



Kapitalmarkt-Ausblick 2021

Von Hoffnung getragen

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

20. November 2020



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Coronavirus bleibt Bremsklotz

Mit COVID-19 leben – so dürfte das Alltagsmotto für 2021 lauten. Für die Weltkonjunktur bedeutet dies, dass die von Schutzmaßnahmen ausgehenden Belastungen anhalten werden. Daran ändert für uns auch ein bald verfügbarer Impfstoff nichts, da der Immunisierungsgrad zunächst niedrig bleiben dürfte. An einen Schub für die Wirtschaft ist frühestens für 2022 zu denken. Da wir für unser Konjunkturszenario von einer beherrschbar bleibenden Pandemie ausgehen, wird wirtschaftliches Leben 2021 aber möglich sein. Das Rezessionsgespenst sehen wir dabei nicht gänzlich als vertrieben an. Wie es aussieht, wenn sein Spuk real wird, erleben wir seit Oktober.

Im Zuge der Gewöhnung an die Pandemie erwarten wir fortgesetzte wirtschaftliche Strukturveränderungen. Hierzu gehört für uns vor allem, dass Arbeitsabläufe von Unternehmen produktivitätssteigernd umorganisiert werden. Zusammen mit der von der pandemiezeitigen Unsicherheit voraussichtlich ausgehenden Investitionszurückhaltung sind Arbeitsplätze daher stark gefährdet. Hierzu trägt auch die aus unserer Sicht hohe Insolvenzgefahr bei, die wir auch aus der großen existenziellen Bedrohung von (Klein-)Unternehmen ableiten. Ein Aufleben des USA-China-Handelskonflikts erachten wir zudem als ausgemacht. Dennoch wird die weltweite Wirtschaftsleistung unseres Erachtens 2021 um 5,5 % zunehmen. Die hohe Rate ist auch das Resultat des noch bestehenden merklichen Aufholpotenzials. Hinsichtlich der konjunkturellen Grunddynamik dürfte erst das Jahr 2022 „ehrlicher“ werden. Ein positives 2021er-Wachstumsmomentum wird länderseitig für uns vor allem von der gefestigten Konjunkturerholung in China ausgehen. Das zyklische Hoch von 2019 ist für das Land keine Hürde. Die USA dürften dieses – mithilfe eines neuen Fiskalpakets – Ende 2021 erreichen, ebenso Deutschland. Aufgrund hoher Länderdivergenzen kommt der Euroraum über die Nachzüglerrolle nicht hinaus. In dem von uns erwarteten Konjunkturmilieu dürfte der Preisdruck niedrig bleiben, Inflationsraten rohölpreisbedingt aber moderat steigen.

Immer mehr

Wegen der pandemiebedingt fragilen Konjunkturerholung werden Regierungen und Notenbanken unseres Erachtens in Alarmbereitschaft bleiben. EZB und Fed stehen für neue Hilfen auch schon im Startblock. Mit Blick auf weltweit explodierende Schulden dürften Notenbanken die Fantasie hinsichtlich neuer (Liquiditäts-)Maßnahmen überdies ganzjährig aufrechterhalten. Dies hilft ihnen, ihre aus unserer Sicht implizit bestehenden Ziele günstiger Finanzierungsbedingungen und Finanzmarktstabilität zu erreichen. Für den Entschuldungsprozess bleiben negative Realzinsen zudem das Maß aller Dinge. Die neue Strategie der Fed gibt dies implizit bereits vor, ist sie doch auf die Duldung über dem Preisziel liegender Inflationsraten ausgerichtet. Negative Leitzinsen dürften für sie 2021 aber kein Thema sein. Unter dem Strich erwarten wir, dass sich die Geldpolitik in ihrer Sackgasse weiter einrichten wird und die fiskalische Dominanz erhalten bleibt. Das Risiko einer neuen Bankenkrise sehen wir trotz absehbarer Kreditausfälle durch Insolvenzen als gering an. Für Vermögenspreise ist all dies grundsätzlich günstig: Auf 12M-Sicht erwarten wir die Rendite der 10-jährigen US-Treasury bei 0,70 %, die der Bundesanleihe bei –0,70 %. Unser DAX-Ziel für Ende 2021 liegt bei 14.000 Punkten. Bei EUR-USD bleiben uns Kurse bei 1,15 näher als bei 1,25.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2019	2020P	2021P	2022P	2019	2020P	2021P	2022P
Welt	2,9	-4,0	5,5	3,3					
Euroraum	1,3	-7,3	4,8	2,4	1,2	0,3	1,0	1,3	
Deutschland*	0,5	-5,1	4,4	2,1	1,4	0,5	1,1	1,4	
Frankreich	1,5	-9,5	5,2	2,3	1,3	0,5	0,8	1,3	
Italien	0,3	-9,1	4,8	1,9	0,6	-0,2	1,0	0,9	
Spanien	2,0	-11,7	5,9	3,1	0,8	-0,3	0,7	1,1	
Großbritannien	1,3	-11,2	4,5	3,0	1,8	0,8	0,9	1,6	
Schweiz	1,1	-3,8	5,0	1,6	0,4	-0,7	0,3	0,7	
USA	2,2	-3,5	4,1	2,5	1,8	1,3	2,0	1,8	
China	6,2	2,0	8,5	5,5	2,9	2,6	1,7	2,3	
Japan	0,7	-5,0	3,5	1,7	0,6	-0,1	0,2	0,5	

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	19.11.2020	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (Obergrenze)	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor*	0,22	0,20	0,20	0,20
10-jährige Treasury	0,84	0,80	0,70	0,70
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,53	-0,55	-0,55	-0,55
10-jährige Bundesanleihe	-0,57	-0,60	-0,50	-0,70
Großbritannien				
Reposatz	0,10	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Libor*	0,05	0,00	0,00	0,00
10-jährige Gilt	0,35	0,20	0,20	-0,10
Schweiz				
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor*	-0,72	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,49	-0,80	-0,70	-0,90

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	19.11.2020	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,18	1,20	1,17	1,17
EUR-GBP	0,89	0,88	0,90	0,88
EUR-CHF	1,08	1,09	1,10	1,11
EUR-JPY	123,08	123,00	124,00	126,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Inhaltsverzeichnis	4
Makroökonomische Trends	5
Europa	6
Deutschland: Fragile Konjunkturerholung	6
Euroraum: Divergenz tritt wieder hervor	6
Europa / International	8
Großbritannien: Schwieriges Jahr voraus	8
USA: Pandemiezeitig hohe Konjunkturrisiken	8
International	10
China: Von Leitzinserhöhung nicht schrecken lassen	10
Japan: Konjunkturbremser Konsument	10
Eckdaten	12
Zinsmärkte: Wie gehabt	13
Währungen: EUR hat kaum Potenzial	15
Aktienmärkte: Konjunkturell unterstützt	17
Der MMT-Geist ist längst aus der Flasche	18
Digitaler Euro – smart und hart	22
Erläuterungen	24
Ihre Ansprechpartner	26
Wichtige Hinweise	27
Standorte	28

Makroökonomische Trends

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Weltwirtschaftliche Erholung
2021 nur dann, wenn die Corona-
Pandemie beherrschbar bleibt

Rohölpreis beendet das anhaltende
Tief der Inflationsraten

Corona-Pandemie: Mit COVID-19 leben

Der weitere Corona-Pandemieverlauf ist für unser Konjunktur- und Kapitalmarktszenario zentral. Da sich COVID-19 unseres Erachtens nicht in Luft auflösen und ein Impfstoff selbst im günstigsten Fall nicht zu einer nennenswerten Durchseuchung der Weltbevölkerung führen wird, nehmen wir für 2021 an, dass das Virus weiter allgegenwärtig sein wird. Um es in Schach zu halten, dürften daher je nach Pandemieintensität schwankende Schutzmaßnahmen erforderlich bleiben. Alles in allem enthält unsere Annahme eine weltweit beherrschbar bleibende Pandemie, die ohne Voll-Lockdown auskommt und deren Beherrschbarkeitsgrad – auch hinsichtlich 2022 – steigt. Neue Herausforderungen, etwa durch Virusmutationen, gilt es im Blick zu behalten.

Weltwirtschaft: Anhaltender Erholungsmodus

Die unserer Einschätzung nach 2021 ungelöst bleibende Corona-Pandemie bedeutet, dass die wirtschaftliche Entfaltung durch Unsicherheit und (Mobilitäts-)Beschränkungen gehemmt bleibt. Trotz sinkendem Hemmnisgrad bliebe das Investitionsumfeld damit schwierig. Dennoch wird die Weltwirtschaft Ende 2021 aus unserer Sicht besser dastehen als Ende 2020. Hierfür spricht vor allem, dass sich Unternehmen deutlicher auf die Pandemiebedrohung einstellen werden und ihre aus Vorsichtsgründen bisher oft nur nach dem Vorläufigkeitsprinzip umgestellten Arbeitsabläufe optimieren werden. Dabei dürften Produktivitätsanstiege auch zulasten der bereits gesunkenen Beschäftigung gehen. Dies dämpft die Konsumperspektive. Zudem wird die hohe Insolvenzgefahr bei (Klein-)Unternehmen wohl noch realer werden, nicht zuletzt wegen der langen Durststrecke. Die Rückkehr auf das BIP-Ausgangsniveau erwarten wir nur für wenige Länder, zum Vor-Corona-Wachstumspfad ist der Weg noch weiter. Unter dem Strich rechnen wir mit einem von Geld- und Fiskalpolitik unterstützten Anstieg des Welt-BIP um 5,5 %. Hierzu wird die fortgeschrittene Konjunkturerholung in China mit 1,5 Prozentpunkten beitragen und die Aufwärtsdynamik in wichtigen Industrieländern deutlich dahinter zurückstehen. In Schwellenländern außerhalb von Südostasien bleibt die Erholung durch die Last des zurückliegenden Verschuldungsanstiegs, Investorenabzug und Strukturprobleme belastet. Nicht nur pandemieseitig sind die Konjunkturrisiken für unseren Ausblick hoch: So schwelt der USA-China-Handelskonflikt, und ein harter Brexit ginge für Europa wohl mit direkten Wachstumsverlusten einher. Überdies dämpft der global höhere Protektionismus die Konjunkturerholung.

Steigende Inflationsraten auf niedrigem Niveau

Für 2021 rechnen wir mit moderat steigenden Inflationsraten. Maßgeblich hierfür sind rohölpreisbedingte Basiseffekte: Sie resultieren aus unserer jahresdurchschnittlichen Rohölpreisannahme von 48 US-\$/b, durch die der Rohölpreis im Frühjahr erstmals seit Langem wieder inflationssteigernd wirkt. Da Lohnzuwächse von der höheren Arbeitslosigkeit im Zaum gehalten werden dürften und von der Digitalisierung ein strukturell dämpfender Inflationseffekt beständig ausgeht, erwarten wir, dass Preisziele von Notenbanken nicht in Gefahr geraten werden. Die Corona-Krise stellt den Trend anhaltend niedriger Inflationsraten für uns nicht infrage, gehen von ihr doch nachfragebedingt preissteigernde und preissenkende Effekte aus. Etwas höhere Inflationsraten sehen wir als willkommen an, da sie etwaig bestehende Deflations Sorgen beruhigen.

Europa

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Trotz Konjunkturerholung steigende Unternehmensinsolvenzen

Beim Tempo der Konjunkturerholung halten die Mitgliedstaaten recht unterschiedlich mit

Arbeitslosigkeit wird 2021 noch zunehmen

HINWEIS: Prognosen für Deutschland und den Euroraum enthält Seite 12.

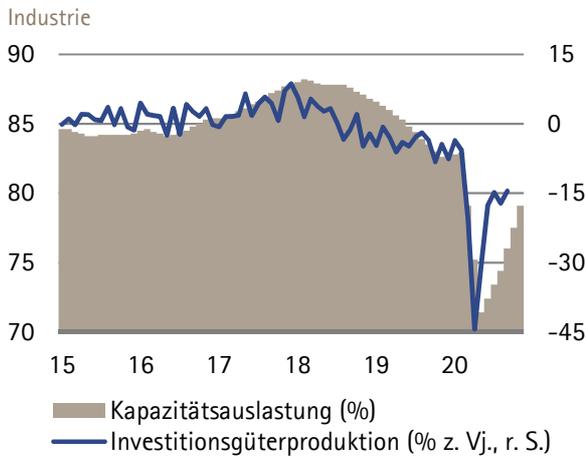
Deutschland: Fragile Konjunkturerholung

Die gute Nachricht für die Konjunktur ist, dass ihr der sich wohl noch in den Dezember ziehende aktuelle (Teil-)Lockdown längst nicht so schaden wird wie im Frühjahr. Wirtschaftliches Leben ist möglich, wovon vor allem die Industrie profitieren dürfte. So halten sich Lockdown-Maßnahmen weltweit in Grenzen, die Wirtschaft Chinas erholt sich kräftig, Auftragsbücher in der Industrie sind gut gefüllt und das Nachholpotenzial ist groß. Dies deutet aus unserer Sicht auf eine im Trend weiter steigende Kapazitätsauslastung hin. Auch wenn sich dies pandemieseitig jederzeit ändern kann, werden die bei Dienstleistungen zurzeit entstehenden Belastungen wohl abgefedert werden. Eine schrumpfende Wirtschaftsleistung im laufenden Quartal ist daher nicht ausgemacht. So oder so rechnen wir mit einer sich 2021 weiter erholenden Wirtschaft, angetrieben auch vom Exportsektor. Abstriche an unserer BIP-Prognose von 4,4 % wären bei einem No-Deal-Brexit vorzunehmen. Da das BIP-Ausgangsniveau erst Ende 2021 fast erreicht wird und die pandemieseitige Unsicherheit hoch bleibt, rechnen wir weiter mit steigenden Unternehmensinsolvenzen, zumal (Klein-)Unternehmen mangels Perspektive von sich aus aufgeben dürften. Auch zur Produktivitätssteigerung wird die Arbeitslosigkeit daher wohl eher steigen. Dies spricht für preisdämpfende Effekte seitens lohnseitig begrenzter Verteilungsspielräume und einer tendenziell etwas höheren Sparquote. Aufgrund von Mehrwertsteuererhöhung und CO₂-Steuereinführung im Januar dürfte die Inflationsrate aber steigen und später im Jahr 1,0 % klar übertreffen.

Euroraum: Divergenz tritt wieder hervor

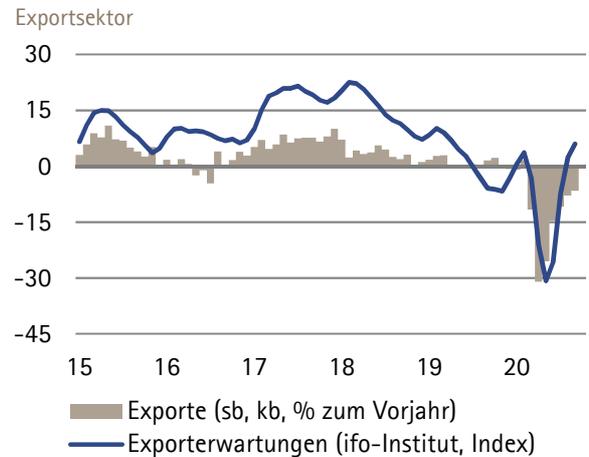
Der in den Mitgliedstaaten zurzeit bestehende (Teil-)Lockdown wirft die Konjunkturerholung zurück. Aufgrund der mitunter drastischen Schutzmaßnahmen erwarten wir für die meisten Länder daher eine zum Vorquartal schrumpfende Wirtschaftsleistung. Bis auf Deutschland sind hier alle der fünf großen Volkswirtschaften betroffen. Unter der Annahme, dass die Lockdown-Maßnahmen spätestens Anfang 2021 gelockert werden können, dürften sich Wachstumskräfte aber wieder entfalten. Dies lässt einen dynamischen Jahresauftakt erwarten. Bleibt der weitere Jahresverlauf lockdownfrei, wird sich die Konjunkturerholung bei anhaltender geld- und fiskalpolitischer Unterstützung wohl auch in den nachfolgenden Quartalen fortsetzen. Mit echten Impulsen vom Wiederaufbaufonds rechnen wir nicht, da dessen Auszahlungen über viele Jahre angelegt sind und er einem klassischen Konjunkturpaket nicht entspricht. Wegen des bestehenden Nachholpotenzials werden die unterjährigen BIP-Zuwächse unseres Erachtens weiter höher ausfallen als in der Vor-Corona-Zeit. Auch wenn sich dies auf alle EWU-Staaten bezieht, dürfte der Aufholprozess aber stark divergieren. Deutschland und Frankreich trauen wir mehr zu, Italien weniger. Für eine Rückkehr zum zyklischen EWU-Hoch von Ende 2019 wird es im Durchschnitt nicht reichen. Damit aber bleibt der Arbeitsmarkt belastet. Da er auf Schocks zeitverzögert reagiert und Unternehmen vorsichtig bleiben dürften, wird die Arbeitslosenquote von aktuell 8,3 % wohl noch über 9,0 % steigen. Den Erfahrungen nach der Finanzkrise 2008 zufolge hat sie Potenzial bis 9,9 %. Dem Lohn- und Konsumwachstum ist dies nicht zuträglich. Um die Konjunkturerholung nicht zu gefährden, dürften Budgetziele von der EU-Kommission noch bis Ende 2022 ausgesetzt werden. Überdies ist für uns klar, dass die überfällige politische EWU-Vertiefung in einem Corona-Umfeld ausbleiben wird.

DEU: Weg aus dem Tal ist noch weit



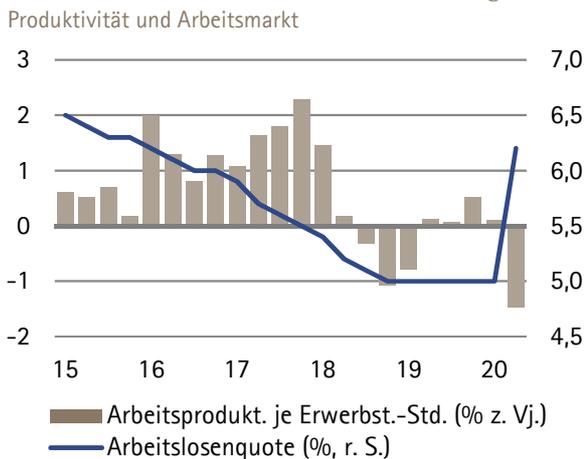
Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Exporte machen Hoffnung



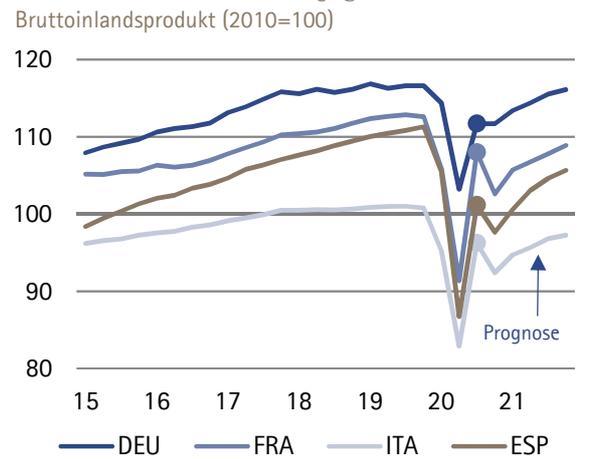
Quelle: Refinitiv Datastream

DEU: Produktivitätsabsturz ist Warnsignal



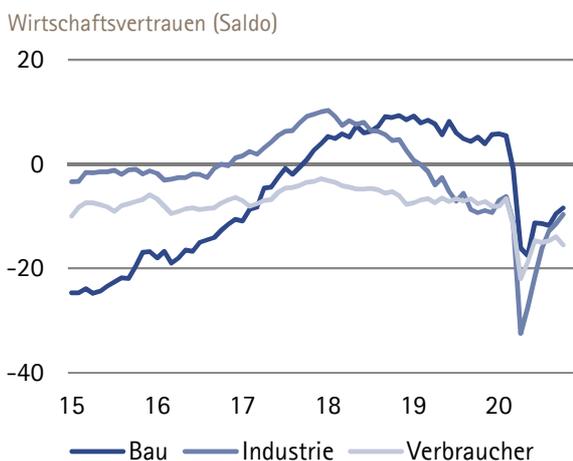
Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Gebremste Aufholjagd



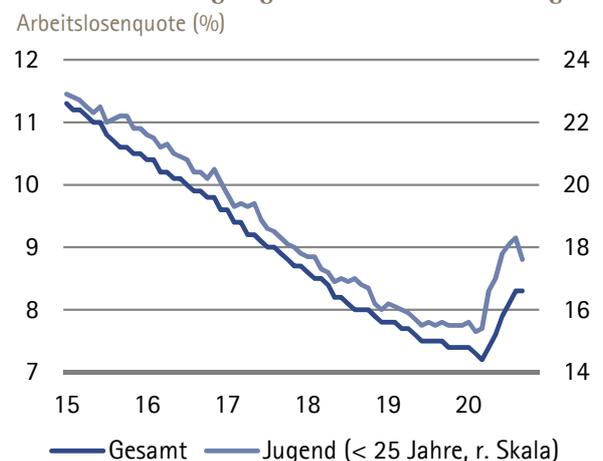
Quelle: Refinitiv Datastream. Markierung: aktueller Wert.
Okt 2020–Dez 2021: Prognose BHL

EWU: Das Vertrauen lässt sich bitten



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Beschäftigungsabbau erst am Anfang



Quelle: Refinitiv Datastream

Europa / International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Erholung durch zweiten
Lockdown ausgebremst

Deal oder No-Deal – Unternehmen
müssen sich so oder so auf schwie-
rigeres Umfeld einstellen

Warten auf das Fiskalpaket

Beschäftigungslücke bleibt
noch lange riesig

HINWEIS: Prognosen für Großbritannien
und USA enthält Seite 12.

Großbritannien: Schwieriges Jahr voraus

Großbritanniens Wirtschaft bleibt bis auf Weiteres einer doppelten Belastung ausgesetzt: derjenigen aus der Corona-Pandemie und jener aus der Unsicherheit über die Ära nach dem Ende der Brexit-Übergangsphase. Selbst wenn der zweite landesweite Lockdown auf den geplanten Zeitraum vom 05.11. bis 02.12. beschränkt bliebe, wird das BIP unserer Einschätzung nach im laufenden Quartal deutlich schrumpfen. Für die danach von uns erwartete Erholung besteht ein erhöhtes Rückschlagrisiko, blieben schärfere Corona-Einschränkungen im ersten Quartal 2021 notwendig. Gleichzeitig hält mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU die Phase der Unsicherheit an. Eine pragmatische Lösung dürfte zwar gefunden werden, das Abkommen wird mit dem EU-Binnenmarkt-Status-quo aber nicht vergleichbar sein. Für den grenzüberschreitenden Handel rechnen wir deshalb mit einem weiteren Dämpfer. In der aktuellen Phase schwieriger Absatzbedingungen müssen sich Unternehmen zudem an das neue Umfeld anpassen. Der Investitionsausblick dürfte deshalb getrübt bleiben und die Arbeitslosigkeit zunehmen. Für unsere BIP-Prognose für 2021 von 4,5 % bestehen somit klare Abwärtsrisiken. Unterausgelastete Kapazitäten, ein in schwierigen konjunkturellen Zeiten geringer Preisüberwälzungsspielraum und ein gedämpfter Lohndruck werden die Inflationsrate voraussichtlich auch 2021 unter dem 2%-Ziel der BoE halten. Von der Finanz- und Geldpolitik erwarten wir weitere Unterstützung für die Konjunktur.

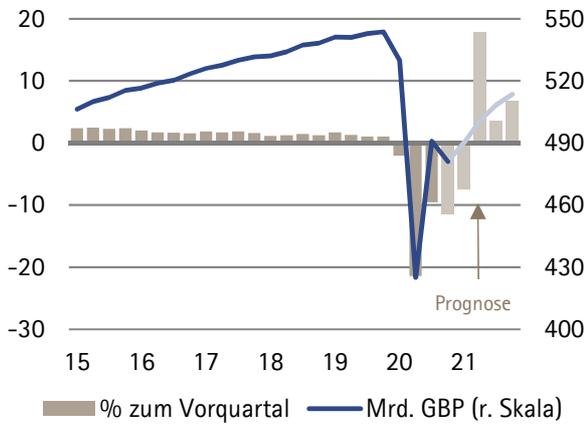
USA: Pandemiezeitig hohe Konjunkturrisiken

Die Konjunkturerholung wird sich unserer Einschätzung nach auch im kommenden Jahr fortsetzen. Nach den starken Schwankungen 2020 und zuletzt nur noch geringer Wachstumsdynamik erwarten wir für 2021 stetige, jedoch deutlich gemäßigte BIP-Quartalszuwachsrate. Dabei haben wir in unserer 2021er-BIP-Prognose von 4,1 % unverändert ein zusätzliches Fiskalpaket von 1,5 Bio. US-\$ berücksichtigt. Aufgrund des derzeitigen politischen Stillstands besteht jedoch das Risiko, dass sich dieses weiter verzögert und womöglich geringer ausfällt. Der gewählte Präsident Joe Biden hat zudem angekündigt, hinsichtlich der Corona-Pandemie ein anderes Krisenmanagement zu betreiben als sein Amtsvorgänger. Sollte es im Zuge dessen zu Lockdown-Maßnahmen kommen, auch weil ein Impfstoff in der Breite noch nicht so rasch verfügbar sein wird, bestünde für unsere BIP-Prognose weiteres Abwärtspotenzial.

Bezüglich der wirtschaftspolitischen Agenda Bidens, die unter anderem höhere Steuern und Ausgaben für Infrastruktur, Gesundheit und Umwelt vorsieht, haben wir neutrale Konjunkturimpulse unterstellt. Der Grund dafür ist, dass die Republikaner ihre Mehrheit im US-Senat auch nach den Nachwahlen voraussichtlich behalten und ein Durchregieren der Biden-Regierung verhindern können. In diesem Umfeld dürften Unternehmen bei Investitionsausgaben und Neueinstellungen eher defensiv agieren. So oder so wird der Arbeitsmarkt aus unserer Sicht angeschlagen bleiben: Die durch die Corona-Pandemie entstandene Beschäftigungslücke von mehr als 22 Mio. Stellen konnte bisher nicht mal zur Hälfte reduziert werden. Selbst bei einem von uns bis Ende 2021 angenommenen sehr optimistischen Beschäftigungsaufbau von 350 Tsd. Stellen pro Monat würde noch immer eine Lücke von 4,5 Mio. Stellen klaffen. Das spricht für eine eher mäßige Entwicklung von Haushaltseinkommen, Konsumnachfrage und Inflationsrate (Verbraucherpreise bzw. PCE-Konsumdeflator).

GBR: Doppelter wirtschaftlicher Nackenschlag

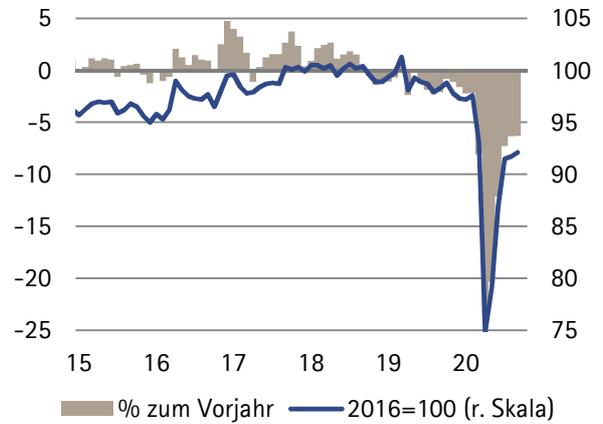
Bruttoinlandsprodukt (real)



Quelle: Refinitiv Datastream. Okt 2020–Dez 2021: Prognose BHL

GBR: Industrie schwer gebeutelt

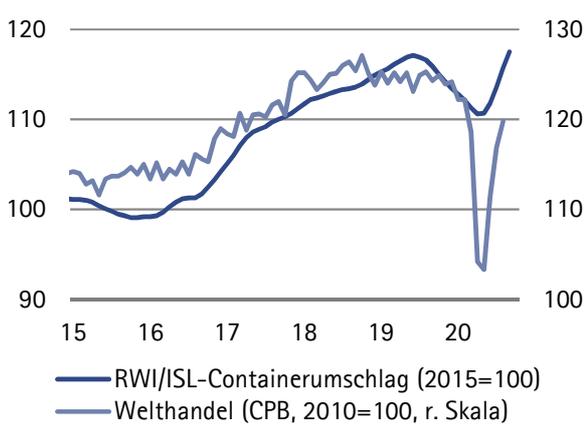
Industrieproduktion



Quelle: Refinitiv Datastream

Welthandel: Trend zeigt nach oben

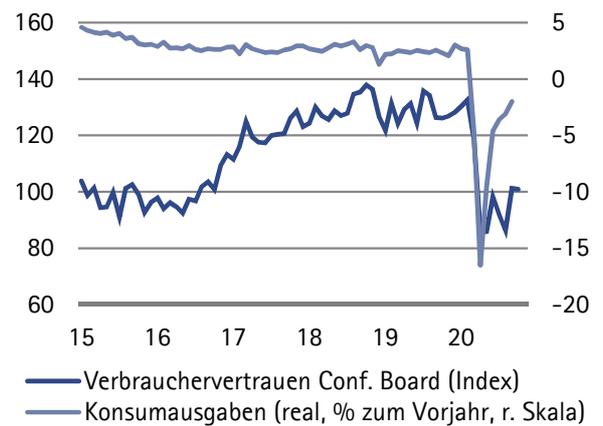
Welthandel



Quelle: Refinitiv Datastream

USA: Konsum hat noch viel aufzuholen

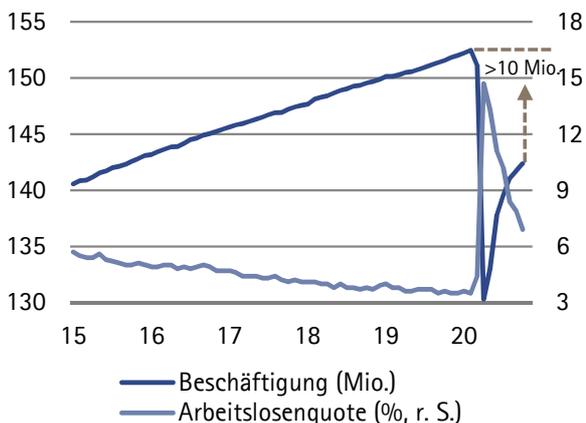
Stimmung und Konsumausgaben



Quelle: Refinitiv Datastream

USA: Riesige Beschäftigungslücke

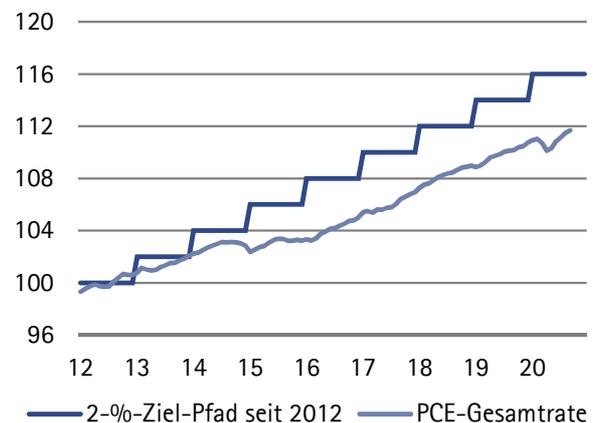
Arbeitsmarkt



Quelle: Refinitiv Datastream

USA: Beachtlicher Inflationspuffer

PCE-Inflationsrate und Fed-Zielpfad (2012=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Schwungvoller BIP-Anstieg für 2021 erwartet

China baut Wachstumsstrategie weiter aus

Coronavirus und Steuererhöhung: Für Japans Wirtschaft ist der Aufholweg noch lang

HINWEIS: Prognosen für China enthält Seite 12.

China: Von Leitzinserhöhung nicht schrecken lassen

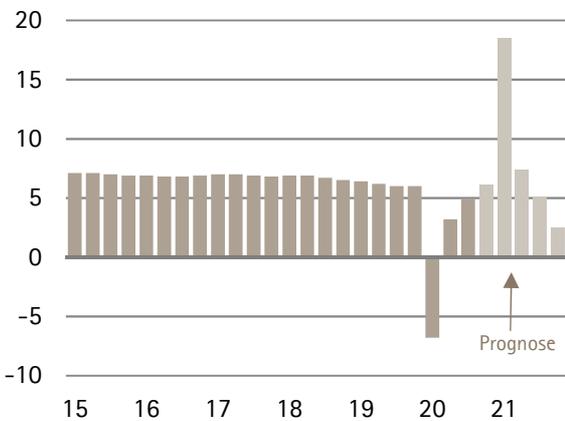
Chinas Wirtschaft hat sich vom coronabedingten Einbruch weitgehend erholt. Nach der Industrie nimmt nun auch der Dienstleistungssektor immer stärker Fahrt auf, sodass die Konjunkturerholung im kommenden Jahr an Breite gewinnen dürfte. Für zusätzlichen Rückenwind sorgt das anhaltend kräftige Kreditwachstum. Unsere hohe 2021er-BIP-Prognose von 8,5 % resultiert allerdings zu einem Großteil auch aus der diesjährigen, von Fiskal- und Geldpolitik angeschobenen starken Dynamik und damit einer ungewöhnlich hohen statistischen Ausgangsbasis. Nach den starken BIP-Schwankungen 2020/21 rechnen wir für die Zeit nach 2022 mit einer im Trend bei 5,0 % liegenden Wachstumsrate. Dabei werden Fiskal- und Geldpolitik wohl auch in Zukunft einen erheblichen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung nehmen. Schließlich möchte die Regierung das Pro-Kopf-Einkommen mit ihrer forcierten Wachstumsstrategie bis 2035 verdreifachen und das Land weltweit zur führenden Technologie-Nation entwickeln. Weitere (geo-)politische Auseinandersetzungen mit den USA um die globale Vorherrschaft sind damit wohl vorprogrammiert. Aufhalten lassen wird sich China auf seinem Weg unseres Erachtens nicht: Nach dem Seidenstraßen-Projekt ist es dem Land mit dem Asien-Pazifik-Freihandelsabkommen jüngst zudem gelungen, seinen Einfluss in der Region nochmals deutlich auszuweiten. Unterdessen dürfte die PBoC ihren wachstumsfördernden Kurs 2021 weitgehend beibehalten. Angesichts der weit vorangeschrittenen Konjunkturerholung wird sie ihre Leitzinsen unserer Ansicht nach im Zuge einer „Normalisierung“ zwar erhöhen, mit etwa 30 Basispunkten aber nur symbolisch. Die umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen zur Pandemie-Bekämpfung dürften zwar verringert werden, kleine und mittelgroße Unternehmen können aber wohl weiter mit Hilfen rechnen. Gleichzeitig wird die PBoC unseres Erachtens betonen, ihre Aufmerksamkeit auf die Eindämmung finanzieller Risiken zu richten, die aus dem kräftigen Kreditwachstum und der stark erhöhten Verschuldung resultieren.

Japan: Konjunkturbremser Konsument

Im Vergleich zu anderen Industrieländern ist der pandemiebedingte Konjunkturreinbruch in Japan deutlich geringer ausgefallen. Allerdings hatte die Wirtschaft durch die Umsatzsteuererhöhung schon Ende 2019 schwere Schlagseite bekommen. Vom kumulierten BIP-Einbruch von mehr als 10 % ist bislang nicht einmal die Hälfte aufgeholt. Trotz umfangreicher Hilfen für Privathaushalte und Unternehmen werden sich Verbraucher wohl auch wegen der anhaltend schwach bleibenden Lohnentwicklung noch eine ganze Weile zurückhaltend zeigen. Aufgrund der globalen Belebung dürften vom Außenhandel hingegen Wachstumsimpulse ausgehen. Für 2021 erwarten wir einen BIP-Anstieg von 3,5 %. Das BIP-Ausgangsniveau wird unserer Prognose zufolge erst 2022 erreicht. Wir gehen dabei davon aus, dass Premierminister Yoshihide Suga den wirtschaftspolitischen Kurs seines Vorgängers Abe im Großen und Ganzen fortsetzt. Auch er dürfte an weiteren Konjunkturlösungen nicht vorbeikommen und auf eine anhaltend expansive Geldpolitik angewiesen sein. Für die BoJ besteht unseres Erachtens ohnehin keine Wahl, sich vom ultra-expansiven Kurs zu verabschieden: Im Winterhalbjahr 2020/21 werden sich die deflationären Kräfte voraussichtlich weiter festsetzen und die aus Sicht der Notenbank entscheidende Kern-Inflationsrate im negativen Bereich halten. Danach wird sie unserer Prognose zufolge nahe null liegen.

CHN: Auf flottem Wachstumskurs

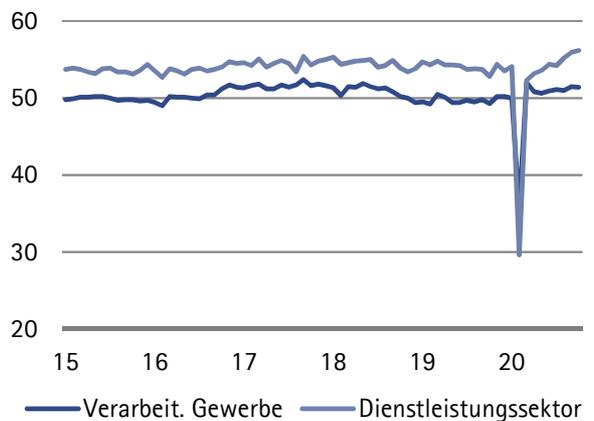
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream. Okt 2020–Dez 2021: Prognose BHL

CHN: Einkaufsmanager gut gelaunt

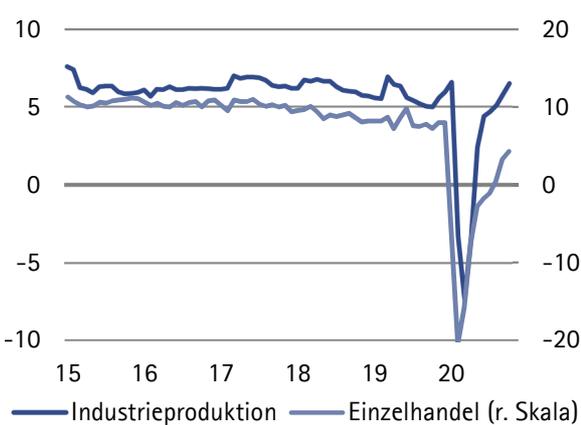
Stimmung (offizieller Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

CHN: Industrie auf neuem Wachstumspfad

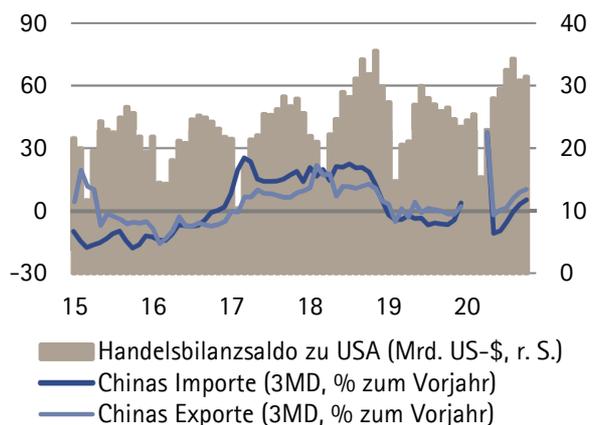
Industrie und Einzelhandel (% zum Vorjahr)



Quelle: Refinitiv Datastream

CHN: Neuer Handelsstreit in der Pipeline

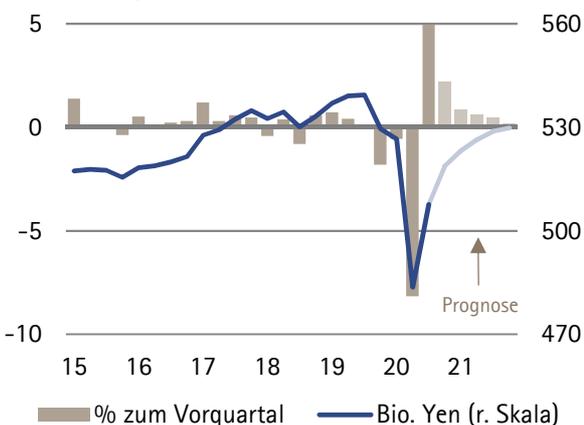
Außenhandel



Quelle: Refinitiv Datastream

JPN: Strukturelle Wachstumsschwäche hält an

Bruttoinlandsprodukt (real)



Quelle: Refinitiv Datastream. Okt 2020–Dez 2021: Prognose BHL

JPN: Konsumnahe Dienstleistungen leiden

Konsum und Löhne



Quelle: Refinitiv Datastream

Eckdaten

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

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe, Budgetsaldo: Prognose Europäische Kommission * Kalendereffekt berücksichtigt

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

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe, Budgetsaldo: Prognose Europäische Kommission

Großbritannien	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,3	1,3	-11,2	4,5	3,0
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	1,1	1,6	-13,0	2,3	1,9
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	0,1	-0,2	2,9	0,1	0,0
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,5	1,8	0,8	0,9	1,6
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	3,9	5,5	6,5	5,5
Budgetsaldo (% nominales BIP)	0,2	-0,2	-11,4	-7,2	-5,9

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe, Budgetsaldo: Prognose Europäische Kommission

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

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe, Budgetsaldo: Congressional Budget Office, bezogen auf Fiskaljahre, Zentralstaat

China	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	6,8	6,2	2,0	8,5	5,5
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,2	2,9	2,6	1,7	2,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)	-3,1	-3,7	-7,5	-7,5	-7,3

Quelle: Refinitiv Datastream. 2020/21/22: Prognose Bankhaus Lampe; Budgetsaldo: OECD

Zinsmärkte: Wie gehabt

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Geldpolitik in der Sackgasse

EZB und Fed halten den Finger bereits am Abzug

An die Stelle perspektivisch abnehmender Lockdown-Risiken treten Notenbanken

Renditeprognose

	19.11.20	Monate		
		3	6	12
Bund (%)	-0,57	-0,60	-0,50	-0,70
Treasury (%)	0,84	0,80	0,70	0,70
Spread (Bp)	141	140	120	140

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose BHL

Geldpolitik: Im Perpetuum-mobile-Modus

Der weltweit bereits hohe geldpolitische Expansionsgrad wird 2020/21 wohl weiter steigen. Viele Notenbanken dürften dies mit den durch die Corona-Pandemie verursachten Konjunkturbelastungen und der niedrigen Inflationsdynamik begründen. Für anhaltende Impulse werden unseres Erachtens aber andere Motive maßgeblich sein: Der Bedarf extrem günstiger Finanzierungsbedingungen wegen hoher (Staats-)Schulden und Finanzmarktstabilität. Im Fokus dürften Liquiditätsmaßnahmen stehen, insbesondere Wertpapierkäufe (nicht: Aktien). Die voraussichtlichen Notenbankenmaßnahmen werden also weiterhin auch auf die präventive Ausschaltung systemischer Risiken abzielen. Daran dürfte selbst bei einem wider Erwarten doch über bestehende Preisziele hinausgehenden Inflationsanstieg festgehalten werden, erleichterte dieser doch die Beherrschbarkeit der hohen Schuldenberge. Alles in allem wird sich die verdeckte monetäre Staatsfinanzierung fortsetzen, da wichtige Notenbanken beabsichtigen, fällige Wertpapiere noch lange zu reinvestieren. Mangels der Durchsetzbarkeit eines Negativzinsumfeldes dürften zentrale Leitzinsen 2021 nicht unter null rutschen.

Fed: Das FOMC ist startklar. Festigte sich die Aussicht, dass die US-Politik das Fiskalpaket zermahlt, dürfte es neue Wertpapierkäufe sogar bereits Anfang 2021 geben.

EZB: Weitere unkonventionelle (PEPP-)Maßnahmen stehen für Dezember bevor. Mitte 2021 dürften dann auch für 2022 anhaltende Wertpapierkäufe signalisiert werden. Mit ihrer Strategieüberprüfung wird sich die EZB hier kaum Steine in den Weg legen.

BoE: Unabhängig von der Brexit-Art dürfte der Leitzins auf 3M-Sicht von 0,1 auf 0,0 % sinken. Höhere Wertpapierkäufe und ein Negativzinsflirt bleiben in der Pipeline.

SNB: Die Notenbank wird wohl ganzjährig an der Seitenlinie stehen und nur gelegentlich gegen die aus ihrer Sicht bestehende Franken-Überbewertung intervenieren.

BoJ: Stärkeren Konjunktüreintrübungen dürfte weiter mit Liquidität begegnet werden.

Staatsanleihen: Tief bleibende Renditen – was sonst?

Das Feld für steigende erstklassige 10-jährige Staatsanleiherenditen ist für 2021 bereitet. In etwa so hätten Ausblicke „früher“ begonnen, wenn die Aussicht auf höhere Inflationsraten und eine weiter ausufernde Staatsverschuldung bestand. Heute ist das anders. Hier verhindern Notenbanken mit Nullleitzinsen, Wertpapierkäufen und beständiger Reinvestition fälliger Staatstitel, dass sich ein (disziplinierender) Renditeanstieg einstellt. Aus unserer Sicht wird das auch 2021 so sein. Hier stehen insbesondere EZB und Fed vor neuen unkonventionellen Maßnahmen (s. o.). Ebenso wie andere Notenbanken werden beide aus unserer Sicht zudem weiter eine Lockerungsneigung behalten. Für uns ergibt sich daraus, dass Staatsanleihemärkte grundsätzlich gut unterstützt bleiben, deren Überbewertung also anhält. Es besteht sogar Renditefantasie. Von neuen historischen Renditetiefs bleiben wir daher überzeugt, zumal an einen Liquiditätsentzug nicht zu denken ist. Bei gegebenem Emittentenrisiko erwarten wir die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen 2021 in einer Spanne von -0,90 bis 0,00 %, die der US-Treasury von 0,30 bis 1,30 %. Phasen mit Renditen im oberen Bereich, etwa durch Gewinnmitnahmen durch eine gesunkene politische oder pandemieseitige Unsicherheit, dürften sich als kurzlebig erweisen. Staatsanleihen der EWU-Peripherie bleiben auch wegen der für uns anhaltenden Suche nach Rendite gut unterstützt.

Fed: Bis Ende 2022 Quasi-Nullleitzins erwartet

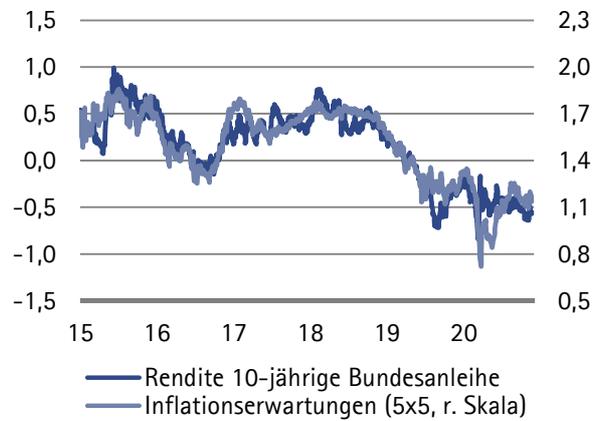
Fed Funds Futures (%), Erwartung für das jeweilige Jahresende



Quelle: Refinitiv Datastream

Staatsanleihen: Inflationserwartungen stützen

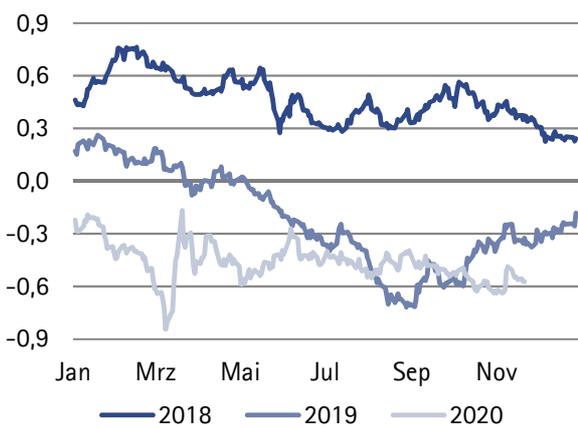
Rendite und Inflationserwartung (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

Staatsanleihen: Tief, tief, tiefer, ...

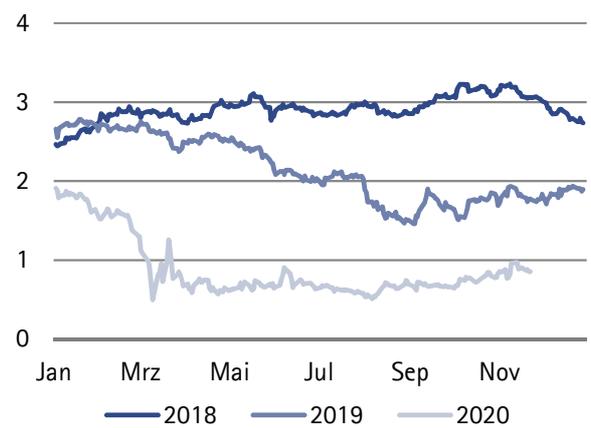
Rendite 10-jähriger Bundesanleihe (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

... Zementierung setzt sich 2021 fort

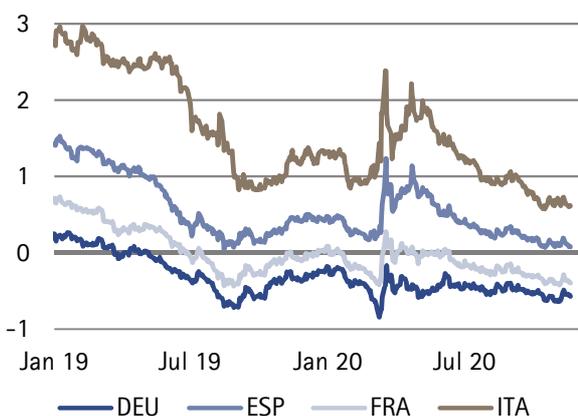
Rendite 10-jähriger US-Treasury (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Auf dem Weg zur Einheitsrendite

Rendite 10-jähriger Staatsanleihe (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

EWU: Geldpolitik deckt Länderrisiken weiter zu

10-Jahres-Spread Staatsanleihe zur Bundesanleihe (%-Punkte)



Quelle: Refinitiv Datastream

Währungen: EUR hat kaum Potenzial

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Wichtige Argumente für oder gegen USD halten sich die Waage

Schwierige Zeiten für Großbritannien und GBP

Nachlassender Aufwertungsdruck auf CHF, JPY schwächer

Währungsprognosen

	Monate			
	19.11.20	3	6	12
EUR-USD	1,18	1,20	1,17	1,17
EUR-GBP	0,89	0,88	0,90	0,88
EUR-CHF	1,08	1,09	1,10	1,11
EUR-JPY	123	123	124	126

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose BHL

EUR-USD: Stabiler Seitwärtstrend

Aus unserer Sicht gibt es derzeit keine zentralen Trendargumente dafür, dass sich EUR-USD in den nächsten Monaten auf 1,10 oder 1,25 zubewegt und dort verharret. Unsere fundamentale Einschätzung ist grundsätzlich zwar eher USD-positiv, da sich die USA vom pandemiseitigen Konjunkturereinbruch unserer Prognose zufolge rascher erholen als der Euroraum. Daran dürfte sich auch nichts Wesentliches ändern, selbst wenn es in den USA demnächst zu Lockdown-Maßnahmen kommen sollte. Den weiteren geldpolitischen Kurs von EZB und US-Notenbank werten wir hingegen als weitgehend wechselkursneutral. Beide Notenbanken stehen unserer Einschätzung nach vor weiteren expansiven Maßnahmen im Dezember bzw. im Frühjahr. Wir erwarten, dass davon grundsätzlich positive Impulse für die jeweilige Währung ausgehen, da Investoren die Maßnahmen als unterstützend für die jeweilige Wirtschaft ansehen werden. Auf politischer Ebene sprechen für uns der anhaltende Streit um den EU-Staatshaushalt und die Mittelverteilung des Europäischen Wiederaufbaufonds zudem für alles andere als EUR-Euphorie. Als zumindest zeitweise belastender USD-Faktor verbleibt die US-Handelspolitik mit China. Hier wird es wohl weniger ruppig, in der Sache aber auch unter US-Präsident Joe Biden hart zugehen. Alles in allem erwarten wir für 2021, dass sich EUR-USD in einer Spanne von 1,12–1,23 bewegt. Aus unserer fundamentalen Sicht ist uns das untere Ende dieser Spanne näher als das obere.

EUR-GBP: Nur vorübergehender Kursrückgang

Die Erwartung eines Brexit-Rumpfabkommens bis Ende 2020 bestimmt unverändert unsere EUR-GBP-Prognose. Auf 3M-Sicht dürfte das zwar vorübergehend für Erleichterung und tiefere Kurswerte sorgen. Der zweite Lockdown und die Anfang 2021 beginnende Anpassungsphase der Unternehmen an die Nach-Brexit-Ära dürften in der britischen Wirtschaft jedoch schwere Schleifspuren hinterlassen. Wir erwarten deshalb, dass Großbritannien im Vergleich zum Euroraum ein deutlich schlechteres Konjunkturbild abgeben wird. Die BoE wird voraussichtlich im Frühjahr den Leitzins senken und weitergehende Wertpapierkäufe in Aussicht stellen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir auf 6M-Sicht mit einem Zurückschwingen von EUR-GBP auf 0,90.

EUR-CHF: Perspektivisch etwas höher

Die SNB ist über die hohe CHF-Bewertung unverändert besorgt. Den Leitzinsabstand zur EZB dürfte sie jedoch beibehalten und weiterhin gegen den Franken intervenieren, wenn EUR-CHF beispielsweise durch eine höhere Nachfrage nach sicheren Häfen dauerhaft unter 1,07 fällt. Der aktuelle Aufwertungsdruck auf CHF wird jedoch wohl nachlassen, wenn sich ab dem Frühjahr die Konjunkturperspektiven für den Euroraum zunehmend aufhellen. Auf 6M-Sicht rechnen wir daher weiter mit Kursen um 1,10.

EUR-JPY: Weiterhin schwächer erwartet

Auf 12M-Sicht erwarten wir unverändert, dass EUR-JPY bei Kursen um 125 notiert. Tiefgreifende Strukturreformen zur Stärkung der Wirtschaft Japans sind unseres Erachtens auch unter Premierminister Yoshihide Suga nicht in Sicht. Die Wirtschaft bleibt deshalb in hohem Maß von einer äußerst expansiven Geldpolitik abhängig. Londern politische Konflikte auf, dürfte JPY aber als sicherer Hafen gefragt sein.

EUR-USD: Trend seit Monaten seitwärts

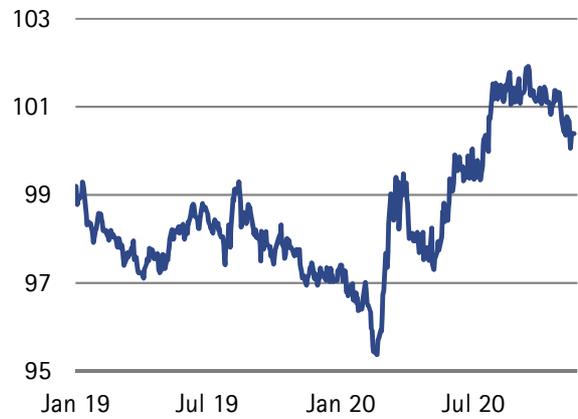
Wechselkurs und Renditedifferenz



Quelle: Refinitiv Datastream

EUR-Außenwert: Es bröckelt

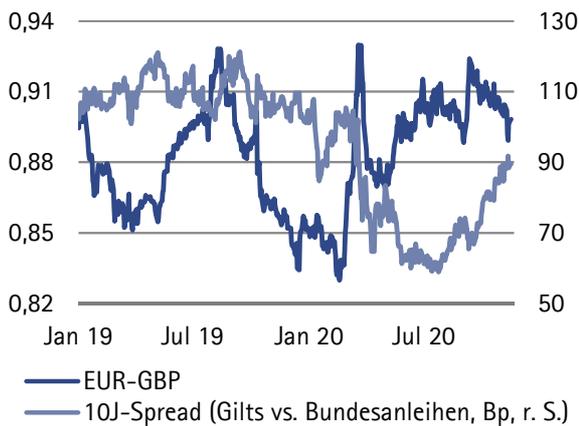
Außenwert (19 EWU-Handelspartner, Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

GBP: Brexit-Uncicherheit belastet

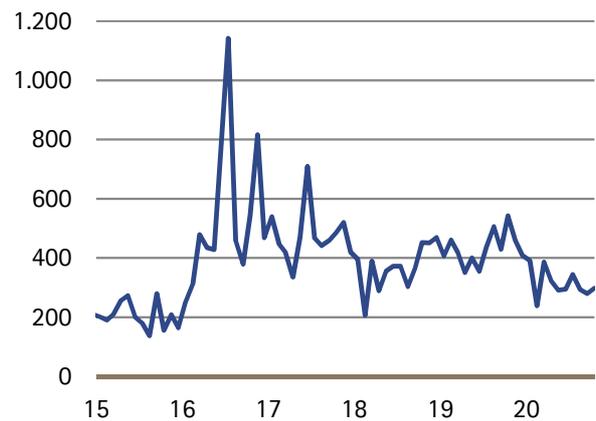
Wechselkurs und Renditeunterschied



Quelle: Refinitiv Datastream

GBP: Entspannung sieht anders aus

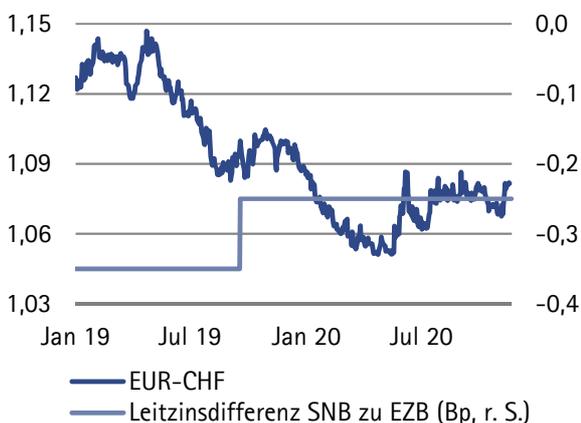
Wirtschaftspolitische Unsicherheit (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

EUR-CHF: Imaginäres Band um 1,08

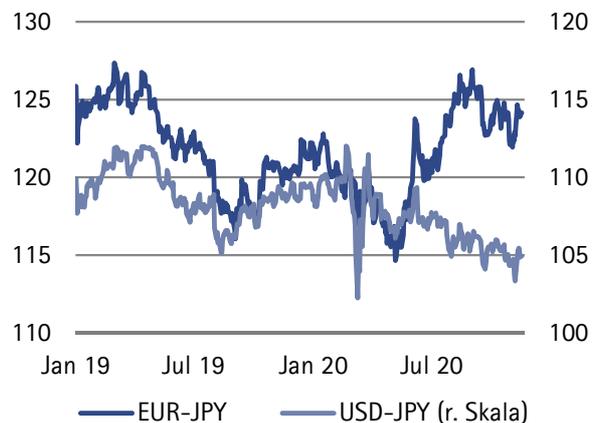
Wechselkurs und Leitzinsdifferenz



Quelle: Refinitiv Datastream

JPY: Profiteur nur als sicherer Hafen

Wechselkurs



Quelle: Refinitiv Datastream

Aktienmärkte: Konjunkturrell unterstützt

EQUITY RESEARCH

Dr. Karsten Iltgen

+49 211 4952-351

karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Unsere Prognose für das globale BIP-Wachstum im Jahr 2021 von 5,5 % entspricht in etwa der Konsenserwartung. Dementsprechend legen wir für unsere DAX-Prognose ein Gewinnwachstum zugrunde, das dem Konsens entspricht (Quelle: Factset). Auch wenn die Gewinnerwartungen für DAX-Unternehmen in den vergangenen Wochen im Rahmen der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Erholung sehr schnell gestiegen sind, liegen sie noch immer rund 15 % unter dem Niveau vor Ausbruch der Corona-Krise. Sollten diese schneller als erwartet auf das Vorkrisenniveau zurückkehren, so würden wir entsprechendes Aufwärtspotenzial zu unserem DAX-Ziel sehen.

DAX: Die Zuversicht ist zurück

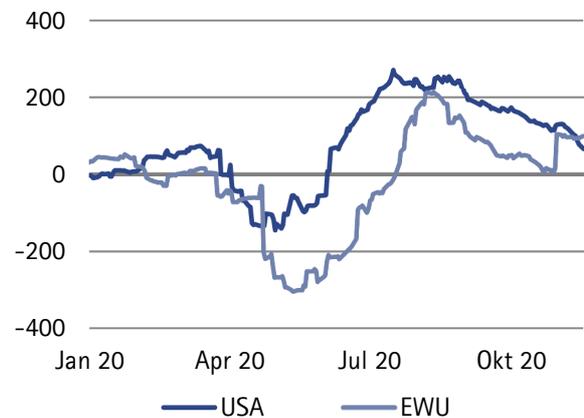
DAX (Aktienindex)



Quelle: Refinitiv Datastream

Konjunkturdaten überraschen weniger positiv

Economic Surprise Index (Citigroup)

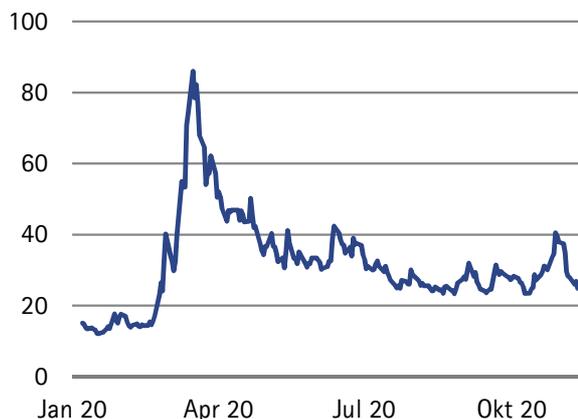


Quelle: Refinitiv Datastream

Des Weiteren gehen wir gemäß unseren makroökonomischen Prognosen von anhaltend negativen Zinsen und einer stabilen Risikoprämie von 6,5 % aus. In dem aktuellen Tiefzinsumfeld entspricht dies einem fairen KGV von 15,4 und liegt damit im langjährigen Durchschnitt. So ergibt sich unser DAX-Ziel von 14.000 Punkten.

Panikmodus wegen Corona-Krise? Weit gefehlt!

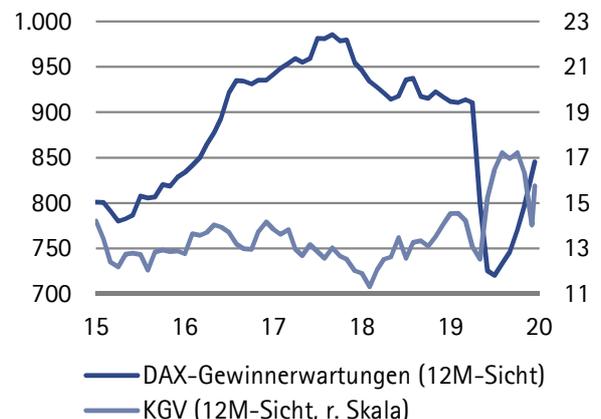
VDAX-New (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

Gewinnerwartungen weiterhin im Anstieg

Aktienmarkt-Kennziffern



Quelle: Factset

Der MMT-Geist ist längst aus der Flasche

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Gewohnte Erklärungsmuster greifen kaum noch

In der MMT kann der Staat nicht insolvent werden, da er auf die Notenbank zugreifen kann

Haushaltsdefizite zählen nicht, auf die Aufgabenerfüllung des Staates kommt es an

Sie macht die Welt nicht besser, liefert aber Denkanstöße zur Erklärung der Realität: die Modern Monetary Theory.¹ Ihr zufolge sind Staatsschulden in heimischer Währung unproblematisch, solange die Notenbank unter staatlicher Kontrolle steht. Politikern dürfte dieser Ansatz schon länger gefallen, lassen sich ihre Ziele doch leicht finanzieren. Ihr Handlungsradius ist insofern begrenzt, als ein durch überausgelastete gesamtwirtschaftliche Kapazitäten hervorgerufener Inflationsanstieg zu vermeiden ist. MMT-Elemente werden künftig wohl noch realer, wovon Vermögenspreise profitierten.

Der Modern Monetary Theory (MMT)² fällt seit einiger Zeit eine wachsende Beachtung zu. Die Renaissance dieses grundsätzlich nicht neuen geldtheoretischen Ansatzes resultiert unseres Erachtens vor allem daraus, dass Zusammenhänge und Erklärungsmuster herkömmlicher Theorien in der Realität seit Langem wenig oder gar nicht mehr funktionieren. So hat beispielsweise die Bank of Japan seit Mitte der 90er-Jahre massiv Geld gedruckt, ohne dass es in Japan auch nur ansatzweise zu einer inflationären Entwicklung gekommen ist. Ähnliche Erfahrungen sind nach der Lehman-Insolvenz 2008 in anderen Währungsräumen gemacht worden, etwa im Euroraum und in den USA. Hinzu kommt, dass die weltweite Verschuldung von Privathaushalten, Staaten und Unternehmen in den vergangenen Jahren ein gigantisch hohes Ausmaß angenommen hat, ohne dass höhere Zinsen, Insolvenzen und Schuldenschnitte zum Alltag gehören. Die MMT liefert Denkanstöße, diese neue Normalität zu verstehen.

Geldschöpfung aus dem Nichts

Anders als die den heilsamen Marktkräften vertrauende Neoklassik, der zufolge sich der Staat möglichst aus dem Wirtschaftsleben raushalten und auf Deregulierung und Haushaltsdisziplin konzentrieren soll, vertritt die MMT grundsätzliche Positionen des Keynesianismus. Letzterem zufolge hat sich der Staat besonders in wirtschaftlichen Krisenzeiten mit Ausgabeprogrammen nachfragewirksam ins Wirtschaftsleben einzumischen, um Arbeitsplätze zu erhalten/schaffen. Die MMT verknüpft hier die Rolle des Staates enger mit derjenigen der Notenbank: Danach brauchen sich Staaten weder in offenen noch geschlossenen Volkswirtschaften über ihre Verschuldung zu sorgen, sofern diese in eigener Währung besteht. Finanzielle Mittel können in diesem Ansatz nämlich „auf Knopfdruck“ selbst hergestellt werden, da die heimische Notenbank unter ihrer Kontrolle steht (fiskalische Dominanz)³. Somit ist die Geldschöpfung im MMT-Ansatz endogen. Hierzu trägt auch der Bankensektor bei, der Kredite abhängig von der Schuldnerbonität vergibt und nicht von der Höhe seiner Einlagen.

Vor diesem Hintergrund kann es kaum überraschen, dass die MMT staatliche Haushaltsdefizite und die Staatsverschuldung gänzlich anders bewertet als gängige Theorien. Da ein Staat schlichtweg nicht existiert, der ausgabeseitig eingeschränkt ist oder in haushaltspolitische Konsolidierungszwänge geraten kann, ist dieser in der Lage, sich

¹ Erstveröffentlichung dieses Beitrags am 02.11.2020 unter www.bankhaus-lampe.de.

² Für einen inhaltlichen Abriss vgl. *Veuger, S.* [2019]: Modern monetary theory and policy, in: AEI Economic Perspectives, S. 1–3, sowie *Ehnts, D.* [2017]: „Modern Monetary Theory“ und Europäische Makroökonomie, Berliner Debatte Initial 28.

³ In der MMT-Welt verwischen die Grenzen zwischen Fiskalpolitik und Geldpolitik.

Inflationsfreies Wachstum bis zur Vollbeschäftigung möglich

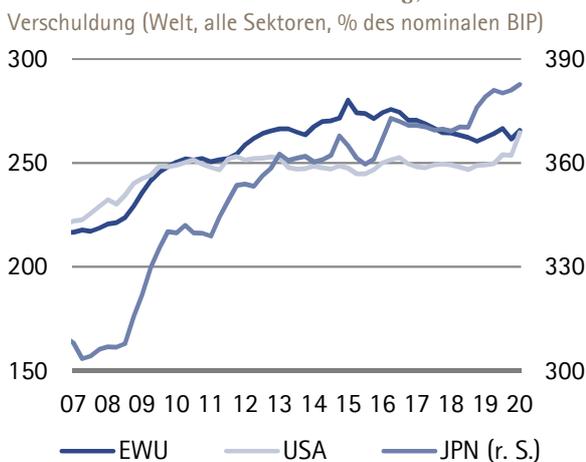
auf seine Aufgaben zu konzentrieren. Neben Vollbeschäftigung könnten dazu etwa die Bereitstellung einer international wettbewerbsfähigen Infrastruktur, höhere Sozialleistungen und eine aktive Klimaschutzpolitik gehören. Etwaig entstehende Haushaltsdefizite sind aus MMT-Sicht unproblematisch, da sich vom Staat abhängige Notenbanken in diesem planwirtschaftlichen Ansatz danach richten, was dieser wünscht.

Steuern und Staatsanleihen dienen der Geldmengensteuerung

Auch wenn budgetseitige Restriktionen für Staaten in der MMT quasi nicht bestehen, gibt es einen Haken: Inwieweit Staatsaufträge ausgeführt werden können, hängt von den gesamtwirtschaftlichen Ressourcen ab, etwa Arbeitskräften und Baumaterial. Der Theorie zufolge kann hier solange Geld ins Finanzsystem gepumpt werden, bis Vollbeschäftigung besteht. Werden Kapazitäten stärker ausgelastet, kommt es zu Inflation. Sie entsteht also dann, wenn die Güternachfrage das Güterangebot übersteigt.⁴

Steuern und Staatsanleihen fällt in der MMT ebenfalls eine gesonderte Betrachtung als in gängigen Theorien zu: Beide dienen nicht der Finanzierung des Staates. Im Grunde genommen benötigt der Staat gar keine Steuern, da er sich über die Notenbank finanziert. Insofern werden Steuern in der MMT nur erhoben, um Geld aus dem Finanzsystem zu ziehen und den Inflationsdruck zu senken. In die gleiche Richtung wirken Staatsanleihen. Die MMT empfiehlt einen allgemeinen Zinssatz von 0,0 %.

Aufwärtsblick bei der Verschuldung, ...



... Abwärtsblick bei den Inflationsraten



MMT sieht mehr nach Realität aus als nach Fata Morgana

Wie bei modelltheoretischen Überlegungen häufig anzutreffen, gibt es von Kritikern zahlreiche MMT-Einwände. Deren Berechtigung bezweifeln wir nicht,^{5,6} sie sind für uns im Weiteren aber nicht relevant. Maßgeblich ist vielmehr die Grundidee der MMT zur Erklärung der Realität. Dort lässt sich nämlich durchaus MMT-Bekanntes finden: Dies bezieht sich nicht nur auf die weltweit seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 in vielen Industrieländern deutlich gestiegene Staatsverschuldung, die längst

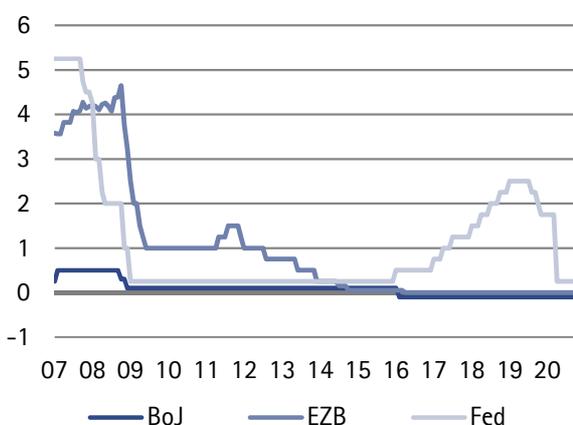
⁴ Die Quantitätstheorie, der zufolge eine beständig wachsende inländische Geldmenge zu Inflation führt, sofern die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das Wirtschaftswachstum konstant bleiben, ist nicht Bestandteil der MMT.

⁵ Zu den MMT-Schwachstellen vgl. Beck, H. und Prinz, A. [2019]: Wie revolutionär ist die Modern Monetary Theory?, Wirtschaftsdienst, 99. Jahrgang, Heft 6.

⁶ Ein wesentlicher Kritikpunkt an der MMT ist zum Beispiel, dass Staaten bzw. Regierungen kaum Kenntnis darüber haben dürften, ab welchem Punkt gesamtwirtschaftliche Kapazitäten ausgelastet sind.

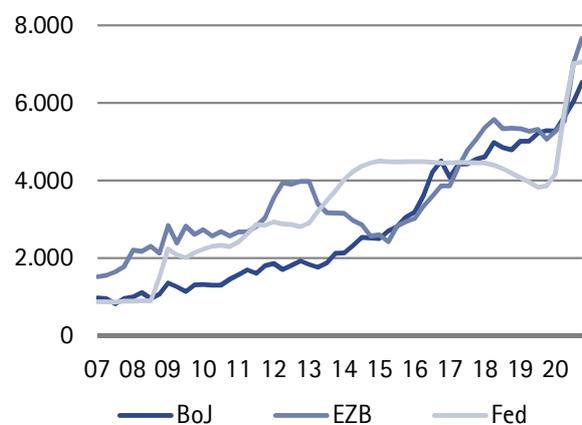
über kritischen Niveau liegt. Notenbanken haben zudem massiv Staatsanleihen aufgekauft, wodurch sich beispielsweise die Bilanzsumme der US-Notenbank veracht-facht hat. Hinzu kommt, dass sich das allgemeine Zinsniveau in wichtigen Industrieländern in den 2010er-Jahren trotz des dortigen langen und mitunter kräftigen Konjunkturaufschwungs im Sinkflug befand und unter Notenbanken-Preisziele fiel. Bei den Verbraucherpreisen ist eine ausgeprägte Disinflationsphase entstanden, und erstklassige Staatsanleihen sind einem anhaltenden Null- bzw. Negativzinsflirt verfallen. Unsere eigenen Prognosen zeigen, dass sich dieses Umfeld weiter ausbreiten wird.⁷

Null-Leitzinsen sind modern, ...
Leitzins (%)



Quelle: Refinitiv Datastream

... ebenso aufgeblähte Notenbankbilanzen
Bilanz (Mrd. US-\$)



Quelle: Refinitiv Datastream

Geld drucken zur Zielerfüllung –
für Politiker ist das ein Schlaraffenland

Politiker dürften MMT applaudieren

Angesichts dieser Beobachtungen scheinen MMT-Elemente von Politikern bereits aufgenommen zu sein. Die sich bietenden Verlockungen sind jedenfalls groß: Das Geld drucken-Lassen erleichtert es ihnen, Rezessionen zu mildern und der Bevölkerung Wohltaten zu versprechen, statt temporär mitunter harte Folgen ehrgeiziger Strukturreformen und Konsolidierungsmaßnahmen zu verteidigen.⁸ Dies erhöht die Chance ihrer Wiederwahl. Die gestiegene Popularität des MMT-Ansatzes resultiert somit wohl auch daraus, dass er Politikern genau das bereitstellt, was sich vergleichsweise einfach umsetzen lässt und für das eine wirtschaftspolitische Rechnung nicht sofort gestellt wird. Die wichtigste Handlungsbeschränkung, der sie unterliegen, ist, es mit dem Geld drucken-Lassen nicht zu übertreiben: So setzen sie sich wohl dem Bevölkerungszorn aus, wenn es zu Realeinkommensverlusten infolge hoher Inflationsraten käme. Hinsichtlich der Qualität des MMT-Ansatzes ist dieses Merkmal vielsagend: Bestehende Probleme bleiben ungelöst, allein das heutige „Überleben“ zählt.

Verdeckte monetäre Staatsfinanzierung gibt es schon

Auch wenn die MMT eher nicht als wirtschaftspolitische Handlungsempfehlung zu verstehen ist: Markante Elemente werden in der Realität aus unserer Sicht künftig

⁷ Vgl. unseren *PROGNOSE-CHECK* „Deutlich gestiegene Ereignisrisiken“ vom 19.10.2020.

⁸ Wir betonen schon länger, dass wir einen klassischen Entschuldungsprozess für die Nach-Corona-Zeit für wenig wahrscheinlich halten. Der Grund ist, dass (steuerliche) Belastungen für private Haushalte und Unternehmen ebenso Wachstumspunkte kosten wie Sparanstrengungen des Staates. Zur Sicherung der Schuldentragfähigkeit wird ein auskömmliches BIP-Wachstum aber vielmehr in allen drei Sektoren dringend und dauerhaft benötigt. Bleibt ein allgemeiner Verschuldungsabbau aus, ist ein Zurückdrehen der extremen Form der ultra-expansiven Geldpolitik nicht möglich.

intensiver werden. Hierfür sprechen die enormen Anforderungen an Staatshaushalte und Sozial- bzw. Krankenversicherungssysteme, die nach der Finanzkrise im Jahr 2008 und durch die Corona-Pandemie entstanden sind. Formen verdeckter Staatsfinanzierung bestehen bereits: Sie zeigen sich im von Notenbanken in den 2010er-Jahren auch mit Wertpapierkäufen abwärts manipulierten allgemeinen Zinsniveau und in der beständigen Refinanzierung fälliger Wertpapiere. An einen schadenfreien Notenbankerrückzug, so konstatieren wir, ist hier kaum mehr zu denken.⁹ Immerhin ist ein Kreislauf in Gang gesetzt worden, in dem Probleme nur noch mit Liquidität beantwortet werden. Die Liquiditätsdroge wird daher wohl auch künftig im Perpetuum-mobile-Stil verabreicht. Ein offensichtlicher Konflikt mit der nach Artikel 123 AEUV verbotenen direkten monetären Staatsfinanzierung dürfte dabei eher nicht riskiert werden.

MMT steigert die Inflationsgefahr

Mit der Gewöhnung an MMT-Elemente sind große Gefahren verbunden. War das nach der 2008er-Finanzkrise gedruckte Geld nie so richtig nachfragewirksam in der Realwirtschaft angekommen, weshalb inflationäre Entwicklungen bei Gütern und Dienstleistungen ausgeblieben sind, zielt die MMT gerade auf diesen kapazitätsauslastenden Umstand ab. Höhere Inflationsraten bergen aber sozialen Sprengstoff: Sie fördern die Enteignung von Geldvermögensbesitzern, da eine zinsseitige Kompensation nicht besteht. Auch Gläubiger geraten unter Druck. Eine ungezügelte, nicht nachfragewirksam werdende Geldvermehrung ist hingegen einem Vermögenspreisanstieg zuträglich. Daher profitieren diejenigen, deren Vermögen breit und sachwertseitig aufgestellt ist.

Auf Dauer gefährden steigende Inflationsraten den gesellschaftlichen Zusammenhalt

Nur vermeintliche Systemsicherung durch MMT

Da niemand weiß, ob und wann die Inflationsgefahr schlagend wird, dürfte sie von Politikern ignoriert werden. Eventuell sogar ermutigt durch den japanischen Fall und unterstützt durch das in der MMT-Philosophie implizit enthaltene „Whatever it takes“ kann das gegenwärtige (Finanz-)System somit noch jahrelang bestehen. „Angst vor Entdeckung“ haben Staaten kaum zu fürchten, da die potenziell destabilisierende MMT-Wirkung einer breiten Öffentlichkeit verschlossen bleiben dürfte.¹⁰ Dazu gehören auch das durch die staatliche Auftragsvergabe höhere Risiko fehlallozierter Investitionen und die Überlebenssicherung für unrentable Unternehmen.

Ein Vertrauensverlust in das Geldsystem muss mit aller Macht vermieden werden

Politisch richtig ernst wird es erst, wenn abseits von Vermögenspreisen und Realeinkommensverlusten dauerhaft hohe oder steigende Inflationsraten einen Vertrauensverlust in das bestehende Geldsystem hervorriefen und Währungen ihre Funktion als Wertaufbewahrungsmittel verlören.¹¹ Diese Gefahr scheint bei wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern bereits angekommen zu sein. Zumindest könnten ihre Bemühungen so zu interpretieren sein, die Macht über das Geldsystem mittels der Einführung von Digitalwährungen zu sichern. Dabei dürften auch Negativzinsen noch stärker in den Fokus geraten. All dies zeigt, dass die finale Verteidigungsschlacht um das Finanzsystem längst begonnen hat. Der wirtschaftspolitische Mainstream der Vor-Lehman-Zeit wird daher wohl vor allem eines weiter halten: den Dornröschenschlaf.

⁹ Die 2019 frühzeitig gescheiterte Bilanzverkürzung der US-Notenbank ist hier ein mahndendes Beispiel.

¹⁰ Die öffentliche Aufmerksamkeit wäre groß, wenn Notenbanken begännen, erworbene Staatsanleihen in großem Stil aus ihrer Bilanz zu streichen, und ein negatives Eigenkapital hinnähmen. Neben der politischen Dimension dieser Maßnahme riskierten sie einen Vertrauensverlust in ihre Währung, da die von ihnen ausgegebenen Mittel nicht mehr durch entsprechende Werte gedeckt wären. Leiser durchführbar ist stattdessen, die Bedingungen aufgekaufter Staatstitel nachträglich zu „verbessern“ (Zinssatz runter, Laufzeit hoch) und diese bis zur Endfälligkeit in der Notenbankbilanz zu belassen.

¹¹ An den internationalen Devisenmärkten zöge dies wohl auch eine Währungsabwertung nach sich.

Digitaler Euro – smart und hart

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Schritte in Richtung digitaler Euro sind unverkennbar

Digitales Zentralbankgeld: Künftig auch für Private und Unternehmen

Wunsch nach bargeldlosem Zahlen durch Digitalisierung und Corona-Pandemie verstärkt; Notenbanken möchten gestaltend mitwirken

Die Diskussion um die Einführung eines digitalen Euro hat 2020 deutlich an Fahrt aufgenommen. Noch ist nichts entschieden, viele Fragen sind im Hinblick auf dessen Chancen und Risiken ungeklärt. Weltweit werden die Möglichkeiten digitalen Zentralbankgeldes (DZBG) von Notenbanken derzeit aber geprüft. Dabei sind große Schritte in Richtung der Einführung von DZBG sichtbar. Vor allem China drückt bei dem Thema mächtig aufs Tempo.¹ Zusätzlich gibt es bei großen US-Technologiekonzernen Bestrebungen, eigene Digitalwährungen und Zahlungsinfrastruktursysteme zu etablieren.² Um nicht ins Hintertreffen zu geraten, nimmt daher auch der Druck auf Notenbanken zu, vergleichbare Systeme aufzubauen. Bei EZB-Präsidentin Christine Lagarde steht das Thema weit oben auf dem Zettel, und die hierzu bei der EZB Anfang 2020 eingerichtete Task Force hat ebenso wie die internationale Arbeitsgruppe der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) jüngst erste Berichte dazu veröffentlicht.³ Notenbanken haben zudem öffentliche Konsultationen aufgenommen und sind bereits in interne Testphasen getreten. Klartext redete auch EZB-Direktor Fabio Panetta: Bei seiner Ansprache am 12.10.2020 vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europaparlaments sprach er davon, dass womöglich bereits Mitte 2021 über die Emission eines digitalen Euro entschieden werde.⁴

Bisher umfasst Zentralbankgeld das von Privatpersonen und Unternehmen gehaltene Bargeld sowie die von Geschäftsbanken bei der Zentralbank gehaltenen Guthaben („Reserven“). Das künftige DZBG ist als immaterielles Bargeld vorstellbar. Statt in der Geldbörse befindet es sich beispielsweise auf einer Art Geldkarte oder dem Smartphone und ersetzt damit physisches Bargeld. Nach gegenwärtiger Definition zählen die von Privathaushalten und Unternehmen bei Geschäftsbanken gehaltenen Guthaben nicht zum Zentralbankgeld, da sie Forderungen gegenüber Geschäftsbanken und nicht gegenüber der Zentralbank darstellen. Das könnte sich mit Einführung des digitalen Euro ändern, wenn auch Privatpersonen und Nicht-Finanzunternehmen bei der Zentralbank Konten direkt eröffnen könnten: Mit Zentralbankgeld wären Zahlungen möglich, auch diente es der Wertaufbewahrung und als Anlageinstrument.

Die offizielle Sprache seitens der Notenbanken ist, dass es beim DZBG nicht um die Abschaffung von Bargeld geht. Vielmehr soll dieses vor allem eine Ergänzung zu den bestehenden Möglichkeiten des bargeldlosen Bezahls sein. Dieser schon seit Jahren zu beobachtende Trend hat sich durch die Corona-Pandemie und soziale Distanzierung verstärkt und dürfte weiter an Bedeutung gewinnen. Zentralbanken möchten

¹ Ein digitaler Yuan wird bereits getestet und womöglich 2021 flächendeckend eingeführt.

² Unter anderem möchte Google/Facebook den internationalen Zahlungsverkehr beim Online-Einkauf oder Versenden von Geld durch seine digitale Währung Libra erleichtern. Sie soll als sogenannte Stablecoin konzipiert sein, die im Gegensatz zu anderen Krypto-Währungen wie Bitcoin an den Wert anderer Währungen gekoppelt ist und somit geringeren Wertschwankungen unterliegt.

³ ECB [Okt 2020]: Report on a digital euro; BIZ [Okt 2020]: Central bank digital currencies: foundational principles and core features; die BIZ rät Notenbanken beim digitalen Zentralbankgeld, zügig voranzugehen und entsprechende Arbeiten zu forcieren, um auch Vorteile aus einem schnellen Handeln zu ziehen. Vgl. auch: BIS Working Papers, No 880 [Aug 2020]: Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies. Die Bundesbank mahnt dagegen eher zur Vorsicht und warnt vor allzu großer Eile (vgl. Weidmann, Jens [Sep 2020]: Die Zukunft von Geld und Zahlungsverkehr).

⁴ Panetta, Fabio [Okt 2020]: A digital euro for the digital era. Introductory statement at the ECON Committee of the European Parliament.

dabei nicht von der Seitenlinie zusehen, sondern eine zukunftssichere Zahlungsinfrastruktur mitgestalten. Oder anders ausgedrückt: Sie sehen sich in ihren Kernaufgaben beeinträchtigt und möchten die Kontrolle über das staatliche Geldmonopol behalten. In den offiziellen Projektberichten heißt es dazu, dass durch einen digitalen Euro Innovationen und die Effizienz gefördert und zugleich weitreichendere Politikziele unterstützt sowie die monetäre und finanzielle Stabilität nicht verletzt werden sollen.

Vom smarten Zahlungsmittel zum harten Kontrollinstrument

Dies ist genau die Krux. Es kommt nämlich wesentlich darauf an, wie ein digitaler Euro ausgestaltet und wie groß der Teilnehmerkreis ist. Gibt es institutionelle Vorkehrungen, um möglichen Gefahren oder einem Machtmissbrauch entgegenzuwirken? In einer Welt, in der Geldpolitik zu einem immer lockerer werdenden Kurs neigt,⁵ könnte ein digitaler Euro für jedermann zu einem Instrument erhöhter Kontrollintensität entwickelt werden. So ließen sich Negativzinsen in der Wirtschaft noch stärker durchdrücken als bislang, wenn es für Banken und Anleger keine Ausweichmöglichkeit mehr gäbe, ihre Guthaben in zinslosem Bargeld zu halten. Mit Bargeld könnte sich die Ausweichreaktion sogar verstärken, beispielsweise, wenn die EZB ihre Leitzinsen unter $-0,75\%$ senken würde.⁶ Die Aussicht auf ein breiteres Negativzinsumfeld würde unserer Ansicht nach jedoch zugleich der Blasenbildung an den Finanz- und Immobilienmärkten weiteren Vorschub leisten.

Vielfältige Auswirkungen und auch Risiken für die Finanzstabilität

Die Einführung von DZBG bietet unseres Erachtens deshalb nicht nur Vorteile, sondern birgt je nach Ausgestaltung auch erhebliche Risiken. Auswirkungen ergeben sich unter anderem für das Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken sowie das Zusammenspiel zwischen Zentralbanken und Geschäftsbanken, wodurch wiederum auch Marktzinssätze und Staatsanleiherenditen beeinflusst werden können. Wird der digitale Euro verstärkt auch zur Wertaufbewahrung genutzt, könnte es in finanziellen Stresssituationen zu Instabilität und einem digitalen Bank-Run kommen. Schichteten private Anleger beispielsweise ihre Guthaben von Geschäftsbanken in großem Stil in digitales Geld um, drohten Banken größere Finanzierungslücken. Schließt die Notenbank diese durch den Ankauf von Staats- und vor allem Unternehmensanleihen, übernehme sie die Kreditrisiken der Banken. Privatwirtschaftliche Kredite würden durch (staatliche) Notenbankkredite verdrängt. Die Verteilung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse könnte verzerrt und Kapital fehlgeleitet werden. Die bisherigen Überlegungen von Panetta und Bindseil, den digitalen Euro deshalb für die Geldanlage mit Strafzinsen unattraktiv zu machen, wenn auf dem privaten digitalen Zentralbankkonten bestimmte Obergrenzen überschritten werden,⁷ überzeugen uns noch nicht.

Der „gläserne“ Bürger

Vor Einführung eines digitalen Euro sind gründliche Analysen und Tests notwendig. Es müssen Vorkehrungen getroffen werden, damit Finanztransaktionen der Bürger nicht per Knopfdruck überwacht und der Staat (EZB) seinen Machteinfluss nicht ausbauen kann. Die Kritik an privaten Anbietern, durch Digitalisierung und Datensammlung einen „gläsernen Kunden“ zu schaffen, muss sich auch der Staat vorhalten lassen. Hinsichtlich Glaubwürdigkeit und Vertrauen von DZBG ist also noch viel Arbeit zu leisten.

⁵ Einen Erklärungsansatz dazu liefert die Modern Monetary Theory (vgl. S. 18).

⁶ Aus diesem Grund hat die SNB bisher von einer tieferen Leitzinssenkung abgesehen. Denn für das Halten und die Lagerung größerer Bargeldmengen fallen derzeit Kosten für Anmietung von Tresoren und Versicherung von etwa $0,5-0,75\%$ an.

⁷ Bindseil, U. und Panetta, F. [2020]: Central bank digital currency remuneration in a world with low or negative nominal interest rates. Eine kritische Sichtweise dazu vertritt insbesondere die Bundesbank. So mahnen Jens Weidmann und Burkhard Balz immer wieder zu Vorsicht.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	EZB	Europäische Zentralbank
3MD	3-Monatsdurchschnitt (auch: gleitender 3-Monats-durchschnitt)	Fed	Federal Reserve Bank (Notenbank der USA)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union	FOMC	Federal Open Market Committee
b	Barrel	GBP	Britisches Pfund als Währung
BHL	Bankhaus Lampe	ISL	Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik, Bremen/Bremerhaven
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	kb	kalenderbereinigt
BoJ	Bank of Japan (Notenbank von Japan)	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	PBoC	People's Bank of China (Notenbank der Volksrepublik China)
CHF	Schweizer Franken als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures (Konsumausgaben der privaten Haushalte)
CBP	Centraal Planbureau Netherlands, Bureau for Economic Policy Analysis	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
Conf. Board	„The Conference Board“, unabhängiges US-Forschungsinstitut, New York	RWI	RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen
DAX	Deutscher Aktienindex	sb	saisonbereinigt
DEU, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EUR	Euro als Währung	USD	US-Dollar als Währung
EWU	Europäische Währungsunion	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
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
Deflation	Beschreibt einen signifikanten und anhaltenden Rückgang des allgemeinen Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen, der mit einem schrumpfenden Kredit- und Einkommensprozess einhergeht
Disinflation	Längere Phase mit abnehmendem/geringem Preisniveaustieg
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Emittent	Herausgeber eines Wertpapiers (z. B. Bank, Institution, Staat, Unternehmen)
Endogen	Hier im Zusammenhang mit der Geldmenge verwendet, die systembedingt aus sich selbst heraus entsteht
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
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Keynesianismus	Theorie in den Wirtschaftswissenschaften
Konsumdeflator	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA
Kumulieren	Hier im Sinne von zusammengerechnet, summiert
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Ein wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Neoklassik	Theorie in den Wirtschaftswissenschaften
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
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
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf 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 Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Wirtschaftsvertrauen	Europaweite Stimmungsumfrage der EU-Kommission bei ca. 50.000 Unternehmen und 20.000 Verbrauchern, monatlich veröffentlicht im „Business and Consumer Survey“. Als Datenquellen dienen unter anderem das ifo-Geschäftsklima, das GfK-Konsumklima sowie das französische INSEE Industrievertrauen. Der Mittelwert des Wirtschaftsvertrauens liegt bei 100 Punkte. Punktwerte darüber oder darunter deuten auf eine über- bzw. unterdurchschnittlich gute Stimmung der Gesamtwirtschaft hin
Zentralbank	siehe Notenbank

Quelle: Bankhaus Lampe

Ihre Ansprechpartner

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

Equity Research



Dr. Karsten Iltgen
Chairman Equities

+49 211 4952-351
karsten.iltgen@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: 20. November 2020, 8 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

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

DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

WIEN

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

www.bankhaus-lampe.de