



# Kapitalmarkt-Ausblick 2019

Auf Risiken achten

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

23. November 2018



Bankhaus Lampe

# Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

## Konjunkturvölle adé

Das Jahr 2019 wird unserer Erwartung nach von einer global nachlassenden Konjunkturdynamik geprägt sein. Mangels neuer wirtschaftspolitischer Impulse und des anhaltenden Rückzugs wichtiger Notenbanken aus der ultra-expansiven Geldpolitik rechnen wir mit einem auf 3,4 % sinkenden Wachstum des Welt-BIP (2018P: 3,7 %). Aufgrund der nachlassenden Schubkraft der Steuerreform dürfte das BIP-Wachstum in den USA merklich auf 2,3 % abnehmen. Für China erwarten wir mit 6,5 % ebenfalls einen gegenüber 2018 niedrigeren Anstieg. Zudem dürfte es in Schwellenländern konjunkturell ruppiger werden, insbesondere aufgrund des noch weiter steigenden US-Zinsniveaus. Im Euroraum geht der BIP-Zuwachs dagegen wohl hauptsächlich wegen der im Vergleich zu 2017 tieferen Ausgangsbasis auf 1,4 % zurück. Zusammen verbuchen wir diese Entwicklung in der Kategorie der Wachstumsnormalisierung, bei der ein nennenswerter Puffer zu rezessiven Tendenzen bestehen bleibt. Raum für nachhaltig steigende Inflationsraten besteht in diesem Umfeld nicht.

Wichtige Notenbanken dürften den äußerst lockeren Expansionsgrad ihrer Geldpolitik daher weiter senken. Die Fed wird ihren Leitzins in diesem Zyklus wohl bis Mitte 2019 auf das neutrale Niveau von 3,0 % anheben und ihre Bilanzsumme plangemäß um 600 Mrd. US-\$ reduzieren. Nach dem absehbaren Ende ihrer Netto-Wertpapierkäufe im Dezember rechnen wir für September mit der Leitzinswende der EZB. Bis es Klarheit über die Brexit-Art gibt, dürfte die BoE nicht an der Zinsschraube drehen.

## Risiken wieder en vogue

Bei 2019 nachlassender Konjunkturdynamik und steigenden Leitzinsen dürften Investoren gewichtige Risiken stärker beachten. Neben der Tragfähigkeit der weltweit auf hohe 246 % des BIP gekletterten Gesamtverschuldung, den ausgeprägten Kreditrisiken in China und den USA sowie dem noch angeschlagenen EU-Bankensektor haben wir hier besonders den globalen Handelskonflikt im Blick. Eine extreme Eskalation ließe Inflationsraten wohl steigen und kostete das Welt-BIP zunächst bis zu 0,3 Wachstumspunkte. Produktionsketten dürften aber rasch angepasst und neue Allianzen geschmiedet werden. China wird voraussichtlich wirtschaftspolitisch gegensteuern. Entwarnung bedeutete dies nicht: Sorge bereitet uns, dass vor allem Industrieländer für den Krisenfall geld- und fiskalpolitisch merklich schlechter gerüstet sind als 2008. Für den Euroraum kommt hinzu, dass Italiens Abkehr von der Haushaltsdisziplin wohl Nachahmer finden und dies für ständige Unruhe sorgen wird.

Abseits von Safe-Haven-Flows dürften 10-jährige Treasuries auf 3M-Sicht belastet bleiben, ohne dass der jüngste Renditegipfel nachhaltig übertroffen wird. Die nachlassende Strahlkraft der US-Konjunktur spricht für Renditen, die später unter 3,0 % liegen. Alles in allem dürfte die 2019er-Renditespanne für Treasuries von 2,50 bis 3,40 %, die für Bundesanleihen von 0,10 bis 0,80 % reichen. Für andere EWU-Staatsanleihen besteht unterschwellig ganzjährig eine Schwächetendenz. Außer für die USA bleibt die Finanzrepression meist erhalten. Aufgrund der von uns erwarteten US-Vorgaben (Konjunktur, Leitzins, inverse Renditestrukturkurve) und EZB-Leitzinswende rechnen wir auf mittlere Sicht mit EUR-USD-Kursen in Richtung 1,20.

# Prognosen

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe

\* Kalendereffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	22.11.2018	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
<b>USA</b>				
Federal Funds Rate	2,25	2,50	2,75	3,00
3-Monats-Libor*	2,64	2,80	3,00	3,10
10-jährige Treasury	3,07	3,25	3,10	2,80
<b>Euroraum</b>				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,32	-0,30	-0,25	-0,20
10-jährige Bundesanleihe	0,37	0,50	0,60	0,60
<b>Großbritannien</b>				
Reposatz	0,75	0,75	1,00	1,00
3-Monats-Libor*	0,89	0,90	1,10	1,20
10-jährige Gilt	1,42	1,50	1,60	1,50
<b>Schweiz</b>				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor*	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10-jährige Eidgenössische	-0,06	0,10	0,10	0,10

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

\* Zu beachten ist der ICE-Disclaimer auf S. 45

Währungen	22.11.2018	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,14	1,14	1,17	1,21
EUR-GBP	0,89	0,86	0,86	0,87
EUR-CHF	1,14	1,15	1,18	1,20
EUR-JPY	129	130	133	135

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

# Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Makroökonomische Trends	5
Euroraum: EZB-Leitzinswende fest im Blick	7
Deutschland: Der Aufschwung geht weiter	12
Großbritannien: Es wird was! Was wird es?	14
USA: Wachstumsglanz verblasst	16
China: Abbau von Risiken vertagt	20
Japan: Es grüßt die Wellblech-Konjunktur	23
Krisen-Drehbuch für 2019 ist schwere Kost	25
Protektionismus streut Sand ins Handelsgetriebe	28
Staatsanleihen: Später im Jahr unterstützt	30
Währungen: 2019 wird besser für den Euro	33
Trump bedroht den US-Dollar	36
Aktien: Europa first, 2019!	38
Erläuterungen	41
Ihre Ansprechpartner im Economic Research	44
Wichtige Hinweise	45
Standorte	46

# Makroökonomische Trends

**Dr. Alexander Krüger**

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Dr. Bastian Hepperle**

+49 211 4952-615

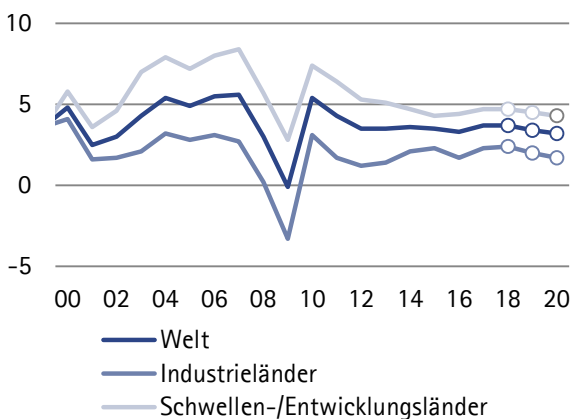
bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

**Weltwirtschaft: Alles moderater, Vorsicht vor 2020**

Der globale Handelsstreit wird die Stimmung bei Unternehmen und an den Finanzmärkten unseres Erachtens noch länger belasten. Insbesondere die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen stellen sich damit für 2019 ungünstiger dar als für dieses Jahr. Angesichts der hohen Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bleiben die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte in vielen Ländern aber unverändert intakt. Vor diesem Hintergrund dürfte sich die weltweit schon länger bestehende Aufschwungsphase zwar fortsetzen. Wichtigen Stimmungsindikatoren zufolge wird die seit dem Sommer 2018 vielerorts etwas abgeschwächte Konjunkturdynamik aber anhalten. Alles in allem rechnen wir damit, dass die erste Jahreshälfte 2019 unseren Erwartungen zufolge besser ausfällt als die zweite.

## Weltwirtschaft verliert Dynamik

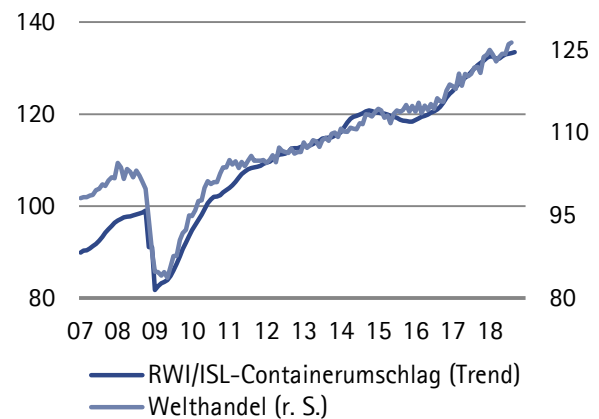
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream. 2018–2020: Prognose Bankhaus Lampe

## Welthandel am Gipfel

Welthandel und Containerumschlag (Index)



Quelle: Datastream, RWI/ISL

**BIP-Wachstum 2019 schwächer, aber nicht schwach**

Nach voraussichtlich 3,7 % in diesem Jahr erwarten wir für 2019, dass das Wachstum des Welt-BIP 3,4 % betragen wird. Die Wachstumsrate läge damit unter dem langjährigen Durchschnitt von 3,5 % (seit 1980). Unseres Erachtens hat die Weltwirtschaft ihren Wachstumsgipfel daher überschritten. Bei nachlassenden Impulsen seitens der Geld- und Fiskalpolitik und fortan etwas schlechteren Finanzierungsbedingungen gilt dies zunächst vor allem für die Industrieländer. Aber auch die Schwellenländer sind betroffen: Von ihnen dürften einige allerdings weiter ansprechend hohe BIP-Zuwächse aufweisen (u. a. China 6,4 %, Indien 7,1 %; jeweils Durchschnitt 2019–20). Hierbei sehen wir das BIP-Wachstum in China als nach unten gut abgestützt an, da die Regierung etwaig auftretenden stärkeren Wachstumseinbußen aus unserer Sicht fiskalpolitisch energisch entgegentreten wird.

**Neue Wachstumsimpulse gefragt**

Dies änderte nichts daran, dass sich 2020 ohne neue und nachhaltig wirkende Wachstumsimpulse aller Voraussicht nach eine weitere globale Tempoverlangsamung auf 3,2 % einstellen wird. Damit rückt die Konjunktur in einen Bereich vor, in dem das Rezessionsgespenst langsam zu spuken beginnt.

### US-Leitzinserhöhungen setzen zu

#### Schwellenländer: Wackelkandidaten ja, Krise nein

Seitens ihrer Fundamentaldaten steht die Gruppe der Schwellenländer in der Breite heutzutage besser da als vor einigen Jahren. Damit ist sie mit Blick auf die von uns für 2019 erwarteten weltweit abnehmenden Konjunkturimpulse vor einer tiefergehenden Krise zwar besser gewappnet. Mit jeder weiteren Leitzinserhöhung der amerikanischen Notenbank dürfte der konjunkturelle Abwärtsdruck im kommenden Jahr aber dennoch zunehmen. Dies haben wir in unserer Prognose für das Welt-BIP berücksichtigt. Die hausgemachten Probleme in einzelnen Ländern, wie etwa in Südafrika und der Türkei, verklären den Blick auf diese Ländergruppe nur wenig.

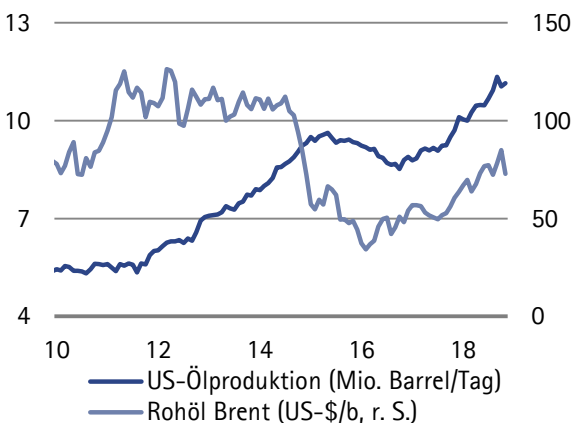
### Rohölknappheit liegt nicht vor

#### Rohöl: Angebotsüberschuss drückt den Preis

Der Rohölpreis der Sorte Brent ist seit Anfang Oktober um rund 30 % gesunken. Anstelle von Angebotsorgen ist die Erwartung eines eher überversorgten Marktes getreten. Vor allem der Förderausfall des Iran ist wegen zahlreicher Ausnahmeregelungen von den neuen US-Sanktionen bis dato weitaus geringer als befürchtet. Zugleich schreitet die US-Rohölproduktion trotz weniger berauschender Konjunkturaussichten für die Weltwirtschaft zügig voran. Die Lagerbestände nehmen dabei zu. Sollten sich die OPEC und Russland im Dezember nicht auf eine Drosselung ihrer Produktion verständigen, droht sogar ein zumindest zeitweise noch weitergehender Preisverfall. Angesichts dieser Gemengelage nehmen wir daher an, dass der durchschnittliche Brent-Preis 2019 bei 68 US-\$/b liegen wird (2018P: 73 US-\$/b).

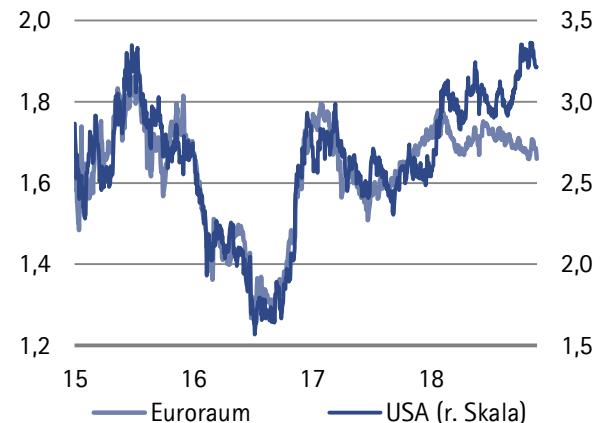
### US-Rohöl sorgt für reichliches Angebot

Rohölmarkt



### Inflationserwartungen gedeckelt

Langfristige marktbasierende Inflationserwartungen (5x5, %)



### Moderater Lohnauftrieb, moderat hohe Inflationsraten

#### Inflation: Alles unter Kontrolle

Nach dem im ersten Halbjahr 2019 voraussichtlich noch etwas zunehmenden Preisdruck wird sich der von uns erwartete tiefere Rohölpreis in der zweiten Jahreshälfte in niedrigere Gesamt-Inflationsraten übertragen. Gegenwärtig steht dem von den Energiekomponenten ausgehenden dämpfenden Effekt zwar eine hohe Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten gegenüber. Diese wird sich unserer Ansicht nach aber weiter nicht in merklich anziehende Löhne und Preise überwälzen. Ursache hierfür sind explizite (absolut) und implizite (u. a. Stille Reserve) Unterauslastungen der Arbeitsmärkte. Von deflationären Tendenzen bleibt das Inflationsumfeld aus unserer Sicht auch 2019 weit entfernt.

# Euroraum: EZB-Leitzinswende fest im Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Der Konjunkturaufschwung wird 2019 unseres Erachtens anhalten. Wegen eines Statistikeffekts fällt der BIP-Zuwachs zwar merklich auf 1,4 %. Dennoch dürfte die Arbeitslosenquote weiter sinken und der Lohndruck die Kern-Inflationsrate etwas anschieben. Damit verbleibt die Gesamt-Inflationsrate erst einmal über dem EZB-Preisziel von knapp unter 2,0 %. Die EZB wird ihre Geldpolitik daher wohl weiter normalisieren und die Leitzinswende im September 2019 einleiten. Die schwierige sektorale Verschuldungslage ermöglicht ihr aus unserer Sicht ein nur langsames Vorgehen.

Der Konjunkturaufschwung ist in die Jahre gekommen

Er läuft und läuft und läuft. Gemeint ist der EWU-Konjunkturaufschwung, der nun schon 22 Quartale anhält. Allerdings zeigt sich, dass die Haare aufgrund seines hohen Alters langsam grauer werden. Die bislang robust wachsende Weltwirtschaft und die ultra-lockere Geldpolitik der EZB schieben die Wirtschaftsleistung zwar weiter an, mangels neuer Impulse hat ihre Schubkraft aber nachgelassen. In der Folge ist die Wachstumsdynamik gegenüber 2017 gesunken. Eine große Sache ist dies aus unserer Sicht nicht. Immerhin war das vergangene Jahr eine konjunkturelle Ausnahme, und die im Vorquartalsvergleich gemessene Potenzialrate von etwa 0,3 % ist im ersten Halbjahr 2018 noch immer überschritten worden. Im dritten Quartal fiel der Zuwachs zwar etwas geringer aus, was aber auch auf Sondereffekten beruhte. Sie dürften im laufenden Quartal entfallen und das BIP-Wachstum wieder zunehmen.

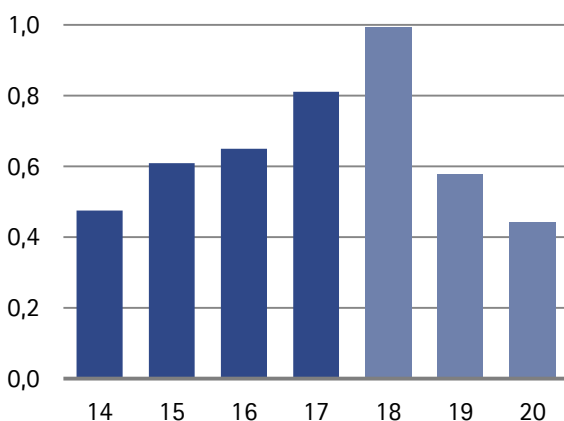
BIP-Zuwachs fällt 2019 deutlich ab

## BIP-Wachstum auch 2019 mit Normalmaß

Den Auftakt zu einer dauerhaft höheren Wachstumsdynamik für 2019 markiert dies unseres Erachtens nicht. Umgekehrt wird vielmehr ein Schuh draus: Das sich aus unserer Sicht verlangsamende Wachstum der Weltwirtschaft (vgl. S. 5) und die wohl weiter sinkende geldpolitische Unterstützung der EZB (s. u.) dürften an der EWU-Wirtschaft nicht spurlos vorbeigehen. Jedenfalls liefern die gesunkenen Stimmungsindikatoren hierfür klare Indizien. Da die Ausgaben disziplin der Staaten zurzeit aber

### Statistik belastet 2019er-BIP-Zuwachs

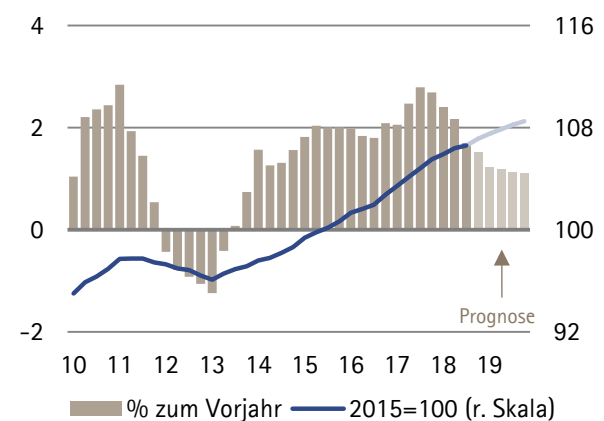
Statistischer Überhang des BIP (%-Punkte)



Quelle: Bankhaus Lampe. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe

### BIP-Wachstum: Von Euphorie zu Normalität

Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Datastream. Okt 2018–Dez 2019: Prognose Bankhaus Lampe

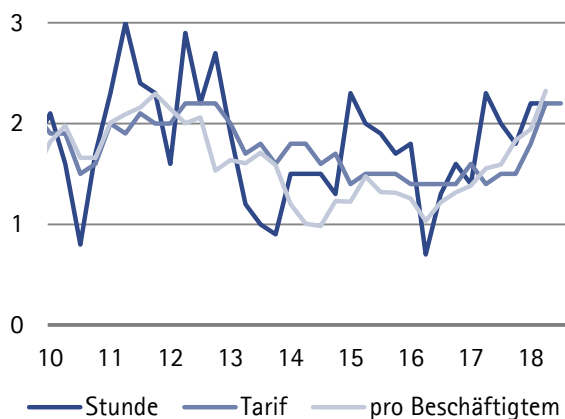
nicht nur in Italien bröckelt, erwarten wir einen nur geringen durchschnittlichen Rückgang der Vorquartalsraten. Nach voraussichtlich 1,9 % in diesem Jahr wird der 2019er-BIP-Zuwachs mit 1,4 % aber trotz des wohl anhaltenden Aufschwungs in allen Mitgliedstaaten merklich abfallen. Ursache ist in erster Linie die gegenüber 2018 merklich tiefere Ausgangsbasis. Die im Vergleich zu 2017 deutlich niedrigere BIP-Rate ist also kein Zeichen von Schwäche, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Sie fällt „lediglich“ aufgrund des Statistikeffekts. Dabei entspricht sie aber noch immer der Potenzialrate. Mit Blick auf die von uns identifizierten allgemeinen Risiken (vgl. S. 25 ff.) schätzen wir die konjunkturellen Abwärtsrisiken hierbei als merklich größer ein als die Aufwärtsschancen. Die offene Brexit-Art befeuert dies.

### Arbeitsmarkt kriert langsam Lohndruck

Die Arbeitslosenquote ist bis zuletzt gesunken, im September lag sie bei 8,1 %. Dies ist der niedrigste Stand seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise. Infolge des aus unserer Sicht anhaltenden Konjunkturaufschwungs wird sich die Arbeitsmarktlage voraussichtlich weiter aufhellen: Wir erwarten, dass die Arbeitslosenquote bis Ende 2019 auf 7,4 % gesunken sein wird. Damit stößt sie in einen Bereich vor, der, anders als in den Vorjahren, lohnsseitig von Bedeutung ist: Erfahrungsgemäß nimmt der Lohndruck nämlich zu, wenn die Quote 8,0 % unterschreitet. Aufgrund der unseres Erachtens noch immer bestehenden Unterauslastung des Arbeitsmarktes, die sich auch am Wunsch vieler Teilzeitbeschäftigter zeigt, gern mehr zu arbeiten, wird der Lohnauftrieb zwar gebremst. Unserer Erwartung zufolge nimmt er aber dennoch allmählich zu und „füttert“ die Kern-Inflation erstmals seit Langem.

### Mehr „Zug“ auf der Lohnseite

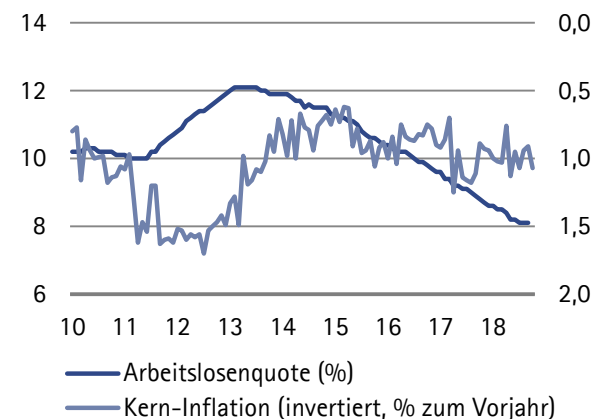
Löhne (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

### Arbeitsmarkt schiebt Kern-Inflation bald an

Arbeitsmarkt und Kern-Inflation



Quelle: Datastream

### Kern-Inflation sichert Gesamt- Inflationsrate nach unten ab

### Korrektur der Inflationsentwicklung bleibt bestehen

Für die zurzeit bei 2,2 % liegende Gesamt-Inflationsrate hält sich der Aufwärtsdruck voraussichtlich in Grenzen. Je nach Lohnkategorie zeigt sich am aktuellen Rand zwar ein Aufwärtstrend bei der im Vorjahresvergleich gemessenen Veränderungsrate (vgl. Grafik oben links). Zu beachten ist jedoch, dass der Anstieg von einem niedrigen Niveau aus erfolgt ist. Insofern wird die Kern-Inflationsrate, die seit einem Jahr in engem Band um 1,0 % pendelt, im Prognosezeitraum wohl nicht über 1,5 % steigen. Für die Gesamt-Inflationsrate bedeutet dies ein stabiler werdendes Sicherheitsnetz.



2019er-Inflationsrate im Zielbereich der EZB erwartet

Wichtige, die Inflationsrate dämpfende Trends sehen wir als intakt an. Dazu zählt der globale Wettbewerb, der echte Preisüberwälzungsspielräume nicht eröffnet. Viele EWU-Länder stehen zudem weiter unter dem Druck, preislich wettbewerbsfähig zu sein. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie liegt mit 83,9 % zwar klar über ihrem langjährigen Vorkrisendurchschnitt. Wegen der von uns erwarteten leicht nachgebenden Konjunkturdynamik dürften sich die daraus resultierenden Inflationsimpulse aber ebenfalls in Grenzen halten. Vom Rohölpreis werden dagegen wohl Entlastungseffekte ausgehen (vgl. S. 6). Alles in allem rechnen wir für 2019 mit einem zweigeteilten Bild: Zu Jahresbeginn dürfte die Inflationsrate noch auf maximal 2,4 % steigen, ab dem Frühsommer aber auf knapp unter 2,0 % fallen. Den jahresdurchschnittlichen Verbraucherpreisanstieg für 2019 erwarten wir bei 2,0 %, nach wohl 1,8 % für 2018. Eventuelle Importzölle bedeuteten leichte Aufwärtsrisiken.

EZB kommt vom Krisenmodus nur schwer los, ...

### EZB lässt sich Zeit beim Ausstieg

Auch im neunten Jahr nach Ausbruch der EWU-Staatsschuldenkrise befindet sich die EZB noch im Krisenmodus. Den Grad ihrer ultra-expansiven geldpolitischen Ausrichtung hat sie durch gedrosselte Netto-Wertpapierkäufe zwar verringert. Formal beschlossen ist deren Ende aber noch nicht, auch wenn sie dies in ihrem geldpolitischen Ausblick (Forward Guidance) seit Längerem in Aussicht stellt. Zusammen mit ihrer Nullzinspolitik bleibt die EZB aus unserer Sicht damit weit „hinter der Kurve“. Aufgrund des kräftigen Konjunkturaufschwungs und des Anstiegs der Inflationsrate über ihr Preisziel von knapp unter 2,0 % wäre die Abkehr von der Krisenpolitik längst angezeigt (gewesen). Jedenfalls liegt ein den fundamentalen Rahmendaten für den Euroraum angemessener Leitzins (Taylor-Zins) unserer Berechnung nach bei 2,0 %.

... das Ende der Wertpapierkäufe steht in Kürze aber bevor

Wie geht es weiter? Die EZB dürfte ihr Ausstiegs-Drehbuch bereits geschrieben haben. Danach wird sie das Ende der Netto-Wertpapierkäufe unseres Erachtens im Dezember formal besiegeln und Wertpapiere ab Januar nicht mehr kaufen. Mitgeteilt werden dürfte im Dezember ebenfalls das künftige Reinvestitionsmuster. Letzteres wird sich aus unserer Sicht am Kapitalschlüssel orientieren, das heißt die nationalen Anteile an der EZB werden weiterhin eingehalten. Da die Lage der EWU-Staatshaushalte nur stabilisiert ist, lauert eine Konzentration auf einzelne Länder und längere Laufzeiten für die Zeit nach 2019 aber wohl bereits schon heute am Horizont.

EZB geht vom Kauf- in den Reinvestitionsmodus über

Die Reinvestitionszeit dürfte mindestens drei Jahre betragen. Wir folgern dies aus unserer Erwartung, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz zunächst dreimal anheben wird, bevor sie ihre Bilanzsumme zu schrumpfen beginnt. Eine Leitzinsanhebung lässt aus unserer Sicht aber noch auf sich warten: Nach dem voraussichtlichen Ende der Netto-Wertpapierkäufe im Dezember dürfte die EZB etwaig auftretenden Liquiditätsengpässen im Bankensektor mit neuen Langfristendern begegnen und ihren Leitzinsausblick ab dem Frühjahr langsam konkretisieren. Bisher besagt dieser, dass die Leitzinsen „mindestens über den Sommer 2019 (...) auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden“. Einen um 15 Basispunkte auf -0,25 % steigenden Einlagesatz erwarten wir weiter für September 2019. Für die im Oktober endende Amtszeit von EZB-Präsident Mario Draghi reicht es somit noch zu einer Mini-Zinsanhebung.

„Kleine“ Leitzinserhöhung für September 2019 erwartet

Für Dezember 2019 rechnen wir mit der Erhöhung aller Leitzinsen um 25 Basispunkte. Nur ausgefallene (exogene) Ereignisse, zu denen eine „normale“ Wachstumsver-

### Negative Nebenwirkungen der EZB-Geldpolitik verfestigen sich

langsamung des BIP unseres Erachtens nicht gehört (bzw. nicht gehören darf, da die Nullzinspolitik sonst „nie“ enden wird), könnten sie dabei stoppen. Für einen zeitigen ersten Zinsschritt bedarf es wohl einer rasch und deutlich steigenden Kern-Inflationsrate. Das Früheste wäre aber auch dann „nur“ der Juni 2019.

Insgesamt erwarten wir Leitzinserhöhungen eher im 9- als 6-Monatsrhythmus. Die zinspolitische Unterstützung hält also noch lange an. Für die Konjunktur zementiert dies aus unserer Sicht auch schädliche Wirkungen: Marktberichtigungen werden verhindert, Kredite fehlallokiert und die Abhängigkeit von tiefen Zinsen wird erhöht.

Auch für die Staatshaushalte herrscht durch das geldpolitische Vorgehen nicht nur Sonnenschein: Die in den nächsten beiden Jahren noch sinkende Zinslast wird zwar länger auf niedrigem Niveau stabilisiert. Je nach Bedarf kann diese Phase von der EZB sogar verlängert werden, da ihr der Europäische Gerichtshof zuletzt einen großen Ermessensspielraum hinsichtlich der Ankaufobergrenze für Wertpapiere signalisiert hat. Die strukturellen Haushaltssalden belegen unseres Erachtens aber, dass tiefe Leitzinsen dem Reformwillen von Regierungen nicht zuträglich sind.

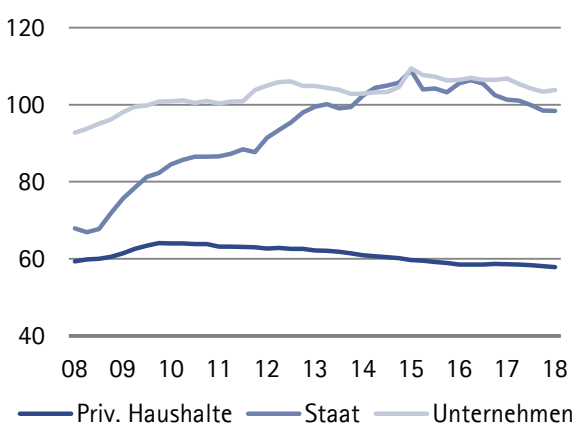
### Verschuldungslage bremst die EZB

### Verschuldung wird EZB nicht weit ziehen lassen

Angesichts der Lage bei den Gesamtschulden dürfte der EZB die Normalisierung ihrer Geldpolitik, bestehend aus mehreren Leitzinserhöhungen, schwerfallen. Die sektorale Betrachtung zeigt zwar, dass sich die Verschuldungsquote für die privaten Haushalte, den Staat und die Unternehmen seit dem Jahr 2015 zurückgebildet hat. Bei den beiden letzteren ist sie aber noch immer deutlich höher als vor dem Ausbruch der EWU-Staatsschuldenkrise und auf diesem Niveau zudem als kritisch anzusehen.

### Verschuldungsquote verklärt den Blick, ...

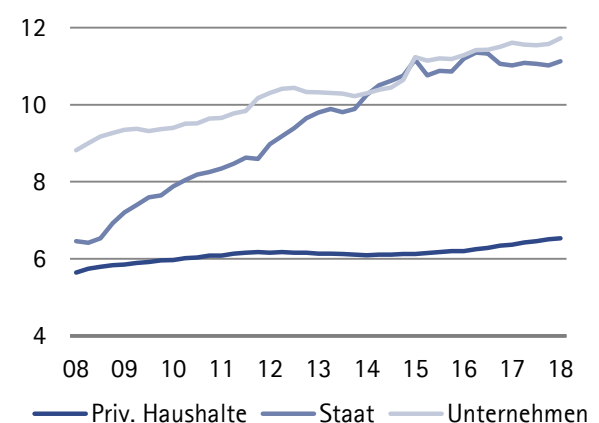
Sektorale Verschuldung (EWU, % des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

### ... absolut betrachtet steigt die Verschuldung

Sektorale Verschuldung (EWU, Bio. €)



Quelle: Datastream

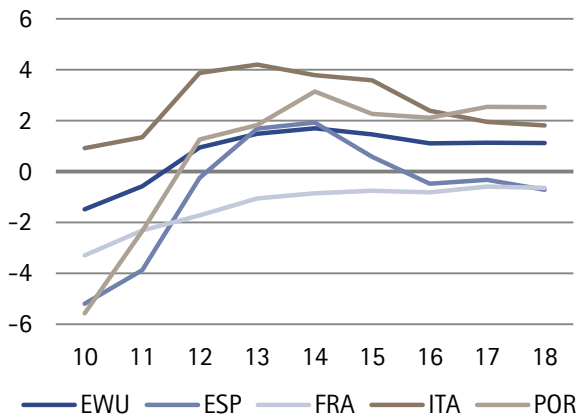
### Verschuldungsquoten auf den zweiten Blick relativiert

Beim Verschuldungsthema kann Entwarnung deshalb nicht gegeben werden, zumal die Zähler-Nenner-Betrachtung der Quoten offenbart, dass diese allein deshalb gesunken sind, weil das nominale BIP (Nenner) stärker gewachsen ist als die Verschuldung (Zähler). Hieraus lassen sich aus unserer Sicht zwei Rückschlüsse ziehen: Erstens hat sich der Abstand zur Vorkrisen-Normalität vergrößert, da sich die Schulden-

lage in absoluter Betrachtung, also in Euro gerechnet, verschlechtert hat. Zweitens wird der Aufwärtsdruck auf die Verschuldungsquoten zunehmen, wenn der Konjunkturaufschwung, wie von uns erwartet, im nächsten Jahr an Fahrt verliert. Es ist wenig wahrscheinlich, dass die EZB dies bei ihrer Zinsnormalisierung unbeachtet lässt.

### Abkehr von der Haushaltskonsolidierung

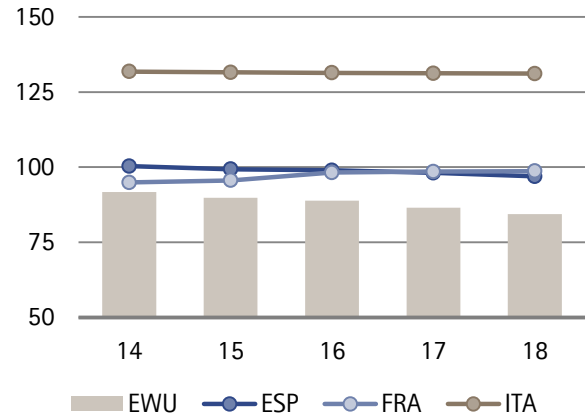
Struktureller Haushaltssaldo (% des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

### Stabilisierung der Schuldenstände reicht nicht

Staatliche Verschuldung (% des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

### Politische Weiterentwicklung der Währungsunion steht in den Sternen

Trotz aller Probleme wird Italien die Währungsunion unseres Erachtens nicht verlassen. Eine schwere Rezession wäre als Preis für mehr politische Selbstbestimmung wohl zu hoch. Das Muskelspiel mit der EU-Kommission dürfte 2019 aber anhalten. Dies zeigt einmal mehr, dass Politiker konsumtive Impulse bei nachlassender Konjunkturdynamik vorziehen, statt die Wachstumsbasis zuvor mit Strukturreformen gestärkt zu haben. Dies ist nicht nur ein italienisches Problem. Frankreich hat für 2019 angekündigt, beim Defizitabbau auszusetzen. Spielräume bis zur 3,0-%-Grenze dürften künftig auch andernorts genutzt werden. Da die EU-Kommission dies mit einem Defizitverfahren (auch nach der Europawahl im Mai) nicht ernsthaft sanktionieren kann, werden die Bruchstellen des aus unserer Sicht suboptimalen Währungsraumes beim von uns erwarteten nachlassenden BIP-Wachstum bald wohl sichtbar. Höhere Risikoprämien sind aber verschmerzbar, da das Zinsniveau sehr niedrig ist. Ein Käuferstreik änderte dies. Hierzu sollten Geberländer schon heute überlegen, ob sie von Refinanzierungsschwierigkeiten betroffenen Staaten weiter unter Auflagen helfen, oder ob sie stattdessen heimische Banken stützen, auf die sie einen direkten Einfluss haben. Zu prüfen ist auch, wie Staatsinsolvenzen verkraftbar wären.

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe

# Deutschland: Der Aufschwung geht weiter

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Autoindustrie sorgt für  
Wachstumsausrutscher  
im dritten Quartal 2018

Kapazitätsengpässe dämpfen  
den Aufwärtsschwung

Nach der Delle im dritten Quartal 2018 wird die Wirtschaft aus unserer Sicht rasch in die Wachstumsspur zurückfinden und dort verbleiben. Damit entwickelt sich der Aufschwung zum längsten der Nachkriegsgeschichte. Trotz eines gegenüber 2018 wohl nahezu unveränderten Wachstumstempos beträgt der 2019er-BIP-Zuwachs jedoch „nur“ 1,3 %. Ursache ist ein Statistikeffekt.

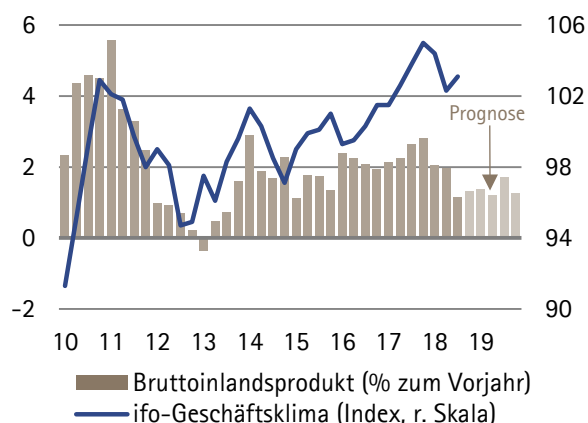
Der Konjunkturaufschwung in Deutschland hat im dritten Quartal 2018 Federn gelassen: Erstmals seit 13 Quartalen ist das im Vorquartalsvergleich gemessene BIP geschrumpft (-0,2 %). Aufgrund der langen Aufschwungsdauer sehen wir dies nicht als problematisch an, zumal der Rückgang maßgeblich auf dem Sondereffekt der gedrosselten Autoproduktion beruht: Sie hatte Schwierigkeiten bei der Umstellung auf das neue Emissionstestverfahren. Es gibt jedoch Hinweise, dass die Produktionsausfälle bereits nachgeholt werden. Für das laufende Quartal erwarten wir die Wirtschaft daher zurück in der Wachstumsspur und den 2018er-BIP-Zuwachs bei 1,6 %.

## Wachstumsseitig werden die Brötchen kleiner

Für das Jahr 2019 sind wir zuversichtlich, dass der Konjunkturaufschwung anhält. Unserer Einschätzung zufolge bestehen seitens der Weltwirtschaft und der prozyklischen EZB-Geldpolitik weiterhin günstige Rahmenbedingungen. Beide werden an Schubkraft aber wohl kaum zulegen (vgl. S. 5, 9). Grenzen setzen dem Aufschwung auch gesamtwirtschaftliche Kapazitätsengpässe, die am Arbeitsmarkt und in der Bauwirtschaft schon länger bestehen. Auch der hohe Auftragsbestand von 5,6 Monaten in der Industrie und in der Breite gesunkene Stimmungskennzeichen signalisieren, dass die Bäume konjunkturell nicht wieder in den Himmel wachsen werden.

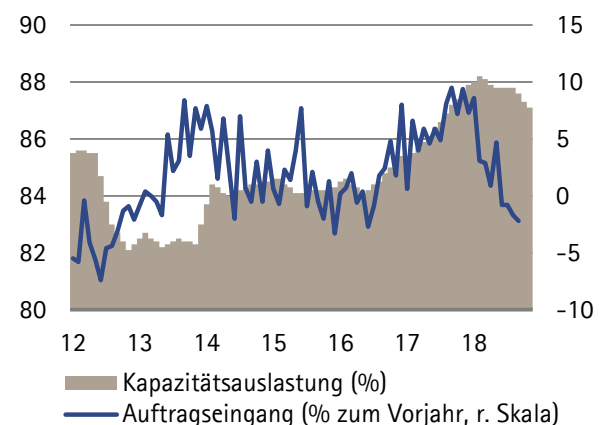
## Stimmungseintrübung ja, trübe Stimmung nein

Konjunkturdaten



## Auftragslage entspannt Kapazitätsauslastung

Industrie



Wachstumstempo bleibt robust

Wegen höherer Staatsausgaben (u. a. Baukindergeld, Verteidigung) erwarten wir aber, dass das unterliegende Wachstumstempo nahezu dem von 2018 entsprechen wird. Dass die Potenzialrate von fast 0,4 % in unserer Prognose im Durchschnitt et-

was unterschritten wird, ist dabei kein Beinbruch. Vielmehr entspricht diese Entwicklung einer sich aus unserer Sicht festigenden Wachstumsnormalisierung, die nach dem Ausnahmejahr 2017 nicht überrascht. Die Überhitzungsgefahr sehen wir demnach als gering an, da sich die hohe Kapazitätsauslastung nur moderat in anziehende Preise und Löhne übertragen dürfte. Hierfür spricht auch das mit knapp 1,0 % gegenüber dem Vorjahr nach wie vor niedrige Produktivitätswachstum.

### Die Binnenwirtschaft festigt den Konjunkturaufschwung, der globale Handelsstreit bedroht ihn

Unsere BIP-Prognose für 2019 beträgt 1,3 %. Dabei gehen Wachstumsbeiträge unter anderem vom privaten Verbrauch aus, der von einer steigenden Lohnsumme (Lohn- und Beschäftigungszuwächse) angetrieben wird. Die absehbare Anpassung einzelner Sozialversicherungsbeiträge dürfte unter dem Strich neutral wirken. Anlageinvestitionen werden voraussichtlich von der hohen Kapazitätsauslastung und der Staatsverbrauch von neuen Ausgaben der Regierung (s. o.) profitieren. Da das Exportwachstum durch die geringere weltwirtschaftliche Dynamik aus unserer Sicht nachgeben wird, ist es wohl erneut die Binnennachfrage, von der die Wachstumsfahne hochgehalten wird. Neben der noch offenen Brexit-Art bleibt der globale Handelskonflikt wegen der hohen Exportlastigkeit der deutschen Wirtschaft unseres Erachtens eine konjunkturelle Hauptbedrohung. Dies gilt vor allem hinsichtlich des Autosektors.

### Ein Statistikeffekt lässt die Wachstumsrate gegenüber 2018 purzeln

Trotz des von uns erwarteten nahezu unveränderten Wachstumstempos gegenüber 2019 fällt unsere 2019er-BIP-Prognose gegenüber der für 2018 deutlich ab. Ursache ist die um rund 0,3 Prozentpunkte tiefere Ausgangsbasis. Ein Konjunkturpessimismus lässt sich aus der niedrigeren Wachstumsrate somit nicht ableiten.

### Reformpolitisch ist Deutschland eine Wüste

#### Warten auf die überfällige Reformagenda

Einmal mehr wird mit 2018 ein Jahr vergehen, in dem Reformstille seitens der Bundesregierung herrschte. In einer Phase, in der die Weltwirtschaft läuft und die geldpolitische Unterstützung enorm ist, fällt dies konjunkturell meist kaum auf. Wichtige Weichenstellungen für die Zukunft werden dabei aber dennoch verschlafen. Eine aus unserer Sicht so wichtige Nachfolgerin der Agenda 2010 ist weiter nicht absehbar. Unerfüllte Aufgaben für die Regierung gibt es jedoch genug, und sie sind lange bekannt: Sie reichen von einer Bildungsoffensive zur Stärkung des Produktionspotenzials über die Steigerung des Produktivitätswachstums (u. a. Vereinbarkeit von Familie und Beruf) bis zu einem Einwanderungsgesetz, das die qualifizierte Zuwanderung stärkt. Zeitlich drängen zudem die Digitalisierung und die Reform der Sozialversicherung. Unter diesen Bedingungen dürfte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Ländern jedenfalls weiter abnehmen. Es ist zu befürchten, dass auch das 2019 wohl schwächere BIP-Wachstum den Reformdruck nicht erhöhen wird.

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe

\* Kalendereffekt berücksichtigt

# Großbritannien: Es wird was! Was wird es?

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Austrittsabkommen liegt vor,  
jedoch mit bitteren Pillen für  
Brexit-Hardliner

Ratifizierung im britischen  
Parlament ist fraglich

Weicher Brexit weiter erwartet

Deal oder No Deal: Unklar ist, wie Großbritannien die EU am 29. März 2019 verlässt. Der Entwurf eines Übergangsabkommens wird im britischen Parlament vielfach abgelehnt, seine Ratifizierung ist fraglich. Da die Wahrscheinlichkeit eines ungeordneten Brexits damit stark gestiegen ist, dürfte sich die hohe politische Unsicherheit wie Mehltau über die Wirtschaft legen. Unsere BIP-Prognose von 1,3 % für 2019 stellt daher das höchste der Gefühle dar.

Selten befand sich die Perspektive für ein Land derart im Nebel, wie sie unseres Erachtens derzeit für Großbritannien für 2019 besteht. Obwohl die Zeit sehr drängt, steht mehr denn je in den Sternen, ob das Land am 29. März geregelt oder ungeregelt aus der EU ausscheiden wird. Unser seit Langem vertretenes Szenario eines weichen Brexits hat jüngst zwar Pluspunkte gesammelt, da sich die Verhandlungspartner Anfang November auf die Grundzüge eines bis Ende 2020 geltenden Übergangsabkommens verständigt haben. Gewonnen ist aber noch nichts. Denn der Umstand, dass sich für Großbritannien vorerst nichts ändern soll, stößt im britischen Parlament auf erheblichen Widerstand. Dort wird die fehlende Selbstbestimmung auf vielen Politikfeldern als Preis für den weiteren Zugang zum Europäischen Binnenmarkt als zu hoch angesehen, da EU-Regeln dann weiterhin gelten.

Trotz der Gibraltar-Frage haben wir die geringste Sorge, dass die EU-Regierungen dem Abkommen am 25. November nicht zustimmen werden. Der Knackpunkt ist das britische Parlament, das hierüber erst im Dezember entscheiden wird. Da Premierministerin Theresa May dort nicht über eine Mehrheit verfügt, ist es auch mit Blick auf die Rücktrittswelle in ihrem Kabinett aktuell völlig offen, ob die Vereinbarung ratifiziert wird. Es kommt also darauf an, ob May die Brexit-Hardliner davon überzeugen kann, dass ein unregelmäßiger EU-Austritt die schlechtere Alternative ist. Aber selbst wenn dies nicht gelänge und eine Ratifizierung nicht erfolgte, ergäbe sich dieser nicht zwangsläufig: Da es sich beim Abkommen lediglich um eine Zwischenlösung handelt, könnten sich britische Parlamentarier bei Nachverhandlungen mit der EU im ersten Quartal 2019 doch noch zu einer Ratifizierung bereit erklären. Bei den Änderungen würde es sich unseres Erachtens aber nur um „Kleinkram“ handeln, da die EU an ihren Gemeinschaftsprinzipien festhalten wird. Alternativ könnte die Verlängerung der EU-Mitgliedschaft beantragt werden. Für weniger wahrscheinlich halten wir dagegen Neuwahlen, da die Konservativen daraus kaum gestärkt hervorgehen dürften, sowie ein neues Referendum, dessen Ausgang ungewiss ist. Unter dem Strich erscheint in der Brexit-Frage momentan dennoch vieles möglich.

## Zwischen Baum und Borke

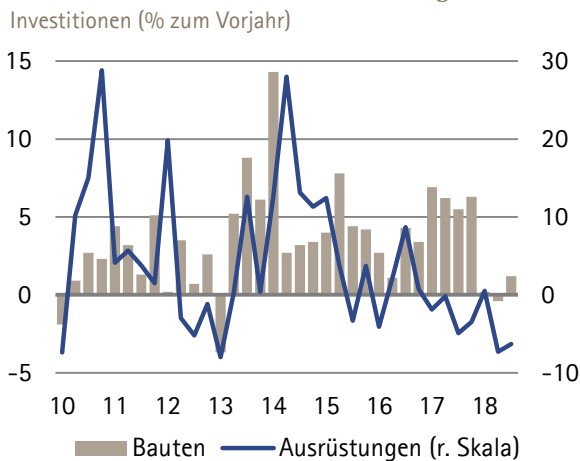
Die Unsicherheit darüber, wie die Brexit-Frage am Ende gelöst wird, könnte zurzeit also kaum größer sein. Dadurch ist der Prognosegehalt deutlich geringer, als er es bei politisch stabilen Verhältnissen ist. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit für einen harten Brexit durch die jüngsten Ereignisse aus unserer Sicht merklich gestiegen ist, erwarten wir mit einer Wahrscheinlichkeit von 55 % weiterhin einen weichen Brexit. Diesbezüglich bleiben wir überzeugt, dass die wirtschaftlichen Austrittskosten für Großbritannien deutlich höher sind als für die EU. Ausschlaggebend wird daher un-

serer Einschätzung nach die Sorge vor den unabsehbaren (wirtschaftlichen) Folgen eines unregelmäßigen Ausstiegs sein, infolge derer die Meinung mancher Befürworter eines harten Brexits im Parlament demnächst noch kippen kann.

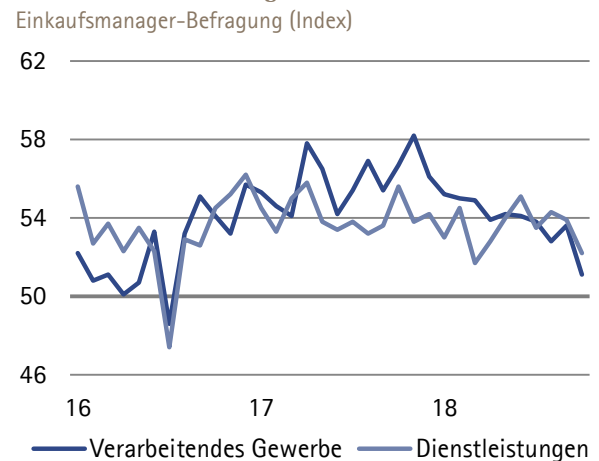
### Stabiles Wirtschaftswachstum, geldpolitische Normalisierung und ein stabiles Pfund ...

In unseren Prognosen bleibt dieses Szenario daher weiterhin enthalten. Insbesondere wegen des dann anhaltenden Zugangs zum Europäischen Binnenmarkt erwarten wir, dass die Wirtschaft stabil wachsen wird. Die hohe Unsicherheit über die Brexit-Art dürfte das Investitionswachstum vorerst aber erheblich dämpfen. Es ist somit wenig wahrscheinlich, dass die Wirtschaft ihren Wachstumserfolg vom Sommerhalbjahr fortsetzen wird. Unsere BIP-Prognose für 2019 beträgt daher weiter 1,3 %. In diesem von extremer Unsicherheit geprägten Umfeld dürfte die BoE zinspolitisch abwarten und ihre geldpolitische Normalisierungsabsicht bis Mai zurückstellen. Steht der weiche Brexit fest, ginge dies wohl mit einer deutlichen Pfund-Erhölung einher.

### Brexit belastet die Investitionstätigkeit ...



### ... und die Stimmung



### ... oder das Gegenteil? Die Politik entscheidet noch

Von einem harten Brexit hingegen würde Großbritannien wirtschaftlich sofort nachteilig erfasst. Der Exportsektor ist auf den Europäischen Binnenmarkt zugeschnitten, er dürfte ebenso leiden wie Konsum und Investitionen. Letztere werden von Unsicherheit bereits seit 2017 immer wieder erfasst. Temporäre rezessive Tendenzen überraschten uns daher nicht. Das daraufhin wohl stark über 0,90 EUR-GBP abwertende Pfund wird die BoE aber eher nicht beachten und die Wirtschaft zinsseitig stützen. Die Szenarien verdeutlichen, an welchem Scheideweg Großbritannien steht.

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe

# USA: Wachstumsglanz verblasst

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Unser Wachstumsausblick für die USA bleibt für 2019 nach unten gerichtet. Neue fiskalpolitische Impulse erwarten wir nicht und die Geldpolitik dürfte neutral bis leicht restriktiv wirken. Nach dem Wahlerfolg der Demokraten im US-Repräsentantenhaus wird die Trump-Regierung innenpolitisch wohl nicht mehr viel bewegen und ihren protektionistischen Kurs eher verschärfen. Es bestehen damit weiterhin Wachstumsrisiken aus dem Handelskonflikt, vor allem, wenn die erhöhte Unsicherheit die Investitionstätigkeit stärker hemmt.

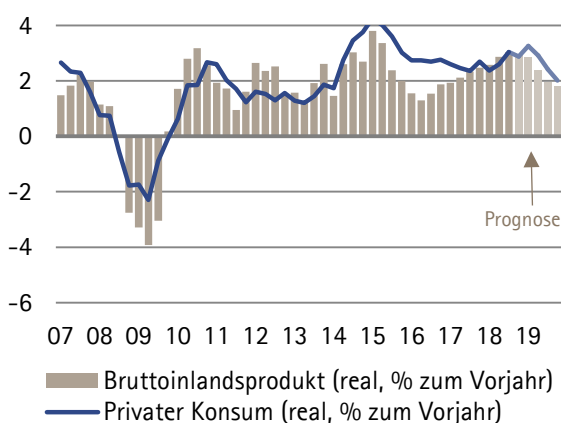
Noch läuft der Konjunktur-  
motor rund, ...

... 2019 wird es stottrig

Die US-Wirtschaft befindet sich seit über neun Jahren in einem Wachstumszyklus. Daran dürfte sich so bald nichts ändern. Der über das Sommerhalbjahr 2018 hohe BIP-Zuwachs von durchschnittlich 3,8 % (annualisierte Rate) wird voraussichtlich nicht zu halten sein. Schon im dritten Quartal fiel die Wachstumszusammensetzung ungünstiger aus, da die Anlageinvestitionen erstmals seit 2015 schrumpften und der hohe Lageaufbau für das Schlussquartal eine Gegenbewegung erwarten lässt, die die Wachstumsdynamik bremst. Angesichts der guten Beschäftigungslage dürfte der private Konsum hingegen bei moderaten Lohnzuwächsen vorerst noch robust und somit die tragende Säule der US-Konjunktur bleiben. Allerdings wird dieser nach den Einkommenssteuerrückerstattungen im Frühjahr 2019 und bei künftig verlangsamten Beschäftigungs- und Lohnzuwächsen wohl an Schubkraft für die Wirtschaft verlieren. Da die Effekte aus der Unternehmenssteuerreform auslaufen und der ungelöste Handelskonflikt mit China und anderen Ländern mehr und mehr zu belasten scheint, ist zudem von einer geringeren Investitionsdynamik auszugehen.

## Konsum verliert 2019 an Schubkraft

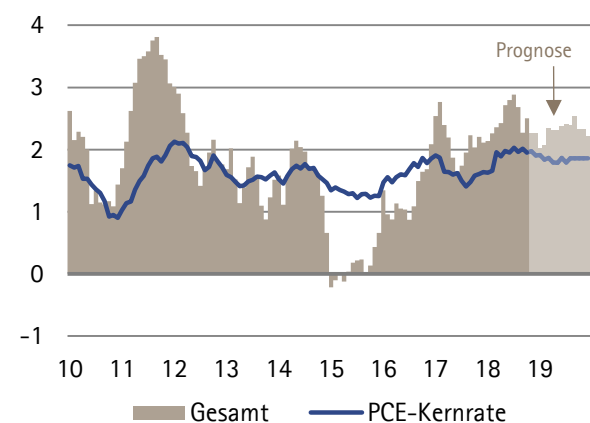
Bruttoinlandsprodukt (real)



Quelle: Datastream. Okt 2018–Dez 2019: Prognose Bankhaus Lampe

## Inflationsdruck bleibt unter Kontrolle

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Neue Wachstumsimpulse von der  
Finanzpolitik werden fehlen

Von der Finanzpolitik, die dieses Jahr mit ihrer sehr expansiven Ausrichtung das Wachstum stark angetrieben hat, dürften 2019 neue Impulse nicht ausgehen. Sie wird aller Voraussicht nach bestenfalls neutral, wenn nicht sogar restriktiv wirken (siehe unten). Dies gilt auch für die Geldpolitik. Zu einem Kurswechsel käme es wohl nur dann, wenn die Konjunktur stark einbrechen würde. Ein solcher Einbruch ist



zwar nicht Bestand unseres Hauptszenarios. Im Umfeld sich abschwächender BIP-Zuwächse wird aller Voraussicht nach jedoch vor allem im zweiten Halbjahr 2019 das Rezessionsgespenst von den Finanzmärkten an die Wand gemalt werden. Alles in allem erwarten wir für das vierte Quartal 2018 und vor allem ab Mitte 2019 ein deutlich langsames Wachstumstempo. Unsere BIP-Prognose für 2019 sieht eine Verlangsamung auf 2,3 % nach 2,9 % für 2018 vor.

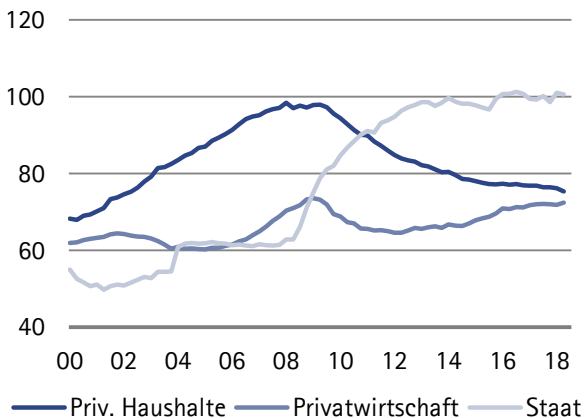
### Innenpolitisch ist Trump gelähmt, ...

### Geteilter US-Kongress – geteiltes Leid

Die Zwischenwahlen vom 6. November brachten die erwartete Spaltung des US-Kongresses (Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus, Republikaner im Senat). Für US-Präsident Donald Trump wird das Regieren dadurch schwieriger. Das gilt besonders für seine innenpolitischen Vorhaben, für die er die Zustimmung des Kongresses benötigt. Neue umfangreiche Steuererleichterungen, wie die dauerhafte Festschreibung der momentan noch zeitlich begrenzten Steuersenkungen von 2017, erwarten wir deshalb für 2019 und auch das Wahljahr 2020 nicht. Die Abschaffung von Obamacare und damit das Zurückdrehen der Gesundheitsreform der Vorgängerregierung muss wohl zu den Akten gelegt werden. Äußerst schwierig bleiben auch die Finanzierung und der Bau der Grenzmauer zu Mexiko.

### Höhere Verschuldung bei Staat und Unternehmen

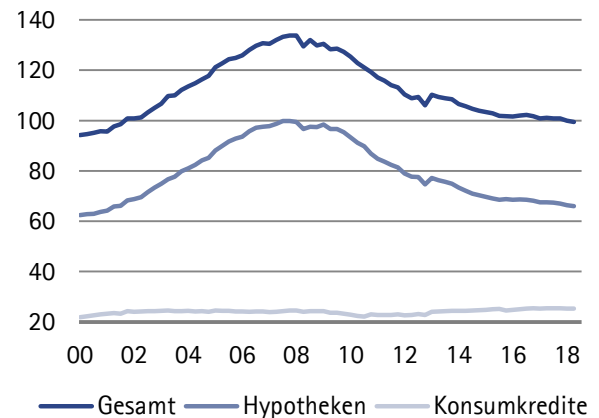
Verschuldung (% des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

### Privathaushalte stehen heute günstiger da

Verschuldung (% der verfügbaren Einkommen)



Quelle: Datastream

### ... nur mit der Außen- und Handelspolitik kann er „punkten“

Mit ihrer Mehrheit im Repräsentantenhaus werden die Demokraten aus unserer Sicht versuchen, der Regierung das Leben schwer zu machen, wo immer es geht. Mit Untersuchungsausschüssen könnten hiermit Vorgänge in der Trump-Administration (u. a. Trumps Steuer- und Geschäftsgebaren, Wahlkampfhilfe aus Russland) durchleuchtet werden. Das lähmt die Arbeit der Regierung und verstärkt die politische Polarisierung. Sollten die Demokraten sogar ein Amtsenthebungsverfahren gegen Präsident Trump anstreben, dürfte die notwendige Zwei-Drittel-Mehrheit dafür im Senat aber fehlen. Innenpolitisch gelähmt, wird Präsident Trump daher wohl stärker auf außenwirtschaftliche Themen setzen. Hier verfügt er über umfassende Vollmachten. Die protektionistische Handelspolitik wird sich unseres Erachtens deshalb fortsetzen und sich der Druck auf China und auf die EU eher noch verstärken. Eine rasche Streitbeilegung erwarten wir also nicht.

### Alle Jahre wieder: Schuldenobergrenze und Ausgabenbremse wieder auf der Agenda

Weiterer Streit bahnt sich für 2019 bei den Staatsfinanzen an. Der US-Kongress hatte der Steuerreform und weiteren Ausgabensteigerungen nur zugestimmt, wenn die im Budget Control Act von 2011 vorgesehene Ausgabenbremse in zwei Jahren wieder in Kraft tritt. Sofern es nicht noch zu Änderungen kommt, greift ab März 2019 damit wieder die derzeit ausgesetzte Schuldenobergrenze (bei etwa 22 Bio. US-\$). Zudem droht die sogenannte Fiskalklippe. Das heißt, ohne höhere Staatseinnahmen (Steuererhöhungen) müssen Ausgaben drastisch gekürzt werden, damit die Staatsverschuldung die Schuldenobergrenze nicht überschreitet. Die Fiskalpolitik dürfte künftig also eher restriktiv und dämpfend auf das Wirtschaftswachstum wirken. Das Wahljahr 2020 vor Augen, werden die Demokraten zwar viele Vorhaben der Regierung torpedieren und sich für die Präsidentschafts- und Kongresswahlen in Position bringen. Die Wirtschaft werden sie unseres Erachtens jedoch nicht gegen die Wand fahren lassen und einigen Ausgabenerhöhungen wohl zustimmen. Die ohnehin äußerst angespannte Lage des Staatshaushalts verschlimmerte sich dadurch noch.

### Das Ende der Leitzinserhöhungen kommt in Sicht

#### Geldpolitik stärker auf die Finanzmarktstabilität fokussiert

Bei vorerst robust bleibender Konjunkturentwicklung und weiterhin moderatem Inflationsdruck dürfte die US-Notenbank, unbeeindruckt von der Kritik Trumps (vgl. S. 36 ff.), ihren vorsichtigen Leitzinserhöhungskurs fortsetzen. Wir erwarten die nächste Leitzinserhöhung für Dezember dieses Jahres. Im März wird wohl eine weitere folgen, sofern die Stabilität an den Finanzmärkten gegeben ist. Der Leitzinsgipfel dürfte Mitte 2019 bei 3,0 % erreicht werden. Die Fed deutet derzeit zwar noch an, den Leitzins sogar etwas mehr in den restriktiven Bereich anzuheben. Aus folgenden Gründen wird es unserer Einschätzung nach dazu aber nicht kommen:

### Über 3,0 % hinausgehende Zinsanhebungen belasteten Realwirtschaft

- **Konjunktur:** Ab dem Frühjahr 2019 dürfte sichtbar werden, dass das Wirtschaftswachstum ohne neue fiskalische Impulse an Tempo verliert. Eine weitergehende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen belastet die zinsensensitiven Wirtschaftsbereiche wie beispielsweise den Immobilienmarkt. Die durch die gestiegenen Zinsen schon dort sichtbaren Wirkungen werden sich verstärken. Auch bei den Unternehmensinvestitionen ist für das kommende Jahr eine langsamere Dynamik zu erwarten, wodurch künftige Wachstumschancen und auch die Entwicklung am Arbeitsmarkt beeinträchtigt werden.

### Inflationsdruck moderat und unter Kontrolle

- **Inflation:** Die Inflationsraten dürften nahe dem 2%-Ziel der Fed liegen und der Preisdruck unter Kontrolle bleiben. Eine stärkere Abbremsung durch die Geldpolitik ist auch wegen ihrer Wirkungsverzögerung von sechs und mehr Monaten nicht notwendig.

### Nochmals höhere Zinslasten für private und öffentliche Haushalte voraus

- **Höhere Zinslasten:** Diese kommen auf die Privathaushalte und den Staat zu. Bei den Privathaushalten ist die Situation im Vergleich zur Lage vor Ausbruch der Finanzkrise jedoch als weniger kritisch zu beurteilen. Dank massiver Konsolidierungsmaßnahmen ist der Anteil der Gesamtverschuldung an den verfügbaren Einkommen hier von seinerzeit über 130 % auf nun „nur“ noch 100 % gesunken. Deutlich schlechter sieht dagegen die Lage beim Staat aus. Die durch die Steuerreform verursachten Einnahmeausfälle und höhere Ausgaben haben das Budgetdefizit trotz guter Konjunkturlage in diesem Jahr schon um über 110 Mrd. auf 779 Mrd. US-\$ erhöht (bezogen auf das Haushaltsjahr). Im Umfeld eines vorerst

weiter steigenden Haushaltsdefizits werden die schon rund 24 % über ihrem Vorjahreswert liegenden Zinsausgaben daher noch stärker ansteigen.

#### Interne Finanzstabilitätsrisiken, ...

- **Finanzstabilitätsrisiken I:** Über mögliche Finanzstabilitätsrisiken (hoch bewertete Vermögenswerte, kräftig gestiegene Unternehmensverschuldung, zu lockere Kreditvergabe) hatte der FOMC schon im August 2018 diskutiert. Diese Diskussion dürfte sich 2019 verstärken, da die Zinslast für Schuldner steigt und deren Kreditwürdigkeit neu zu bewerten ist. Seit 2008 ist die Verschuldung des nicht-finanziellen Geschäftssektors um über 40 % auf 14,8 Bio. US-\$ stark gestiegen. Das entspricht einer Verschuldungsquote von 72 % des nominalen BIP. Dabei hat sich der Sektor nicht nur bei Kreditinstituten, sondern wegen der Tiefstzinsen verstärkt auch am Kapitalmarkt refinanziert. Es sind also über den Bankensektor hinausgehende Risiken zu berücksichtigen. Diese können beispielsweise aus dem stark gestiegenen Kreditbestand an bereits hochverschuldete und als weniger kreditwürdig beurteilte Unternehmen resultieren, die wiederum zunehmend in verbriefter Form von Investoren gehalten werden. Bei derartigen Leveraged Loans ist bei steigender Zinslast mit höheren Ausfallrisiken zu rechnen, zumal hier wohl auch Kreditklauseln weniger streng eingehalten wurden.

#### ... aber auch externe gewinnen an Gewicht

- **Finanzstabilitätsrisiken II:** Weitergehende US-Leitzinserhöhungen und eine entgegen unserer Erwartung eventuell damit verbundene USD-Stärke könnten den Druck auf einige Schwellenländer deutlich erhöhen und zu stärkeren Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führen. Dies hatte die Fed schon in der Vergangenheit zeitweise von bereits geplanten Leitzinsanhebungen abgehalten.

#### Leitzinsgipfel wird Mitte 2019 bei 3,0 % erreicht

Die Fed wird sich von Zinsentscheid zu Zinsentscheid schwerer tun, ihren Normalisierungsweg fortzusetzen. Einen stärkeren Konjunkturabschwung möchte sie ebenso nicht riskieren wie eine Entladung möglicher die Finanzstabilität bedrohender Risiken. Das spricht unseres Erachtens dafür, dass der Leitzinsgipfel Mitte 2019 bei 3,0 % erreicht wird. Da die von uns erwartete Konjunkturabschwächung 2020 voranschreitet, dürften Rezessionssorgen zunehmen. Für 2020 rücken damit Leitzinssenkungen in den Blick sowie die Frage, ob die im Oktober 2017 eingeleitete Bilanzschrumpfung verlangsamt wird. Wird an dem derzeitigen Schrumpfungstempo von monatlich 50 Mrd. US-\$ festgehalten, würde der von Banken bei der Fed gehaltene Bestand an Überschussreserven von aktuell rund 1,8 Bio. US-\$ bis Mitte 2020 auf 700 Mrd. US-\$ sinken. Das wäre zwar immer noch erheblich mehr als vor der Finanzmarktkrise, die Fed könnte diese Zielgröße aber künftig als „normal“ betrachten. Sie beendete ihre Schrumpfungskur damit spätestens Mitte 2020.

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe, OECD

\* Bezogen auf den Gesamtstaat

# China: Abbau von Risiken vertagt

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

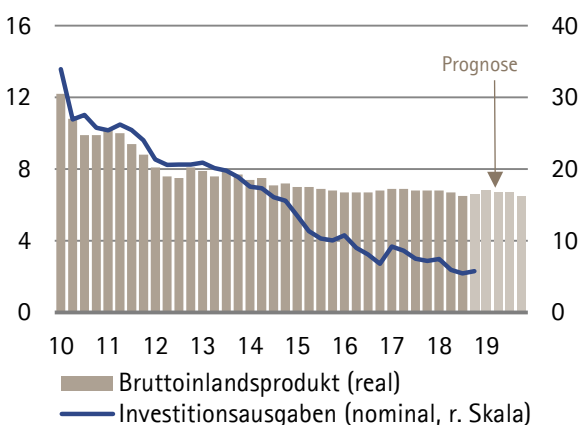
Das Produzierende Gewerbe schwächt weniger wegen des Handelsstreits, sondern aufgrund staatlicher Bremsmanöver zuvor

Für China erwarten wir trotz des Handelskonflikts mit den USA weiterhin eine graduelle Wachstumsverlangsamung. Durch Stützungsmaßnahmen der Regierung soll das mittelfristige Planziel von 6,5 % gesichert werden. Der Risikoabbau aus der hohen Unternehmensverschuldung und aus Kreditrisiken im Finanzsektor rückt aus unserer Sicht vorerst in den Hintergrund.

Chinas Wirtschaft ist im bisherigen Jahresverlauf weiter kräftig gewachsen, wenngleich auch etwas langsamer als im Vorjahr. Stieg das BIP im ersten Halbjahr durchschnittlich noch um 6,75 %, hat sich die Vorjahresrate im dritten Quartal leicht auf 6,5 % abgeschwächt. Maßgeblich für diese Abschwächung war das Produzierende Gewerbe. Dies hat jedoch noch wenig mit dem sich über den Sommer zugespitzten Handelsstreit mit den USA zu tun: Diese haben die angedrohten Strafzölle von 10 % auf chinesische Importe im Wert von 200 Mrd. US-\$ erst im September in Kraft gesetzt. Mit den zu Jahresbeginn bereits eingeführten Strafzöllen ist aktuell nun rund die Hälfte aller chinesischen Wareneinfuhren in die USA durch Zölle belastet. Nach Modellrechnungen des IWF dürften die bisherigen US-Zölle das chinesische BIP 2018 um 0,2 Prozentpunkte dämpfen (vgl. World Economic Outlook, Okt. 2018, S. 20 ff., S. 33 ff.). Der Belastungseffekt für 2019 wird dagegen auf 0,6 Prozentpunkte veranschlagt. Dieser fiel deutlich größer aus, wenn die USA nicht nur die für Anfang 2019 angedrohten Zollerhöhungen (von 10 auf 25 % für 200 Mrd. US-\$) umsetzen, sondern zugleich sämtliche Wareneinfuhren aus China mit Zöllen belasteten (nochmals 267 Mrd. US-\$), und wenn weitere indirekte Effekte berücksichtigt würden (u. a. Stimmungseintrübung, schlechtere Finanzierungsbedingungen).

## Weiterhin relativ hohes Wachstum

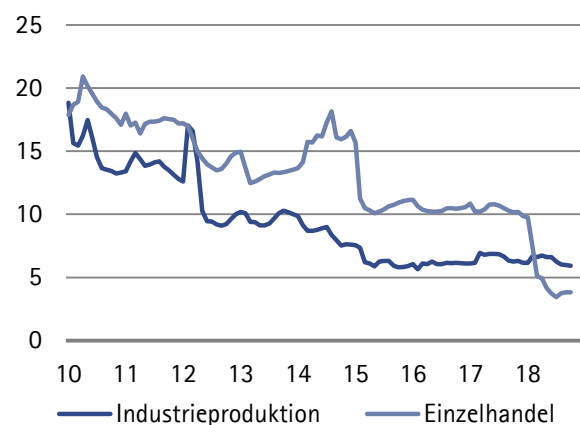
Bruttoinlandsprodukt und Investitionen (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream. Okt 2018–Dez 2019 Prognose Bankhaus Lampe

## Wirtschaftsaktivität stabilisiert sich wohl

Produktion und Einzelhandelsumsätze (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

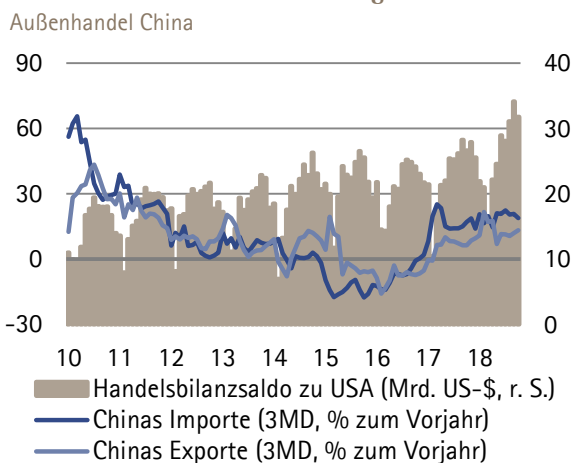
Leichte Wachstumsabschwächung durch vorherigen Restriktionskurs

Die leicht schwächere Entwicklung im dritten Quartal ist unseres Erachtens deshalb vor allem Folge des von der Regierung und der Zentralbank im vergangenen Jahr eingeschlagenen Restriktionskurses. Mit diesem sollten bestehende Überkapazitäten und Kreditrisiken im Unternehmens- und Finanzsektor verringert werden. Der durch

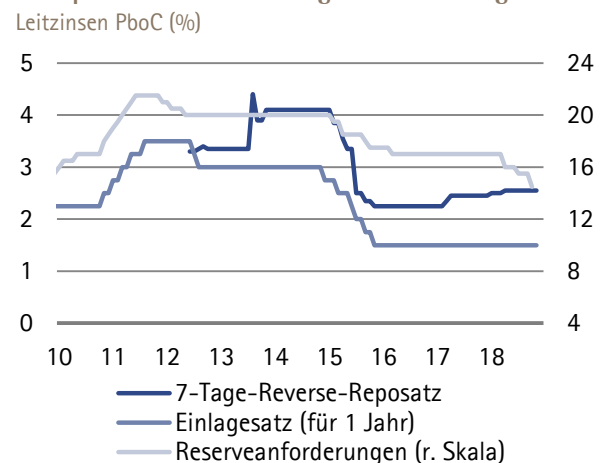
## Regierung setzt auf kurzfristige Wachstumsimpulse

den Handelskonflikt zugefügte Konjunkturschaden dürfte dagegen noch gering sein, im dritten Quartal hat er den Export aufgrund von Vorzieheffekten sogar merklich belebt. Die aus Sorge vor den negativen Folgen des Handelsstreits von der chinesischen Regierung und Zentralbank über den Sommer frühzeitig eingeleiteten Maßnahmen (u. a. Steuerentlastungen, Infrastrukturinvestitionen, Erleichterung der Unternehmensfinanzierung durch abgesenkte Reserveanforderungen) werden wohl schon kurzfristig Wachstumsimpulse setzen. Erste Anzeichen dafür sind schon sichtbar, etwa die im Oktober kräftig belebten Infrastrukturinvestitionen oder die wieder leicht gestiegene Industrieproduktion. Auch am Immobilienmarkt scheint sich die Lage zu stabilisieren. Für das laufende Quartal erwarten wir deshalb schon einen leicht höheren BIP-Zuwachs von 6,6 % gegenüber dem Vorjahr. Das Kreditwachstum zeigt sich hingegen noch schwächer, weshalb wir für Anfang 2019 mit einer weiteren vorsichtigen Abkehr vom bisherigen Restriktionskurs ausgehen (u. a. Absenkung Reserveanforderungen durch die PBoC).

## Chinas Handelsüberschuss ärgert die USA



## Geldpolitik auf vorsichtigem Lockerungskurs



## Eine rasche Beilegung des Handelsstreits würde uns überraschen, ...

## ... eine Eskalation erhöhte das Abwärtsrisiko für unsere BIP-Prognose

## Damoklesschwert Handelsstreit baumelt noch eine Weile

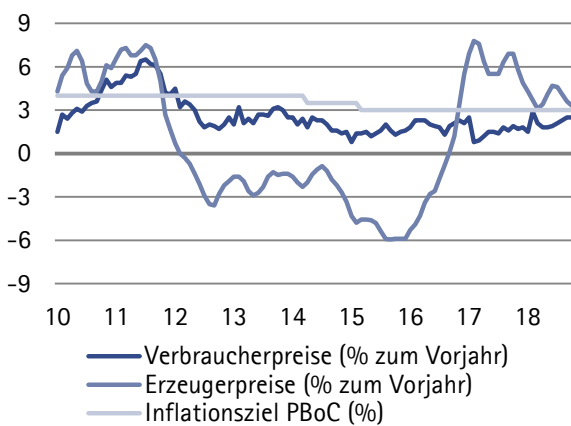
Während der Handelskonflikt die chinesische Realwirtschaft 2018 nur wenig beeinträchtigen dürfte, könnten die Auswirkungen im kommenden Jahr stärker sichtbar werden. Von erheblicher Bedeutung für unseren Konjunkturausblick ist deshalb, ob der Streit zwischen den USA und China bald beigelegt werden kann. Uns würde es überraschen, wenn Präsident Donald Trump und Staatspräsident Xi Jinping bei ihrem Treffen auf dem G-20-Gipfel in Argentinien Ende November einen raschen Verhandlungserfolg erreichen. Schließlich ist Trump nach den Zwischenwahlen zum US-Kongress aus unserer Sicht innenpolitisch geschwächt, auch wenn er das selbst nicht so sieht. Für seine Wähler dürfte er in der Außenhandelspolitik dennoch eher Härte demonstrieren, um bei ihnen für die US-Präsidentschaftswahl 2020 zu punkten (vgl. S. 17). Ebenso wird wohl China nicht sofort klein beigegeben. Insofern baumelt der Streit weiterhin als Damoklesschwert über der Konjunktur und dämpft die Stimmung. Ein eskalierender Zollstreit bleibt für unsere 2019er-BIP-Prognose für China als größtes Abwärtsrisiko vorerst also bestehen, auch wenn früher oder später eine Lösung des Konflikts erfolgen dürfte.

### Bei stärkerer Konjunkturabkühlung kommen neue Stützungsmaßnahmen auf die Agenda

Käme es hart auf hart, wäre mit neuerlichen Stützungsmaßnahmen durch die Regierung zu rechnen, die von der Geldpolitik flankiert werden würden. Angesichts der bestehenden Kreditrisiken aus der hohen Unternehmensverschuldung ist jedoch nicht von einer breit angelegten geldpolitischen Lockerung auszugehen. Vielmehr dürfte die PBoC ihre Reserveanforderungen weiter absenken, wie sie das in diesem Jahr bereits mehrmals exerziert hat. Wir gehen deshalb davon aus, dass das BIP-Wachstum auch künftig nahezu dem Planziel der Regierung von etwa 6,5 % entspricht. Unser Hauptszenario, dass sich das BIP-Wachstum in den kommenden Jahren weiter graduell verlangsamten wird, bleibt somit unverändert. Für 2019/20 erwarten wir BIP-Anstiege von 6,5 bzw. 6,3 %, nach 6,7 % in diesem Jahr.

### Inflationsraten auf PBoC-Zielwert

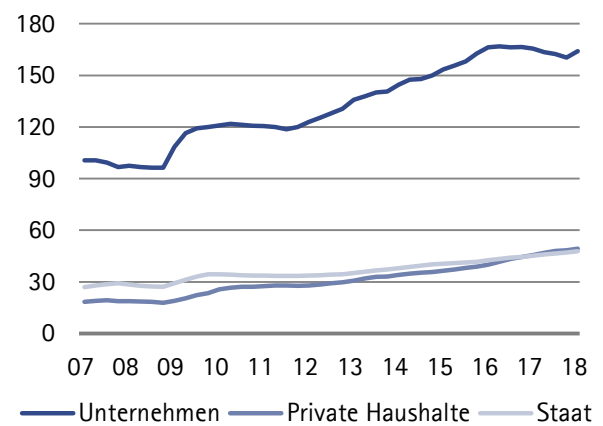
Preise und Inflationsziel



Quelle: Datastream

### Unternehmen verschulden sich wieder mehr

Verschuldung nach Sektoren (% nominales BIP)



Quelle: Datastream

### Kreditrisiken bleiben eine große Gefahr für die Konjunktur und den Finanzsektor

### Problematisch: Wachstumsziel steht über Risikoabbau

Durch den Handelsstreit verstärkt sich für Chinas Führung der Zielkonflikt zwischen der Sicherstellung eines ausreichend hohen Wirtschaftswachstums, der Rückführung der hohen Verschuldung und der Sicherstellung eines stabilen Finanzsektors. Da das Wachstumsziel aktuell wieder stärker in den Vordergrund gerückt ist, bedeutet dies zugleich die Abkehr von der zuvor eingeleiteten Politik des Risikoabbaus. Weitere Maßnahmen, das Kreditwachstum zu bremsen, werden dagegen wohl eher zurückgestellt. Angesichts der hohen und zuletzt gestiegenen Unternehmensverschuldung können sich mögliche Kreditrisiken für den Finanzsektor erhöhen (vgl. S. 25). Wird aber eine Lösung dieses strukturellen Problems zeitlich erst später in Angriff genommen, dürfte es umso größer und somit noch schwieriger zu lösen sein.

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

Quelle: Datastream. 2018–20: Prognose Bankhaus Lampe, OECD

\* Bezogen auf den Gesamtstaat

# Japan: Es grüßt die Wellblech-Konjunktur

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Für Japans Wirtschaft zeichnet sich eine stärkere Wachstumsbeschleunigung weiterhin nicht ab. Die für Oktober 2019 geplante Mehrwertsteuererhöhung dürfte zu größeren Schwankungen bei Konjunktur und Inflationsraten führen. Zu der wohl schwach bleibenden Binnennachfrage kommt ein schwieriges außenwirtschaftliches Umfeld hinzu. Vor diesem Hintergrund dürfte die Bank of Japan auch 2019 an ihrer ultra-expansiven Ausrichtung festhalten.

## Zweimalige BIP-Schrumpfung in diesem Jahr

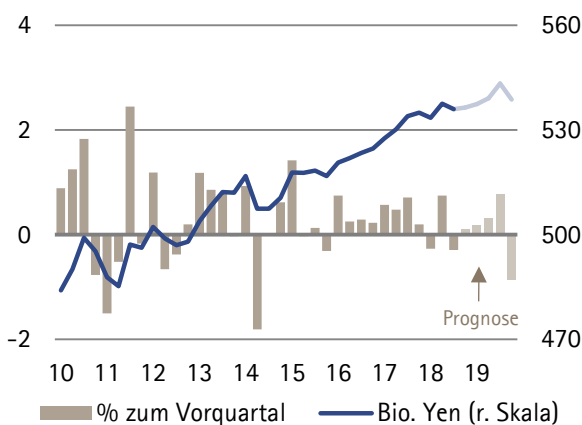
Viel Freude bereitet der Blick auf den diesjährigen Konjunkturverlauf in Japan nicht. Nach dem Rückgang im Frühjahr ist die Wirtschaft im dritten Quartal zum zweiten Mal geschrumpft (-0,3 % zum Vorquartal; Q1: -0,3 %). Das weckt unguete Erinnerungen an die japanische Wellblech-Konjunktur früherer Zeiten: Nach einem Auf folgte rasch ein Ab, und anschließend ging es kurzzeitig wieder aufwärts. Damit steht zu befürchten, dass die acht Quartale anhaltende Expansionsreihe in den Jahren 2016/17 für japanische Verhältnisse tatsächlich außergewöhnlich war.

## Wachstumstrend weiterhin flach

Mehrere Naturkatastrophen (Überflutungen, Taifun, Erdbeben), die Japans Produktion zeitweise beeinträchtigten, und eine schwächere Auslandsnachfrage können die jüngste BIP-Schrumpfung nur zum Teil erklären. Sorge bereitet uns die verhaltene Inlandsnachfrage. Trotz gestiegener Reallöhne entwickelt sich der private Konsum schwach und die Unternehmen haben ihre Investitionen zuletzt gedrosselt. Weiteres Ungemach droht durch den Handelsstreit mit den USA. Sollten die Anfang 2019 beginnenden Gespräche nicht den aus US-Sicht gewünschten Erfolg bringen, träfen Schutzzölle auf Autoimporte die Wirtschaft besonders hart: Immerhin machen die japanischen Autoexporte in die USA rund 30 % aller Warenexporte dorthin aus. Wir sind daher wenig zuversichtlich, dass Japan demnächst mit einer anhaltenden und deutlich höheren Wachstumsdynamik rechnen kann. Für das kommende Jahr erwarten wir vielmehr eine unstete Konjunkturentwicklung und einen BIP-Anstieg von jahresdurchschnittlich 0,7 % (2018P: 0,8 %).

## Rauf, runter: Schwankungsanfällige Wirtschaft

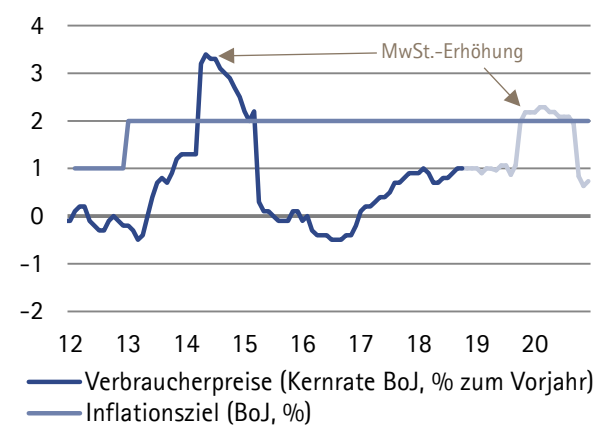
Bruttoinlandsprodukt (real)



Quelle: Datastream. Okt 2018–Dez 2019: Prognose Bankhaus Lampe

## Temporärer Preisauftrieb durch Steuereffekt

Verbraucherpreise



Quelle: Datastream. Nov 2018–Dez 2020: Prognose Bankhaus Lampe

## Hohe Volatilität bei den BIP- Quartalsraten voraus

Zu stärkeren Konjunkturschwankungen dürfte es vor allem im Umfeld der für Oktober 2019 geplanten Mehrwertsteuererhöhung von 8 auf 10 % kommen. Üblicherweise führt dies zu Vorzieheffekten, auf die ein Nachfrageeinbruch folgt. Premierminister Shinzo Abe hat Anfang November vor dem Parlament nochmals bekräftigt, an der Steueranhebung festzuhalten. Die Tür für eine erneute Verschiebung der schon für 2015 und dann für 2017 geplanten Steuererhöhung hielt er sich aber offen: Sollte das Land von einem harten Schock getroffen werden (etwa globale Wirtschaftskrise, Naturkatastrophe), sei eine gewisse Flexibilität notwendig.

## Neue Konjunkturmaßnahmen lindern Schlimmeres, ....

Derzeit plant die Regierung verschiedene Entlastungsmaßnahmen (u. a. reduzierte Steuersätze für Waren des täglichen Bedarfs, Subventionen für den Einzelhandel), um die schlimmsten Folgen der Steuererhöhung auf die Konjunktur abzufedern. Auch wenn eine Rezession wie nach den beiden vorherigen Steuererhöhungen in den Jahren 1997 und 2014 dadurch verhindert werden kann, ganz spurlos wird die Steuerreform wohl nicht an der Wirtschaft vorbeilaufen. Außerdem wird aller Voraussicht nach der Export bei der von uns erwarteten schwächeren Weltwirtschaft nicht mehr so kräftig unterstützen können wie in früheren Jahren. Das von der Regierung derzeit geplante Konjunkturpaket von 10 Bio. Yen (87,9 Mrd. US-\$), das neben den oben genannten Abfederungsmaßnahmen zusätzliche Mittel für den Infrastrukturaufbau und weitere Schutzmaßnahmen nach den jüngsten Naturkatastrophen vorsieht, dürfte bestenfalls ein kurzes Strohfeuer entfachen. Das Wirtschaftswachstum wird unserer Ansicht nach also nicht nachhaltig angeheizt, dafür aber die bereits exorbitant hohe Staatsverschuldung weiter in die Höhe getrieben (BIZ, Q1/2018: 200,4 % des nominalen BIP, zu Marktwerten sogar 212,5 %). Die ursprünglichen Motive für die Steuererhöhung, das Sozialversicherungssystem angesichts der alternden und schrumpfenden Gesellschaft zu sichern und den Staatshaushalt zu sanieren, dürften so nicht erreicht werden.

## ... entfachen aber wohl nur ein Strohfeuer ...

## ... und treiben die Staatsverschul- dung weiter hoch

## Liquiditätsentzug steht nicht zur Diskussion, jenseits des Steuereffekts bleibt die Kern- Inflation aber tief

## Geldpolitik dreht das große Expansionsrad noch lange

Die BoJ wird ihren ultra-expansiv ausgerichteten Kurs in der Geldpolitik wohl noch lange beibehalten. Schwankungen bei den langfristigen Zinsen werden unseres Erachtens zugelassen, die Kontrolle über die Renditestrukturkurve durch flexible Anleihekäufe aber beibehalten. Mit anhaltenden Netto-Wertpapierkäufen wird die Notenbankbilanz aber weiter ausgeweitet, sie hat mittlerweile fast die Höhe des nominalen BIP erreicht. Trotz dieser Politik dürfte das Inflationsziel von 2,0 % auf absehbare Zeit nicht erreicht werden. Abseits höherer Energiepreise und temporär preistreibender Effekte aus der Steuererhöhung hält die strukturell schwache Inlandsnachfrage die Inflationsraten auf niedrigen Niveaus. Die Kern-Inflationsrate (BoJ-Abgrenzung) dürfte unserer Prognose zufolge bis Herbst 2019 um 1,0 % schwanken, dann für ein Jahr auf 2,0 % steigen, um anschließend wieder unter 1,0 % zu fallen.

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

Quelle: Datastream. 2018–2020: Prognose Bankhaus Lampe, OECD

\* Bezogen auf den Gesamtstaat



# Krisen-Drehbuch für 2019 ist schwere Kost

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Notenbanken ändern die  
Großwetterlage

Aus der von uns für 2019 erwarteten weltweiten Wachstumsverlangsamung und dem anhaltenden Ausstieg der Notenbanken aus ihrer ultra-expansiven Geldpolitik resultieren Finanzmarktrisiken. Die hohe globale Verschuldung, wenig gefüllte Munitionsdepots der Notenbanken, der globale Handelsstreit und die nachlassende Haushaltsdisziplin in Italien sind Unruheherde. Sie bilden schon heute die Basis für Finanzmarkturbulenzen.

Abnehmende Unterstützung der  
Geldpolitik lässt bestehende  
Risiken größer erscheinen

Die Partystimmung in der Konjunktur und an den Finanzmärkten ist seit dem Sommer ernüchtert worden. Wichtige Konjunkturdaten haben sich aus dem Bereich der Wachstumseuphorie verabschiedet, und auch Aktienmärkte leiden unter gesunkener Zuversicht. Mit dem globalen Handelskonflikt, dem US-Leitzinserhöhungszyklus, der ungeklärten Brexit-Art und den sich fiskalisch öffnenden Schleusen in Italien gibt es hierfür zwar gute Gründe. Neu sind diese aber nicht. Angesichts noch freundlicher Konjunkturdaten sind sie von Investoren aus unserer Sicht über weite Strecken dieses Jahres lediglich weniger beachtet worden. In einer Phase, in der die Konjunktur aber Federn lässt und die geldpolitische Unterstützung abnimmt, rücken Risiken meist rasch wieder in den Blick von Investoren. Oft schlägt das Pendel dabei kräftiger aus. Aktuell betrifft dies etwa die Sorge vor einem Vorstoß der Fed in den restriktiven Leitzinsbereich, einer US-Rezession sowie einem ungeordneten Brexit.

## Höheres Risikobewusstsein für 2019 erwartet

Obwohl wir dergleichen nicht erwarten (vgl. S. 18, 14 f.), rechnen wir aber damit, dass das durchschnittliche Risikobewusstsein der Anleger im nächsten Jahr merklich höher ausfallen wird als in diesem. Entscheidend hierfür ist, dass der globale Konjunkturaufschwung unserer Prognose zufolge weiter an Dynamik verlieren wird. Dieser nach Süden zeigenden Richtung dürfte mehr Aufmerksamkeit zuteilwerden als der mit voraussichtlich 3,4 % letztlich noch immer robust wachsenden Weltwirtschaft. Überdies dürften sich Investoren auch am weiter zunehmenden Rückzugsgrad der Notenbanken aus der ultra-expansiven Geldpolitik „stören“: Die Zeit der üppigen Liquiditätsversorgung und Nullzinspolitik ist schlicht vorüber. Damit aber treten viele der seit Langem bestehenden (strukturellen) Risiken wohl wieder in den Vordergrund.<sup>1</sup> Hierzu zählen unseres Erachtens besonders:

Schuldenexzesse dominieren  
weiter die Landschaft, ...

- **Verschuldung:** In den vergangenen Jahren hatten wir stets betont, dass die globale Schuldenkrise anhält. Sie kann von der Geldpolitik zwar eingedämmt, aber nur von Regierungen gelöst werden. Deren Reformeifer war jedoch nur gering. Zehn Jahre nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise fällt die Bilanz somit ernüchternd aus: In der Addition von privaten Haushalten, Staat und Unternehmen ist die globale Verschuldung seit 2008 um 67 Bio. US-\$ (entspricht 36 % der Gesamtverschuldung) gestiegen. Die Verschuldungsorgie hat sich also fortgesetzt. Durch das kräftige Wachstum des nominalen BIP und tiefe Zinsen ist dies jedoch kaschiert worden. Mittlerweile liegt die Verschuldungsquote aller Länder bei 246 % des BIP, das sind 45 Prozentpunkte mehr als 2008. Diese Situation wird sich 2019 unseres Erachtens weiter verschlechtern: Echte Konsolidierungs-

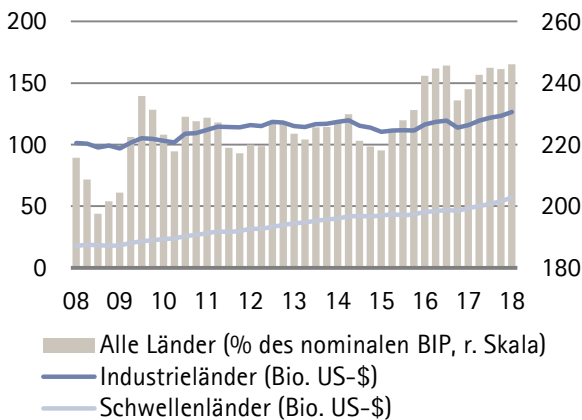
... im Umfeld steigender Leitzinsen  
bergen sie das Risiko finanzieller  
Notlagen

<sup>1</sup> Die Brexit-Frage zählt für uns nicht hierzu, da es sich um ein exogenes Ereignis handelt.

programme stehen aus, die Quoten werden zudem auch deshalb steigen, weil das nominale BIP-Wachstum wohl nachlässt. Die Frage nach der Schuldentragfähigkeit dürfte von Investoren daher bald wieder vermehrt gestellt werden.

### Die Verschuldung bleibt das große Problem

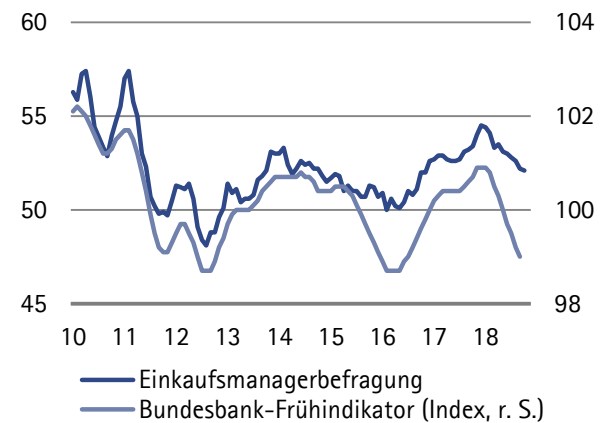
Verschuldung (Private Haushalte, Staat, Unternehmen)



Quelle: Datastream

### Bundesbank-Index zeigt Abschwung an

Konjunkturelle Frühindikatoren (Welt, Verarb. Gewerbe, Index)



Quelle: Bloomberg, Datastream

### Divergenzen der EWU-Länder halten in jeglicher Hinsicht an

- **Europäische Währungsunion:** Dass sich Italien von der Haushaltsdisziplin verabschiedet hat, verdeutlicht einmal mehr, dass es sich beim Zusammenschluss der Länder nicht um einen optimalen Währungsraum handelt (vgl. S. 11). Neben den ökonomischen Unterschieden sind es vor allem die wirtschaftspolitischen Vorstellungen, die einen großen Keil zwischen den Mitgliedstaaten dauerhaft gesetzt halten dürften. Für die politische Weiterentwicklung der Währungsunion besteht unseres Erachtens daher keine gemeinsame Basis. Auch wenn sie noch länger halten dürfte: Ihre Bruchstellen sind ein ständiger Hort für Unruhe.

### Geldpolitik noch weit entfernt von alter Stärke

- **Geldpolitik:** Bis auf die Fed befinden sich viele Notenbanken noch immer im Krisenmodus. Ablesbar ist dies an tiefen Leitzinsständen und aufgeblähten Notenbankbilanzen. Die Munitionsdepots sind also noch viel zu leer, um auf künftige Wirtschaftskrisen adäquat einwirken zu können. Mit Blick auf die von uns für 2019 erwartete weltweit sinkende Wachstumsdynamik ist ein zentraler Krisenmanager somit stark geschwächt. Da dies wegen der hohen Verschuldung fiskalpolitisch kaum auffangbar ist, sind vor allem Industrieländer kaum krisenfest.

### Handelsstreit hält Konjunkturrisiko hoch

- **Handelsstreit:** Der von den USA initiierte globale Handelskonflikt schwelt. Dabei beunruhigt uns, dass es vor allem im US-Verhältnis zu China wohl auch um die Vormachtstellung in der Welt geht. Erfahrungsgemäß interessieren ökonomische Argumente bei Verhandlungen dann meist nur am Rande. Beide Länder besitzen mit 15 bzw. 18 % aber die höchsten Anteile am Welt-BIP. Bei einer extremen Eskalation des Handelsstreits stehen damit durch direkte und indirekte Handelsverflechtungen unseren Erwartungen zufolge bis zu 0,3 Wachstumspunkte für das Welt-BIP auf dem Spiel. Bei nachgebenden US-Konjunkturdaten könnte dies je nach Nachrichtenlage künftig zumindest zeitweise zu Rezessionsorgen führen. Diese würden merklich steigen, trübten sich Finanzierungsbedingungen für Schwellenländer durch höhere US-Leitzinsen oder eine Dollar-Festigung ein.

## Gewitterwolken über den Finanzmärkten

## Europäischer Bankensektor ist nicht krisenfest

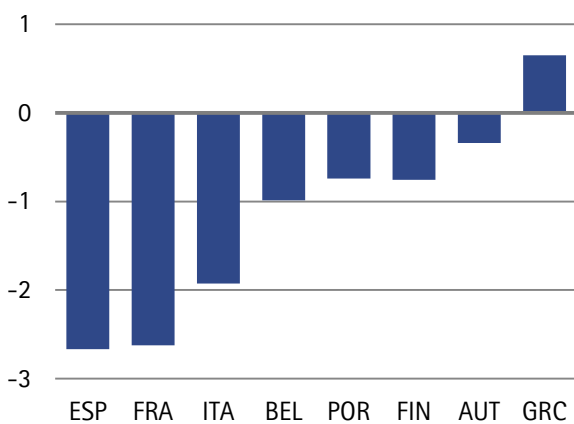
### Risiko-Cocktail mit Knallpotenzial

Angesicht dieser Gemengelage, für die wir Vollständigkeit nicht beanspruchen, stellt sich die finanzielle Situation derzeit alles andere als stabil dar. Die Ereignisketten, die einzelne oder mehrere der oben genannten Risiken auslösen können, liegen dabei auf der Hand – sie wirkten zunächst wohl allesamt negativ auf die Konjunktur.

Unter Risikoaspekten behalten wir neben den extremen Kreditrisiken in China auch den noch nicht gesunden europäischen Bankensektor im Blick. Ursache sind die Netto-Wertpapierkäufe der EZB, die zum Jahresende wohl eingestellt werden. Dies allein reicht aus unserer Sicht für Turbulenzen bei Staatsanleihen zwar nicht aus. Es bekräftigt aber, dass sich der Wind notenbankseitig dreht. Zusammen mit der eventuellen Abkehr weiterer EWU-Länder von vereinbarten Haushaltszielen ist ein Wiederaufflammen der ungelösten EWU-Staatsschuldenkrise daher nicht weit hergeholt. Selbst in gemäßiger Variante hätte dies Abschreibungen zur Folge, da nationale Banken meist stark in Staatsanleihen ihres Heimatlandes investiert sind. Das politische Reaktionsspektrum dürfte im Krisenfall von Finanzhilfen für einzelne Länder bis hin zu Kapitalmaßnahmen für Banken reichen. Für die Konjunktur entfiel dadurch Unterstützung, da die abgeschriebenen Mittel für die Kreditvergabe fehlten.

### Staatshaushalte dürften hinter Erwartung bleiben

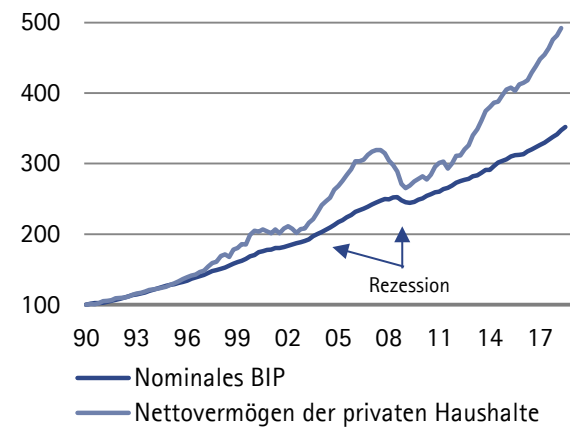
Für 2018 erwarteter Finanzierungssaldo des Staates (% des BIP)



Quelle: EU-Kommission

### Bloß kein Einbruch der Nettovermögen!

BIP und Nettovermögen (USA, Q1/1990=100)



Quelle: Datastream

### US-Nettovermögen mit Verstärkungspotenzial im Krisenfall

Als Auslöser für nachhaltige Finanzmarkturbulenzen behalten wir zudem die USA im Blick. Dort haben sich die Nettovermögen der privaten Haushalte kräftig vom Wachstum des nominalen BIP entkoppelt (vgl. Grafik oben rechts), was uns schon länger beunruhigt. Denn in der jüngeren Vergangenheit haben sich aus dieser Gemengelage heftige (Konjunktur-)Krisen eingestellt. Ursache war stets die Fed, die mit Niedrigzinsen und Liquidität zuvor für einen massiven Anstieg der Vermögenspreise gesorgt hatte, vor allem bei Aktien. Das ist aktuell nicht anders. Die Entkoppelung ist jedoch deutlich massiver als 2001/08, weshalb die Gefahr für Finanzmarkturbulenzen unseres Erachtens derzeit auch größer ist. Sie wird bereits aus der geldpolitischen Normalisierung der Fed geschürt. Trübten sich in diesem Umfeld nun auch Konjunkturerwartungen stärker ein oder nähme das Anlegervertrauen durch den Eintritt von Risiken ab, rückte eine Rezession durch fallende Nettovermögen näher.

# Protektionismus streut Sand ins Handelsgetriebe

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

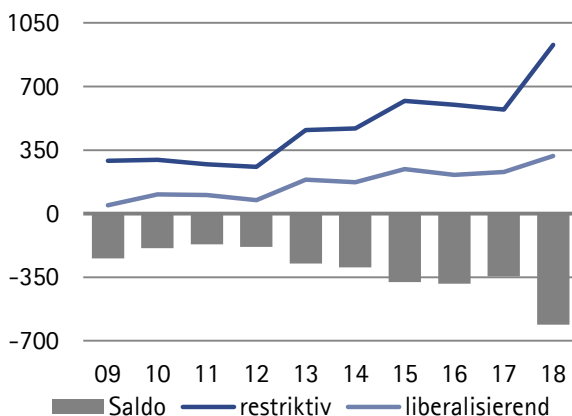
bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Handelshemmende Maßnahmen  
haben eine lange Tradition

Aufgrund des in jüngerer Zeit durch die USA ausgelösten globalen Handelsstreit sind protektionistische Bestrebungen weltweit wieder auf dem Vormarsch. Die über Jahrzehnte gewachsenen und optimierten Produktionsketten drohen daher aufzubrechen und sind mitunter neu auszurichten. In diesem Zusammenhang wird oftmals von einem „neuen“ Protektionismus gesprochen, der die Weltwirtschaft bedrohe. Doch ganz so neu sind diese Bestrebungen nicht: Zölle und andere staatliche Restriktionsmaßnahmen, zu denen Subventionen, Exportförderungen, Handelskontingente oder ein beschränkter Zugang zum öffentlichen Beschaffungswesen sowie für ausländische Direktinvestitionen gehören, haben weltweit eine lange Tradition. Der Global Trade Alert des Centre for Economic Policy Research listet beispielsweise allein für 2018 bereits über 900 solcher Staatseingriffe auf, denen etwas mehr als 300 liberalisierende Maßnahmen gegenüberstehen. Nach 2012 und verstärkt 2018 ist eine erhebliche Zunahme derartiger restriktiver Schritte zu beobachten, mit denen Länder die eigenen Güter- und Dienstleistungsmärkte gegen unliebsame Konkurrenz aus dem Ausland abschotten oder einzelne Branchen vor höherem Wettbewerbsdruck schützen. Befördert wird diese Tendenz dadurch, dass seit der Jahrtausendwende verstärkt aufstrebende Volkswirtschaften wie China, Brasilien, Indien, Russland und Südafrika (BRICS) als neue Wettbewerber am Weltmarkt auftreten. Dies hat zu einer starken Kräfteverschiebung bei den Weltmarktanteilen im Güter- und Dienstleistungshandel sowie bei den internationalen Wertschöpfungsketten geführt. Im Endeffekt ging dies zulasten etablierter Industrieländer wie den USA.

## Handel zunehmend durch Staatseingriffe belastet

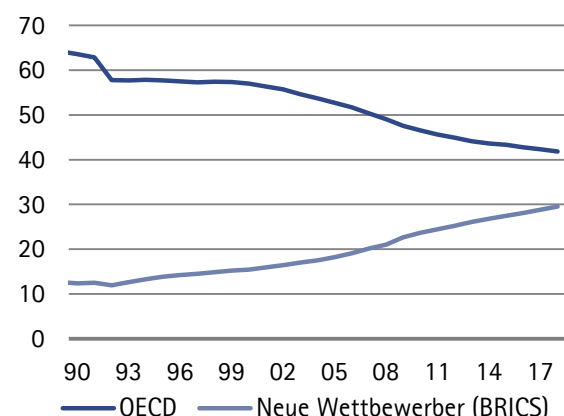
Anzahl staatlicher Maßnahmen der G-20 (pro Jahr)



Quelle: Global Trade Alert (Stand: 21.11.2018), Bankhaus Lampe

## Globale Kräfteverschiebung

Anteil am Welt-BIP (%)



Quelle: Datastream

Politisch geht es um mehr als  
„nur“ den Handel von Waren

Neu ist insofern nur die Vehemenz, mit der die USA die Brechstange an die über viele Jahre gewachsene Struktur ansetzen und das bisherige System multinationaler Handelsvereinbarungen möglichst durch für sie vorteilhaftere bilaterale Abkommen umgestalten möchten. Der Blick richtet sich hierbei vor allem auf China. Trotz beständiger Anmahnungen hat sich das Land bisher immer wieder gegen eine umfassende Marktöffnung gesperrt. Wenn ein Marktzutritt erleichtert wurde, dann erfolg-

te dieser scheinbar und in sehr begrenztem Ausmaß. Bei den seit Anfang 2018 umgesetzten Zollrunden und der angedrohten Eskalation geht es den USA unseres Erachtens aber um viel mehr, als das Problem hoher US-Handelsbilanzdefizite zu bändigen. Denn solange der Hunger der USA nach Importprodukten unverändert groß ist, wird sich mit den bisherigen Maßnahmen daran nichts ändern. Hierfür bedarf es unseres Erachtens einer starken Konjunkturabschwächung oder sogar einer Rezession. Das Hauptanliegen der USA ist also vielmehr der immer wichtiger werdende Dienstleistungshandel sowie der Schutz des geistigen Eigentums. Neben ökonomischen Gründen dürften geopolitische Überlegungen zudem für ein schärferes Vorgehen gegenüber China sprechen, um den wirtschaftlichen Aufstieg des Landes zu bremsen. Der Zeitpunkt hierfür scheint jetzt noch günstig, da China mit seiner Strategie „Made in China 2025“ künftig autarker werden möchte. Noch bietet sich eine offene Flanke, in die die USA jetzt vordringen.

### Unsicherheit mindert Wachstumschancen

China hat Gesprächsbereitschaft signalisiert, mit der EU sind die US-Verhandlungen jedoch noch nicht in Fahrt gekommen. Eine rasche Beilegung der Handelskonflikte erwarten wir nicht, zumal US-Präsident Donald Trump seinen handelspolitischen Kurs künftig eher verschärfen dürfte, da er seit den Kongresswahlen innenpolitisch nicht mehr viel bewegen kann. Für die EU und auch andere Länder ist es daher keine gute Strategie, abzuwarten, bis die USA ihren Streit mit China ausgefochten haben. Einen lachenden Dritten wird es nicht geben. Denn in einer global vernetzten Produktionswelt strahlen bilaterale Handelsstörungen auch auf andere Länder aus, wenn, wie im Fall Chinas, der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den eigenen Exporten mit über 30 % hoch ist. Bilaterale Zölle können zu Ausweichreaktionen und einer Handelsumlenkung führen, mitunter müssen Produktionsketten neu adjustiert werden. Dies alles bewirkt höhere Kosten und fordert die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen heraus: Sie werden versuchen, die gestiegenen Produktpreise auf ihre Abnehmer abzuwälzen, die Produktivität zu steigern oder bestehende Produktionsketten umzubauen. Im ungünstigsten Fall scheiden sie aus dem Produktionsprozess aus, ein Beschäftigungsabbau wäre die Folge. Sicherlich ist die Anpassungsflexibilität von Unternehmen sehr unterschiedlich, dennoch ließen sich gesamtwirtschaftliche Effekte wohl teilweise abfedern. Sie wären somit verkraftbar.

Bedeutend schwerwiegender wäre es jedoch, wenn die durch die Handelskonflikte ausgelöste Unsicherheit zu einer stärkeren Investitionszurückhaltung bei Unternehmen führte. Dies würde nicht nur die Konjunktur spürbar beeinträchtigen, sondern vor allem künftige Produktivitätsgewinne und damit langfristige Wachstumschancen schmälern. Für die Finanzmärkte wäre dies Gift. Es besteht also auf allen Seiten ein großes Interesse, den Handelsstreit zu lösen und Kompromisse einzugehen. So könnten China und die EU mit einer deutlichen Zollsenkung den Wind aus den US-Segeln nehmen. Zudem könnte auf Seiten der USA die Stimmung kippen, wenn Verbraucher immer höhere Preise bezahlen müssten oder sogar Arbeitsplätze verloren gingen. Wir gehen deshalb unverändert davon aus, dass es nicht zu einer harten Handelseskalation kommt, die die Weltwirtschaft in eine Rezession stürzt. Brächte der einseitige Vorstoß der USA am Ende auch noch Bewegung in die seit Jahren überfällige Reform des Welthandelssystems und der Welthandelsorganisation WTO, könnte dem ganzen Treiben sogar noch etwas Gutes abgewonnen werden.

In einem globalen „Produktionsdorf“ gibt es keinen lachenden Dritten, wenn zwei sich streiten

Der Handelsstreit birgt ein hohes Maß an Unsicherheit, ...

... eine Weltrezession ist aber nicht unser Hauptszenario

# Staatsanleihen: Später im Jahr unterstützt

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Abseits der aktuellen Safe-Haven-Flows bleiben 10-jährige Treasuries vorerst belastet. Ein Schub über den jüngsten Renditegipfel erwarten wir nicht. Vielmehr dürften Treasuries zur Jahresmitte 2019 von der unseres Erachtens nachlassenden US-Konjunktur dynamik profitieren und deren Rendite unter 3,0 % notieren. Bundesanleihen sehen wir durch die EZB-Reinvestitionen und die voraussichtliche Risikoneubewertung der EWU-Peripherie als gut unterstützt an. Die US-Renditestrukturkurve dürfte zeitweise invers sein.

Bei 10-jährigen Treasuries  
ist Druck im Kessel

Die Abschlussrechnung für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen wird sich in den verbleibenden Wochen dieses Jahres wohl nicht mehr viel ändern. So notiert die Rendite für Treasuries aktuell 65 Basispunkte höher als mit 2,42 % zu Jahresbeginn. Anders dagegen Bundesanleihen: Hier liegt die Rendite mit 0,37 % leicht unter auf dem Jahresanfangsstand von 0,42 %. Beide Entwicklungen waren unterjährig wegen der häufig wechselnden Risk-on-/Risk-off-Stimmung recht volatil. Dass Treasuries von Bundesanleihen outpermt worden sind, liegt vor allem daran, dass die Belastung durch fundamentale Faktoren bei Treasuries deutlich größer gewesen ist. Vor allem das kräftige US-BIP-Wachstum, die das US-Haushaltsdefizit steigernde Steuerreform und die anhaltende Abkehr der Fed von ihrer ultra-expansiven Geldpolitik waren für den unterjährigen Renditeanstieg ausschlaggebend. Die temporären Safe-Haven-Flows haben noch höhere Renditen wohl vor allem bei Treasuries verhindert.

Treasury-Rendite 2018 im Trend aufwärts, ...

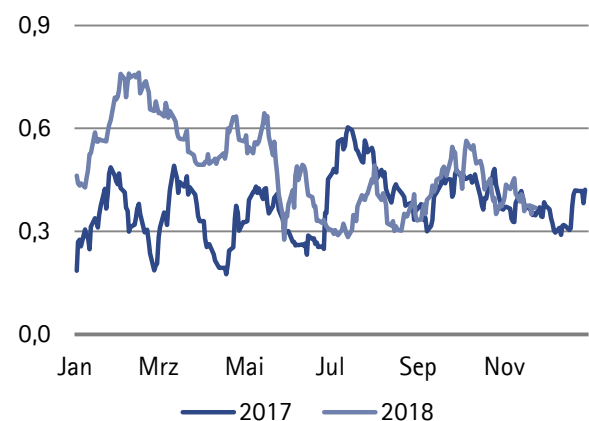
Rendite der 10-jährigen Treasury (%)



Quelle: Datastream

... Bundesanleihen koppeln sich davon ab

Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe (%)



Quelle: Datastream

Zunächst nochmals wieder höhere  
Treasury-Renditen

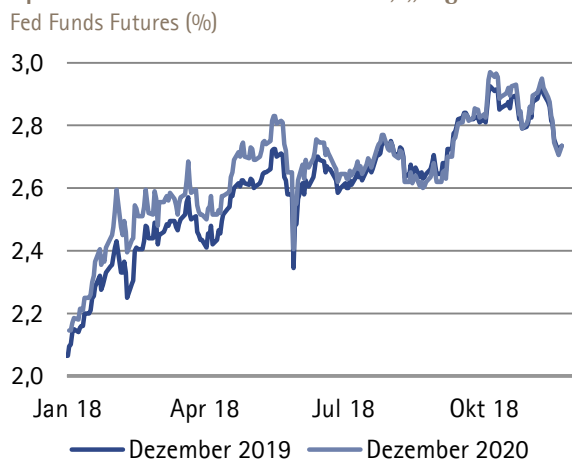
Renditeschub kehrt sich 2019 um

Das Rentenmarktumfeld dürfte sich 2019 nicht grundlegend ändern. Unserer Einschätzung zufolge werden Treasuries zunächst weiter den zurzeit bestehenden Einflussfaktoren ausgesetzt sein. Hierzu zählen vor allem die belastenden Effekte der von uns erwarteten Leitzinserhöhungen und Bilanzschrumpfung der Fed (vgl. S. 19) sowie die von der US-Steuerreform ausgelöste Angebotswelle. Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir die Rendite der 10-jährigen Treasury daher weiter bei 3,20 %.

### Die nachlassende Strahlkraft des US-Konjunkturaufschwungs dürfte Treasuries zugutekommen

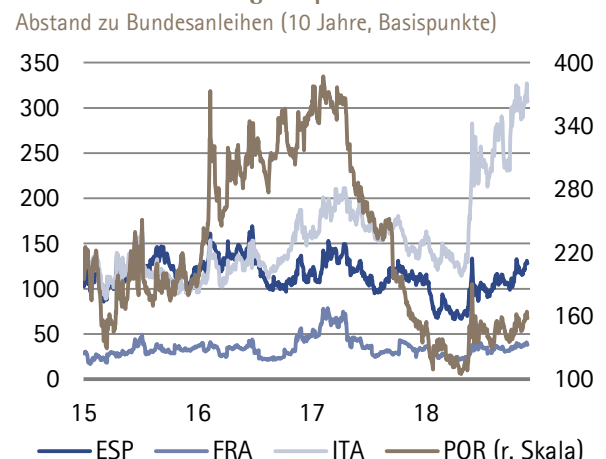
Im späteren Frühjahr wird sich der Wind für Treasuries aus unserer Sicht drehen: Investoren dürften dann erkennen, dass die Strahlkraft des zweitlängsten US-Konjunkturaufschwungs der Nachkriegsgeschichte nachlässt. Unserer Prognose zufolge wird dies einhergehen mit der Erwartung eines bevorstehenden Endes des Leitzinserhöhungszyklus der Fed. Dies wäre wohl erst recht der Fall, sollte der US-Leitzins, entgegen unserer Prognose, im September doch noch auf 3,25 % steigen. Perspektivisch rücken damit nicht nur Leitzinssenkungen der Fed in den Blick der Anleger, sondern auch ein eventuell langsamerer Abbau ihrer Bilanzsumme. Von der Aussicht auf eine gemessen am Status quo wieder zunehmende geldpolitische Unterstützung dürften Treasuries aber positiv erfasst werden. Hinzu kommen aus unserer Sicht beständig renditesenkende Portfolioumschichtungen aus Schwellenländern, die sich insbesondere im Zuge des dort wohl ebenfalls langsameren BIP-Wachstums, der höheren US-(Leit-)Zinsen und mancherorts gestiegener Kreditrisiken voraussichtlich einstellen werden. Bereits auf 6-Monatsicht wird die Rendite der 10-jährigen Treasury aus unserer Sicht daher in Richtung 3,00 % sinken. Im Sog schwächerer US-Konjunkturdaten und zeitweiser Rezessionsorgen dürfte sich diese Entwicklung auf 12M-Sicht unter 3,00 % fortsetzen. Die 2019er-Renditespanne erwarten wir bei 2,50–3,40 %.

### Spätestens bei 3 % ist Schluss, „sagt der Markt“



Quelle: Datastream

### Die Zeit extrem enger Spreads ist vorbei



Quelle: Datastream

Nach dem Ende der Netto-Wertpapierkäufe der EZB wird Sicherheit für Bundesanleihen wieder mehr zählen, ...

### Bundesanleihen mit eigener Story

Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit werden den Vorgaben des Treasury-Marktes im Prognosezeitraum unseres Erachtens nur wenig folgen. Sie sind bereits heute gesonderten Einflüssen ausgesetzt, die einen merklichen Renditeanstieg verhindern. Maßgeblich hierfür ist aus unserer Sicht das bevorstehende Ende der Netto-Wertpapierkäufe der EZB (vgl. S. 9), im Zuge dessen EWU-Länderrisiken im nächsten Jahr stärker gewichtet werden dürften. Wengleich wir eine Flucht aus Peripherie-Staatsanleihen nicht erwarten, werden Bundesanleihen wohl davon profitieren, dass Portfolien mehr nach Sicherheits- als nach Renditeaspekten ausgerichtet werden. Dies bedeutet: Eine Spreadrückkehr von EWU-Staatsanleihen zu Bundesanleihen auf die tiefen Niveaus von 2017 ist weiter nicht angezeigt. Auch mit Blick auf die momentan schwindende Haushaltsdisziplin im Euroraum erwarten wir vielmehr, dass die Renditespreads zumindest zeitweise höher ausfallen werden als 2018. Hierzu dürften auch die divergierenden politischen Ansätze der EWU-Länder beitragen.

... Unterstützung kommt zudem von EZB-Reinvestitionen und von der Inflationsseite

### 10J-Renditeprognose

	Monate			
	22.11.18	3	6	12
Bund (%)	0,37	0,50	0,60	0,60
Treasury (%)	3,07	3,25	3,10	2,80
Spread (Bp.)	270	275	250	220

Unterstützung erhalten Bundesanleihen aus unserer Sicht auch von den Reinvestitionen der EZB. Noch hat die Notenbank ihr Vorgehen diesbezüglich nicht erläutert. Es gibt aber Signale, dass sie sich zunächst am Kapitalschlüssel orientiert. Aufgrund des hohen deutschen Anteils an der EZB stehen Bundesanleihen daher mitten im Fadenkreuz. Überdies dürfte die Gesamt-Inflationsrate das Marktumfeld im zweiten Halbjahr 2019 erhellen, da wir einen Rückgang unter 2,0 % erwarten. Und je nachdem, wie hart der Brexit ausfallen wird, ist eine zeitweise bzw. anhaltende Unterstützung auch von dieser Seite absehbar. Im Prognosezeitraum erwarten wir die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe daher um 0,50 %. Dabei dürfte die 2019er-Renditespanne von 0,10–0,80 % reichen. Zusammen mit unserer Prognose für Treasuries zeichnet sich damit für die nächsten Monate ein Renditegipfel ab. Für die Renditestrukturkurven stehen die Zeichen auf Verflachung bzw. für die USA auf Inversion.

### US-Inflationserwartungen am Gipfel

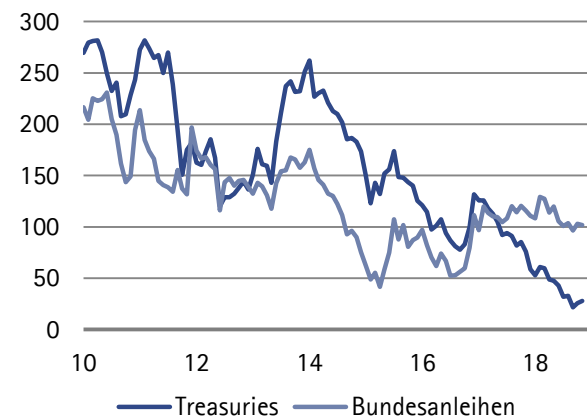
Langfristige marktbasierende Inflationserwartungen (5x5, % zum Vj.)



Quelle: Datastream

### Inversion der Treasury-Kurve steht bevor

Renditestrukturkurve (10J–2J, Basispunkte)



Quelle: Datastream

Auch abseits unseres Hauptszenarios positive Impulse für erstklassige Staatsanleihen

### Bedeutung von sicheren Häfen wird zunehmen

Angesichts der von uns für 2019 identifizierten gewichtigen Risiken (vgl. S. 25 ff.) ist eine temporär auftretende höhere Nachfrage nach sicheren Häfen fast vorprogrammiert. Neben Bundesanleihen dürften auch Treasuries weiter gefragt sein – trotz der ausufernden US-Staatsverschuldung und der wohl anhaltenden Bilanzschrumpfung der Fed. Unsere Renditeprognose sehen wir daher auch von der Risikoseite als gut unterstützt an. Und selbst wenn Marktakteure ihre US-Leitzinserwartung revidierten und sie den US-Leitzins im restriktiven Bereich erwarteten, löste dies wohl Konjunktursorgen aus und stützte das lange Ende der Renditestrukturkurve. Ähnliches dürfte eine lohnseitig stärker steigende Inflationsrate bewirken, infolge derer die Fed wohl ebenfalls in den restriktiven Bereich vorstieße und Konjunktursorgen zunehmen.

Alles ändert sich, wenn Trump die Steuern abermals senkt

Daneben behalten wir einen wichtigen Faktor im Blick, der einen Renditeschub potenziell auslösen kann. Dabei fokussieren wir uns auf US-Präsident Donald Trump. Er benötigt neue Wachstumsimpulse, damit der BIP-Zuwachs, wie von ihm angestrebt, bei rund 3,0 % verbleibt. Ohne diese fällt das Wachstum, wie von uns erwartet, deutlich ab. Er könnte daher erneut Steuern senken und den Schwerpunkt dieses Mal auf private Haushalte richten. Die damit einhergehende nochmalige Beschleunigung der Staatsverschuldung dürfte Investoren stark verstimmen.



# Währungen: 2019 wird besser für den Euro

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

## EUR–USD: Euro fester erwartet

Ausgehend von Kursen bei 1,25 hat sich der Euro zum US-Dollar seit dem Frühjahr dieses Jahres abwärts bewegt. Zuletzt notierte er nahe 1,14. Treibende Kräfte dafür waren vor allem der Wachstums- und Zinsvorsprung der USA, die seitens mancher Investoren zeitweise bestehenden Sorgen um einige Schwellenländer, der konjunkturelle Schwächeanfall des Euroraums im dritten Quartal sowie Unsicherheit bezüglich der Finanzpolitik in Italien und den Brexit. Aus allgemeinen Risikoüberlegungen heraus wurde USD deshalb als vermeintlich sicherer Hafen stärker nachgefragt. Einige der genannten Faktoren werden aller Voraussicht nach auch 2019 wirken, unserer Einschätzung nach teilweise aber mit umgekehrten Vorzeichen. Damit geraten wichtige der bisherigen USD-Stützpfeiler zwar ins Wanken. Sie dürften aber erst später auf den Wechselkurs durchwirken. Auf 3M-Sicht stehen einer EUR-Erholung daher noch der Vorsprung der USA beim Wachstum und den (Leit-)Zinsen sowie die sich um den Brexit und Italien rankenden Unsicherheiten entgegen.

## 2018 – ein Jahr der Euro-Abschwächung

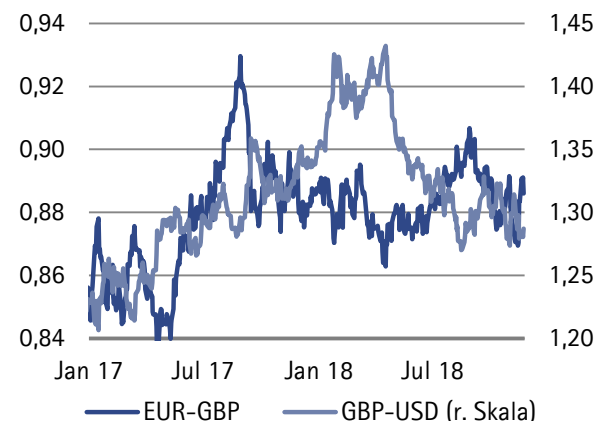
Wechselkurse



Quelle: Datastream

## Brexit-Unsicherheit lastet auf dem Pfund

Wechselkurse



Quelle: Datastream

## Zins- und Wachstumsvorsprung der USA zieht 2019 weniger, ...

Auf 6M-Sicht dürfte sich das Blatt zugunsten des EUR wenden. Unserer Prognose zufolge wird sich der Blick vor allem auf den gealterten US-Konjunkturaufschwung richten, der an Strahlkraft verlieren wird (vgl. S. 16 f.). Im Umfeld sich abschwächender US-Konjunkturdaten und einem voraussichtlich Mitte 2019 erreichten Leitzinsgipfel von 3,0 % wird sich die US-Abschwungsdebatte bei Investoren in der zweiten Jahreshälfte daher wohl merklich verstärken. Die an den US-Terminmärkten für 2019 ohnehin schon bestehenden Zweifel an über 3,0 % hinausgehenden US-Leitzinserhöhungen werden in dieser Phase vermutlich weiter zunehmen.

## ... EZB-Leitzinswende zieht dafür mehr

Das heißt aus unserer Sicht, dass sich der zurzeit noch große US-Zinsvorsprung zum Euroraum künftig wohl als immer weniger tragend erweisen wird. Positiv für EUR dürfte zudem die von uns erwartete EZB-Leitzinswende zu Buche schlagen. Auf 6M-Sicht rechnen wir deshalb mit einer EUR-Erholung auf Kurse um 1,20 EUR–USD.

## Risiken als Taktgeber für Kurs-schwankungen

Als potenzielle EUR-Belastungsfaktoren verbleibt allerdings, dass die strukturellen Probleme im Euroraum (u. a. Italien) jederzeit aufbrechen können. Sie besitzen das Potenzial, die EZB von einer Leitzinswende abzuhalten oder sie zu erneuten umfangreichen Finanzierungshilfen zu bewegen. Zudem dürfte EUR in Phasen einer allgemein erhöhten Risikoaversion von Portfolioumschichtungen in als sicher geltende Anlagehäfen weniger profitieren als USD. Je nach Wasserstandsmeldung (Konjunktur, Politik, Notenbank, Risikobeurteilung) wird EUR–USD unseres Erachtens daher unterjährig auch im kommenden Jahr stärkeren Kursschwankungen unterliegen. Den Wechselkurs erwarten wir in einer Spanne von 1,08 bis 1,25.

## Die Antwort auf die Shakespeare-Frage bestimmt den GBP-Kurs

### EUR–GBP: Offene Brexit-Frage löscht Orientierung

Das britische Pfund ist derzeit Spielball der Politik. Solange nicht Klarheit besteht, ob das britische Parlament dem nun vorliegenden Übergangsabkommen zustimmen wird, bleibt GBP aus unserer Sicht angezählt. Wohin der Trend geht, ist angesichts des völlig offenen Ausgangs der Brexit-Frage momentan unklar.

## Weicher Brexit = GBP-Erholung, ...

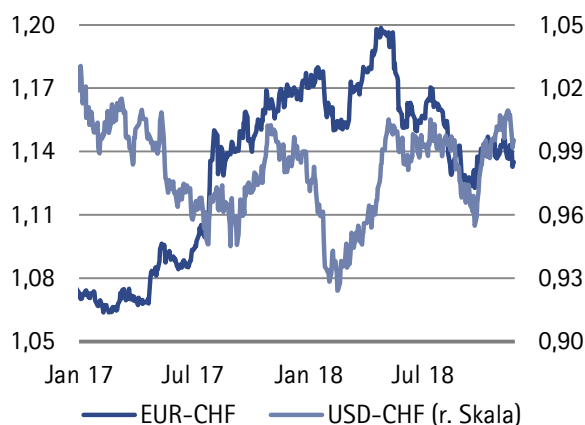
Kommt es zu dem von uns mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 55 % erwarteten weichen Brexit (vgl. S. 14 f.), dürfte EUR–GBP im Zuge einer Erholungsrally deutlich fester tendieren. Unterstützt würde diese Wechselkursbewegung aus unserer Sicht durch die sich dann am Devisenmarkt voraussichtlich verstärkende Erwartung, dass die BoE ihren geldpolitischen Normalisierungspfad im Mai wieder aufnimmt. Auf 3M- und 6M-Sicht rechnen wir deshalb mit Kursen von 0,86 EUR–GBP. Klar dürfte unseres Erachtens in diesem Fall aber auch sein, dass sich im Zuge einer Erleichterungsrally vorübergehend festere Kurse einstellen werden. Aufgrund der von uns für September erwarteten EZB-Leitzinswende geriete das Pfund dann wohl unter leichten Druck.

## ... harter Brexit = GBP-Talfahrt

Käme es entgegen unseres Hauptszenarios zu einem harten Brexit, wird GBP wohl auf Kurse deutlich über 0,90 EUR–GBP abwerten. Rezessions Sorgen für Großbritannien, gepaart mit einem wieder höheren Grad des ohnehin ultra-expansiven Expansionskurses der BoE, sehen wir als Treiber für diese Entwicklung an.

## Schweizer Franken seitwärts

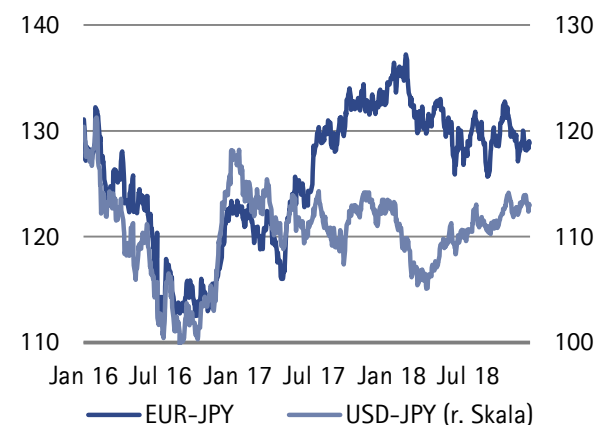
Wechselkurse



Quelle: Datastream

## Yen bleibt fundamental belastet

Wechselkurse



Quelle: Datastream

CHF aus Sicht der Notenbank weiter überbewertet

#### EUR–CHF: Perspektivisch schwächer

Der Franken hat sich gegenüber dem Euro von dem im Frühjahr erreichten Kursniveau von 1,20 auf zuletzt 1,13 befestigt. Solange eine Klärung der Brexit- und Italien-Frage sowie anderer Risikoüberlegungen ausbleibt, dürfte er sich vorerst unter Schwankungen seitwärts bewegen. Aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bleibt der Franken damit weiter unerwünscht überbewertet. Gegen das zeitweise immer wieder höhere Risikobewußtsein an den Finanzmärkten kann die SNB aber nichts ausrichten, solange die politisch stabile Schweiz als sicherer Zufluchtsort angesehen wird. In unsicheren Zeiten bleibt CHF daher wohl auch künftig eine gesuchte Anlagewährung – Missfallen der SNB hin oder her.

SNB wird Leitzins erst deutlich nach der EZB erhöhen

Da die Notenbank an einem schwächeren Franken interessiert ist, hat sie es unseres Erachtens nicht eilig, ihren Leitzins vor der EZB anzuheben. Anlass besteht hierzu nach unserer Einschätzung ohnehin nicht, denn die bisher kräftige Wachstumsdynamik der Schweizerischen Wirtschaft dürfte sich 2019 spürbar verlangsamen und die Inflationsrate weiterhin gedämpft bleiben. Vor diesem Hintergrund und angesichts der im ersten Halbjahr voraussichtlich intensiver werdenden Leitzinserhöhungsdebatte hinsichtlich der EZB erwarten wir eine allmähliche CHF-Abschwächung auf 1,15 (3M) und 1,20 EUR–CHF (12M).

JPY als sicherer Hafen gefragt, ...

#### EUR–JPY: Der Ausblick für den Yen bleibt getrübt

Der japanische Yen hat bis zum Frühsommer 2018 merklich an Wert zum Euro gewonnen. Seitdem bewegte er sich jedoch unter starken Schwankungen seitwärts in einer Spanne von 125 bis 133 EUR–JPY. In seinen kurzen Aufwertungsphasen erhielt er Unterstützung weniger von guten Wirtschaftsdaten aus Japan. Vielmehr waren dies zumeist Phasen erhöhter Risikoaversion, in denen er von seinem Status als eine „Fluchtwährung“ profitieren konnte, wenngleich auch weniger stark als USD.

... trotz fundamental ungünstig bleibender Lage

Die japanischen Fundamentaldaten (Konjunktur, Inflationsrate) und den daraus ableitbaren Kurs der Geldpolitik betrachtet, bleibt JPY eher belastet. Die Wachstumsdynamik in Japan ist zu schwach für deutlich höhere Inflationsraten. Es überrascht deshalb nicht, dass die Bank of Japan immer wieder, zuletzt bei ihrem Zinsentscheid Ende Oktober, bestätigt, am Kurs der ultra-lockeren Geldpolitik festzuhalten.

Das wird unserer Einschätzung nach auch 2019 der Fall sein. Konjunkturelle Verzerrungen im Umfeld der für Oktober 2019 geplanten Mehrwertsteueranhebung (Vorzieheffekte und anschließender „Nachfrageeinbruch“) oder die für ein Jahr durch diesen administrierten Effekt vorübergehend erhöhte Inflationsrate dürften die Notenbank nicht zu einer geldpolitischen Kursabweichung bewegen. Aus eigener Kraft wird JPY aus unserer Sicht deshalb kaum zu Stärke gelangen. Leitet die EZB im September kommenden Jahres ihre Leitzinswende wie von uns erwartet ein, ist sie schon sehr spät dran. Für die Bank of Japan zeichnet sich ein Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik aber wohl noch viel länger nicht ab. Fundamental betrachtet bleibt der Yen damit auf der schwachen Seite. Auf 3M-Sicht rechnen wir daher mit einer Kursabschwächung auf 130 EUR–JPY, die sich auf 12M-Sicht noch verstärken dürfte.

#### Währungsprognosen

	22.11.18	Monate		
		3	6	12
EUR-USD	1,14	1,14	1,17	1,21
EUR-GBP	0,89	0,86	0,86	0,87
EUR-CHF	1,14	1,15	1,18	1,20
EUR-JPY	129	130	133	135

# Trump bedroht den US-Dollar

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

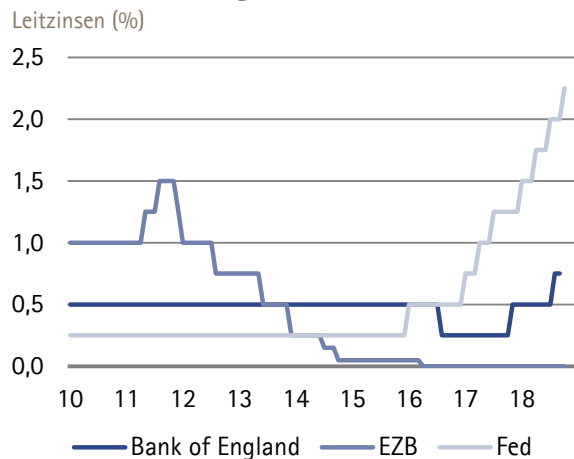
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Der Leitzinserhöhungskurs der Fed sorgt bei US-Präsident Donald Trump für schlechte Laune

US-Präsident Donald Trump wird wohl auch künftig unzufrieden mit dem Leitzinserhöhungskurs der Fed sein. Egal, ob es bei verbalen Spitzen bleibt oder er Fed-Präsident Powell zum Rücktritt drängt: Das Vertrauen in die Geldwertstabilität leidet. Trotz seiner Leitwährungsfunktion schwächt dies den Dollar. Mit Blick auf 2019 sollten Investoren daher gewarnt sein.

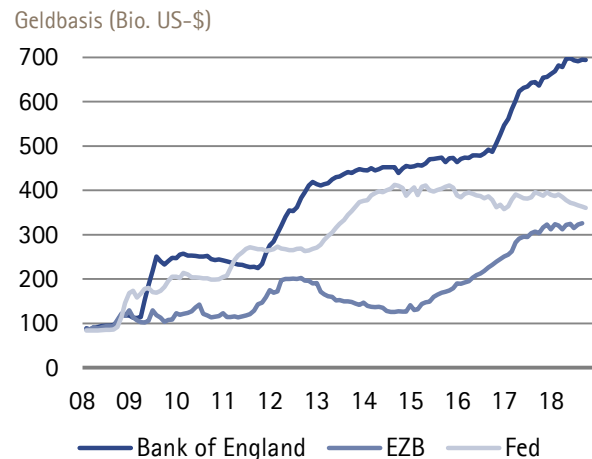
Mit seiner America-first-Leitlinie hat US-Präsident Donald Trump die globale Weltordnung 2018 auf vielen Politikfeldern in Unruhe versetzt. Auch seine ökonomischen Rezepte rufen häufig Kopfschütteln hervor, da sie Lehren der Vergangenheit missachten. War es schon seltsam, dass die USA eine prozyklische Fiskalpolitik ausgerechnet bei Quasi-Vollbeschäftigung und einem Über-Potenzialwachstum betreiben, ist der von Trump auf Basis des US-Handelsbilanzdefizits geführte Handelsstreit mehr als überflüssig. Immerhin ist allgemein anerkannt, dass ein Handelskrieg in einer globalisierten Welt nicht zu gewinnen ist und auch Wohlfahrtsverluste für das eigene Land mit sich bringt. Und nicht genug: Seit dem Spätsommer bezeichnet Trump die US-Notenbank als „größten Feind“. Er äußerte mehrfach, nicht „begeistert“ zu sein, dass der Leitzins steigt. Auch wenn die Fed das aus ihrer Sicht Notwendige beschließt, „gefalle“ ihm das nicht. Er erhofft sich Hilfe von ihr und wolle „in der Lage sein, Schulden zurückzuzahlen“. Damit bringt Trump eine weitere ökonomische Errungenschaft ins Wanken: die Unabhängigkeit der Geldpolitik.

Fed läuft zinsseitig davon, ...



Quelle: Datastream

... auch beim Geldeinsammeln



Quelle: Datastream

Gemessen am fundamentalen US-Umfeld wirkt die Geldpolitik der Fed noch immer expansiv

Mangelnde Hilfsbereitschaft ist der Fed aus unserer Sicht kaum vorzuwerfen, die lange Nullzinspolitik seit 2008 und die Explosion ihrer Bilanzsumme auf 4,2 Bio. US-\$ belegen dies. Aktuell ist sie anderen Notenbanken zwar enteilt, diese hinken dem Zinszyklus aber auch hinterher. Gemessen am fundamentalen US-Umfeld ist der 5-jährige US-Realzins mit 0,4 % jedenfalls noch immer recht niedrig. Der Entzug der extremen geldpolitischen Unterstützung durch die Fed ist daher plausibel, zumal der Konjunktur- sowie Arbeitsmarktaufschwung robust sind und sich der Preisdruck ver-

Wird die Unabhängigkeit einer Notenbank infrage gestellt, schwächt dies deren Währung

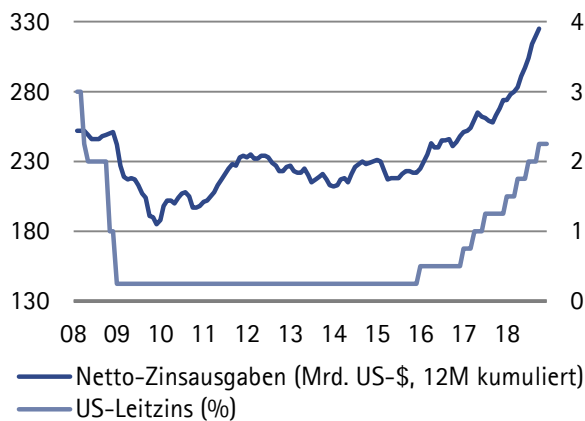
stärkt hat. Trump scheint daher anderes im Sinn zu haben. Unseres Erachtens ist er vorsorglich bereits auf der Suche nach einem Schuldigen, sollte das Wirtschaftswachstum demnächst stärker abkühlen. Dabei ist es doch Trump selbst, der den graduellen Normalisierungskurs der Fed mit seiner großzügigen Haushaltspolitik festigt.

### Investoren dürften Trump nicht folgen

Für 2019 zeichnet sich aus unserer Sicht damit ab, dass unterschiedliche Weltanschauungen aufeinanderprallen werden. Je nachdem, ob Trump seinen Einfluss auf die Fed vertiefen wird, Finanzmarktakteure werden sich ihm wohl kaum anschließen. Immerhin drohten die Grundfesten des Wirtschaftens in diesem Fall weiter zu erodieren. Richtete sich die Fed außerhalb ihres Mandats stärker nach den Bedürfnissen des US-Staatshaushaltes und erhöhte sie ihren finanziellen Repressionsgrad, schürte sie an den Finanzmärkten unweigerlich Sorgen vor monetärer Staatsfinanzierung – und zwar unabhängig von der Trumpschen Meinung. Erfolgte dies auf Dauer, zerstörte es Vertrauen in die Geldwertstabilität des US-Dollar. Welche (wirtschaftlichen) Restriktionen sich daraus ergeben, haben schon viele Länder leidvoll erfahren, zuletzt die Türkei. Auch wenn diese mit den USA ökonomisch nicht in einer Liga spielt: Für unsere USD-Prognose (vgl. S. 33) besteht ein hohes Abwertungsrisiko, sollte die Unabhängigkeit der Fed von Trump ernsthaft untergraben werden.

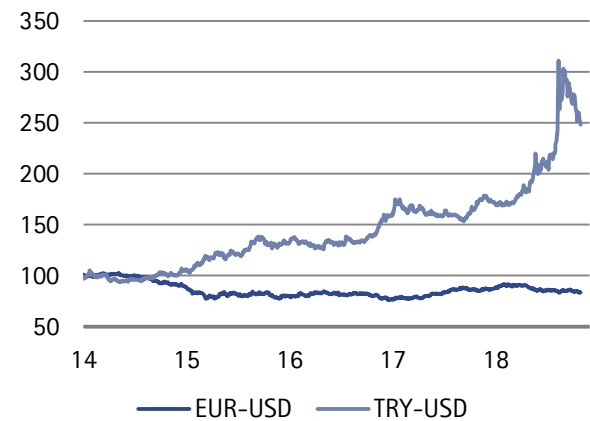
#### Geldpolitik verteuert staatliche Verschuldung

Netto-Zinsausgaben und Leitzins



#### Unabhängige Notenbank, stabile Währung

Wechselkurse



Das Risiko ist hoch, das Trump bei der Fed nicht locker lässt

Wahrscheinlich ist aber gerade das von Trump kalkuliert. Eine schwächere Währung würde nämlich helfen, den künftig eventuell noch zunehmenden Schmerz des globalen Handelsstreits zu mildern und einen neuen Impuls für den gealterten US-Konjunkturaufschwung zu setzen. Dies verlängerte letzteren dann nicht nur ein weiteres Mal, es polierte auch Trumps politische Bilanz auf. Insofern wird er seine verbalen Angriffe auf die Fed wohl bestenfalls nur sporadisch fortsetzen. Daraus entsteht, ebenfalls bestenfalls, lediglich eine höhere Wechselkursvolatilität. Dagegen dürfte der Dollar massiv verlieren, sollte Trump ein weiteres Tabu brechen und letztlich sogar Fed-Präsident Jerome Powell abberufen. In begründeten Fällen ist er hierzu grundsätzlich befugt, auch wenn die Gründe im Federal Reserve Act (Sec. 10) nicht spezifiziert sind. Dass es eine Abberufung in der Fed-Geschichte bislang noch nicht gegeben hat, kann, wie Trumps Präsidentschaft zeigt, kaum beruhigen.

# Aktien: Europa first, 2019!

Dr. Ulrike Rondorf  
Equity Research

+49 211 4952-401

ulrike.rondorf@bankhaus-lampe.de

Aktienmärkte leiden unter  
Normalisierung der Geldpolitik  
und des BIP-Wachstums

Rally nach Brexit-Einigung  
oder Waffenstillstand im  
Handelskrieg

Höheres Gewinnwachstum voraus

Euro und Rohölpreis helfen  
Unternehmen

Die Kursgipfel, vor allem bei europäischen Aktienmärkten, sind in weite Ferne gerückt. Für 2019 erwarten wir jedoch eine Gegenbewegung, sobald sich abzeichnet, dass die Gewinnerwartungen zwar überzogen waren, die Gewinne aber wohl dennoch solide zulegen werden und politische Risiken abnehmen. Unser DAX-Ziel für Ende 2019 beträgt 12.500 Punkte. Global betrachtet rechnen wir mit einer höheren Rendite europäischer Aktienmärkte im Vergleich zu amerikanischen, da erstere günstiger bewertet sind. Zudem lässt in den USA die aufputschende Wirkung der fiskalpolitischen Droge nach.

Nach einer langen Hausse befinden sich die Aktienmärkte derzeit im Korrekturmodus. Die Sorgen vor einem globalen Handelskonflikt, einem harten Brexit und die unsichere Haushaltslage in Italien haben zu einer deutlich höheren Risikoaversion der Investoren geführt. Vor diesem Hintergrund werden angesichts gestiegener US-Zinsen zunehmend die hohen US-Unternehmensbewertungen an den Aktienmärkten infrage gestellt. In Deutschland erschütterten zahlreiche Gewinnwarnungen der DAX- und MDAX-Konzerne das Vertrauen in die Ertragsaussichten. Die Strategie, kleinere Schwächephasen zu Nachkäufen („buying-the-dip“-Strategie) zu nutzen, scheint nicht mehr aufzugehen. Das Sicherheitsnetz, das vorwiegend durch die Notenbank bereitgestellt wurde, ist zumindest löchrig geworden. Die Aktienmärkte suchen Halt.

Werden sie diesen in den kommenden Monaten finden? Wir denken ja. Unseres Erachtens dürfte es eine Erleichterungsrally geben, sollte sich bei einem der oben genannten politischen Konflikte eine Entschärfung abzeichnen. Zumindest beim Thema Brexit werden sich wohl spätestens in den nächsten Wochen die Anzeichen für den von uns prognostizierten weichen Brexit mehren. Auch mit Blick auf den globalen Handelskonflikt rechnen wir mit einem ab dem Frühjahr im Trend positiveren Nachrichtenfluss. Dies sollte den Risikoappetit der Aktienmarktinvestoren steigern, zumal die Korrektur des DAX im historischen Vergleich schon weit fortgeschritten ist. Für den weiteren Jahresverlauf 2019 wird jedoch entscheidend sein, ob steigende Aktienkurse auch fundamental unterstützt werden.

Die Grundvoraussetzung dafür ist ein solides Gewinnwachstum. Diese wird unseres Erachtens gegeben sein: Die Konjunktur hat zwar an Fahrt verloren, für die wichtigsten Industrienationen rechnen wir aber nicht mit einer Rezession. Unseren Berechnungen zufolge, in die wir die Welt-BIP-Prognose des Economic Research von 3,4 % für 2019 einbezogen haben, dürften die Gewinne der 30 DAX-Konzerne 2019 um rund 6,0 % gegenüber dem Vorjahr zulegen.<sup>2</sup> Damit wäre das Gewinnwachstum etwa doppelt so hoch wie das von Sondereffekten gebeutelte Wachstum 2018.

Daneben sprechen die drei folgenden Punkte für ein höheres Gewinnwachstum: (1) Die Automobilindustrie dürfte spätestens zu Jahresbeginn nicht mehr durch Probleme mit einem neuen Abgastestverfahren beeinträchtigt werden. Dessen Einführung hatte in der zweiten Jahreshälfte 2018 zu einem erheblichen Auftrags- und

<sup>2</sup> Auf die Gewinnentwicklung der global agierenden DAX-Konzerne hat das weltweite BIP einen größeren Einfluss als das deutsche BIP.

Produktionseinbruch geführt. Nun sollte eine rasche Gegenbewegung einsetzen. (2) Der Euro-Außenwert fällt als Belastungsfaktor weg. Im ersten Halbjahr 2018 hatte er gegenüber den Währungen der wichtigsten europäischen Handelspartner um 4,9 % gegenüber dem Vorjahr zugelegt. Bisher liegt der Außenwert im Durchschnitt des vierten Quartals nur 0,3 % höher als im Vorjahr, sodass sich die Rahmenbedingungen für die deutschen Unternehmen in punkto Wechselkurs deutlich gebessert haben. (3) Last but not least dürfte der zuletzt deutlich gesunkene Rohölpreis die hohen Energie- und Transportkosten mittelfristig fallen lassen.<sup>3</sup> In diesem Jahr lag der in Euro gerechnete Ölpreis wohl 25 % höher als 2017. Für 2019 nehmen wir einen durchschnittlichen Ölpreis von 68,5 US-\$/b an. Dies entspricht einem Rückgang von 6,5 % gegenüber 2018, wenn wir berücksichtigen, dass der EUR im Jahresverlauf etwas gegenüber dem USD gewinnen dürfte.

### DAX korrigierte gleich zwei Mal 2018

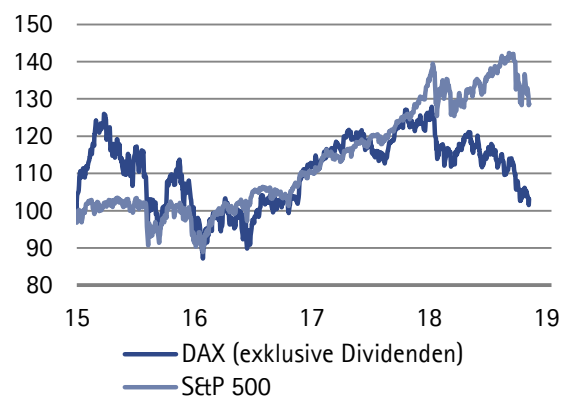
Aktienindex der Deutschen Börse (Dax 30, Indexpunkte)



Quelle: FactSet

### Divergenz zu den USA dürfte 2019 abnehmen

Aktienindizes (Indexpunkte)



Quelle: FactSet

**Jagd nach Rendite stützt die Aktienmärkte weiterhin, während US-Wachstums-sorgen belasten**

Neben dem soliden Gewinnwachstum dürften die deutschen Aktienmärkte dadurch gestützt werden, dass die langfristigen Renditen für Staatsanleihen auf Jahressicht nicht signifikant steigen werden. So wird die Dividendenrendite des DAX wohl nach wie vor oberhalb der Rendite für Unternehmensanleihen (BBB) liegen. Aber auch bei robusten Rahmenbedingungen dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten aufgrund der von uns ausgemachten zahlreichen Risiken hoch bleiben (vgl. S. 25 ff.). Zudem erwarten wir, dass sowohl die US-Konjunkturdaten als auch die Unternehmenszahlen vermehrt die Erwartungen verfehlen werden, da die amerikanische Geld- und Fiskalpolitik im kommenden Jahr nur noch neutral bis leicht restriktiv ausgerichtet sein wird. Im ersten Halbjahr 2019 dürfte der Fokus der Märkte tendenziell darauf liegen, dass die Fed den Leitzins weniger stark anheben wird als bislang von den US-Notenbankern selbst angedeutet: Der Prognose des Economic Research zufolge wird der Leitzinsgipfel bei 3,0 % liegen. Zur Jahresmitte werden dann jedoch die Konjunktursorgen wohl stärker im Mittelpunkt stehen. Dies ist unseres Erachtens die Grundlage dafür, dass sich die europäischen Aktienmärkte im Jahr 2019 insgesamt besser entwickeln dürften als die amerikanischen. Wachstumsorgen können zwar

<sup>3</sup> Die Preise für Benzin und Heizöl profitieren zudem nicht in gewohnter Weise von dem jüngsten Einbruch der Rohölpreise, da die Transportkosten (für Frachtschiffahrt) in vielen europäischen Ländern durch die Trockenheit stark gestiegen sind.

auch in Europa aufkommen. Hier ist aus unserer Sicht aber seit Mitte 2018 auch jedem ausländischen Investor klar geworden, dass Europas strukturelle Probleme fortbestehen.

### Die günstigeren europäischen Aktien locken Investoren an

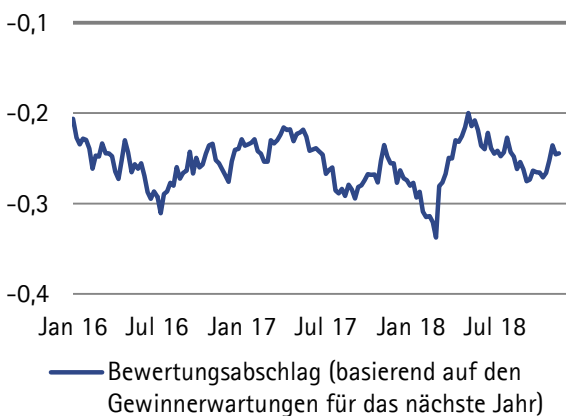
Neben dem geringeren Enttäuschungspotenzial spricht auch die niedrigere Bewertung für europäische Aktien. Der DAX weist derzeit ein KGV von 11,5 (basierend auf den Gewinnen für die kommenden zwölf Monate) und der S&P 500 von 15,7 auf. Daraus resultiert ein Bewertungsabschlag für den DAX von rund 25 % (siehe Grafik unten links). Ein Abschlag von etwa 16–18 % entspricht dem mehrjährigen Durchschnitt und lässt sich unserer Auffassung nach strukturell begründen.<sup>4</sup>

### Das DAX-KGV dürfte relativ zum S&P-KGV steigen

Der derzeit ungewöhnlich hohe Abschlag für den DAX, aber auch für die europäischen Aktienindizes insgesamt, spiegelt unserer Meinung nach die geografische Nähe der Krisenherde Großbritannien und Italien wider, sodass europäische Firmen mit höheren Risikoabschlägen belegt werden. Für den Fall einer abnehmenden Risikoaversion rechnen wir damit, dass die stärker abgestraften Aktien stärker profitieren und sich die amerikanischen und europäischen Bewertungskennzahlen annähern. Dieser Effekt ist auch im Falle positiver Nachrichten zu den Handelsstreitigkeiten der USA mit diversen Ländern zu erwarten. Denn das Gewicht der vom Welthandel abhängigen Firmen in den europäischen Aktienindizes ist höher.

### Bewertungsabschlag dürfte auf -20 % klettern

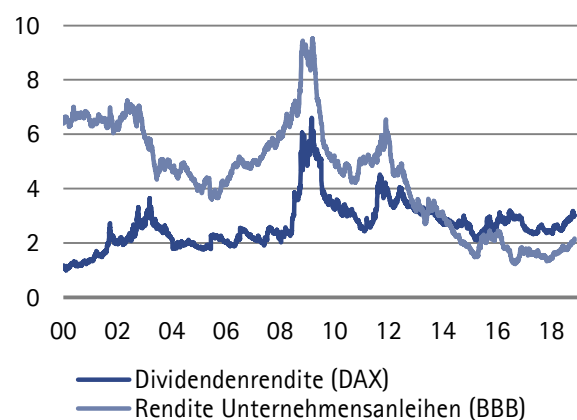
KGV des DAX im Vergleich zum S&P 500



Quelle: FactSet

### Der Anlagentrend hilft Aktien weiterhin

Rendite (per annum, %)



Quelle: ICE JP Morgan, FactSet

### DAX-Ziel für Ende 2019: 12.500 Punkte

Unter der Annahme, dass das KGV des DAX auf 13 steigt und die Gewinne 2019 um 6 % über den 2018er-Gewinnen liegen, ergibt sich ein DAX-Ziel von 12.500 Punkten für das Jahresende 2019. Ein Großteil der Rendite dürfte im ersten Halbjahr anfallen. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir in der Tendenz mit einer Seitwärtsbewegung: Obwohl sich die Aktienmärkte in Europa wohl besser schlagen werden als in den USA, werden sie sich nicht gänzlich abkoppeln. Die Wallstreet gibt als globaler Leitmarkt weiterhin die Richtung vor.

<sup>4</sup> So bedingt das amerikanische Wirtschaftssystem, dass Unternehmen innovativer sind und schneller wachsen. Des Weiteren spielt die andere Sektorgewichtung in den Indizes eine Rolle.



# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	FOMC	Federal Open Market Committee
3MD	3-Monatsdurchschnitt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
€	Euro als Volumenangaben	GBP	Britisches Pfund als Währung
b	Barrel	IWF	Intern. Währungsfonds ( International Monetary Funds)
BBB	Maß für Bonitätseinstufung von Schuldnern	ISL	Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik, Bremen
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich	KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
BoE	Bank of England (Zentralbank von Großbritannien)	MwSt.	Mehrwertsteuer
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	OPEC	Organisation erdölexportierender Länder
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	PBoC	People's Bank of China (Zentralbank Volksrepublik China)
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika	PCE	Personal Consumption Expenditures
CHF	Schweizer Franken als Währung	RWI	RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	SNB	Schweizerische Nationalbank (Zentralbank der Schweiz)
EUR	Euro als Währung	TRY	Türkische Lira als Währung
EWU	Europäische Währungsunion	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)	WTO	World Trade Organization

Begriff	Erklärung
5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
7-Tage-Reverse-Reposatz	Geldmarktsatz für 7-tägige Periode
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
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
Budget Control Act	US-Bundesgesetz zur Kontrolle des Budgets des Zentralstaates
Centre for Economic Policy Research (CEPR)	Zentrum für wirtschaftspolitische Forschung, unabhängiges Forschungsinstitut, London
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung von sogenannten Einkaufsmanagern 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
Exogen	Von außen her auf etwas einwirkend
Federal Funds Future	Standardisiertes und börsengehandeltes Termingeschäft für Tagesgelder unter den Banken
Federal Funds (Target) Rate	Zentraler Leitzins der US-Notenbank
Federal Reserve Act	US-Bundesgesetz zur Etablierung und Regelung des amerikanischen Notenbanksystems

Forward Guidance	Hinweise im Rahmen der Kommunikation einer Zentralbank zum künftigen Kurs ihrer Geldpolitik
Frühindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
G-20	Gruppe der 20 weltweit führenden Industrie- und Schwellenländer
Geldbasis	Summe aus Bargeldumlauf (einschließlich Kassenbestände der Kreditinstitute) sowie Sichtguthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Global Trade Alert	Globale Datenbank, die die Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen der Staaten auf den Welthandel erfasst
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
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)
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Invertiert	umgekehrt
Kapitalschlüssel	Hier: Staatsanleihekäufe entsprechend der Anteile der EUWU-Mitgliedstaaten an der EZB
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Relation zwischen dem Aktienkurs eines Unternehmens und dem tatsächlichen bzw. vom Konsensus der Analysten geschätzten künftigen Gewinn pro Aktie. Ein wichtiges Bewertungskriterium für Aktien
Langfristtender	länger laufendes Refinanzierungsgeschäft zwischen Noten- und Geschäftsbanken
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert
Libor	London Interbank Offered Rate. Ein wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Peripherie	Bezeichnet hier die Länder Italien, Spanien, Portugal und auch Irland sowie Griechenland
Potenzialrate, Potenzialwachstum	Veränderungsrate des Produktionspotenzials (siehe auch Produktionspotenzial)
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)
Produktionspotenzial	Beschreibt den mittel- bis langfristigen Wachstumstrend einer Volkswirtschaft, wenn die Produktionskapazitäten voll bzw. normal ausgelastet sind
prozyklische Fiskalpolitik	Wirtschaftspolitische Maßnahmen des Staates, die konjunkturelle Entwicklungen verstärken
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer zum Beispiel 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve (auch: Zinsstrukturkurve)	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

Safe-Haven-Flows/Safe-Haven-Bewegung	Zuflüsse in als sicher angesehene Anlagen
Spitzenrefinanzierungssatz	Bezieht sich auf den höchsten Zinssatz im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften zwischen Noten- und Geschäftsbanken
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatsanleihe	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stille Reserve	Bezeichnet arbeitsfähige Personen, die dem Arbeitsmarkt aus den unterschiedlichsten Gründen nicht zur Verfügung stehen und deshalb nicht als arbeitssuchend erfasst sind
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Taylor-Zins/Taylor-Regel	Eine auf den US-Ökonom John B. Taylor zurückgehende Regel, mit der auf Basis gesamtwirtschaftlicher Größen (Bruttoinlandsprodukt, Inflation) das für eine Notenbank angemessene Leitzinsniveau abgeleitet werden kann
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen
Zentralbank (auch: Notenbank)	Eine Zentralbank 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
Zinslast	Finanzielle Belastung aus Zinszahlungen, die Kreditnehmer leisten müssen

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  
Assistenz

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

# Wichtige Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

## 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 institutionelle Anleger 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.

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

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Herr Dr. Alexander Krüger  
Bankhaus Lampe Economic Research  
Jägerhofstraße 10  
D-40479 Düsseldorf  
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de  
Telefon +49 211 4952-187  
Telefax +49 211 4952-494

Redaktionsschluss: 23. November 2018

# 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

### **BREMEN**

Altenwall 21  
28195 Bremen  
Telefon +49 421 985388-0  
Telefax +49 421 985388-99

### **DRESDEN**

Käthe-Kollwitz-Ufer 82  
01309 Dresden  
Telefon +49 351 207815-0  
Telefax +49 351 207815-29

### **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 BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

### **DÜSSELDORF**

Jägerhofstraße 10  
40479 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 ASSET MANAGEMENT GMBH

### **DÜSSELDORF**

Jägerhofstraße 10  
40479 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

## LAMPE CAPITAL UK LIMITED

### **LONDON**

2 Savile Row  
London  
W1S 3PA  
Großbritannien  
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

### **FRANKFURT/MAIN**

Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## LAMPE CREDIT ADVISORS GMBH

### **DÜSSELDORF**

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

## LAMPE CAPITAL NORTH AMERICA LLC

### **NEW YORK**

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