



Kapitalmarkt-Ausblick 2020

Weltkonjunktur im Krebsgang

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

22. November 2019



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

2020: Wachstumsstabilisierung

Für das globale Umfeld im Jahr 2020 erwarten wir ein mäßiges Wirtschaftswachstum, niedrige Inflationsraten und meist noch expansiver werdende Notenbanken. Die mit anhaltend niedrigem Tempo wachsende Weltwirtschaft leiten wir aus der Spätzyklus, fehlenden Wachstumstreibern und angespannter Geopolitik ab. Zudem dürfte sich der Handelskonflikt zwischen den Schwergewichten USA und China allenfalls temporär entspannen. Der Weg zu einer vollständigen Streitbeilegung ist unseres Erachtens aufgrund des hegemonialen US-Interesses weit. Für die Industrieländer erwarten wir daher mehrheitlich etwas niedrigere Wachstumsraten als für 2019, mit 1,8 % auch für die USA. Hinsichtlich der Schwellenländer bestehen aus unserer Sicht gemischte Signale. Mit 5,8 % wird die chinesische Wirtschaft wohl erneut langsamer wachsen – und mit ihr weitere asiatische Länder. Andere Staaten dürften ihr diesjähriges zyklisches Tief dagegen hinter sich lassen, etwa Brasilien, Indien und Russland. Eine globale Wachstumsbeschleunigung erwächst daraus aber nicht. Trotz des hohen geldpolitischen Expansionsgrades erwarten wir einen verhaltenen Anstieg des Welt-BIP von 3,0 %. Dieser trägt die Siegel Konsolidierung und Bodenbildung.

Mit Wachstumsinitiativen wären belebende Impulse von Regierungen grundsätzlich zu setzen. Etwaiges ist aber nicht in Sicht und wirkt ohnehin erst langfristig. Strohfeuerentfachende Konjunkturpakete dürften von der vielerorts hohen Staatsverschuldung zudem zwar in Schach gehalten werden. Wegen des von uns erwarteten niedrigen nominalen BIP-Wachstums bleibt die hohe globale Verschuldung für uns dennoch ein Pulverfass. Aufgrund des kräftigen Schuldenanstiegs geraten insbesondere Ausfallrisiken im Unternehmenssektor in unseren Blick. Eine extrem laxe Geldpolitik dürfte damit auch 2020 unentbehrlich sein. Allerdings ist sie in vielen Industrieländern wohl bereits derart ausgereizt, dass sie Akzente fast nicht mehr setzen kann. Dies sorgt bei uns für Unbehagen, sollte ein Krisenfall tatsächlich einmal eintreten.

Geldpolitik bleibt Maß aller Dinge

Wichtige Notenbanken in den Industrieländern werden ihren extremen Expansionsgrad 2020 wohl halten, die EZB dürfte ihren noch ausbauen. Unseres Erachtens stehen sie dabei unter politischem Einfluss. Bei etwaig auftretenden Kurseinbrüchen an den Finanzmärkten werden sie voraussichtlich neue expansive Maßnahmen einleiten. All dies wird die Finanzrepression aus unserer Sicht weiter festigen. Zur Expansion neigen dürften auch Notenbanken vieler Schwellenländer. Aus Sorge vor Bonitätsabstufungen und Währungsturbulenzen werden sie aber wohl defensiv agieren.

Aufgrund unseres Wachstums- und Inflationsausblicks, vor allem aber wegen der Aussicht auf eine anhaltend ultra-expansive Geldpolitik sehen wir erstklassige 10-jährige Staatsanleihen auf ihren tiefen Renditeniveaus als gut unterstützt an. Auf ein Jahr gesehen rechnen wir für Bundesanleihen mit Renditen von –0,80 bis 0,10 %, für US-Treasuries von 1,30 bis 2,20 %. Staatsanleihen der EWU-Peripherie dürften aufgrund von Renditeaspekten weiter im Investorenfokus stehen. EUR–USD erwarten wir etwas über 1,10. Neuer US-Leitzinsfantasie ab Herbst 2020 stehen unseres Erachtens die politischen Risse in der EWU entgegen; sie verhindern höhere Kurse.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2018	2019P	2020P	2021P	2018	2019P	2020P	2021P
Welt		3,6	3,0	3,0	3,0				
Euroraum		1,9	1,1	0,8	0,8	1,8	1,2	1,2	1,2
Deutschland*		1,5	0,5	0,8	0,8	1,7	1,6	1,7	1,3
Frankreich		1,7	1,3	1,0	0,8	2,1	1,2	1,2	1,3
Italien		0,7	0,2	0,3	0,4	1,2	0,6	0,5	0,9
Spanien		2,4	2,0	1,6	1,2	1,7	0,7	0,6	1,0
Großbritannien		1,4	1,3	0,8	0,9	2,5	1,8	1,8	1,9
Schweiz		2,8	0,8	1,0	0,8	0,9	0,4	0,1	0,6
USA		2,9	2,3	1,8	1,6	2,4	1,8	2,0	1,8
China		6,6	6,1	5,8	5,5	2,2	2,8	3,2	1,9
Japan		0,8	1,0	0,5	0,7	1,0	0,5	1,0	0,4

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt. 2018/19/20/21: 0,0/0,0/+0,4/0,0 Prozentpunkte

Zinsen und Renditen (%)	21.11.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate	1,75	1,75	1,75	1,75
3-Monats-Libor*	1,90	1,90	1,85	1,70
10-jährige Treasury	1,78	1,70	1,60	1,40
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,41	-0,40	-0,45	-0,50
10-jährige Bundesanleihe	-0,32	-0,30	-0,50	-0,60
Großbritannien				
Reposatz	0,75	0,75	0,50	0,50
3-Monats-Libor*	0,80	0,75	0,60	0,60
10-jährige Gilt	0,76	0,60	0,40	0,30
Schweiz				
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor*	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10-jährige Eidgenössische	-0,56	-0,70	-0,90	-1,00

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	21.11.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,11	1,13	1,10	1,14
EUR-GBP	0,86	0,86	0,88	0,88
EUR-CHF	1,10	1,10	1,12	1,12
EUR-JPY	120	120	122	125

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Inhaltsverzeichnis	4
Makroökonomische Trends	5
Eckdaten	6
Europa	7
Deutschland: Schmalspurwachstum voraus	7
Euroraum: Wirtschaftliche und politische Risse	7
Europa / International	9
Großbritannien: Brexit, Brexit, Brexit	9
USA: Zurück auf den Potenzial-Wachstumspfad	9
International	11
China: Konjunkturabkühlung setzt sich fort	11
Japan: Wachstumsschwäche ruft Politik auf den Plan	11
EZB: Mehr von gewohnter Medizin	13
Fed: Zinspolitisches Abwarten	14
Zinsmärkte: Tiefe Renditestände bleiben erhalten	15
Währungen: USD-Stärke mit leichten Kratzern	17
China lebt die Vision, Europa meidet Risiken	19
Geldpolitik: Mit neuen Zielen alles paletti?	22
Sorglosigkeit ist weiter unangebracht	25
Erläuterungen	26
Ihre Ansprechpartner im Economic Research	28
Wichtige Hinweise	29
Standorte	30

Makroökonomische Trends

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Schwellenländer von Handelsstreit
und politischen Risiken erfasst

Wirtschaftspolitik bleibt
zurückhaltend

Trotz Aufholung in Schwellen-
ländern: Weltwirtschaft im
Krebsgang

Mangelnde Produktionskürzungen
halten Rohölpreis in Schach

Globaler Handelsstreit wird weiter schwelen

Im Handelskonflikt zwischen den USA und China streiten beide Parteien weiter um ein erstes Abkommen. Wichtige Punkte dürften jedoch auch bei einer Einigung ungelöst bleiben. Sie können unseres Erachtens jederzeit für neuen Zündstoff sorgen, sollten die USA ihre wirtschaftliche Vormachtstellung in der Welt künftig bedroht sehen. Die Unsicherheit dürfte somit anhalten, zumal US-(Auto-)Zölle für die EU weiter drohen. Für eine allgemeine Stimmungsaufhellung ist es unserer Ansicht nach daher zu früh, auch wenn sich der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie zuletzt von seinem tiefen Niveau gelöst hat. Im Dienstleistungssektor ist der Index dagegen noch gesunken, und das ifo-Weltgeschäftsklima ist so niedrig wie 2009.

Weltwirtschaft: Verlängerte Bodenbildung

Die weltweit vom Verarbeitenden Gewerbe ausgehende Schwäche strahlt zunehmend auch auf Schwellenländer aus. In Lateinamerika, Europa und Afrika haben einige Länder zudem mit eigenen tiefgehenden wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen. Da die von der Politik ausgelegten Bremsklötze für die Weltwirtschaft bis dato nicht aus dem Weg geräumt sind, dürfte bei vielen Unternehmen eine abwartende Haltung weiter vorherrschen. Gegen eine durchgreifende Belebung der Weltkonjunktur spricht unseres Erachtens überdies, dass auch die Wirtschaftspolitik eher Zurückhaltung zeigt: Der globale Lockerungskurs der Geldpolitik dürfte zwar noch anhalten. In vielen Schwellenländern agiert sie aber vorsichtiger als in früheren Jahren, um Währungsturbulenzen nicht zu riskieren. Die Fiskalpolitik wird ihren Spielraum wohl nicht ausschöpfen, aus Sorge vor weiteren Bonitätsabstufungen und Stabilitätsrisiken nach dem kräftigen Verschuldungsanstieg der vergangenen Jahre (u. a. in China). Wir gehen deshalb davon aus, dass die BIP-Wachstumsraten in den Schwellenländern auch auf längere Sicht unter denen früherer Jahre liegen werden.

Für 2020 erwarten wir, dass Schwellenländer, die 2019 wachstumsseitig unter die Räder gekommen sind wieder merklich aufholen werden (u. a. Türkei, Argentinien, Iran, Brasilien, Mexiko, Indien, Russland, Saudi Arabien). Das allein reicht unserer Einschätzung nach aber nicht aus, um der Weltwirtschaft mehr Schub zu verleihen. Für die Industrieländer prognostizieren wir mäßige BIP-Wachstumsraten (vgl. S. 3, 6). Das globale BIP-Wachstum veranschlagen wir 2020 auf 3,0 %. Angesichts der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren wäre eine derartige konjunkturelle Bodenbildung aus unserer Sicht als Erfolg zu werten. Es verbliebe noch ein gewisser Sicherheitsabstand zur globalen Rezessionsschwelle, die der IWF bei 2,50–2,75 % ansetzt. Raum für politische Fehler, etwa im Handelsstreit, bestünde damit aber nicht mehr.

Rohölpreis schiebt Inflationsraten nicht stärker an

Das von uns erwartete Welt-BIP impliziert eine verhaltend bleibende Rohölnachfrage. Auch 2020 dürften seitens der OPEC und Russland Produktionskürzungen notwendig werden, die Umsetzungsdisziplin wird aller Voraussicht nach aber wohl wie 2019 nicht sehr hoch sein. Für 2020 nehmen wir deshalb einen Brent-Preis von durchschnittlich 65 US-\$/b an (2019P: knapp 64 US-\$/b). Für unsere Inflationsprognosen ergibt sich daraus ein weitgehend neutraler Einfluss.

Eckdaten

Deutschland	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Reales Bruttoinlandsprodukt* (% ggü. Vj.)	2,5	1,5	0,5	0,8	0,8
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,1	1,8	1,9	1,0	1,2
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,5	1,7	1,6	1,7	1,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,5	5,0	5,1	5,2	5,4
Budgetsaldo (% nominales BIP)	1,2	1,9	1,3	0,5	0,2

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt. 2017/18/19/20/21: -0,3/0,0/0,0/+0,4/0,0 %-Punkte

Euroraum	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	2,7	1,9	1,1	0,8	0,8
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,1	1,5	1,7	0,6	0,9
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,5	0,4	-0,1	0,2	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,5	1,8	1,2	1,2	1,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	8,6	7,9	7,3	7,1	7,3
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-0,9	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe

Großbritannien	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,9	1,4	1,3	0,8	0,9
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	1,7	1,1	1,4	1,1	1,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,7	-0,5	-0,7	1,2	0,0
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,7	2,5	1,8	1,8	1,9
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,3	3,9	3,9	4,1	4,3
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-2,4	-2,3	-2,2	-2,5	-2,3

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe

USA	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	2,4	2,9	2,3	1,8	1,6
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,5	3,0	2,4	2,2	1,8
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,1	2,4	1,8	2,0	1,8
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,1	3,9	3,6	4,1	4,4
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)*	-4,3	-6,6	-6,8	-7,0	-7,1

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe, OECD

* Bezogen auf den Gesamtstaat

China	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	6,8	6,6	6,1	5,8	5,5
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,6	2,2	2,8	3,2	1,9
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	3,9	4,1	4,4	4,5
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)	-3,1	-3,1	-3,4	-3,5	-3,6

Quelle: Datastream. 2019/20/21: Prognose Bankhaus Lampe

Europa

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Stabile Binnennachfrage essenziell

Die Unwägbarkeitsliste für
2020 ist lang

Verhaltenes BIP-Wachstum und
mäßiger Inflationsdruck erwartet

Politisch stehen die Zeiger
weiter auf Stillstand

HINWEIS: Prognosen für Deutschland
und den Euroraum enthält Seite 6.

Deutschland: Schmalspurwachstum voraus

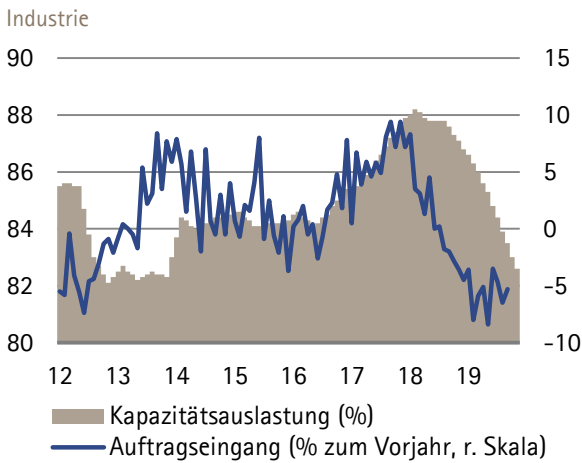
Die deutsche Wirtschaft durchläuft derzeit eine konjunkturelle Schwächephase, die anhalten dürfte. Wir führen dies seit Längerem auf die zyklische Abschwächung der Weltwirtschaft, vor allem in China, sowie Strukturprobleme in der deutschen Autoindustrie zurück. Mit dem globalen Handelsstreit und Brexit-Chaos bestehen für die exportabhängige Wirtschaft zudem erhebliche politische Unsicherheiten. Den engen Arbeitsmarkt sehen wir auch deshalb am Zenit. Eine binnenwirtschaftliche Nachfragezurückhaltung besteht hingegen nicht, weshalb sich staatliche Konjunkturpakete aus unserer Sicht erübrigen. Für die nächsten Quartale erwarten wir daher ein bloss bleibendes BIP-Wachstum. Nur wegen der im Vergleich zu 2019 höheren Arbeitssta-gezähl liegt unsere BIP-Prognose für 2020 bei 0,8 % (sonst 0,4 %). Der Wegfall des Solidaritätszuschlages für die unteren 90 % der Steuerzahler ab 2021 dürfte wegen des dann entfallenden Staatskonsums gesamtwirtschaftlich noch neutral wirken.

Unter Chance-Risiko-Aspekten dominieren für 2020 unsererseits die Sorgen. So dürfte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen weiter unter niedrigen Produktivitätssteigerungen leiden. Da die Industrieschwäche unseres Erachtens nicht überwunden wird, könnten Ansteckungseffekte auf andere Sektoren zudem größer ausfallen als erwartet. Der Stimmungsrückgang im Dienstleistungssektor ist bereits ein schlechtes Signal. Auch werden US-(Auto-)Zölle wohl weiter drohen und je nach US-Interesse auch eingesetzt werden. Für uns wäre eine Rezession dann unausweichlich. Ein Brexit bis zum 31. Januar dürfte überdies nur für ein kurzes Durchatmen sorgen, da die künftige EU-GBR-Beziehung noch lange offen sein dürfte.

Euroraum: Wirtschaftliche und politische Risse

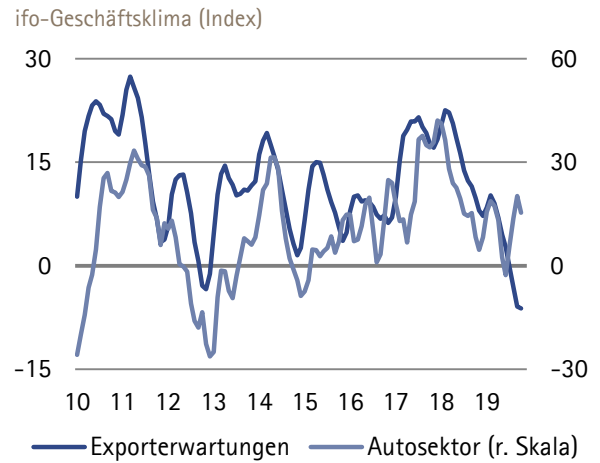
Die gute Nachricht für 2020 ist, dass sich die verhaltene Konjunkturdynamik im Euroraum voraussichtlich fortsetzen wird. Dabei dürften sich binnenwirtschaftlich orientierte Länder, wie etwa Frankreich, tendenziell besser entwickeln als exportabhängige, die von der weltweiten zyklischen Nachfrageabschwächung und vom globalen Handelskonflikt wohl belastet bleiben. Wir erwarten einen BIP-Zuwachs von 0,8 %; dies wäre der niedrigste seit 2014. Gegen ein spürbar weiteres Abrutschen des EWU-Wachstumstempos sprechen die aus unserer Sicht leicht expansive Ausrichtung der Fiskalpolitik und die ultra-expansive Geldpolitik (vgl. S. 13). In diesem Umfeld dürfte sich die Arbeitsmarktlage wohl noch aufhellen und Arbeitnehmerentgelte zunehmen. Die Annäherung der Arbeitslosenquote an ihr Vorkrisenniveau lässt aber vermuten, dass das Beste an Aufwärtsdynamik vorüber ist. Dennoch dürfte die weiter steigende Arbeitsmarktauslastung die Kern-Inflationsrate unterhalb von 1,5 % leicht erhöhen. Mit 1,2 % wird der Anstieg der Gesamtverbraucherpreise aber wohl niedrig bleiben. Politisch wird die Währungsunion voraussichtlich weiter dahindümpeln. Insbesondere auf der Achse Berlin-Paris bestehen erhebliche Differenzen, die in der verbleibenden Amtszeit der deutschen Bundeskanzlerin kaum ausgeräumt werden dürften. Die notwendige politische Vertiefung der Währungsunion steht damit ebenso weiter in den Sternen wie eine die wirtschaftliche Fitness steigernde Wachstumsagenda. Im internationalen Wettbewerb wird sich das wohl als beständig wachsender Nachteil erweisen. Dadurch aber wird unseres Erachtens der Zulauf bei populistischen Parteien anhalten. Bis auf die Geldpolitik haben die Staaten wenig entgegengesetzt.

DEU: Industrierezession im Gang



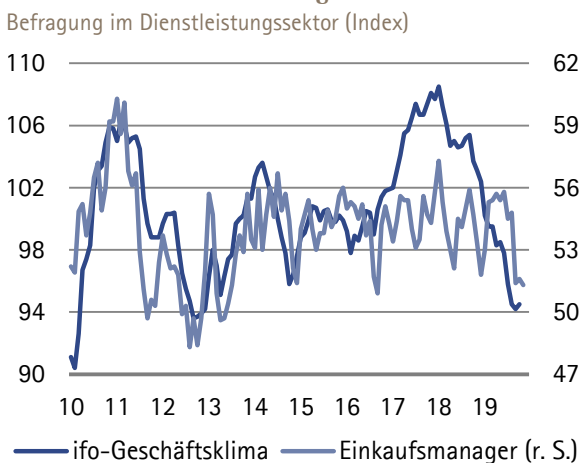
Quelle: Datastream

DEU: Autosektor mit Hoffnungszeichen



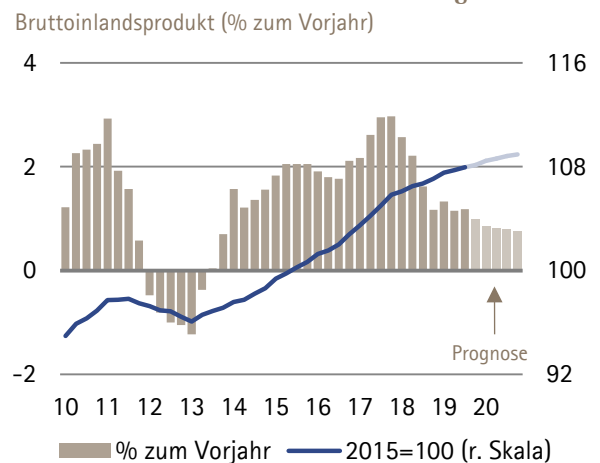
Quelle: Datastream

DEU: Auch Dienstleistungen unter Beschuss



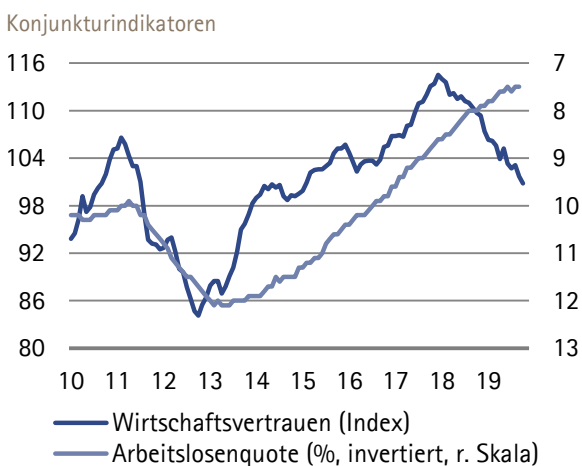
Quelle: Datastream

EWU: BIP-Wachstum wird sich fangen



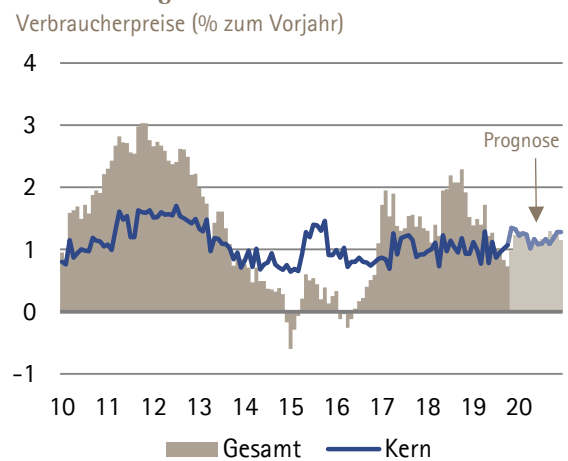
Quelle: Datastream. Okt 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

EWU: Arbeitsmarkt erreicht 2020 Zenit



Quelle: Datastream

EWU: Mäßiger Inflationsdruck



Quelle: Datastream. Nov 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

Europa / International

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Geregelter Brexit bleibt unser Hauptszenario

Wirtschaftliche Unsicherheit wird in anderer Form bestehen bleiben

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Konjunktureller Fixpunkt bleibt der Handelsstreit mit China und der EU

Wahlkampfaktisches Fiskalprogramm bisher nicht in Sicht

HINWEIS: Prognosen für Großbritannien und die USA enthält Seite 6.

Großbritannien: Brexit, Brexit, Brexit

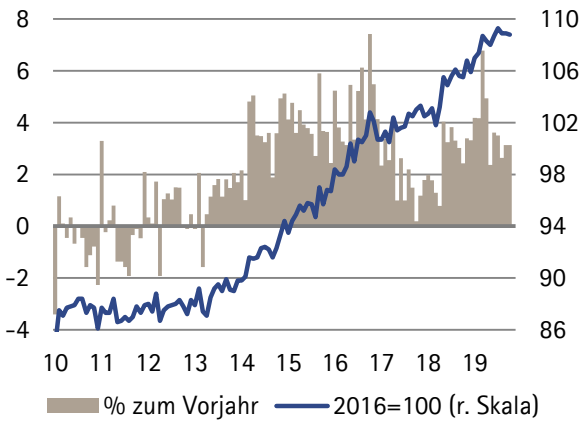
Dreieinhalb Jahre nach dem Referendum ist der Brexit-Ausgang weiter ungeklärt. Das nächste wichtige Ereignis ist nun die britische Parlamentswahl am 12. Dezember. Ihr Ausgang ist unseres Erachtens offen. Bei einem Wahlsieg der Befürworter eines geregelten Brexits dürfte der nationalen Gesetzgebung rasch zugestimmt werden, um das modifizierte Austrittsabkommen mit der EU umzusetzen. Ob sich Premierminister Boris Johnson bei einer Wiederwahl hierzu aber noch bekennen oder einen harten Brexit forcieren wird, bleibt abzuwarten. Je nach Wahlausgang liegen unseres Erachtens auch eine erneute Austrittsverschiebung und ein zweites Referendum auf dem Tisch. In unseren Prognosen haben wir jedenfalls weiter einen geregelten Brexit unterstellt, jetzt bis zum 31. Januar. Der bis dahin wohl anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit dürfte eine halbjährige moderate „Sonderkonjunktur“ folgen, in der vor allem bis dato auf Eis liegende Investitionen nachgeholt werden. Die allgemeine Unsicherheit wird aber wohl auch nach einem geregelten Brexit nicht vollends verschwinden: Dann werden die EU und Großbritannien ihre künftigen Beziehungen nämlich zu regeln haben, was bis zum Schluss der wahrscheinlich über 2020 hinaus verlängerten Übergangsphase bestenfalls in Grundzügen erfolgen dürfte. Insbesondere für ein Handelsabkommen werden erfahrungsgemäß mehrere Jahre benötigt. Wir bleiben überzeugt, dass Großbritannien durch den Brexit größere Wachstumsverluste als die EU und eine schwächeres Pfund wird hinnehmen müssen.

USA: Zurück auf den Potenzial-Wachstumspfad

Die Impulse der Steuerreform von Ende 2017 nehmen ab. Gleichzeitig werden die Belastungen für Industrieunternehmen durch die ungelösten Handelskonflikte sichtbar. In der Folge hat sich die BIP-Jahresrate bereits von über 3,0 % Mitte 2018 auf knapp 2,0 % abgeschwächt. Wegen der anhaltend sinkenden Unternehmensinvestitionen wird sie aller Voraussicht nach im Schlussquartal 2019 auf 1,5 % sinken. Zur Überwindung der Investitionsschwäche ist es aber nicht nur von Bedeutung, ob sich die handelspolitische Unsicherheit bald löst, sondern wann Boeing seine 737 MAX tatsächlich wieder zum Fliegen bekommt. Bleibt der Produktions- und Auslieferungsstopp länger bestehen, verzögert sich entsprechend die von uns für das Frühjahr erwartete Erholung bei den Ausrüstungsinvestitionen. Rezessionsorgen bestehen unsererseits für die nächsten Monate gleichwohl nicht, auch wegen der präventiven Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank. Zinsseitig sind diese unseres Erachtens vorerst beendet (vgl. S. 14). Die Fiskalpolitik wird 2020 voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet bleiben. Aufgrund des laufenden, aber wohl nicht erfolgreichen Amtsenthebungsverfahrens gegen US-Präsident Donald Trump und des wohl harten Kampfes zu den Kongresswahlen am 3. November dürfte sie nennenswerte Wachstumsimpulse nicht setzen. Der private Konsum als Hauptimpulsgeber wird in einem spätzyklischen Umfeld mit den von uns erwarteten abnehmenden Beschäftigungsanstiegen weiter an Dynamik verlieren. Daran ändert nichts, dass sich der Stellenaufbau im Zuge der Volkszählung um den Mai 2020 aller Erfahrung nach kurzzeitig stark beschleunigen wird. Die vom Staat für die Zählerarbeiten eingestellten Zeit- und Leiharbeiter werden später rasch wieder freigesetzt. Alles in allem erwarten wir für 2020 daher BIP-Zuwächse, die um die Potenzialrate von 1,75 % schwanken.

GBR: Kauflaune der Verbraucher ungebrochen

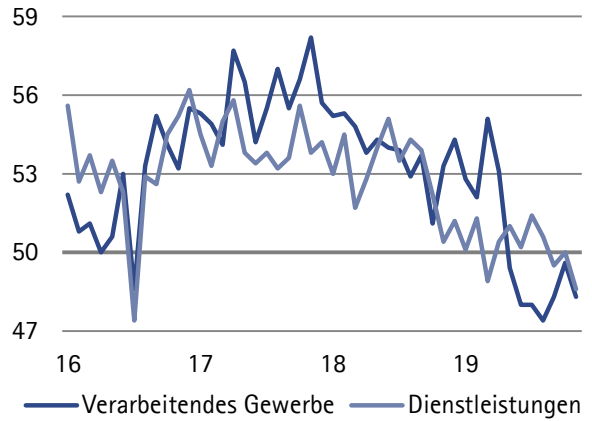
Einzelhandelsumsatz



Quelle: Datastream

GBR: Brexit sorgt für Stimmungstief

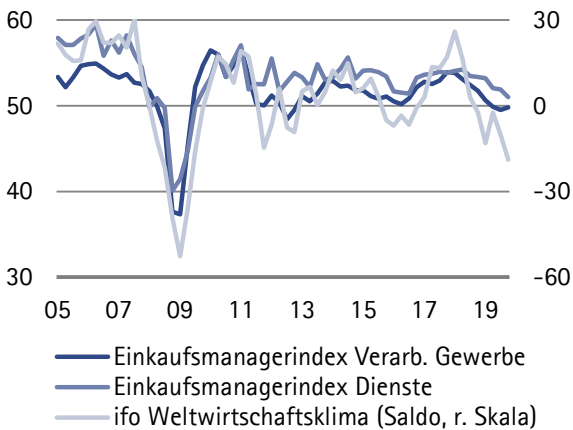
Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Datastream

Weltwirtschaft: Schwierige Stimmungslage

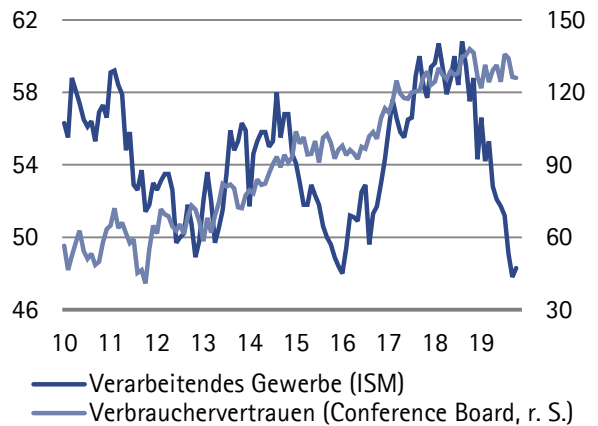
Globale Stimmungsindikatoren



Quelle: Bloomberg, Datastream

USA: Ein Hoch auf die Verbraucher

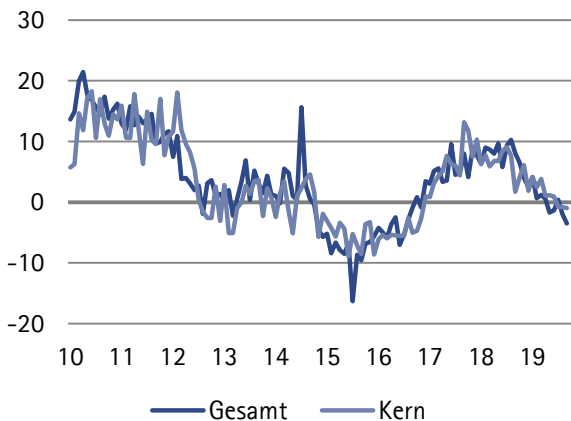
Stimmungsindikatoren (Index)



Quelle: Datastream

USA: Ungebrochener Auftragsschwund

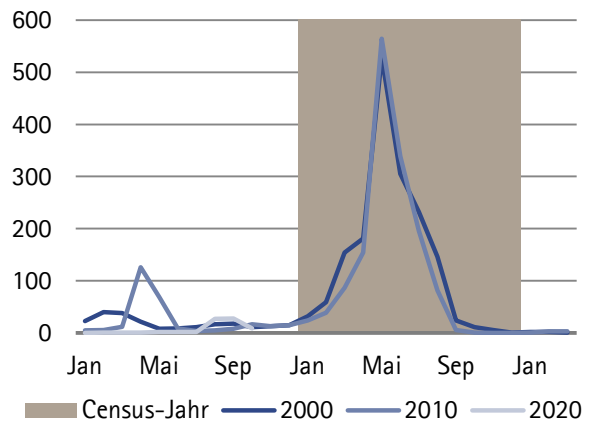
Auftragszugang in der Industrie (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

USA: Beschäftigungsturbo durch Volkszählung

Befristete Stellen für Census (Änderung in Tsd. zum Vormonat)



Quelle: Bankhaus Lampe, U.S. Bureau of Labor Statistics

International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Der Handelsstreit belastet Chinas Wirtschaft zunehmend. Er erfordert weitere Stützungsmaßnahmen der Regierung ...

... sowie der PBoC, die jedoch eher kleckert als klotzt

Japans Regierung schnürt ein neues Konjunkturpaket, ...

... das sich erneut als Strohfeder erweisen wird

HINWEIS: Prognosen für China und Japan enthält Seite 6.

China: Konjunkturabkühlung setzt sich fort

Der schwächere Welthandel beeinträchtigt die Exportwirtschaft, zudem lastet der anhaltende Handelsstreit mit den USA zunehmend auf Chinas Wirtschaft. Hinzu kommt, dass sich die Inlandsnachfrage zuletzt spürbar abgeschwächt hat. Ein Teilhandelsabkommen mit den USA wird unserer Ansicht nach aber keine umfassende Streitbeilegung bewirken (vgl. S. 19) und eine weitere Abkühlung der Konjunktur auch nicht verhindern. Wir erwarten deshalb, dass die Regierung in den kommenden Monaten erneut konjunkturstützende Maßnahmen ergreifen wird. Wegen der von der landesweit hohen Verschuldung potentiell ausgehenden Gefahren für die Finanzstabilität dürfte sie dabei aber eher zurückhaltend handeln. Sorge bereitet uns vor allem der Unternehmenssektor, dessen Verschuldung laut BIZ, nach einer zweijährigen Konsolidierungsphase, zu Jahresbeginn 2019 bereits wieder um drei Prozentpunkte auf 155 % des nominalen BIP gestiegen ist. Eine weitere Wachstumsabschwächung, wie wir sie für 2020 mit einem BIP-Anstieg von 5,8 % erwarten, dürfte somit zu einer nochmaligen Verschlechterung der Verschuldungsrelation führen.

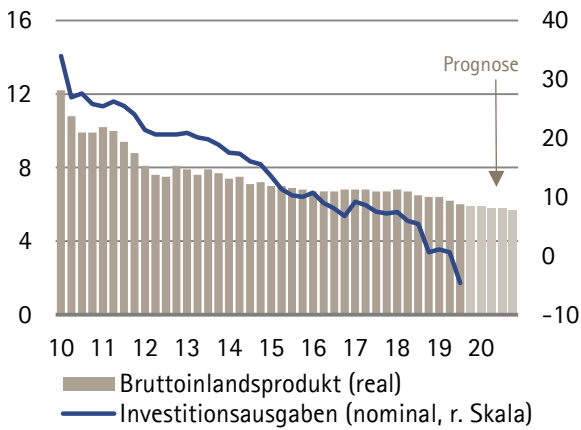
Aus diesem Grund wird die chinesische Zentralbank unseres Erachtens zu eher vorsichtigen Lockerungsmaßnahmen neigen, um die Wirtschaft weiter zu unterstützen. Auf den durch die Schweinepest und somit einen vorübergehenden Angebotsschock ausgelösten Sprung bei der Jahreststeuerung der Verbraucherpreise (Oktober 2019: 3,8 %) dürfte sie nicht reagieren. Die Erzeugerpreise, die wegen der schwachen Nachfrage aus dem In- und Ausland rückläufig sind und zu Gewinneinbußen führen, erhöhen dagegen den Handlungsdruck auf die Geldpolitik. Wir gehen deshalb davon aus, dass die PBoC auch 2020 Liquidität ins Finanzsystem pumpen wird. Die im August 2019 vorgenommene weitreichende Zinsreform soll ihr dabei helfen, dass die Kreditinstitute die günstigeren Finanzierungsbedingungen auch an ihre Kunden weitergeben. Für 2020 erwarten wir kleinere Senkungen bei der neu eingeführten einjährigen Loan Prime Rate (LPR) sowie beim Reverse Repo-Satz und dem Zinssatz für die mittelfristige Kreditfazilität an Finanzinstitute (MLF).

Japan: Wachstumsschwäche ruft Politik auf den Plan

Die Vorzieh- und Rückpralleffekte beim privaten Konsum wegen der zum 1. Oktober 2019 in Kraft getretenen Umsatzsteuererhöhung von 8 auf 10 % fallen wohl deutlich kleiner aus als bei den Steuererhöhungen der Jahre 1997 und 2014. Für das Schlussquartal erwarten wir daher einen entsprechend geringeren Nachfrageeinbruch. Da die konjunkturelle Grunddynamik ohnehin schwach bleiben dürfte – das betrifft die Export- und die Binnenwirtschaft –, wird das BIP im vierten Quartal 2019 wohl leicht schrumpfen. Aufgrund der dann ungünstigen Ausgangsbasis ergibt sich daraus für 2020 lediglich ein magerer BIP-Anstieg von 0,5 % (2019P: 1,0 %). Für unsere Prognose haben wir dabei bereits berücksichtigt, dass die Regierung ein neues Konjunkturpaket schnüren wird. Wieviel vom aktuellen Nachtragshaushalt in Höhe von 10 Bio. ¥ im Gesamtbudget für 2020 eingerechnet wird, kann erst im Dezember bewertet werden. Den hiervon ausgehenden Wachstumsschub veranschlagen wir auf maximal einen Viertelprozentpunkt. Sollte der Impuls geringer ausfallen oder ganz verpuffen, ermäßigte sich die Wachstumsrate entsprechend. Der weiterhin massive Einsatz der Geldpolitik änderte daran nichts.

CHN: Investitionen dämpfen BIP-Wachstum

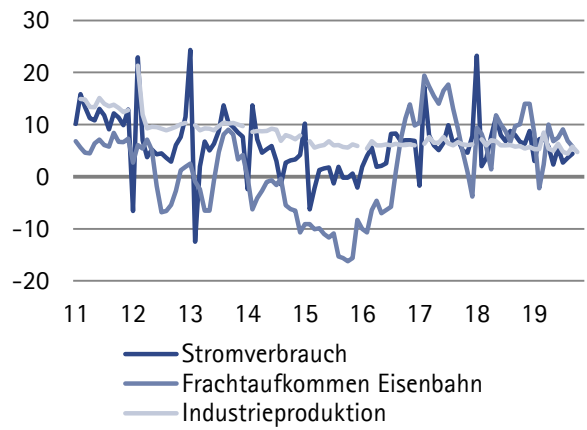
Wirtschaftsaktivität (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream. Okt 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

CHN: Schwächere Inlandsnachfrage

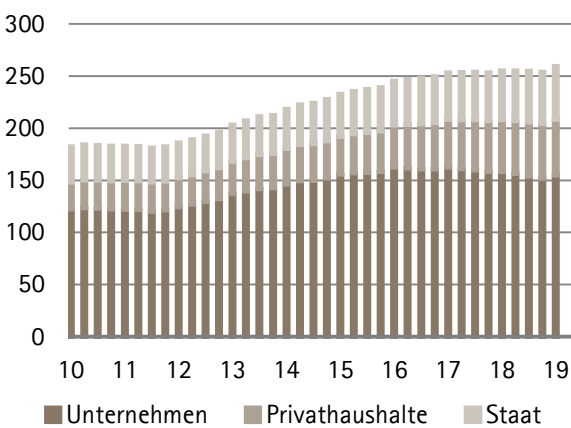
Aktivitätsindikatoren (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

CHN: Finanzmarktrisiken im Auge behalten

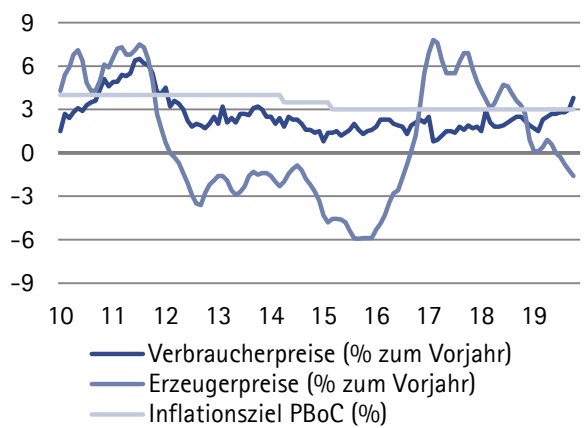
Verschuldung nach Sektoren (% nominales BIP)



Quelle: Datastream

CHN: „Schweinepreise“ nur für Verbraucher

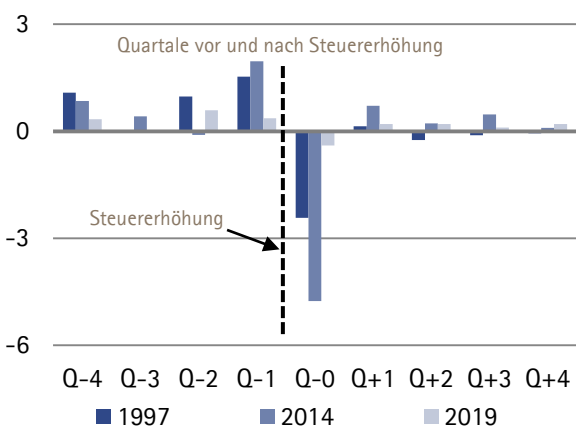
Preise und Preisziel



Quelle: Datastream. Okt 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

JPN: Dieses Mal wird es anders

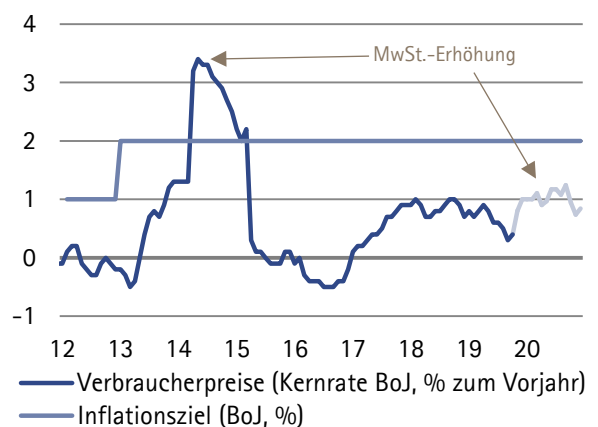
Privater Konsum vor und nach MwSt.-Erhöhungen (real, % z. Vj.)



Quelle: Datastream. Okt 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

JPN: Steuerbedingter Preissprung gering

Preise und Inflationsziel



Quelle: Datastream. Nov 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

EZB: Mehr von gewohnter Medizin

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

EZB in eigener Geldpolitik gefangen

Inoffiziell werden auch andere Ziele verfolgt

Unkonventionelle Maßnahmen stehen 2020 im Fokus der EZB

Neue Führung, alte Politik: Trotz des Wechsels an der EZB-Spitze dürfte die unter Mario Draghi initiierte ultra-expansive Geldpolitik von seiner Nachfolgerin Christine Lagarde fortgesetzt werden. Lagarde, die sich als Befürworterin einer laxen Geldpolitik zu erkennen gegeben hat, kann den geldpolitischen Kurs zwar ebenso wenig allein bestimmen wie ihr Vorgänger. Da der aus unserer Sicht überwiegend dem Lager der Tauben zuzuordnende EZB-Rat aber bestehen bleibt, dürfte die bisherige geldpolitische Ausrichtung voraussichtlich weiter vorgegeben sein. Unseren Erwartungen zufolge wird der aktuelle Expansionsgrad im nächsten Jahr sogar noch zunehmen.

EZB hält viele Bälle in der Luft

Hierfür wird es aus Sicht der EZB wohl gute Gründe geben: So liegt ihre 2020er-Wachstumsprojektion für den Euroraum bei 1,2 %, deutlich über unserer von 0,8 %. Von einer enttäuschten Wachstumserwartung und unseres Erachtens anhaltenden Preiszielverfehlung dürfte sich die Notenbank erfahrungsgemäß unter Handlungsdruck sehen. Diese Sicht greift, wie wir des Öfteren vorgetragen haben, aber zu kurz. So ist das allgemeine Zinsniveau bereits derart niedrig, dass der Grenznutzen weiterer Leitzinssenkungen und Wertpapierkäufe so gering ist, dass er Investitionsprojekte unserer Einschätzung nach nicht mehr befeuert. Zudem ist die EZB gegenüber Wachstumsverlusten durch globale Handelskonflikte machtlos. Zu guter Letzt kann sie gegen strukturell niedrige Inflationsraten geldpolitisch nichts ausrichten.¹ Da sie es dennoch versucht und eine Leitzinswende selbst im Konjunkturaufschwung der vergangenen Jahre ausgeblieben ist, bleibt unser Verdacht erhärtet, dass auch andere Ziele verfolgt werden: Für uns sind dies tragfähige (Staats-)Schulden, Finanzmärkte vor Kursrutschen zu sichern und der Euro-Erhalt. Die von Lagarde avisierte EZB-Preiszielüberprüfung wird wohl so erfolgen, dass sie diese Ziele nicht gefährdet.

Für 2020 erwarten wir daher, dass die EZB den Einlagesatz ab Juni um 10 Basispunkte auf -0,60 % senken wird. Zudem dürfte sie sich an unkonventionellen Maßnahmen abarbeiten: Aus unserer Sicht wird im Jahresverlauf die rechtsunverbindliche 33%-Grenze für maximal erwerbbarer Staatstitel eines Landes ebenso zur Disposition stehen wie der Kauf bislang unberücksichtigter Vermögenswerte. Aktienkäufe wird sich die EZB wohl für Notfälle aufheben. So oder so: Ab 2020 beginnt für uns eine Dekade, in der die ultra-expansive EZB-Geldpolitik erhalten bleibt, Negativzinsen die Landschaft bestimmen, Liquidität bereitwillig zur Verfügung gestellt wird und die Bilanzsumme weiter steigt. Langfristig dürften auch radikalere Maßnahmen erwogen werden, etwa die Geldbesteuerung² und das Helikoptergeld.

¹ Vgl. „Geldpolitik kämpft gegen Windmühlen“ in unserem Kapitalmarkt-Ausblick, 24.09.2019.

² Vgl. „Geldbesteuerung als Wachstumswunderwaffe“ in unserem Kapitalmarkt-Ausblick, 25.03.2019.

Prognosen	21.11.2019	FEB 2020	MAI 2020	NOV 2020
Einlagesatz (%)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,60
Hauptrefinanzierungssatz (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor (%)	-0,41	-0,40	-0,45	-0,50

Quelle: Datastream. Nov 2019–Nov 2020: Prognose Bankhaus Lampe

Fed: Zinspolitisches Abwarten

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Zinslockerungskurs der Fed
ist vorerst gestoppt, ...

... nicht jedoch der Einsatz
der Liquiditätsspritze für
den US-Geldmarkt

Umschichtung von Reserven
zur Fed verknüpft Liquidität
für andere

Nach drei Leitzinssenkungen 2019 als Versicherung gegen drohende Wachstumsrisiken hält die Fed ihren geldpolitischen Kurs nun für angemessen ausgerichtet. Weiteren zinspolitischen Handlungsbedarf sieht Fed-Chef Jerome Powell derzeit nur dann, wenn sich aus Notenbanksicht der Ausblick wesentlich ändern würde. Hinsichtlich der von uns erwarteten fundamentalen Entwicklung besteht wenig Grund dafür: Die BIP-Wachstumsraten dürften nahe der Potenzialrate und die PCE-Kern-Inflationsrate weiter unter dem Zielwert liegen, nicht aber nach unten wegdriften. Wir gehen daher davon aus, dass das aktuelle Leitzinszielband von 1,50–1,75 % im US-Wahljahr 2020 nicht ohne wichtigen Grund gesenkt wird. Dazu wird es unseres Erachtens nur kommen, wenn sich die Risiken für die US-Konjunktur erhöhen (u. a. wegen erneut aufflammender Handelskonflikte) oder Gefahren für die Finanzstabilität drohen (u. a. durch Kurseinbrüche an Finanzmärkten). Die Erfahrungen Ende 2018 und Anfang 2019 zeigen, dass die Fed ihre Rhetorik in diesem Fall rasch anpassen und zinspolitische und unkonventionelle Lockerungsmaßnahmen umsetzen wird.

Bilanzreduzierung zur Hälfte wieder rückgängig gemacht

Unabhängig davon wird die Fed ihre Stabilisierungsmaßnahmen am US-Geldmarkt fortsetzen, und das voraussichtlich auch über die von ihr bisher angekündigten Termine hinaus. Unsere Erwartung ist, dass die Repo-Transaktionen über den Januar 2020 und der Ankauf von US-Schatzwechseln über das zweite Quartal 2020 hinaus anhalten werden. Ziel ist es, die Überschussliquidität im Finanzsystem wieder zu erhöhen. Diese war im Zuge der seit Oktober 2017 erfolgten „Bilanznormalisierung“ um etwa 40 % auf fast 1.300 Mrd. US-\$ geschrumpft. Die massiven Marktverspannungen vom September deuten an, dass damit ein Niveau unterschritten wurde, das für ein reibungsloses Funktionieren des Geldmarktes mindestens erforderlich ist. Unsere Sorge ist, dass hinter den jüngsten Verwerfungen aber mehr als nur das unglückliche Zusammentreffen mehrerer Sonderfaktoren (u. a. Steuerzahltermin, Abwicklung von Staatsemissionen) steht. Ernsthaftere Probleme wären ein Vertrauensschwund und die abnehmende Bereitschaft der Marktteilnehmer, sich gegenseitig extrem liquide Mittel zur Verfügung zu stellen. Ohnehin besteht für Banken mit der seit 2008 von der Fed angebotenen Verzinsung von Einlageguthaben nicht mehr wie früher der Anreiz, möglichst wenige Reserven zu halten. Stattdessen steht das Vorsichtsmotiv im Vordergrund, was durch eine veränderte Regulierung noch gefördert wurde. Aus diesen Gründen besteht heute ein höherer Liquiditätsbedarf als früher. Wir rechnen daher damit, dass die Fed eine Zielgröße für die Reserveguthaben von ca. 1.700 Mrd. US-\$ anstrebt. Ihre bisherige Bilanzreduzierung würde dadurch zur Hälfte wieder rückgängig gemacht. Es bestätigt sich immer mehr, dass dauerhaft aufgeblähte Notenbankbilanzen heutzutage zur neuen Normalität gehören.

Prognosen	21.11.2019	FEB 2020	MAI 2020	NOV 2020
Fed Funds Target Rate (%)	1,75	1,75	1,75	1,75
3-Monats-Libor (%)	1,90	1,90	1,85	1,70

Quelle: Datastream. Nov 2019–Nov 2020: Prognose Bankhaus Lampe

Zinsmärkte: Tiefe Renditestände bleiben erhalten

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Fed hält still, EZB nicht

Bank of England wird Zinspulver
vorerst trocken halten

Franken-Stärke hält SNB auf Trab

Bank of Japan auf dem Sprung

Geldpolitik sorgt für freundlich
bleibendes Marktumfeld

Renditeprognose

	Monate			
	21.11.19	3	6	12
Bund (%)	-0,32	-0,30	-0,50	-0,60
Treasury (%)	1,78	1,70	1,60	1,40
Spread (Bp)	211	200	210	200

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Geldpolitik auf Präventionskurs

Das Umfeld extrem tiefer Leitzinsen und aufgeblähter Notenbankbilanzen wird 2020 wohl noch intensiver werden. Wichtige Zentralbanken haben auf eine als moderat einzustufende Konjunkturabkühlung in einem spätzyklisch noch ordentlichen Umfeld bereits reagiert. Wachstumsimpulse werden mit Gelddrucken unseres Erachtens aber auch weiter nicht zu setzen sein. Zudem fragen wir uns, welche Handlungsmöglichkeiten Notenbanken angesichts fast leerer Munitionsdepots für einen echten Krisenfall überhaupt noch haben. Auf einen fortgesetzten Konjunkturabschwung werden sie abseits fiskalischer Impulse aber wohl dennoch so reagieren wie bisher. Im Zuge der von ihnen verfolgten Prävention erwarten wir für 2020 folgende Entwicklungen:

Fed: Das Leitzinsband von 1,50–1,75 % dürfte im Jahresverlauf unangetastet bleiben. Die Anleihekäufe zur Geldmarkt-Stützung werden wohl anhalten (vgl. S. 14).

EZB: Der Einlagesatz dürfte ab Juni auf –0,60 % gesenkt werden. Unkonventionelle Maßnahmen werden den Expansionsgrad voraussichtlich weiter steigern (vgl. S. 13).

Bank of England: Solange der Brexit offen ist, kann die Notenbank in den globalen Zinssenkungsschritt nicht einschwenken, ohne die hohe Unsicherheit zu befeuern. Ist der von uns erwartete geregelte EU-Austritt aber fix, wird der Leitzins wegen der niedrigeren Wachstumsdynamik und der Sorge vor einer Pfund-Stärke wohl sinken. Bei einem unregelmäßigen Brexit dürfte der Leitzins sofort auf 0,00 % gesenkt werden.

SNB: Der aus Notenbanksicht überbewertete Franken wird durch den von uns erwarteten EZB-Kurs noch unterstützt. Eine Leitzinssenkung haben wir zwar nicht auf dem Radar. Bei EUR–CHF beständig unter 1,08 wird die SNB aber wohl aktiv werden.

Bank of Japan: Die BoJ dürfte nachlegen, sollte ihre Erwartung an das fundamentale Umfeld deutlich enttäuscht werden. Die Hürde hierfür erachten wir aber als hoch.

Staatsanleihen: Verfestigte Tiefstrenditen

Die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen liegen derzeit merklich über ihren historischen Tiefs von Anfang September. Eine generelle Trendumkehr erkennen wir darin nicht. Dagegen spricht nicht nur die anhaltende Unsicherheit durch den globalen Handelsstreit, für den eine finale Lösung nicht bevorstehen und der sichere Häfen im Investorenfokus belassen dürfte. Vor allem ist es die Geldpolitik von EZB und Fed, die für Unterstützung sorgt: Beide Notenbanken haben ihren Expansionsgrad 2019 gesteigert, unseren Erwartungen zufolge (s. o.) ist das Ende der Fahnenstange nicht erreicht. Insbesondere ihre über Reinvestitionen hinausgehenden Wertpapierkäufe dürften das Staatsanleiheumfeld freundlich halten. Bei gegebenem Emittentenrisiko rechnen wir für 2020 daher mit einem anhaltenden Niedrigrenditeumfeld, das von Konjunktur- und Inflationsdaten zudem positive Impulse erhält. Unseres Erachtens wird die unterjährige Renditespanne bei Bundesanleihen von –0,80 bis 0,10 % reichen, bei US-Treasuries von 1,30 bis 2,20 %. Für dauerhaft niedrigere oder höhere Renditen bedarf es aus unserer Sicht einer Korrektur des geldpolitischen Ausblicks. Ohne diesen dürften die EWU- und US-Renditestrukturkurve weiter recht flach verlaufen. Staatsanleihen der EWU-Peripherie sehen wir wegen der schwierigen Renditesuche als gut unterstützt an, losgelöst vom nationalen fundamentalen Umfeld. Das Hauptrisiko für den Staatsanleihemarkt bleibt ein Vertrauensverlust aufgrund vielerorts aus dem Ruder gelaufener Staatsschulden.

Staatsanleihen: Tiefes 2019er-Renditeniveau ...

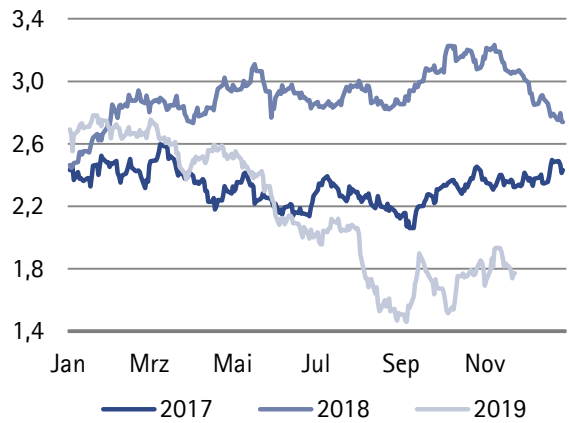
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (%)



Quelle: Datastream

... bleibt 2020 erhalten

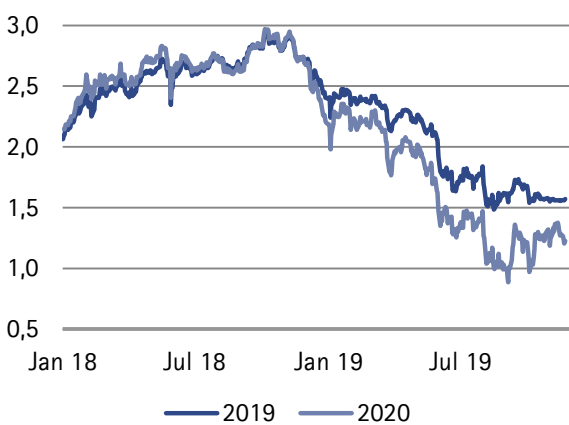
Rendite 10-jähriger US-Treasuries (%)



Quelle: Datastream

Fed: Zinssenkungserwartung hat abgenommen

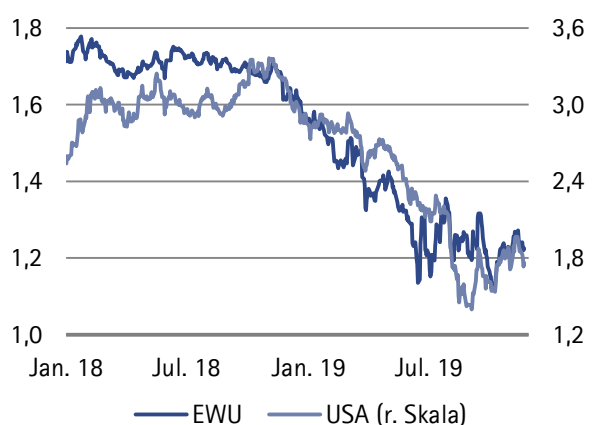
Fed Funds Futures (%)



Quelle: Datastream

Inflationserwartungen: Tief, tief, tief

Langfristige marktbasiertere Inflationserwartungen (5x5, % z. Vj.)



Quelle: Datastream

Renditestrukturkurven: Weiter flach

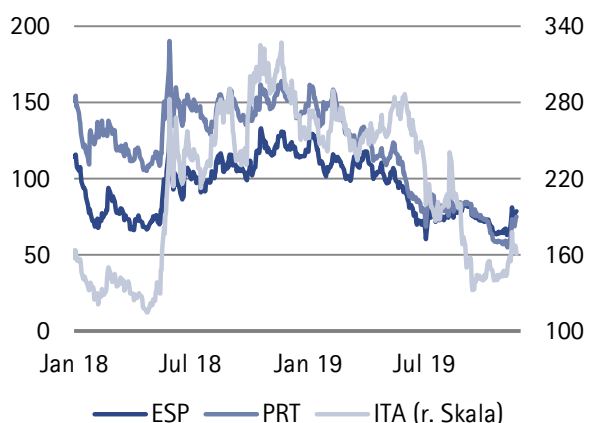
Renditestrukturkurve (10J-2J, Basispunkte)



Quelle: Datastream

EWU: Geldpolitik überlagert Länderrisiken

Spread 10-jähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen (%-P.)



Quelle: Datastream

Währungen: USD-Stärke mit leichten Kratzern

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Zeitweise unruhiges Umfeld
durch politische Risiken

Bei einem geregelten Brexit
bleibt GBP-EUR unter 0,90

CHF weitgehend stabil,
JPY schwächer erwartet

Währungsprognosen

	21.11.19	Monate		
		3	6	12
EUR-USD	1,11	1,13	1,10	1,14
EUR-GBP	0,86	0,86	0,88	0,88
EUR-CHF	1,10	1,10	1,12	1,12
EUR-JPY	120	120	122	125

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

EUR-USD: Weiterhin 1,10 im Blick

EUR-USD wird unserer Einschätzung nach 2020 zwischen 1,07–1,15 handeln. Voraussichtlich werden es Politikrisiken sein, die den Wechselkurs an die Ränder treiben. Werden die von den laufenden Handelsgesprächen ausgehenden Entspannungssignale nicht enttäuscht, dürfte EUR-USD auf 3M-Sicht zunächst 1,13 erreichen. Diese Entwicklung zeitweise unterstützen dürfte das Amtsenthebungsverfahren gegen US-Präsident Donald Trump. Belastungsfaktoren bestehen unserer Ansicht nach aber auch für EUR: durch den politischen Stillstand in der Währungsunion und die Risse zwischen den EWU-Mitgliedstaaten. Wachstumsseitig bleibt USD außerdem unterstützt, da die USA wohl weiter klar vor dem Euroraum liegen werden. Angesichts der zuletzt stark gesunkenen US-Leitzinssenkungserwartungen bleibt der Zinsvorteil zugunsten von USD überdies beachtlich, durch die von uns erwarteten EZB-Lockerungsmaßnahmen (vgl. S. 13) nimmt er sogar noch zu. Dies reicht für uns aber nur zu einer temporären unterjährigen USD-Erhölung auf 1,10. Denn mit Blick auf 2021 wird USD unseres Erachtens von US-Leitzinssenkungserwartungen geschwächt. Hierfür spricht aus unserer Sicht die voraussichtliche Wiederwahl von US-Präsident Trump, der den politischen Druck auf die Fed wegen des dann moderaten Wirtschaftswachstums erhöhen dürfte. Unser 12M-Kursziel beträgt deshalb bei 1,14.

EUR-GBP: Auf den Brexit kommt es an

Bringt die britische Parlamentswahl am 12. Dezember keine klaren Mehrheitsverhältnisse, steigt die Gefahr, dass sich das Brexit-Drama weiter in die Länge zieht. In der Folge dürfte EUR-GBP rasch über 0,90 emporschnellen. In unserem Hauptszenario gehen wir allerdings von einem geregelten Brexit bis spätestens Ende Januar 2020 aus. Im aktuellen Kurs von 0,86 ist dieser unseres Erachtens bereits eingepreist, sodass EUR-GBP auf 3M-Sicht seitwärts tendieren dürfte. Auf 6- bis 12M-Sicht rechnen wir mit einer leichten GBP-Abschwächung. Als GBP-negativ erachten wir, dass die britische Konjunktur wegen der ungeklärten Beziehungen zur EU, die in der wahrscheinlich ab Februar beginnenden Übergangsphase zu regeln sind, leiden und die BoE den Leitzins deshalb im Frühsommer senken wird.

EUR-CHF: Seitwärts um 1,10

Die SNB betrachtet CHF weiter als überbewertet. Wir erwarten jedoch, dass sie ihren geldpolitischen Kurs unverändert beibehält – trotz der von uns erwarteten EZB-Einlagesatzsenkung. Der Zinsabstand zu EUR bliebe somit gewahrt, weshalb wir EUR-CHF auf 3M-Sicht weiter um 1,10 sehen. Kurse dauerhaft unter 1,08, etwa aufgrund erhöhter Unsicherheit, dürfen die SNB gegen den Franken intervenieren lassen.

EUR-JPY: Abschwächungstendenz bleibt erhalten

Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass sich EUR-JPY auf 12M-Sicht auf 125 zubewegt. Lodern politische Konflikte auf, wird JPY zwar weiter als sicherer Hafen gefragt sein und fester tendieren. Derartige Kursgewinne wären aus unserer Sicht fundamental aber nicht angemessen. Dies gilt wohl auch mit Blick auf die BoJ, die geldpolitisch nachlegen dürfte, wenn ihre Wachstums- und Inflationserwartungen deutlich enttäuscht werden. Die Hürde hierfür erachten wir allerdings als hoch.

EUR-USD: US-Zinsvorsprung drückt den Kurs

Wechselkurs und Zinsabstand



Quelle: Datastream

EUR-Außenwert: Auf niedrigem Niveau seitwärts

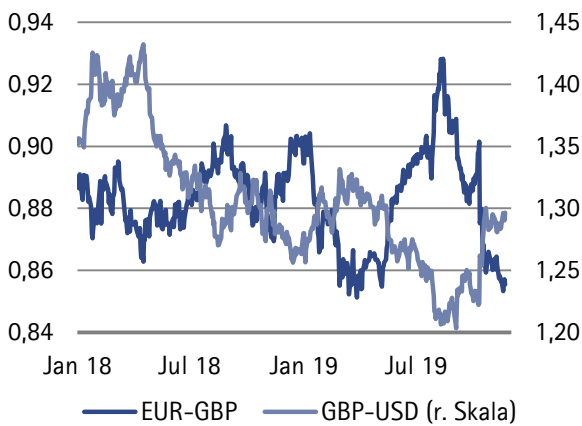
EUR-Außenwert (19 EWU-Handelspartner, 01.01.2018=100)



Quelle: Datastream

GBP: Relative Pfund-Stärke

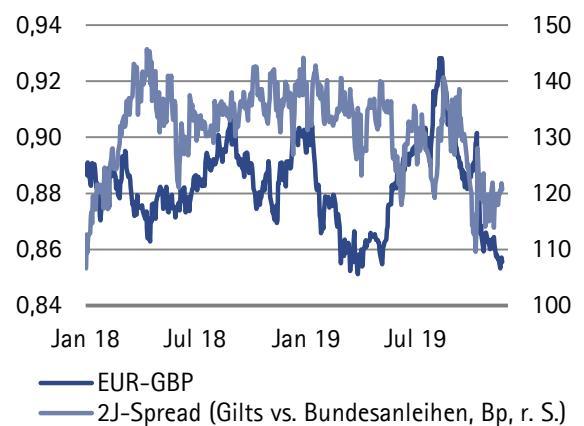
Wechselkurs



Quelle: Datastream

GBP: Zinsabstand

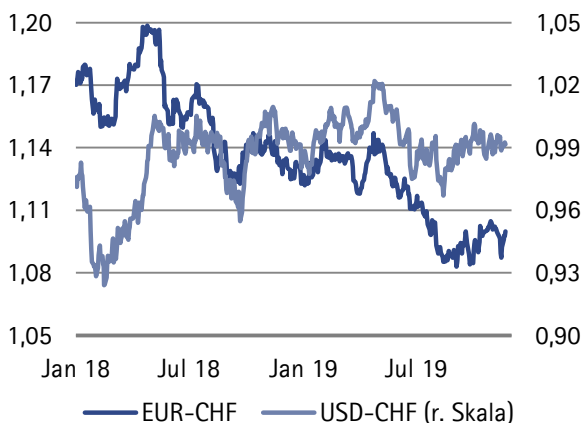
Wechselkurs und Zinsabstand



Quelle: Datastream

CHF: Zuletzt im Seitwärtskanal

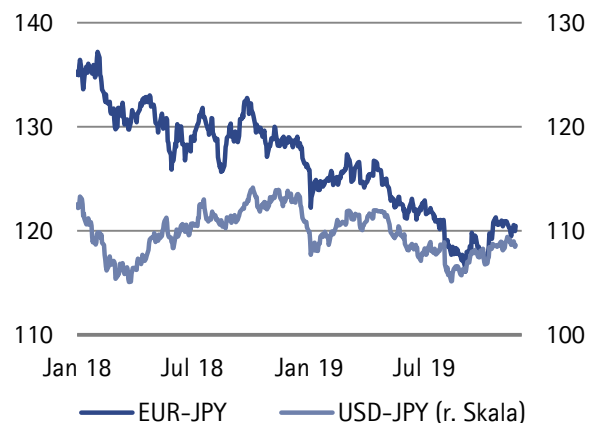
Wechselkurs



Quelle: Datastream

JPY: Als sicherer Hafen hoch im Kurs

Wechselkurs



Quelle: Datastream

China lebt die Vision, Europa meidet Risiken

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Ziel: Superwirtschaftsmacht statt verlängerte Werkbank des Westens

Für Diversifizierung steckt China Claims international ab

Routenbau bildet die Basis für ein beständig größer werdendes Handelsgeflecht

Gründung eigener Entwicklungsbank war Meilenstein für China

Anfang Oktober 2019 feierte die Volksrepublik China ihren 70. Geburtstag. Schon lange ist klar, dass sich die Regierung mit dem wirtschaftlich Erreichten, wonach insbesondere der Anteil am Welt-BIP von fast 19 % mittlerweile die Tabellenführung bedeutet, nicht zufrieden gibt. Im Gegenteil: Die Kommunistische Partei verfolgt eine Langfriststrategie, nach der die Volksrepublik zum 100. Geburtstag im Jahr 2049 die weltweit größte Industrienation sein soll. Hierzu ist das Programm „Made in China 2025“ vorgesehen, das das Land produktionsseitig von der Massenware zu hochwertigen Gütern und Technologien führen soll. Im Mittelpunkt der Langfriststrategie steht die Initiative Neue Seidenstraße³, die seit 2013 vorangetrieben wird.

Neue Seidenstraße ist strategischer Anker

Was beabsichtigt China? Eine genaue Definition der Neuen Seidenstraße existiert nicht. Unstrittig ist aber, dass die Belebung der transsibirischen Handelsroute aus der Antike nur ein kleiner Teil des Vorhabens ist. Neben dieser plant China vor allem, zwei weitere Routen auszubauen, die für den Transport von Gütern und Energie benötigt werden: übers Land von China durch Zentralasien nach Russland und Europa, übers Wasser vom Chinesischen Meer durch den Indischen Ozean, das Rote Meer und den Suezkanal ebenfalls nach Europa.⁴ Angebunden wird vor allem auch Afrika. Dabei konzentriert sich China auf die Infrastruktur (v. a. Straßen, Gleise, Flug- und Seehäfen, Kraftwerke, digitale Netze). Schätzungen zufolge werden die Investitionen etwa 1 Bio. US-\$ betragen.

Welche Ziele verfolgt China offiziell? Mit der Seidenstraßen-Initiative sollen zunächst Handelswege geschaffen werden, um inländische Überkapazitäten abzubauen und neue Exportmärkte zu erschließen. Angesichts der voraussichtlichen Verdreifachung des chinesischen Energiebedarfs bis 2030 soll dieser zudem gesichert werden. Zur Durchsetzung dieser Interessen geht China strategisch vor. So dienen die Seidenstraßen-Routen vor allem dazu, ein breites Handelsgeflecht zu spinnen. Dieses ist bereits beachtlich: Schon rund 100 Länder haben Erklärungen unterzeichnet, um wirtschaftlich teilzuhaben. Sie erhalten von China meist Direktinvestitionen, mit denen sie ihren Investitionsstau im Inland verringern können. Die Ausübung übernehmen meist chinesische Unternehmen mit Arbeitern, Materialien und Wartung.

Um die Finanzierung der Investitionen zu gewährleisten, hat China eine eigene Entwicklungsbank gegründet, die Kredite bereitstellt. Bisherigen, aus chinesischer Sicht bestehenden und mitunter unkalkulierbaren Handlungsbeschränkungen durch (politische) Interessen, etwa im IWF und in der Weltbank, setzt sich das Land somit nicht aus. All dies geschieht nach dem Motto „Wenn ihr die Infrastruktur für unsere wirtschaftliche Ausdehnung nicht schafft, übernehmen wir das“.⁵ Neben den schwankungsanfälligen Handelseinnahmen sichert dies auch permanente Zinseinnahmen.

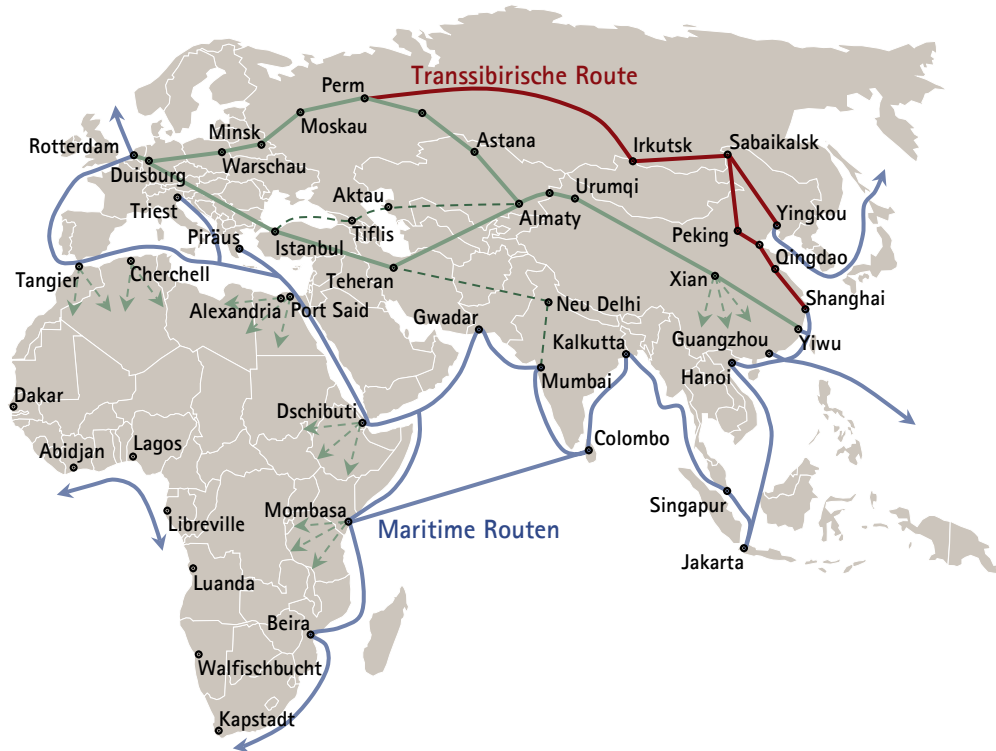
³ Von Staatspräsident Xi Jinping angestoßen, auch „One Belt, One Road“-Initiative genannt.

⁴ Ein strategisch bedeutender Zielhafen ist der Duisburger Hafen.

⁵ Ein gutes Beispiel, wie das funktioniert, ist der Hafen von Piräus: Als es mit Griechenland durch die EWU-Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 wirtschaftlich rapide bergab ging und vor allem europäische Investoren einen Bogen um das Land machten, übernahmen die Chinesen. Im Zuge massiver Investitionen hat sich der Hafen seither zu einem Knotenpunkt der Seidenstraßen-Initiative entwickelt.

Die Neue Seidenstraße – mehr als nur Routen

Umfangreiches Handelsgeflecht als eigentliches Ziel



Quelle: Bankhaus Lampe, Duisburger Hafen AG, iwd, merics

China-first – durch Schaffung von Abhängigkeit statt Zöllen

Was plant China noch? Hier geht es um die Ziele, die China mit der Seidenstraßen-Initiative ebenfalls anstrebt, ohne offen darüber zu reden. So verfolgt das Land unseres Erachtens zuallererst eigene ökonomische Interessen zur Stärkung der heimischen Wirtschaft, die der Amerika-first-Politik der USA ähneln und die den Machterhalt der Kommunistischen Partei sichern sollen. International geht es zudem wohl nur vordergründig um eine auf Augenhöhe bestehende Win-win-Situation mit anderen Ländern. China ist vielmehr dabei, die Weltwirtschaft neu zu ordnen und auf sich zuzuschneiden. Das Land beabsichtigt offenbar, wie in der Kaiserzeit zum Reich der Mitte zu werden.⁶ In diesem Entwicklungsprozess werden mit der Seidenstraßen-Initiative somit vor allem auch langfristige wirtschaftliche und finanzielle Abhängigkeiten geschaffen, die genutzt werden können, um Einfluss auf politische Entscheidungen in Partnerländern zu nehmen. Im Zuge dieser machtpolitischen Erweiterung dürfte die geopolitische Bedeutung Chinas daher fortan beständig zunehmen.

Anders als Europa behält China die Fäden selbst in der Hand

Europa im Hintertreffen

Was heißt das für Europa? Man mag zur Seidenstraßen-Initiative stehen, wie man will: Fakt ist, dass China eine konkrete Vision verfolgt, die über wirtschaftliche Interessen hinausgeht. Damit unterscheidet sich das Land diametral zur Europäischen Union. Dort sind die Mitgliedstaaten von einer gemeinsamen Wachstumsstrategie

⁶ Der von den USA initiierte Handelsstreit und der von dort auf China prasselnde Zollhagel dürften die chinesische Regierung in ihrem Vorgehen bestärkt haben. Als Auslöser für den Konflikt sehen wir zwar durchaus die von den USA mitunter zu Recht angeprangerten unfairen Handelspraktiken Chinas an (u. a. Einhaltung von WTO-Regeln, Schutz geistigen Eigentums). In erster Linie dürften die USA aber fürchten, als globale Wirtschaftsmacht dauerhaft von der Spitze verdrängt zu werden.

nicht nur weit entfernt. Mit der Art und Ausgestaltung ihrer Entwicklungshilfe verfolgen sie auch einen ganz anderen Ansatz als China: Hier werden Mittel an ausländische Regierungen vergeben im Vertrauen, dass sie nicht nur bestimmungsgemäß eingesetzt werden, sondern eventuell heimische Unternehmen teilhaben lassen, und dass nach Projektabschluss zu einem späteren Zeitpunkt positive Wirtschaftsimpulse auch für das Vergabeland entstehen. China sichert sich diesen Return auf seine Investitionen dagegen schon vom ersten Investitionstag an.

Risiken werden in China bewusst eingegangen, in Europa vermieden

Für das chinesische Vorgehen hilfreich ist zudem, dass Compliance, Ethik und Moral in China ganz andere Inhalte haben als in Europa. Wir denken hier nicht nur an die Einhaltung von Menschenrechten, sondern auch an die zahlreichen Umweltsünden und den Klimaschutz. Dies erleichtert es der Regierung in zeitlicher Hinsicht, bei der Umsetzung ihrer Langfriststrategie zügig voranzukommen. Risiken werden dabei bewusst in Kauf genommen, auch auf die Gefahr hin, dass etwas schiefgeht. Europäische Politiker handeln dagegen stark nach dem Prinzip der Risikovermeidung: Zur Wahrung des eigenen Besitzstandes ist es für sie schlicht lukrativer, Investitionen ihren Nachfolgern zu überlassen, statt im Nichterfolgsfall gebrandmarkt zu werden. Da sich hieran sobald nichts ändern dürfte, wird ein wirtschaftliches Gegengewicht zu China, eventuell zusammen mit den USA, wohl nicht realisierbar sein.

China gelingt es besser, politische Abhängigkeiten zu schaffen und für sich zu nutzen

Dies vor Augen, wird China seinen wirtschaftlichen Vorsprung auf Europa in den nächsten Jahren voraussichtlich weiter ausbauen, zumal dessen Verhandlungsmacht gegenüber dem riesigen chinesischen Absatzmarkt nur gering ist. Griechenland, Italien, Kroatien und Ungarn sind den Verlockungen der Seidenstraßen-Initiative bereits erlegen. Es ist gut möglich, dass weitere EU-Länder folgen. Da ein späterer Rückzug aus den dadurch entstehenden wirtschaftlichen und finanziellen Abhängigkeiten aber kaum möglich sein dürfte, überraschte es nicht, wenn der politische Einfluss Chinas auf EU-Entscheidungen künftig noch zunähme. Das aber ist das Gefährliche an der Seidenstraßen-Initiative: das Entstehen politischer Abhängigkeit.⁷

Europa ist zu sehr mit sich selbst beschäftigt

China aus Anlagefokus vorerst nicht wegzudenken

Zu befürchten ist daher, dass die E(W)U auch in den nächsten Jahren politisch und wirtschaftlich nur dahindümpeln wird. Ein Heraus aus dieser Lethargie hinein in die reale Welt halten wir angesichts der wirtschaftspolitisch stark divergierenden Ansichten der Mitgliedstaaten für wenig wahrscheinlich. Oft hat es bei ihnen den Anschein, als lauere der Gegner in der EU statt außerhalb, wie etwa das jahrelange Brexit-Hickhack verdeutlicht. Dies vor Augen und trotz seiner Wachstumsabflachung dürfte China von Investoren in künftige Anlageentscheidungen voraussichtlich noch mehr einbezogen werden. Ob diese Investitionen auch nachhaltig sein werden, wird unseres Erachtens vor allem davon abhängen, dass die Kommunistische Partei von Schocks nicht ausgebremst wird, etwa von der massiven Überschuldung bei Unternehmen, von Schattenhaushalten, Umweltsünden oder einem rasanter wachsenden Energiebedarf. Zudem wird sich China wohl deutlich mehr öffnen müssen. Die Aufteilung jedenfalls, in der die Zentralbank hauptsächlich einen nahezu festen Wechselkurs garantiert und der Kapitalverkehr weitgehend Beschränkungen unterliegt, passt zur weltoffenen Seidenstraßen-Initiative aus unserer Sicht auf Dauer nicht.

⁷ Anders als andere EU-Staaten hat beispielsweise Griechenland 2017 im Menschenrechtsrat der Vereinten Nationen gegen eine kritische Deklaration zur Menschenrechtslage in China gestimmt.

Geldpolitik: Mit neuen Zielen alles paletti?

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

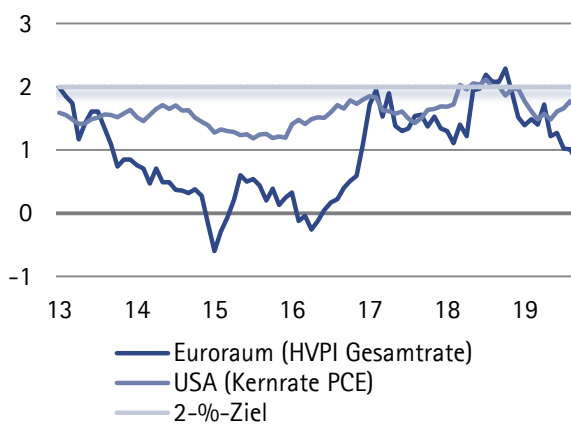
bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Fed und EZB erreichen ihre
Preisziele oft nicht

Trotz des ultra-expansiven Kurses vieler Notenbanken werden Inflationsziele seit Jahren beständig verfehlt. Die Fed hat das von ihr angestrebte Preisziel von 2 % pro Jahr – bezogen auf den Kern-Konsumdeflator – seit Anfang 2013, bis auf zehn Monate, jeden Monat unterschritten. Nicht viel besser sieht es bei der EZB aus: Die Gesamtrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex lag nur in 18 von 93 Monaten im Bereich des Preisziels von nahe, aber unter 2 % (wir vergleichen mit 1,95 %). Das beständige Unterschneiden der Preisziele ist für Notenbanken ein großes Problem⁸: Es droht ein Glaubwürdigkeitsverlust. Schlimmer wäre aber, wenn Unternehmen, Privathaushalte und Finanzmarktteilnehmer das Vertrauen in die Zielerreichung verlieren und ihre langfristigen Inflationserwartungen noch weiter aus ihrer Verankerung gerissen würden. Der Sicherheitsabstand zum deflationären Bereich wäre rasch aufgebraucht. Würden die Preise auf breiter Front fallen, drohte die Gefahr, dass ein Großteil der Konsumausgaben in die Zukunft verschoben wird, um von dann tieferen Preisen zu profitieren. Die entstehende Nachfrageschwäche könnte ihrerseits eine weitere Abwärtsspirale bei den Preisen in Gang setzen.

Preisziel: Wann wird's mal wieder erreicht?

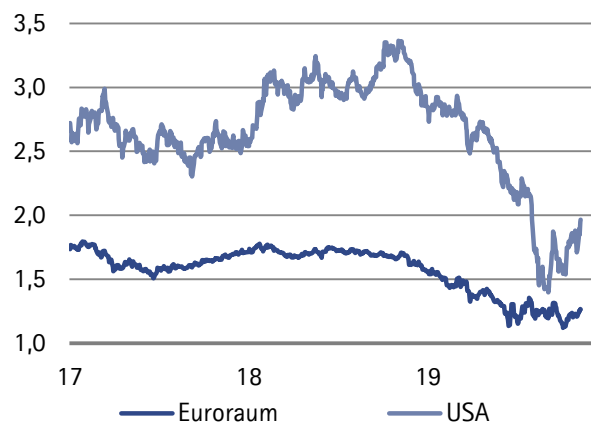
Inflationsraten (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Inflationserwartungen sind abgerutscht

Inflationserwartungen (5J 5J, marktbasierend, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Fed und EZB fragen sich, ob die
praktizierte Inflationssteuerung
noch zeitgemäß ist

Strategien auf dem Prüfstand

Viele Notenbanken prüfen derzeit, ob ihre geldpolitischen Strategien und Instrumente noch zeitgemäß sind. Die Fed beschäftigt sich schon längere Zeit damit, ob die seit 2012 bestehende Strategie anzupassen ist.⁹ Hierzu hat sie in diesem Jahr eine ganze Serie von „Fed Listens Events“ und eine große Wissenschaftskonferenz abgehalten. Bei der EZB ist die Strategie letztmalig vor 16 Jahren grundlegend überarbeitet worden, Präsidentin Christine Lagarde hat eine Überprüfung in Aussicht gestellt. Rasche Entscheidungen wird es unserer Ansicht nach jedoch nicht geben. Ohnehin sind unsere Zweifel groß, dass die vielfach diskutierten neuen Strategieansätze hin-

⁸ Zu den strukturellen Gründen niedriger Inflationsraten vgl. „Geldpolitik kämpft gegen Windmühlen“ in unserem Kapitalmarkt-Ausblick, 24.09.2019.

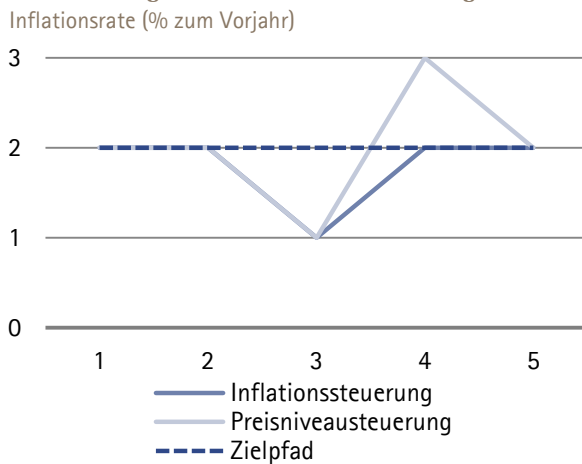
⁹ Vgl. Richard H. Clarida: „The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices“, November 2019.

Preisniveausteuerung ist derzeit trendig

sichtlich der Zielerfüllung erfolgreicher sein werden. Das gilt auch für das Konzept einer (flexiblen) Preisniveausteuerung, die im Gegensatz zu der bislang praktizierten Inflationssteuerung – also der Änderungsrate des Preisniveaus – oft als vorteilhafter angesehen wird.

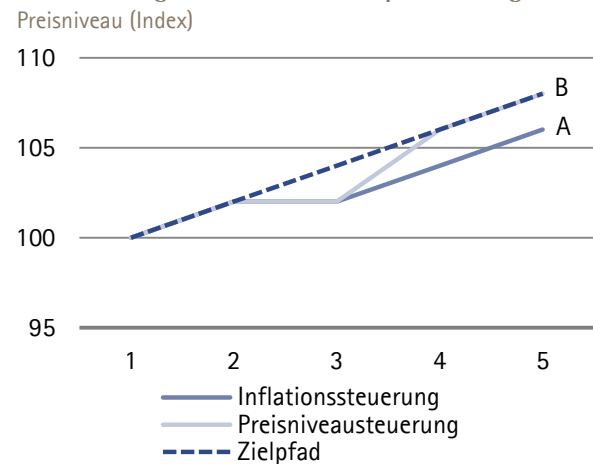
Bei der Strategie der Preisniveausteuerung definiert die Notenbank zunächst einen Zielpfad, wie sich das gesamtwirtschaftliche Preisniveau entwickeln soll, bezogen auf die EZB zum Beispiel 2 % für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex als einen geeigneten Preisindex. Der wesentliche Unterschied zwischen der Inflations- und Preisniveausteuerung besteht nun darin, wie die Geldpolitik auf eine Zielabweichung reagiert. Das verdeutlichen die beiden Grafiken: Links ist die Entwicklung bezüglich der Inflationsrate abgebildet, rechts die Auswirkung auf den Preisindex. Bei der Inflationssteuerung reicht es bei einer in Periode 2 unterschließenden Inflationsrate aus, dass die Geldpolitik diese in Periode 3 wieder auf den Zielwert hebt (linke Grafik). Die Änderung der Inflationsrate ist somit nur vorübergehend, die Wirkung auf das Preisniveau (rechte Grafik) bleibt jedoch dauerhaft. Es kommt zu einer Parallelverschiebung des Preisniveaupfads (A) nach unten. Anders beim Konzept der Preisniveausteuerung: Hier korrigiert die Geldpolitik nachträglich die Auswirkungen eines „Preisschocks“ auf das Preisniveau in Periode 3, indem sie die Inflationsrate vorübergehend über die trendmäßig angestrebte Inflationsrate steigen lässt. Sie kehrt in Periode 4 wieder auf den 2%-Zielwert zurück (B).

Abweichung von Inflationsrate korrigiert



Quelle: Bankhaus Lampe

Abweichung vom Preisniveaupfad korrigiert



Quelle: Bankhaus Lampe

Preisniveausteuerung mit vermeintlichen Vorteilen

Theorie und Praxis sind zwei Paar Schuhe

Wissenschaftliche Studien zur Preisniveausteuerung sehen folgende Vorteile: Die geringere Unsicherheit über das künftige Preisniveau erleichtert die Prognose künftiger, realer Werte von nominal vereinbarten Zahlungsströmen (z. B. in Finanzverträgen) und trägt zu geringeren Risikoprämien für die Überlassung von Kapital bei. Dies wirkt ebenso unerwünschten Umverteilungseffekten (z. B. zugunsten von Kreditnehmern) und höheren Produktions- und Beschäftigungsschwankungen entgegen – dies ist jedoch strittig. Ferner würde die Gefahr des Erreichens der Nullzinsgrenze und eines Abgleitens in eine Deflation verringert. Dies alles trägt zudem zu einer besseren Verankerung der Inflationserwartungen nahe dem Zielwert bei.

Bislang nahezu keine Erfahrungswerte für die Preisniveausteuerung

In der Theorie hört sich vieles vernünftig an. Doch die genannten Vorteile beruhen im Wesentlichen allein auf makroökonomischen Überlegungen und Modellwelten. Praktische Erfahrungen mit einer Politik der Preisniveausteuerung gibt es so gut wie nicht.¹⁰ Ein Realitätscheck steht somit noch aus, und damit die Antwort auf die Frage, ob die vermeintlichen Vorteile der Preisniveausteuerung ihre möglichen negativen Nebenwirkungen überwiegen. Denn für den aktuellen Kurs der Geldpolitik bedeutete der Übergang zu einer Preisniveausteuerung zunächst, dass wegen des Ausgleichs der in den vergangenen Jahren zu niedrigen Inflationsraten der äußerst expansive Kurs noch viel länger fortbestehen müsste. Die spürbar negativen Nebenwirkungen der Tiefstzinspolitik würden also noch größer werden.

Glaubwürdigkeit wird nicht gesteigert

Allein der Hinweis auf perspektivisch höhere Inflationsraten macht es für uns nicht glaubwürdiger, dass die Geldpolitik die neuen Ziele nun besser erreichen wird. Das ist ihr in den vergangenen Jahren nicht gelungen, trotz allergrößter Anstrengungen und der gebetsmühlenartigen Verweise, die Geldpolitik verfüge über die nötigen Instrumente, um die Inflation wieder auf das gewünschte Niveau zu heben. Uns bleibt deshalb im Verborgenen, warum ein Strategiewechsel allein die Inflationserwartungen nach oben treiben sollte. Unseres Erachtens sind es vor allem auch strukturelle Gründe (u. a. Globalisierung, hoher Wettbewerbsdruck, Digitalisierung, Demografie), die sich dem Zugriff von Notenbanken weitgehend entziehen und höheren Inflationsraten sowie Inflationserwartungen entgegenstehen. Liegen Inflationsraten im Kern jedoch eher bei 1,0–1,5 %, besteht kaum Aussicht, einen Zielwert von (knapp) 2 % zu erreichen. Eine deutliche und endgültige Absenkung des Preiszieles ist für uns ebenso keine wirkliche Option, da sich die Geldpolitik dann wohl ein Glaubwürdigkeitsproblem einhandelte. Für die Öffentlichkeit wäre dies das Eingeständnis, mit ihrer bisherigen Politik gescheitert zu sein.

Erhöhte Anforderungen an die Kommunikationspolitik

Für die vielleicht etwas weniger sachkundige Öffentlichkeit ist es oft schon schwer genug, das Konzept der Inflationssteuerung zu verstehen. Mit einer Inflationsrate können die meisten noch etwas mehr anfangen als mit dem eher sperrigen Begriff des Preisniveaus bzw. einem von der Politik angestrebten Preisniveaupfad. Für die Kommunikationspolitik der Notenbanken ist das eine zusätzliche große Herausforderung. EZB-Chefin Lagarde hatte sich schon auf die Fahnen geschrieben, dass die Notenbank in ihrer Kommunikationspolitik besser werden müsse. Wir sind gespannt, ob es ihr gelingt, den geldpolitischen Kurs auf den künftigen Pressesitzungen verständlicher zu erklären. Mit einem Strategiewechsel zur Preisniveausteuerung wird das unserer Einschätzung nach nicht einfacher.

Ausblick: Neue Zielsetzungen sind kein Allheilmittel

Fazit: Bei Abwägung aller Argumente ist ein Wechsel des geldpolitischen Konzepts für uns kein Allheilmittel, mit dem Inflationsraten nachhaltig auf dem Zielwert gehalten werden können. Die Geldpolitik kann unseres Erachtens wenig gegen strukturell bedingt niedrige Inflationsraten ausrichten. Die weltweit hohe Verschuldung, Überlegungen zur Finanzmarktstabilität sowie die zunehmende Politisierung geldpolitischer Entscheidungen (vgl. S. 13, 14) sprechen unserer Ansicht auf kurze und auch lange Sicht gegen eine Normalisierung des geldpolitischen Kurses.

¹⁰ Der Erfolg der in Schweden in den 1930er-Jahren zum Einsatz gekommenen Preisniveausteuerung lässt sich nicht zweifelsfrei feststellen (vgl. Bundesbank: „Preisniveausteuerung als geldpolitische Strategie“, Monatsbericht Januar 2010).

Sorglosigkeit ist weiter unangebracht

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Bei grober Betrachtung und im Vergleich zu 2019 beinhaltet unser Ausblick für 2020 ein generelles Weiter-so. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass weltweit einige Lunten gelegt sind, die jederzeit schwere Finanzmarkturbulenzen auslösen können. Als Beleg hierfür sehen wir die seit Langem stark expansive Geldpolitik wichtiger Notenbanken an, denen eine Normalisierung trotz des jahrelangen Konjunkturaufschwungs nicht gelungen ist. Auch sind florierende Aktienmärkte für uns heutzutage vor allem das Ergebnis üppiger Liquiditätsbereitstellung. Was aber sind die Risiken? Neben dem noch immer angeschlagenen Bankensektor in Europa und extremen Kreditrisiken in China haben wir vor allem zwei Entwicklungen im Blick, auf die wir bereits öfter hingewiesen haben. Beide haben sich 2019 weiter verschlechtert und werden eine äußerst lockere Geldpolitik wohl noch lange erfordern.

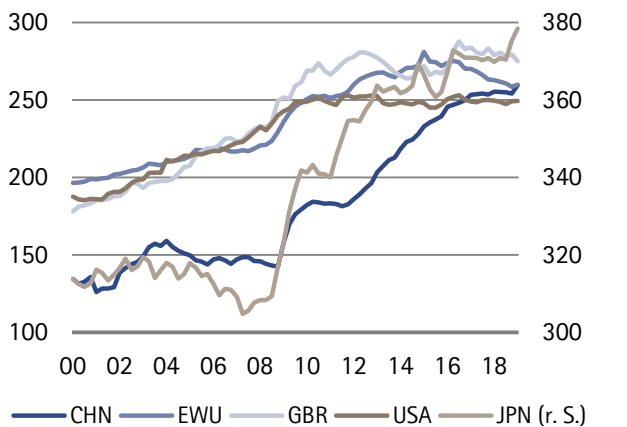
Weltweit Gefahren- statt
Gesundmodus

Schulden wachsen bald wieder
schneller als die Wirtschaft

- **Verschuldung:** Sie ist meist historisch hoch (vgl. Grafik links). Dass ihr Aufwärtstrend mitunter gebremst ist, geht auf das höhere nominale BIP-Wachstum der vergangenen Jahre zurück. Vor allem für Industrieländer erwarten wir für 2020 aber, dass dies abnehmen wird und die Schuldenrelationen zunehmen. Für einen echten Vertrauensverlust reicht das wohl nicht, für Misstrauen aber allemal.

Verschuldung bleibt bedrohlich

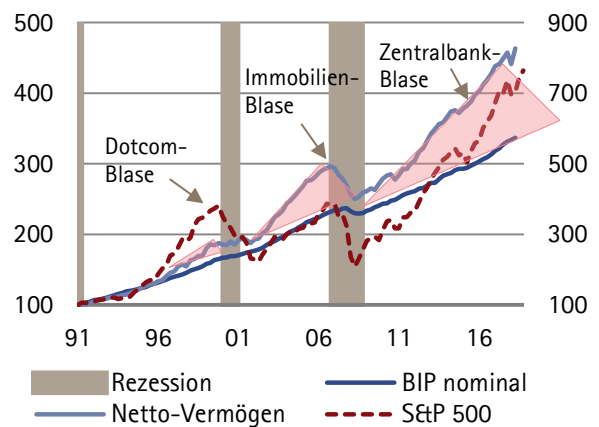
Verschuldung (Private Haushalte, Staat, Unternehmen, % des BIP)



Quelle: Datastream

Gefährlich weite Schere

BIP und Nettovermögen (USA, Q4/1991=100)



Quelle: Bankhaus Lampe, Datastream

In den USA schaukelt sich eine
gigantische Fehlentwicklung
weiter auf

- **USA:** Die Geldpolitik der Fed hat zu massiven Vermögenspreisanstiegen (bei Aktien) geführt, weshalb die US-Nettovermögen der privaten Haushalte deutlich stärker gestiegen sind als das nominale BIP (vgl. Grafik rechts). Die jüngere Vergangenheit hat aber gravierende Krisen hervorgebracht, wenn es derartige Entkoppelungen gegeben hatte. Aktuell ist der Abstand sogar erheblich größer als in den beiden vorherigen Krisen zusammen. An eine Anpassung durch ein markant höheres nominales BIP-Wachstum ist unseres Erachtens nicht zu denken. Das bedeutet aber, dass die Fed ihren expansiven Kurs wohl massiv verstärken dürfte, schraubten Investoren ihre Finanzmarkterwartungen deutlich zurück. Die Notenbank mag kurzfristig helfen. Eine Anpassung seitens der Nettovermögen ewig zu verhindern dürfte ohne Kapitalverkehrsmaßnahmen aber kaum realisierbar sein.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	EWU	Europäische Währungsunion
2J, 10J	2 Jahre, 10 Jahre	Fed	Federal Reserve Bank (Zentralbank der USA)
%-P.	Prozentpunkte	GBP	Britisches Pfund als Währung
b	Barrel	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
¥	Yen als Volumenangaben	ISM	Institute for Supply Management, USA
BIP	Bruttoinlandsprodukt	IWF	Internationaler Währungsfonds
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich	JPY	Japanischer Yen als Währung
BoE	Bank of England (Zentralbank Großbritanniens)	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	OPEC	Organisation erdölexportierender Länder
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	PCE	Personal Consumption Expenditures
CHF	Schweizer Franken als Währung	PBoC	People's Bank of China (Zentralbank d. Volksrepublik China)
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SNB	Schweizerische Nationalbank (Zentralbank der Schweiz)
EUR	Euro als Währung	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank	WTO	World Trade Organization

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Brent	Wichtige Rohöl-Sorte
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
Census	Hier im Zusammenhang mit der alle zehn Jahre stattfindenden US-Volkszählung verwendet
Compliance	Einhaltung von gesetzlichen Bestimmungen, Verhaltensmaßregeln und Richtlinien
Conference Board	„The Conference Board“, unabhängiges US-Forschungsinstitut, New York
Deflation	Beschreibt einen signifikanten und anhaltenden Rückgang des allgemeinen Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen, der mit einem schrumpfenden Kredit- und Einkommensprozess einhergeht
Diversifizierung	Hier verstanden als Aufteilung der Devisenreserven auf verschiedene Währungen und Anlageformen, überwiegend mit dem Ziel, Risiken zu verringern, weniger zur Erhöhung der Chancen
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
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Es bezieht sich auf die von einer Zentralbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt unter Geschäftsbanken
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
Fed Listens Events	Landesweite Veranstaltungen der Fed zur Anhörung von Vertretern aus Wirtschaft, Politik, Verwaltung, Wissenschaft und andere

Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank 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
Helikoptergeld	Geldpolitische Strategie, bei der die Notenbanken Geld direkt in die Wirtschaft leiten
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
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Kern-Deflator Konsum	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA (berechnet ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energiegüter-/dienstleistungen)
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Ein wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Loan Prime Rate	Ein Referenzzinssatz, zu dem Kreditinstitute ihren besten Kunden Kredite gewähren
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Parität	Hier als Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen bei einem Wert von 1,0 verstanden
Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderung des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
Preisniveausteuern	Geldpolitische Strategie, die einen von der Notenbank vorher bestimmten Zielpfad für das Preisniveau anstrebt
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
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
Reverse Repo-Satz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers zum aktuellen Kurs und gleichzeitigem Rückkauf zu einem Terminkurs vereinbart wird
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Zentralbank (auch: Notenbank)	Eine Zentralbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist

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

Jägerhofstraße 10

40479 Düsseldorf

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494

Redaktionsschluss: 22. November 2019, 11 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

Jägerhofstraße 10
40479 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

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

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

Jägerhofstraße 10
40479 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

Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-197
Telefax +49 211 4952-188

Lampe Capital North America LLC

NEW YORK

712 Fifth Avenue, 28th floor
New York, NY 10019
USA
Telefon +1 212 218-7410

LAMPE PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

HAMBURG

Speersort 10
20095 Hamburg
Telefon +49 40 688788-0
Telefax +49 40 688788-70

LAMPE CAPITAL UK LIMITED

LONDON

25 Sackville Street
London W1S 3AX
United Kingdom
Telefon +44 203 405-1037

LAMPE CREDIT ADVISORS GMBH

DÜSSELDORF

Jägerhofstraße 10
40479 Düsseldorf
Telefon +49 211 4952-390
Telefax +49 211 4952-849

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

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