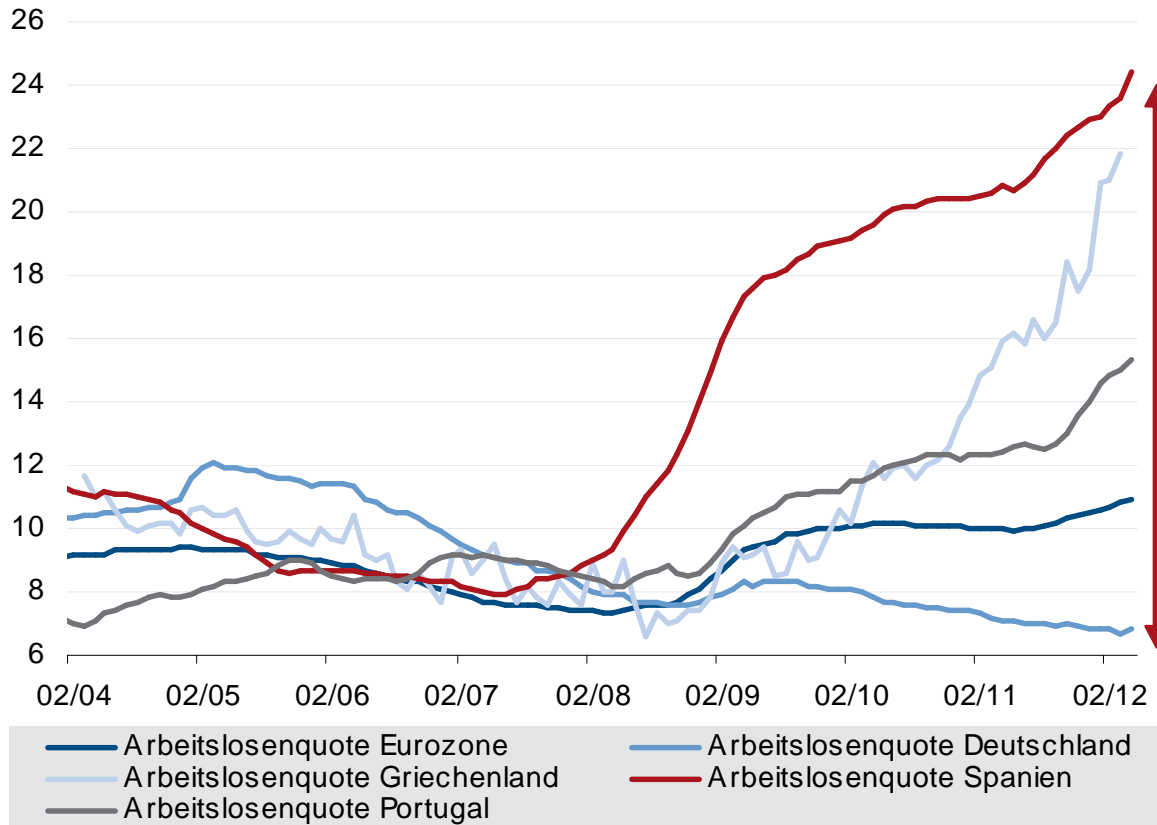
Quelle: Thomson Reuters, LBBW Credit Research

- Große Sorge: Fallende Immobilienpreise führen zu hohen Belastungen für spanische Banken.
- Zusätzlicher Kapitalbedarf: 50 bis 150 Mrd. Euro.
- Stützung Banken durch spanischen Staat? Oder Hilfen über noch zu gründenden europäischen Bankenfonds?

Arbeitslosigkeit höher als in Griechenland



Arbeitslosenquoten Europa

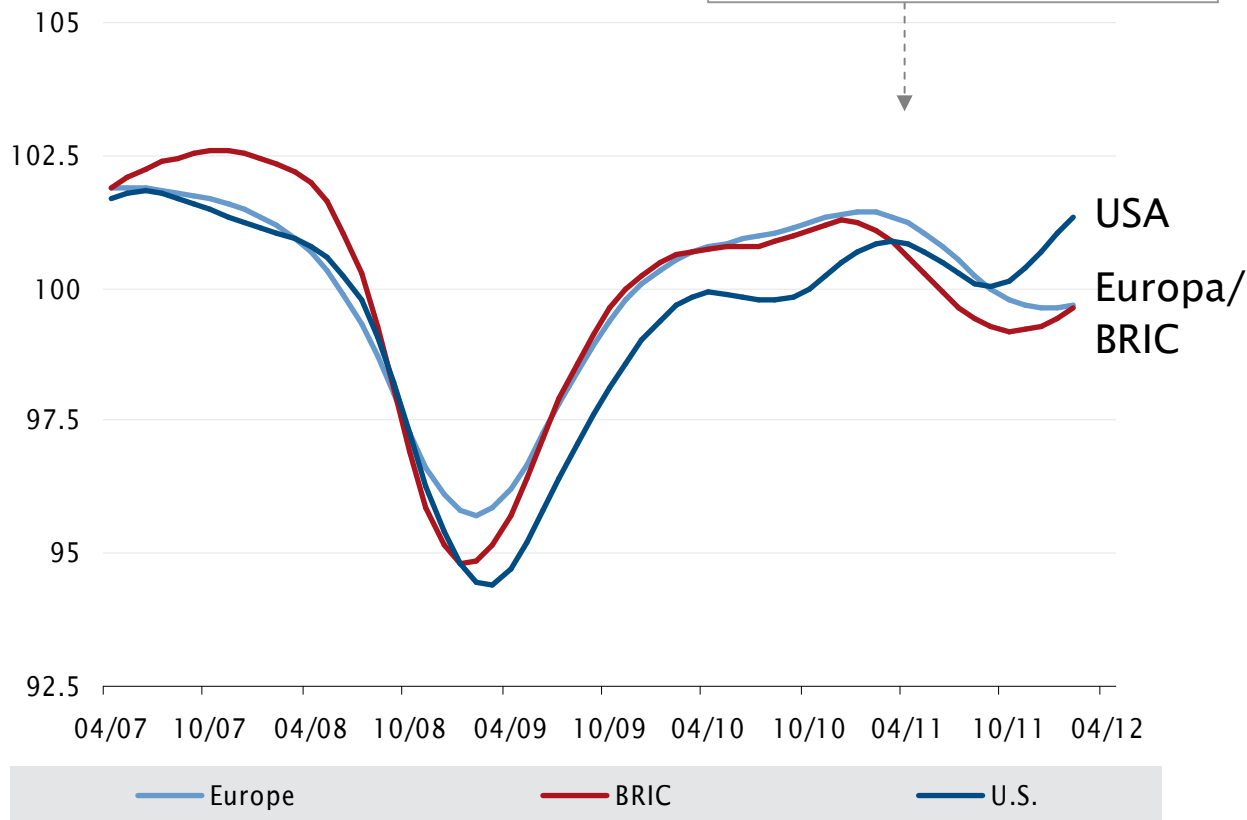


- Weiterhin steigende Arbeitslosigkeit in Spanien (Quote höher als in Griechenland).
- Jugendarbeitslosigkeit 50%, fehlende Perspektiven.
- Schere innerhalb Europas klafft immer weiter auseinander.
- Politische Risiken?

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Weltkonjunktur: Stabilisierungstendenzen?

Welt: OECD-Frühindikatoren

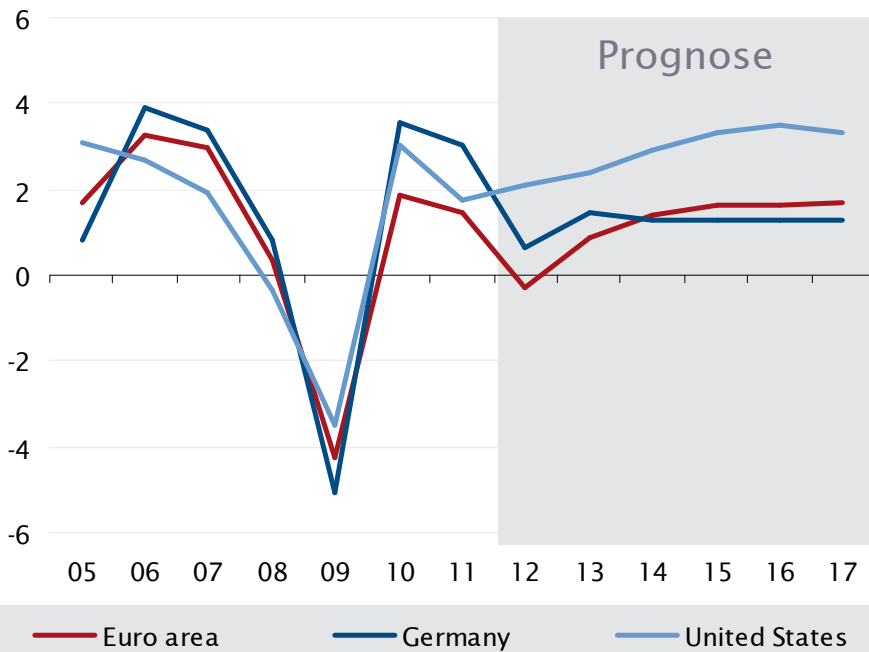


Quellen: Thomson Reuters, LBBW Credit Research

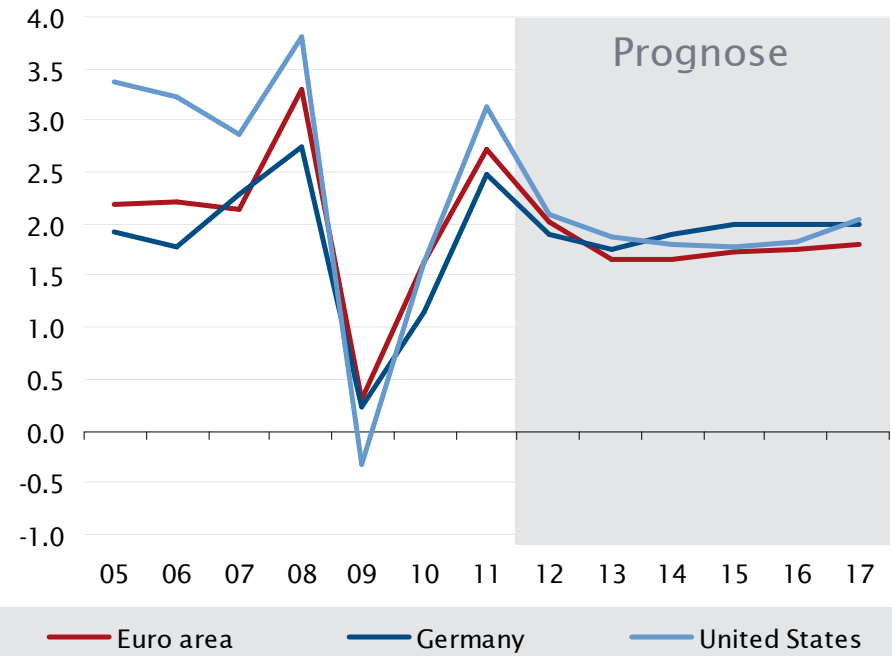
- **Nouriel Roubini: Stärkeres BIP-Wachstum kann schuldenbedingte Wunden heilen!**
Oder umgekehrt verschlimmern!!
- US-Wirtschaft entwickelt sich aktuell besser als die der Eurozone.
- Wachstumsverlangsamung in BRIC-Ländern scheint gestoppt.
- Europa: Kein Absturz, aber auch keine rasche Erholung!

Erwartete Rahmenbedingungen: Low growth, low inflation, low interest rates...

BIP-Wachstumsraten (y/y %)



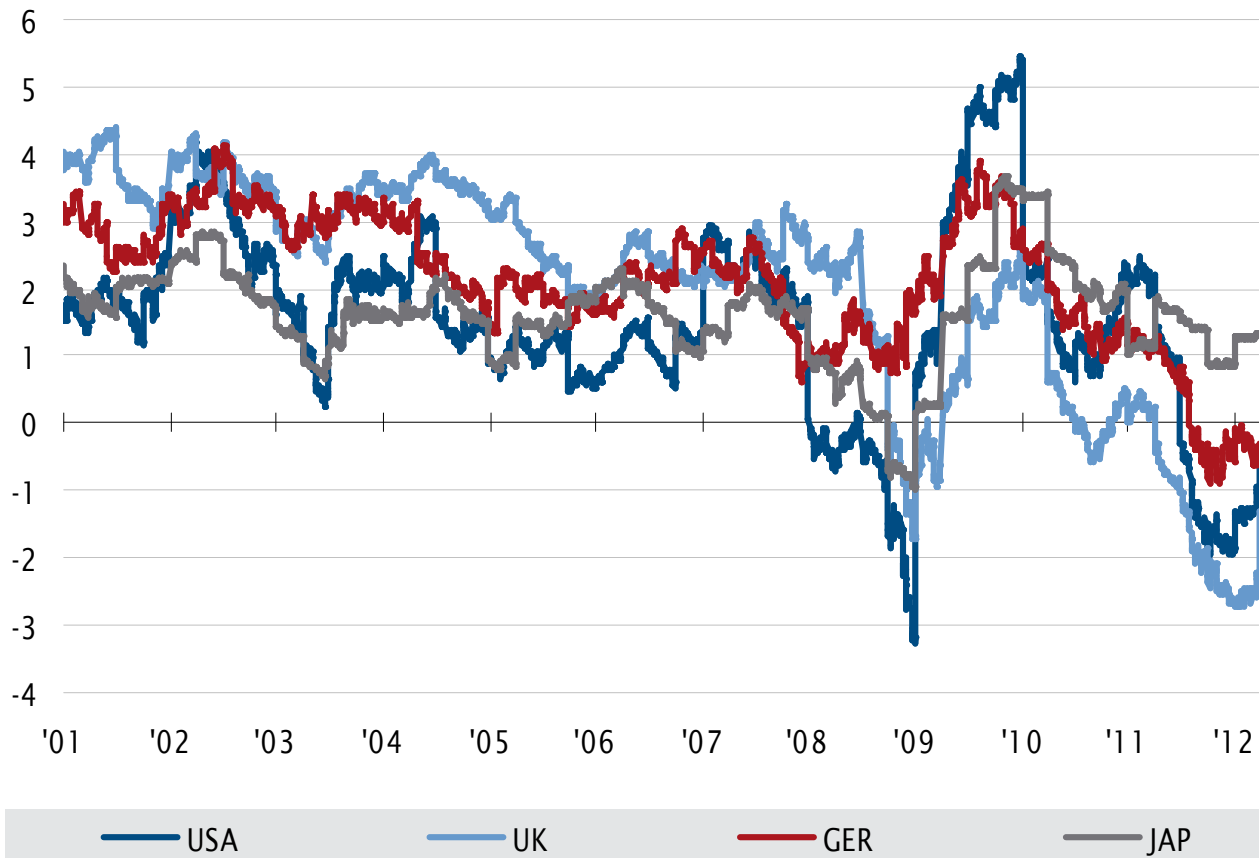
Inflation (Konsumentenpreise y/y in %)



Quellen: IWF World Economic Outlook Database (April 2012), LBBW Credit Research

Realrenditen bleiben niedrig – Kosten der Entschuldung werden auf die Investoren übertragen...

Realrenditen der großen westlichen Volkswirtschaften in %



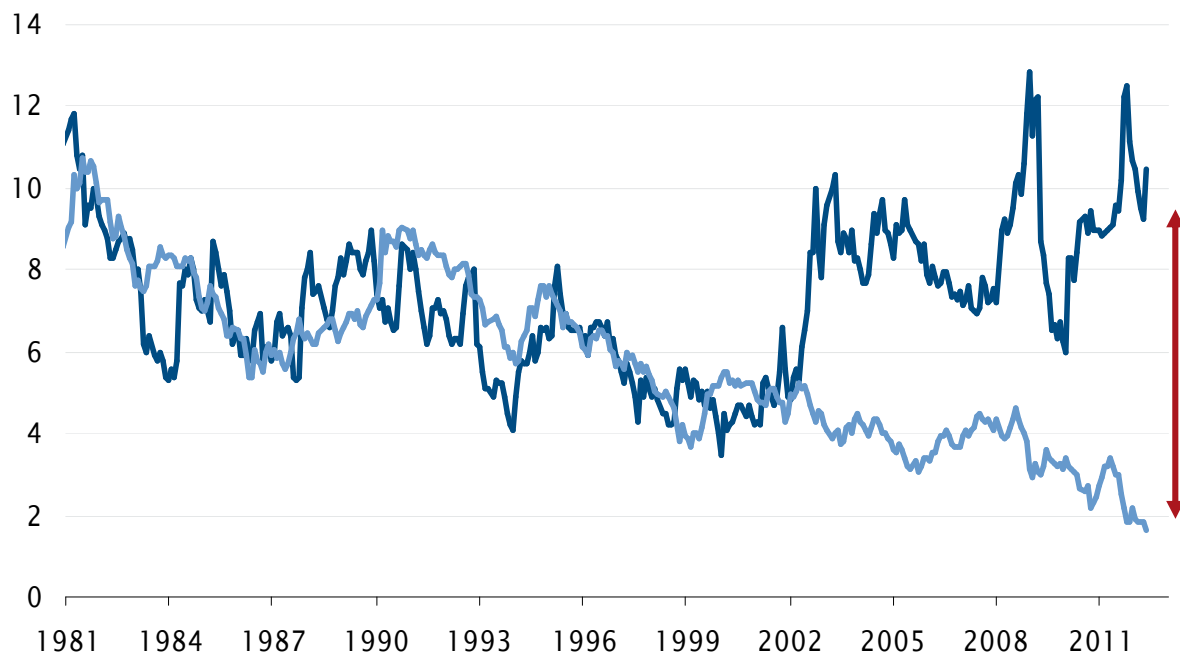
- Leitzinsen bleiben auch mittelfristig tief (FED: bis spät in 2014). Eventl. QE3?
- Kosten der Entschuldung werden auf den Investor übertragen und somit sozialisiert.
- **Financial Repression!!**
Basel II, Solvency, LCR...

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Wo investieren?

Aktien vs. Renten – Renditeabstand weiterhin extrem

DAX-Gewinnrendite vs. 10-jährige Bundesanleihen



- Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf neuem Rekordtief.
- Gewinnrendite am Aktienmarkt (umgekehrtes KGV) dagegen wieder über 10%!

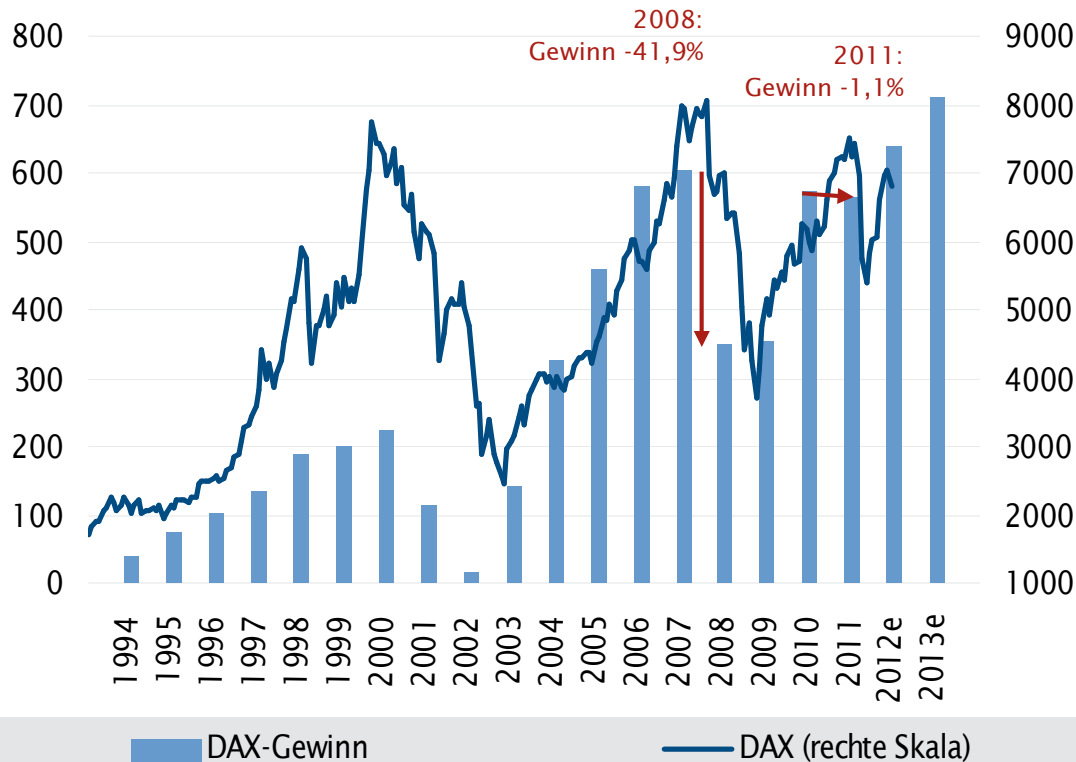
— DAX-Gewinnrendite (inverses KGV)

— Rendite 10Y-Bundesanleihen

Quellen: Thomson Reuters, LBBW Credit Research

Aktienmarkt - Steigende Gewinne, steigende Kurse

DAX und DAX-Gewinn



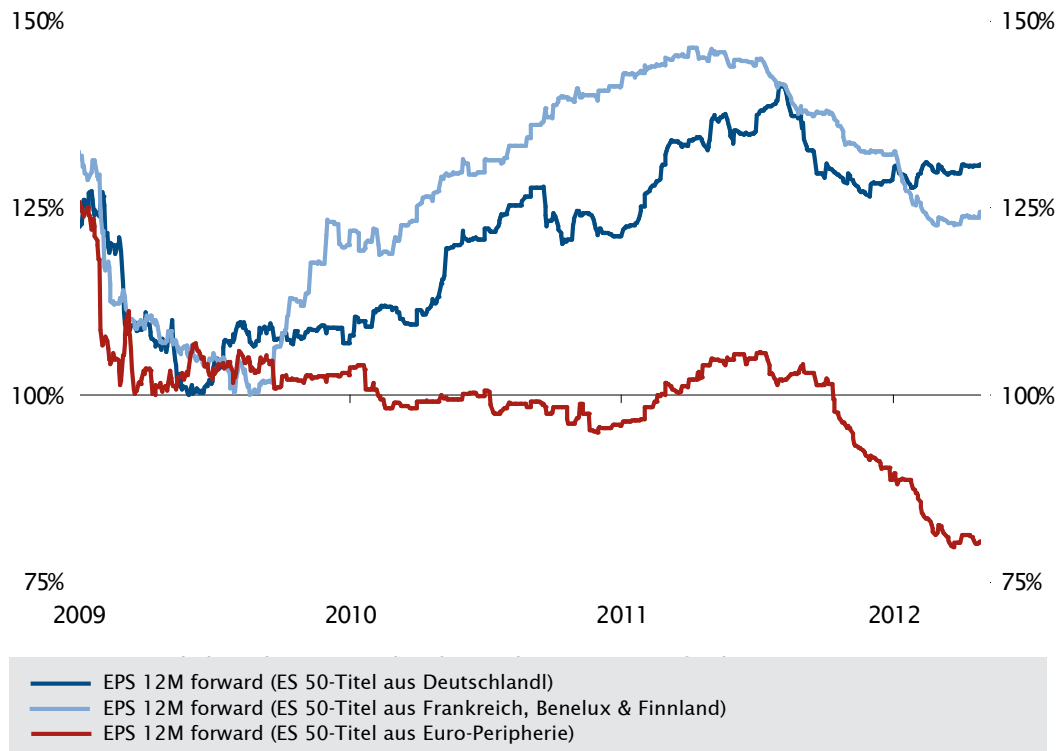
Quellen: Thomson Reuters, LBBW Credit Research

- Langfristig steht die DAX-Entwicklung im Einklang mit der Gewinnentwicklung.
- Der mit dem Kurseinbruch im vergangenen Jahr unterstellte Gewinnrückgang blieb bisher weitgehend aus.
- Die wieder steigenden Gewinne sollten zu einer positiven Kursentwicklung führen.

→ LBBW DAX-Prognose
31.12.12: 7500 Punkte

Euro Stoxx 50 -Peripherie-Unternehmen belasten Gewinntrend

12M forward Gewinn-Prognose nach Regionen (LBBWe) (indexiert auf 100 im Finanzkrisentief)

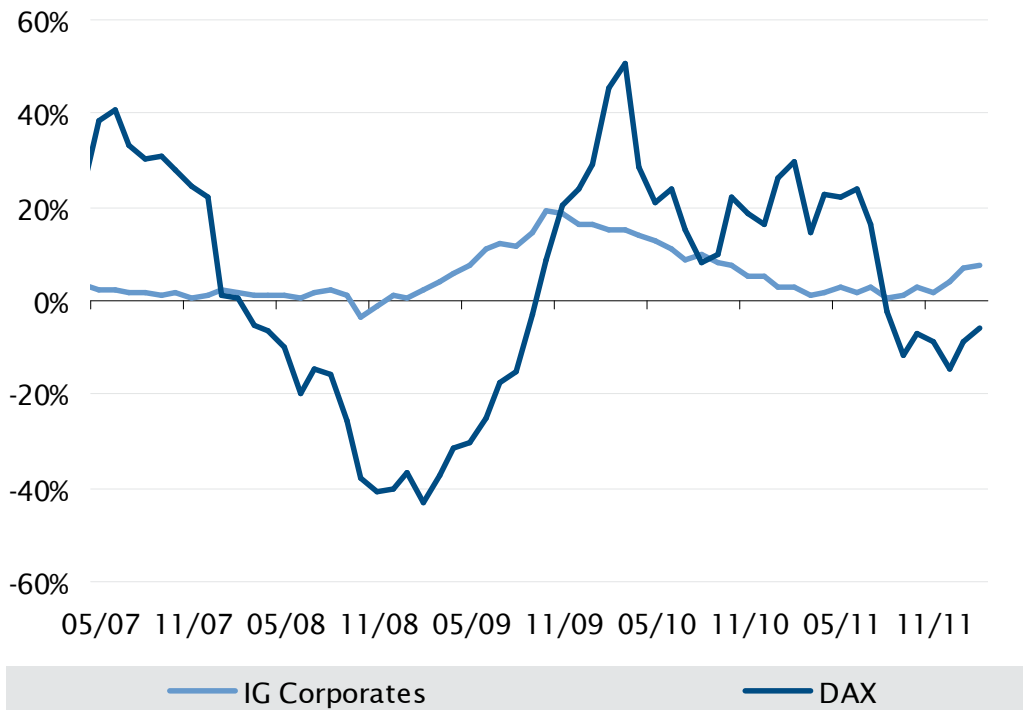


Quellen: Thomson Reuters, LBBW Investment Research

- Anders als im DAX ist der Gewinntrend des Euro Stoxx 50 weiter abwärtsgerichtet.
- Für den im Vergleich zum DAX schwächeren Gewinntrend sind vor allem die Unternehmen aus den Euro-Peripheriestaaten verantwortlich.
- Deren 12-Monats-Forward-Prognose liegt aktuell um fast 20% tiefer als zu schlimmsten Zeiten der Finanzkrise.

Aktienmarkt – Höhere Chancen, höhere Risiken

Aktien vs. Unternehmensanleihen (rollierende 12-Monats-Performance)



Quellen: Thomson Reuters, LBBW Investment Research

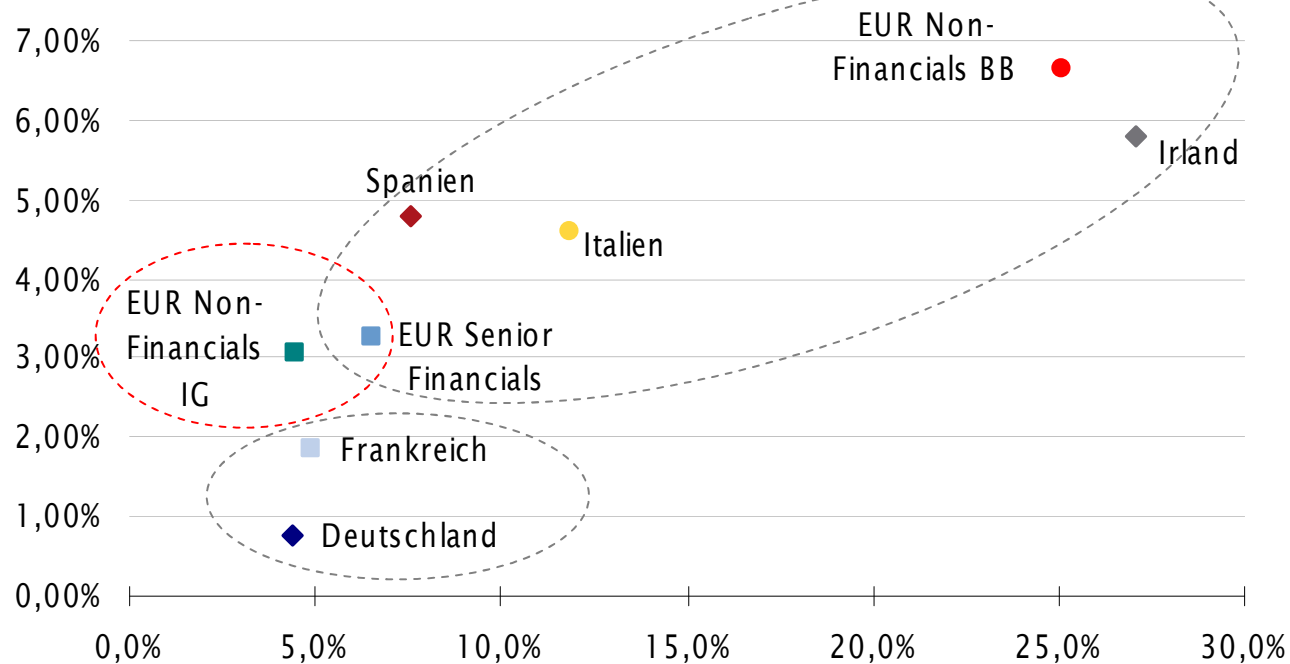
- Die höheren Chancen des Aktienmarktes gehen mit höheren Risiken einher.
- Im Nachgang der Lehman-Insolvenz waren beim DAX Kursverluste von mehr als 40% auf 12-Monats-Basis zu verkräften.
- „Safe Haven“ Investment Grade Corporates: Die schlechteste 12M-Performance seit Ausbruch der Finanzkrise lag bei -3,4%.

Wo investieren?

1) Defensiv mit negativer Realrendite? oder

2) Offensiv mit hohen Marktwertschwankungen u. Ausfallrisiken?

Aktuelle 5-J. Renditen (Y-Achse) vs. max. 3-Monatsverlust seit 2006 (X-Achse)

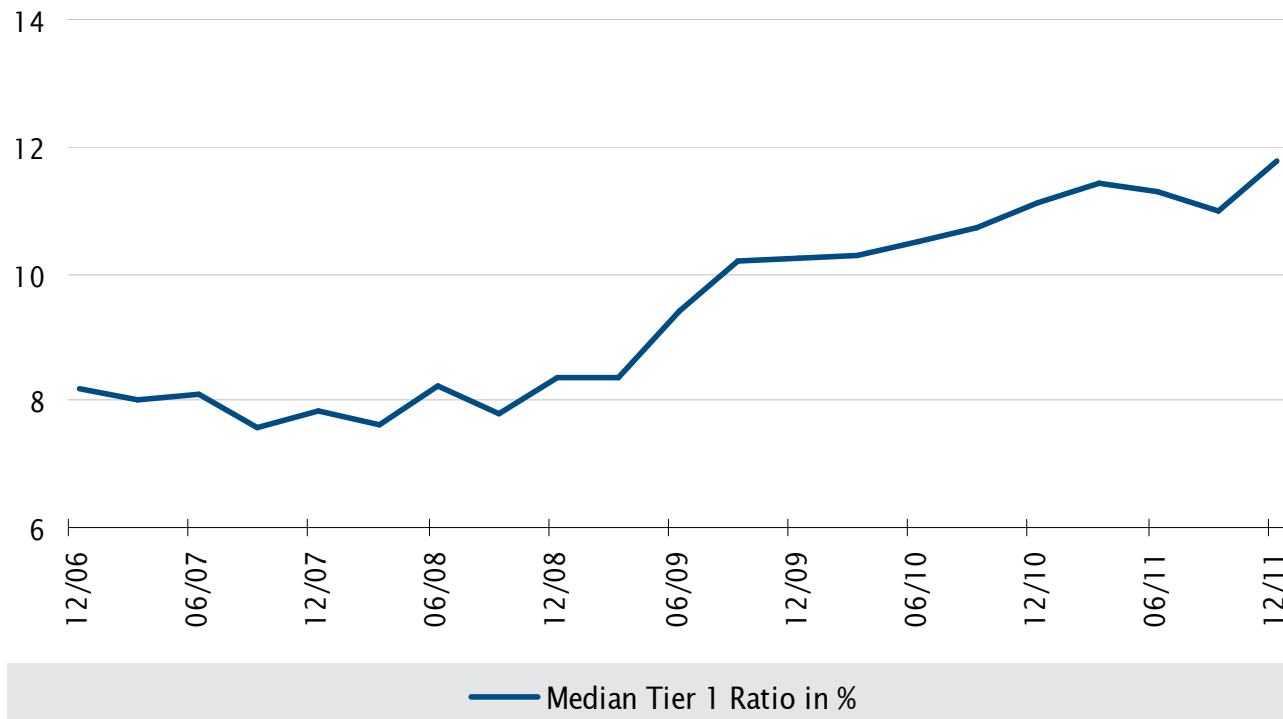


Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Banken

Banken - Kapitalausstattung steigt... ...durch Kapitalaufnahme aber vor allem durch Deleveraging

Mittelwert Tier 1 Kapitalquoten im Zeitablauf (in %)

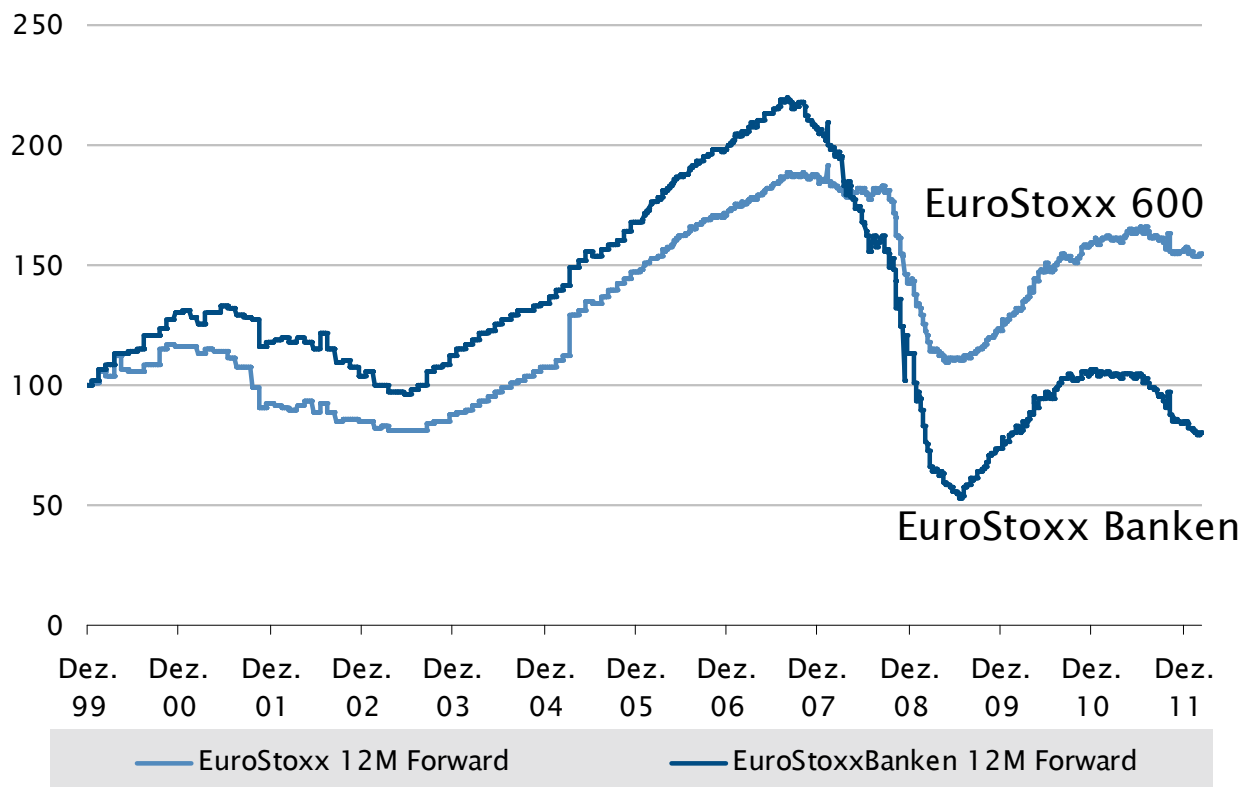


- Anstieg der Kapitalquoten über diverse Wege:
 - Bilanzsummenreduzierung
 - Kapitalaufnahme
 - Gewinnthesaurierung
 - Rückkauf von Nachrang-Anleihen unter Pari
- **Höhere Kapitalquoten gut für Anleihe-Investoren und tendenziell negativ für Aktionäre.**

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Banken: Ertragspotenzial nachhaltig beschädigt

Gewinnentwicklung EuroStoxx 600 vs. EuroStoxx Banken



- Ertragsniveau bei Banken nachhaltig unter Vor-Finanzkrisenniveau.

- Aktionäre Leidtragende:

$$\text{EK-Rentabilität} \downarrow \downarrow = \frac{\text{Gewinn} \downarrow}{\text{EK} \uparrow}$$

- Credit/Anleihe-Investoren leiden und profitieren:

$$\text{Gewinn} \downarrow \\ \text{EK} \uparrow$$

Ausfallwahrscheinlichkeit?

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Financials – weiter hohe Abhängigkeit von Staatsrisiken

iTraxx Financials Senior und iTraxx SovX WE in Bp.

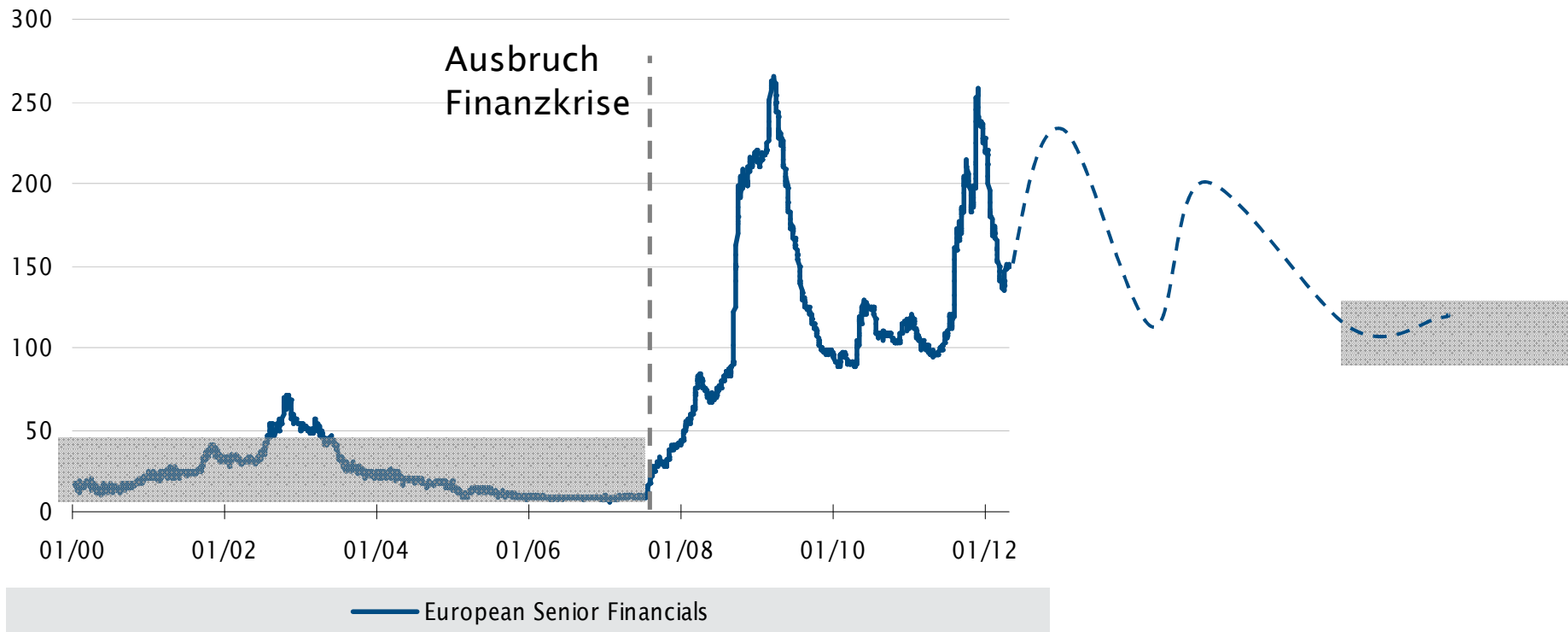


- Banken Spreads eng mit Entwicklung von Spreads auf Staaten korreliert.
- Abkoppelung aufgrund enger Verknüpfung erscheint kaum möglich.

Quelle: LBBW Credit Research, Bloomberg

Keine Rückkehr zu Spreadniveaus von vor der Krise

ASW Spread europäischer Bank-Anleihen (Senior)

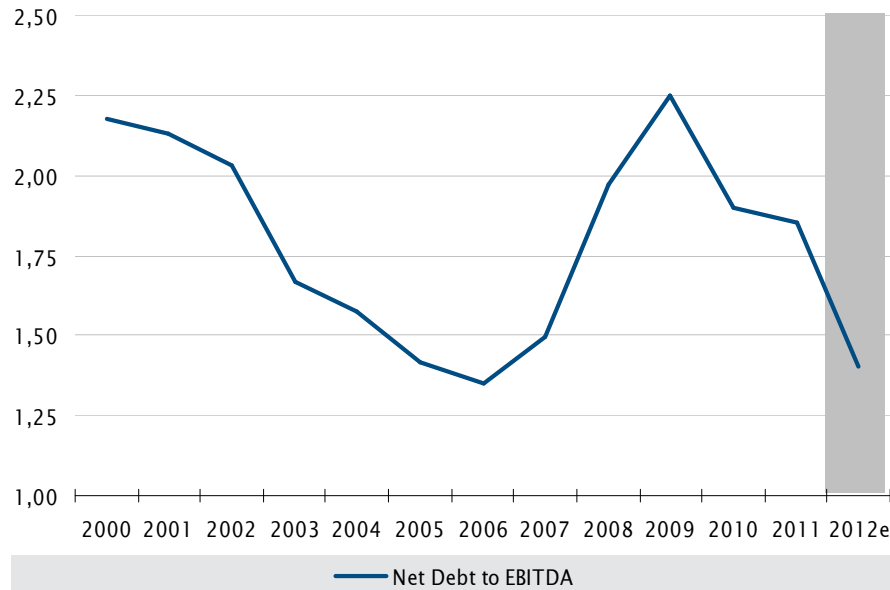


Quellen: Bloomberg, BofAML, LBBW Credit Research

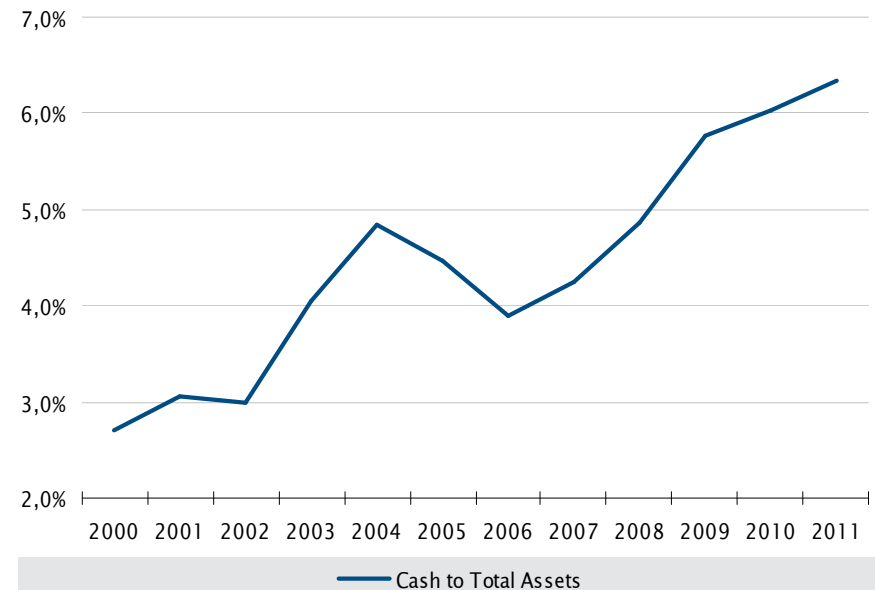
Unternehmen

Deleveraging bei Unternehmen fortgeschritten Unternehmenskennzahlen verbessert – Cash hoch

Entwicklung Nettoverschuldung / EBITDA



Entwicklung Cash / Bilanzsumme



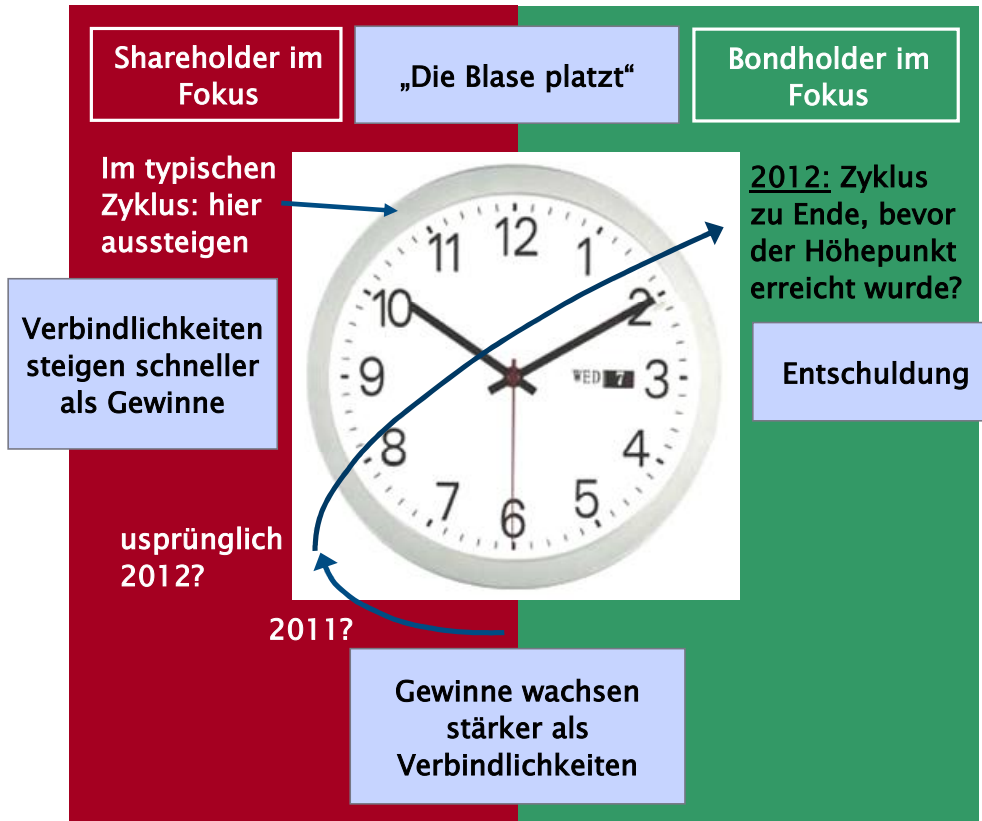
Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Datenbasis: 122 Unternehmen unserer Coverage, 2011er-Zahlen soweit aktuell verfügbar, Erwartungen 2012 sind Bloomberg-Konsens-Schätzungen

- Fundamental stehen die Unternehmen nach wie vor sehr gut da: Verschuldung zwar 2011 etwas gestiegen, allerdings konnten die Erträge stärker gesteigert werden.
- Ausrichtung bleibt im Mittel defensiv: Hohe Cash-Bestände zeugen von Zurückhaltung bei Investitionen und M&A-Tätigkeit – Vorbereitung auf konjunkturellen Abschwung?!

Corporates im Zyklus - Bondholder weiterhin im Fokus

Credit-Uhr

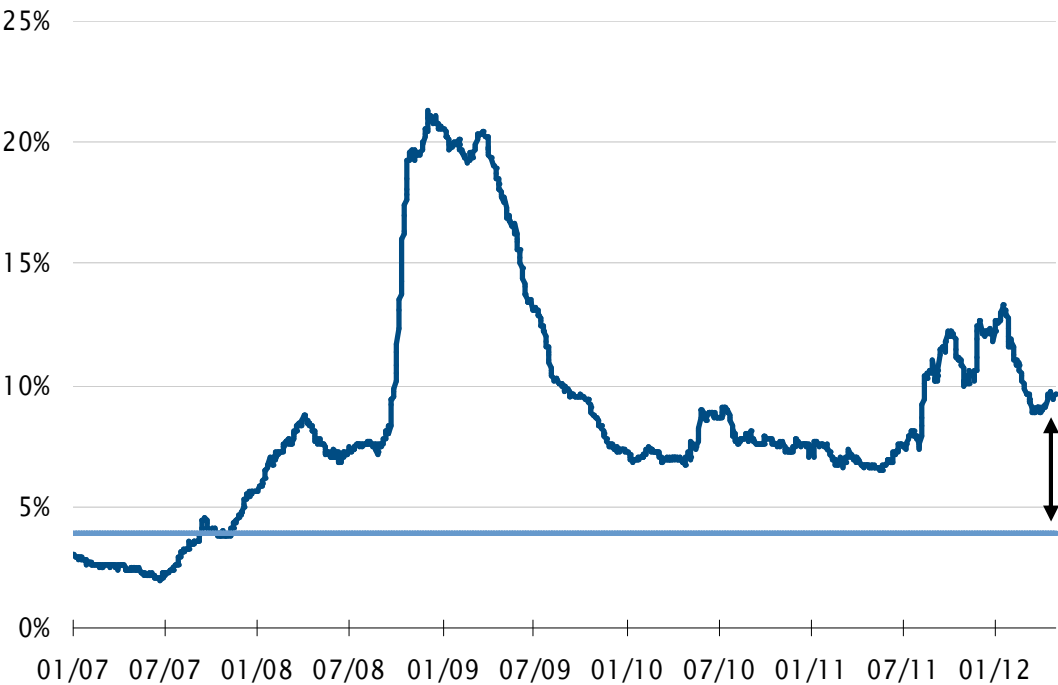


Quelle: LBBW Credit Research

- Verschuldung deutlich gesunken.
 - Defensive Ausrichtung bezüglich Investitionen und M&A. Keine LBO-Risiken für Bondholder.
 - Relativ hoher Cashbestand.
- Unternehmen fokussieren sich nach wie vor stark auf die Bondholder! Weiterhin bonitätsstabilisierende Maßnahmen.

Spreads kompensieren für rekordhohe Ausfälle

Spread-implizierte 5Y-Ausfallraten und maximale Ausfälle seit 1970



— 5Y PD cum. IG Corporates — Maximale Ausfälle je Ratingklasse seit 1970

- Spreads kompensieren im Investment Grade Ausfallraten von fast 10% auf 5-Jahressicht.
Historischer „Worst Case“: 4%

	iTraxx Europe Serie 17	IG Corporate Bonds, ML EN00 Index
Maximale Ausfälle je Ratingkategorie	4,06%	3,87%
Ausfälle der 1986er-Kohorte	3,72%	3,48%
Mittelwerte seit 1970	1,25%	1,17%

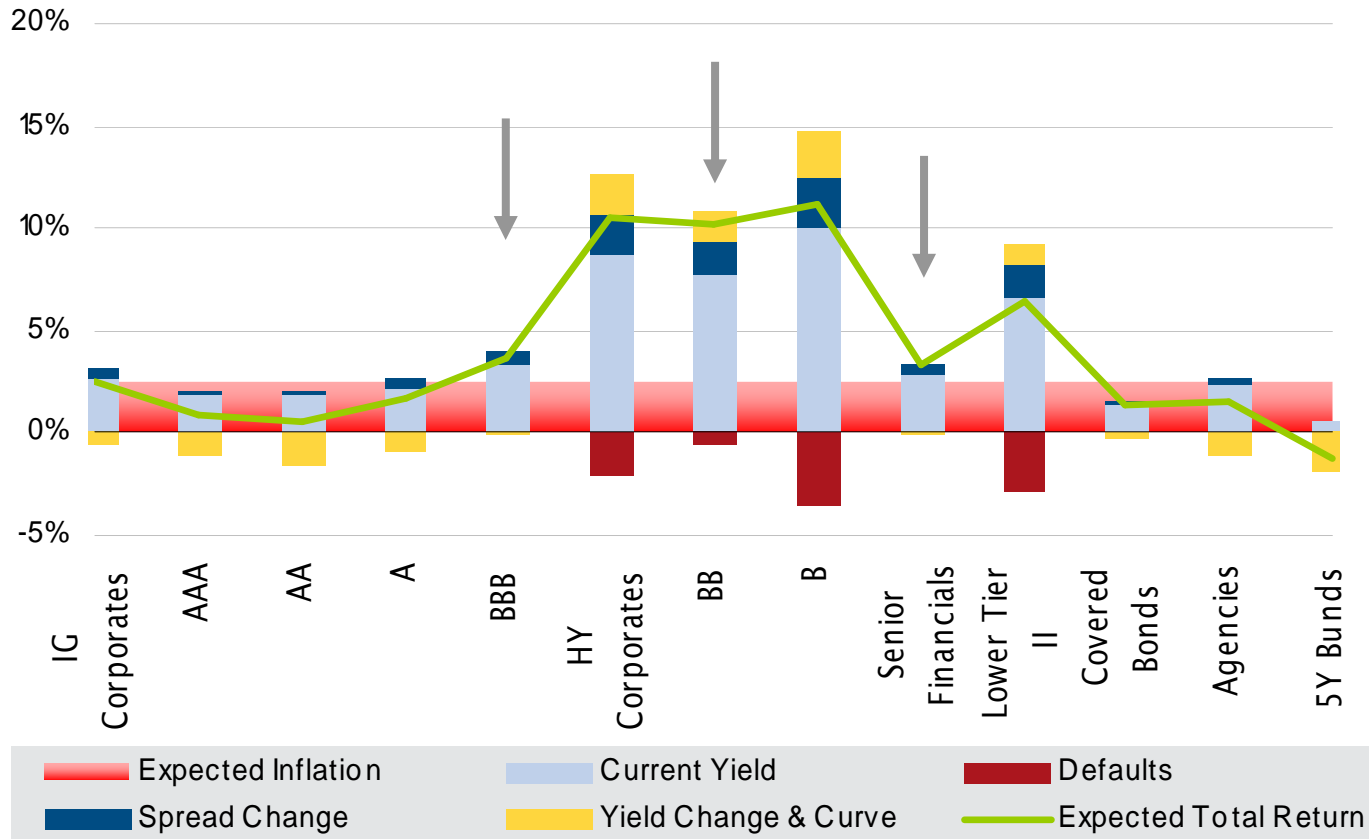
→ Überkompensation von etwa 6%

Quellen: BoAML, Bloomberg, LBBW Credit Research

Fazit

Fazit: Unsere Total Return Erwartungen

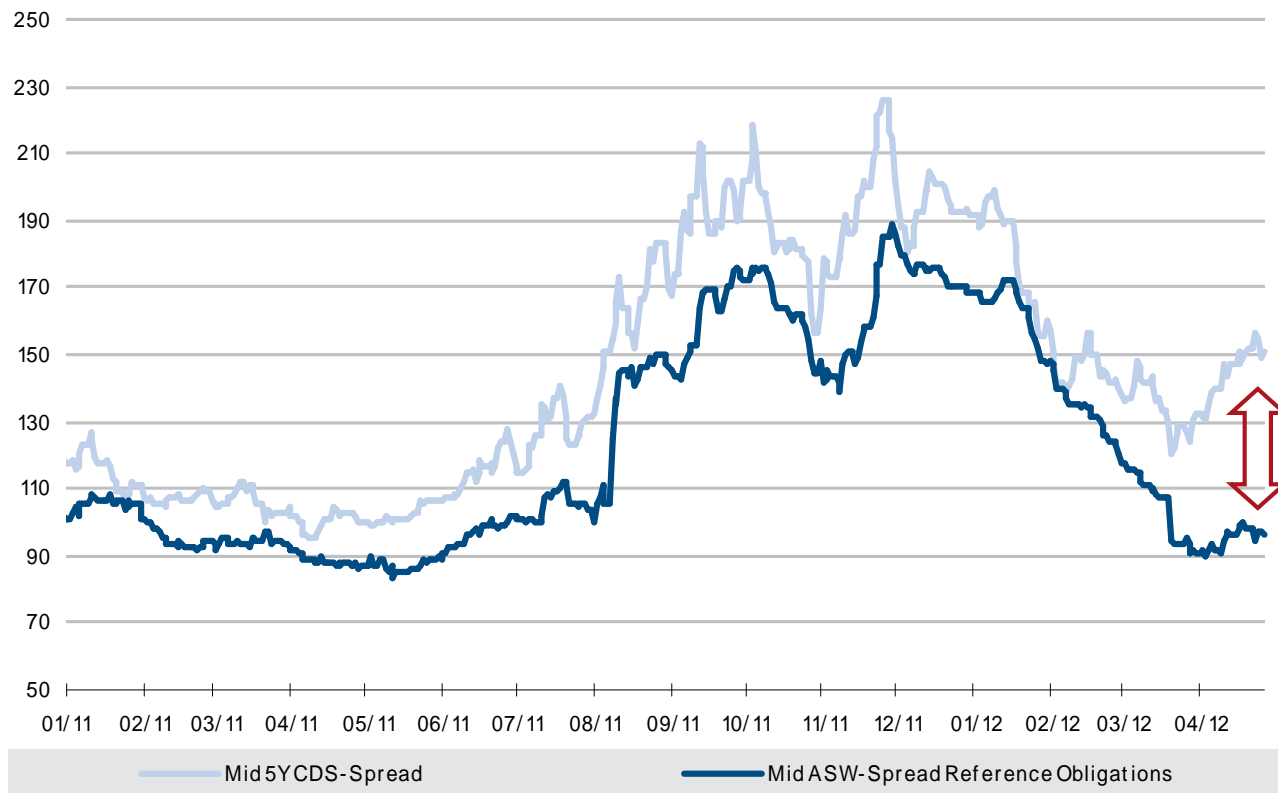
Renditeerwartung europäischer Fixed Income Assetklassen für die nächsten 12 Monate



Quellen: Bloomberg, BofAML, LBBW Credit Research

Anleihe vs. CDS: Basis gestiegen – CLN's bleiben attraktiv

CDS-Spreadmittelwert der iTraxx Main-Indexmitglieder und durchschnittlicher ASW-Spread der Referenzanleihen



- Aktuell durchschnittliche Basis auf Rekordniveau.

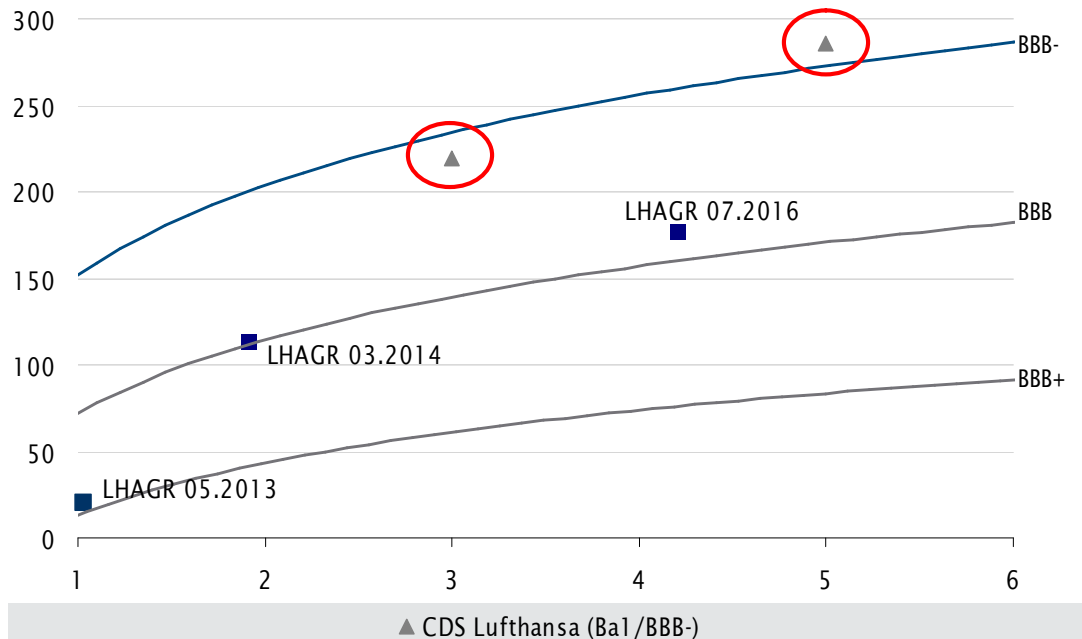
CDS bei 150 Bp.
Anleihen bei 100 Bp.
Basis = 50 Bp.

→ Credit Linked Notes als lohnende Alternative.

Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

Anleihe vs. CDS: Positive Basis - CLN's bleiben attraktiv

Lufthansa: CDS-Spreads und Swap-Spreads ausstehender Anleihen



Quellen: Bloomberg, LBBW Credit Research

- Spread
Anleihe LHAGR 7/2016: 180 Bp.
CDS interpoliert: ca. 250 Bp.
Basis: 70 Bp.
- Nur 3 Euro-Anleihen stehen bei Lufthansa aus
→ Synthetische Anleihen mit abweichender Laufzeit eventuell ebenfalls interessant!
- **Einschätzung LBBW Credit Research:**
Additional Investment,
Risikoindikator für alle Laufzeiten grün!

Ansprechpartner

Sales

Sales Savings Banks

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 752 30

Sales Institutional

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 752 40

Bank Sales

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 787 00

International Sales

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 788 47

Sales Corporates and Public Sector

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 768 32

Sales Capital Markets London

+44 / (0) 20 / 78 26 - 81 75

Trading Fixed Income

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 753 28

Debt Capital Market

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 753 00

Credit Capital Markets

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 752 55

Credit Research

Head of Credit Research

Uwe Burkert

Managing Director

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 734 62

uwe.burkert@LBBW.de

Bloomberg: LBBK <go>

Credit Strategy and Products

Rolf Schäffer, CIAA

Group Head

Credit Strategy

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 765 80

rolf.schaeffer@LBBW.de

Christian Götz, CEFA

Credit Strategy, Financials

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 744 70

christian.goetz@LBBW.de

Michael Köhler, CEFA

Credit Strategy, Corporates

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 426 64

michael.koehler@LBBW.de

Tobias Mehring

Credit Strategy, Portfolio

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 704 93

tobias.mehring@LBBW.de

Marco Ryll

Credit Derivatives, Structured

Credit, Hybrids

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 400 15

marco.ryll@LBBW.de

Jochen Korb, CFA

Portfolio, Credit Derivatives,

High Yield, Relative Value

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 752 51

jochen.korb@LBBW.de

Dr. Michael Stein

Credit Derivatives, Quant. Models,

ABS

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 752 69

michael.stein@LBBW.de

Corporates Research

Gerhard Wolf

Group Head

Automotives

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 480 78

gerhard.wolf@LBBW.de

Gerold Deppisch, CEFA

Basic Resources, Transportation &

Logistics, Consumer

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 760 02

gerold.deppisch@LBBW.de

Bettina Deuscher

Telecoms, Media & Technology

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 731 05

bettina.deuscher@LBBW.de

Thomas Klee

Industrials, Building Materials

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 416 00

thomas.klee@LBBW.de

Rodger Rinke

Utilities, Oil & Gas

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 468 60

rodger.rinke@LBBW.de

Matthias Schell, CFA

Chemicals & Pharma

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 436 66

matthias.schell@LBBW.de

Covered Bonds/Financials Research

Alexandra Hauser, CPA

Group Head

Covered Bonds

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 789 51

alexandra.hauser@LBBW.de

Andre Erdmann

Covered Bonds

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 766 81

andre.erdmann@LBBW.de

Stefan Rösch

Covered Bonds

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 701 58

stefan.roesch@lbbw.de

Karsten Rühlmann

Covered Bonds

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 703 18

karsten.ruehlmann@lbbw.de

Anna-Joy Kühlwein

Financial Institutions

Ireland, Switzerland, UK, Sweden,

Denmark, Norway

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 421 14

anna-joy.kuehlwein@LBBW.de

Brigitte Martineau-Trauner

Financial Institutions Austria, France,

Italy

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 741 52

brigitte.martineau-trauner@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann

Financial Institutions

Germany, Portugal, Spain, Central

Banks, Quantitative Models

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 716 40

guido.zimmermann@LBBW.de

Torben Skopnik

Agencies and Sub-Sovereigns

+49 / (0) 7 11/ 1 27 - 421 13

torben.skopnik@LBBW.de

Disclaimer

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn / Frankfurt. Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zulässig 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 zu 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 Vorankündigungen Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.