



Kapitalmarkt-Ausblick

Zurück in die Konsumspur

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

28. Mai 2021



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Impffortschritt hellt Konjunkturausblick auf

Aufgrund von Impffortschritten dürfte es der Corona-Pandemie in den nächsten Monaten weiter an den Kragen gehen. Dann werden vor allem Industrieländer mehr Kontrolle über die Gesundheitskrise erlangen. Für die Rückkehr öffentlichen Lebens ist dies zentral, wie sich fortan wohl auch im Euroraum zeigen wird. Wachstumsseitig sind wir für das zweite Halbjahr 2021 daher optimistisch gestimmt: Wir rechnen mit einem kräftigen Konsumschub und der weiteren Reparatur globaler Lieferketten. Von der in vielen Schwellenländern noch erheblich grassierenden Pandemie werden für die Weltwirtschaft jedoch noch eine Zeit lang Bremseffekte und Rückschlaggefahren ausgehen. Bedrohlich werden diese besonders dann, wenn sich (impfstoffresistente) Virusmutationen infolge einer unzureichenden Immunisierung ausbreiteten. Impferfolge verblassten dann auch hierzulande schnell. Für eine hohe Pandemiekontrolle bleibt ein globaler Ansatz daher das A und O. Überdies zählt schon jetzt: Nach der Pandemie ist vor der Pandemie! Bekannt ist nämlich, dass die nächste aufgrund von Klimawandel und Umweltzerstörung nur eine Zeitfrage ist. Die Welt sollte dann vorbereitet sein.

Für die kommenden Quartale erwarten wir weiterhin eine global anhaltende Konjunkturerholung. Dabei werden BIP-Zuwachsraten in Ländern moderater ausfallen, die zyklisch schon fortgeschritten sind. Hier haben wir vor allem die Schwergewichte China und USA im Blick. Zyklische Spätzünder dürften dagegen hohe Wachstumsraten aufweisen, etwa der Euroraum. Für das Aufholen von Wohlfahrtsverlusten behalten wir zudem den jeweiligen Vor-Corona-Wachstumspfad statt des tieferen BIP-Ausgangsniveaus im Blick. Hier klaffen bereits große Lücken: China hat den Pfad schon erreicht, die USA dürften in Kürze folgen. Dem Euroraum wird das erst nach 2022 gelingen.

Notenbanken sind Hände gebunden

Im Zuge pandemiebedingter Preiserhöhungen haben wir unsere Inflationsprognosen vereinzelt etwas erhöht. Nach wie vor erwarten wir nur kurzzeitig deutlich über Preisziele steigende Inflationsraten, die im Wesentlichen aus höheren Steuern und Energiepreisen sowie der Pandemie-Sondersituation resultieren. Langfristige Inflationserwartungen dürften gleichwohl noch steigen. Dass sie eine Leitzinswende bei EZB oder Fed auslösen werden, sorgt uns nicht: Zu groß ist das Risiko für Konjunktur und Finanzmärkte. Höhere Inflationsraten festigen zudem die Schuldentragfähigkeit, weshalb aktive Inflationskämpfe von Notenbanken wenig wahrscheinlich sind. Wir gehen aber davon aus, dass manche auf Basis nachhaltig besserer Konjunkturdaten mittelfristig immer weniger Wertpapiere kaufen werden. Dies betrifft besonders die Fed, die das wohl 2021 für 2022 ankündigen wird. Anders als vor dem Taper Tantrum von 2013 dürfte ein Tapering dieses Mal gut vorbereitet sein, damit Leitzinserhöhungen niedrig bleiben. Aufgrund noch steigender Inflationsraten wird das aus unserer Sicht aber kaum gelingen, ohne erstklassige Staatsanleihen zu belasten. Für das zweite Halbjahr 2021 erwarten wir die 10-jährige Treasury-Rendite daher temporär über 2,00 %. Der Anstieg bedeutet Druck für Bundesanleihen, der aber wegen der wohl über März 2022 hinaus anhaltenden PEPP-Käufe der EZB eher mild ausfallen wird. Wegen der relativen US-Stärke gegenüber dem Euroraum sehen wir den Anker für EUR-USD weiter bei 1,20. Unser DAX-Ziel für Ende 2021 beträgt 16.000 Punkte.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2019	2020	2021P	2022P	2019	2020	2021P	2022P
Welt	2,8	-3,3	6,0	4,1					
Euroraum	1,3	-6,7	4,4	4,6	1,2	0,3	2,0	1,6	
Deutschland*	0,5	-4,8	3,3	4,4	1,4	0,5	2,3	1,6	
Frankreich	1,5	-8,2	6,4	4,5	1,3	0,5	1,9	1,5	
Italien	0,3	-8,9	4,1	3,5	0,6	-0,1	1,6	1,6	
Spanien	2,0	-10,8	5,1	5,6	0,8	-0,3	1,9	1,5	
Großbritannien	1,4	-9,8	6,2	4,3	1,8	0,8	1,7	2,1	
Schweiz	1,1	-3,0	3,3	2,0	0,4	-0,7	0,3	0,6	
USA	2,2	-3,5	6,7	3,6	1,8	1,3	3,5	2,4	
China	6,0	2,3	9,0	5,3	2,9	2,5	1,5	2,4	
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 (%)	27.05.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate*	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor**	0,14	0,20	0,20	0,20
10-jährige Treasury	1,60	1,90	2,10	1,90
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,54	-0,55	-0,55	-0,55
10-jährige Bundesanleihe	-0,17	-0,20	-0,10	-0,30
Großbritannien				
Reposatz	0,10	0,10	0,10	0,10
3-Monats-Libor	0,08	0,10	0,10	0,15
10-jährige Gilt	0,86	1,10	1,20	1,10
Schweiz				
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor	-0,73	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,22	-0,30	-0,30	-0,50

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

* Obere Leitzinsspanne

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

Währungen	27.05.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,22	1,21	1,19	1,19
EUR-GBP	0,86	0,88	0,89	0,90
EUR-CHF	1,10	1,11	1,12	1,13
EUR-JPY	133,42	134,00	136,00	138,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	1
Prognosen	2
Inhaltsverzeichnis	3
Makroökonomische Trends	4
Europa	6
Deutschland: Von jetzt an geht es aufwärts	6
Euroraum: Wirtschaft im Startblock	6
Europa / International	9
Großbritannien: Post-Brexit trübt den Konjunkturausblick	9
USA: Wachstumsturbo bleibt vorerst eingeschaltet	9
International	11
China: Nur leichte Bremsmanöver	11
Türkei: Politische Allmacht schadet	11
Konsumschub statt Konsumhype	13
Geldpolitik: Langsamer Tapering-Einzug	15
Staatsanleihen: Der Druck nimmt noch zu	16
Währungen: Ausschlaggebend ist USD	18
Aktienmärkte: Ausblick bleibt positiv	21
Eckdaten	22
Erläuterungen	23
Ihre Ansprechpartner im Economic Research	26
Wichtige Hinweise	27
Standorte	28

Makroökonomische Trends

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Vom Impfstoff profitieren bisher vor allem Industrieländer

Aufgrund oft noch tiefer Niveaus beim BIP sind hohe Zuwachsraten für 2021 nichts Besonderes

Für 2022 steht eine Normalisierung beim BIP-Wachstum bevor

Pandemie-Kontrolle wächst

Die Corona-Neuinfektionszahlen sind weltweit weiter hoch. Auch wenn die Pandemie sobald nicht besiegt sein wird, stehen die Chancen aber gut, dass sie immer mehr und anhaltend unter Kontrolle gebracht werden kann. Neben Lockdown-Maßnahmen erfolgt dies vor allem in westlichen Industrieländern mit einer stark dampfenden Impfmaschinerie, durch die etwa in Großbritannien, Deutschland und den USA bereits 56, 42, 49 % der Bevölkerung eine Erstimpfung erhalten haben. Ein hoher Immunisierungsgrad winkt hier für das vierte Quartal 2021. Für viele Schwellenländer ist daran wegen hoher Fallzahlen und geringer Impfstoffversorgung nicht zu denken. Besonders alarmieren die Tragödien in Brasilien und Indien sowie deren mit 20/11 % sehr niedrige Erstimpfungsquoten, die Investoren vorerst abschrecken dürften. Damit zeigt die weltweite Gemengelage trotz der für 2021 bestehenden Aussicht auf ein Zurückdrängen der Pandemie derzeit noch, dass die Rückkehr zu der vor dem COVID-19-Ausbruch gewohnten Normalität, etwa bei Mobilität und Logistik, noch Zeit benötigen wird. Schutzmaßnahmen werden aber auch bei hoher Immunisierung notwendig bleiben. Mehr denn je gilt unseres Erachtens daher, mit dem Virus leben zu lernen, zumal die Gefahr neuer aggressiver und impfstoffresistenter Mutationen eine ernste ist. Ihr Eintritt ließe Kontrollgewinne über die Pandemie jedenfalls schmelzen wie Eis.

Weltwirtschaft auf Erholung gepolt

Durch das impfstoffbasierte Zurückdrängen der Corona-Pandemie werden sich fortan wohl immer mehr (Industrie-)Länder an der laufenden globalen Konjunkturerholung beteiligen. Auch wenn es aufgrund beeinträchtigter Lieferketten aus unserer Sicht vorerst noch haken wird, dürfte sich hinsichtlich der länderspezifischen BIP-Wachstumsraten ein ähnliches Muster zeigen: Von meist niedrigen BIP-Niveaus aus schnellen sie zunächst in die Höhe, weil extreme Corona-Schutzmaßnahmen beendet werden und öffentliches Leben wieder stattfinden kann. Mancherorts wird dieser Prozess fiskalpolitisch noch angeheizt. Wir rechnen deshalb damit, dass der Konsum zu einem starken Wachstumstreiber werden wird. Zu überbordender Konjunktüreuphorie lädt dies unserer Einschätzung nach aber nicht ein: Hat sich das Erholungspotenzial nach etwa drei Quartalen entladen, steht eine Normalisierung von Wachstumsraten bevor. Dieser Prozess wird dann wohl auch von weniger fiskalpolitischer Unterstützung begleitet, da, wie etwa in den USA, Steuerschecks lediglich ein Einmaleffekt sein dürften.

Der Rückgang hoher BIP-Wachstumsraten wird unseres Erachtens schon im laufenden Quartal im zyklusseitig vorausgeeilten China beginnen. Das zeigt sich auch im Jahresdurchschnitt: Hier fällt unsere BIP-Prognose von 9,0 % für 2021 auf 5,3 % für 2022. Ein ähnliches Bild zeigt sich für die USA: Nach voraussichtlich 6,7 % in diesem Jahr erwarten wir für 2022 einen Zuwachs von 3,6 %. Die Weltwirtschaft kommt unserer Prognose zufolge auf 6,0 bzw. 4,1 %. Generell gilt: Je höher die 2021er-BIP-Prognose für ein Land ist, desto niedriger ist sie für 2022, und umgekehrt. Arbeitsmärkte dürften sich in diesem Umfeld zwar erholen, alte Stärke aber kaum erreichen. Hierfür sprechen auch Rückzüge von Arbeitnehmern vom Arbeitsmarkt und unternehmensseitige Stellenabbaupläne. Der unter der Decke schwelende Handelsstreit zwischen den USA und China hält den Blick überdies auf globale Protektionismus-Tendenzen gerichtet.

Das BIP-Ausgangsniveau ist nicht der entscheidende Zielwert – ...

... Wohlstandsverluste sind darüber hinaus entstanden

Höhere bzw. noch steigende Inflationsraten bleiben für 2021 auf der Agenda

Für unser Inflationsbild bestehen Aufwärtsrisiken

Dauerhafte Entankerung der Inflationserwartungen wenig wahrscheinlich

Wir sind der Ansicht, dass BIP-Wachstumsraten mangels Niveauaussage wenig über den Erholungsstand eines Landes verraten.¹ Auch der Vergleich des aktuellen BIP-Niveaus mit dem Vor-Corona-Stand hinkt. Die chinesische Wirtschaft übertrifft diesen schon seit 2020, und diejenige der USA wird in diesem Quartal wohl folgen. Für andere Länder, darunter der Euroraum, steht dies erst für Ende 2021 oder später bevor. So oder so ist der Aufholprozess damit nicht beendet: Da das Wachstum der Weltwirtschaft ohne Pandemie wahrscheinlich der Potenzialrate entsprochen hätte, halten wir die Rückkehr auf den ursprünglichen Wachstumspfad für weitaus wichtiger. Es gilt also, über das BIP-Ausgangsniveau hinausgehende Wohlstandsverluste aufzuholen. Dadurch verschiebt sich der Zeitpunkt der „richtigen“ Pandemieerholung für viele Länder noch deutlich weiter in die Zukunft. China und die USA sind davon nicht betroffen.

Der Inflationsspekulum verliert seinen Schrecken bald

In vielen Ländern werden Inflationsraten wohl weiter steigen und Preisziele von Notenbanken übertreffen. Dieses vorwiegend auf Basis- und Sondereffekten beruhende und mit dem Konjunkturzyklus wenig zusammenhängende Phänomen schätzen wir weiter als temporär ein. Vieles fällt Anfang 2022 aus dem Vorjahresvergleich, weshalb Inflationsraten dann deutlich sinken dürften. Unseres Erachtens endet damit die Anfang 2021 von einem ungewöhnlich tiefen Niveau aus gestartete Normalisierung.

Inflationsrisiken sehen wir für den Prognosezeitraum weiter als aufwärts gerichtet an. Sie bestehen vor allem in pandemieseitigen Angebots- und Nachfrageimpulsen. Der Preisschub wird aber wohl auch bei Risikoeintritt nur vorübergehend sein, weil Marktzutrittsbarrieren oft nicht bestehen und Lieferengpässe sowie die Ersparnisreduktion durch die Verbraucher endlich sind. Für die Zuwendung zu einem klassischen Inflationsumfeld bedarf es daher mehr. Unser Hauptaugenmerk liegt hier weiter auf einer sich selbst verstärkenden Lohn-Preis-Spirale. Mit Blick auf pandemiegebeutelte Unternehmen und unterausgelastete Arbeitsmärkte ist das Risiko für deren Einsetzen aber wohl eher gering, generell für die USA jedoch größer als für andere G7-Staaten. Selbst wenn Löhne tatsächlich stärker stiegen, sind diejenigen Personen gegenzurechnen, die dem Arbeitsmarkt wegen der Corona-Pandemie gar nicht mehr oder nur teilweise zur Verfügung stehen: Sie besitzen weniger Konsummöglichkeiten. Für eine dauerhafte Entankerung langfristiger Inflationserwartungen muss also einiges schief laufen, zumal die preisdämpfenden Effekte der Digitalisierung perspektivisch noch zunehmen werden. Der Entankerungsdebatte ebenfalls nicht zuträglich sind unserer Ansicht nach bestehende Klimaziele, die ein höheres Inflationsniveau aber konservieren.

Wir betonen, dass wir die Inflationsentwicklung der 1970er-Jahre nicht als Blaupause für die nächsten Jahre ansehen. Damals gab es vor allem keine Globalisierung. Volkswirtschaften waren geschlossen(er), weshalb der Wettbewerbsdruck niedriger und die Gewerkschaftsmacht größer waren als heute. Die aus der Modern Monetary Theory² hervorgehenden Erkenntnisse zeigen zudem, dass eine (ultra-)expansiv ausgerichtete Geldpolitik durchaus ohne Inflation auskommen kann. Da alte Denkmuster spätestens seit der Finanzkrise kaum noch funktionieren, ist die Vergangenheitsbetrachtung zur Ableitung künftiger Inflationstrends unseres Erachtens weniger hilfreich.

¹ Das gilt vorerst auch für Stimmungskennzeichen: Sie geben seit Monaten oft viel zu starke Wachstumssignale. Auf ihren mitunter extrem hohen Niveaus dürften sie sich kaum halten.

² Vgl. unser Economic Research KOMPAKT „Der MMT-Geist ist längst aus der Flasche“ vom 02.11.2020.

Europa

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Konjunktureller Wendepunkt
ist erreicht

Spätfolgen der Pandemie schon
jetzt ins Visier nehmen

Konjunkturdaten in den nächsten
Monaten mit viel Positivem

Länderseitig bleiben Unterschiede
im Aufholprozess bestehen

Höhere Kauflaune nicht bei allen

HINWEIS: Prognosewerte für Deutschland
und den Euroraum enthält Seite 22.

Deutschland: Von jetzt an geht es aufwärts

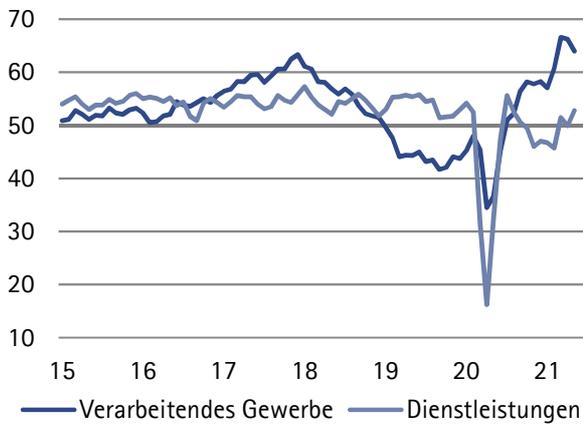
Unterstützt durch den Impffortschritt wird sich das BIP von seinem zu Jahresbeginn erreichten Tief fortan lösen. Da strenge Corona-Regeln aber nur behutsam gelockert werden und Vorleistungsgüter fehlen, ist das laufende Quartal noch ein Übergangsquartal. Hier wird sich die Spaltung der Wirtschaft in eine nachfrageseitig gut gestützte Industrie und Endzeitstimmung im Handel und Dienstleistungssektor aus unserer Sicht aber schon verringern. Für das zweite Halbjahr 2021 rechnen wir mit einer Fortsetzung, wenn vor allem der Konsum floriert. Aufgrund niedriger Bemessungsgrundlage stellen sich hohe Zuwachsraten dann automatisch ein: Verglichen mit der ersten Jahreshälfte (-0,9 %e) erwarten wir einen BIP-Zuwachs von 4,8 %. Negative Pandemiefolgen lindert dies für 2022 unseres Erachtens aber kaum. Neben deutlich gestiegenen Staatsschulden, hohen Post-COVID-Gesundheitskosten und Humankapitalverlusten sind davon vor allem Unternehmen betroffen, deren Schuldenlast Corona-bedingt stark gewachsen ist. Sie sind weniger wettbewerbs-/widerstandsfähig und dürften auf ihre Ausgaben achten. Ein dynamisches Investitionsumfeld mit kräftigem Arbeitsplatzaufbau wird sich daraus kaum entwickeln. Da der Staat nicht ewig stützen kann, sind zunehmende Insolvenzen überdies wohl nur eine Zeitfrage. Zahlreiche Stellenabbaupläne von Unternehmen (u. a. Autobauer, Luftfahrt) erschweren die Lage. Um den wirtschaftlichen Strukturwandel und Pandemiefolgen zu bewältigen, wird die neue Bundesregierung den Staatshaushalt daher kaum ambitioniert konsolidieren. Die Inflationsrate dürfte ihren Gipfel bei 3,2 % im Dezember erreichen. Langfristig gehen Inflationsrisiken vor allem von administrierten Preisen aus (z. B. CO₂-Preis).

Euroraum: Wirtschaft im Startblock

Aufgrund von Impffortschritten ist eine grundlegende Konjunkturerholung kaum noch aufzuhalten. Auch wenn kräftig gestiegene Stimmungsindikatoren aus unserer Sicht nicht mehr als die Hoffnung auf eine baldige Rückkehr öffentlichen Lebens andeuten, dürfte es, trotz Aufholunterschieden, ab Juni in allen Mitgliedstaaten wirtschaftlich bergauf gehen. Wir erwarten eine dynamische zweite Jahreshälfte, der eine Wachstumsmoderation im ersten Halbjahr 2022 folgt. Durch den späten Erholungsstart liegen unsere BIP-Prognosen für 2021/22 auf hohem Niveau weiter fast gleichauf. Impulse des EWU-Wiederaufbaufonds sind allein für 2022 berücksichtigt. Wir setzen vor allem auf den Konsum, auch wegen einer nachholseitig wohl deutlich sinkenden Sparneigung. Trotz dieser erfreulichen Aussicht darf nicht übersehen werden, dass das BIP sein zyklisches Vor-Corona-Hoch erst Ende 2021 erreichen wird. Die Rückkehr zum ursprünglichen Wachstumspfad wird unseren Berechnungen zufolge sogar 2022 nicht gelingen. Eine echte Auslastung gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten steht sobald also nicht bevor. Davon betroffen ist für uns vor allem der Arbeitsmarkt. Die Einstellungsbereitschaft von Unternehmen ist zuletzt zwar gestiegen. Anders als im Vor-Corona-Monat Februar 2020 ist die Arbeitslosigkeit offiziell aber noch um 1,3 Mio. Personen höher. In Teilen der Privathaushalte dürften Existenzängste und die Sorgen vor einem Arbeitsplatzverlust daher noch eine Weile anhalten, sie kommen zu bereits entstandenen Einkommensverlusten hinzu. Dies spricht unseres Erachtens gegen einen bevorstehenden Konsum-Boom, nicht aber gegen einen Konsumschub. Wichtig wird zudem bleiben, dass Kreditvergabebedingungen nicht strenger werden.

DEU: Spaltung am Limit

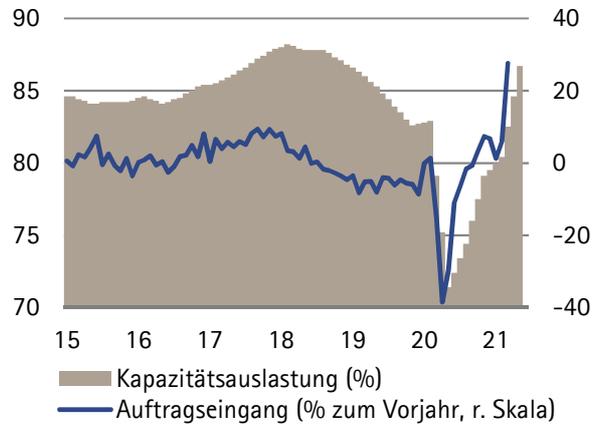
Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Stark verbesserte Auftragslage

Industrie



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Warten auf die Autoproduktion

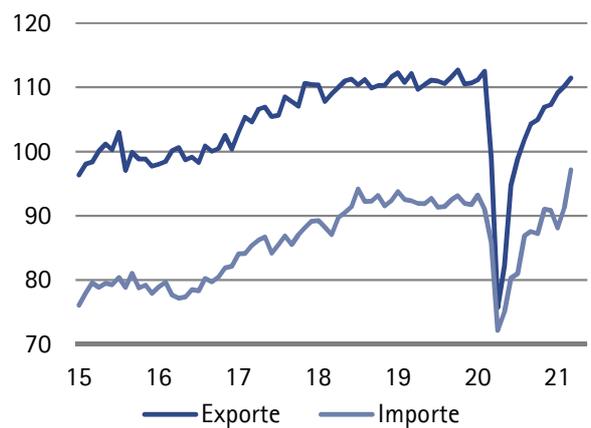
Automobilsektor



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Importe „laufen“ besser als Exporte

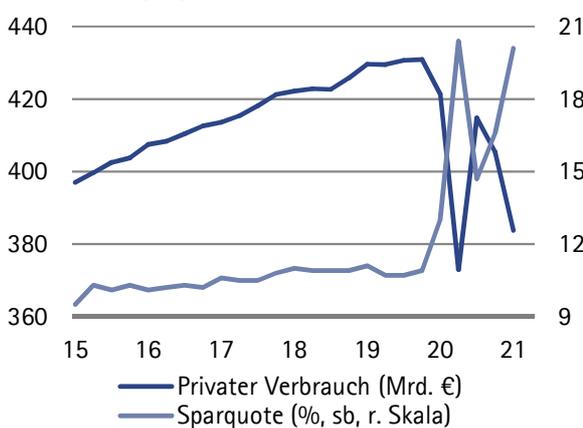
Außenhandel (Mrd. €)



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Konsumpulver ist genügend vorhanden

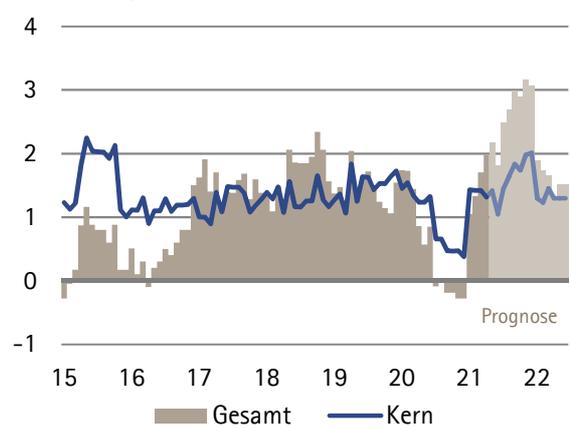
Konsum und Sparquote



Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Zulauf der Inflationsrate auf 3,0 %

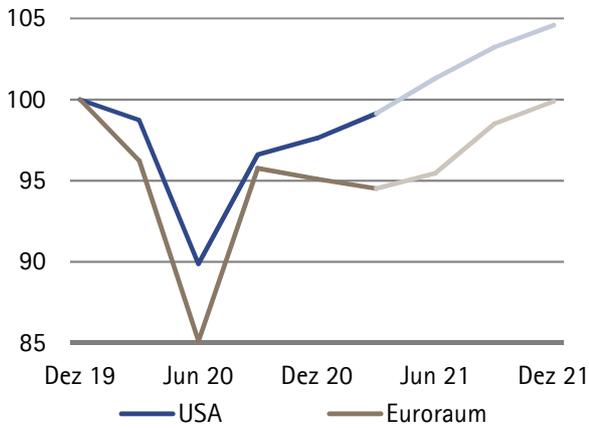
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Mai 2021–Jun 2022: Prognose BHL

EWU: Vorerst nur in der Verfolgerrolle

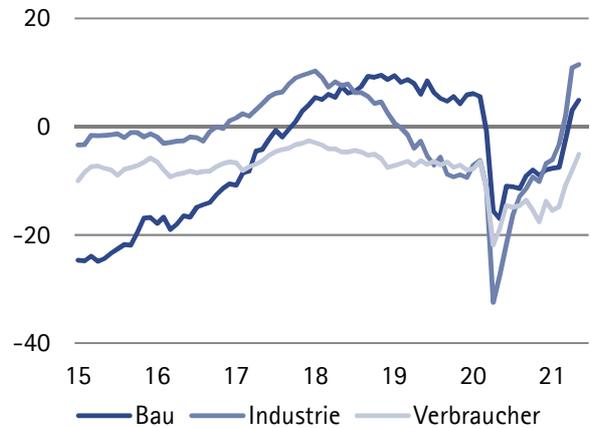
Bruttoinlandsprodukt (Q4 2019=100)



Quelle: Refinitiv Datastream. Apr–Dez 2021: Prognose BHL

EWU: Stimmungsdurchbruch ist gelungen

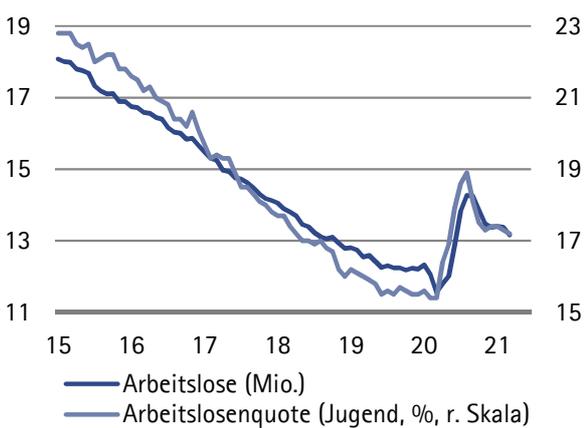
Wirtschaftsvertrauen (Saldo)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Arbeitsmarkt auf Stand von Mitte 2018

Arbeitsmarkt



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Unternehmen im Überlebenskampf

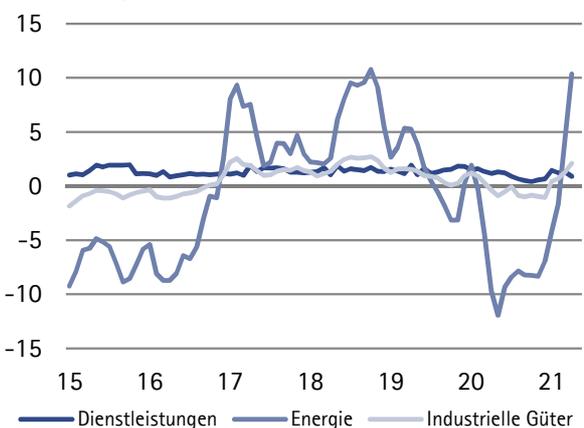
Kredite (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Energiepreise heizen Inflation an

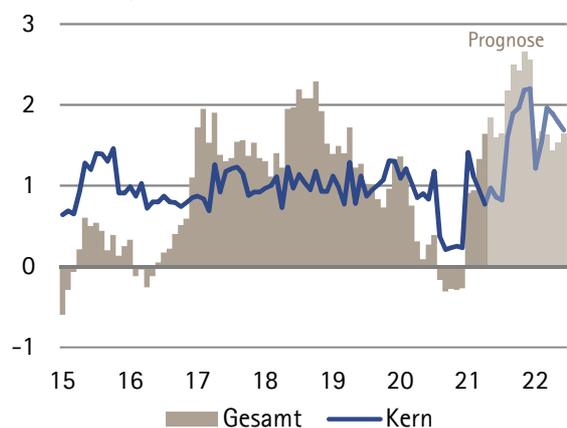
Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: EZB-Preisziel bald übertriften

Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Mai 2021–Jun 2022: Prognose BHL

Europa / International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Klare Öffnungsperspektive für die britische Wirtschaft, ...

... aber anhaltende Reibungsverluste im Handel mit der EU

BIP überschreitet Vor-Corona-Niveau im zweiten Quartal

Weitere fiskalische Impulse für 2022 eher gering

HINWEIS: Prognosewerte für Großbritannien und die USA enthält Seite 22.

Großbritannien: Post-Brexit trübt den Konjunkturausblick

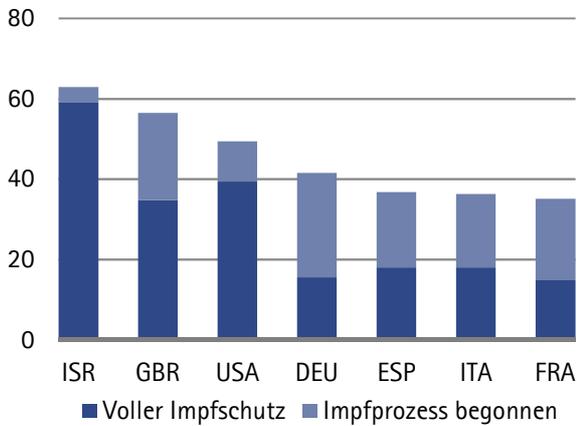
Unsicher ist, ob der britische Fahrplan zur schrittweisen Aufhebung der Corona-Beschränkungen bis zum 21. Juni durch die indische Virusmutation bedroht ist. Da es derzeit danach aussieht, dass Impfstoffe auch vor dieser einen wirksamen Schutz bieten, besteht für die Wirtschaft eine klare Wiederöffnungsperspektive. Die wichtigsten staatlichen Hilfsprogramme und Steuererleichterungen wurden zudem bis September verlängert. Nach der Lockdown-bedingten BIP-Schrumpfung zu Jahresbeginn dürfte im laufenden Quartal somit vor allem der private Konsum erheblich an Tempo gewinnen. Viele Unternehmen werden aus unserer Sicht hingegen noch weiter mit Störungen durch die Pandemie (u. a. höhere Transportkosten, Lieferkettenprobleme) sowie Post-Brexit-Folgen zu kämpfen haben: Trotz des zum 1. Mai in Kraft getretenen Handels- und Kooperationsabkommens mit der EU bleiben Zollformalitäten und Kontrollen zu Produktstandards bestehen. Außerdem sind strittige Punkte zum Nordirland-Protokoll, zur Fischerei und zum Dienstleistungshandel nicht beigelegt. Unseres Erachtens wird der Handel mit der EU daher nicht so bald zu alter Stärke zurückfinden und die britische Wirtschaft ihr mögliches Fahrtempo nicht voll ausschöpfen. Für 2021 rechnen wir daher mit einem Anstieg des BIP von „nur“ 6,2 %. Wir erwarten, dass die BoE trotz ihres viel optimistischeren Ausblicks und der in den nächsten Monaten auf 2,5 % zulaufenden Inflationsrate an ihrem expansiven Kurs festhält und das Zielvolumen ihrer Anleihekäufe von 895 £ bis Ende 2021 voll ausschöpft. Ein Tapering dürfte sie 2022 in Angriff nehmen, den Leitzins jedoch ganzjährig unverändert belassen.

USA: Wachstumsturbo bleibt vorerst eingeschaltet

Gestützt durch kräftige Fiskalimpulse und frühzeitige Lockdown-Lockerungen hat der private Konsum sein Vor-Corona-Niveau bereits im März dieses Jahres überschritten. Die von den Steuerschecks ausgehende Antriebskraft ist derzeit noch stark. Sie wird in der zweiten Jahreshälfte 2021 aber wohl spürbar nachlassen. Mit dem sich erholenden, aber unterausgelastet bleibenden Arbeitsmarkt und der in der Krise gebildeten hohen Ersparnis steht jedoch ein Puffer bereit, der für robuste Zuwachsraten beim Konsum sorgen dürfte. Bei den Investitionen in Ausrüstungen und beim Wohnungsbau erwarten wir überdies einen anhaltenden Aufwärtstrend. Für das zweite Halbjahr rechnen wir deshalb mit annualisierten BIP-Quartalszuwächsen von noch rund 4,0 %, nach voraussichtlich über 9,0 % in der ersten Jahreshälfte. Unsere BIP-Prognose für 2021 von 6,7 % bestätigen wir. Von den von der Biden-Regierung geplanten Ausgabenprogrammen für Infrastruktur, Bildung, Gesundheit und Soziales von rund 4,0 Bio. US-\$ dürften erst ab 2022 Wachstumsimpulse ausgehen, da die Ausgaben, anders als in der Corona-Notsituation, wohl nicht rasch und nur mit Abstrichen umsetzbar sein werden. Sie sollen sich auf einen Zeitraum von bis zu zehn Jahren verteilen und durch höhere Steuern für Unternehmen und obere Einkommensklassen gegenfinanziert werden. Je nach Umsetzungsgrad veranschlagen wir den jährlichen Nettoimpuls auf maximal 200 Mrd. US-\$. In unserer BIP-Prognose für 2022 ist dies mit einem Aufschlag von 0,25 Prozentpunkten enthalten. Aufgrund des erhöhten Kostendrucks bei Unternehmen und weiterer angebots- und nachfrageseitiger Effekte haben wir unsere Inflationsprognose für 2021 auf 3,5 % erhöht. Den stärkeren Preisauftrieb erachten wir ebenso wie die Fed als vorübergehend (vgl. S. 15).

GBR: Beachtliche Impffortschritte

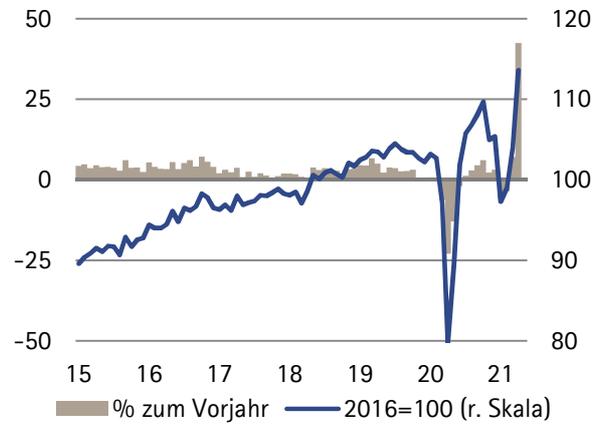
Anteil Geimpfter (% der Gesamtbevölkerung)



Quelle: Our World In Data. Stand: 25.05.2021

GBR: Konsum kommt wieder in Fahrt

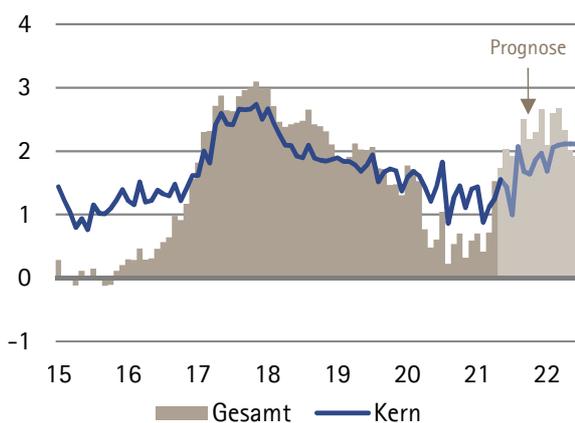
Einzelhandelsumsatz



Quelle: Refinitiv Datastream

GBR: Inflationsrate läuft auf 2,5 % zu

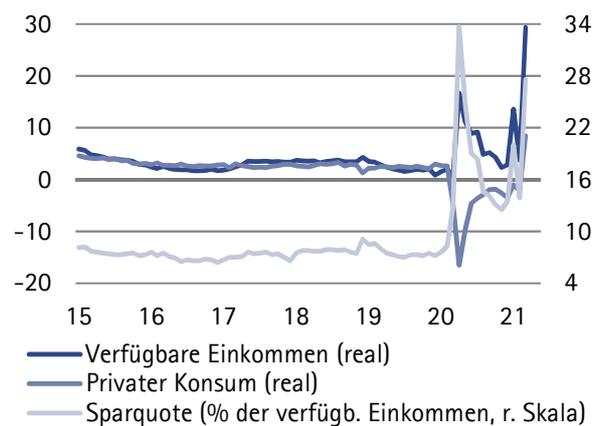
Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Mai 2021–Jun 2022: Prognose BHL

USA: Steuerschecks sorgen für Konsumrakete

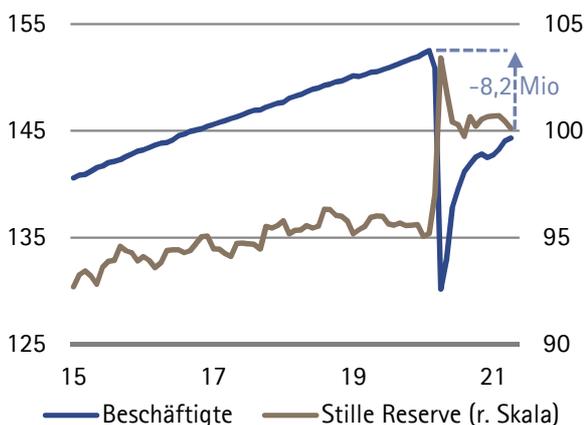
Private Haushalte



Quelle: Refinitiv Datastream

USA: Warten auf substanzielle Fortschritte

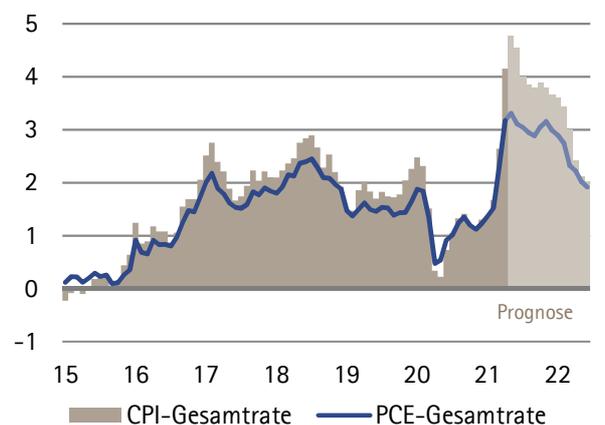
Arbeitsmarkt



Quelle: Refinitiv Datastream

USA: Wiederöffnung „hat ihren Preis“

Inflationsrate (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Mai 2021–Jun 2022: Prognose BHL

International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Kräftige Auslandsnachfrage,
robuste Inlandsnachfrage

Kreditrisiken rücken verstärkt
in den Fokus der Geldpolitik

Türkei von COVID-19 sehr
stark betroffen

Erdoğan, der Allmächtige – auch
für die Geldpolitik

TRY bleibt für Kursverluste anfällig

HINWEIS: Prognosewerte für China enthält
Seite 22.

China: Nur leichte Bremsmanöver

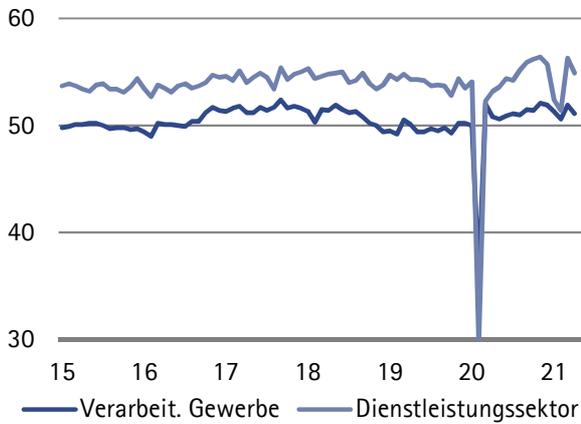
Nach der raschen Aufholjagd im vergangenen Jahr hat Chinas Wirtschaft im ersten Quartal 2021 deutlich an Schwung verloren. Dafür waren auch erneute regionale Lockdown-Maßnahmen verantwortlich. Unserer Einschätzung nach wird sich der konjunkturelle Aufwärtstrend aber fortsetzen, da die Nachfrage nach chinesischen Gütern wegen der globalen Konjunkturerholung kräftig bleiben dürfte. Unterstützend wirken der sich erholende Dienstleistungssektor sowie eine robuste Binnennachfrage. Letztere möchte die Regierung mit einer neuen Initiative gezielt stärken, vermutlich auch, um von außenwirtschaftlichen Entwicklungen unabhängiger zu werden. Immerhin hat sich das politische Klima zu den USA und Europa jüngst wieder verschlechtert. Leichte Bremsmanöver erwarten wir allerdings von der PBoC. Durch etwas strengere quantitative Vorgaben für das Kreditgeschäft beabsichtigt sie, potenzielle Kreditrisiken aus dem zuvor starken Verschuldungsanstieg einzudämmen. Das von uns deshalb erwartete langsamere Kreditwachstum sorgt daher für leichten Gegenwind für die Konjunktur. Auf eine wirkliche Normalisierung des geldpolitischen Kurses mit einer Leitzinsstraffung wird die Notenbank unserer Ansicht nach aber verzichten. Dafür spricht auch, dass das PBoC-Preisziel von 3,0 % nicht gefährdet ist. Die Inflationsrate dürfte aber, unter anderem wegen höherer Rohstoffpreise und Auslastungsgrade, auf 2,0 % steigen. Ohne den dämpfenden Basiseffekt, der aus den im Zuge der Schweinegrippe Anfang 2020 kräftig gestiegenen Lebensmittelpreisen resultiert, fiel der Anstieg höher aus. Alles in allem rechnen wir für die nächsten Quartale mit BIP-Wachstumsraten von durchschnittlich 1,5 %. An unserer BIP-Prognose von 9,0 % für 2021 halten wir daher fest. Hierzu trägt die statistische Ausgangsbasis mit drei Prozentpunkten bei.

Türkei: Politische Intervention schadet

Der bis zum 17. Mai gültige landesweite Lockdown hat den Aufholprozess der türkischen Wirtschaft zurückgeworfen. Unsere BIP-Prognose für 2021 haben wir deshalb von bisher 5,5 auf 5,0 % gesenkt. Die Abwärtsrisiken überwiegen derzeit eindeutig, da dem Tourismussektor durch das hohe Infektionsgeschehen und das schleppende Impftempo auch 2021 eine schwache Sommersaison droht. Das türkische Wachstumsmodell dürfte deshalb einmal mehr auf geld- und kreditpolitische Unterstützung setzen. Notwendige Reformen zur Standortverbesserung sind nicht in Sicht. Stattdessen schafft der ideologisch motivierte Kurs von Präsident Recep Tayyip Erdoğan unserer Ansicht nach alles andere als ein vertrauensbildendes Klima für ausländische Investoren. Anhaltende Repressionen, außenpolitische Konflikte, vor allem aber die Einflussnahme auf die Geldpolitik eignen sich nicht dazu, den Reputationsverlust an den Finanzmärkten zu drehen. Die im Zuge des scharfen TRY-Kursverfalls zuletzt auf 17,1 % gestiegene Inflationsrate wird unserer Prognose zufolge bis Ende dieses Jahres zwar auf knapp 13 % sinken. Spielraum für geldpolitische Lockerungen besteht aus unserer Sicht damit aber nicht. Noch widersteht die zuletzt abermals ausgetauschte Notenbankspitze auch dem Wunsch Erdogans, den Leitzins von aktuell 19,0 unter 10,0 % zu senken. Für uns ist es jedoch nur eine Frage der Zeit, bis die CBRT ihm zumindest etwas entgegenkommt. Hierfür dürfte die Türkei einen Preis zahlen: Durch die beständigen politischen Interventionen wird die Volatilität türkischer Finanzanlagen unseres Erachtens hoch bleiben, ebenso wie die Gefahr einer weiteren TRY-Währungskrise.

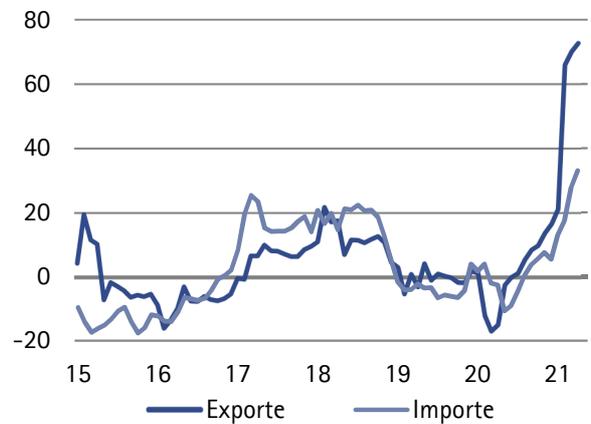
CHN: Fahrtempo wieder normal

Einkaufsmanager-Befragung (offizieller Index)



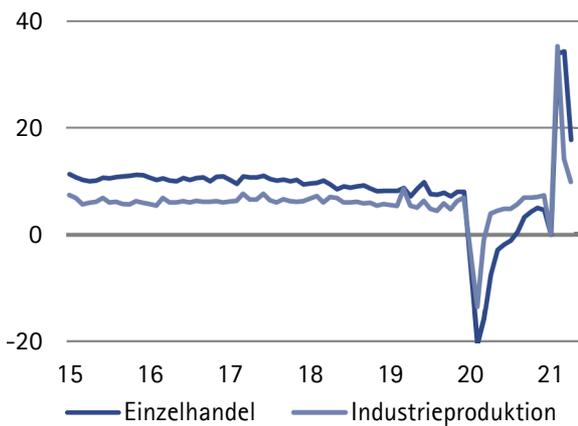
CHN: Florierendes Exportgeschäft

Außenhandel (3MD, % zum Vorjahr)



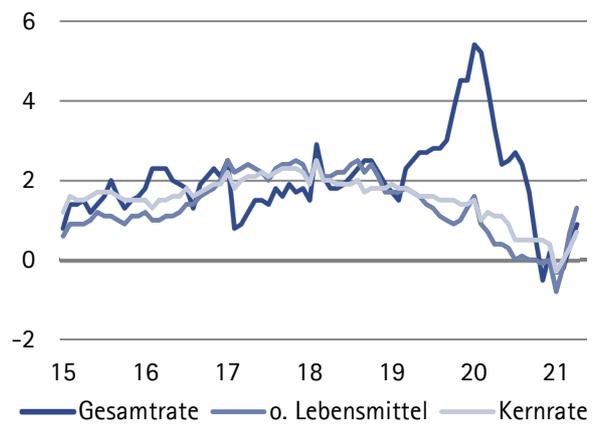
CHN: Normalisierung ist unterwegs

Konjunkturindikatoren (% zum Vorjahr)



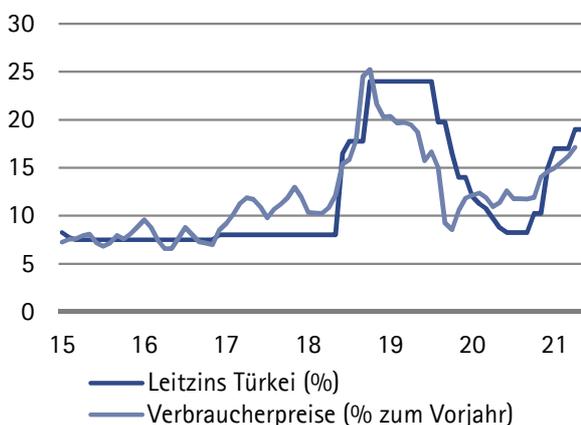
CHN: Inflationsrate bald bei 2,0 %

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



TUR: Hohe Inflation erlaubt Zinssenkung nicht

Inflationsrate und Leitzins



TRY: Schwach, schwach, schwach

Währung



Konsumschub statt Konsumhype

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

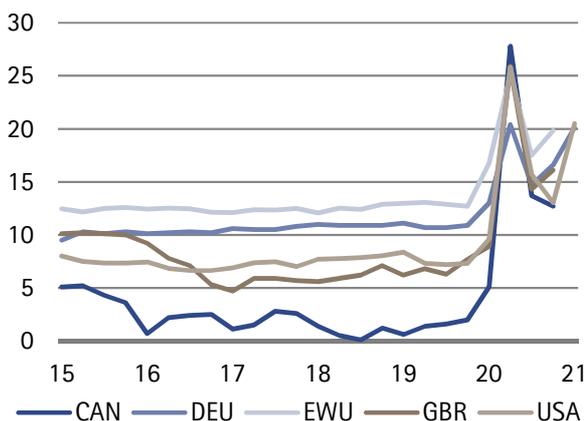
In vielen Industrieländern haben Privathaushalte in der Corona-Pandemie erheblich mehr gespart. Das davon ausgehende Potenzial für eine Konsumerholung dürfte unserer Einschätzung nach jedoch nicht voll ausgeschöpft werden. Statt mit einem Konsum-Boom rechnen wir mit einem kräftigen, kurzlebigen Konsumschub.

Zur Bekämpfung der Corona-Pandemie ist das öffentliche Leben weltweit stark heruntergefahren worden. Privathaushalte haben daher oft weniger bzw. kein Geld für beispielsweise Freizeitaktivitäten und Reisen ausgegeben oder geplante größere Ausgaben wegen unsicherer Perspektiven zurückgestellt. Infolgedessen zeigt sich in vielen Ländern, dass, anders als vor der Gesundheitskrise, ein erheblich größerer Teil der Haushaltseinkommen gespart worden ist. In den USA ist diese Entwicklung durch umfassende Staatshilfen noch verstärkt worden, die zeitweise einen sehr starken Einkommensanstieg ausgelöst haben. Nach den Mitte 2020 erreichten Rekordwerten liegt die Sparquote im Euroraum, in Großbritannien, Japan, Kanada und den USA derzeit noch immer fünf bis dreizehn Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Jahre 2015–19. Grundsätzlich könnte sich diese Überschuss-Ersparnis in einem Konsumhype entladen, wenn im Zuge fortschreitender Pandemiebewältigung in den nächsten Monaten mehr und mehr öffentliches Leben zurückkehrt. Wir rechnen aber nicht damit, dass es dazu kommen wird. Statt eines Konsumhypes enthalten unsere Prognosen „lediglich“ einen überaus kräftigen Konsumschub.

Sparquoten in der Corona-Krise überdurchschnittlich gestiegen

Starke Erhöhung der Sparquote

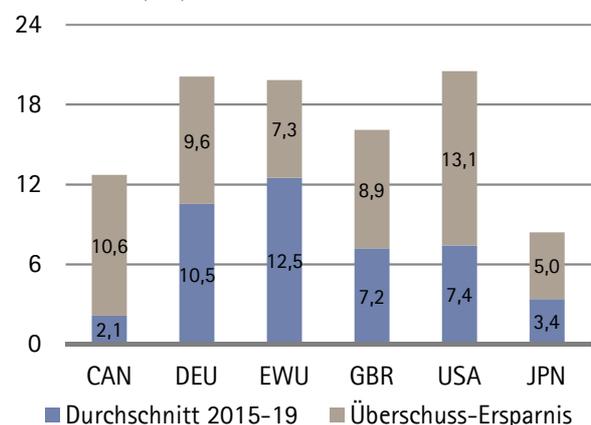
Sparquote (% der verfügbaren Haushaltseinkommen)



Quelle: Refinitiv Datastream

Überschuss-Ersparnis ist beachtlich

Überschuss-Sparquote (aktueller Wert minus Durchschnitt, %)



Quelle: Refinitiv Datastream

Nachholeffekte halten voraussichtlich nicht lange an

Lecks in der Konsum-Pipeline

Sicherlich wird mancher Konsum künftig nachgeholt, der aufgrund der Pandemie nicht möglich war oder zurückgestellt wurde. Derartige Nachholeffekte können die Konjunktur über einen Zeitraum von bis zu drei Quartalen spürbar anschieben. Gegenzurechnen sind allerdings Rückpralleffekte, die durch die zurückliegende, krisenbedingte Sonderkonjunktur bestehen: Ausgaben für Hausrenovierungen, Möbel oder ein teures Fahrrad sind Einmaleffekte, die sich in der Regel nicht wiederholen. Ob und

wie sich das Konsumverhalten durch die Krise nachhaltig verändert, bleibt unseres Erachtens zudem unbestimmt. Werden künftig weniger Fernreisen nachgefragt oder wird durch die lange Abstinenz erst recht mehr gereist? Eine verstärkte Nachfrage träfe hier allerdings auf ein endliches Angebot, sodass der rechnerisch mögliche Gesamteffekt wirtschaftlich nicht auszuschöpfen wäre. Überschuss-Ersparnisse werden zudem wohl auch zur Tilgung bestehender Kreditschulden, Hypotheken oder für Finanzanlagen verwendet. Damit wären sie dann aber nicht konsumwirksam.

Arbeitsplatzunsicherheit sorgt für Konsumzurückhaltung

Für viele Privathaushalte dürften trotz Pandemiebewältigung weitere Unsicherheiten bestehen. Nicht alle, die ihren Arbeitsplatz während der Corona-Pandemie verloren haben, werden nach Krisenende aus unserer Sicht wieder beschäftigt. Kurzarbeiter, die bereits Einkommenseinbußen hinnehmen mussten, werden möglicherweise auch noch arbeitslos. Zusätzlich sorgen Stellenabbaupläne von Unternehmen und eine über Kurzfristeffekte hinausgehende, wohl eher defensive Einstellungspolitik mitunter für Unsicherheit.³ Dies erschwert die Rückkehr zur konsumtiven Unbeschwertheit der Vor-Corona-Zeit.

Privathaushalte mit niedrigen Einkommen konnten kaum oder gar nicht sparen

Ferner ist zu berücksichtigen, wie sich die in der Krise gestiegene Ersparnis über die Haushalte verteilt. Leider sind die statistischen Informationen diesbezüglich lückenhaft bzw. nur mit langem Zeitversatz verfügbar. Wir sehen den in früheren Untersuchungen festgestellten Zusammenhang zwischen dem Sparverhalten und der Einkommenshöhe jedoch weiterhin als gültig an: Je höher die Haushalte in der Einkommensskala rangieren, desto höher ist der Einkommensanteil, der gespart wird. Konzentriert sich die Überschuss-Ersparnis vor allem auf Haushalte mit höherem Einkommen, dürfte der Konsumschub aber weniger kräftig ausfallen. Diese Einkommensgruppe hat in der Regel eine geringere Konsumquote als diejenige mit niedrigem Einkommen.⁴ Letztere dürfte von Arbeitsplatzsorgen und Einkommenseinbußen in der Pandemie ohnehin stärker betroffen gewesen sein und deshalb kaum gespart haben.

Aus Vorsichtsgründen Sparquote langfristig höher halten

Der Corona-Schock kann des Weiteren dazu führen, dass die Sparquote von Privathaushalten aus Vorsichtsgründen länger über dem Vorkrisenniveau gehalten wird, womöglich sogar dauerhaft. Bei Wiederöffnung der Wirtschaft würde das volle Potenzial der 2020/21 angehäuften Überschuss-Ersparnis somit nicht ausgeschöpft.

Beim Konsum dürfte der Euroraum hinterherhinken

Vorsicht vor überbordender Konsumeuphorie

Aufgrund der angeführten Überlegungen und abseits fiskalpolitischer Impulse sind unsere Erwartungen an die bevorstehende Konsumerholung daher nicht euphorisch. Kanada und die USA sind unserer Einschätzung nach derzeit am besten für einen kräftigen Konsumschub positioniert, gefolgt von Großbritannien, wo durch Impferfolge bereits eine schrittweise Öffnung der Wirtschaft umgesetzt wird. Der Euroraum und Japan dürften eine merkliche Konsumdynamik dagegen erst noch entfalten. Hier schreitet die Wiederöffnung der Wirtschaft langsamer voran, zudem sind Einkommen weniger durch steuerpolitische Maßnahmen unterstützt worden.

³ Vgl. auch unser Economic Research AKTUELL „Arbeitsmärkte: Quote ist nicht alles“ vom 17.02.2021.

⁴ Die These, dass nach Pandemie-Ausbruch die Verteilung der Ersparnisse ungleicher geworden ist, wird durch eine neue, umfragebasierte Studie gestützt (vgl. Maja Gustafsson, Kathleen Henehan, Fahmida Rahman & Daniel Tomlinson: *After shocks. Financial resilience before and during the Covid-19 crisis*, 21.04.2021). Danach haben Haushalte in Deutschland, Großbritannien und Frankreich in der obersten Einkommensklasse ihre Ausgaben stärker verringert als die mit niedrigerem Einkommen.

Geldpolitik: Langsamer Tapering-Einzug

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Globale Konjunkturerholung wird
Geldpolitik umdenken lassen

Im vierten Quartal 2021 wird
die Fed ein Tapering für 2022
ankündigen

Die implizite Kontrolle der
Zinsstrukturkurve durch die
EZB hält noch eine Weile an

Pandemiebedingt werden wichtige Notenbanken vorerst wohl im extremen Krisenmodus bleiben. Dessen Zeit läuft unseres Erachtens aber ab. Ursache ist die von uns erwartete globale Konjunkturerholung, im Zuge derer Notenbanken eine hohe geldpolitische Unterstützung nicht mehr für notwendig halten dürften. Trotz stärkerem Preisauftrieb rechnen wir mit einem behutsamen Entzug, damit die Konjunktur keinen Schaden nimmt. Inflationsseitiger Spielraum besteht hierfür: So haben Inflationsraten jahrelang oft klar unter Preiszielen gelegen, und zurzeit klettern sie vor allem aufgrund temporärer Basis- und Sondereffekte (vgl. S. 5). Auch wenn sie stärker als von uns erwartet stiegen, wird dies eher toleriert werden. Höhere Inflationsraten sind für Notenbanken ohnehin willkommen, da sie die Schuldentragfähigkeit durch tiefere Realzinsen festigen. Grundsätzlich erwarten wir daher, dass Wertpapierkäufe erst 2022 deutlicher zurückgefahren werden (Tapering). Voraussetzung hierfür sind stabil bleibende Finanzmärkte. Auch mangels Liquiditätsentzug wird der globale geldpolitische Expansionsgrad seinen Stempel „ultra-expansiv“ also noch lange behalten. Einen Automatismus zwischen Tapering-Ende und Leitzinserhöhung sehen wir nicht.

Fed kappt hohe Unterstützung bald

Bisher gilt die von Fed-Chef Jerome Powell ausgegebene Parole, dass der Zeitpunkt für eine Tapering-Diskussion noch nicht gekommen ist. Deren Beginn hat die Fed an die Bedingung geknüpft, „substantielle Fortschritte“ bei der Beschäftigungs- und Inflationsentwicklung zu erkennen. Auch wenn der Arbeitsmarktbericht für Mai wieder deutlich besser ausfallen wird, sprechen unsere Prognosen dafür, dass sie diese frühestens im September feststellen und ein Tapering im November oder Dezember ankündigen wird. In der Folge dürften die gegenwärtigen monatlichen Wertpapierkäufe von 120 Mrd. US-\$ voraussichtlich vier bis sechs Monate später schrittweise reduziert und binnen Jahresfrist eingestellt werden. Bei etwa 9,8 Bio. US-\$ wird die Bilanzsumme der Fed dann ihren Gipfel erreichen. Sofern Konjunktur und Finanzmärkte auch darüber hinaus stabil bleiben, haben wir eine Leitzinserhöhung für das zweite Halbjahr 2023 ins Auge gefasst. Das Risiko zeitlicher Verzögerungen schätzen wir als hoch ein.

EZB bleibt noch lange PEPPig

Aufgrund der unseres Erachtens schwach bleibenden Verfassung der EWU-Wirtschaft wird die EZB günstige Finanzierungsbedingungen wohl noch lange anstreben. Da die von ihr hierzu durchgeführten PEPP-Käufe an das „Überstehen“ der Corona-Krise geknüpft worden sind und im zweiten Halbjahr 2021 Druck vom US-Treasury-Markt aufziehen dürfte (vgl. S. 16), rechnen wir bis zur im März 2022 ablaufenden PEPP-Mindestlaufzeit mit einer eher umfänglichen Beanspruchung des Gesamtvolumens von 1,85 Bio. €. Wertpapiere dürften aber auch anschließend noch gekauft werden, geht von einem abrupten Kaufende doch ein Rückschlagrisiko für Konjunktur und Kreditkosten aus. Wegen der hohen Flexibilität erfolgt dies wahrscheinlich weiter unter PEPP-Flagge, allerdings bei gedrosseltem Kauftempo. Die Volumenaufstockung bedeutet eine abermalige Bilanzausweitung, die von der EZB aus unserer Sicht im vierten Quartal 2021 angekündigt wird. Dann wird die Notenbank voraussichtlich auch ihre neue Strategie vorstellen, für die wir eine Festigung des ultra-expansiven Status erwarten. Bis zu einer echten geldpolitischen Wende dürfte es noch einige Jahre dauern.

Staatsanleihen: Der Druck nimmt noch zu

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Fed hat aus dem Taper Tantrum von 2013 gelernt

Die Zeit des billigen Notenbankgeldes ist noch lange nicht vorbei

EZB wird Staatsanleiherenditen nicht ziehen lassen

Corona-Pandemie war gestern, Neuausrichtung der Geldpolitik ist heute: Infolge dieser seit Jahresbeginn vom US-Treasury-Markt ausgehenden Erwartungswende sind 10-Jahresrenditen erstklassiger Staatsanleihen 2021 deutlich gestiegen. Zurzeit notieren sie etwas höher als vor dem COVID-19-Ausbruch. Auch wenn die Aufwärtsbewegung stockt, sehen wir sie nicht als beendet an: Immerhin werden sich Konjunkturaussichten durch globale Impffortschritte weiter aufhellen und Inflations Sorgen von Marktakteuren eher noch zunehmen. Ein ernstes Problem erwächst unseres Erachtens daraus nicht, da Inflationsraten nur temporär steigen werden. Ein klassisches Inflationsumfeld mit einer Lohn-Preis-Spirale zeichnet sich jedenfalls nicht ab. Für eine Entankerung langfristiger Inflationserwartungen fehlt damit ein zentraler Treiber.

Kritisch wird es für Staatsanleihen aus unserer Sicht, wenn Investoren eine zinspolitische Wende infolge höherer Inflationsraten ins Auge fassen. Da viele Notenbanken aber angekündigt haben, letztere zu tolerieren, liegt der Fokus nicht hier, sondern auf der Konjunkturerholung. Mancherorts ist die geldpolitische Unterstützung auch schon an deren Fortschritt geknüpft worden. Dies betrifft vor allem die Fed. Da die wirtschaftliche Erholung in den USA gefestigt ist, wird die Notenbank ein Tapering wohl ab der Jahresmitte verbal vorbereiten und im vierten Quartal 2021 ankündigen (vgl. S. 15). Hierbei gilt es dann, ein Taper Tantrum à la 2013 zu vermeiden: Seinerzeit wurden die Finanzmärkte von der Tapering-Ankündigung der Fed überrascht. Angefacht von Leitzinserhöhungserwartungen stieg die 10-jährige Treasury-Rendite in kurzer Zeit um rund 100 Basispunkte. Aus heutigen Äußerungen von FOMC-Mitgliedern geht deutlich hervor, dass die Notenbank daraus gelernt hat. Eine Tapering-Überraschung wird es daher kaum geben. Vielmehr rechnen wir mit einer längeren, gründlichen Vorbereitung, die eine baldige Leitzinsstraffung nicht beinhaltet. Auf die absehbar geringere Unterstützung der Fed dürften Investoren somit lediglich verschnupft reagieren, und das auch nur vorübergehend. Einen Renditeanstieg über 2,00 % und eine Versteilung der US-Renditestrukturkurve behalten wir auf 6M-Sicht daher weiter im Blick. Er wird wohl auch von Carry Trades gedeckelt werden, die aufgrund des festen kurzen Endes lohnenswerter werden. Da Liquidität von der Fed voraussichtlich noch lange nicht entzogen wird und sich Wachstums- und Inflationsraten 2022 deutlich moderieren werden, erwarten wir die Treasury-Rendite auf 12M-Sicht bei 1,90 %.

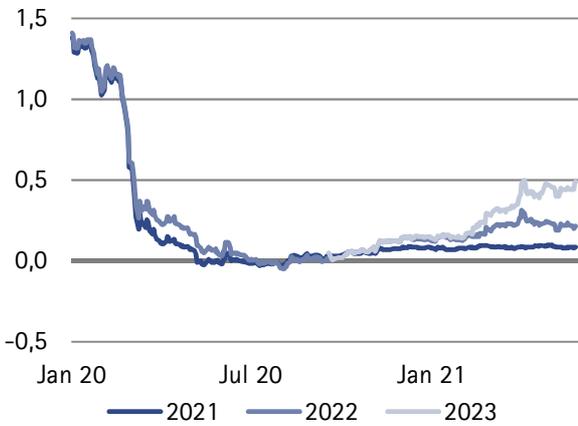
Durch die Treasury-Vorgaben hat die 10-Jahresrendite von Bundesanleihen auf 6M-Sicht noch Aufwärtsspielraum. Dieser dürfte aber mäßig sein. Hierfür spricht, dass die EZB, anders als die Fed, Wertpapiere auch nach März 2022 noch umfangreich kaufen wird (vgl. S. 15). Dies federt Belastungen der höheren Emissionstätigkeit ab. Überdies sorgen regulatorische Vorgaben für eine beständige Nachfrage institutioneller Investoren. Bundrenditen über 0,00 % werden sich daher wohl als kurzlebig erweisen.

Renditeprognose	27.05.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
10-jährige Bundesanleihe (%)	-0,17	-0,20	-0,10	-0,30
10-jährige Treasury (%)	1,60	1,90	2,10	1,90
Spread (Basispunkte)	177	210	220	220

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Leitzinserhöhungserwartungen etwas gestiegen

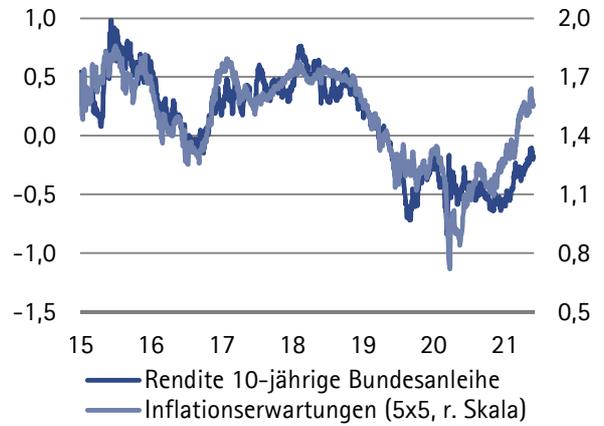
Fed Funds Futures (%), Erwartung für das jeweilige Jahresende



Quelle: Refinitiv Datastream

Bundesanleihen ziehen nicht richtig mit

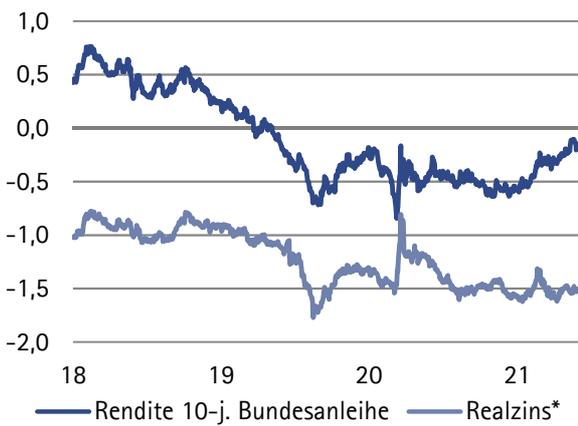
Rendite und Inflationserwartung (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Bleibt der Realzins niedrig, ist die EZB zufrieden

Nominal versus real (%)



Quelle: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen
* Realzins = Rendite 10-j. Bundesanleihe abzgl. Inflationserwartung (5x5)

2013er-Taper-Tantrum: Nicht nachmachen!

Rendite der 10-jährigen Treasury (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Renditestrukturkurven: Es geht noch steiler

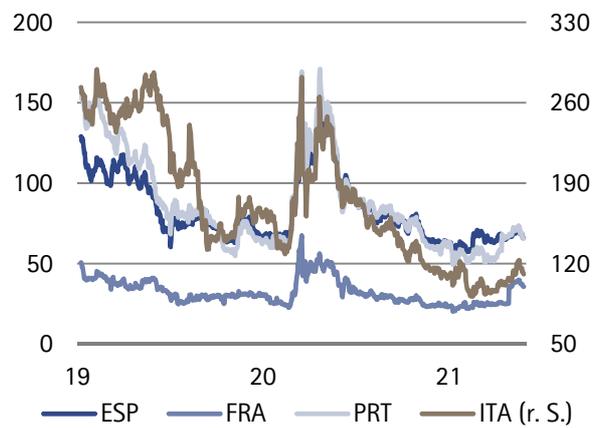
Renditestrukturkurve (Basispunkte, 10J-2J)



Quelle: Refinitiv Datastream

Spread-Welt noch in Ordnung

10-Jahres-Spread Staatsanleihe zur Bundesanleihe (Basispunkte)



Quelle: Refinitiv Datastream

Währungen: Ausschlaggebend ist USD

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

EUR-USD: Anker liegt unverändert bei 1,20

Bei EUR-USD-Notierungen um 1,22 haben EUR-Befürworter derzeit Oberwasser. Für einen weiter steigenden Wechselkurs werden von ihnen teilweise gebetsmühlenartig vor allem folgende Argumente genannt: die erwartete Konjunkturerholung im Euro-Raum, die hohen Zwillingsdefizite der USA (Leistungsbilanz, Staatsverschuldung) und die Kaufkraftparität. Wir können diesen Argumenten weiter nur wenig abgewinnen.

USA behalten Wachstumsvorsprung

Bezüglich der Konjunkturerholung hat sich der Euroraum im globalen Kontext bislang als Nachzügler gezeigt. Für die zweite Jahreshälfte zeichnet sich jetzt aber auch hier eine beschleunigte Konjunktdynamik ab (vgl. S. 6). Die USA müssen sich dahinter jedoch nicht verstecken. Unserer Prognose zufolge werden sie zwar eine abnehmende, aber vergleichsweise noch hohe Wachstumsdynamik aufweisen und ihren Wachstumsvorsprung behalten. Der Vor-Krisen-Wachstumspfad dürfte dabei bereits im laufenden Quartal erreicht werden. Für den Euroraum steht dies erst nach 2022 bevor.

Zwillingsdefizite der USA sind ein Dauerbrenner

Hohe Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz sind in den vergangenen Dekaden wiederkehrende Themen gewesen. Sie lasteten zeitweise auf USD, konnten sich wechselkursseitig langfristig aber nicht durchsetzen. Das dürfte dieses Mal nicht anders sein, hierfür ist die innere Wirtschaftskraft der USA zu stark. Eine Staatsschuldenkrise oder eine Rating-Herabstufung für die USA erachten wir zudem als wenig wahrscheinlich. Als Weltreserve- und Anlagewährung hat USD zwar durchaus an Bedeutung eingebüßt. Da die Verwendung einer zentralen internationalen Währung bei der Abwicklung globaler Handels- und Finanztransaktionen aber Vorteile verspricht, wird er unserer Einschätzung nach noch lange die zentrale Leitwährung bleiben.

Kaufkraftparität für 12M-Prognosen ungeeignet

Seit jeher haben wir Vorbehalte, Kursziele auf 12M-Sicht aus Kaufkraftparitäten abzuleiten. Wenn überhaupt, können diese nur als langfristige Richtgröße dienen, um die Wechselkurse stark schwanken. Damit gilt, wie bei einer kaputten Zeigeruhr, dass auch diese zweimal am Tag die Zeit richtig anzeigt. Viel problematischer ist jedoch, dass sich, je nach Annahmen und Untersuchungszeitraum für die Berechnungen, unterschiedliche Zielwerte ableiten lassen. Das Feld für „Fehlprognosen“ ist damit weit.

Fed schreitet voran, ...

Für unsere EUR-USD-Prognose entscheidend bleiben deshalb die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Geldpolitik. Wir erwarten, dass die Wachstumsschere zwischen den USA und dem Euroraum weitgehend erhalten bleibt. Die Fed hat es mit einem Ausstiegsplan derzeit zwar nicht eilig. Sie wird unseres Erachtens aber dennoch bald beginnen, einen Tapering-Prozess vorzubereiten, und ihre Anleihekäufe 2022 drosseln – deutlich vor der EZB. Wenngleich noch in weiter Ferne, steht eine zinspolitische Wende der Fed zurzeit ebenfalls weitaus früher auf der Agenda als für die EZB. Für die nächsten Monate rechnen wir deshalb damit, dass sich der US-Zinsvorsprung gegenüber dem Euroraum vor allem im langen Laufzeitenspektrum wieder stärker erhöhen wird. Wirtschaftsstärke und Geldpolitik sprechen aus unserer Sicht daher weiter für Wechselkurse knapp unter 1,20. Für Kurse darüber dürfte der Risikoappetit der Anleger ausschlaggebend sein, der bei voranschreitender Pandemiebewältigung wohl zunehmen wird. Die Ankermarke für EUR-USD sehen wir somit weiter bei 1,20.

... US-Zinsvorsprung setzt sich demnächst wieder stärker durch

GBP profitiert zurzeit vom Wachstumsvorsprung

EUR-GBP: Höhere Kurse erwartet

EUR-GBP hat sich zuletzt bei Kursen um 0,86 eingependelt. Der britischen Währung kommt dabei noch zugute, dass sich im laufenden Quartal eine höhere Konjunktur- dynamik einstellen dürfte: Die Wirtschaft ist aufgrund der großen Impferfolge bereits Anfang April schrittweise geöffnet worden – und damit früher als im Euroraum. Für Großbritannien erwarten wir für das erste Halbjahr 2022 allerdings ebenfalls eine deutliche Wachstumsmoderation, sodass der aktuelle Wachstumsvorsprung wieder abnehmen dürfte. Hinzu kommt, dass die wirtschaftlichen Anpassungen nach dem Brexit nach lange nicht ausgestanden sein werden. Vor allem für den für Großbritannien besonders wichtigen Dienstleistungshandel mit der EU fehlen weiterhin Regelungen. Die BoE wird unserer Einschätzung nach daher zinspolitisch stillhalten. Antrieb für GBP geht davon nicht aus. Auf 6M-Sicht erwarten wir EUR-GBP um 0,89.

Abspaltungstendenzen bleiben ein belastendes GBP-Thema

Dass GBP anschließend zu alter Kursstärke unter 0,80, wie vor dem Brexit-Referendum 2016, zurückkehren wird, halten wir weiterhin für wenig wahrscheinlich. Perspektivisch droht immerhin das Risiko eines Zerfalls des Vereinigten Königreichs durch Unabhängigkeitsbestrebungen der Schotten und Nordiren. Ein zweites Unabhängigkeitsreferendum Schottlands wird voraussichtlich aber kaum sobald auf die Agenda rücken, da der Sieg der Scottish National Party bei den Regionalwahlen am 6. Mai nicht überwältigend war. Wir sehen dies aber nicht als Entwarnungssignal an.

CHF als sicherer Hafen vorerst weniger nachgefragt

EUR-CHF: Perspektivisch über 1,10

Mit zunehmender Pandemiebewältigung und sich weiter aufhellenden globalen Konjunkturperspektiven dürfte CHF in den kommenden Monaten als sicherer Hafen weniger nachgefragt werden. Die SNB wird den Leitzinsabstand zur EZB unserer Erwartung zufolge beibehalten und im Falle einer aus ihrer Sicht zu starken CHF-Festigung gegen den Franken intervenieren. Auf 6M-Sicht rechnen wir mit Kursen um 1,12.

Strukturelle JPY-Schwäche hält an

EUR-JPY: Kurse bei 135 im Blick

Abgesehen davon, dass JPY bei geopolitischen Konflikten als sicherer Hafen stärker nachgefragt wird, liefern das konjunkturelle Umfeld und die Geldpolitik der BoJ in den nächsten Monaten unseres Erachtens wenig JPY-Unterstützung. Der konjunkturelle Aufholprozess ist durch den erneut ausgerufenen Gesundheitsnotstand für die Region Tokio im April zurückgeworfen worden. Strukturereformen zur Stärkung der Wirtschaft stehen unserer Einschätzung nach unter Premierminister Yoshihide Suga zudem nicht bevor. Die Wirtschaft bleibt somit in hohem Maß von einer äußerst expansiven Geldpolitik abhängig. Da die BoJ zuletzt eingestanden hat, das Inflationsziel auch 2023 weit zu verfehlen, steht ein Kursschwenk ohnehin nicht zur Diskussion. Der Mitte 2020 eingesetzte JPY-Abschwächungstrend dürfte sich unserer Ansicht nach deshalb fortsetzen. Auf 6M-Sicht erwarten wir EUR-JPY bei 135.

Währungsprognose	27.05.2021	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,22	1,21	1,19	1,19
EUR-GBP	0,86	0,88	0,89	0,90
EUR-CHF	1,10	1,11	1,12	1,13
EUR-JPY	133,42	134,00	136,00	138,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

EUR-USD: Weiterhin um 1,20

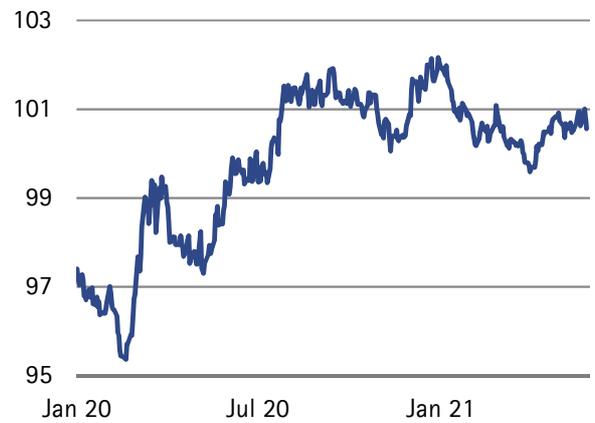
Wechselkurs und Renditeunterschied



Quelle: Refinitiv Datastream

EUR-Außenwert seit Monaten seitwärts

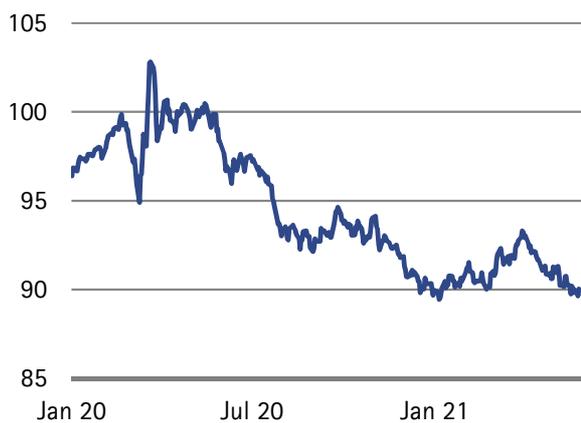
Außenwert (19 EWU-Handelspartner, Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

DXY: Erneute USD-Schwäche

USD-Index (ggü. EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF)



Quelle: Refinitiv Datastream

GBP: Währung profitiert vom Impfvorsprung

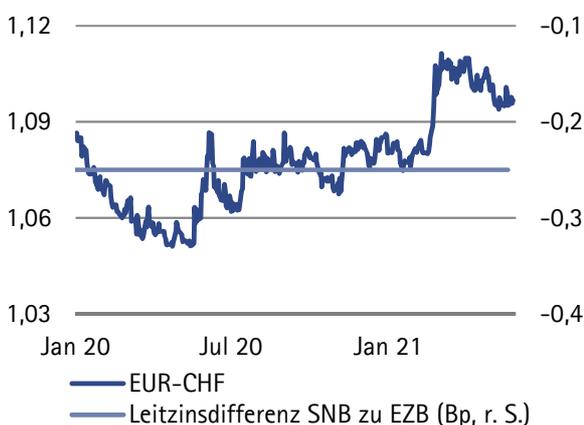
Wechselkurs und Renditeunterschied



Quelle: Refinitiv Datastream

CHF: Neutraler geldpolitischer Einfluss

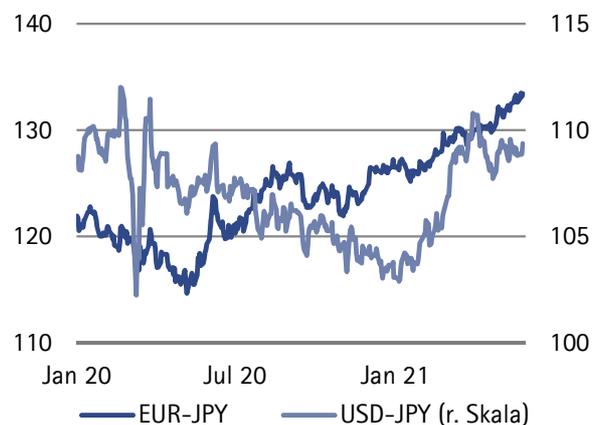
Wechselkurs und Leitzinsdifferenz



Quelle: Refinitiv Datastream

JPY: Strukturschwäche statt sicherer Hafen

Wechselkurs



Quelle: Refinitiv Datastream

Aktienmärkte: Ausblick bleibt positiv

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Hohe Bewertungen beachten, ...

... ebenso wie die zyklische
Konjunkturabflachung

Hochphase der geldpolitischen
Unterstützung ist bald vorüber

Zu einer wirklichen Normalisierung
der Geldpolitik kommt es nicht

Langfristig gehören Aktien
weiter ins Portfolio

Durch die von uns erwartete globale Konjunkturerholung und die Aussicht auf weiter steigende Unternehmensgewinne dürften Aktienmärkte grundsätzlich gut unterstützt bleiben. Dass der Euroraum der globalen Entwicklung dabei hinterherhinkt, trifft die meisten DAX-Unternehmen nur bedingt. Sie erzielen ihre Umsätze meist im Ausland, vor allem in China und den USA. Darüber hinaus wird die vorerst expansive Ausrichtung von Geld- und Fiskalpolitik eine wichtige Stütze bleiben. Da die Aktienkurse den Gewinnprognosen vorausgelaufen sind, mahnen die erhöhten Bewertungen zwar zur Vorsicht. Einen Deckel auf den DAX-Anstieg setzen sie unseres Erachtens aber nicht.

Kursrücksetzer ärgern nur kurz

Unserer Ansicht nach ist das voraussichtlich günstige Konjunkturmilieu im zweiten Halbjahr 2021 bereits in Gewinnschätzungen enthalten. Der Euroraum wird sein Nachholpotenzial dann aber noch nicht ausgeschöpft haben und mit guten Konjunkturdaten aufwarten. Für China und die USA wird es hingegen wohl etwas schwieriger werden, beständig neue, deutlich positive Konjunkturnachrichten „zu verkaufen“. Hinzu kommen abflauende Fiskalimpulse in den Industrieländern. In dieser Phase dürften Aktienmarktinvestoren deshalb zunehmend den Ausblick für 2022 ins Auge fassen. Unseren Erwartungen zufolge wird dieser von der Erkenntnis geprägt sein, dass eine zyklische Abflachung ohne Konjunkturbedrohung bevorsteht.

Bis zum Jahresende 2021 dürfte auch der Blick auf die künftige geldpolitische Ausrichtung klarer sein: Die absolute Hochphase geldpolitischer Unterstützung durch hohe Wertpapierkäufe ist durch die unseres Erachtens absehbare Eindämmung der Pandemie wohl vorüber (vgl. S. 4). Das dann näher rückende US-Tapering dürfte zu höheren US-Treasury-Renditen führen und Marktteilnehmer mitunter schon Monate vor dem Jahresende verunsichern. Zeitweise werden sie wohl auch mit Leitzinserhöhungen flirteten. Damit besteht aber ein höheres Risiko von Gewinnmitnahmen. Das Korrekturpotenzial reicht aus unserer Sicht bis auf 14.200 Punkte. Unabhängig davon erwarten wir den DAX zum Jahresende 2021 bei 16.000 Punkten.⁵

Unserer Einschätzung nach werden Notenbanken nichts unternehmen, ohne die Folgen für die Stabilität der Finanzmärkte zu beachten. Wir rechnen deshalb damit, dass die Fed, und später auch die EZB, ihren Liquiditätshahn im Zuge ihrer bevorstehenden Tapering-Prozesse nur langsam zudrehen werden. Außerdem dürften sie auch nach einem Tapering-Ende zunächst noch an ihrer Nullzinspolitik festhalten. Eine grundlegende Normalisierung der Geldpolitik mit einem Leitzinserhöhungszyklus und deutlichen Bilanzschumpfungen steht jedenfalls nicht bevor. Damit bliebe das allgemeine Zinsniveau aber niedrig. Wir gehen davon aus, dass sich diese Sicht auch an den Finanzmärkten stärker durchsetzen wird. Wahrscheinlich ist dies nach dem US-Tapering-Beginn im zweiten Quartal 2022 der Fall. Aufgrund des Mangels an renditestarken Alternativen bleiben Aktien daher ein wichtiger Bestandteil der Vermögensanlage.

⁵ Die im September 2021 anstehende Ausweitung des DAX auf 40 Werte ist in unserer DAX-Prognose nicht berücksichtigt. Nach den Backtests der Deutschen Börse sollen diese ohnehin nur geringen Einfluss haben (vgl. Qontigo: *Marktkonsultation zu Methodologieänderungen der DAX-Auswahlindizes. Erläuternde Analysen*, 05.10.2020).

Eckdaten

Deutschland	2018	2019	2020	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt* (% ggü. Vj.)	1,3	0,5	-4,8	3,3	4,4
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	1,9	2,0	-3,5	0,7	3,8
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	-0,6	-1,1	-1,4	0,7
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,7	1,4	0,5	2,3	1,6
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,0	5,0	6,1	5,7	5,7
Budgetsaldo (% nominales BIP)	1,8	1,5	-4,2	-7,6	-2,7

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

* Kalendereffekt berücksichtigt

Euroraum	2018	2019	2020	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,9	1,3	-6,7	4,4	4,6
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	1,8	2,4	-6,1	3,2	4,3
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,1	-0,5	-0,6	0,9	0,4
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,8	1,2	0,3	2,0	1,6
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	7,8	7,4	8,2	8,0	7,8
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-0,5	-0,6	-7,2	-8,2	-4,0

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

Großbritannien	2018	2019	2020	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,3	1,4	-9,8	6,2	4,3
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	1,1	1,7	-9,7	5,2	4,1
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,1	-0,1	0,8	0,1	0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,5	1,8	0,8	1,7	2,1
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	3,9	5,0	4,5	4,1
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-2,3	-2,3	-16,7	-13,5	-8,8

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

USA	2018	2019	2020	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	3,0	2,2	-3,5	6,7	3,6
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	3,1	2,4	-2,8	8,3	4,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,2	-0,2	0,0	-1,5	-0,5
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,4	1,8	1,3	3,5	2,4
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	3,6	6,7	5,5	4,6
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)*	-6,3	-6,7	-15,8	-12,0	-8,5

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

* Bezogen auf den Gesamtstaat

China	2018	2019	2020	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	6,9	6,0	2,3	9,0	5,3
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,2	2,9	2,5	1,5	2,4
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,9	5,2	5,2	5,0	4,5
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)	-3,0	-3,7	-6,9	-6,2	-5,2

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

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	G7	Gruppe der sieben führenden Industrieländer
3MD	3-Monatsdurchschnitt (auch: gleitender 3-Monatsdurchschnitt)	GBP	Britisches Pfund als Währung
10J, 12J,	10 Jahre, 12 Jahre	ggü.	Gegenüber
10-j.	10-jährige	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
%-P.	Prozentpunkte	JPY	Japanischer Yen als Währung
£	Britisches Pfund als Volumenangabe	O.	Ohne
BHL	Bankhaus Lampe KG	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
BIP	Bruttoinlandsprodukt	P	Prognose
BoE	Bank of England (Notenbank Großbritanniens)	PCE	Personal Consumption Expenditures
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	PBoC	People's Bank of China (Notenbank d. Volksrepublik China)
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
CBRT	Central Bank of the Republic of Turkey (Notenbank der Türkei)	Q	Quartal
CHF	Schweizer Franken als Währung	r. Skala / r. S.	Rechte Skala
CPI	Consumer Price Index	SARON	Swiss Average Rate Overnight
DAX	Deutscher Aktienindex	sb	Saisonbereinigt
DEU, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
DXY	Wechselkursindex für USD (6 Währungen)	TRY	Türkische Lira als Währung
E	Erwartet	USD	US-Dollar als Währung
EUR	Euro als Währung	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EZB	Europäische Zentralbank	Verarbeit.	Verarbeitendes
EWU	Europäische Währungsunion	Verfügb.	Verfügbar
Fed	Federal Reserve Bank (Notenbank der USA)	Vj.	Vorjahr
FOMC	Federal Open Market Committee (Offenmarktausschuss)	Vs.	Versus

Quelle: Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Begriff	Erklärung
5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
Backtest	Hier im Sinne verwendet, wie sich der Aktienindex DAX in der Vergangenheit entwickelt hätte, wenn er sich bereits aus 40 statt 30 Einzelaktien zusammengesetzt hätte
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
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
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
Carry Trades	Zinsdifferenz-Strategie, bei der zu niedrigen Zinsen aufgenommenes Kapital nach Umtausch in eine andere Währung in höherverzinsliche Anlagen auf einem anderen Markt investiert wird
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung so genannter Einkaufsmanager gewonnener Konjunkturindikator, der einen Überblick über die wirtschaftliche Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert von unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt unter Geschäftsbanken
Federal Funds Future	Standardisiertes und börsengehandeltes Termingeschäft für Tagesgelder unter den Banken
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	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
ifo-Geschäftsklima	Das ifo-Geschäftsklima basiert auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. Das Geschäftsklima ist ein transformierter Mittelwert aus den Salden der Geschäftslage und der Erwartungen. Quelle: ifo Institut (Informationen wörtlich und gekürzt übernommen)
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kaufkraftparität	Bezogen auf den Wechselkurs sollte sich dieser auf lange Sicht so anpassen, dass die Kaufkraft in zwei Währungsräumen (zumeist gemessen anhand eines Warenkorbs von Waren und Dienstleistungen) gleich ist
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Ein wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Lockdown	Auf staatliche Anordnung hin (nahezu) stillgelegtes öffentliches und wirtschaftliches Leben für einen bestimmten Zeitraum
Modern Monetary Theory	„Moderne Geldtheorie“; unkonventionelle Sichtweise zur Wirkung von Geldpolitik, die im Rahmen staatlicher Aktivitäten über das Instrument der Geldschöpfung gezielt zur Finanzierung staatlicher Ausgaben eingesetzt wird („monetäre Staatsfinanzierung“)
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt

Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderung des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Protektionismus	Alle handelspolitischen Maßnahmen eines Staates, mit denen der Zutritt ausländischer Anbieter zum Inlandmarkt beeinträchtigt und damit inländische Anbieter vor ausländischer Konkurrenz geschützt werden
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer zum Beispiel 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
Sparquote	Anteil der Ersparnis am Netto-Einkommen der privaten Haushalte
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatsstiel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Statistischer Über-/Unterhang	Prozentuale Abweichung des BIP-Ergebnisses im vierten Quartal des Jahres vom Jahresdurchschnitt. Entspricht zugleich der Veränderung der Wirtschaftsleistung im Folgejahr um diesen Prozentsatz, selbst wenn das BIP in allen Quartalen unverändert bleibt
Stille Reserve	Bezeichnet arbeitsfähige Personen, die dem Arbeitsmarkt aus den unterschiedlichsten Gründen nicht zur Verfügung stehen und deshalb nicht als arbeitssuchend erfasst sind
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Tapering	Zeitlicher Rahmen, in dem eine Notenbank beabsichtigt, einen bestimmten Umfang an Wertpapierkäufen schrittweise zurückzuführen
Taper Tantrum	Bezeichnung für heftige Marktreaktionen ab Mai 2013, nachdem der damalige Chef der US-Notenbank eine schrittweise Reduzierung von Anleihekäufen in Aussicht stellte
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen
Wirtschaftsvertrauen	Europaweite monatliche Stimmungsumfrage der EU-Kommission bei Unternehmen aus den Branchen Industrie, Dienstleistungen, Einzelhandel, Baugewerbe sowie bei Verbrauchern. Werte von über bzw. unter 100 Indexpunkten deuten auf eine über- bzw. unterdurchschnittlich gute Stimmung der Gesamtwirtschaft hin
Zinsstruktur(-kurve)	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-) Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)

Quelle: Bankhaus Lampe

Ihre Ansprechpartner im Economic Research



Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt

+49 211 4952-187
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de



Dr. Bastian Hepperle
Senior Economist

+49 211 4952-615
bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de



Susanne Lukoschek
Redaktionsassistentz

+49 211 4952-762
susanne.lukoschek@bankhaus-lampe.de

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

Redaktionsschluss: 28. Mai 2021, 11:30 Uhr

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

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

Brienner 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

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

LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

DÜSSELDORF

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

KAPITAL 1852 BERATUNGS GMBH

DÜSSELDORF

Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-669

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

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