



Kapitalmarkt-Ausblick Q1/2019

Notenbanken bekommen kalte Füße

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

25. März 2019



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Der neuen Normalität ist nicht zu entkommen

Hoffnungen auf eine weitere geldpolitische Normalisierung haben sich seit etwa Ende Januar in Luft aufgelöst. Aufgrund schwächerer EWU-Konjunkturdaten, die angesichts des langen und zuletzt von Sondereffekten belasteten Aufschwungs gar nicht ungewöhnlich sind, hat die EZB ihren extremen Krisenmodus jüngst gefestigt. Auch der Normalisierungselan der Fed ist durch wenige schwache US-Konjunkturdaten verflogen. Beides stimmt nachdenklich. Offenbar geht bereits ein ordentliches spätzyklisches Konjunkturmilieu, wie es von den Notenbanken und unverändert von uns erwartet wird, mit erheblichen wirtschaftlichen und systemischen Risiken einher, die die Hinwendung zu einer normalen Geldpolitik nicht zulassen. Auch weil wir für 2019/20 niedrigere BIP-Zuwächse bzw. eine Wachstumsrezession erwarten, folgern wir daraus: 1. In einer Welt mit kritisch hohen und noch steigenden Schulden sowie handlungsresistenten Politikern kann eine Systemgesundung nicht erfolgen. Das Krisenmanagement verbleibt somit bei der Geldpolitik. Nullzinsen und aufgeblähte Notenbankbilanzen werden daher wohl noch auf Jahre fortbestehen. 2. Um in wirtschaftspolitisch herausfordernden Zeiten neue Wachstumsimpulse zu setzen, dürften unkonventionelle Maßnahmen künftig stärker beachtet werden. Mit der Geldbesteuerung, Negativzinsen und Helikoptergeld liegen Ideen hierzu bereits auf dem Tisch.

Für 2019 erwarten wir weiterhin, dass die Weltwirtschaft temporeitig nur entschleunigt. Der Abstand zu rezessiven Tendenzen dürfte auch deshalb halten, weil ernste Marktüberhitzungen nicht bestehen. Die sich derzeit zwischen den USA und China abzeichnende Handelsstreitbeilegung dämpft Konjunktursorgen zudem. Von der US-Autozollandrohung für die EU gehen aber weitere Gefahren aus. Dies gilt auch für den nach wie vor unklaren Brexit-Ausgang. Träten diese oder andere Risiken ein, stünde, außer in den USA, wohl eine Renaissance der Fiskalpolitik bevor, wie sie China bereits praktiziert. Wegen der schwächeren Entwicklung um den Jahreswechsel und statistischer Revisionen haben wir unsere Inflationsprognosen für 2019 gesenkt.

Fed und EZB agieren übervorsichtig

Im Zuge des extremen geldpolitischen Schwenks der Fed rechnen wir nun damit, dass der US-Leitzinsgipfel erreicht ist. Über die 12M-Sicht hinaus sind wir für 2020 zudem auf eine Zinssenkung eingestellt. An eine erneute Bilanzverkürzung ist aus unserer Sicht lange nicht zu denken. Hinsichtlich der EZB hat sich eine Leitzinswende wohl mindestens auf 2021 verschoben. Alles in allem und auch mit Blick auf die Bank of Japan scheint sich „die“ Geldpolitik mittlerweile wieder am Gaspedal zu erfreuen. Weitere Expansionsschritte überraschten uns nicht.

Unsere zuvor bereits niedrigen Renditeprognosen für 10-jährige Treasuries und Bundesanleihen haben wir für den Prognosezeitraum um 50 Basispunkte gesenkt. Neben unserer rollierenden Betrachtung hat hierzu die geldpolitische Neuausrichtung von Fed und EZB beigetragen. Nachlassende politische Unsicherheiten dürften allenfalls kurz belasten. An unserer Erwartung etwas höherer EUR-USD-Notierungen halten wir fest. Maßgeblich hierfür sind die perspektivisch in den Blick rückenden US-Leitzinssenkungen. Auf 6M-Sicht erwarten wir den Wechselkurs bei 1,15.

Prognosen

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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	22.03.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate	2,50	2,50	2,50	2,50
3-Monats-Libor*	2,61	2,60	2,50	2,30
10-jährige Treasury	2,46	2,50	2,30	2,10
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30
10-jährige Bundesanleihe	-0,03	0,20	0,30	0,10
Großbritannien				
Reposatz	0,75	0,75	0,75	0,75
3-Monats-Libor	0,83	0,80	0,80	0,70
10-jährige Gilt	1,01	1,20	1,20	1,10
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,49	-0,30	-0,20	-0,30

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	22.03.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,13	1,14	1,15	1,17
EUR-GBP	0,86	0,86	0,87	0,87
EUR-CHF	1,12	1,14	1,15	1,15
EUR-JPY	125	126	130	130

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Inhaltsverzeichnis	4
Makroökonomische Trends	5
Deutschland: Entschleunigung statt Rezession	6
Euroraum: Leitzinsanhebung nicht vor 2021	8
Großbritannien: Brexit noch lange ein Thema	10
USA: Fed kapituliert vor weiterer Normalisierung	12
Fed: Bilanzverkürzung ist Ende September passé	14
China: Schwein gehabt	15
Japan: Wirtschaft bleibt lethargisch	17
Vorerst nur eine Wachstumsrezession	19
Geldbesteuerung als Wachstumswunderwaffe?	22
Staatsanleihen: Abnehmender Gegenwind	23
Währungen: Unsicherheiten treiben	25
Aktienmärkte: Sicherheitsnetz durch Notenbanken	27
Erläuterungen	30
Wichtige Hinweise	32
Standorte	33

Makroökonomische Trends

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

**Globales Wachstumstempo
nimmt ab**

Weltwirtschaft: Zyklische Abkühlung schreitet voran

Der schwache Welthandel und die globale Industrieproduktion lasten auf dem Konjunkturausblick. Ausschlaggebend sind vor allem politische Risiken, die nicht nur auf die Stimmung drücken, sondern auch die Wirtschaftsaktivität dämpfen. Die schlimmsten Sorgen um einen weiter eskalierenden Handelsstreit sind zuletzt zwar geringer geworden, ein harter Brexit ist aber noch nicht vom Tisch. Endgültige Lösungen stehen damit noch aus, wodurch Unsicherheiten bestehen bleiben. Zu einer merklichen Stimmungsaufhellung und Belebung der Wirtschaftsaktivität dürfte es in nächster Zeit daher nicht kommen. Denn auch ohne sichtbar neue Wachstumstreiber (ausgenommen in China) ist nach der über viele Jahre anhaltenden Aufschwungphase weiter von einer sich festigenden zyklischen Verlangsamung auszugehen. Dies gilt vor allem für die USA, aber auch andere Industrieländer. Für die Schwellenländer erwarten wir dagegen eine uneinheitliche Entwicklung. In Asien und Osteuropa führt vor allem die Schwäche des Außenhandels zu einem leicht geringeren Wirtschaftswachstum. Bei Ländern, die 2018 unter einer besonders schlechten Entwicklung litten (u. a. Lateinamerika), wird sich die Lage dagegen wohl stabilisieren bzw. sogar verbessern. Alles in allem halten wir an unserer Prognose für das globale BIP-Wachstum für 2019/20 von 3,3 bzw. 3,2 % fest. Es bestehen Abwärtsrisiken.

Inflationsdruck bleibt moderat

Rohölpreis: Inflationsdruck hält sich in Grenzen

Der Brent-Preis ist von rund 50 US-\$/b Ende 2018 auf zuletzt 67 US-\$/b gestiegen. Bei abnehmender globaler Nachfragedynamik versuchen die OPEC und Russland, den Rohölmarkt durch eine anhaltende Angebotsverknappung weitgehend im Gleichgewicht zu halten. Aufgrund der ein Rekordniveau erreichenden und wohl weiter steigenden US-Rohölförderung sind Versorgungsengpässe nicht absehbar. Unsere Annahme ist, dass sich der Brent-Preis, von üblichen Schwankungen abgesehen, bis Ende 2019 bei rund 67 US-\$/b halten wird (Ø 2018: 71,5 US-\$/b). Vom Rohölpreis dürfte somit ein beständig dämpfender Effekt auf Inflationsraten ausgehen.

**Neigung zu geldpolitischer
Lockerung nimmt weltweit
wieder zu**

Geldpolitik: Lockerungsbereitschaft erwacht

Weltweit ist der Inflationsdruck meist nur gering. Angesichts der von uns erwarteten globalen Wachstumsabkühlung und des wohl moderat bleibenden Lohndrucks dürfte er weiter niedrig bleiben. Langfristige Inflationserwartungen sind unseres Erachtens daher auf gemäßigten Niveaus verankert oder sogar abwärtsgerichtet. Viele Notenbanken dürften eine höhere Lockerungsneigung somit langsam wieder zu erkennen geben. Dieser Prozess ist bereits unterwegs: Chinas Zentralbank hat ihre Reserveanforderungen an Banken zuletzt gesenkt, wohl nicht zum letzten Mal. Die EZB hält ihre Liquiditätsschleusen weiter geöffnet, die BoJ ist zu neuen Lockerungsmaßnahmen bereit und die Fed wird mit dem von ihr für September 2019 angekündigten Ende der Bilanzschrumpfung zudem deutlich weniger Liquidität einsammeln als bisher erwartet. Uns würde es auch nicht überraschen, wenn demnächst neue geldpolitische Strategien aus dem Hut gezaubert werden, um den geldpolitischen Wirkungsgrad angesichts leerer Munitionsdepots für den Fall einer harten Konjunkturlandung zu steigern. Es bleibt aber dabei: Die Geldpolitik wird die wachstums- und systemseitig bestehenden Probleme nicht allein lösen. Dazu bedarf es Angebotsreformen.

Deutschland: Entschleunigung statt Rezession

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Wachstumstür steht weiter offen

Wichtige Konjunkturdaten sind bis zuletzt gemischt ausgefallen. Sorgen vor einem Konjunkturabsturz befeuern sie nicht, weshalb wir uns dem aktuellen Rezessionsgerede weiter nicht anschließen. Vielmehr sehen wir die Wirtschaft in einem ordentlichen spätzyklischen Umfeld, in dem das BIP mit niedrigen Raten zunimmt (Wachstumsrezession, vgl. S. 19 ff.). Seitens der Binnennachfrage, die vom guten Arbeitsmarkt und Lohnzuwächsen weiter profitieren dürfte, werden unseres Erachtens beständig positive Wachstumsbeiträge ausgehen. Auch stehen Haushaltsüberschüsse wohl stärker zur Verausgabung an. Da sich die zuletzt belastende Außenwirtschaft fangen dürfte und sich nachteilige Sonderfaktoren (u. a. Autoproduktion) wohl abschwächen, erwarten wir für das erste Halbjahr 2019 ein wieder wachsendes BIP.

Politische Kontroversen lasten auf der Stimmung

Wir sind überdies der Ansicht, dass wichtige Stimmungsindikatoren vor allem auch wegen schwelender politischer Konflikte (Handelsstreit, offene Brexitart) gesunken sind. So zeigt das ifo-Geschäftsklima, dass es vor allem die Erwartungen sind, die sich deutlich eingetrübt haben. Die Lagekomponente hat zwar ebenfalls nachgegeben, jedoch nur etwa halb so kräftig. An dieser Gemengelage wird sich vorerst wohl wenig ändern: Die Hoffnung auf einen geordneten Brexit dürfte die Stimmung zwar nicht weiter drücken, die drohenden US-Autozölle „arbeiten“ aber klar dagegen.

Niedrige BIP-Prognose für 2019 signalisiert keine Wachstumsskepsis

Unsere verglichen mit 2018 deutlich niedrigere BIP-Wachstumsrate (0,7 statt 1,4 %) ist das Ergebnis der tiefen Ausgangsbasis, nicht einer nochmals abfallenden Wachstumsdynamik. Letztere entspricht vielmehr dem Durchschnitt von 2018. Die höhere BIP-Rate für 2020 geht auf den Arbeitstageeffekt von rund 0,4 Prozentpunkten zurück, eine Wachstumsbeschleunigung enthält sie nicht. Letzterer steht die von uns für China und die USA erwartete Wachstumsverlangsamung entgegen. Unsere BIP-Prognose für 2019/20 fiele auf 0,5/0,9 %, sollten US-Autozölle erhoben werden.

Statistische Revisionen hellen den Inflationsausblick auf

Etwa alle fünf Jahre stellt das Statistikamt den Verbraucherpreisindex auf ein neues Basisjahr um (jetzt 2015) und revidiert ihn. Beides ist jüngst erfolgt. Ziel der Revision ist es, aktualisierte Indexgewichte und methodische Änderungen aufzunehmen. Letztere betreffen dieses Mal vor allem Mieten und Pauschalreisen (Indexanteil 22 %). Dadurch fallen die monatlichen Vorjahresraten für 2017/18 nun um 0,1–0,3 Prozentpunkte niedriger aus. Dies wirkt auch auf unsere 2019er-Inflationsprognose: Bei nahezu unveränderten Erwartungen an den künftigen Inflationsdruck sinkt diese von 1,7 auf 1,3 %. Im Dezember dürfte die Vorjahresrate 1,8 % erreichen.

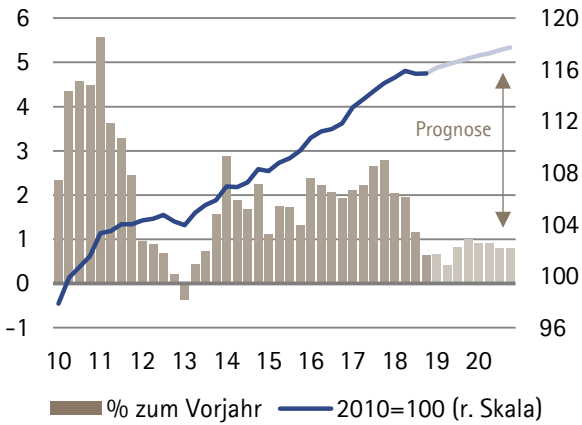
Prognosen für Deutschland	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt* (% ggü. Vj.)	2,2	2,2	1,4	0,7	1,1
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,6	2,3	1,3	1,2	1,1
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,6	0,3	-0,4	-0,6	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,5	1,5	1,7	1,3	1,7
Arbeitslosenquote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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Konjunkturfahrt vorerst mit niedrigerer Drehzahl

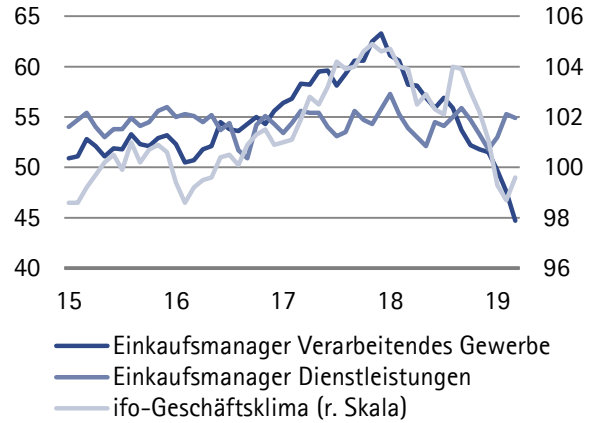
Bruttoinlandsprodukt (real)



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

Ausgeprägte Stimmungseintrübung

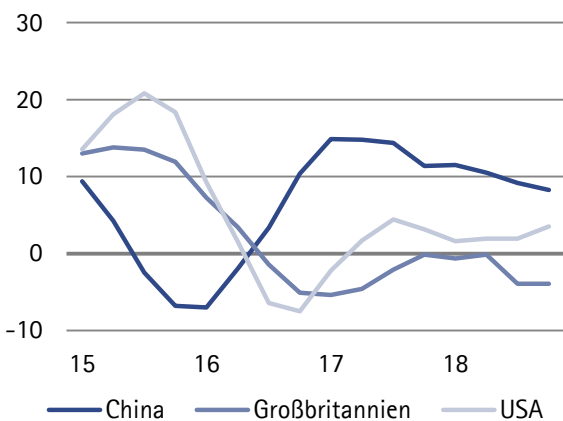
Frühindikatoren (Index)



Quelle: Datastream

Wichtige Handelspartner fragen weniger nach

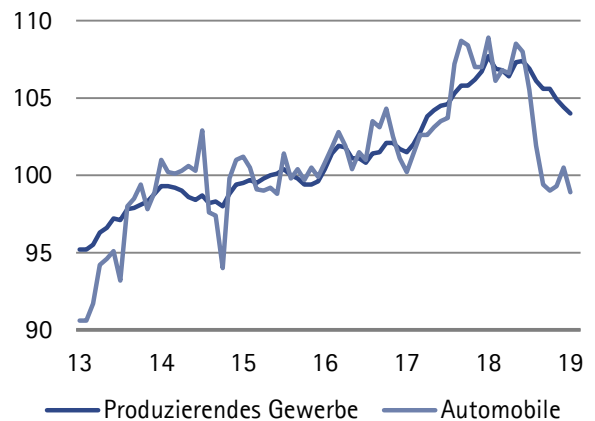
Deutsche Exporte (Zielland, % zum Vorjahr, gleitender 3M-Ø)



Quelle: Datastream

Autosektor verstärkt den Abschwung

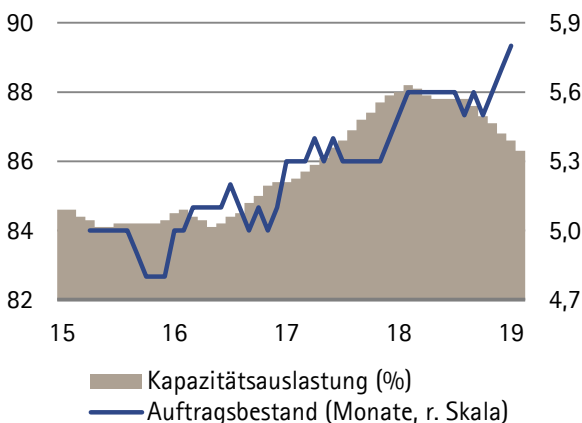
Produktion (2015=100)



Quelle: Datastream

Auftragsbestand sichert hohe Auslastung

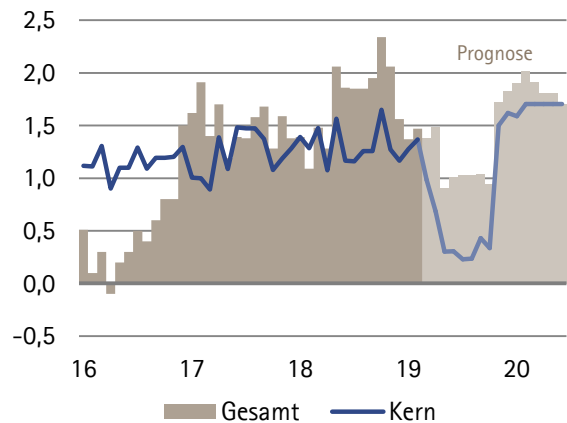
Industrie



Quelle: Datastream

Basiseffekte „heizen“ zum Jahresende ein

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream. Mär 2019–Jun 2020: Prognose Bankhaus Lampe

Euroraum: Leitzinsanhebung nicht vor 2021

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Wachstumsausblick geht mit
Rezessionsgefahren einher

EZB knickt vor niedrigerer
Wachstumsprojektion für
2019 ein, ...

... geldpolitische Normalisierung
wird Wunschgedanke bleiben

Leitzinserhöhung steht frühestens
für 2021 zur Debatte

Zentrale Konjunkturdaten haben bis zuletzt auf ein anhaltend langsames Konjunkturtempo hingewiesen. Da neue Wachstumstreiber aus unserer Sicht fehlen, bleibt der Konjunkturblick abwärts gerichtet. Wir identifizieren Rezessionsgefahren, die vor allem durch einen schärferen Handelskonflikt oder einen ungeordneten Brexit eintreten dürften. Wie das vierte Quartal 2018 aber gezeigt hat, besteht seitens der robusten Binnennachfrage ein konjunkturelles Sicherheitsnetz. Dieses wird durch die niedrigere Arbeitslosenquote, Lohnzuwächse, die hohe Kapazitätsauslastung und den moderaten Preisdruck wohl auch weiter gespannt bleiben. Vom trüben Stimmungsumfeld geht Zuversicht zwar kaum aus. Unseres Erachtens bezieht sich dies aber vor allem auf die Außenwirtschaft und ist politisch verursacht. Unsere BIP-Prognose von 1,0 % für 2019 ordnen wir als ausgeglichenes spätzyklisches Umfeld ein. Die Wahrscheinlichkeit für eine klassische Rezession sehen wir für 2019/20 bei 20/35 %.

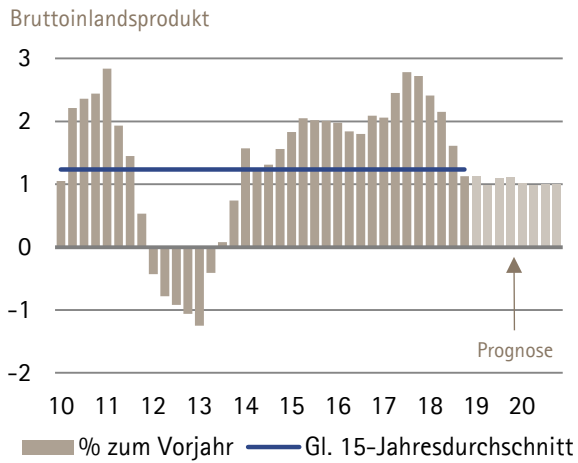
Anfang März hat die EZB ihre BIP-Projektion für 2019 gesenkt. Nach 1,7 % erwartet sie nun einen Zuwachs von 1,1 %. Auch deshalb hat sie den frühestmöglichen Zeitpunkt einer Leitzinsanhebung auf Anfang 2020 verschoben. Das Festhalten an einer Straffung suggeriert aus unserer Sicht, die Notenbank beabsichtige weiter eine Normalisierung. Das dürfte aber nicht der Fall sein. Dabei spielt für uns auch eine Rolle, dass die EZB neue Langfristtender (TLTRO-III) mit Vollzuteilung beschlossen und ihren extremen geldpolitischen Expansionsgrad somit zeitlich weiter verlängert hat. Angesichts des nach wie vor angeschlagenen Bankensektors ist dies zwar nachvollziehbar. Unklar bleibt jedoch, wie Banken künftig vom billigen Geld entwöhnt werden. Die Tendersausstattung mit variablem Zins hilft dabei jedenfalls nicht.

Auch liegt eine Leitzinsanhebung aus unserer Sicht nun in weiter Ferne. Wir fragen uns: Wenn bereits ein gegenüber dem Vorjahresquartal gemessenes beständiges und nur knapp unter dem 15-Jahresdurchschnitt von 1,2 % liegendes BIP-Wachstum von rund 1,0 % sowie eine Inflationsrate von etwa 1,8 % Ende 2019 für die EZB nicht ausreichen, um den extremen Krisenleitzins aufzugeben, was dann? Und signalisiert ihr Zögern die Sorge vor wirtschaftlich und systemisch nachteiligen Entwicklungen? Da ihre BIP-Projektion von 1,6 % für 2020 zu hoch sein dürfte, wird die EZB wohl auch 2020 von einer Zinsanhebung absehen. Diese haben wir jetzt für frühestens 2021 auf dem Radar. Der extreme Krisenmodus mit Null- und Negativzinsen, aufgeblähter Notenbankbilanz und Liquiditätsflutung wird somit weiter etabliert, eine Verlängerung ist möglich. Damit schreitet die Japanisierung der EWU voran.

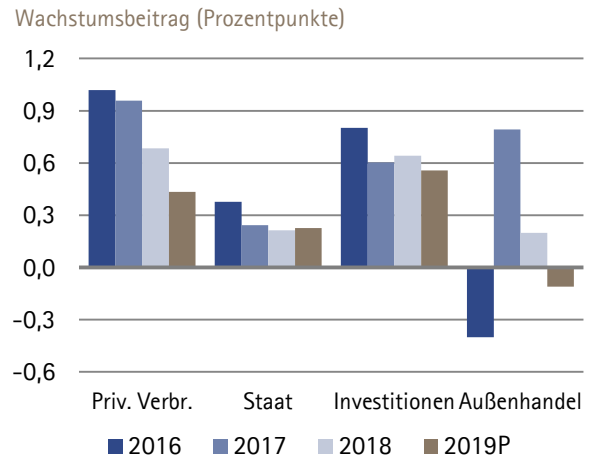
Prognosen für den Euroraum	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,9	2,5	1,8	1,0	1,0
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,3	1,9	1,6	1,3	1,1
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	0,8	0,2	-0,1	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,2	1,5	1,8	1,4	1,8
Arbeitslosenquote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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

Wachstumsprofil ohne Dramapotenzial



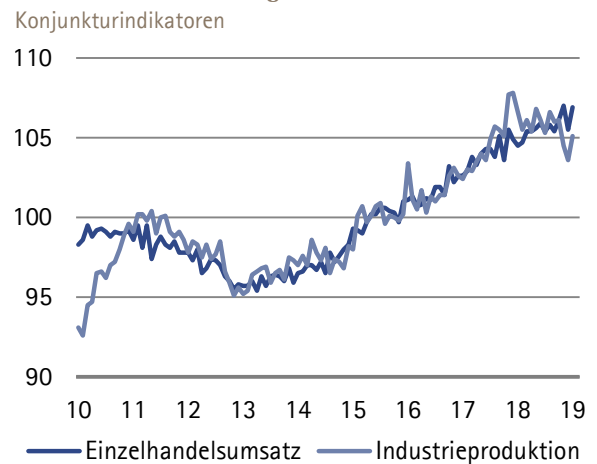
Außenhandel kostet Wachstumspunkte



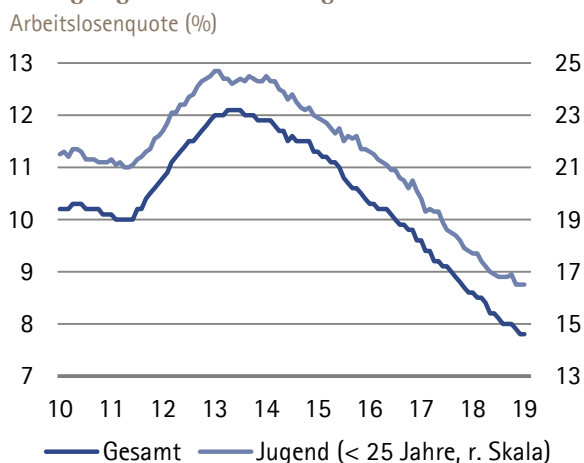
Warten auf die Stimmungswende



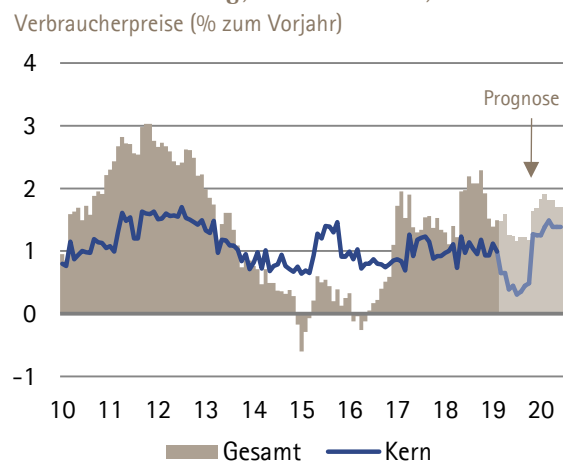
Verbraucher überflügeln Industrie



Rückgang der Arbeitslosigkeit weiter intakt



Preisdruck: Mäßig, überschaubar, verhalten



Großbritannien: Brexit noch lange ein Thema

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Brexit-Hickhack hält eventuell
noch jahrelang an, ...

... die konjunkturellen „Schäden“
sind bislang gering

Der Brexit entwickelt sich zur unendlichen Geschichte: Trotz des jüngsten Sitzungs-marathons bleibt unklar, ob und wie Großbritannien aus der EU ausscheiden wird. Klar ist nur, dass das ursprüngliche Austrittsdatum am 29. März einkassiert worden ist. Großbritannien hat nun die Wahl, den Austrittsvertrag mit der EU kurzfristig anzunehmen und die Gemeinschaft am 22. Mai zu verlassen oder anderenfalls letztma-lig Aufschub bis zum 12. April zu erhalten. Damit bleibt die Brexitart zunächst wei-ter offen. Auch eine Rücknahme des Austrittsgesuchs bleibt eine Option. So oder so dürften sich beide Partner und die jeweiligen Notenbanken noch stärker auf Not-fallmaßnahmen vorbereiten, um negative Folgen eines harten Brexits abzufedern.

Da Neuwahlen in Großbritannien bisher nicht anstehen und das britische Parlament jüngst bekräftigt hat, die EU nicht ohne Sicherheitsnetz verlassen zu wollen, erwar-ten wir weiter einen geregelten Ausstieg. Nach derzeitigem Stand beginnt die bis Ende 2020 vorgesehene Übergangsfrist am 23. Mai. In dieser ändert sich wirtschaft-lich wenig, Großbritannien behält seinen Zugang zum EU-Binnenmarkt. Ob der ge-ordnete Brexit danach vollzogen wird, ist aus unserer Sicht nicht gesichert: Die ver-gangenen Monate geben keine Hoffnung, dass die künftigen Beziehungen, insbeson-dere ein Handelsabkommen, bis dahin geregelt sind. Die Unsicherheitsphase wäre somit selbst bei einem geordneten Brexit nicht vorüber. Je länger diese aber dauert, desto wahrscheinlicher ist es unseres Erachtens, dass Großbritannien seinen Aus-trittsantrag zurückzieht, sei es nach Neuwahlen oder einem zweiten Referendum.

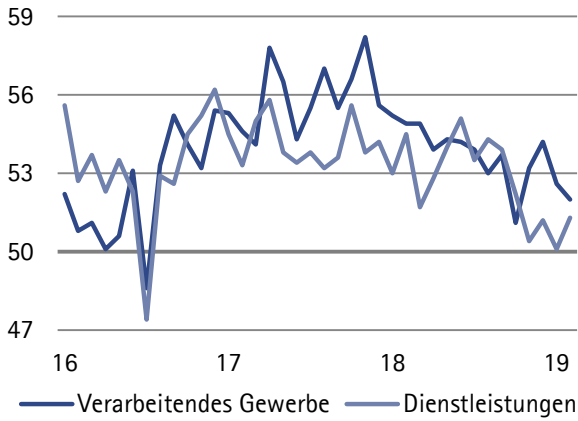
Die Wirkung des Brexit-Geschachers auf die Konjunktur hält sich bislang in Grenzen. Die Wachstumsdynamik ist zwar gesunken, im Vergleich zu anderen Ländern aber nicht über Gebühr. Unterstützt durch die gute Arbeitsmarktlage zeigt sich vor allem der private Konsum stabil. Hier deutet der kräftige Zuwachs des Einzelhandelsum-satzes im Januar einen guten Einstieg ins laufende Quartal an. Für die Konjunktur ist dies essenziell, da der private Verbrauch seit Langem die alleinige feste Stütze ist. Dagegen dürfte der Staat weiter vorsichtig agieren und die Investitionstätigkeit von der Brexit-Unsicherheit ebenso belastet bleiben wie der Außenhandel. Tritt unsere Erwartung eines geordneten Brexits ein, werden sich die aktuellen Vorratskäufe im Ausland und der Lageraufbau im zweiten Halbjahr wohl umkehren. In dieser Situa-tion dürfte die Bank of England zinspolitisch weiter abwarten. Dagegen wäre bei ei-nem harten Brexit ein zügiger Rezessionseintritt wohl unvermeidlich. Rasche Leit-zinssenkungen und eine deutliche Pfund-Abwertung kämen unseres Erachtens hinzu.

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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

Stimmung auf 2½-Jahrestief

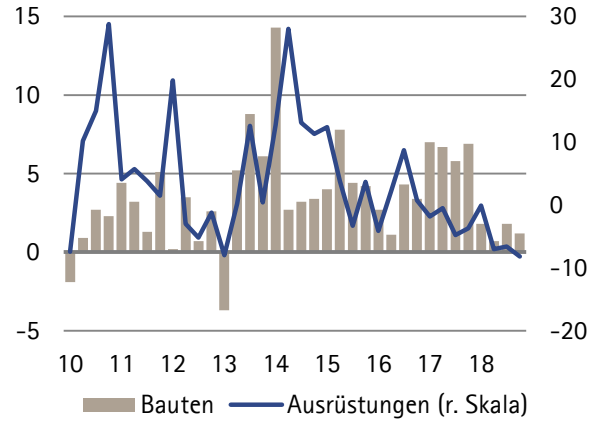
Einkaufsmanager-Befragung (Index)



Quelle: Datastream

Investitionen leiden unter Brexit-Unsicherheit

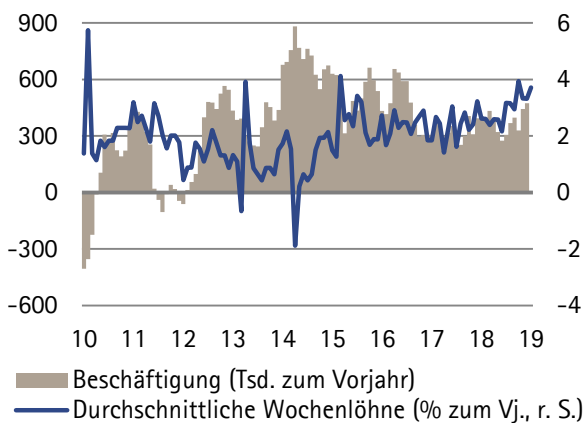
Investitionen (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Lohnauftrieb nimmt zu

Arbeitsmarkt und Löhne



Quelle: Datastream

Schwäche am Immobilienmarkt

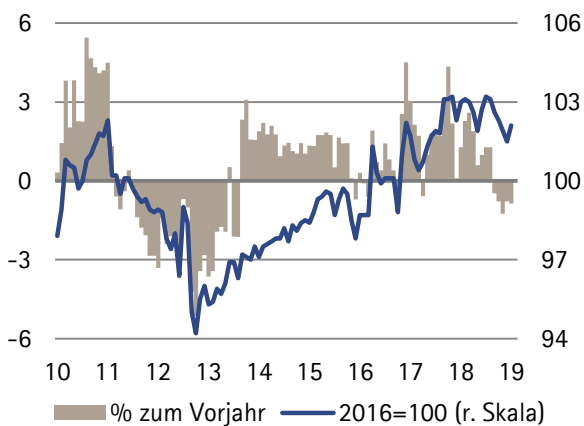
Hauspreise (Landesweit, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Hohes Niveau fordert Tribut

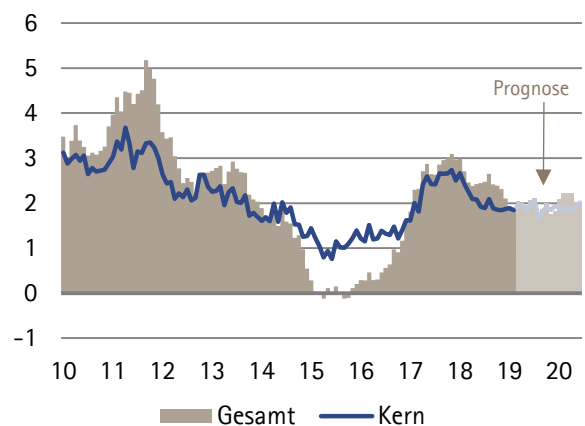
Industrieproduktion



Quelle: Datastream

Inflationsrate seitwärts um 2,0 %

Verbraucherpreise (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream. Mär 2019–Jun 2020: Prognose Bankhaus Lampe

USA: Fed kapituliert vor weiterer Normalisierung

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Spürbare Verlangsamung des Wachstumstempos setzt sich auch im ersten Quartal 2019 fort

Fed legt zinspolitisch eine Vollbremsung hin ...

... und hat ihren Normalisierungskurs abgeblasen

Die US-Wirtschaft ist unseres Erachtens von der vielerorts befürchteten Rezession noch weit entfernt, auch wenn mancher Frühindikator eine erhöhte Wahrscheinlichkeit dafür anzeigt. Gleichwohl ist festzuhalten, dass die Konjunktur seit dem Sommerhalbjahr 2018 deutlich an Schwung verloren hat. Der Anstieg des realen BIP ist vom zweiten bis zum vierten Quartal von 4,2 auf 2,6 % (annualisiert) gesunken. Getragen wird der schon 9¾ Jahre anhaltende Aufschwung weiterhin vor allem vom privaten Verbrauch. Dieser zeigte sich im Schlussquartal 2018 mit einem Plus von 2,8 % noch recht robust, verzeichnete im Dezember aber einen kräftigen Rücksetzer (0,6 % zum Vormonat). Belastet durch diesen statistischen Unterhang und angesichts der aktuell schwachen Konsumdynamik ist damit für das erste Quartal 2019 eine weitergehende Wachstumsverlangsamung angelegt. Zusätzlich negativ wirken die lange staatliche Haushaltssperre und der Lagerzyklus. Für das erste Jahresviertel erwarten wir daher einen BIP-Zuwachs von annualisiert noch 1,0 %. Auch wenn ein Teil dieser Schwäche vorübergehender Natur sein dürfte, rechnen wir im Trend für die kommenden Quartale mit BIP-Anstiegen von lediglich 2,0 %. Der Aufschwung wird damit nicht an Altersschwäche sterben. Eine zyklische Abschwächung, wie wir sie auch für 2020 erwarten, ist vollkommen normal. Damit unsere Wachstumsprognose erreicht wird, ist es aber auch notwendig, dass die Schuldenobergrenze im Spätsommer erhöht oder erneut ausgesetzt wird. Ansonsten droht ein neuer Budgetstreit die Wirtschaft lahmzulegen oder in eine Rezession zu stürzen.

Trotz zuletzt etwas höherer Lohnkosten und einiger aufwärtsgerichteter zyklischer Preiskomponenten halten wir an unserer Einschätzung fest, dass der Inflationsauftrieb moderat bleibt. Die Kern-Inflationsraten (Verbraucherpreise, Konsum-Deflator) dürften sich weiter nahe am 2-%-Preisziel der Fed bewegen.

Offenbar aufgrund der beständigen Kritik von US-Präsident Donald Trump an ihrem Leitzinserhöhungskurs und getrieben von Sorgen vor einknickenden Finanzmärkten ist die Fed zu Jahresbeginn überraschend umgeschwenkt. Sie betont nun stärker die konjunkturellen Abwärtsrisiken. Mit ihrem Zinsentscheid vom 20. März signalisiert sie für 2019, den Leitzins nicht mehr zu erhöhen. Zudem wird das Tempo der Bilanzschrumpfung ab Mai gedrosselt und diese – früher als allgemein erwartet – Ende September beendet (vgl. S. 14). Die Fed legt damit eine zinspolitische Vollbremsung hin. Wir folgern daraus, dass der Zinsgipfel erreicht ist. Bei der von uns erwarteten Wachstumsabschwächung wird die Fed den Leitzins bis Ende 2020 wohl senken.

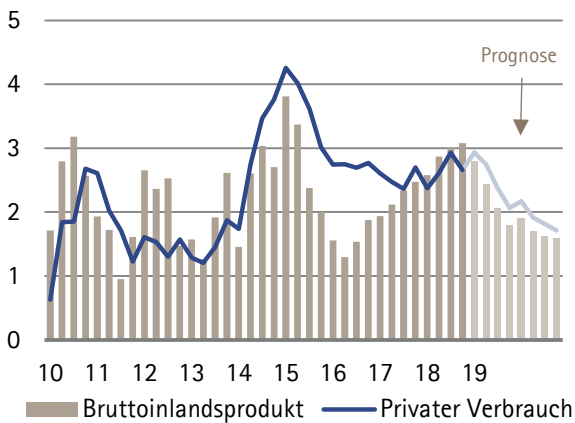
Prognosen für die USA	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,6	2,2	2,9	2,3	1,7
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,3	2,5	2,9	2,6	1,9
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
Arbeitslosenquote (%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

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

* Bezogen auf den Gesamtstaat

Wachstumsschwung lässt nach

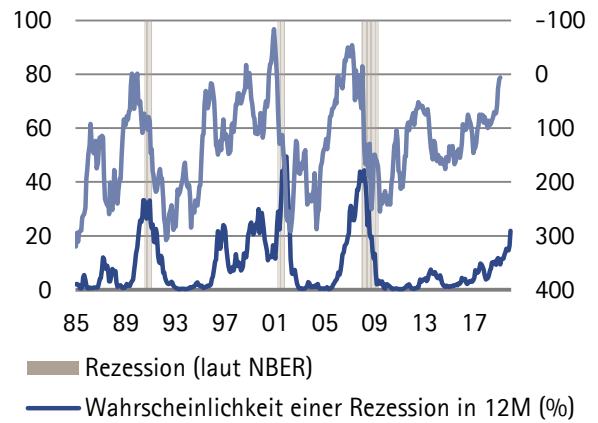
Bruttoinlandsprodukt und Konsum (real, % zum Vorjahr)



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

Renditestruktur sendet Warnsignale

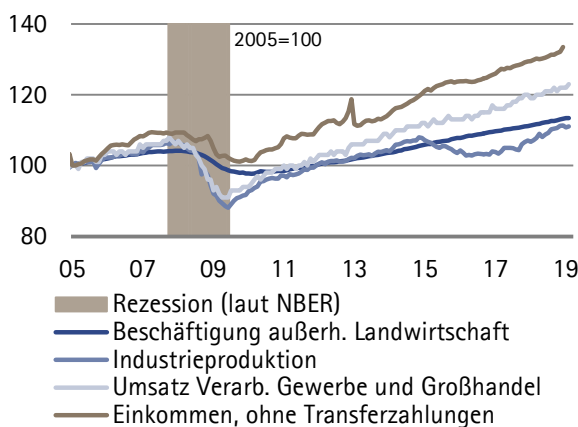
Rezessionsmodell der Fed von New York



Quelle: Bankhaus Lampe, Fed/New York, NBER, Datastream

Wirtschaftsaktivität aktuell leicht zunehmend

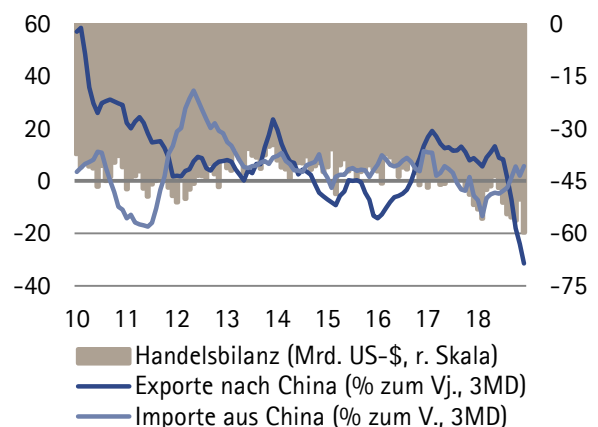
NBER-Aktivitätsindikatoren zur Rezessionsbestimmung



Quelle: Datastream, Bankhaus Lampe

US-Exporte nach China brechen ein

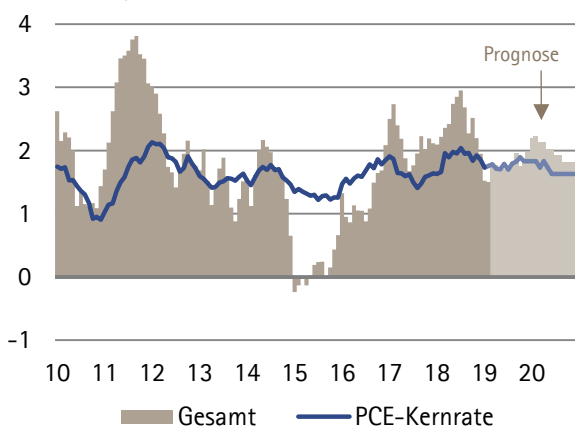
US-Handelsbilanz und Außenhandel mit China



Quelle: Datastream

Inflationauftrieb verhalten aufwärts

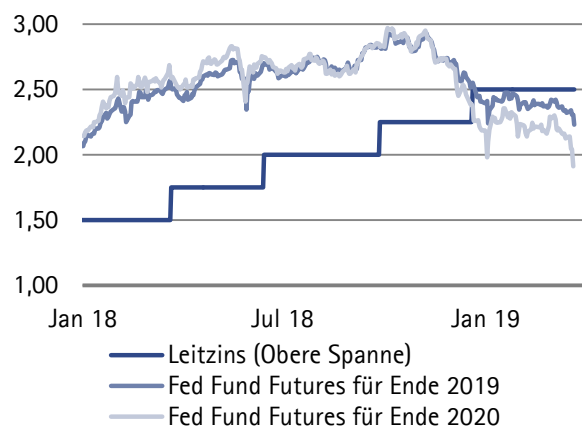
Verbraucherpreise und Deflator Konsumausgaben (% zum Vorjahr)



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

Finanzmärkte wetten auf Leitzinssenkungen

Leitzins und marktbasiertere Leitzinserwartungen



Quelle: Datastream

Fed: Bilanzverkürzung ist Ende September passé

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Tagesgeldsatz „verträgt“ sich mit der Bilanzschumpfung nicht

Die US-Notenbank hat am 20. März bekannt gegeben, ihre Bilanzschumpfung Ende September 2019 einzustellen. Dazu wird das monatliche Abbautempo ab Mai von derzeit 50 auf 35 Mrd. US-\$ verlangsamt. Dies soll allein über US-Treasuries erfolgen. Von Oktober an wird die Bilanzgröße dann nahezu konstant gehalten, dabei unterliegt sie kleineren Strukturanpassungen. Diese Maßnahme folgt auf ihren überraschenden Rhetorikschwenk im Januar. Nach etwas mehr als zwei Jahren des Liquiditätseinsammelns sieht sie nun schon eine Bilanzgröße erreicht, die für eine effiziente geldpolitische Steuerung notwendig ist. Anderenfalls drohte der effektive Tagesgeldsatz den oberen Rand des Leitzinszielkorridors zu übersteigen. Damit verlore der Leitzins seine geldpolitische Steuerungsfunktion. Zudem argumentiert die Fed, dass die Überschussreserven, die Banken zur Vorsorge vor Liquiditätsrisiken bei ihr halten, durch die Bilanzverkürzung zu stark abschmelzen. Diese Risiken werden heute als erheblich höher erachtet als vor der Finanzkrise. Die alte und neue Normalität der Geldpolitik unterscheiden sich somit stark voneinander: Verglichen mit ihrem Vorkrisenniveau ist der Leitzins deutlich tiefer und die Bilanzsumme massiv größer.

Hohe Vorsorge gegen Liquiditätsrisiken

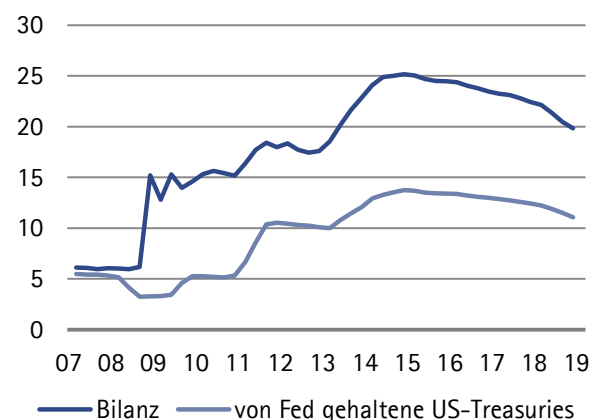
Überschussreserven der Banken bei Fed (Mrd. US-\$)



Quelle: Datastream

Schrumpfung der Fed-Bilanz endet demnächst

Bilanzkennziffern (% des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

Fed steht ein Leitzinssenkungsspielraum von bis zu 425 Basispunkten zur Verfügung

Immerhin hat sich die Fed für künftige Krisen aber einen Handlungsspielraum erarbeitet, von dem andere Notenbanken weit entfernt sind. Im Bedarfsfall könnte sie das Leitzinszielband um 225 Bp auf 0,00–0,25 % senken. Ein Negativzins dürfte keine Option sein, da die in den USA wichtigen Geldmarktfonds dadurch in starke Bedrängnis gerieten. Bestünde dennoch ein größerer Zinssenkungsbedarf – in den Rezessionsphasen 1990, 2001 und 2007 wurde der Leitzins im Durchschnitt um 560 Bp gesenkt –, müsste sie wieder (Staats-)Anleihen kaufen. Kehrete sie dabei auf die höheren Bilanzrelationen von Ende 2014 zurück, könnte sie unserer Berechnung zufolge ein zusätzliches Zinssenkungspotenzial von rund 200 Bp heben.¹

¹ Wir nehmen an, dass die Fed wieder 25 % der ausstehenden US-Treasuries hält, MBS-Papiere kauft und dadurch ca. 2,4 Bio. US-\$ generiert. Studien zufolge entsprechen Anleihekäufe von 300 Mrd. US-\$ einer Zinssenkung um 25 Bp (vgl.: Gagnon/Sack, QE: A User's Guide, Peterson Institute, 2018).

China: Schwein gehabt

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Vorrangiges Ziel: Binnenwirtschaftliche Wachstumskräfte stärken

2019 wohl eine weitere nur leichte Wachstumsabschwächung

China steht 2019 im Zeichen des Erd-Schweins. Wird den Weissagungen des chinesischen Horoskops Glauben geschenkt, bestehen damit beste Voraussetzungen für ein gutes, erfolgreiches Jahr 2019. Tatsächlich hat sich bereits ein erster Erfolg eingestellt: Zu der von den USA zum 1. März angedrohten nächsten Zollerhöhungsrunde ist es nicht gekommen. Bis Ende April könnten Grundzüge eines Handelsabkommens zwischen beiden Ländern vereinbart sein. Niedrigere Importzölle stünden damit weiter in Aussicht. Bleibt eine böse Überraschung aus, würde sich die von uns im Herbst 2018 vertretene These bestätigen, dass es nicht zu einer weiteren Eskalation im Handelsstreit kommt. Damit besteht eine Wachstums Sorge weniger.

Trotz der Belastungen aus dem Handelsstreit hat sich die Wachstumsdynamik in China bisher nur leicht abgeschwächt. Im vierten Quartal 2018 wuchs die Wirtschaft noch um 6,4 % gegenüber dem Vorjahr. Die Abschwächungstendenz hat jedoch zu einem Umdenken in der Wirtschaftspolitik geführt. Der Druck auf hoch verschuldete Unternehmen zum Schuldenabbau wurde verringert. Gegenüber der Bewahrung der Finanzstabilität wird nun wieder der Stärkung des Wirtschaftswachstums eine höhere Priorität eingeräumt. Schließlich sollen die zum 1. Oktober 2019 anstehenden Feierlichkeiten zum 70. Jahrestag der Volksrepublik nicht durch schlechte Konjunkturzahlen vermiest werden. Für 2019 wird ein BIP-Wachstum von 6,0–6,5 % angestrebt, das auch durch Steuersenkungen für Privathaushalte und Unternehmen, höhere Infrastrukturinvestitionen sowie eine leichtere Kreditvergabe an kleinere und mittelständische Firmen erreicht werden soll. Das Gesamtvolumen der fiskalpolitischen Maßnahmen beläuft sich auf rund 2 Bio. Yuan bzw. 2,0 % des nominalen BIP (ca. 260 Mrd. EUR). Ein umfassendes Wachstumsprogramm früherer Zeiten ist das zwar nicht. Durch die Maßnahmen dürfte die Wachstumsrate aber dennoch hoch gehalten werden. Auch die Zentralbank, die ihre Mindestreserveanforderungen in den vergangenen Monaten bereits mehrmals gesenkt hat, wird durch zusätzliche Liquiditätsmaßnahmen wohl für bessere Finanzierungsbedingungen sorgen.

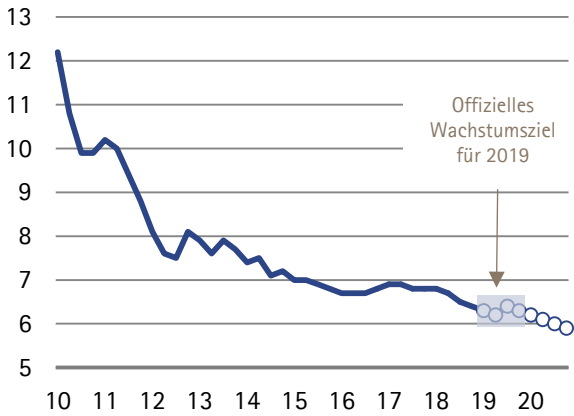
Die Politik dürfte also auch 2019 mit allen Mitteln einen Konjunkturabsturz verhindern. Bei sich abschwächenden außenwirtschaftlichen Impulsen rechnen wir ab dem zweiten Quartal mit einer Belebung der Binnennachfrage. Den BIP-Zuwachs für 2019 veranschlagen wir auf 6,3 % nach 6,6 % im Jahr 2018. Am Ende dieses Jahres dürfte also abermals eine nur leichte Wachstumsabschwächung zu Buche stehen. Doch die Perspektiven hellt das nicht auf. Denn mit dem Aussetzen des Entschuldungsprozesses bleiben für China erhebliche langfristige Risiken bestehen, die in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten jederzeit für Turbulenzen sorgen können.

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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

Leichte Wachstumsabkühlung erwartet

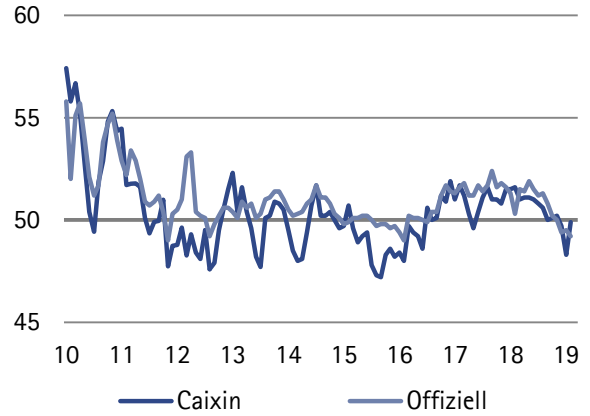
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)



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

Expansionsschwelle unterschritten

Einkaufsmanagerindizes (Index)



Quelle: Datastream

Handelsstreit belastet Außenhandel spürbar

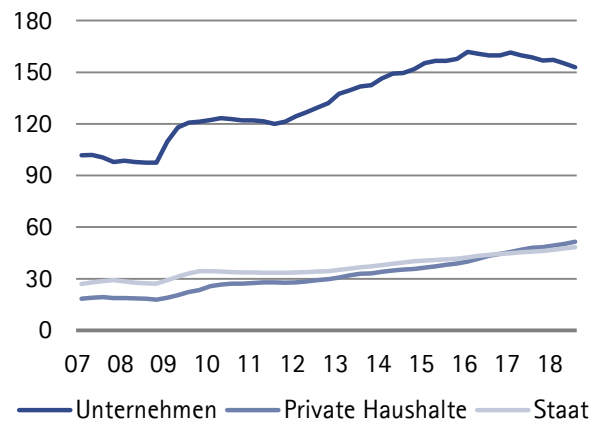
Außenhandel Chinas (3MD, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Schuldenabbau nicht mehr vorrangiges Ziel

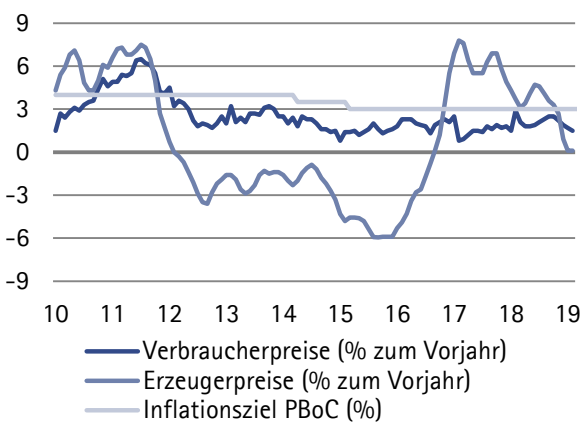
Verschuldung (% des nominalen BIP)



Quelle: Datastream

Inflationsdruck nimmt ab

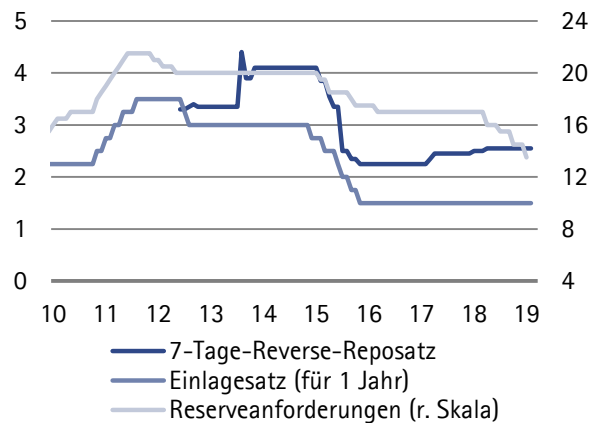
Preise



Quelle: Datastream

PBoC setzt auch auf quantitative Maßnahmen

Leitzinsen (%)



Quelle: Datastream

Japan: Wirtschaft bleibt lethargisch

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Außenhandel hinterlässt tiefe
Schleifspuren, ...

... die zum Jahresende noch tiefer
werden, sollte die Mehrwertsteuer-
erhöhung umgesetzt werden

Weitere geldpolitische Lockerungs-
maßnahmen kommen in den Blick

Japans Wirtschaft wies 2018 einen sehr holprigen Konjunkturverlauf auf, da die Wirtschaftsaktivität unter anderem von mehreren Naturkatastrophen stark belastet wurde. Der kräftige BIP-Rückgang im dritten Quartal (-0,6 % zum Vorquartal) konnte im Schlussquartal (+0,5 %) nicht vollständig aufgeholt werden. Das Niveau des realen BIP war Ende 2018 auch deshalb nur wenig höher als Ende 2017. Der jahresdurchschnittliche BIP-Zuwachs von 0,8 % resultierte somit fast ausschließlich aus einer höheren Wirtschaftsdynamik aus dem Jahr 2017. Ohne diesen statistischen Überhang von Ende 2017 (+0,7 %) bestand sogar eine leichte Stagnationstendenz.

Wegen der schwachen Ausgangsbasis und der sich abkühlenden Weltwirtschaft steht der exportabhängigen Wirtschaft Japans unseres Erachtens ein weiteres schwieriges Jahr bevor. Vom Außenbeitrag erwarten wir deshalb keine Unterstützung. Eine kräftige Belebung der Investitionsdynamik halten wir wegen des ungünstigeren außenwirtschaftlichen Umfelds ebenfalls für wenig wahrscheinlich. Für das Konjunkturprofil, vor allem in der zweiten Hälfte dieses Jahres, ist zudem entscheidend, ob die Regierung an der für Oktober geplanten Konsumsteuererhöhung von 8 auf 10 % festhält und wie stark Vorzieh- und Rückpralleffekte ausfallen werden. Trägt der private Konsum im dritten Quartal zu einem kräftigen BIP-Wachstum bei, droht für das vierte Quartal ein entsprechender Rückfall. Das entspräche dem üblichen Verhaltensmuster vergangener Steueranhebungen (1997, 2014). Für die Regierung kommt eine Verschiebung der Steuererhöhung, dann zum dritten Mal, bislang allerdings nur für den Fall einer Naturkatastrophe oder eines Konjunkturabsturzes infrage. In unserem Bild eines gemächlicheren Konjunkturgangs wird es eine Verschiebung wohl nicht geben. Zusätzliche Staatsausgaben und eine höhere Investitionstätigkeit für die Sommerolympiade 2020 dürften die Wachstumsraten kurzfristig stützen. Das BIP-Niveau wird daher voraussichtlich auch Ende 2019 nur wenig über demjenigen von 2018 liegen. Einmal mehr bestätigt sich damit: Ohne Nachhilfe seitens der Wirtschaftspolitik läuft Japans Konjunktur lediglich auf Sparflamme.

Angesichts dieser trüben Konjunkturaussichten dürften die Inflationsraten weiterhin hartnäckig tief bleiben. Unserer Prognose folgend werden sie – trotz des Steuereffekts – auch im Prognosezeitraum unter dem BoJ-Preisziel von 2 % bleiben. Die Notenbank dürfte ihre Forward Guidance daher noch lange bestätigen, die „kurzen und langen“ Zinsen (Leitzins -0,1 %, Rendite für 10J-JGBs nahe null) für einen längeren Zeitraum auf sehr niedrigem Niveau zu halten. Auch weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen, wie sie jüngst von einigen BoJ-Vertretern bereits andiskutiert wurden, werden somit wohl zunehmend auf die Agenda der Notenbank rücken.

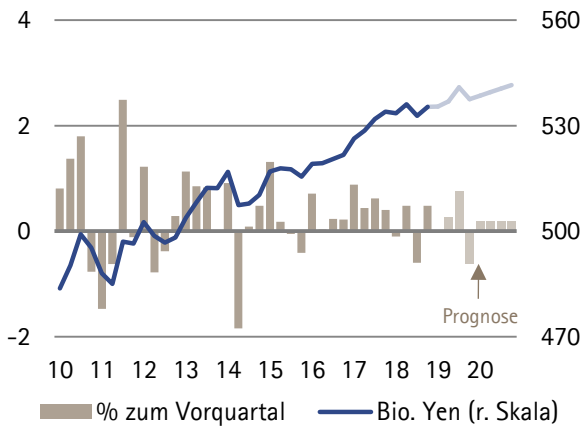
Prognosen für Japan	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	0,6	1,9	0,8	0,6	0,4
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	-0,1	0,5	1,0	0,9	1,4
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,1	2,7	2,4	2,5	2,7
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)*	-3,4	-3,7	-3,2	-3,3	-3,5

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

*Bezogen auf den Gesamtstaat

Japans Wirtschaft bleibt schwunglos

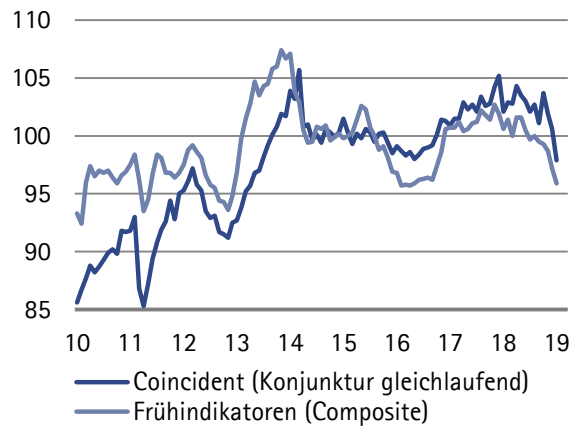
Bruttoinlandsprodukt (real)



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

Getrübbte Wachstumsaussichten

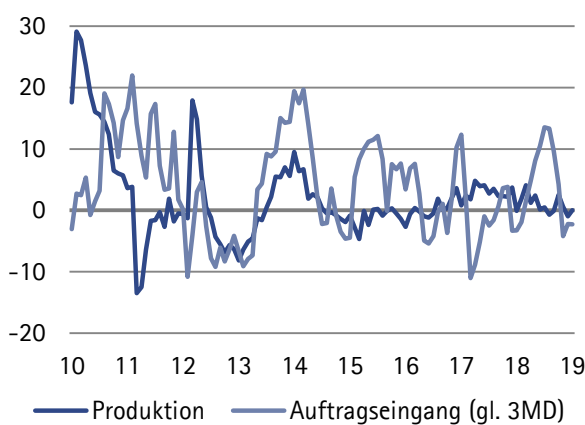
Konjunktur-Sammelindikatoren (Index)



Quelle: Datastream

Auftragslage unter Nulllinie gefallen

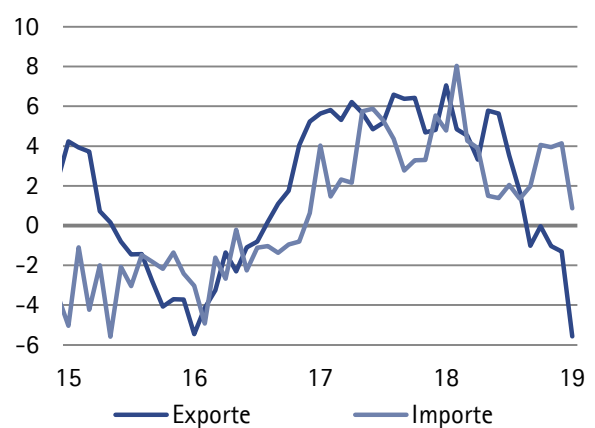
Industrie (% zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Handelsstreit lässt Exporte einbrechen

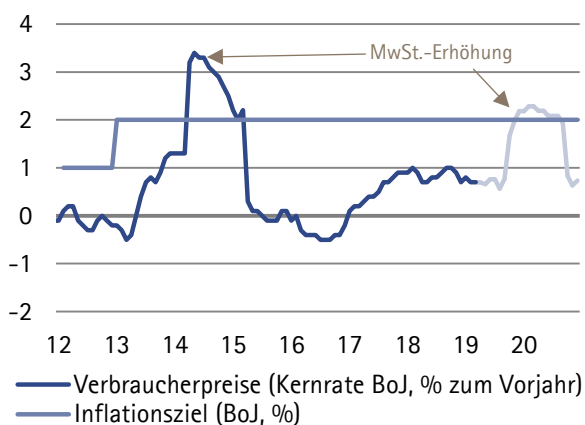
Außenhandel (Japan, % zum Vj., gleitender 3M-Durchschnitt)



Quelle: Datastream

Im Pudels Kern bleibt Inflationsziel unerreicht

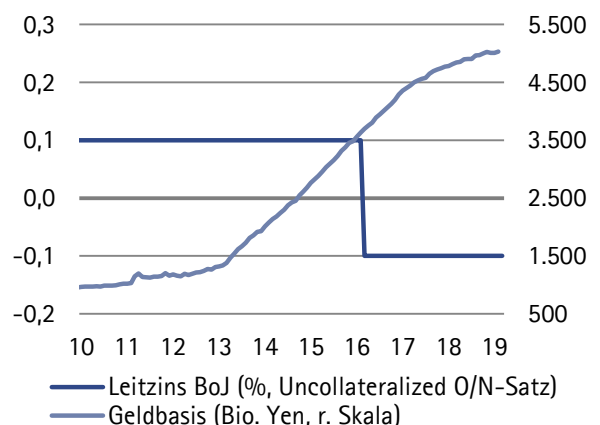
Preisentwicklung



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

BoJ ist bereit, ihren Kurs weiter zu lockern

Notenbank-Kennziffern



Quelle: Datastream

Vorerst nur eine Wachstumsrezession

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

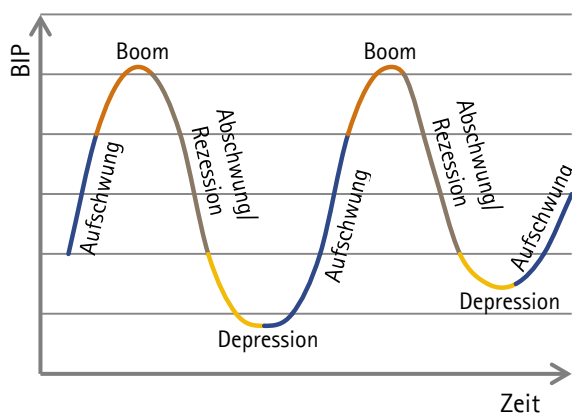
Fallende BIP-Prognosen für 2019 schüren derzeit zunehmend Rezessionsängste für die EWU und die USA. Wir halten dies für übereilt, da die wirtschaftspolitische Unterstützung nicht entzogen wird und der Abstand zum klassischen Rezessionsbereich noch recht groß ist. Gleichwohl bewegen sich die Wirtschaften aus unserer Sicht beständig in Richtung eines Abschwungs. Eine sich anschließende Wirtschaftsrezession wäre daher nicht ungewöhnlich, sie ist wohl nur eine Frage der Zeit. Bevor sie Realität wird, dürfte sich die aktuelle Wachstumsrezession jedoch noch vertiefen.

Es ist lange her, dass das „böse“ R-Wort aktiv im Wortschatz der Finanzmarktakteure verwendet wurde. Dies hat sich geändert. Gemeint ist die wachsende Sorge vor einer baldigen Rezession, die vor allem den Euroraum und die USA erfasst. Neben dem globalen Handelsstreit und der Gefahr eines ungeordneten Brexits haben zu dieser Sorge aus unserer Sicht auch die seit einigen Wochen beständig gesunkenen 2019er-BIP-Prognosen vieler öffentlicher Institutionen und anderer Prognostiker beigetragen. Diese sind unseres Erachtens jedoch lediglich Ausdruck einer Korrektur von zuvor überaus optimistischen Wachstumserwartungen, die eine Rezession gar nicht einbeziehen. Und dennoch scheinen bereits weniger hohe Wachstumsraten eine allgemein größere Verunsicherung hervorzurufen.

Wachstumsrealismus heißt für
2019 nicht gleich Rezession

Ein ewiger Boom ist im Zyklus nicht vorgesehen

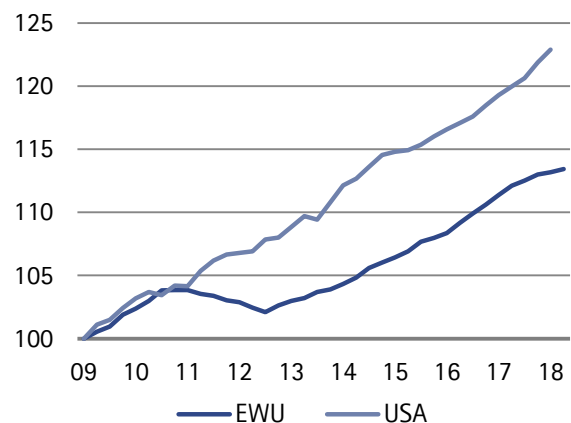
Phasen des Konjunkturzyklus



Quelle: Bankhaus Lampe

Seit Jahren rastloser Konjunkturaufschwung

BIP (Start der Konjunkturerholung, Q2/2009=100)



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Abschwungsphase ist aufgrund
nachlassender Wachstumstreiber
bereits unterwegs, ...

Verfrühter Rezessionsspek

Zu einer klassischen Rezession, die durch eine deutlich fallende Wirtschaftsleistung gekennzeichnet ist, bedarf es für 2019 mehr als eines Betriebsunfalls. Denn der aus Depression, Aufschwung, Boom und Abschwung bestehende Konjunkturzyklus ist unseres Erachtens diesseits und jenseits des Atlantiks noch nicht beendet. Von den immensen fiskal- und geldpolitischen Injektionen seit der großen Depression 2008/09 sowie den massiven vertrauensfördernden Maßnahmen für das Finanz- und Geldsystem profitiert er bis heute. Nach den Boom-Jahren 2016/17 zeigt sich mittlerweile aber, dass die EWU- und die US-Wirtschaft einen Abschwung erfahren. Un-

... 2019 bleibt ein Sicherheitsabstand zu einer klassischen Rezession aber bestehen

serer Einschätzung nach ist das kein Drama, sondern das Resultat im Konjunkturzyklus üblicherweise nachlassender Wachstumstreiber (aktuell: Weltwirtschaft, Geldpolitik). Neue Impulse, die das auffangen, sind unseres Erachtens nicht in Sicht.

Rezessionsrisiken dennoch nicht aus den Augen verlieren, ...

Wir sind daher darauf eingestellt, dass wachstumsseitig fortan kleinere Brötchen gebacken werden. Anders als mancher Finanzmarktteilnehmer sehen wir das aber nicht als problematisch an: Immerhin liegt der von uns für 2019 erwartete BIP-Zuwachs für den Euroraum bei 1,0 % und für die USA bei 2,3 %. Ersterer erfolgt nur wenig unter der Potenzialrate² von 1,4 %, zweiterer sogar darüber (1,6 %). Da manche EWU-Staaten, darunter Frankreich und Italien, zudem eine künftig etwas höhere fiskalische Unterstützung angekündigt haben, scheint das BIP-Wachstum überdies etwas mehr nach unten abgesichert zu sein. Zu einer über technische Aspekte³ hinausgehenden Rezession bleibt für 2019 damit ein ausreichender Puffer bestehen.

Und dennoch: Eine Rezession ist nur eine Frage der Zeit

Dass diese Gemengelage auch langfristig erhalten bleibt, ist wenig wahrscheinlich. Der Blick auf die Phasen des Konjunkturzyklus offenbart, dass das BIP-Wachstum nicht ewig der Potenzialrate entsprechen bzw. nur wenig darunter liegen wird. Denn wenn Schubkraft durch neue Wachstumstreiber fehlt, liegt eine Rezession nun einmal in der Natur der Sache. Das gilt auch für den aktuellen Konjunkturaufschwung, bei dem noch hinzukommt, dass die Innovationskräfte durch die lange Gewöhnung an Tiefstzinsen mittlerweile geschwächt sein dürften.⁴ Grundsätzlich schädlich ist eine Rezession nicht: Abseits ihrer direkten negativen Begleiterscheinungen (u. a. Anstieg von Unternehmensinsolvenzen und Arbeitslosigkeit) hilft sie der Wirtschaft, im Zuge von Bereinigungsprozessen langfristig gestärkt aus der Krise hervorzugehen.

... zumal der aktuelle Konjunkturaufschwung schon lange anhält

Im aktuellen Konjunkturzyklus nimmt die Rezessionswahrscheinlichkeit aus unserer Sicht mit jedem weiteren Quartal auch deshalb zu, weil der Aufschwung im Euroraum bereits seit 95 und in den USA seit 117 Monaten anhält. Beides ist mit Blick auf die Nachkriegshistorie ungewöhnlich lang. Ohne das jahrelange Zins- und Liquiditätsdoping der EZB bzw. die US-Steuerreform von Anfang 2018 wäre der Konjunkturzyklus wohl schon eher über seinen Zenit hinweg gewesen. Auch dies spricht dafür, dass Finanzmarktteilnehmer ihren Rezessionsblick perspektivisch schärfen sollten. Wie schnell aber kommt es zu einer Rezession, und wie schlimm wird sie?

Wahrscheinlichkeit einer klassischen Rezession ist für 2019 gering

In unseren Prognosen haben wir eine klassische Rezession für die EWU bzw. USA für 2019 nicht berücksichtigt. Maßgeblich hierfür ist, dass die aktuellen wirtschaftspolitischen Impulse der Konjunktur nicht entzogen werden und vorerst ein Puffer zum Rezessionsbereich bestehen bleibt. Eine verlängerte Abschwungsphase, bei der das BIP temporär auch einmal schrumpft und die Perspektiven für das BIP-Wachstum trübe bleiben, halten wir daher für wahrscheinlicher als den abrupten Übergang in eine Rezession. Für 2020 haben wir diese lediglich als Risikoszenario auf dem Radar.

² Die Potenzialrate misst die langfristige Veränderung des Bruttoinlandsprodukts, die sich bei normal ausgelasteten gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten ergibt.

³ Eine technische Rezession liegt bei einem zweimaligen, äußerst geringen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit gegenüber dem Vorquartal in Folge vor.

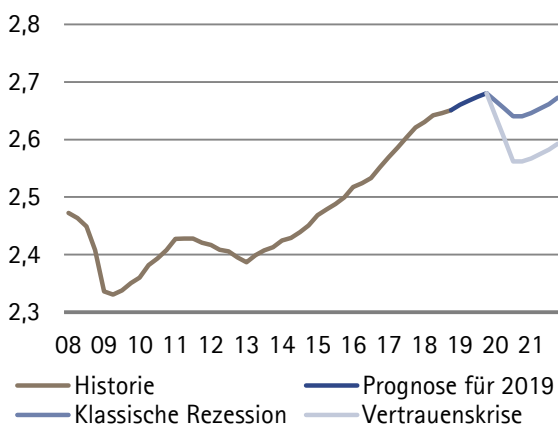
⁴ Die seit Anfang 2018 deutlich gestiegene politische Unsicherheit (u. a. globaler Handelsstreit, Brexit) lastet überdies auf dem BIP, aktuell verstärkt sie die sich eintrübenden Konjunkturperspektiven.

Klassische Rezession entspräche einem Konjunkturabsturz mit Augenmaß

Konjunkturelle Auf- und Abschwünge werden erfahrungsgemäß unterschätzt. Was also, wenn das Risikoszenario einträte? Diesbezüglich haben wir zwei Rezessionsverläufe simuliert (vgl. Grafiken unten).⁵ Wahrscheinlich würde die Rezessionsintensität klassisch und verkraftbar ausfallen. Für den Euroraum legt dies aus unserer Sicht die expansive Geldpolitik nahe, infolge derer Verspannungen durch Liquiditätsengpässe kaum entstehen dürften. Und in den USA ist es vor allem der nur unterdurchschnittliche Konjunkturaufschwung selbst, der die Fallhöhe reduziert. In beiden Währungsräumen liegen Übertreibungen an Immobilien- und Finanzmärkten zudem nicht vor, und die Regierungen werden sich bei Bedarf wohl rasch mit expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen gegen einen massiven Arbeitsplatzabbau und eine größere Investitionszurückhaltung stemmen – hohe Staatsverschuldung hin oder her. Zu einer ersten und eventuell auch länger andauernden Rezession käme es wohl „nur“ bei einer (nicht prognostizierbaren) Vertrauenskrise oder einem Unsicherheitschock.

EWU: Klassische Rezession ist verkraftbar

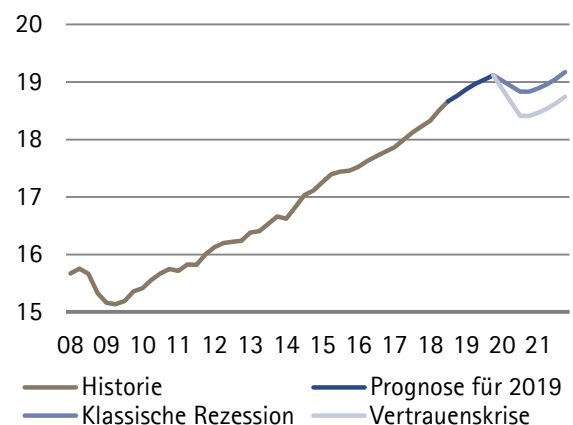
Bruttoinlandsprodukt (Quartale, Bio. €.)



Quelle: Datastream. 2019–2021: Prognose/Simulation Bankhaus Lampe

USA: Aufschwung kann nicht ewig anhalten

Bruttoinlandsprodukt (Quartale, annualisiert, Bio. US-\$)



Quelle: Datastream. 2019–2021: Prognose/Simulation Bankhaus Lampe

2019/20er-BIP-Prognosen haben noch Abwärtspotenzial

Wachstumsrezession dürfte in den nächsten Quartalen anhalten

Wachstumsrezession statt Wirtschaftsrezession

Womit ist für 2019/20 also zu rechnen? Zunächst einmal gilt es zu akzeptieren, dass der aktuelle Konjunkturzyklus das Beste hinter sich hat. Niedrigere BIP-Prognosen für 2019/20 sind kein Drama, sondern Teil eines Normalisierungsprozesses nach den Boom-Jahren 2016/17. Dieser muss unseres Erachtens noch nicht beendet sein.

Für den Euroraum und die USA rechnen wir für 2019/20 nicht mit einer Wirtschaftsrezession, da selbst bei sich weiter eintrübenden Konjunkturperspektiven noch ein Puffer zum klassischen Rezessionsbereich bestünde. Die Aussicht auf eine unseren Erwartungen zufolge zwangsläufige, aber eher klassisch ausfallende Wirtschaftsrezession, ob 2020 oder 2021, zeigt, dass dieser zuvor eine Wachstumsrezession vorausgehen dürfte. Sie ist gekennzeichnet durch meist geringe BIP-Zuwächse, kurze Wachstumsaussetzer und -rücksetzer. Da dies im aktuellen Konjunkturzyklus auf enge Arbeitsmärkte träfe, fiel der etwaige Anpassungsschmerz wohl milde aus.

⁵ Unterstellt ist eine drei Quartale andauernde Rezession, beginnend im ersten Quartal 2020. Wir simulieren eine klassische Variante (basierend auf dem Mittelwert vergangener Rezessionen) und eine Vertrauenskrise (Erfahrungen 2008/09). Unser Fokus liegt auf dem Rezessionsverlauf, nicht -start.

Geldbesteuerung als Wachstumswunderwaffe?

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Geldbesteuerung soll es richten

Ob elektronisches oder physisches Geld: Es gibt kein Entkommen

Klassische Mittel stehen im Krisenfall kaum zur Verfügung – warum nicht neue Wege gehen?

Nur die richtige Medizin stärkt die Konjunktur. Die Besteuerung von Geld ist das nicht

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat Mitte 2018 ein Arbeitspapier veröffentlicht,⁶ das zuletzt vermehrt Aufmerksamkeit erhalten hat. Darin wird die Besteuerung von Geld zur Konjunkturbelebung in der nächsten schweren Rezession thematisiert. Der Ausgangspunkt der Überlegungen ist, dass Notenbanken ihre Munitionsdepots bisher kaum aufgestockt haben, um eine künftige Rezession klassisch bekämpfen zu können. Unseres Erachtens kommt hinzu, dass auch die Fiskalpolitik in vielen (Industrie-)Ländern angesichts hoher Schuldenberge und regierungsseitiger (Pensions-)Versprechen wenig Gestaltungsspielraum besitzt. Reformen sind überdies ausgeblieben. Um wirklich handlungsfähig zu sein, bedarf es daher neuer Instrumente.

Bisher nur künstliche Normalität erreicht

Hierzu rücken die Autorinnen des Papiers die Geldbesteuerung in den Blick. In vielen Industrieländern ist die Geldhaltung hoch, auch in Deutschland. Wenn Geld in Krisenzeiten aber besteuert bzw. mit einem negativen Zins belegt wird, so die Idee, geben es Wirtschaftssubjekte lieber aus, statt Kaufkraftverluste zu tragen. Dies dürfte umso schneller erfolgen, je höher die Belastung für die Geldhaltung ausfällt. Für elektronisches Geld, so die Autorinnen, ist dies recht einfach umzusetzen. Damit Steuer bzw. Negativzins durch eine höhere Bargeldhaltung nicht umgangen werden, soll Bargeld einen entsprechenden Umrechnungskurs zum elektronischen Geld erhalten. Dieser fiele dann bei Bezahlungen an und sicherte dessen „Abwertung“.

Die obige Überlegung zeigt unseres Erachtens, dass die mit der weltweit nachlassenden Konjunktur derzeit einhergehenden Stabilisierungsrisiken von politischen Entscheidungsträgern längst erkannt sind. Neue Konzepte sind gefragt, da herkömmliche Maßnahmen in der nächsten Rezession nur sehr eingeschränkt zur Verfügung stehen. Unkonventionelle Wachstumstreiber, und vor allem darauf zielt die Idee der IWF-Autorinnen aus unserer Sicht ab, könnten somit bedeutender werden. Neben der Besteuerung von Geld zählen hierzu auch das Helikoptergeld und eine Vermögensabgabe. Letztlich sind der Fantasie hinsichtlich belebender Maßnahmen keine Grenzen gesetzt: Hilfreich ist, womit Wachstum und Arbeitsplätze entstehen. Dass die Geldbesteuerung bereits thematisiert wird, zeigt für uns zudem, dass das internationale Finanz- und Wirtschaftssystem nach der Krise 2008/09 nicht gesundet ist.

Die erhoffte Wirkung der Geldbesteuerung ist unseres Erachtens unsicher. Der gewünschte Konjunkturschub könnte ausbleiben, wenn die Wirtschaftssubjekte die Besteuerung ihrer Geldbestände einfach hinnähmen. Durch die jahrelange Finanzrepression ist ihnen die Geldentwertung bereits bekannt. Im Vergleich zum Konsum wäre dann zudem vorteilhaft, dass das Geld weiter zur Verfügung stünde. Wie bei Negativzinsen könnte die Besteuerung auch dadurch umgangen werden, indem mehr gespart oder auf andere Vermögensklassen ausgewichen wird. Ein sicheres Heilmittel dürfte die Geldbesteuerung somit nicht sein, zumal sie die wirtschaftliche Fitness nicht steigert und das Misstrauen gegenüber der Politik zunehmen dürfte.

⁶ *Katrin Assenmacher und Signe Krogstrup* [2018]: Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic Money, IMF Working Paper, August. Im Papier wird darauf hingewiesen, dass die darin vertretene Meinung nicht notwendigerweise der des IWF entspricht.

Staatsanleihen: Abnehmender Gegenwind

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Seit etwa November besteht eine risikoaverse Haltung vieler Investoren, die in diesem Jahr noch zugenommen hat. Ablesbar ist dies an beständig gesunkenen 10-Jahresrenditen für erstklassige Staatsanleihen. Mit $-0,03\%$ liegt die Rendite bei Bundesanleihen nahe des historischen Tiefs von $-0,18\%$ von Anfang Juli 2016. Zu diesem und ausgehend von $2,46\%$ ist der Abstand bei Treasuries mit 110 Basispunkten deutlich größer. Maßgeblich für den Rückgang waren aus Sicht der Marktakteure vor allem Konjunkturfahren durch eine weitere Eskalation des schwelenden US-Handelsstreits mit China und einen ungeordneten Brexit. Enttäuschende EWU-Konjunkturdaten, infolge derer Erwartungen an eine EZB-Leitzinswende marktseitig weit ins Jahr 2020 verschoben wurden, haben diese nochmals gefestigt.

Inflationserwartungen im Sinkflug

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



Quelle: Datastream

Investoren auf US-Leitzinssenkung eingestellt

Fed Funds Future (Jahresende, %)



Quelle: Datastream

Erstklassige Staatsanleihen haben neue Unterstützung erhalten: Durch den abnehmenden Liquiditätsappetit der Fed ...

Von Notenbanken kommt wieder Unterstützung

Wir erwarten weiter, dass weder der Handelsstreit eskalieren noch Großbritannien ohne Sicherheitsnetz aus der EU ausscheiden wird (vgl. S. 5, 10). Beides dürfte sich bereits auf 3M-Sicht stärker abzeichnen und Staatsanleihen weniger stützen. Trotz des hohen Finanzierungsbedarfs für das US-Haushaltsdefizit hält sich die Rückschlagsgefahr für uns aber in Grenzen. Dies hängt mit dem zeitlichen Fortschritt seit unserer Prognose im Januar zusammen, durch den das nachlassende US-Wachstumstempo nun sichtbarer geworden ist. Auch ist das Ende des US-Leitzinserhöhungszyklus aus unserer Sicht erreicht worden, nachdem die Fed seit dem 20. März keine Zinserhöhungsambitionen für 2019 mehr zu erkennen gibt (vgl. S. 12). Dadurch ist der Gegenwind für Staatsanleihen ebenso gesunken wie durch ihr Vorhaben, die Bilanzverkürzung bereits ab Mai zu verlangsamen und im September einzustellen. Angesichts der insgesamt noch robusten Konjunktur überrascht dieses Vorpreschen. Anders als 2018 noch erwartet, bedeutet die stark aufgebläht bleibende Fed-Bilanz, dass am Staatsanleihemarkt weiterhin umfangreich Liquidität zur Verfügung stehen wird. Da die Fed beabsichtigt, fällige Schuldverschreibungen (MBS) künftig überwiegend in Treasuries anzulegen, kommt weitere Unterstützung hinzu.

... und einen revisionsbedingt nochmals freundlicheren EWU-Inflationsausblick

EWU-Staatsanleihen erhalten inflationsseitig etwas Rückenwind. Nach der Revision der Inflationsdaten (vgl. S. 8) stellt sich der Ausblick dort günstiger dar, als er es zuvor ohnehin schon gewesen ist. Dies dürfte langfristige EWU-Inflationserwartungen weiter niedrig halten. Zurzeit liegen diese mit 1,41 % auf dem tiefsten Stand seit fast zwei Jahren. Auch die US-Inflationserwartungen sind gesunken, mit 2,58 % notieren sie rund 75 Basispunkte unter ihrem Gipfel von Anfang November.

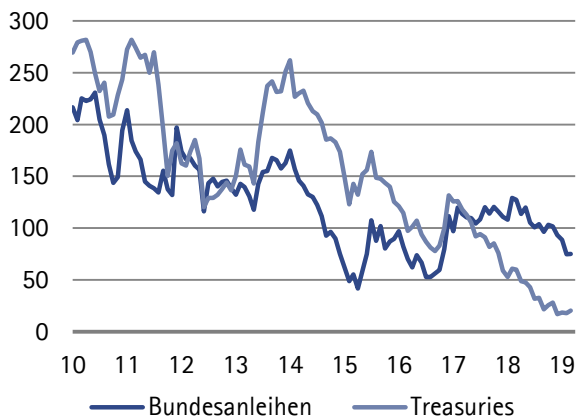
US-Renditestrukturkurve neigt weiter zur Inversion

Staatsanleiherenditen nochmals niedriger

Aufgrund der expansiveren Ausrichtung von EZB und Fed sowie unserer rollierenden Betrachtung senken wir unsere Renditeprognose für 10-jährige Treasuries auf 3-, 6- und 12M-Sicht um je 50 Basispunkte auf 2,50, 2,30 und 2,10 %. Der globale Handelsstreit wird vorerst wohl unterstützend wirken. Auch wenn die daraus resultierenden Risiken bald nachlassen dürften, erwarten wir einen stärker werdenden renditesenkenden Einfluss der sinkenden US-Konjunktdynamik und der sich für 2020 deshalb wohl weiter festigenden Marktsicht auf Leitzinssenkungen der Fed. Letztere fördern einen Renditeabsturz unseres Erachtens nicht, da Schwellenländeranleihen durch niedrigere US-Zinsen aufgewertet werden. Im Zuge niedrigerer Treasury-Renditen sind Portfolioumschichtungen daher absehbar. Auf 6M-Sicht rechnen wir zudem weiter mit einer horizontalen bis leicht inversen US-Renditestruktur (10J–2J).

Kurveninversion ist allein ein US-Thema

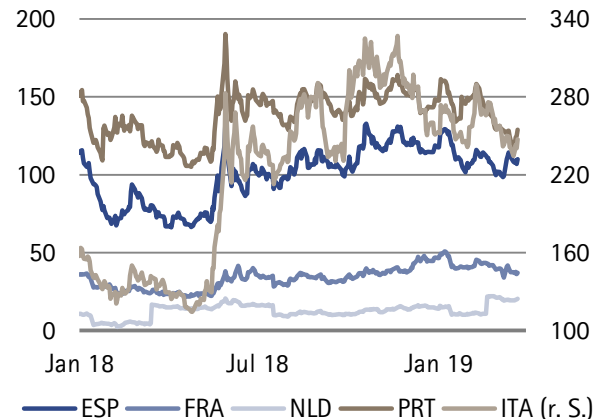
Renditestrukturkurve (10J–2J, Basispunkte)



Quelle: Datastream

Spreadwelt wird nicht auf den Kopf gestellt

10J-Spread zu Bundesanleihen (Basispunkte)



Quelle: Datastream

Renditeprognose

	Monate			
	22.03.19	3	6	12
Bund (%)	-0,03	0,20	0,30	0,10
Treasury (%)	2,46	2,50	2,30	2,10
Spread (Bp.)	248	230	200	200

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Für 10-jährige Bundesanleihen ist der Ausblick weniger günstig, weil neue renditesenkende Impulse aus unserer Sicht nicht vorliegen. Vielmehr besteht ein moderates Renditeanstiegspotenzial, nicht zuletzt auch aufgrund von Gewinnmitnahmen. Alles in allem dürften Bundesanleihen selbst bei abklingenden Politikrisiken noch lange vom schwächeren Wachstums- und Inflationsumfeld sowie den Reinvestitionen der EZB profitieren. Hierzu trägt unseres Erachtens auch die jetzt wohl bis mindestens 2021 ausbleibende EZB-Leitzinswende bei, sie hellt den Blick für Peripherie-Staatsanleihen zudem auf. Letztere werden durch die unseres Erachtens schwindende EWU-Haushaltsdisziplin grundsätzlich zwar belastet. Eine echte Sicherheitsprämie dürften Investoren aber kaum verlangen: Aufgrund der durch die EZB-Geldpolitik schwieriger gewordenen Suche nach Rendite dürften Länderrisiken eher hinten anstehen.

Währungen: Unsicherheiten treiben

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

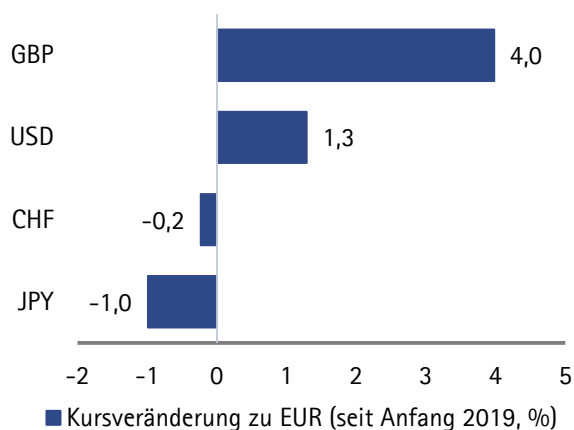
Notenbanken ohne Mumm:
Die EZB scheut eine Leitzins-
wende und die Fed eine weiter-
gehende Leitzinsnormalisierung

EUR–USD: Leichte Erholung bleibt in Aussicht

Nach den geldpolitischen Entscheidungen der EZB vom 7. März, die Leitzinswende für 2019 abzusagen und die liquiditätspolitischen Schleusen mittels neuer Langfristtender noch länger offenzuhalten, ist EUR–USD nur kurz gesunken. Seit Herbst 2018 bewegt sich das Währungspaar in einem Seitwärtstrend zwischen 1,12 und 1,15. Gleichwohl ist mit der von der EZB wohl auf den Sankt Nimmerleinstag verschobenen Zinswende ein wichtiges Argument auf Eis gelegt worden, das unserer Ansicht nach bisher auf mittlere Sicht für eine deutlichere EUR-Erholung gesprochen hat.

Allerdings wird USD unserer Einschätzung nach davon nicht stärker profitieren. Denn wichtige Fundamentalfaktoren, die der US-Währung zuvor Rückenwind verliehen haben, werden demnächst wohl noch mehr an Schubkraft einbüßen. Unserer Prognose zufolge wird die US-Wirtschaft weiter an Tempo und konjunktureller Strahlkraft verlieren. Mit dem überraschenden Kursschwenk der US-Notenbank zu Jahresbeginn und ihrer jüngsten Absage an Leitzinserhöhungen für 2019 ist wichtige Unterstützung zudem entfallen. Somit wird sich der derzeit hohe Zinsvorteil perspektivisch nicht deutlicher zugunsten von USD weiten. Vielmehr dürfte für die Wechselkursentwicklung in den nächsten Monaten bedeutsam sein, dass eine US-Leitzinssenkung voraussichtlich stärker in den Blick gerät (vgl. S. 12, 14). Auf 6M-Sicht bleibt unsere Prognose für EUR–USD deshalb unverändert aufwärtsgerichtet.

Sichere Häfen zuletzt weniger gefragt



Quelle: Datastream

Auf mittlere Sicht erwarten wir
EUR–USD etwas höher

Momentan halten sich die Argumente für oder gegen EUR noch die Waage, sodass EUR–USD auf 3M-Sicht seitwärts um 1,14 tendieren dürfte. Da die konjunkturellen Brems Spuren in den USA auf 6M-Sicht sichtbar werden und Leitzinssenkungen der Fed stärker in Aussicht stehen dürften, rechnen wir mit Kursen um 1,15. Die Risiken für unsere Wechselkursprognose sehen wir als abwärtsgerichtet an. Temporär tiefere Kurse träten wohl dann ein, wenn etwa vom Brexit-Geschacher oder globalen Handelsstreit erneute bzw. höhere Unsicherheiten ausgehen. In diesem Fall dürfte vor allem USD als sicherer Hafen stärker gesucht sein.

EUR–USD: US-Zinsvorteil verliert an Kraft



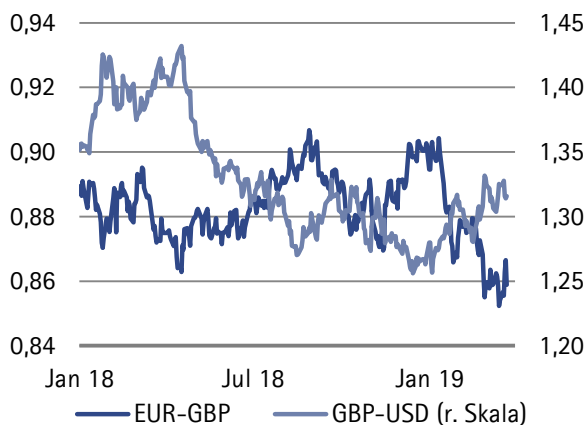
Quelle: Datastream

Beachtliches Rückschlagrisiko für GBP

EUR–GBP: Hoffnung auf weichen Brexit stützt

Getragen von der Hoffnung, dass ein harter Brexit abgewendet werden kann, verbuchte GBP seit Anfang 2019 kräftige Kursgewinne gegenüber EUR und USD. Zurzeit liegt EUR–GBP bei 0,86 auf unserem 3M-Ziel. Dieses halten wir aufrecht, da wir weiterhin mit einem geordneten Brexit rechnen. Die Prognoserisiken sind jedoch hoch. Immerhin werden zentrale Probleme, wie etwa die irische Grenzfrage, durch die von Großbritannien beantragte Fristverlängerung nicht gelöst. Auch die fehlende Zustimmung des britischen Parlaments zur Austrittsvereinbarung lässt das Risiko eines harten Brexits weiter köcheln. Für GBP besteht unseres Erachtens damit weiterhin ein Rückschlagpotenzial, das bis auf 0,95 reichen dürfte.

Pfund trotz dem Brexit-Drama



Quelle: Datastream

CHF und JPY geben Sicherheitsbonus ab



Quelle: Datastream

Geldpolitisch keine Impulse für EUR–CHF

EUR–CHF: Vorerst seitwärts um 1,13 erwartet

Die Risikoaversion der Investoren ist für den Schweizer Franken unverändert ein wichtiger Kurstreiber. Seit Anfang 2019 ging diese etwas zurück, sodass sich CHF auf 1,13 zum EUR abschwächte. Dieses Kursniveau wird jetzt zusätzlich gestützt, da die EZB ihre Leitzinswende nicht nur aufgeschoben hat, sondern diese nunmehr frühestens 2021 anstehen dürfte. Dies aber schiebt eine SNB-Zinswende in noch weitere Ferne. Das zuletzt nur mäßige BIP-Wachstum in der Schweiz und die wieder niedrigeren Inflationsraten unterstützen die Notenbank. Aufgrund unserer veränderten Leitzinserwartung für die EZB erwarten wir EUR–CHF nunmehr auf 12M-Sicht bei 1,15 (vorher 1,18). Unser 3M- und 6M-Ziel verbleibt bei 1,14 bzw. 1,15.

EUR–JPY: Kurzfristig seitwärts, langfristig schwächer

Der Yen hat sich seit Jahresbeginn gegenüber EUR leicht abgeschwächt, er notierte zuletzt bei Kursen nahe 125 EUR–JPY. Der sichere Anlagehafen war von Investoren seither etwas weniger stark gefragt. Hinzu kamen schwächere japanische Konjunkturdaten und eine zunehmende weitere Lockerungsneigung der Bank of Japan. Eine Aufhellung der Wachstumsperspektiven für Japan ist nicht in Sicht. Bei niedrig bleibenden Inflationsraten lastet die ultra-expansive Geldpolitik der Bank von Japan (vgl. S. 17) unserer Ansicht nach noch lange auf dem Yen. Aus fundamentaler Sicht erwarten wir auf 6M-Sicht daher weiter einen EUR–JPY-Anstieg. Seinen Nimbus als sicherer Hafen dürfte der Yen aber behalten.

Währungsprognosen

	Monate			
	22.03.19	3	6	12
EUR-USD	1,13	1,14	1,15	1,17
EUR-GBP	0,86	0,86	0,87	0,87
EUR-CHF	1,12	1,14	1,15	1,15
EUR-JPY	125	126	130	130

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Aktienmärkte: Sicherheitsnetz durch Notenbanken

Dr. Ulrike Rondorf

Equity Research

+49 211 4952-401

ulrike.rondorf@bankhaus-lampe.de

Nach einer Phase der Orientierungslosigkeit hat die geldpolitische Kehrtwende der Fed dazu geführt, dass Marktteilnehmer nun wieder an ein Sicherheitsnetz der Notenbanken glauben. Dies deckelt unseres Erachtens die Risikoprämien an den Aktienmärkten auch für den weiteren Jahresverlauf. Damit die deutschen Aktienindizes weiter steigen, muss die Gegenbewegung fundamental – durch bessere Konjunkturdaten – unterfüttert werden. Dies erwarten wir für das zweite Quartal 2019, sodass der DAX wieder über 12.000 Punkte klettern dürfte.

Notenbanken unterstützen Gegenbewegung der Märkte ebenso ...

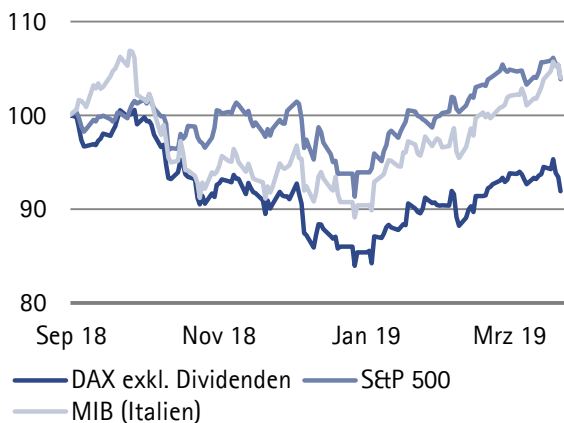
Aktienmärkte haben zu Jahresbeginn davon profitiert, dass wichtige Notenbanken wie die Fed und die EZB vorsichtiger agieren als zuvor erwartet (vgl. S. 8, 12). Insbesondere die Ankündigung der amerikanischen Notenbank, ihren Leitzinserhöhungszyklus zu unterbrechen und den Bilanzabbau (ab September) zu beenden, hat die Nerven der Marktteilnehmer beruhigt. Diese gehen nun wieder davon aus, dass Zentralbanken den Einfluss politischer Risiken und schwächerer Konjunkturdaten abfedern und weitere Kursstürze verhindern werden.

... wie politische Nachrichten

Wie von uns im *Kapitalmarkt-Ausblick 2019* vom 23. November 2018 avisiert, wurde die Aktienmarktrally durch einen weniger negativen Nachrichtenfluss bezüglich diverser politischer Konflikte unterstützt. Investoren zeigten sich erleichtert, dass das britische Parlament einen harten Brexit ablehnt und höhere US-Zölle auf chinesische Waren zumindest verschoben worden sind. Dies gilt auch mit Blick auf den Streit innerhalb der EWU-Staaten um den italienischen Haushalt: Der italienische Aktienmarktindex entwickelte sich seit Anfang Dezember besser als seine europäischen Pendanten (s. Grafik links), auch wenn sich die Haushaltslage nicht fundamental verbessert hat. Insofern sprechen wir hier von einer Erleichterungsrally. Sie basiert darauf, dass die Risikoprämie, die bei Investitionen in Aktien gegenüber einem risikolosen Zins verlangt wird, fällt.

Der DAX läuft anderen Indizes hinterher, ...

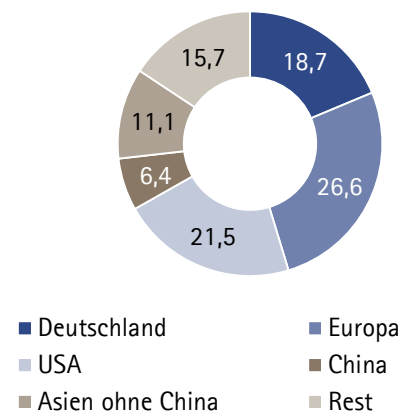
Index (Kursindizes, 01.09.2018=100)



Quelle: FactSet

... da die Unternehmen global aufgestellt sind

DAX-Erträge nach Regionen (%)



Quelle: FactSet

Nun könnte die Konjunktur vorübergehend neuen Schwung bringen

Nachlassende Wachstumssorgen schieben Aktienmärkte an

Nach vorn blickend kommt es nun darauf an, dass sich die globalen Konjunkturdaten verbessern, insbesondere in China und den USA. Denn nur dann wird die Zuversicht steigen, dass die Unternehmensgewinne 2019 solide wachsen werden. Dies gilt für die Aktienmärkte weltweit, aber insbesondere für den deutschen Leitindex DAX, da die dort berücksichtigten Konzerne einen relativ hohen Anteil ihrer Erträge außerhalb des Heimatlandes erzielen. So erwirtschafteten die 30 DAX-Konzerne im vergangenen Jahr 17,5 % ihrer Erträge in Asien und 21,5 % in den USA (s. Grafik oben rechts). Wachstumssorgen und Debatten um Rezessionswahrscheinlichkeiten werden unseres Erachtens zwar mittelfristig nicht verschwinden. Dennoch erwarten wir für die kommenden Monate Signale, dass sich die chinesische Konjunktur aufgrund umfangreicher Maßnahmen der Regierung und der Zentralbank stabilisiert. Zudem dürfte in den USA das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal anziehen, nachdem unter anderem der Regierungsstillstand zu Jahresbeginn belastet hat (vgl. S. 12).

Vor allem die chinesischen Daten müssen sich bessern, ...

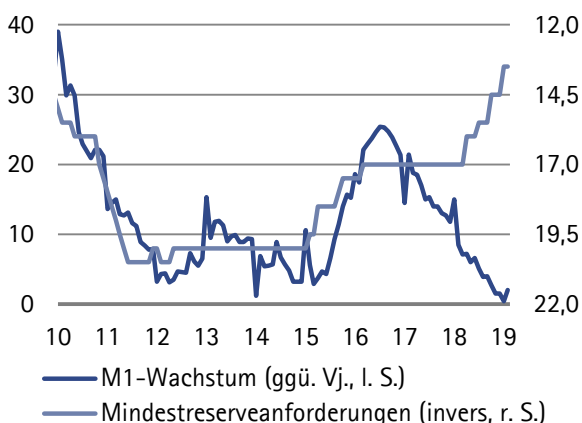
Für das Gros der Analysten und Volkswirte wäre diese Entwicklung zwar keine Überraschung. Nachdem BIP-Prognosen und Gewinnschätzungen in den vergangenen Monaten aber permanent nach unten angepasst worden sind, fehlt Investoren das Vertrauen. Sie warten unserer Ansicht nach darauf, dass die harten Konjunkturdaten, wie beispielsweise die chinesischen Pkw-Verkäufe, die chinesische Geldmenge M1 oder die US-Einzelhandelsumsätze, nach oben drehen. Sollte an dieser spätestens im Mai erreichten Weggabelung die richtige Abzweigung genommen werden, erhielten Aktienmärkte einen weiteren Schub.

... damit der DAX über 12.000 Punkte klettert

In diesem Umfeld dürfte sich der DAX besser schlagen als die Indizes anderer Industrieländer, da Industrierwerte ein hohes Gewicht haben (21 % im Vergleich zu 16,5 % im CAC 40). Der Malus des Jahres 2018 könnte 2019 also zu einem Bonus werden. Viele der als zyklisch geltenden Aktien sind im Vergleich zu den vergangenen Jahren günstig bewertet, obwohl die Gewinnerwartungen schon deutlich nach unten

Zinssenkungen dürften bald Wirkung zeigen

Geldmenge und Leitzins China (%)



Quelle: FactSet

Notenbanken federn Konjunkturdaten ab

Überraschungsindex (Citigroup, Ø USA- und China-Index)



Quelle: Bloomberg, Berechnung Bankhaus Lampe

Weniger Rückenwind vom
makroökonomischen Umfeld
in der zweiten Jahreshälfte

Unser DAX-Ziel für Ende 2019
liegt weiter bei 12.500 Punkten, ...

... dazu darf die industrielle
Schwäche aber nicht auf den
Konsum durchschlagen

angepasst worden sind.⁷ Gelangen Aktienmarktakteure aber zur Erkenntnis, dass sich die für die deutsche Industrie essenzielle Auslandsnachfrage wieder beleben wird, dürften sie in Deutschland höhere Erträge wittern. Der DAX wird daher zur Jahresmitte wohl über 12.000 Punkte klettern.

Notenbankpolitik – Beruhigungsspiel für den Aktienmarkt

Das wiedergewonnene Vertrauen in die schützende Hand der Fed wird den Einfluss des tendenziell nachlassenden BIP-Wachstums (vgl. S. 12, 14) unseres Erachtens in der zweiten Jahreshälfte 2019 spürbar abmildern. Des Weiteren dürften Aktien davon profitieren, dass die amerikanische Notenbank ihre Bilanzsumme ab Oktober 2019 nicht weiter zurückfahren und den EWU-Banken von der EZB demnächst neue Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Neuerliche Wachstumssorgen könnten tendenziell aber bedeuten, dass die von uns prognostizierte Aufholbewegung der zyklischen Werte ausläuft, je näher das Jahresende rückt.

Wir behalten unsere Prognose bei, dass die 2019er-Gewinne der DAX-Unternehmen um 6 % gegenüber 2018 steigen werden. Diese Wachstumsrate führt zwar zu einer geringeren aggregierten Gewinngröße pro Aktie als in unserem Jahresausblick angenommen, da das Schlussquartal 2018 konjunkturell schwach ausgefallen ist. Angesichts unserer niedrigeren Prognose für Staatsanleiherenditen bleibt unser DAX-Ziel für das Jahresende 2019 aber unverändert bei 12.500 Punkten.

Risiken für unsere Prognose gehen vor allem von einem weiterhin nicht auszuschließenden „harten“ Brexit sowie einer weiteren Eskalation des globalen Handelskonflikts aus, das heißt beispielsweise neuen US-Zöllen auf Produkte aus der EU. Zudem dürften sich die Risikoaufschläge auf deutsche Aktien merklich erhöhen, sollte es entgegen unserer Erwartung Anzeichen dafür geben, dass sich die Schwäche der Industrie spürbar auf die deutsche Binnenwirtschaft auswirkt.

⁷ Der Konsens der Analysten (Factset) erwartet für 2019 nun nur noch ein Gewinnwachstum von 8,5 % für den DAX insgesamt, nach 11,5 % im Dezember 2018.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	FOMC	Federal Open Market Committee
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	(gl.) 3MD	(gleitender) 3-Monatsdurchschnitt
€	Euro als Volumenangabe	GBP	Britisches Pfund als Währung
US-\$	US-Dollar als Volumenangaben	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
b	Barrel	JGB	Staatsanleihen Japans
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
BoE	Bank of England (Zentralbank Großbritanniens)	MBS	Mortgage Backed Securities
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	MIB	Milano Indice di Borsa, italienischer Leitindex
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	NBER	National Bureau of Economic Research
CAC 40	Cotation Assistée en Continu, französischer Leitindex	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
CHF	Schweizer Franken als Währung	PBoC	People's Bank of China (Zentralbank Volksrepublik China)
EUR	Euro als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures
EZB	Europäische Zentralbank	SNB	Schweizerische Nationalbank (Zentralbank der Schweiz)
EWU	Europäische Währungsunion	USD	US-Dollar als Währung
Fed	Federal Reserve Bank (Zentralbank der USA)	Vj.	Vorjahr

Begriff	Erklärung
5J 5J / 5x5	Maß für die in fünf Jahren für die darauf folgenden fünf Jahre bestehende Inflationserwartung
7-Tage-Reverse-Reposatz	Geldmarktsatz für 7-tägige Periode
Aggregieren	Werte in einer bestimmten Weise zusammenfassen
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
Basiseffekt	Spielt bei Veränderungsraten eine Rolle, meist bezogen auf das Vorjahr. Die Höhe z. B. der Inflationsrate eines bestimmten Jahres hängt nicht nur von der aktuellen monatlichen Preisentwicklung ab, sondern auch von der Höhe der Ausgangsbasis der Vorperiode
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
Caixin-Index	Einkaufsmanagerindex für China, der von der Caixin Media Co Ltd veröffentlicht wird
Coincident	Ein der Konjunktur gleichlaufender Konjunkturindikator
Composite	Ein aus verschiedenen Komponenten zusammengesetzter Konjunkturindikator
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung von so genannten 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
Fed Funds Futures	Standardisiertes und börsengehandeltes Termingeschäft für Tagesgelder unter den Banken
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
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
Geldbasis	Summe aus Bargeldumlauf (einschließlich Kassenbestände der Kreditinstitute) sowie Sichtguthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank
Geldmenge M3	Die Definition variiert unter den Zentralbanken. Üblicherweise umfasst sie den Bargeldbestand der Kreditinstitute sowie Spar- und Termineinlagen bis zu zwei Jahren
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Helikoptergeld	Geldpolitische Strategie, bei der die Notenbanken Geld direkt in die Wirtschaft leiten
ifo-Geschäftsklima	Das ifo-Geschäftsklima basiert auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. Das Geschäftsklima ist ein transformierter Mittelwert aus den Salden der Geschäftslage und der Erwartungen. Quelle: ifo Institut (Informationen wörtlich und gekürzt übernommen)
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Kern-Deflator Konsum	Inflationsmaß für die Preise der Konsumausgaben privater Haushalte in den USA (berechnet ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energiegüter-/dienstleistungen)
Kern-Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Konjunkturüberraschungsindex ("surprise")	Fasst zusammen, wie weit in einem Land oder einer Region die tatsächlich veröffentlichten Werte von Konjunkturdaten von den Analysten-Erwartungen abweichen
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
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Real	Preisbereinigt, berechnet zu konstanten Preisen eines bestimmten Bezugsjahres
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer zum Beispiel 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-) Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Spitzenrefinanzierungssatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf den Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich kurzfristig von der Zentralbank Geld leihen
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
TLTRO-III	Dritte Runde von länger laufenden Refinanzierungsgeschäften der EZB mit Geschäftsbanken
Uncollateralized O/N-Satz	Leitzins der japanischen Notenbank für Tageskredite, für die keine Sicherheit erforderlich ist
Über-/Unterhang	Abweichung des BIP-Ergebnisses im vierten Quartal eines Jahres vom Jahresdurchschnitt. Entspricht zugleich der Veränderung der Wirtschaftsleistung im Folgejahr, wenn das BIP in allen Quartalen stagniert
Zentralbank (auch: Notenbank)	Eine Zentralbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist

Quelle: Bankhaus Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

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

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

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

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

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

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

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

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

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

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

Redaktionsschluss: 25. März 2019

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