



Plumps nach Wumms

10. September 2020

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Trotz anhaltender Corona-Pandemie erholt sich die Weltwirtschaft. Die kräftigen BIP-Zuwachsraten im dritten Quartal 2020 werden jedoch nicht halten. Nach wie vor bestehen hohe Konjunkturrisiken, die Notenbanken in Atem halten dürften. Die kritische Konjunkturphase kommt erst noch.

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich trotz anhaltender Corona-Pandemie bis zuletzt fortgesetzt. Nach der in China im zweiten Quartal eingetretenen kräftigen Aufwärtsbewegung zeichnet sich diese im laufenden Quartal nun auch für andere Industrieländer ab. Dabei ergeben sich Verbesserungen meist vom Konsum her, während die Industrie langsamer in Fahrt kommt. Ab dem vierten Quartal dürfte die Konjunktur allseits merklich Schwung verlieren, da der Nach-Corona-Konsumschub dann nachlässt. Dieses von uns erwartete Konjunkturbild halten wir auch nach unserer jüngsten Prognoserunde aufrecht. Im Folgenden thematisieren wir daher Entwicklungen, die uns in unserem Konjunkturszenario derzeit besonders beschäftigen.

Pandemie hält konjunkturelle Rückschlaggefahr hoch

- **Corona-Pandemie:** Die Corona-Neuinfektionszahlen sind weltweit bis zuletzt hoch geblieben. Die gesunkenen US-Neuinfektionszahlen gehen auf hohem Niveau dagegen in die gewünschte Richtung. Neben dem neuen Epizentrum Indien hat aber vor allem das freundliche EWU-Pandemiebild Kratzer bekommen. Insbesondere der kräftige Neuinfektionsanstieg in Frankreich und Spanien birgt die Gefahr konjunktureller Bremsspuren, die aus wiederhochgefahrenen regionalen Schutzmaßnahmen resultieren. Früher als erwartet könnte die Konjunkturerholung daher bereits im laufenden Quartal gebremst werden.

Manche Stimmungsindikatoren schwächeln

- **Stimmungsindikatoren:** Mancherorts hat sich erster Aufwärtseilan im August abgeschwächt, teilweise sind Frühindikatoren sogar gesunken. In negativer Hinsicht sind uns hier das US-Verbrauchervertrauen und die EWU-Einkaufsmanagerindizes aufgefallen. Beim ifo-Geschäftsklima beruhen die Hoffnungen vor allem auf der Zukunft, die aktuelle Geschäftslage wird von den befragten Unternehmen weiter als schwierig bewertet. Echtzeitindikatoren, etwa zur Konsumentenmobilität, mahnen ebenfalls zur Vorsicht. Von den Indikatoren geht zwar weiter ein Wachstumssignal aus. Früher als befürchtet zeigen sie aber, dass die Konjunkturerholung keine Einbahnstraße ist.

Kräftige BIP-Zuwächse im laufenden Quartal dürfen nicht blenden

Weiterhin hohe Risiken für Konjunkturerholung

Für unsere BIP-Prognosen¹ sehen wir daher mehr Abwärtsrisiken als Aufwärtsschancen. Vor allem für (Klein-)Unternehmen dürfte es schwierig bleiben, Umsatzausfälle aufzuholen und gegen eine höhere Verschuldung anzuverdienen. Dadurch bleibt das

¹ Unsere US-BIP-Prognose für 2020/21 passen wir wegen Statistikrevisionen und gestiegener Erwartungen an das laufende Quartal von $-5,0/5,6\%$ auf $-4,0/4,0\%$ an. Ein weiteres Konjunkturpaket bis zu 1,0 Bio. US-\$ ist enthalten. Aufgrund des stärker als erwartet ausgefallenen Einbruchs in Großbritannien haben wir unsere BIP-Prognosen für 2020/21 von $-9,2/5,5\%$ auf $-11,0/7,2\%$ adjustiert. Für Deutschland liegt die Prognose auch wegen besser als erwartet ausgefallener Konjunkturdaten nun bei $-5,2/4,5\%$ (zuvor $-6,3/5,0\%$). Zusammen mit der Aufwärtsrevision des BIP-Ergebnisses für das zweite Quartal erhöhen wir unsere 2020/21er-EWU-BIP-Prognose von $-9,0/5,2\%$ auf $-8,4/5,6\%$.

Risiko bestehen, dass mehr Kapazitäten und Arbeitsplätze abgebaut werden, als dies ohnehin schon erwartet wird. Unseres Erachtens wird dies bei Unternehmen und Verbrauchern weiter auf die Stimmung drücken, was einer beständig dynamischen Konjunkturerholung unverändert entgegensteht. Die verlängerte Aussetzung der Insolvenzantragspflicht in Deutschland unterstreicht den Ernst der Lage. Um Härten des Pandemieschocks aufzufangen, „lauern“ staatliche und geldpolitische Hilfen daher weiter am Horizont. So sind die sich abzeichnenden hohen BIP-Zuwachsraten für das laufende Quartal eine schöne Momentaufnahme, blenden dürfen sie nicht.²

PEPP-Volumen der EZB wird eher nicht reichen

Ultra-expansive Geldpolitik – was sonst?

Nicht zuletzt aufgrund tiefer Inflationsraten stehen EZB und Fed aus unserer Sicht vor einer erneuten Ausweitung ihres ultra-expansiven Kurses. Die EZB wird ihre Wertpapierkäufe wohl frühestens im Dezember steigern, da Konjunkturdaten enttäuschen und das Volumen ihres Pandemie-Notkaufprogramms bis Mitte 2021 auch wegen der Ende Dezember 2020 auslaufenden APP-Zusatzkäufe kaum reichen dürfte. Die Fed wird unserer Einschätzung nach zunächst abwarten, inwieweit es ein neues Fiskalpaket geben wird. Auch rechnen wir vor den US-Wahlen mit geldpolitischer Zurückhaltung. Wegen der unserer Einschätzung nach fragil bleibenden Konjunkturlage dürfte die Fed Anfang 2021 neue expansive Maßnahmen beschließen.

Fed hat Tür für langfristig noch expansivere Geldpolitik weit aufgestoßen

Durch die jüngste Strategieanpassung der Fed fühlen wir uns darin bestätigt, dass an eine Reduktion ihres extremen Expansionsgrades auf Jahre nicht zu denken ist: Um vor allem die unseres Erachtens implizit bestehenden Notenbankenziele günstiger Finanzierungsbedingungen und Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, hat sich die Fed eine passende Strategie verordnet. Danach ist es nun möglich, dass die Inflationsrate (länger) über dem 2-%-Preisziel liegen kann, wenn sie zuvor (länger) darunter gelegen hat. Mit Blick auf den aufgelaufenen Inflationspuffer der vergangenen Jahre kann die Notenbank die äußerst expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik jetzt noch besser begründen. Wir erwarten, dass die zurzeit laufende Strategieüberprüfung der EZB zu ähnlichen Ergebnissen kommen wird. Aus unserer Sicht werden (Preis-)Ziele jedenfalls so formuliert werden, dass sie den impliziten Zielen der Notenbanken nicht entgegenstehen. Wir sehen dies als weltweiten Trend an.

„Alles“ spricht für tief bleibende Staatsanleiherenditen

US-Treasury-Renditeprognose gesenkt

Die Aussicht auf künftig noch größere Expansionsgrade führender Notenbanken zementiert unseres Erachtens das tiefe Renditeniveau erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen. Für US-Treasuries haben wir unsere 6M-/12M-Prognose sogar gesenkt, einen Renditeanstieg auf 1,00 % erwarten wir nicht mehr. Die noch länger anhaltende Emissionsflut dürfte den jahrelangen Renditeabwärtstrend aber aufhalten.

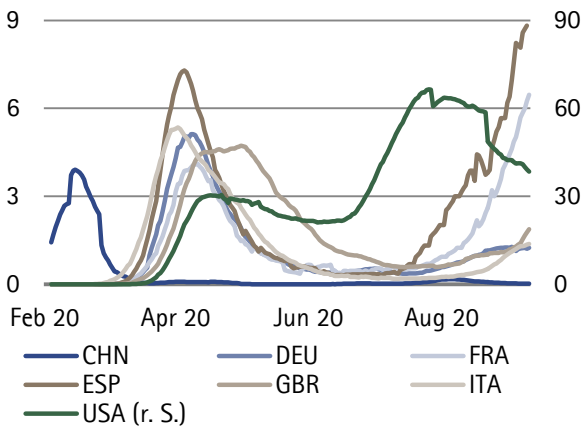
USD temporär geschwächt

Für EUR-USD wird das höhere Kursniveau bis zu den US-Wahlen Anfang November wohl bestehen bleiben, mitunter auch 1,20 erreichen. Die für uns zurzeit sehr einseitig positive EWU-Wahrnehmung und die negative US-Stimmung dürften auf 6M-Sicht jedoch nicht halten. Kurse um 1,15 bleiben uns daher näher als um 1,25.³ Das DAX-Ziel unseres Equity Research liegt für Ende 2020 weiter bei 11.350 Punkten.

² Beispiel: Der reale US-Konsum deutet für das dritte Quartal 2020 auch dann auf einen Rekordzuwachs von mehr als 8 % (annualisiert fast 40 %) hin, wenn die Ausgaben der Privathaushalte im Vormonatsvergleich im August und September stagnierten.

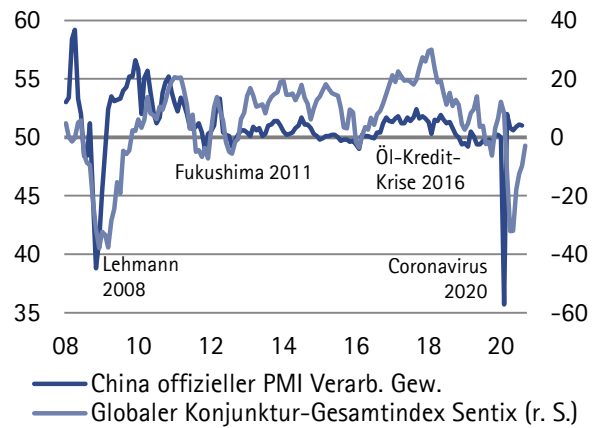
³ Zu den Details vgl. unser *Economic Research KOMPAKT* „USD-Abgesang zu laut“ vom 24.08.2020.

Welt: Corona-Welle weiter unterwegs
Neuinfektionen (14-Tage-Durchschnitt, Tsd.)



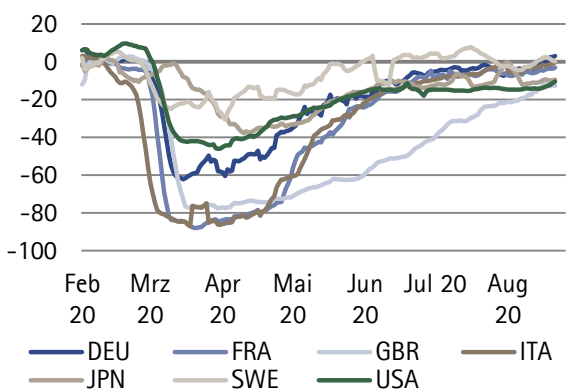
Quelle: World Health Organization, Bankhaus Lampe

Welt: China führt Erholung an
Stimmungsindikatoren (Index)



Quelle: Refinitiv Datastream

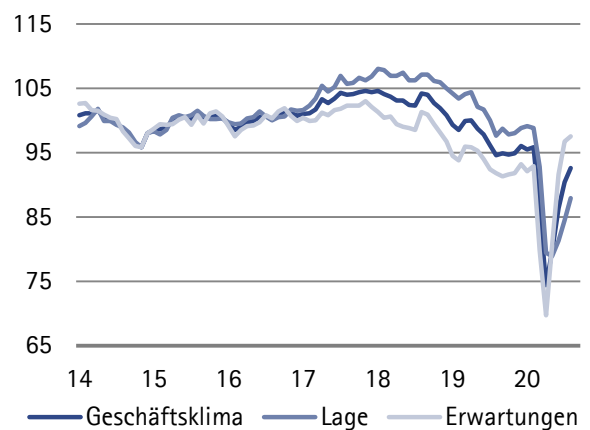
Welt: Konsum-Mobilität ins Stocken geraten
Mobilitätsmaß (Abweichung von Referenzperiode*, %, 7-Tage-Ø)



* Zeitraum 03.01.-06.02.2020. Erfasst: Kundenzahl in Einzelhandelsgeschäften und Freizeiteinrichtungen. Abweichung vom Median

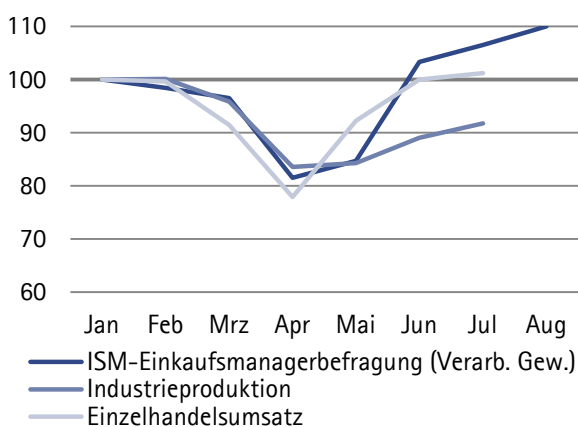
Quelle: Google Trends Mobilitätsreports, Bankhaus Lampe

DEU: Stimmung von Hoffnung getragen
ifo-Geschäftsklima Deutschland (Index)



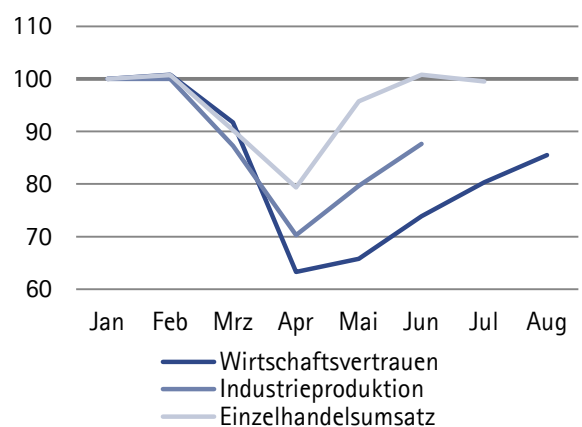
Quelle: Refinitiv Datastream

US-Konjunkturerholung bisher gefestigter, ...
Konjunkturindikatoren (Jan 2020=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

... EWU-Stimmung noch im Keller
Konjunkturindikatoren (Jan 2020=100)



Quelle: Refinitiv Datastream

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				
	% zum Vorjahr	2018	2019	2020P	2021P	2018	2019	2020P	2021P
Welt		3,6	2,9	-3,7	5,4				
Euroraum		1,9	1,3	-8,4	5,6	1,8	1,2	0,4	1,2
Deutschland*		1,3	0,5	-5,2	4,5	1,7	1,4	0,7	1,3
Frankreich		1,8	1,5	-11,2	6,5	2,1	1,3	0,6	1,1
Italien		0,7	0,3	-10,3	5,5	1,2	0,6	0,1	1,0
Spanien		2,4	2,0	-12,3	8,0	1,7	0,8	-0,3	0,8
Großbritannien		1,3	1,5	-11,0	7,2	2,5	1,8	0,8	1,2
Schweiz		2,7	1,2	-4,8	5,2	0,9	0,4	-0,6	0,5
USA		3,0	2,2	-4,0	4,0	2,4	1,8	1,2	1,9
China		6,8	6,1	2,3	8,0	2,2	2,9	2,8	2,1
Japan		0,3	0,7	-4,5	4,0	1,0	0,5	0,2	0,3

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

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

Zinsen und Renditen (%)	09.09.2020	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate	0,25	0,25	0,25	0,25
3-Monats-Libor*	0,25	0,20	0,20	0,20
10-jährige Treasury	0,70	0,70	0,60	0,60
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,49	-0,50	-0,50	-0,50
10-jährige Bundesanleihe	-0,46	-0,50	-0,50	-0,60
Großbritannien				
Reposatz	0,10	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Libor	0,06	0,05	0,00	0,00
10-jährige Gilt	0,20	0,20	0,10	0,00
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON-Tagesgeldsatz	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,44	-0,70	-0,70	-0,80

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	09.09.2020	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,18	1,17	1,13	1,15
EUR-GBP	0,91	0,91	0,87	0,87
EUR-CHF	1,08	1,08	1,10	1,12
EUR-JPY	125,05	123,00	124,00	125,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	GBP	Britisches Pfund als Währung
CHF	Schweizer Franken als Währung	ISM	Institute for Supply Management, USA
DEU, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	JPY	Japanischer Yen als Währung
EUR	Euro als Währung	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
EWU	Europäische Währungsunion	PMI	Purchasing Manager Index (Einkaufsmanagerindex)
EZB	Europäische Zentralbank	SARON	Swiss Average Rate Overnight
Fed	Federal Reserve Bank (US-Zentralbank)	USD	US-Dollar als Währung

Begriff	Erklärung
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
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
Einkaufsmanagerindex	Befragung von Einkaufsmanagern, die einen Überblick über die wirtschaftliche Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Frühindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Zentralbank zur Erreichung ihrer Ziele
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
ifo-Geschäftsklima	Vom ifo-Institut erhobene Befragung von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, Handels und Bauhauptgewerbes
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Libor	London Interbank Offered Rate. Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank (auch: Zentralbank)	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist.
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Staatsanleihe/Staatsstiel	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

Quelle: Bankhaus Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

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

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

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

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

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

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

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

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

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

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

Standorte

BANKHAUS LAMPE KG

BERLIN

Carmerstraße 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

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

MÜNSTER

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

OSNABRÜCK

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

STUTTGART

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

LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

DÜSSELDORF

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