



Kapitalmarkt-Ausblick Q3/2019

Zunehmende Kollateralschäden

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

24. September 2019



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Globaler Handelsstreit bleibt Dauerbrenner

Unsere Sorgen um die globale Konjunktur sind zuletzt weiter gestiegen. Ursache ist der fortwährende und intensiver gewordene Handelsstreit zwischen den USA und China. „Wir brauchen China nicht, sondern kommen ohne es viel besser zurecht“, so US-Präsident Donald Trump Ende August. Da seine Rhetorik immer klarer zeigt, dass US-seitig vordergründig der Erhalt der wirtschaftlichen Vormachtstellung in der Welt interessiert, haben wir unsere Hoffnung auf eine umfassende Streitbeilegung begraben. China dürfte der US-Zollpolitik zwar auch mit dem Ausbau der neuen Seidenstraße entfliehen und wirtschaftliche Nachteile langfristig auffangen. Demnach kommt das Land um Wachstumsverluste nicht herum. Unsere 2019er-BIP-Prognose für China halten wir bei 6,2 %, für 2020 haben wir sie von 6,0 auf 5,8 % gesenkt. Dadurch und wegen indirekter Belastungen für andere Länder (u. a. Indien, Asien) ermäßigt sich unsere Welt-BIP-Prognose für 2019/20 von je 3,1 auf 3,0 %. Diese enthält unverändert, dass die US-Wirtschaftsleistung weiter über der Potenzialrate liegen und die EWU-Konjunktur im zweiten Halbjahr 2019 stagnieren wird.

Bauchschmerzen für den globalen Wachstumsausblick haben wir auch deshalb, weil den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern in vielen Ländern mittlerweile schon ein normaler Abschwung reicht, um gegenzusteuern oder, wie in den USA, prozyklische Impulse zu setzen. Sorglos nehmen Regierungen, vor allem die in populistischer Hinsicht steigende Zahl, dabei Einfluss auf Notenbanken, fachen die oft hohe Staatsverschuldung an und drehen das Globalisierungsradd zurück. Statt Strukturreformen und Wohlstandsverzicht zu erklären, scheinen sie mit Währungsmanipulationen vielmehr ein neues Betätigungsfeld gefunden zu haben. Abgesehen davon, dass die erhofften Wachstumseffekte ausbleiben dürften, fragen wir uns, wie erst gehandelt wird, wenn eine echte Krisensituation tatsächlich einmal besteht. Dies vor Augen agieren Geld- und Fiskalpolitik unseres Erachtens noch längst nicht am Anschlag. Hierfür kann das Sommertheater in Italien ein Vorgeschmack sein.

Notenbanken in der Zinsfalle

Dieser Gedanke ist wesentlich für unseren Ausblick auf Notenbanken. So dürften die vom globalen Handelskonflikt ausgehenden Unsicherheiten und die strukturbedingt niedrigen Inflationsraten, gegen die geldpolitisch nichts auszurichten ist, weiter als Vorwand für eine präventiv expansivere Geldpolitik genutzt werden. Anhaltende Leitzinssenkungen der Fed erwarten wir auch aufgrund der US-Präsidentenwahl Anfang November 2020, zudem dürfte die EZB den Einlagesatz bis zum Sommer 2020 nochmals senken. All dies hilft dann auch, die Schuldentragfähigkeit möglichst lange zu sichern und Finanzmärkte vor Kursabstürzen zu bewahren.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Prognose, dass 10-jährige Staatsanleiherenditen auf 12-Monatssicht auf ihren tiefen Niveaus verankert bleiben werden. Für die US-Renditestrukturkurve rechnen wir mit einer überwiegenden Parallelverschiebung nach unten. Trotz der voraussichtlichen US-Leitzinssenkungen sehen wir EUR-USD bei 1,10 als gut unterstützt an. Höheren Kursen stehen unseres Erachtens die USD-Funktion als sicherer Hafen und die Risse in der Währungsunion entgegen.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2017	2018	2019P	2020P	2017	2018	2019P	2020P
Welt	3,9	3,7	3,0	3,0					
Euroraum	2,7	1,9	0,9	0,5	1,5	1,8	1,2	1,2	
Deutschland*	2,5	1,5	0,5	0,7	1,5	1,7	1,6	1,7	
Frankreich	2,4	1,7	1,2	0,6	1,2	2,1	1,3	1,5	
Italien	1,8	0,7	0,1	0,2	1,3	1,2	0,6	0,4	
Spanien	2,9	2,4	2,1	1,4	2,0	1,7	0,6	0,5	
Großbritannien	1,8	1,4	1,1	0,7	2,7	2,5	1,9	2,0	
Schweiz	1,9	2,8	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,7	
USA	2,4	2,9	2,3	1,9	2,1	2,4	1,8	1,9	
China	6,8	6,6	6,2	5,8	1,6	2,2	2,2	2,0	
Japan	1,9	0,8	1,0	0,3	0,5	1,0	0,7	1,2	

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

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

Zinsen und Renditen (%)	23.09.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate	2,00	1,75	1,50	1,25
3-Monats-Libor*	2,13	1,70	1,60	1,30
10-jährige Treasury	1,71	1,60	1,50	1,40
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,40	-0,50	-0,50	-0,55
10-jährige Bundesanleihe	-0,58	-0,50	-0,50	-0,60
Großbritannien				
Reposatz	0,75	0,75	0,50	0,50
3-Monats-Libor*	0,78	0,75	0,60	0,65
10-jährige Gilt	0,47	0,60	0,60	0,50
Schweiz				
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,85	-0,85
3-Monats-Libor*	-0,75	-0,75	-0,85	-0,85
10-jährige Eidgenössische	-0,84	-0,90	-0,80	-0,80

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	23.09.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,10	1,10	1,12	1,08
EUR-GBP	0,88	0,90	0,85	0,86
EUR-CHF	1,09	1,10	1,12	1,12
EUR-JPY	118	120	122	125

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Inhaltsverzeichnis	4
Makroökonomische Trends	5
Europa	6
Deutschland: Binnennachfrage unter Beschuss	6
Euroraum: Wachstumstempo dauerhaft niedriger	6
Großbritannien: Brexit weiter unkalkulierbar	6
International	8
USA: Weiterhin robuste BIP-Zuwächse	8
China: Regierung senkt Wachstumspfad	8
Japan: Bei gedämpften Aussichten BoJ in Habachtstellung	8
Zinsmärkte: Tiefstände werden bleiben	10
Währungen: Unsicherheit dominierend	12
Geldpolitik kämpft gegen Windmühlen	14
Eckdaten	16
Erläuterungen	17
Ihre Ansprechpartner im Economic Research	19
Wichtige Hinweise	20
Standorte	21

Makroökonomische Trends

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Direkte und indirekte Effekte des Handelskonflikts nehmen zu

Verschiebung des globalen Machtgefüges spricht für dauerhaften Streit in Handelsfragen

Inversion der US-Kurve 10-2J, na und?!

Weltwirtschaft: Handelskonflikte belasten zunehmend

Unsere 2019/20er-BIP-Prognose für die Weltwirtschaft haben wir von bislang je 3,1 auf je 3,0 % gesenkt, da die negative Wirkung des zugespitzten globalen Handelskonflikts zwischen den USA und China immer stärker wird. Dies zeigt sich in schrumpfenden bilateralen Handelssalden und in Ländern, die von Zollbelastungen bisher nicht direkt betroffen sind. So hat die vom Handelsstreit ausgehende hohe Unsicherheit beispielsweise deutsche Unternehmen mit voller Wucht getroffen: Sie reduzieren ihre Lagerbestände an Vorleistungsgütern, fahren Neubestellungen zurück und verschieben Investitionen. Zugleich setzt der Streit aber auch eine Neuausrichtung globaler Produktions- und Lieferketten in Gang. Sichtbar ist dies etwa daran, dass den rückläufigen US-Importen aus China steigende Einfuhren aus den ASEAN-Staaten gegenüberstehen, vor allem aus Taiwan und Vietnam. Da direkte US-Importe aus China immer schwieriger werden, verlängert China offenbar seine Werkbank in andere Länder, die die Waren dann unter fremder Flagge in die USA verschicken. Diese Handelsnationen werden unseres Erachtens aber nur vorübergehend zu den Handelsstreitgewinnern zählen, da die USA dadurch ihrem Ziel, Produktion nach Hause zurückzuholen, kaum näher kommen werden. Diese „Lückenfüller“ dürften sie wegen unfairer Handelspraktiken deshalb bald ebenfalls brandmarken und mit Strafmaßnahmen belegen. Der Handelsstreit gewänne somit noch an Breite.

Handelsstreit „for ever“?

Eine baldige Lösung des von den USA initiierten globalen Handelskonflikts ist nicht in Sicht, einen Durchbruch bei den im Oktober wieder beginnenden Handelsgesprächen zwischen den USA und China erwarten wir nicht. Dabei geht es unserer Ansicht nach schon längst nicht nur um den Abbau von Handelsungleichgewichten, sondern vor allem US-seitig um machtpolitische Interessen: Den USA ist das wirtschaftliche, politische und militärische Erstarken Chinas schlicht ein Dorn im Auge. Die Volksrepublik wird sich aber kaum zurückdrängen lassen und ihren Weg zu einer Wirtschaftssupermacht unter anderem mit Strategien wie der Seidenstraßen-Initiative fortsetzen. Damit zeichnet sich ein über Jahre hinziehender Handelskonflikt ab. Dieser ist dann aber ein beständiger, die Weltwirtschaft belastender Unsicherheitsherd, der fortwährend Wachstumspunkte kostet. Da es Gewinner dabei nicht gibt, wäre ein multilateraler Lösungsansatz zwar sinnvoll. Dieser wird von den USA aber wohl weiter torpediert werden. So dürften nationale protektionistische Alleingänge noch zunehmen und der Geld- und Fiskalpolitik mehr als die Feuerwehrrolle zufallen.

US-Renditekurve: Kein lautes Rezessions-Alarmsignal!

Erstmals seit der Finanzkrise ist die US-Renditestrukturkurve auch im Bereich 10-2J invertiert. Ein verlässliches Rezessionssignal ist das unseres Erachtens nicht. Dazu müsste der Inversionsgrad unserer Einschätzung nach etwa ein halbes Jahr anhalten und stärker ausgeprägt sein. Auf 6M-Sicht sehen wir die Rezessionswahrscheinlichkeit daher für gering an, für die 12M-Sicht veranschlagen wir sie auf 30 %. Da sowohl Geldpolitik als auch Fiskalpolitik vor der Präsidentschaftswahl 2020 einen anhaltend expansiveren Kurs steuern dürften, hat unser Hauptszenario einer knapp über der Potenzialrate wachsenden US-Wirtschaft trotz Inversion weiterhin Bestand.

Europa

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Konjunkturelle Warnsignale
werden lauter

Wachstumsseitig wird das zweite
Halbjahr 2019 deutlich schwächer
ausfallen als das erste

Verschiebung des EU-Austritts
über Oktober hinaus bleibt
unser Kernszenario

Deutschland: Binnennachfrage unter Beschuss

Durch den globalen Handelsstreit und die Brexit-Unsicherheit sind eine Stimmungsaufhellung und nachhaltige industrielle Trendwende (im Automobilssektor und Maschinenbau) unseres Erachtens weiter nicht in Sicht. Für das Sommerhalbjahr 2019 erwarten wir daher unverändert eine exportgetriebene technische Rezession der Gesamtwirtschaft, ohne dass deren Kapazitäten unterausgelastet sind. Durch die fortgeschrittene Industrierezession und den wohl auch 2020 anhaltenden Handelsstreit ist die Gefahr mittlerweile aber groß, dass die Binnenwirtschaft stärker beeinträchtigt und das vierte Quartal entsprechend belastet wird. Warnsignale gibt es bereits: Unter anderem ist die Einstellungsbereitschaft von Unternehmen gesunken, ebenso das Konsumwachstum und die Investitionsgüterproduktion. Die drohenden US-Autozölle dürften zudem weiter verunsichern. Eine ernste Krisensituation der Wirtschaft droht aus unserer Sicht damit noch nicht. Die reflexartigen Rufe nach einem Konjunkturprogramm dürften daher auch nicht erhört werden, zumal lediglich Strohfeuerereffekte drohen. Etwaige Fiskalimpulse wären überdies wohl ohnehin nur gering, da die Regierung durch die Schuldenbremse handlungslimitiert ist. Diese mit einem Schattenhaushalt zu umgehen, hielten wir ordnungspolitisch für äußerst bedenklich.

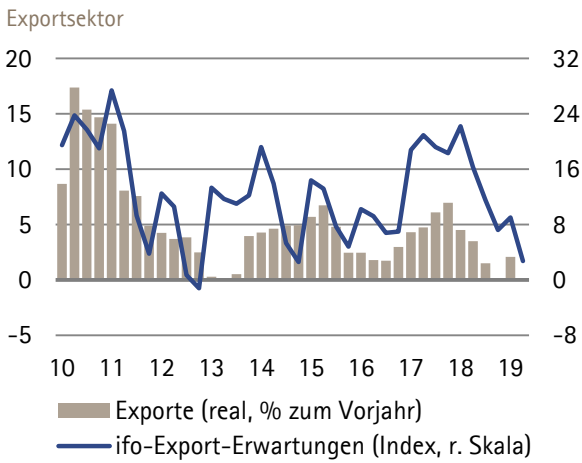
Euroraum: Wachstumstempo dauerhaft niedriger

Die gängigen Umfragen bei Unternehmen zeigen einen anhaltend hohen Pessimismus. Neben der allgemeinen zyklischen Abschwächung sehen wir die Ursache hierfür vor allem in den intensiver gewordenen politischen Störfeuern (u. a. Handelsstreit, Brexit), die vorerst weiter auf der Stimmung lasten dürften. Ohne eine Trendwende werden Exportnationen wie Deutschland die EWU-Wirtschaftstätigkeit unseres Erachtens daher weiter belasten. Das BIP-Wachstum bleibt somit von den weniger exportorientierten Ländern abhängig, von denen sich Frankreich und Spanien bislang gut gehalten haben. Für das zweite Halbjahr 2019 ist eine wirtschaftliche Stagnation daher deutlich wahrscheinlicher als eine Rezession. Der Arbeitsmarkt sowie die auf Expansion ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik stützen diese Sicht. Sie dürften dennoch nicht verhindern, dass die Wachstumsdynamik 2020 niedrig bleiben wird.

Großbritannien: Brexit weiter unkalkulierbar

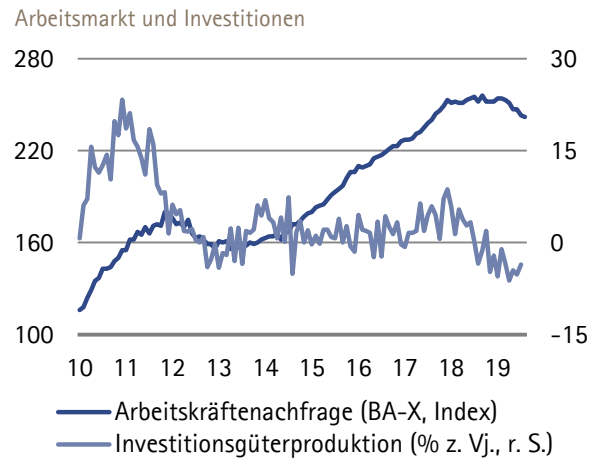
Ob und wann die Briten die EU verlassen werden, bleibt unklar. Unseres Erachtens hat sich die Lage durch die Wahl von Boris Johnson zum Premierminister zwar kompliziert. An unserer Einschätzung einer EU-Austrittsverschiebung über Oktober hinaus hat sich dennoch nichts geändert. Das Parlament hat ein Gesetz verabschiedet, das Johnson zwingt, eine Austrittsverlängerung zu beantragen. Diese kann er, bei allen rechtlichen Konsequenzen für ihn, ignorieren. Wir erwarten dennoch, dass sich das britische Parlament letztlich durchsetzen wird. Wie es danach weitergeht, ist völlig offen: Eine Neuwahl, ein zweites Referendum, eine Austrittsverschiebung, die Antragsrücknahme und ein harter Brexit kommen infrage. Die damit wohl weiter einhergehende wirtschaftliche Unsicherheit, die an kräftig gesunkenen Einkaufsmangerindizes ablesbar ist, dürfte somit anhalten. Für die Zeit bis Ende Oktober rechnen wir deshalb mit einem vorratsbedingten Minilagerzyklus, der dem Verlauf des ersten Quartals 2019 ähnelt, das BIP-Wachstum aber nur temporär erhöht.

DEU: Außenwirtschaftlich drückt der Schuh



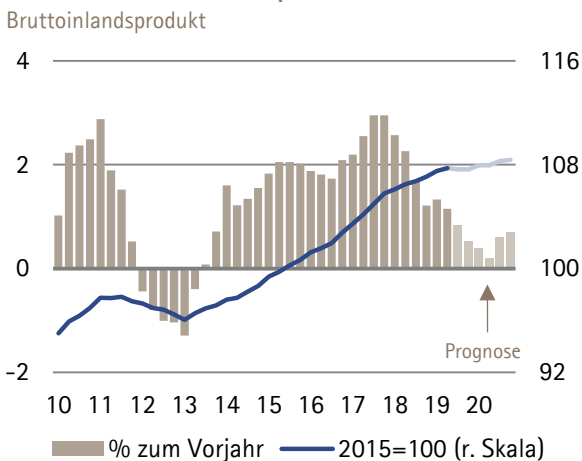
Quelle: Datastream

DEU: Wolken sind aufgezogen



Quelle: Datastream

EWU: Wachstumstempo wird weiter sinken



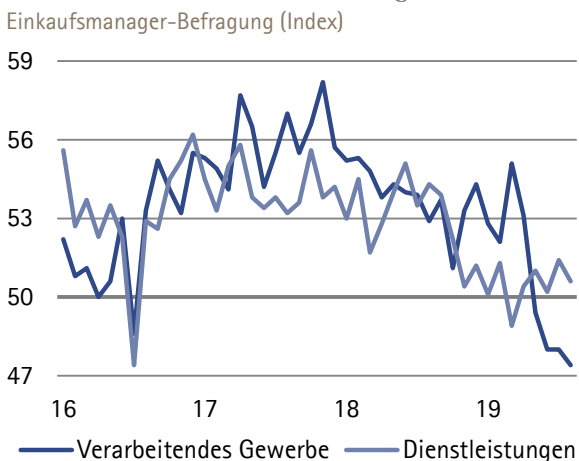
Quelle: Datastream. Jul 2019–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

EWU: Nachhaltige Stimmungseintrübung



Quelle: Datastream

GBR: Brexit zieht die Stimmung in den Keller



Quelle: Datastream

GBR: Lohnwachstum hat wieder angezogen



Quelle: Datastream

International

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Weitere wirtschaftspolitische Unterstützung ist unterwegs

China zeichnet USA verantwortlich für schwächeres BIP-Wachstum

Für Japan erwarten wir BIP-Zuwächse von 1,0 bzw. 0,3 % für 2019/20

USA: Weiterhin robuste BIP-Zuwächse

Die US-Wirtschaft dürfte weiter robust wachsen, da sich vor allem der private Konsum von der Schwäche in der Industrie unbeeindruckt zeigt. Auch das hohe Konsumklima hat weiter Bestand, anders als die deutlich eingetrübte Unternehmensstimmung. Ansteckungsgefahren befinden sich unseres Erachtens in der Pipeline, wenn sich, wie von uns für die nächsten Monate erwartet, der Beschäftigungsaufbau weiter verlangsamt und der Zuwachs bei den Haushaltseinkommen abschwächt. Gegenmaßnahmen sind aber bereits unterwegs oder nur eine Frage der Zeit. Abgesehen von weiteren Leitzinssenkungen der Fed (vgl. S. 10) erwarten wir vor allem von der US-Regierung neue Steuererleichterungen noch vor den Kongress- und Präsidentschaftswahlen im November 2020, die bei den Wählern für gute Konsumstimmung sorgen sollten. So umfangreich wie das Konjunkturpaket von Ende 2017 dürften sie jedoch nicht ausfallen. Alles in allem bleiben die Weichen damit weiter für ein Wirtschaftswachstum knapp über der Potenzialrate von rund 1,6 % gestellt. Unsere BIP-Prognose von 2,3 % für 2019 und 1,9 % für 2020 bestätigen wir.

China: Regierung senkt Wachstumspfad

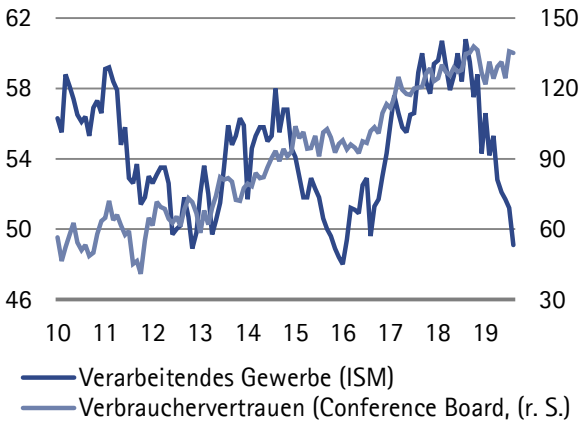
Mit der jüngsten Zollerhöhungsrunde hat sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China weiter verschärft. Neue US-Zollerhöhungen und Gegenmaßnahmen Chinas stehen im Raum. Der Konflikt beider Länder ist unseres Erachtens kaum lösbar und wird sich wohl noch lange hinziehen (vgl. S. 5). Die davon ausgehenden wirtschaftlichen Belastungen werden für China daher wohl stärkere Bremsspuren hinterlassen, sodass weitere Stützmaßnahmen seitens der Regierung und der Zentralbank bevorstehen dürften. Umfangreiche Konjunkturprogramme früherer Zeiten wird es aus Sorge vor einem Boom-Bust-Zyklus aber wohl nicht geben. Chinas Regierung dürfte eine weitere Wachstumsabflachung vielmehr zulassen. Unsere BIP-Prognose für 2020 senken wir deshalb von bislang 6,0 auf 5,8 % (2019P: 6,2 %). Die schwächere Nachfrage Chinas nach ausländischen Gütern dürfte die asiatische Region und andere ausländische Zulieferer aus unserer Sicht vorerst weiter belasten.

Japan: Bei gedämpften Aussichten BoJ in Habachtstellung

Die japanische Wirtschaft wächst seit Jahren langsam, aber stetig. Das außenwirtschaftliche Umfeld bleibt allerdings schwierig, und die kurzfristig stärkere Belebung der Wirtschaftstätigkeit verbuchen wir auf dem Konto „Vorzieheffekte“. Denn wegen der Anfang Oktober anstehenden Umsatzsteuererhöhung von 8 auf 10 % dürfte die Wirtschaftsaktivität von einer höheren Nachfrage kurzzeitig angeschoben werden. Eine entsprechende Gegenbewegung erwarten wir für die Folgemonate. Eine anhaltende Konjunkturbelebung wird sich unserer Einschätzung nach also nicht einstellen. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Bank of Japan die Entwicklung in der Phase vor und nach der Umsatzsteuererhöhung abwarten und dem Lockerungskurs anderer Notenbanken vorerst nicht folgen wird. Zentralbankchef Haruhiko Kuroda hat jedoch signalisiert, dass sich die Notenbank im Bedarfsfall nicht scheuen wird, geldpolitische Anpassungen vorzunehmen (u. a. Anleihekaufprogramm). Diese werden sich unseres Erachtens auch einstellen, da die tiefen Inflationsraten wieder abwärts tendieren und Deflationssorgen befeuern dürften.

USA: Tief gespaltene Stimmung

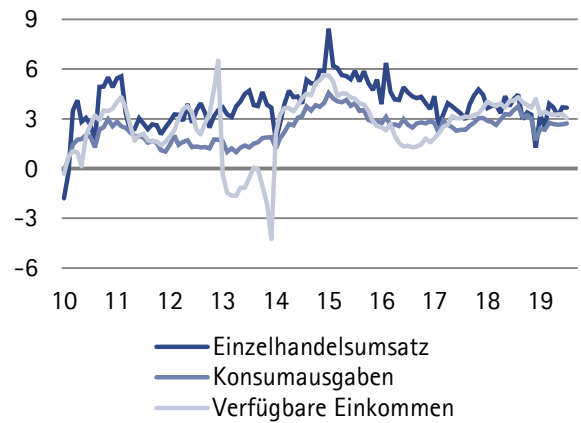
Stimmungsindikatoren (Index)



Quelle: Datastream

USA: Konsum stützt robusten Wachstumspfad

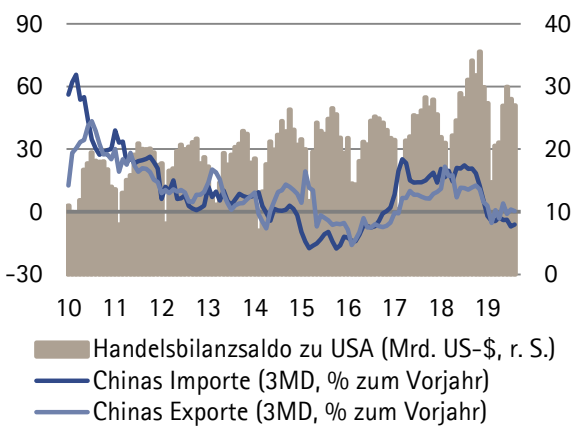
Konsum und Einkommen Privathaushalte (real, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

CHN: Handelsstreit wird sichtbarer

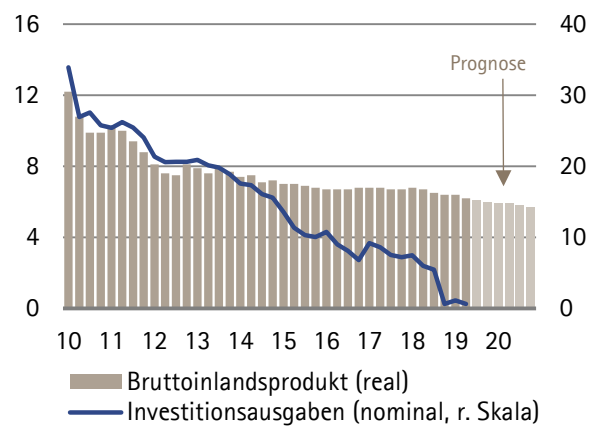
Außenhandel



Quelle: Datastream

CHN: BIP-Wachstum fällt 2020 unter 6,0 %

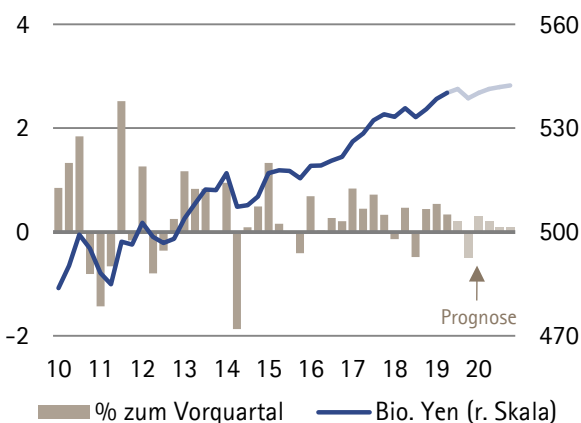
Wirtschaftsaktivität (% zum Vorjahr)



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

JPN: Konsumsteuer sorgt für „Volatilität“

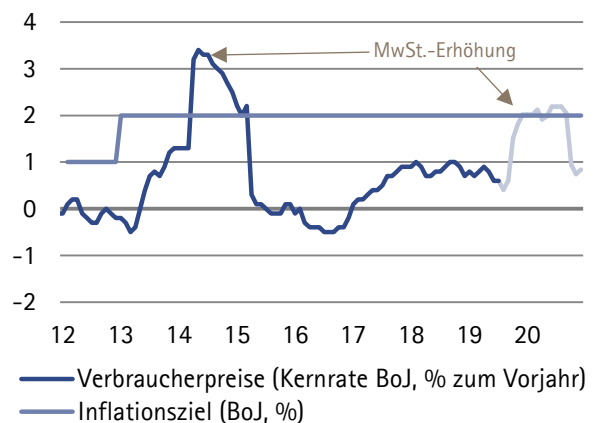
Bruttoinlandsprodukt



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

JPN: Inflationsschub steht bevor

Inflation



Quelle: Datastream

Zinsmärkte: Tiefstände werden bleiben

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Notenbanken im Banne hoher
(Staats-)Schulden und
„hungriger“ Finanzmärkte

EZB noch nicht am Ende ihrer
Möglichkeiten

EZB und Fed haben geliefert

Renditeprognose

	23.09.19	Monate		
		3	6	12
Bund (%)	-0,58	-0,50	-0,50	-0,60
Treasury (%)	1,71	1,60	1,50	1,40
Spread (Bp)	229	210	200	200

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Geldpolitik: Wettlauf um niedrige Leitzinsen

Die oftmals bereits (ultra-)expansive Geldpolitik befindet sich aktuell rund um den Globus am Beginn einer neuen Lockerungsrunde. Neben der Wachstums- und Inflationsentwicklung, bei der vielerorts nun auf Prävention geachtet wird, ist hierfür wohl auch der gestiegene Regierungseinfluss auf Notenbankpolitiken maßgeblich. Dies ist aus unserer Sicht vor allem in den USA der Fall, leiser ebenso im Euroraum. Die Gründe hierfür sehen wir darin, hohe und steigende Schulden bezahlbar zu halten und Finanzmärkte vor Krisentendenzen zu schützen. Hinzu kommt der Verdacht, dass Währungsvorteile mit Tiefzinsen erzielt werden sollen. Für die EWU steht zudem der Euro-Erhalt auf dem Spiel. Wir rechnen mit folgenden Entwicklungen:

Fed: Nach der Leitzinssenkung auf 2,0 % Mitte September ist die Fed zu weiteren datenabhängigen Zinsschritten bereit, ohne einen Pfad aber benannt zu haben. Die nächste Zinssenkung um 25 Basispunkte erwarten wir für Dezember. Wegen des hohen politischen Drucks dürfte der Leitzins Mitte 2020 bei 1,25 % liegen.

EZB: Das geldpolitische Füllhorn ist jüngst weiter ausgeschüttet worden. Dabei hat die EZB ihren Leitzinsausblick an die nachhaltige Korrektur des Inflationsausblicks gekoppelt. Unseres Erachtens wird diese auf sich warten lassen. Wir erwarten daher, dass der Einlagesatz im Frühjahr erneut gesenkt wird. Zudem dürfte sich die EZB mit der Anhebung der 33-%-Grenze Luft bei ihren Wertpapierkäufen verschaffen.

Bank of England: Dem Einfluss der Brexit-Unsicherheit auf das Wirtschaftsgeschehen und das Britische Pfund steht die Geldpolitik wohl noch eine Zeitlang machtlos gegenüber. Solange die Brexit-Frage ungelöst ist, dürfte die BoE stillhalten.

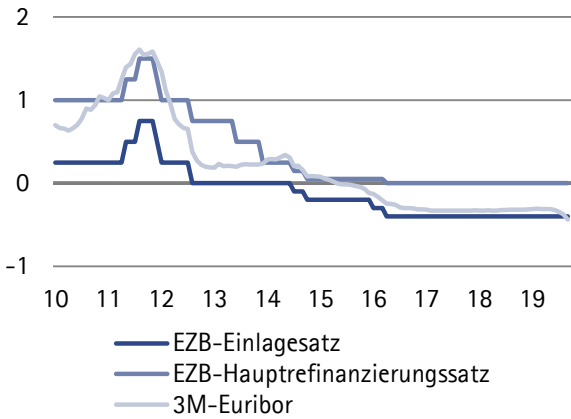
SNB: Auf die expansiven EZB-Maßnahmen hat die SNB zuletzt nicht reagiert und den Leitzins bei -0,75 % belassen. Ihren Expansionsgrad dürfte sie dennoch erhöhen, sollte der Aufwertungsdruck auf den Franken aus ihrer Sicht zu groß werden.

Staatsanleihen: Momentan fehlt die Fantasie

Das Marktumfeld wird unseres Erachtens durch die vom globalen Handelsstreit und Brexit (vgl. S. 5, 6) resultierende Verunsicherung weiter gestützt werden. Vor allem ist es die Geldpolitik von EZB und Fed, deren jetzt noch (ultra-)expansivere Ausrichtung erstklassige Staatsanleiherenditen aus unserer Sicht auf dem aktuell niedrigen Niveau zementieren. Im Euroraum dürfte die Wiederaufnahme der EZB-Wertpapierkäufe die erhofften Impulse für tiefbleibende Renditen 2020 liefern: Zu den monatlichen Bruttokäufen von 20 Mrd. € gesellen sich dann weitere rund 20 Mrd. € aufgrund hoher Fälligkeiten. Dies wird die Renditen unseres Erachtens über weite Teile des Anleihespektrums unter null halten und bei Bundesanleihen weiter auch den 30-jährigen Bereich betreffen. Zudem werden die (10-jährigen) Spreadkurven nicht zuletzt aufgrund der schwierigen Renditesuche wohl mindestens flach bleiben. Und bei der Fed dürften weitere Leitzinssenkungen nicht zuletzt aufgrund des politischen Drucks weiter in Aussicht stehen. All dies ist für uns in den Renditen bereits gepreist, weshalb deutliche Renditerückgänge abseits neuer Unsicherheitsschübe (u. a. Geopolitik, Handelsstreit, Brexit) wenig wahrscheinlich sind. Für das vierte Quartal halten wir daher moderate Gewinnmitnahmen im Blick. Angesichts der von uns erwarteten anhaltenden globalen Konjunkturabschwächung ist eine geldpolitisch motivierte Rückkehr der Renditefantasie aber wohl nur eine Zeitfrage.

EZB: Leitzinsniveau eher noch tiefer als aktuell

EZB-Leitzins und 3M-Euribor (%)



Quelle: Datastream

Bundesanleihen: Neues Marktumfeld 2019

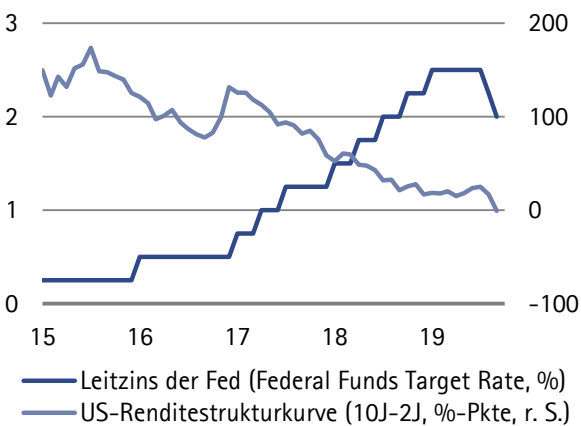
Rendite 10-jährige Bundesanleihe (%)



Quelle: Datastream

Fed: Anhaltende Kurvenverflachung

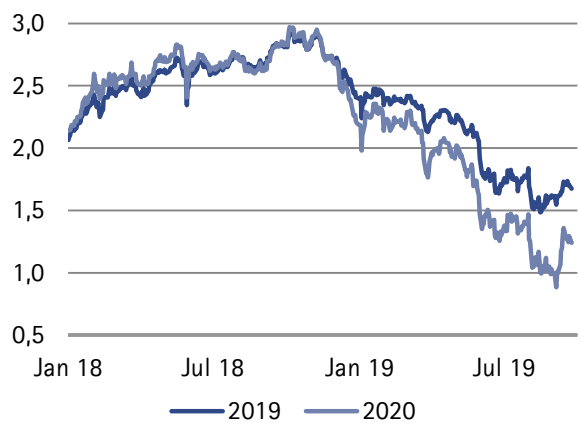
US-Leitzins und Renditestrukturkurve



Quelle: Datastream

Fed: Investoren erwarten Zinssenkungen

Fed Funds Futures (%)



Quelle: Datastream

US-Treasuries: Inflationserwartungen treiben

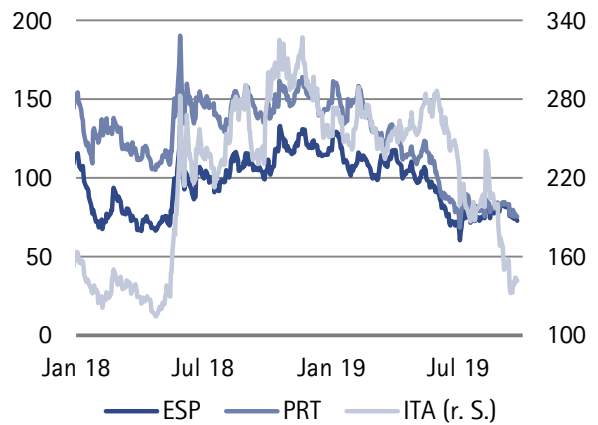
Treasuries und Inflationserwartungen (%)



Quelle: Datastream

EWU: Geldpolitik überlagert Länderrisiken

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



Quelle: Datastream

Währungen: Unsicherheit dominierend

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

USD-Stärke bleibt bestehen

Brexit sorgt für GBP-Unterbewertung

CHF bleibt unter Aufwertungsdruck

Währungsprognosen

	23.09.19	Monate		
		3	6	12
EUR-USD	1,10	1,10	1,12	1,08
EUR-GBP	0,88	0,90	0,85	0,86
EUR-CHF	1,09	1,10	1,12	1,12
EUR-JPY	118	120	122	125

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

EUR-USD: Seitwärtsbewegung erwartet

EUR-USD lag zuletzt bei 1,09. Gemessen an langfristigen Bewertungskriterien wie Kaufkraftparitäten und realen Wechselkursindizes erachten wir USD auf diesem Niveau weiter als überbewertet. Doch deutlich höhere Kurse als 1,10 werden sich auf 6M-Sicht nach unserem Dafürhalten gleich aus mehreren Gründen nicht einstellen. Denn bei den vielen markanten (geo-)politischen Risiken (u. a. Iran, Handelsstreit, Brexit) ist eine durchgreifende Entspannung unseres Erachtens nicht in Sicht (vgl. S. 5). Die Risikowahrnehmung von Investoren dürfte daher erhöht bleiben und USD gut unterstützen. Der Euroraum wird unserer Einschätzung nach zudem erst einmal eine stärkere Konjunkturabschwächungsphase durchlaufen als die USA. Mit den von uns erwarteten Leitzinssenkungen der Fed (vgl. S. 10) wird der US-Zinsvorteil zwar schrumpfen, angesichts von EUR-Negativzinsen, beständigen EZB-Anleihekäufen und voraussichtlich bald noch weiteren EZB-Lockerungsmaßnahmen aber nicht allzu sehr belasten. EUR-negativ wird zudem wohl das wachsende Bewusstsein wirken, dass die EWU ohne politische Union unvollkommen bleibt. Ihre Risse dürften fortan immer größer werden. Sollten die USA ihre Drohung wahr machen und USD am Devisenmarkt schwächen, wird dies unserer Ansicht nach auch deshalb nicht nachhaltig sein. Ein Währungskrieg zwischen den USA, China und dem Euroraum wäre hingegen ein Schreckensszenario. Eine solche globale Abwertungs-spirale würde das gesamte Wechselkursgefüge aus unserer Sicht nachteilig treffen und Länder weltweit unter starken Wechselkurschwankungen leiden.

EUR-GBP: Brexit sorgt für Volatilität

Brexit-Verschiebung, Neuwahlen mit unsicherem Ausgang, harter oder weicher Brexit – die Unsicherheit, wie und wann der EU-Austritt erfolgt, ist unverändert hoch. Entsprechend bleibt der GBP-Wechselkurs unseres Erachtens ein Spielball der britischen Politik. Solange die Brexit-Frage aber offen ist und je nachdem, ob Brexit-Ängste der Marktakteure auf- oder abflauen, sind für EUR-GBP jederzeit stärkere Kursausschläge in Richtung 0,85 oder 0,95 wahrscheinlich. Da wir mit einer Brexit-Verschiebung ins Neue Jahr rechnen, bliebe die potenzielle Kursvolatilität also mindestens bis Anfang 2020 hoch. Tritt unser Szenario eines geordneten Brexits ein, dürften Kurse von 0,85 schon Anfang 2020 erreicht werden. Bei einem harten Brexit wird die Parität hingegen wohl zumindest temporär erreicht werden.

EUR-CHF: Anker liegt vorerst bei 1,10

Der latente CHF-Aufwertungsdruck wird unserer Ansicht nach vorerst anhalten. Dafür sprechen die erhöhten geopolitischen Risiken, die ungelöste Brexit-Frage und die anhaltenden Handelskonflikte (USA, China, Europa). Die globale Risikowahrnehmung der Investoren dürfte entsprechend hoch und CHF als sicherer Anlagelieferant stark gefragt bleiben. Wechselkursbedingt verstärkt sich damit jedoch der disinflationäre Einfluss auf die bereits niedrige Inflationsrate in der Schweiz. Auch wenn sich die SNB dem weltweiten geldpolitischen Lockerungstrend noch anschließen sollte: Mit ihrer forcierten Negativzinspolitik und/oder temporären Devisenkäufen zur Schwächung des Franken kann sie gegen diese externen Einflüsse relativ wenig ausrichten. Auf 3M-Sicht rechnen wir deshalb mit EUR-CHF-Kursen bei 1,10.

EUR–USD: Risikoaversion treibt USD

EUR–USD



Quelle: Datastream

EUR–USD: Vom Zinsdifferenzial entkoppelt

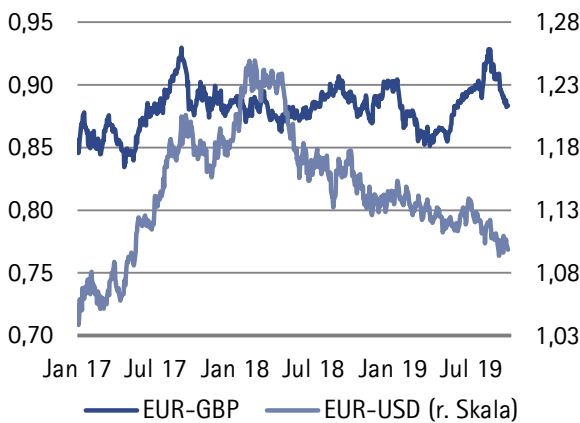
Wechselkurs und Zinsabstand



Quelle: Datastream

EUR–GBP: Spielball der Brexit-Politik

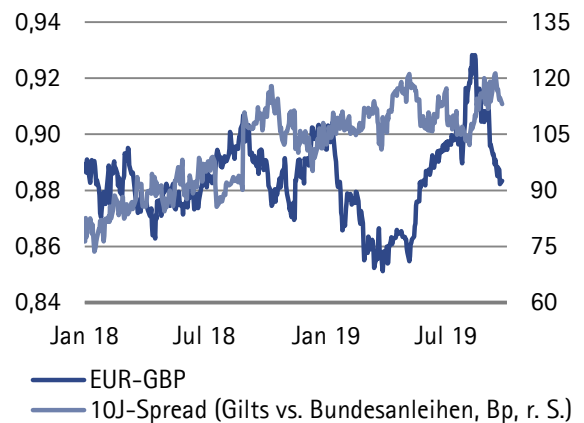
Wechselkurs



Quelle: Datastream

EUR–GBP: Geldpolitischer Einfluss gering

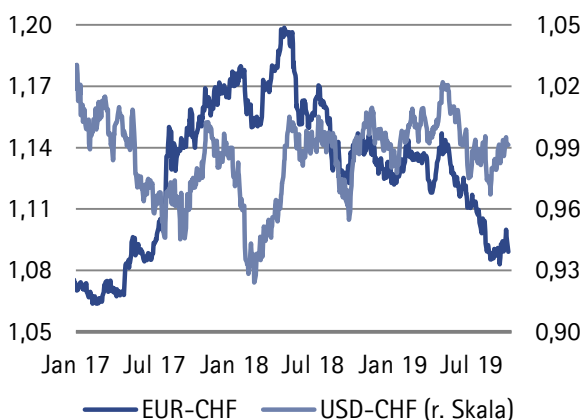
Wechselkurs und Zinsabstand



Quelle: Datastream

EUR–CHF: Seitwärts erwartet

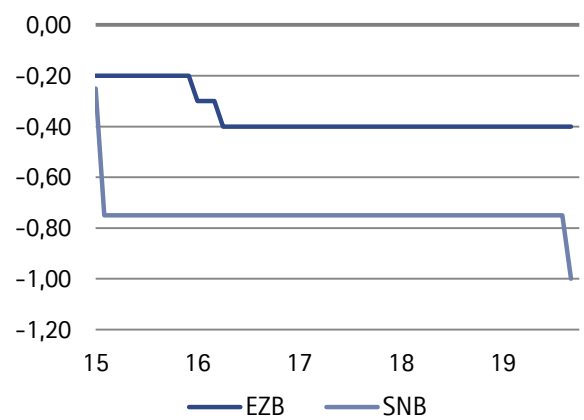
Wechselkurs



Quelle: Datastream

SNB: Negativzinsen gegen Franken–Stärke

Leitzinsen (%)



Quelle: Datastream

Geldpolitik kämpft gegen Windmühlen

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Hartnäckig niedrige Inflationsraten!
Warum?

Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflationsrate hat sich erheblich gelockert

Strukturelle und nicht-zyklische Einflussfaktoren sind bedeutsamer geworden

Im Kampf gegen störrisch niedrige Inflationsraten, die zurzeit teilweise deutlich unter den aus Sicht vieler Notenbanken mit Preisniveaustabilität vereinbarten Zielwerten liegen, setzt die Geldpolitik aktuell einmal mehr auf eine Lockerung ihres Kurses. Die Erwartung ist, dass neue Wachstumskräfte mit verbesserten Finanzierungsbedingungen freigesetzt werden. Eine erhöhte Kreditnachfrage und Investitionsdynamik sowie ein steigender Auslastungsgrad sollen den Inflationsauftrieb auf mittlere Sicht verstärken, so die Theorie. Doch die Erfahrung der vergangenen Jahre zeigt, dass dies nicht wirklich funktioniert. Auch der ultra-expansive Kurs, der von der Geldpolitik nach Ausbruch der Finanzkrise gesteuert wurde, hat die Inflationsraten nicht hochschießen lassen. Hier hätte der im zurückliegenden Aufschwung hohe Auslastungsgrad (Produktionskapazitäten, niedrige Arbeitslosigkeit) lehrbuchmäßig und der Phillips-Kurve zufolge zu einem kräftigen Lohn- und Preisdruck führen müssen. Für die Geldpolitik wirft das viele Frage auf: Warum fallen Inflationsraten? Ist die Phillips-Kurve, wie der Papagei in Monty Pythons Sketch „Dead Parrot“, tot oder ruht sie? Hat sich der Inflationsprozess strukturell und damit langfristig verändert?¹ Sind unter diesen Bedingungen neue geldpolitische Strategien wirklich hilfreich, um den seit Jahren verfehlten Inflationszielen näher zu kommen?

In der Boom-Phase boomt der Preisauftrieb nicht mehr

Unserer Ansicht nach hat sich der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation aufgrund struktureller Änderungen in den vergangenen zwei Dekaden stark abgeschwächt. Wir führen das unter anderem auf die nach der Finanzkrise kräftig gestiegene und seitdem auf hohem Niveau verharrenden Zahl an arbeitsfähigen Personen zurück, die in der Statistik aus diversen Gründen nicht als beschäftigt oder arbeitssuchend erfasst werden (Stille Reserve). Dies ist vor allem in den USA zu beobachten. Offensichtlich steht damit ein hohes Arbeitskräftepotenzial zur Verfügung, das den Lohnauftrieb bremst bzw. die Verhandlungsposition von Arbeitskräften schwächt. In den USA sind dies aktuell 95,5 Mio. Personen bzw. 15 Mio. mehr als vor Krisenbeginn. Im Euroraum hat sich die Stille Reserve seit 2014 zwar um gut 2,0 Mio. verringert, sie ist aber mit rund 13,5 Mio. Personen weiter recht hoch.

Wir sind davon überzeugt, dass die Inflationsraten auch weiterhin von anderen Faktoren als dem Auslastungsgrad und verstärkt von externen Einflüssen niedrig gehalten werden. So tragen die globalen Wertschöpfungsketten sowie Kapital- und Investitionsströme zu tieferen Produktions- und Investitionskosten und niedrigen Preisen bei. Der intensive globale Wettbewerb schränkt den Preisüberwälzungsspielraum von Unternehmen zudem deutlich ein. Durch den Digitalisierungsprozess wird der Trend niedriger Inflationsraten zusätzlich verstärkt. Dies alles führt auch dazu, dass Inflationsraten heutzutage offensichtlich weniger konjunktursensibel reagieren als in den vergangenen beiden Jahrzehnten. Für die USA berechnet die Federal Reserve Bank von San Francisco, bezogen auf den Kern-Deflator der Konsumausgaben, regelmäßig den Einfluss solcher nicht-zyklischer Preiskomponenten. Danach trugen diese von 2000 bis heute durchschnittlich 40 % zum Inflationsanstieg bei. Ihr Einfluss auf die

¹ Vgl hierzu Óscar Jordà, Chitra Marti, Fernanda Nechio, Eric Tallman [Juli 2019]: *Why Is Inflation Low Globally?*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter.

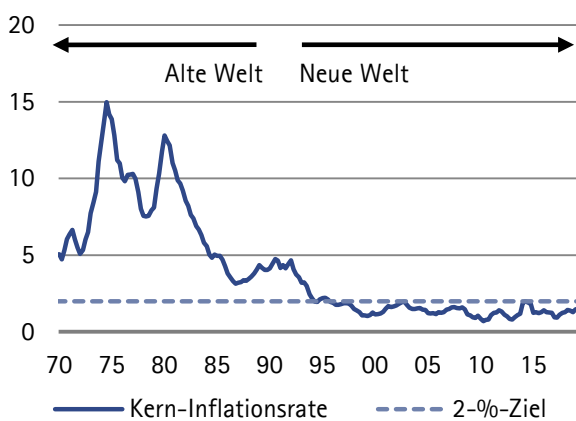
Inflationsrate ist dabei tendenziell abwärtsgerichtet, während die zyklische Rate seither nahezu seitwärts tendiert.

Inflationsprozess unterliegt dämpfender Veränderung

Hinzu kommt ein wohl veränderter Inflationsprozess. Der Erfahrungswert, dass Inflationsraten in den vergangenen Jahren zumeist niedrig waren, wird von den Wirtschaftssubjekten in ihren Erwartungen prolongiert. Privathaushalte und Unternehmen beziehen dies bei künftigen Wirtschaftsaktivitäten und Vertragsverhandlungen ein. Diese Beharrlichkeit (Persistenz) schlägt sich in niedrigeren Inflationserwartungen und letztlich niedrigeren Inflationsraten nieder. Die Geldpolitik ist dadurch Opfer ihres eigenen Erfolgs bei der Inflationsbekämpfung. Umso wichtiger ist es, das hohe Gut der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhalten, die zurzeit von Regierungen bedroht wird (u. a. Türkei, Polen, USA). Ansonsten besteht die Gefahr, dass die relativ fest verankerten Inflationserwartungen rasch aus den Fugen geraten.

Die neue Inflations-Welt

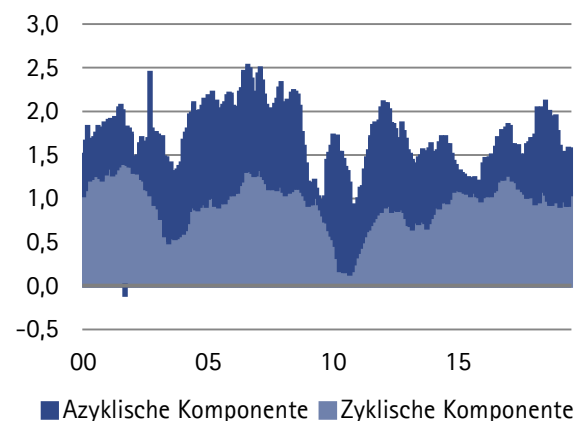
Kern-Inflationsraten G7 (CPI, ungewichteter Durchschnitt)



Quelle: Bankhaus Lampe, Datastream

USA: Einfluss zyklischer Preise schwindet

Beiträge zur Kern-Inflationsrate PCE (Prozentpunkte)



Quelle: Fed San Francisco, Bankhaus Lampe

Gegen strukturell bedingt niedrigen Preisdruck hilft „geldpolitisches Kraut“ wenig

Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik beschränkt

Unserer Einschätzung nach wird die Geldpolitik ihre Ziele mit neuen Lockerungsmaßnahmen weder konjunkturell noch preiszielseitig erreichen. Das Zinsniveau ist bereits derart niedrig, dass Kredite und Investitionen mit noch günstigeren Finanzierungsbedingungen kaum angeschoben dürften. Ihnen stehen vielmehr anhaltende politische Unsicherheiten sowie stark getrübe Absatzerwartungen entgegen. Ebenso kann die Geldpolitik gegen die oben beschriebenen strukturell dämpfenden Effekte wenig ausrichten. Ebenso ist ein Wechsel der geldpolitischen Zielsetzung kein Allheilmittel, mit dem die Inflationsraten nachhaltig auf den Zielwert steigen. Wenn ein Bogenschütze eine Zielscheibe stets verfehlt, besteht die Lösung auch nicht darin, mit derselben Technik auf ein anderes Ziel zu schießen. Inflationsraten ziehen nicht deshalb an, weil der Zielwert heraufgesetzt wurde. Mit einer Herabsetzung wäre das Preisziel zwar erfüllt, doch drohte damit ein weiteres Abrutschen der Inflationserwartungen. Für uns bleibt daher die Erkenntnis, dass die Geldpolitik frei verfügbare Kapazitäten in der Wirtschaft beständig unterschätzt und der erwartete Preisauftrieb sowie infolgedessen das als neutral angesehene Leitzinsniveau zu hoch angesetzt sind. Die ultra-lockere Ausrichtung des geldpolitischen Kurses wird unserer Ansicht nach auch deshalb noch für sehr lange Zeit bestehen bleiben.

Eckdaten

Deutschland	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt* (% ggü. Vj.)	2,2	2,5	1,5	0,5	0,7
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,8	2,1	1,8	1,8	0,9
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,6	0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,5	1,5	1,7	1,6	1,7
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	5,9	5,5	5,0	5,1	5,3
Budgetsaldo (% nominales BIP)	0,9	1,0	1,7	1,0	0,6

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

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

Euroraum	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,9	2,7	1,9	0,9	0,5
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,3	2,1	1,5	1,4	0,8
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	0,5	0,5	0,1	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,2	1,5	1,8	1,2	1,2
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	9,6	8,6	7,9	7,3	7,1
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-1,6	-1,0	-0,5	-1,0	-1,0

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

Großbritannien	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,8	1,8	1,4	1,1	0,7
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,5	1,9	1,2	1,5	1,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,7	0,5	-0,2	-0,6	0,8
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,7	2,7	2,5	1,9	2,0
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,7	4,3	3,9	3,9	4,3
Budgetsaldo (% nominales BIP)	-2,9	-1,9	-1,5	-1,6	-1,4

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

USA	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,6	2,4	2,9	2,3	1,9
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,4	2,5	3,0	2,5	2,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,3	2,1	2,4	1,8	1,9
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,7	4,1	3,9	3,9	4,4
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)*	-5,4	-4,3	-6,6	-6,8	-7,0

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

* Bezogen auf den Gesamtstaat

China	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	6,7	6,8	6,6	6,2	5,8
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,0	1,6	2,2	2,2	2,0
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	4,0	3,9	3,9	4,1	4,4
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)	-3,0	-3,1	-3,1	-3,4	-3,6

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodenliste DIN ISO 3166	EWU	Europäische Währungsunion
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	Fed	Federal Reserve Bank (Zentralbank der USA)
10–2J	10–2 Jahre	(gl.) 3MD	(gleitender) 3-Monatsdurchschnitt
€	Euro als Volumenangabe	GBP	Britisches Pfund als Währung
BA-X	Stellenindex der Bundesagentur für Arbeit	ggü.	gegenüber
BIP	Bruttoinlandsprodukt	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
BoE	Bank of England (Zentralbank Großbritanniens)	ISM	Institute for Supply Management, USA
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	JPY	Japanischer Yen als Währung
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
CHF	Schweizer Franken als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures
CPI	Consumer Price Index	SNB	Schweizerische Nationalbank (Zentralbank der Schweiz)
EUR	Euro als Währung	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
ASEAN	Verband südostasiatischer Länder zwecks verbesserter Zusammenarbeit in wirtschaftlicher, politischer und sozialer sowie in sicherheits-, kultur- und umweltpolitischer Hinsicht, seit 2009 Ziel eines gemeinsamen Wirtschaftsraums
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
Boom–Bust–Zyklus	Auf eine (längere) Phase eines übermäßig starken Anstiegs beispielsweise bei der Kreditvergabe oder den Vermögenspreisen folgt ein schlagartiger Einbruch
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
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 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 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

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
Kaufkraftparität	Bezogen auf den Wechselkurs sollte sich dieser auf lange Sicht so anpassen, dass die Kaufkraft in zwei Währungsräumen (zumeist gemessen anhand eines Warenkorbs von Waren und Dienstleistungen) gleich ist
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
Phillips-Kurve	Beschreibt den Zusammenhang zwischen Lohn- bzw. Preissteigerungen und der Arbeitslosenquote
Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderung des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
Preisniveaustabilität	Hier als Zielwert von Notenbanken verstanden. Für die EZB soll die jährliche Inflationsrate „auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 %“ liegen, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex des Euroraums. Die Fed strebt als Zielwert die Kern-Inflationsrate des Deflators der privaten Konsumausgaben von 2 % an
Preisüberwälzung	Beschreibt den Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Prolongieren	Verlängern, in zeitlicher Hinsicht
Prozyklisch	Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die in die Richtung der aktuellen Phasen im Konjunkturzyklus verstärkend wirken
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
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
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-) Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
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: 24. September 2019, 12 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

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

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