



Konjunktur gibt Tapering-Takt vor

2. Juli 2021

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Der Inflationsanstieg wird sich noch fortsetzen, vor allem im Euroraum. Generell sieht es weiter nach einem temporären Verlauf aus, weshalb sich EZB und Fed unverändert auf Konjunkturfortschritte konzentrieren dürften. Wir erwarten eine Tapering-Ankündigung der Fed frühestens für September, die Staatsanleihen vorübergehend belasten wird.

In unserer jüngst abgehaltenen Prognoserunde haben wir das Inflationsthema einmal mehr intensiv diskutiert. Letztlich bestätigen wir unsere Sicht, dass es sich beim weltweiten Preisauftrieb um ein temporäres Phänomen handelt. Dieser wird 2021 noch zunehmen, da die Inflationspipeline zurzeit kräftig sprudelt. Angehoben haben wir deshalb vor allem unsere 2021er-Inflationsprognose für Deutschland, den Euroraum und die USA, und zwar von 2,3/2,0/3,5 auf 2,6/2,1/3,9 %. Auf 6M-Sicht besteht für die aktuell bei 1,9 % liegende EWU-Inflationsrate noch ein Aufwärtspotenzial von über einem Prozentpunkt. Es bleibt unseres Erachtens aber dabei, dass der Inflationsanstieg, neben Basis- und Sondereffekten, vor allem auch auf die post-pandemische Sondersituation einer sich stark entladenden Nachholnachfrage und noch stockender Lieferketten zurückgeht. Das dürfte vorerst auch weiter an Einkaufspreisen von Unternehmen ablesbar sein. Eine grundsätzliche Knappheit attestieren wir nicht, da etwa Rohstoffvorkommen nicht aufgebraucht sind. Die Lage wird sich also normalisieren, wenn die unmittelbare Nach-Corona-Phase vorüber ist. Unserer Einschätzung nach werden Inflationsraten 2022 südwärts tendieren, nicht zuletzt auch, weil diesjährige Basis- und Sondereffekte dann aus der Betrachtung fallen. Inflationsraten bleiben 2022 somit nur hoch, wenn, erstens, diesjährige Preistreiber ihr Niveau weitgehend halten und, zweitens, es neue Preisschübe im diesjährigen Ausmaß gibt. Für Letzteres sind vor allem die Löhne wichtig: Anzeichen für eine klassische Lohn-Preis-Spirale sehen wir aber weiter nicht. Das Risiko für ihr Eintreten ist in den USA jedoch größer als in anderen G7-Staaten. Im Zuge der von uns für 2022 erwarteten allgemein sinkenden Inflationsraten ist für uns klar, dass es dabei nicht auf das tiefe Niveau unter 1,0 % zurückgeht. Vielmehr rechnen wir mit Schwankungen um 2,0 %, insbesondere für den Euroraum und auch für 2023. Damit wäre die Inflationslage wieder „normal“.

Die Zeiten extrem tiefer Inflationsraten sind erst einmal vorbei

Für EZB und Fed sind Konjunktur und Finanzmärkte wichtiger als die Inflationsrate

Das Tapering kommt – aber langsam

Der aktuelle Inflationsanstieg wird von wichtigen Notenbanken weiter als temporär angesehen, allen voran von EZB und Fed. Es liegt also auf der Hand, dass Corona-Hilfsmaßnahmen von beiden Notenbanken noch aufrechterhalten werden. Ihr Vorgehen wird überdies von langfristigen Inflationserwartungen unterstützt, die als fest verankert anzusehen sind. Das Hauptaugenmerk von EZB und Fed dürfte daher weiter darauf liegen, die Konjunkturerholung in Gang und Finanzmärkte stabil zu halten.¹ Alles in allem gehen wir daher unverändert davon aus, dass, bei anhaltender Konjunkturerholung, die EZB ihre monatlichen PEPP-Käufe im vierten Quartal 2021 und ersten Quartal 2022 auf 60 bzw. 30 Mrd. € senken wird (wöchentlich auf 15 bzw. 7,5 Mrd. €). Ob nun unter PEPP-Flagge oder nicht: Zusätzlich zu den APP-Käufen von monatlich

¹ Aufgrund statistischer Aufwärtsrevisionen (und unsererseits unveränderter Erwartungen an den Konjunkturverlauf) steigt unsere EWU-BIP-Prognose für 2021/22 auf 4,9/4,7 %, nach 4,4/4,6 %.

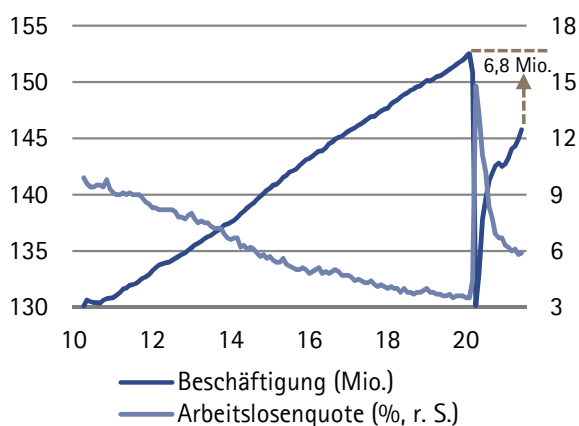
20 Mrd. € dürften diese Wertpapierkäufe auch nach März 2022 noch durchgeführt und je nach Konjunkturlage entweder früher oder später beendet werden. Soviel Zeit wird sich die Fed kaum nehmen: Aufgrund der sich wohl weiter bessernden US-Arbeitsmarktlage wird eine Tapering-Ankündigung voraussichtlich spätestens bis November erfolgen. Mit dem Tapering-Beginn rechnen wir weiter für das erste Quartal 2022. Würden die Anleihekäufe dann beispielsweise um 30 Mrd. US-\$ gesenkt, wären sie nach 12 Monaten beendet – spätestens also Anfang 2023.

Tapering: Langsamer oder schneller? Derzeit eher schneller

Für unser Verlaufsbild besteht zurzeit ein Beschleunigungsrisiko: Überraschten Konjunktur und Arbeitsmarkt in den USA deutlich positiv, könnte die Fed die von ihr proklamierten „substanziellen Fortschritte“ schon früher feststellen und ein Tapering schneller umsetzen. Das Inflationsthema eignet sich zudem dazu, den Tapering-Druck zu erhöhen. Letzteres gilt auch für die EZB: Statt die PEPP-Mindestdauer im vierten Quartal 2021 über März 2022 hinaus zu verlängern, könnten die Käufe dann bereits enden. Beides erhöhte wohl die Rückschlaggefahr für erstklassige Staatsanleihen.

Beschäftigungslücke noch groß

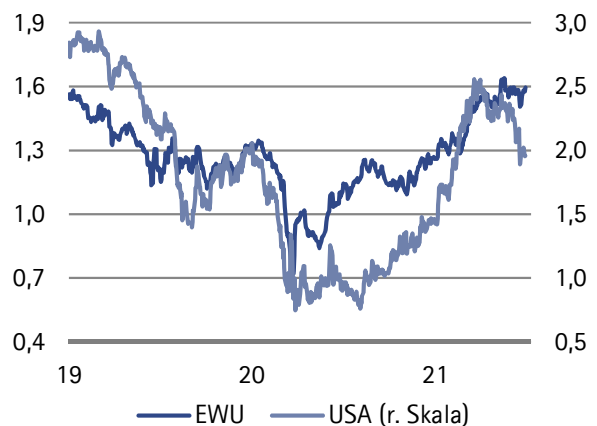
Arbeitsmarkt (USA)



Quelle: Refinitiv Datastream

Investoren beim Inflationsthema gelassen

Langfristige marktbasierende Inflationserwartungen (5x5, % zum Vj.)



Quelle: Refinitiv Datastream

Eins nach dem anderen: Erst Tapering, dann Leitzinserhöhung

Verfrühte US-Leitzinssorgen

Über die Inflationsprognosen hinaus haben wir nennenswerte Änderungen an dem in unserem *Kapitalmarkt-Ausblick* vom 28.05.2021 enthaltenen Szenario nicht vorgenommen. Neben geringfügig gestiegenen Konjunkturgefahren durch die sich zurzeit ausbreitende Delta-Virusmutation sehen wir die jüngste Fed-Sitzung allenfalls als vage Unterstützung für unsere Sicht einer ersten Leitzinserhöhung im zweiten Halbjahr 2023 an. Dort hatte eine deutliche Mehrheit mindestens eine Leitzinsanhebung für 2023 für angemessen gehalten, manche schon für 2022. Die Marktreaktion – Verflachung der US-Renditestrukturkurve, USD-Festigung – dürfte jedoch kurzlebig sein. Die Erfahrung zeigt, dass auf die Einschätzung der FOMC-Mitglieder häufig kein Verlass war. Ohnehin beinhalten aktuelle Äußerungen von FOMC-Mitgliedern stark abweichende Ansichten. Leitzinsängste bereits zwei Jahre vor einem erwarteten Ereignis erscheinen uns daher als sehr verfrüht, für die EZB sind sie überdies keine Blaupause. Da ein Tapering deutlich näher ist als eine Zinsanhebung, behalten wir auf 6M-Sicht weiter einen Anstieg der 10-j. Treasury-Rendite in Richtung 2,0 % im Blick. Das größte Prognoserisiko hierfür sehen wir in überraschend schwächeren Aktienmärkten.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2019	2020	2021P	2022P	2019	2020	2021P	2022P
Welt	2,8	-3,3	6,1	4,3					
Euroraum	1,3	-6,7	4,9	4,7	1,2	0,3	2,1	1,7	
Deutschland*	0,5	-4,8	3,3	4,4	1,4	0,5	2,6	1,8	
Frankreich	1,8	-8,0	6,4	4,5	1,3	0,5	1,9	1,6	
Italien	0,3	-8,9	4,9	3,5	0,6	-0,1	1,6	1,6	
Spanien	2,0	-10,8	5,3	5,5	0,8	-0,3	2,1	1,5	
Großbritannien	1,4	-9,8	6,2	4,3	1,8	0,8	1,7	2,1	
Schweiz	1,1	-2,7	3,2	2,5	0,4	-0,7	0,4	0,8	
USA	2,2	-3,5	6,7	3,6	1,8	1,3	3,9	2,8	
China	6,0	2,3	9,0	5,3	2,9	2,5	1,0	2,2	
Japan	0,0	-4,7	2,5	2,0	0,5	0,0	-0,1	0,5	

Quelle: Refinitiv Datastream. 2021P/22P: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	01.07.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Target Rate*	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor**	0,15	0,20	0,20	0,25
10-jährige Treasury	1,48	1,80	1,80	1,60
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,54	-0,55	-0,55	-0,50
10-jährige Bundesanleihe	-0,20	-0,10	-0,20	-0,20
Großbritannien				
Reposatz	0,10	0,10	0,10	0,10
3-Monats-Libor	0,08	0,10	0,10	0,15
10-jährige Gilt	0,76	0,90	0,90	0,80
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON-Tagesgeldsatz	-0,73	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,19	-0,20	-0,30	-0,30

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

* Obere Leitzinsspanne ** Zu beachten ist der ICE-Disclaimer im Abschnitt „Wichtige Hinweise“

Währungen	01.07.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,19	1,20	1,19	1,18
EUR-GBP	0,86	0,88	0,89	0,90
EUR-CHF	1,10	1,11	1,12	1,12
EUR-JPY	132,42	134,00	136,00	138,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
€	Euro als Volumenangabe	FFTR	Federal Funds Target Rate
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	FOMC	Federal Open Market Committee (Offenmarktausschuss)
10-j.	10-jährige	G7	Gruppe der sieben führenden Industrieländer
APP	Asset Purchase Programme (Wertpapierkaufprogramme)	GBP	Britisches Pfund als Währung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
CHF	Schweizer Franken als Währung	Mrd.	Milliarden
EUR	Euro als Währung	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)
EWU	Europäische Währungsunion	SARON	Swiss Average Rate Overnight
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben

Quelle: Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Tapering	Zeitlicher Rahmen, in dem eine Notenbank beabsichtigt, einen bestimmten Umfang an Wertpapierkäufen schrittweise zurückzuführen
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

Quelle: Bankhaus Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

Herausgeber dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger
Bankhaus Lampe Economic Research
Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de
Telefon +49 211 4952-187
Telefax +49 211 4952-494

Standorte

BANKHAUS LAMPE KG

BERLIN

Carmarstraße 13
10623 Berlin
Telefon +49 30 319002-0
Telefax +49 30 319002-324

BIELEFELD

Alter Markt 3
33602 Bielefeld
Telefon +49 521 582-0
Telefax +49 521 582-1195

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
53113 Bonn
Telefon +49 228 850262-0
Telefax +49 228 850262-99

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-0
Telefax +49 211 4952-111

LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-197
Telefax +49 211 4952-188

FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65
60323 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 97119-0
Telefax +49 69 97119-119

HAMBURG

Ballindamm 11
20095 Hamburg
Telefon +49 40 302904-0
Telefax +49 40 302904-18

MÜNCHEN

Briener Straße 29
80333 München
Telefon +49 89 29035-600
Telefax +49 89 29035-799

MÜNSTER

Domplatz 41
48143 Münster
Telefon +49 251 41833-0
Telefax +49 251 41833-50

KAPITAL 1852 BERATUNGS GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-669

OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30
49074 Osnabrück
Telefon +49 541 580537-0
Telefax +49 541 580537-99

STUTTGART

Büchsenstraße 28
70174 Stuttgart
Telefon +49 711 933008-0
Telefax +49 711 933008-99

LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 95742-500
Telefax +49 211 95742-570

FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44
60322 Frankfurt/Main
Telefon +49 69 2444878-0
Telefax +49 69 2444878-99

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

Mariahilfer Straße 17/6
1060 Wien
Österreich
Telefon +43 1 8903507-0
Telefax +43 1 8903507-50