



Kapitalmarkt-Ausblick Q2/2019

Geldpolitik sieht sich gefordert

Autoren

Dr. Alexander Krüger

Dr. Bastian Hepperle

14. Juni 2019



Bankhaus Lampe

Auf einen Blick

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Politische Risiken gefährden die Konjunktur

Das von uns für die Weltwirtschaft erwartete ordentliche spätzyklische Konjunkturmilieu ist zuletzt weiter unter Beschuss geraten. Ursache sind vertiefte politische Risiken, die vor allem aus dem US-seitig initiierten globalen Handelsstreit resultieren und nun auch Schlüsseltechnologien und Seltene Erden betreffen. Viele Konflikte sind ziemlich verfahren, sie werden wohl noch länger anhalten. Der USA-Mexiko- und der USA-Iran-Konflikt zeigen zudem, dass neue Brandherde jederzeit hinzukommen können. Da der globale Handelskonflikt derzeit aber eine unseres Erachtens negative Eigendynamik entwickelt, dürfte die Weltwirtschaft immer mehr an eine Wegscheide gelangen. An dieser stellt sich die Frage, ob sich konjunkturell mehr als eine zyklische Abschwächung einstellen wird. Für Europa weitet sich diese Fragestellung noch um den wohl mindestens bis Ende Oktober auf dem Tisch liegenden harten Brexit aus. Alles in allem bestehen damit für unseren Konjunkturausblick gravierende Abwärtsrisiken. Es wird daher wohl nicht lange dauern, bis die zuletzt teilweise verflogenen Rezessionsorgen wieder stärker aufflammen. Gelegenheit hierzu dürfte etwa ab Ende Juli vor allem für den Euroraum und die USA bestehen: Wir erwarten, dass die BIP-Ergebnisse für das zweite Quartal 2019 eine Gegenbewegung zum guten Jahresauftakt zeigen, also deutlich schwächer ausfallen werden.

Trotz aller Risiken gibt es in dem von uns erwarteten spätzyklischen Umfeld für die Geldpolitik aus unserer Sicht wenig zu tun. Wichtige Notenbanken sehen dies jedoch anders, in Australien, Indien und Neuseeland wurden die Leitzinsen bereits gesenkt. Woanders nimmt die Lockerungsneigung dagegen erst zu: Auch mit Blick auf den geringen Inflationsdruck und immer tiefere Inflationserwartungen mehren sich diesbezügliche Zeichen für die Bank of Japan, EZB und Fed. Am ehesten steht unseres Erachtens die EZB in den Startlöchern, die schon im Herbst erkennen dürfte, dass sich ihre optimistische BIP-Projektion für 2020 nicht erfüllen wird. Die marktseitige Leitzinssenkungserwartung für die Fed halten wir aufgrund der robusten US-Konjunktur hingegen für übertrieben. Wir wären aber nicht überrascht, wenn die Fed vor den Finanzmärkten einknickte. So oder so: Sollten die konjunkturellen Alarmsignale ernst werden, wird die geldpolitische Expansionswelle wohl ohne vorherige Nutzenanalyse rund um den Globus rasch höher werden. Die Hemmschwelle hierfür liegt dabei, so unsere Erwartung, deutlich niedriger als in vergleichbaren Phasen in der Vergangenheit. Zur Vermeidung einer stärkeren Wachstumsabschwächung dürfte die Geldpolitik dann in vielen Industrieländern von der Fiskalpolitik unterstützt werden. Wie das aussehen kann, macht die chinesische Regierung schon länger vor.

Staatsanleihen vorerst im Höhenrausch

Die vom globalen Handelskonflikt ausgehende Unsicherheit und die Aussicht auf eine höhere geldpolitische Unterstützung werden Staatsanleihemärkte unseres Erachtens weiter „schmieren“. Auf 6M-Sicht erwarten wir die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe daher weiter unter 0,00 %. Bei Treasuries mit gleicher Laufzeit dürfte sich der Flirt mit der Eins als erste Vorkommastelle weiter festsetzen und die US-Renditestrukturkurve ihre Inversionsneigung verstärken. EUR-USD erwarten wir zwischen 1,10 (sicherer Hafen) und 1,15 (US-Leitzinssenkungserwartung).

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	1,9	1,1	1,0	1,5	1,8	1,4	1,8
Deutschland*		2,2	1,4	0,7	1,2	1,5	1,7	1,5	1,7
Frankreich		2,4	1,7	1,2	1,0	1,2	2,1	1,4	1,9
Italien		1,8	0,7	0,3	0,6	1,3	1,2	0,9	1,5
Spanien		3,0	2,6	2,3	1,6	2,0	1,7	1,3	1,9
Großbritannien		1,8	1,4	1,2	1,0	2,7	2,5	1,9	2,0
Schweiz		1,7	2,5	1,2	1,0	0,5	0,9	0,6	0,7
USA		2,2	2,9	2,3	1,7	2,1	2,4	1,9	2,0
China		6,8	6,6	6,3	6,1	1,6	2,2	2,1	2,0
Japan		1,9	0,8	0,6	0,4	0,5	1,0	0,8	1,3

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Zinsen und Renditen (%)	13.06.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate	2,50	2,50	2,50	2,25
3-Monats-Libor*	2,43	2,30	2,20	2,10
10-jährige Treasury	2,09	2,00	2,00	1,80
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor	-0,36	-0,35	-0,35	-0,35
10-jährige Bundesanleihe	-0,24	-0,10	-0,10	0,00
Großbritannien				
Reposatz	0,75	0,75	0,75	0,75
3-Monats-Libor*	0,79	0,80	0,80	0,80
10-jährige Gilt	0,84	0,90	0,90	1,00
Schweiz				
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3-Monats-Libor*	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	-0,55	-0,50	-0,50	-0,40

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

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

Währungen	13.06.2019	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,13	1,13	1,13	1,15
EUR-GBP	0,89	0,88	0,86	0,87
EUR-CHF	1,12	1,13	1,13	1,13
EUR-JPY	122	123	125	128

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Inhaltsverzeichnis

Auf einen Blick	2
Prognosen	3
Inhaltsverzeichnis	4
Makroökonomische Trends	5
Deutschland: Wachstumsmotor stottert	6
Euroraum: EZB vor weiterer Expansion	8
Großbritannien: Er kommt, er kommt nicht, ...	10
USA: Konjunktur für Leitzinssenkung zu robust	12
China: Schlaglöcher altmodisch flicken	14
Japan: Schwache In- und Auslandsnachfrage	16
Staatsanleihen: Renditen „low for long“	18
Währungen: Unruhiges Umfeld bleibt bestehen	20
Erläuterungen	22
Wichtige Hinweise	24
Standorte	25

Makroökonomische Trends

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Handelskonflikte erhöhen globale Abwärtsrisiken

Nach Europawahl keine Zeit verstreichen lassen

Ein Defizit-Verfahren gegen Italien sorgt für ein weiteres Konfliktfeld

Weltwirtschaft: Zwischen Hoffen und Bangen

Mit ihrer Zoll- und Handelspolitik wirken die USA derzeit eskalierend. Der zugespitzte Handelskonflikt mit China sorgt mittlerweile für hohe Unsicherheit, vor allem mit Blick auf dessen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Als Reaktion auf die neuen handelsbeschränkenden US-Maßnahmen (Zölle, Schwarze Listen für Technologiefirmen) hat China inzwischen ein ganzes Register an Gegenmaßnahmen gezogen (u. a. Exportbeschränkungen für Seltene Erden, Reisewarnungen, Geldstrafen für US-Joint-Ventures). Auch ist die US-Entscheidung, EU-Autoexporte und mexikanische Exporte in die USA mit Zöllen zu belegen, zeitlich nur aufgeschoben. Letztere würden wichtige Zulieferketten der US-Wirtschaft bedrohen, aber auch ausländische Autobauer stark belasten. Alles in allem zeigt sich unseres Erachtens immer deutlicher, dass es den USA neben den von ihnen identifizierten unfairen Handelspraktiken insbesondere auch um die technologische Vormachtstellung und politische Ziele geht, etwa die Eindämmung der Immigration. Für unsere ohnehin gedämpfte globale BIP-Prognose von 3,3 bzw. 3,2 % für 2019/20 sind die Abwärtsrisiken damit größer geworden. Noch halten wir daran aber fest und verweisen auf die Dringlichkeit für die Politik, Lösungen zu finden. Die Hoffnung, dass auf dem G20-Gipfel Ende Juni in Osaka leichte Fortschritte erzielt werden, ist noch nicht erloschen. Eine rasche, gesichtswahrende Einigung der politisch Handelnden wird allerdings immer schwieriger.

Europa: Keine Zeit für Selbstbeschäftigung

In einer ohnehin schwierigen Phase ist Europa nicht nur mit dem anhaltenden Brexit-Chaos konfrontiert, sondern muss nach der Europawahl rasch politische Handlungsfähigkeit erlangen. Besonders mit Blick auf die anstehenden Handelsgespräche mit den USA ist dies notwendig. Sollten die USA hier bis Anfang November nur unzureichende Fortschritte erkennen, drohen – den Beispielen China und Mexiko folgend – im vierten Quartal 2019 Zölle auf Autos und Fahrzeugteile. Die Zeit ist daher viel zu wertvoll, als dass sich die Politik mit sich selbst beschäftigen könnte. Sie muss dringend notwendige Strukturreformen anstoßen, um die EU wachstumsseitig zu stärken. Doch das Etikett des Wohlstandsmotors wird sich die EU wohl sobald kaum anheften können, da Kompromisse nach den Verschiebungen der Mehrheiten im EU-Parlament künftig noch schwerer zu erzielen sein werden. Dies dürfte die politische Vertiefung der EU weiter bremsen. Rechtspopulistische Parteien werden den Politikkurs zwar nicht entscheidend beeinflussen. Ihr Erstarken in einigen Mitgliedstaaten sorgt aber für reichlich Konfliktstoff. Unser Unbehagen bleibt deshalb groß, dass die bisherige politische Vertiefung künftig auch rückwärtsgewandt sein kann.

Ein derartiges Konfliktfeld hat sich bereits geöffnet, nachdem die EU-Kommission ein formales Defizit-Verfahren gegen Italien empfohlen hat. Trotz harscher Kritik aus der populistischen Regierungskoalition dürfte sich Italien bemühen, ein solches Verfahren abzuwenden. Ob es zu einer strengeren Haushaltsüberwachung mit strikten Auflagen oder sogar Strafzahlungen kommt, steht zwar in den Sternen. Aus Sicht von Investoren wird dadurch aber wohl auch künftig immer wieder die Frage des europäischen Zusammenhalts und damit der Fortbestand der Währungsunion diskutiert werden. Ein Magnet für ausländische Investoren sind diese Themen nicht.

Deutschland: Wachstumsmotor stottert

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Ordentlich bleibendes spätzyklisches Umfeld weiter erwartet

Die Fiskalpolitik dürfte bereitstehen, bei eintretenden Wachstumsrisiken gegenzusteuern

Nach der Wachstumsdelle im zweiten Halbjahr 2018 hat die Wirtschaft zu Jahresbeginn in die Wachstumsspur zurückgefunden. Eine Trendwende zu beständig höheren Wachstumsraten markiert der binnenseitig getragene und mit 0,4 % gegenüber dem Vorquartal recht kräftige BIP-Zuwachs unseres Erachtens aber nicht. Dazu war der Einfluss von Sondereffekten zu groß. So ist der markante Anstieg der privaten Konsumausgaben aus unserer Sicht vor allem ein Reflex auf zwei schwache Vorquartale, und die milde Witterung hat die Bauinvestitionen stark angeschoben. Von beiden dürften nun weniger Schub ausgehen. Da das globale Umfeld zudem schwierig bleiben dürfte und der Einstieg ins laufende Quartal datenseitig sehr enttäuschte, steht derzeit auf der Kippe, ob die Wirtschaftsleistung überhaupt zunehmen wird.

Unsere über technische Aspekte hinausgehenden Rezessionsorgen sind für 2019/20 weiter gering. Die Zahl der Arbeitslosen ist weiter sehr niedrig, das Lohnwachstum ist robust und Unternehmen investieren, allerdings gemäßigt. Auch deshalb befindet sich ein spürbarer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung, der in eine Unterauslastung mündet, wohl nicht in der Pipeline. Darauf deuten auch wichtige Stimmungsindikatoren hin, denen zufolge vor allem ein weiter stabil wachsender Bau- und Dienstleistungssektor zu erwarten ist. Sorge bereitet uns dagegen unverändert das Verarbeitende Gewerbe. Da der Autosektor eine echte Produktionswende noch immer vermissen lässt und US-Autozölle sowie ein harter Brexit für den Herbst drohen, bleiben die Perspektiven für diesen Sektor trüb. Daran ändert auch die hohe Auftragsreichweite von 5,8 Monaten nichts, die sich wegen des zu Jahresbeginn massiv eingebrochenen Auftragseingangs kaum dort halten wird. Von den ersten zaghaften Stabilisierungszeichen lassen wir uns hier noch nicht anstecken.

Für 2019/20 erwarten wir weiter ein ordentliches spätzyklisches Konjunkturfeld, das sich durch ein moderates Wachstumstempo auszeichnet. Wir leiten dies aus dem immer enger werdenden Arbeitsmarkt und der seit ihrem Gipfel Anfang 2018 abnehmenden industriellen Kapazitätsauslastung ab. Insbesondere Letztere senkt den Anreiz für Unternehmer, Erweiterungsinvestitionen vorzunehmen. In der Spätphase des Konjunkturzyklus ist dies aber nichts Besonderes. Unser Fokus liegt daher auch mehr auf den gravierenden Konjunkturrisiken: Aufgrund der wirtschaftlich hohen Exportabhängigkeit resultieren diese aus der noch länger anhaltenden Unsicherheit bezüglich etwaiger US-Autozölle und der Brexit-Art. Für den Fall unerwartet heftiger Wachstumsverluste erwarten wir Kompensationen seitens der Fiskalpolitik.

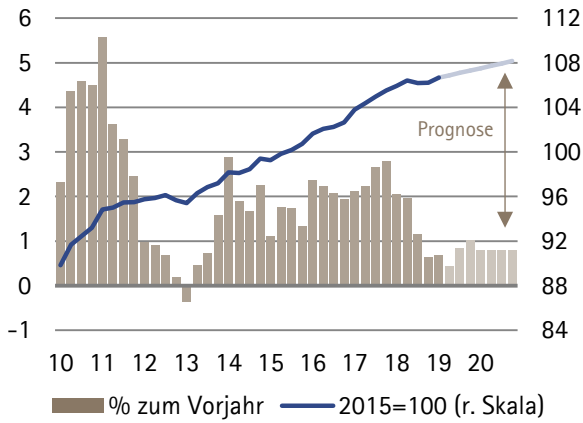
Prognosen für Deutschland	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt* (% ggü. Vj.)	2,2	2,2	1,4	0,7	1,2
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,6	2,3	1,4	1,6	1,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,5	1,5	1,7	1,5	1,7
Arbeitslosenquote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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

* Kalendereffekt berücksichtigt

Wachstumspfad bleibt flacher

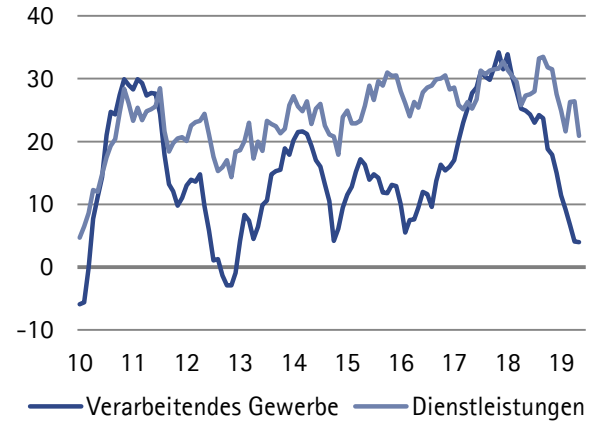
Bruttoinlandsprodukt (real)



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

Verarbeitendes Gewerbe bereitet Sorge

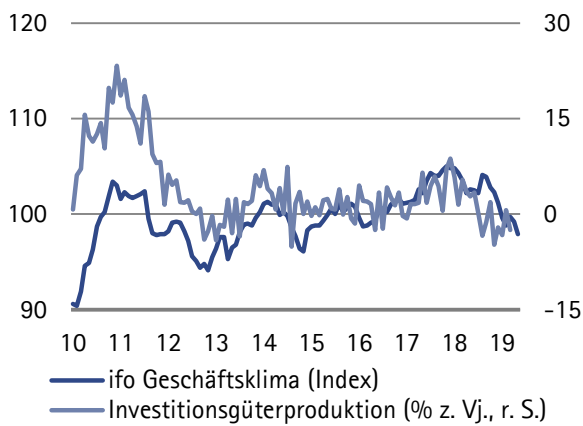
ifo-Befragung (Salden)



Quelle: Datastream

Investitionswende nur bei besserer Stimmung

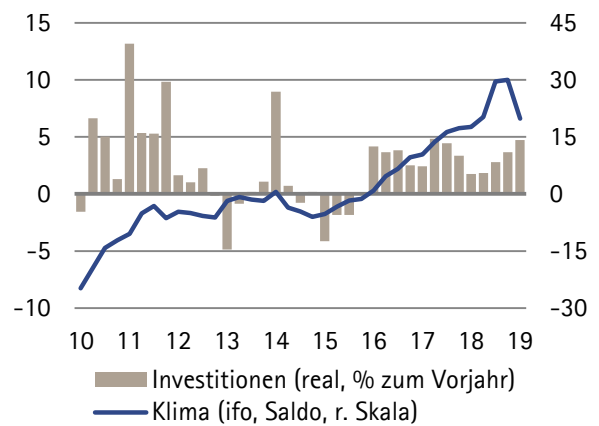
Stimmung und Investitionen



Quelle: Datastream

Wachstumsstütze Bausektor

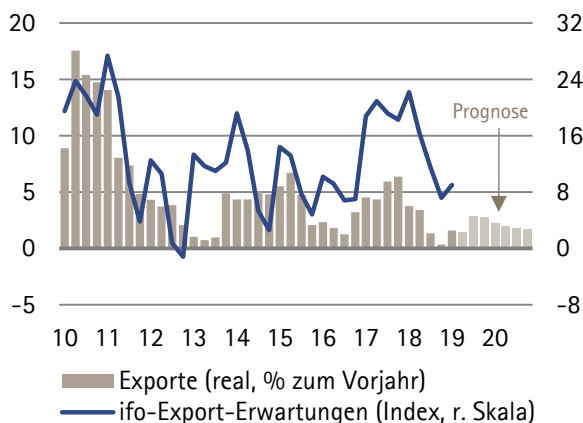
Bauhauptgewerbe



Quelle: Datastream

Globales Umfeld bremst das Exportwachstum

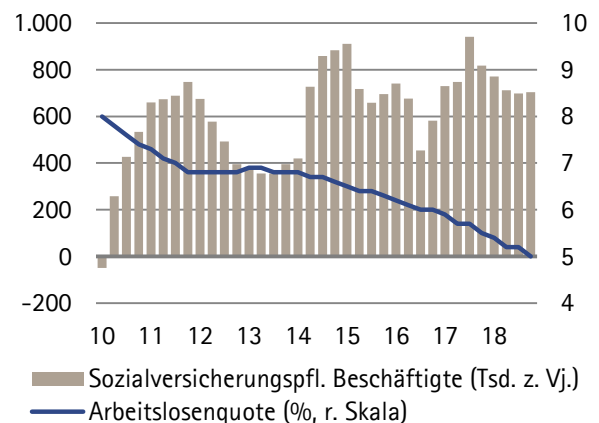
Exportwirtschaft



Quelle: Datastream

Beschäftigungszuwachs hält noch an

Arbeitsmarkt



Quelle: Datastream

Euroraum: EZB vor weiterer Expansion

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Europawahl festigt die ultra-expansive EZB-Geldpolitik, ...

... ebenso der Konjunktur- und Inflationsausblick

Höherer geldpolitischer Expansionsgrad in der Pipeline

Nach der Europawahl Ende Mai besetzen die EU-Staaten zurzeit zentrale Posten. Dabei werden die von den Wählern abgestraften etablierten Volksparteien wohl aufs Tempo drücken, um politische Handlungsfähigkeit zu demonstrieren. Die faktische Arbeit dürfte dennoch erst gegen Jahresende beginnen, ein Politikschwenk steht unseres Erachtens nicht bevor (vgl. auch S. 5). Insbesondere für die weitere politische Zusammenarbeit und Integration ist auch wegen der neuen Mehrheitsverhältnisse nicht ersichtlich, wo ein Konsens sobald herkommen soll. Dies zieht sich auch in den Euroraum, in dem sich das von Frankreich favorisierte Solidaritätsprinzip und die von Deutschland vertretene nationale Eigenverantwortung weiter gegenüberstehen. Ohne Lösungen aber, die über Transfer- und Haftungselemente hinausgehen, dürfte die Währungsunion von der EZB weiter mit einer ultra-lockeren Geldpolitik zusammengehalten werden. Den Zulauf populistischer Parteien wird das wohl kaum bremsen und die Währungsunion auch deshalb angezählt bleiben. Daran änderte auch ein Haushaltsdefizitverfahren gegen Italien nichts, das sich mangels durchsetzbarer Sanktionen sogar als Bumerang für die Haushaltsdisziplin entpuppen kann.

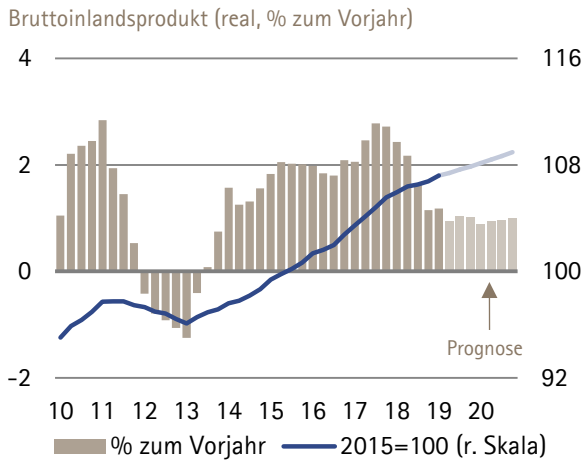
Für die Geldpolitik dürften die Zeiten aber auch deshalb expansiv bleiben, weil sich die Konjunktur im Abschwung befindet. Trotz der von uns erwarteten weiter zunehmenden Wirtschaftsleistung bedeutet dies perspektivisch weniger Schub für den Arbeitsmarkt. Dort sind noch rund 1,1 Mio. Menschen mehr ohne Arbeit als beim letzten Tief 2008. Die EZB dürfte dies ebenso „wohlwollend“ beachten wie die massiven Konjunkturrisiken, die vom Brexit-Vorhaben und der US-Drohung von EU-Autozöllen ausgehen. Da ein Konflikt mit dem Preisziel von knapp unter 2,0 % auch aus EZB-Sicht bis auf Weiteres nicht bevorsteht und die Risiken für den gemäßigten Inflationsausblick aus unserer Sicht eher auf der Unterseite liegen, wird die Normalisierung der Geldpolitik unseres Erachtens noch sehr lange eine Fata Morgana bleiben.

Zuvor dürfte ohnehin zunächst ein noch höherer geldpolitischer Expansionsgrad zum Tragen kommen, der seit der Ratssitzung Anfang Juni ins Visier geraten ist. EZB-Chef Mario Draghi hatte dort die Bereitschaft der Notenbank zu einer geldpolitischen Lockerung betont. Die Rede war von einer Einlagesatzsenkung und Anleihekäufen. Dass die EZB diesbezüglich noch 2019 stark unter Druck geraten wird, ist für uns eine ausgemachte Sache: Immerhin ist ihre BIP-Projektion von 1,4 % für 2020 nach unserem Dafürhalten noch viel zu hoch. Sobald sie gesenkt wird, wird es die Notenbank daher kaum allein bei einer Verlängerung der Forward Guidance belassen.

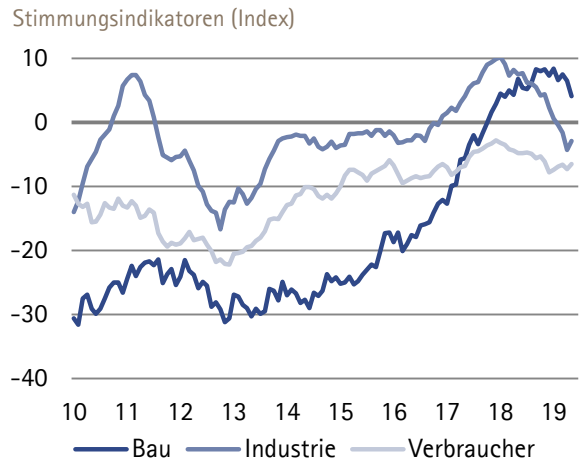
Prognosen für den Euroraum	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,9	2,5	1,9	1,1	1,0
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,3	2,0	1,7	1,7	1,1
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	0,8	0,1	-0,1	-0,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,2	1,5	1,8	1,4	1,8
Arbeitslosenquote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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

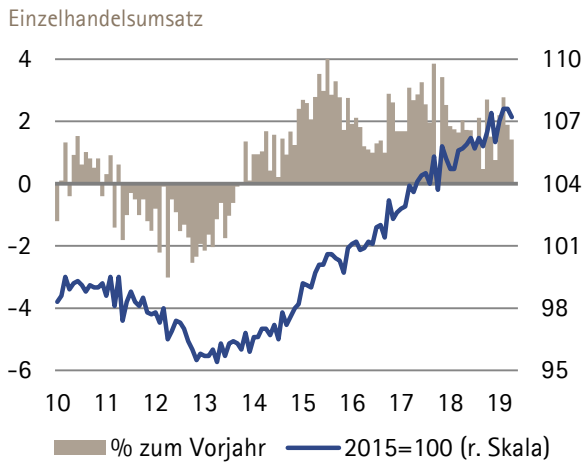
Spätzyklus sorgt für weniger Dampf



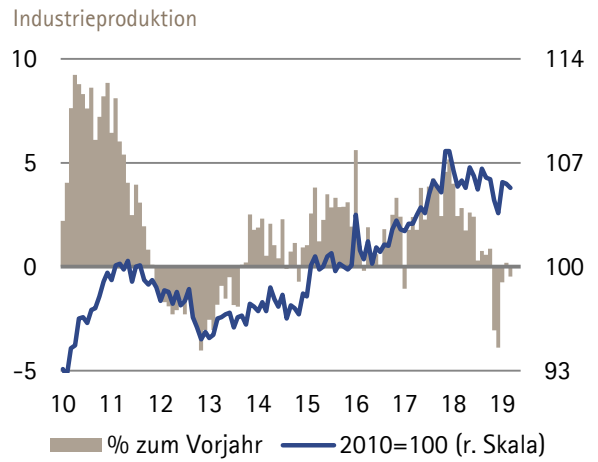
Eintrübung in wichtigen Sektoren



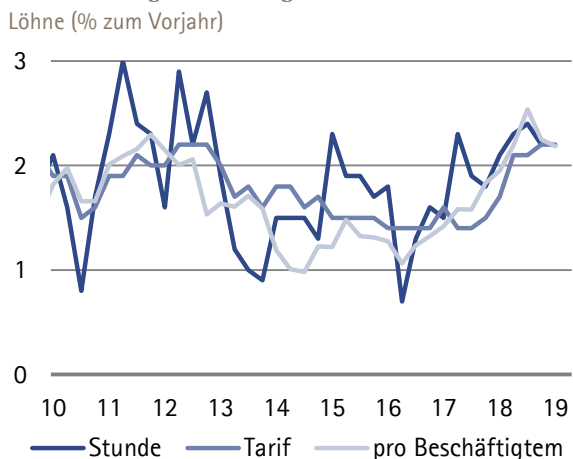
Konsumenten bislang in Kauflaune



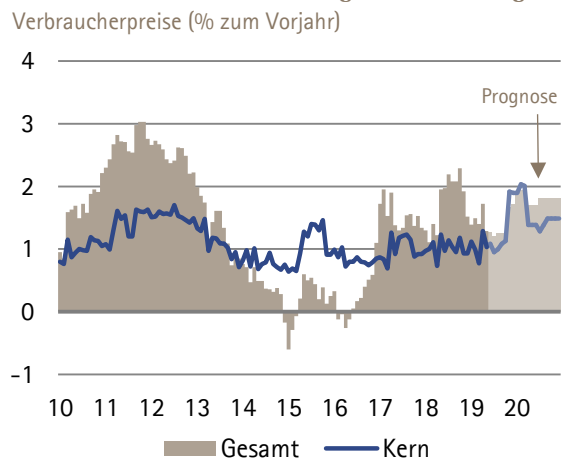
Industrie im Rückwärtsgang



Lohnanstieg ohne langen Atem



Inflationsrate nur vorübergehend niedriger



Großbritannien: Er kommt, er kommt nicht, ...

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

In der Brexit-Frage wird es wohl erst im Herbst wieder spannend

Das wachstumsseitig voraussichtlich schwächere zweite Quartal 2019 sollte nicht überbewertet werden

Der Blick auf Zinsschritte lohnt derzeit nur am Rande

Drei Jahre nach dem Brexit-Votum ist dessen Ausgang offener denn je. Durch den Rückzug von Premierministerin Theresa May Anfang Juni liegen weiterhin viele stark divergierende Optionen auf dem Tisch. Neben einem geordneten und ungeordneten Austritt sind dies die erneute Austrittsfristverlängerung, Neu- bzw. Nachverhandlungen des Austrittsabkommens mit der EU, die Rücknahme des Austrittsantrags, ein zweites Referendum und Neuwahlen. Unseres Erachtens ist derzeit unabsehbar, welche Variante sich am Ende durchsetzen wird. Die eventuelle Wahl des Brexit-Hardliners Boris Johnson zum neuen Premierminister jedenfalls würde einen geordneten Brexit-Prozess, den wir seit Langem erwarten, wohl deutlich erschweren. Da sich das britische Parlament bisher aber mit großer Mehrheit für diese Austrittsart ausgesprochen hat, sehen wir weiter nicht die Notwendigkeit, von unserer Erwartung abzurücken. Welcher Schritt nun der nächste sein wird, wird sich wohl erst knapp vor Ablauf der Frist für das Austrittsabkommen am 31. Oktober abzeichnen. Da das britische Vorgehen aus unserer Sicht dem „Wasch mich, mach mich aber nicht nass“-Prinzip folgt, wären wir über einen verlängerten Schwebezustand nicht überrascht.

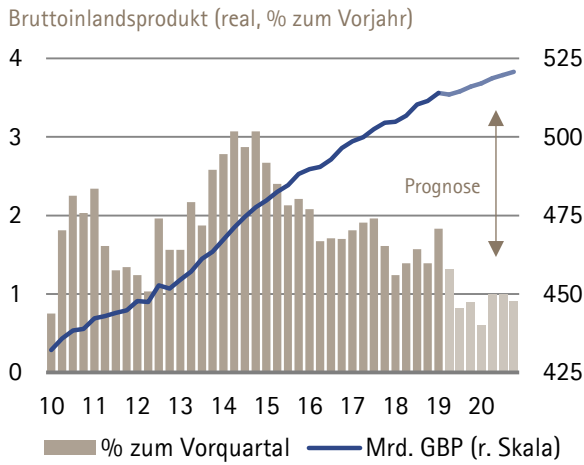
Auch wenn sich die extremen Wogen zurzeit geglättet haben, ist der Brexit allgegenwärtig. Dies zeigte sich zu Jahresbeginn, als das BIP durch die Sorge vor einem ungeordneten Austritt mit 0,5 % gegenüber dem Vorquartal kräftig wuchs. Seinerzeit stockten Unternehmen Lager auf, weil sie eine Störung der außenwirtschaftlichen Lieferketten fürchteten. Dieser Effekt dürfte sich im laufenden Quartal umkehren und das BIP-Wachstum dämpfen. Eine ähnliche Wirkung erwarten wir von den privaten und staatlichen Konsumausgaben, die zu Jahresbeginn, wohl auch wegen bestehender Unsicherheiten, ebenfalls stark gestiegen sind. Vor diesem Hintergrund wäre es bereits ein gutes Ergebnis, wenn das BIP im laufenden Quartal überhaupt zunähme. Aber selbst bei stagnierenden Tendenzen läge die Wachstumsdynamik im ersten Halbjahr 2019 noch immer leicht über der des gleichen Vorjahreszeitraums. Alles in allem und solange ein harter Brexit ausbleibt, besteht für die britische Wirtschaft unseres Erachtens auch für die zweite Jahreshälfte kein Grund für Trübsal. Es bleibt aber dabei, dass die Bäume nicht mehr in den Himmel wachsen werden.

Derweil hat die Bank of England ihren Fokus auf Leitzinserhöhungen gelegt. Notenbank-Chef Marc Carney sprach Anfang Mai von eventuell stärkeren Anhebungen bei einem reibungslosen EU-Austritt im Oktober. Auch wenn wir seine Aussage dem Grunde nach teilen, hat sie wegen der offenen Brexit-Art für uns kaum Gewicht.

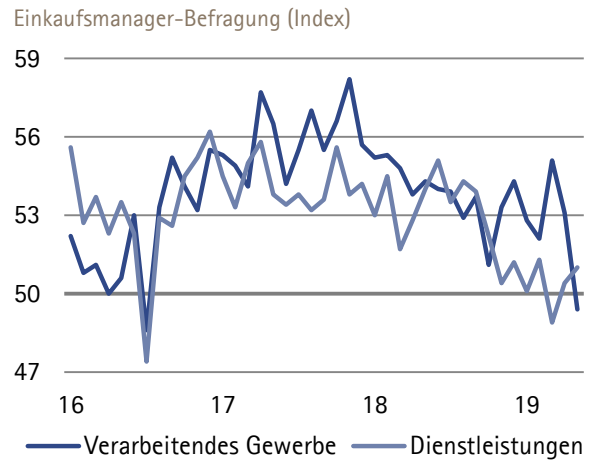
Prognosen für Großbritannien	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,8	1,8	1,4	1,2	1,0
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,5	1,9	1,2	1,3	0,9
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,7	0,5	-0,2	-1,3	0,5
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	0,7	2,7	2,5	1,9	2,0
Arbeitslosenquote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

Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

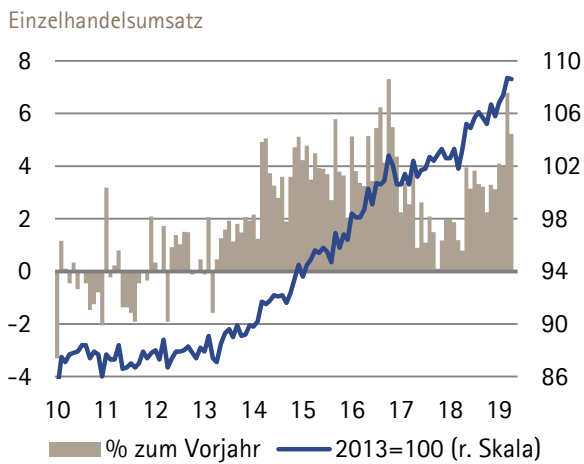
Wachstumsnormalisierung bei weichem Brexit



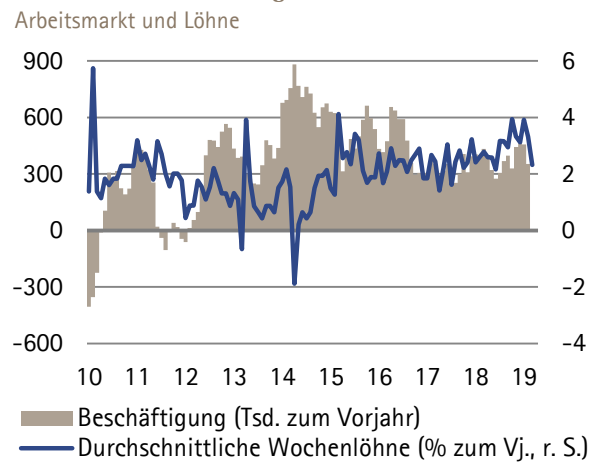
Brexit-Geschacher fordert Stimmungstribut



Der Konsum ist eine zentrale Wachstumsstütze



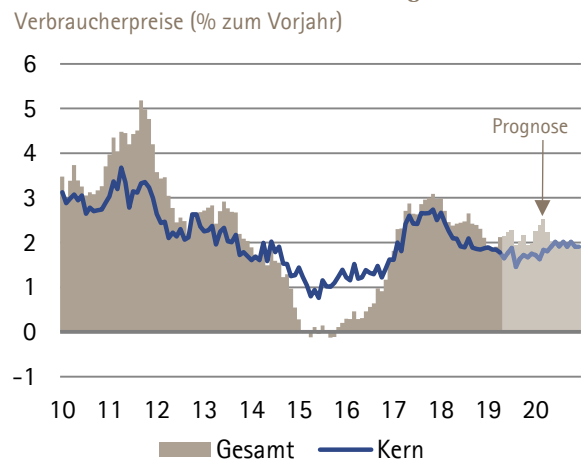
Lohnauftrieb ermäßigt sich bereits



Immobilienmarkt macht schlapp



Inflationsrate wie von der BoE gewünscht



USA: Konjunktur für Leitzinssenkung zu robust

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Konjunkturrisiken durch den Handelsstreit erhöht

Die Lage für die US-Wirtschaft stellt sich für 2019 weiter ungünstiger dar als vor einem Jahr. Das BIP-Wachstum war im ersten Quartal zwar vor allem aufgrund hoher Lagerinvestitionen und rückläufiger Einfuhren kräftig ausgefallen. Im Vergleich zum Vorjahr hat der Schub der Steuerreform aber nachgelassen. Überdies hat sich der Handelskonflikt mit China verschärft, der das Wachstum bislang kaum beeinträchtigt hatte. Im ohnehin bereits schwächeren Wachstumsumfeld dürfte dies unseres Erachtens nun etwas stärker negativ zu Buche schlagen. Wir erwarten eine höhere Preisentwicklung und Planungsunsicherheit sowie Nachfrageeinbußen im Inland. Auch wenn sich die direkte und indirekte Wirkung der Handelsbeschränkungen auf die US-Wirtschaft bislang kaum abschätzen lassen, enthält unsere BIP-Prognose für 2019 nun einen Abschlag von einem viertel Prozentpunkt. Aufgrund des besser als erwartet ausgefallenen Einstiegs ins laufende Jahr sehen wir diese aber weiter bei 2,3 %. Für den Fall einer stärkeren Wachstumsabkühlung behalten wir neue fiskalpolitische Maßnahmen der Regierung im Blick, insbesondere auch wegen der Präsidentschaftswahl im November des kommenden Jahres.

US-Notenbank hält die Hand nur vorsorglich über dem Leitzinssenkungsknopf, ...

Die US-Notenbank hat ihre Bereitschaft signalisiert, auf eine stärkere Konjunkturuntrübung „angemessen“ zu reagieren. Unserer Ansicht nach ist die Wirtschaftslage jedoch nicht so schwach, wie sie sich vielleicht anfühlt. Bei der von uns erwarteten Entwicklung mäßiger Wachstums- und Inflationsraten bräuchte die Fed aus unserer Sicht bis zum Frühjahr 2020 jedenfalls nicht am Leitzinsniveau zu rütteln. Die am Terminmarkt für Juni und Juli dieses Jahres stark ausgeprägte Leitzinssenkungserwartung teilen wir daher nicht. Anders wäre es, wenn wichtige Stimmungsindikatoren von ihren derzeit noch recht hohen Werten plötzlich einknickten und sich realwirtschaftliche Indikatoren oder Finanzierungsbedingungen erheblich verschlechterten. Überdies dürfte die Fed bei heftigen Finanzmarkturbulenzen rasch handeln.

... den US-Präsident Donald Trump gern gedrückt sehen möchte

Mit einem längeren zinspolitischen Stillhalten riskiert die Fed jedoch, die Markterwartungen zu enttäuschen. Sie könnte sich daher zu einer deutlich früheren als von uns erwarteten Leitzinssenkung gedrängt sehen. Wir würden dies aber eher im Sinne einer vorsorglichen Lockerung der Geldpolitik interpretieren, wie sie von Fed-Vertretern vereinzelt schon geäußert worden ist. Einen schalen Beigeschmack hätte dies aus unserer Sicht allerdings: Die Notenbank würde damit implizit dem Drängen von US-Präsident Donald Trump nachgeben, der den Leitzins auch jüngst als „viel zu hoch“ und die quantitative Straffung als „lächerlich“ bezeichnet hatte.

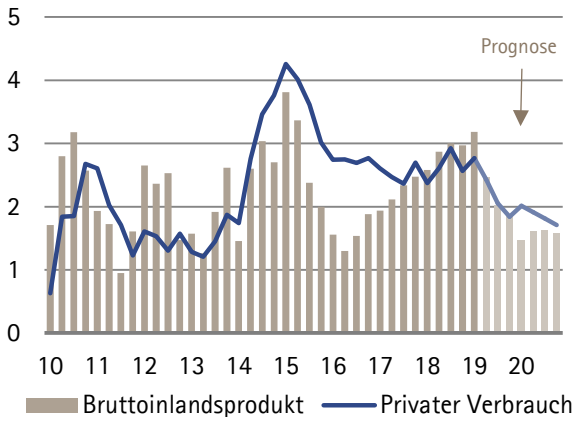
Prognosen für die USA	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	1,6	2,2	2,9	2,3	1,7
Inländische Endnachfrage (ohne Lager)	2,4	2,6	3,0	2,3	2,0
Außenhandel (Wachstumsbeitrag, %-P.)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	1,3	2,1	2,4	1,9	2,0
Arbeitslosenquote (%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

Wachstumsseitig freundlicher Jahresauftakt

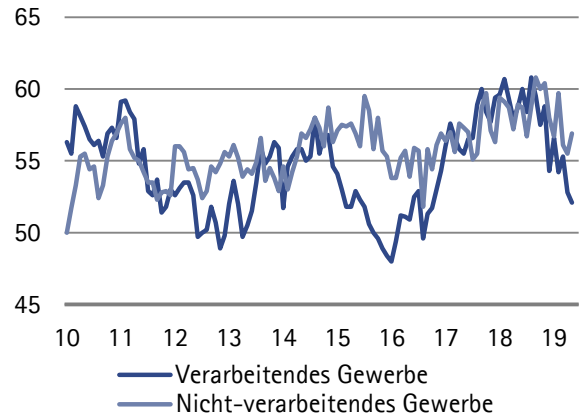
Bruttoinlandsprodukt und Konsum (real, % zum Vorjahr)



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

Handelsstreit belastet vor allem die Industrie

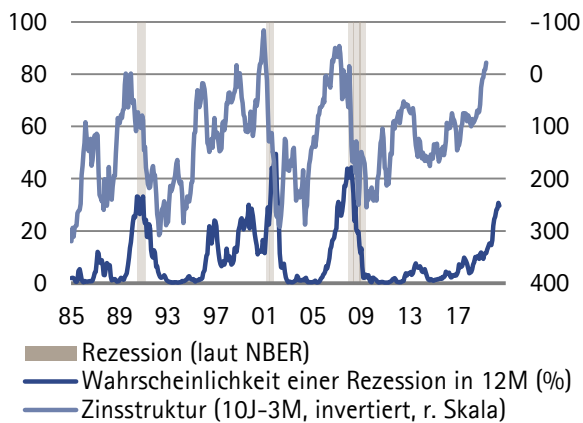
Einkaufsmanager-Befragung (ISM, Index)



Quelle: Datastream

Rezessionswahrscheinlichkeit spürbar gestiegen

Frühindikatoren (Rezessionsmodell und Zinsstruktur)



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

Inflationserwartungen sind eingebrochen

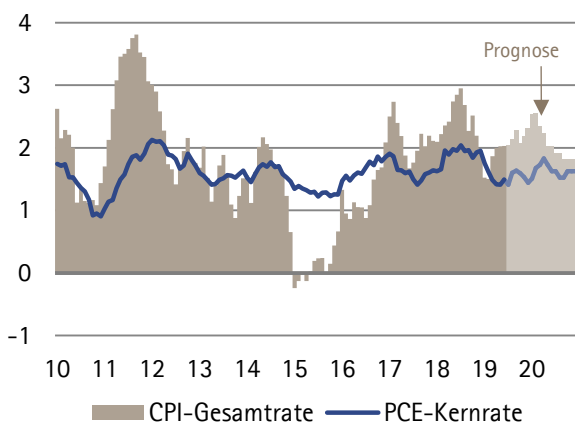
Langfristig marktbasierende Inflationserwartungen (5x5, % zum Vj.)



Quelle: Datastream

Verhaltender Inflationsdruck

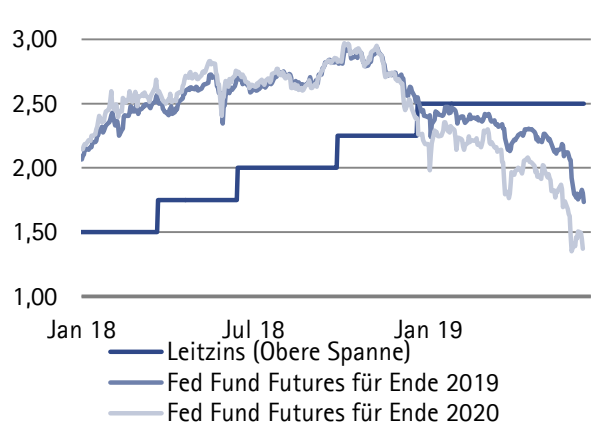
Inflationsrate (% zum Vorjahr)



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

Leitzinsenkungserwartungen laufen weg

Leitzins und marktbasierende Leitzinserwartungen (%)



Quelle: Datastream

China: Schlaglöcher altmodisch flicken

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Rasche Lösung im Handelsstreit mit den USA wäre eine Überraschung

Weitere gezielte Stützungsmaßnahmen für die Wirtschaft wohl in der Pipeline

Vorsicht vor „Grauen Nashörnern“

Die chinesische Wirtschaftsleistung hatte sich bereits vor der jüngsten Zollerhöhungsrunde der USA deutlich abgeschwächt. An den Finanzmärkten hat dies Zweifel an einer Wachstumsstabilisierung geweckt. Dadurch, dass die USA ihre Strafzölle für weitere chinesische Produkte abermals spürbar erhöht und mehrere Technologiefirmen auf eine „Schwarze Liste“ gesetzt haben, fällt das konjunkturelle Abwärtsrisiko für uns nun noch höher aus. Sollten die USA ihre Drohung tatsächlich wahr machen und auch die restlichen, noch nicht mit Strafzöllen belegten China-Exporte in die USA in Höhe von gut 300 Mrd. US-\$ mit Zöllen von 25 % überziehen, wird dies das Exportvolumen unserer Berechnung nach um 20 % einbrechen lassen. Da viele Exporteure ihre Auslieferungen aus Sorge vor neuen Zollbelastungen bereits vorgezogen haben, wäre der zu befürchtende Rückgang womöglich sogar noch schärfer. Allein diese Belastung könnte das 2019er-BIP-Wachstum um rund 0,3 % Prozentpunkte schmälern. Damit wäre die Untergrenze des offiziellen Wachstumsziels der Regierung von 6,0 % für 2019 jedoch stark bedroht (Obergrenze: 6,5 %).

Dazu wird es unserer Ansicht nach aber nicht kommen, weshalb wir an unserer BIP-Wachstumsprognose von 6,3 % für 2019 festhalten. Eine gesichtswahrende Lösung des Handelsstreits zeichnet sich derzeit nicht ab. Das Schwergewicht China wird den USA aus unserer Sicht auch nicht so schnell klein beigegeben. Insofern wäre eine Streitlösung auf dem G20-Gipfel Ende dieses Monats eine Überraschung. Dazu müsste die beständige wirtschaftliche Abschwächung, die China bisher erfahren hat, merklich holpriger werden. Wenn sich künftig größere Schlaglöcher auftun sollten, wird die Regierung diese unseres Erachtens weiter ausbessern. Größere Konjunkturprogramme früherer Jahre oder eine breite Lockerung der Geldpolitik wird es unserer Ansicht nach aber nicht geben. Statt auf das Gießkannenprinzip zu setzen, dürfte die Politik gezielte Stützmaßnahmen ergreifen. Hierzu zählen selektive Subventionen für die Industrie, Steuererleichterungen, die Absenkung der Mindestreserveanforderungen für kleine und mittelgroße Banken oder, wie zuletzt Anfang Juni, die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln für lokale Infrastrukturprojekte. Diese werden wohl ausreichen, um die gewünschte Wachstumsrate zu erreichen.

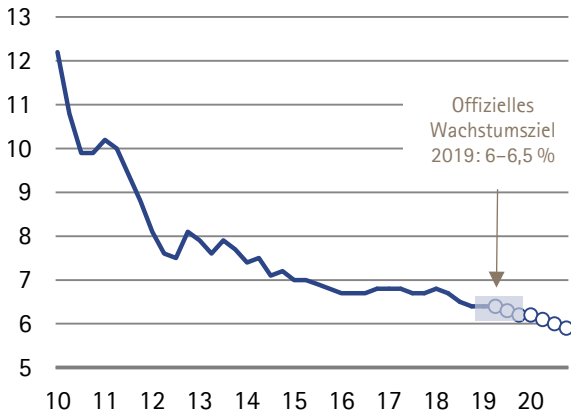
Trotz aller Zweifel an der Glaubwürdigkeit der offiziellen Wachstumsdaten wird China 2019 wohl erneut alle Zweifler eines Besseren belehren. Beruhigend ist dies für uns allerdings nicht. Denn abgesehen von möglichen, nicht vorhersehbaren Risiken („Schwarze Schwäne“) sind auch die altbekannten Gefahren aus industriellen Überkapazitäten und Kreditrisiken („Graue Nashörner“) nicht gebannt. Letztere werden bei einem zu lockeren Wirtschaftskurs aus unserer Sicht eher zu- als abnehmen.

Prognosen für China	2016	2017	2018	2019P	2020P
Reales Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vj.)	6,7	6,8	6,6	6,3	6,1
Verbraucherpreise (% ggü. Vj.)	2,0	1,6	2,2	2,1	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

Handelsstreit noch kein Wachstumskiller

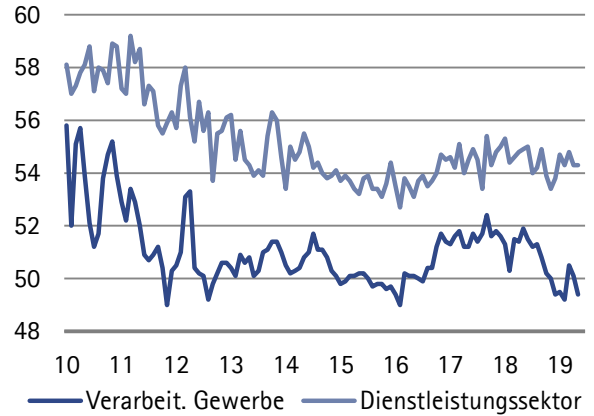
Bruttoinlandsprodukt (real, % zum Vorjahr)



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

Chinas Industrie im Schrumpfbereich

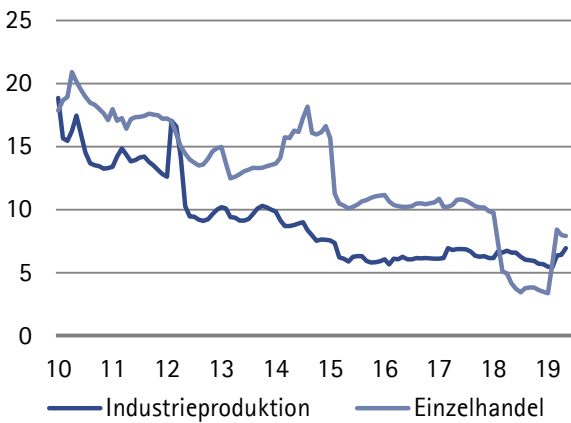
Einkaufsmanager-Befragung (Offiziell, Index)



Quelle: Datastream

Zaghaftes Zeichen einer Wachstumsstabilisierung

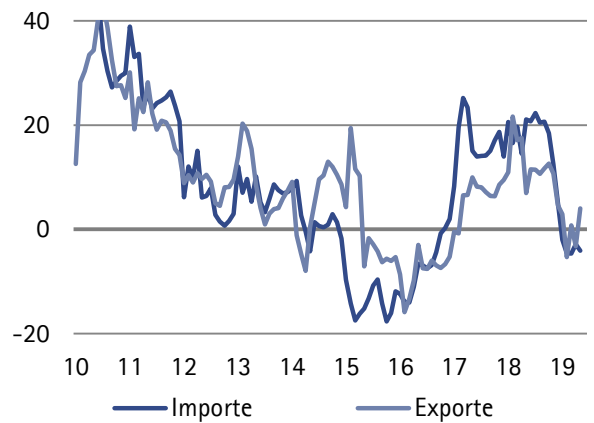
Aktivitätsindikatoren (3MD, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Außenhandel bläst starker Wind entgegen

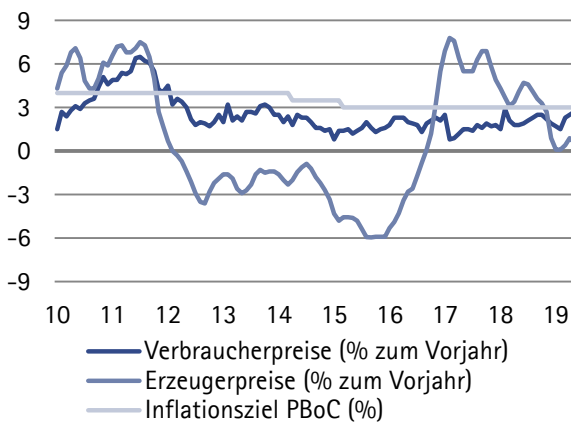
Außenhandel Chinas (3MD, % zum Vorjahr)



Quelle: Datastream

Inflationsdruck ist unbedenklich

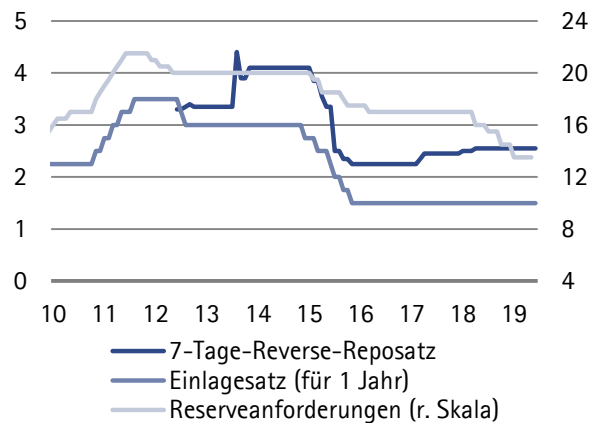
Preise und Inflationsziel



Quelle: Datastream

PBoC zu weiterer Lockerung bereit

Leitzinsen (%)



Quelle: Datastream

Japan: Schwache In- und Auslandsnachfrage

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

BIP-Ergebnis für das erste Quartal überrascht

Trotz aller Sorgen hinsichtlich einer rückläufigen Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2019 ist das BIP auch der zweiten Rechnung zufolge überraschend gestiegen, und zwar um 0,6 % zum Vorquartal. Neben den Staatsinvestitionen gingen die kräftigsten Wachstumsbeiträge von den Importen aus, die viel stärker schrumpften als die Exporte. Die gewerblichen Investitionen haben dagegen nur leicht zugelegt. Der Rückgang beim privaten Konsum unterstreicht hingegen die schwache Binnen- nachfrage. Das seit Ende 2015 beobachtbare BIP-Muster, das auf einen Quartalsanstieg ein Rücksetzer folgt, besteht damit fort. Zu einer durchgreifenden Konjunkturerholung ist es seitdem jedenfalls nicht gekommen.

Konjunkturausblick bleibt bis auf Weiteres getrübt

Für den Konjunkturausblick sind die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen unserer Ansicht nach alles andere als gut. Eine Gegenbewegung bei den Einfuhren erhöht das Risiko, dass die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal 2019 schrumpft. Der sino-amerikanische Handelskonflikt sorgt zudem für hohe Unsicherheit und belastet die Stimmung der Unternehmen sowie die Außenhandelsperspektiven. Für das zweite Halbjahr 2019 zeichnen sich darüber hinaus stärkere Konjunkturschwankungen ab: Durch die Anfang Oktober geplante Umsatzsteuererhöhung dürfte es erfahrungsgemäß zu Vorzieheffekten beim privaten Konsum und den Investitionen kommen, auf die dann üblicherweise eine Schrumpfungphase von bis zu zwei Quartalen folgt. In unserer BIP-Prognose haben wir genau dieses Profil berücksichtigt.

Umsatzsteuererhöhung im Oktober sorgt für Volatilität beim BIP-Wachstum

Sollte der Druck auf die Regierung von Shinzo Abe nach den Oberhauswahlen im Juli jedoch so stark zunehmen, dass die Steueranhebung, wie schon 2015/17, erneut verschoben wird, werden wir das Verlaufsbild unserer BIP-Prognose adjustieren. Wegen der von uns aber auch dann weiter als schwach eingeschätzten Inlandsnachfrage dürfte sich am BIP-Zuwachs von 0,6 % für 2019 voraussichtlich nur wenig ändern.

Geldpolitik wird womöglich noch expansiver

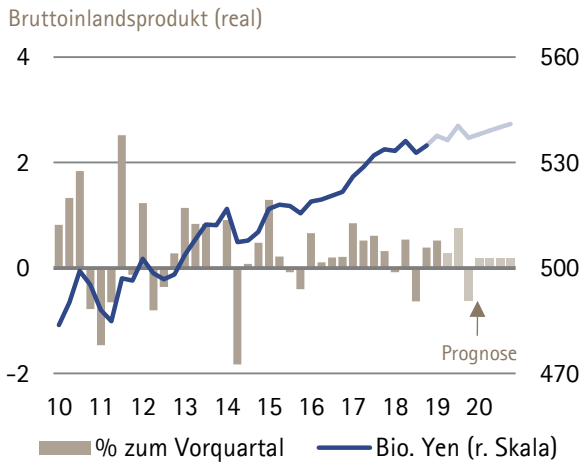
Die Bank of Japan schätzt die Konjunkturperspektiven mittlerweile als pessimistischer ein als noch zu Jahresbeginn. Angesichts der globalen Konjunkturabkühlung und hartnäckig niedriger Inflationsraten (CPI-Gesamtrate April: 0,9 % zum Vorjahr) nimmt ihre Bereitschaft zu einer geldpolitischen Lockerung eher wieder zu. Vorerst dürfte die Notenbank den Leitzins jedoch bei -0,10 % belassen und ihr Versprechen erneuern, die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen um 0,00 % zu halten. Daran wird unseres Erachtens auch der steuerbedingte Inflationsprung ab Oktober 2019 nichts ändern, der erst im Herbst 2020 wieder entfällt. Mit neuen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen rechnen wir nur für den Fall, dass sich die konjunkturellen Abwärtsrisiken deutlicher verstärken, als wir sie gegenwärtig einschätzen.

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	0,8	1,3
Arbeitslosenquote (% , Jahresende)	3,1	2,7	2,4	2,5	2,7
Budgetsaldo (% des nominalen BIP)*	-3,4	-3,7	-3,2	-3,0	-3,0

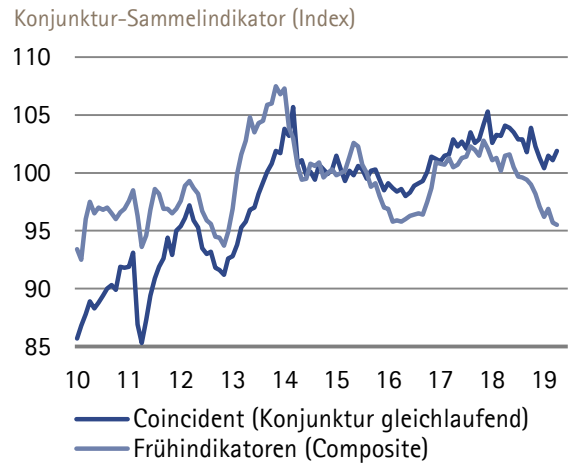
Quelle: Datastream. 2019/20: Prognose Bankhaus Lampe

* Bezogen auf den Gesamtstaat

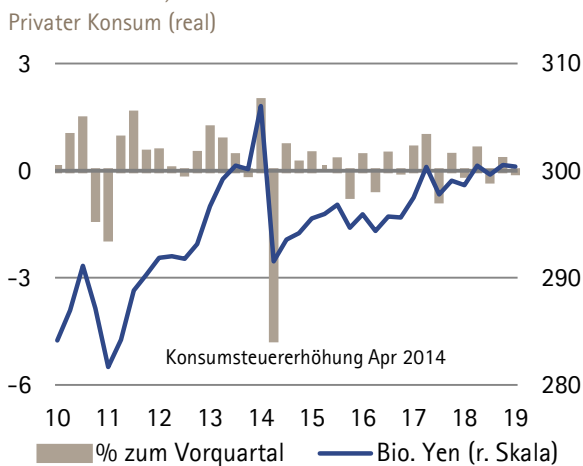
Steueranhebung erhöht Konjunkturschwankungen



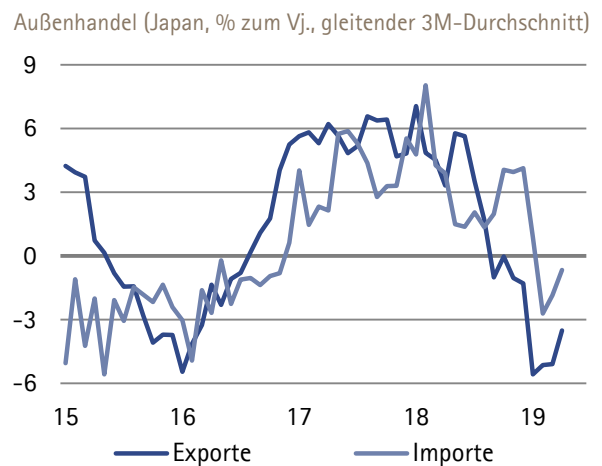
Rezessionssignale verstärkt



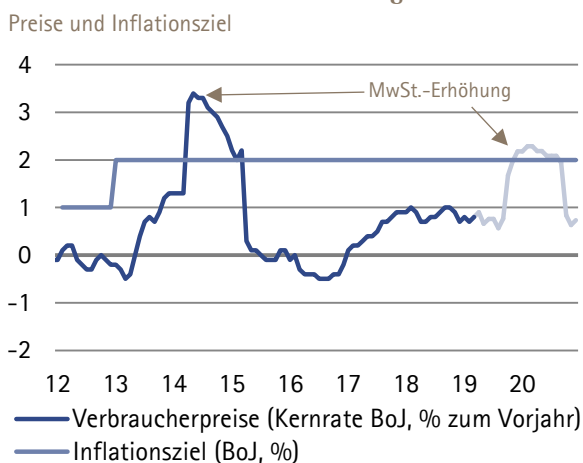
Hin und Her, aber nicht mehr



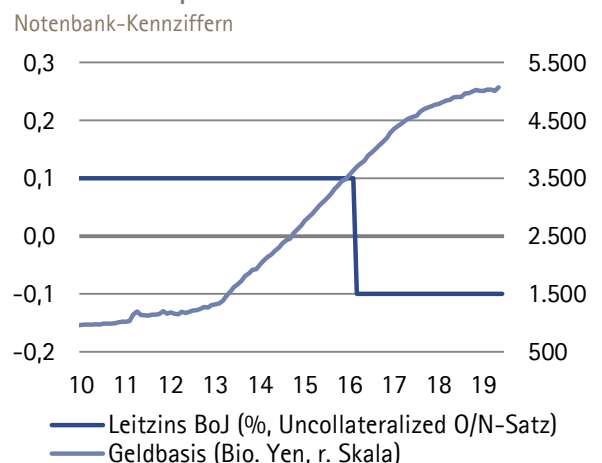
Handelsstreit belastet den Außenhandel



Demnächst umsatzsteuerbedingter Preisschub



BoJ bleibt Expansionskurs treu



Staatsanleihen: Renditen „low for long“

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Die Renditeentwicklung am Markt für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen konnte bis zuletzt weiter nur eine Richtung: abwärts. Im Zuge einer nochmals gestiegenen Risikowahrnehmung fiel die Treasury-Rendite zeitweise auf 2,00 %, die der Bundesanleihe auf -0,25 %. Letztere hat damit ihr Allzeittief vom 6. Juli 2016 bei -0,20 % sogar unterschritten. Aktuell liegen die Renditen nur wenig über ihren jüngsten Tiefständen, sie sind also weiter extrem niedrig. Bei Treasuries ist die Renditestrukturkurve (10J-3M) zudem invertiert. Diese Marktdaten sind nicht nur sehr ungewöhnlich, sie nehmen mitunter auch brenzlige Züge an. So liegt die 10-jährige Treasury-Rendite aktuell rund 30 Basispunkte unter der Mitte der US-Leitzinsspanne. Risikoadjustiert wird das Kreditgeschäft für Banken damit höchst unprofitabel. Diese Konstellation bestand auch im Vorfeld der globalen Finanzkrise 2008.

Inflationsausblick unterstützt
erstklassige Staatsanleihen

Geldpolitischer Schwenk ist zentraler Renditensenker

Dass sich 10-jährige Staatsanleiherenditen auf einem tieferen Niveau bewegen, sehen wir dem Grunde nach weiter als passend an. Sie spiegeln die von uns erwartete zyklische Wachstumsabschwächung der Weltwirtschaft, den niedrigen Kern-Inflationsdruck und die noch lange anhaltende Reinvestition der bei EZB und Fed fällig werdenden Wertpapiere wider. Dass die Renditen gegenüber 2018 aber deutlich gesunken sind, geht auf zentrale veränderte Rahmenbedingungen seit Jahresbeginn zurück, denen wir in unserer Renditeprognose früh Rechnung getragen haben.

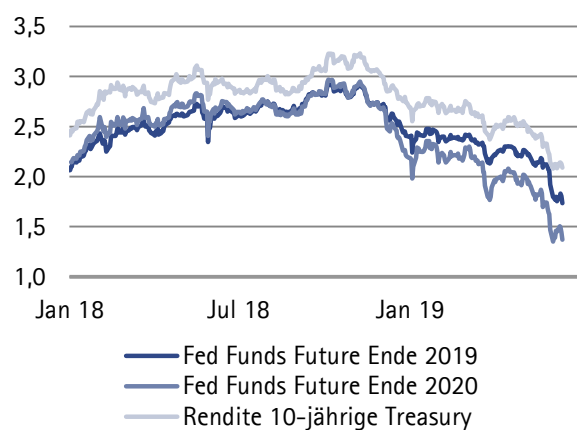
Historischer Rendite-Sinkflug

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (%)



Leitzinserwartung zieht Rendite nach unten

US-Rentenmarkt-Indikatoren



Fed und EZB seit Anfang 2019
zunehmend in Geberlaune

Ursache hierfür ist unseres Erachtens weniger der Inflationsausblick, auch wenn die allgemein gemäßigten Erwartungen für 2019 bisher leicht unterboten worden sind. Vielmehr ist es die geldpolitische Vollbremsung der Fed, mit der die Notenbank von Leitzinserhöhungen und Bilanzschrumpfung im ersten Quartal überraschend Abstand genommen hat. Nach den Erfahrungen vom Schlussquartal 2018 dürfte sich zudem die Erwartung festgesetzt haben, dass die Fed nicht tatenlos zusehen wird, wenn sich die Lage am US-Aktienmarkt deutlich eintrüben sollte. Im Kielwasser der Fed

Fed-Chef Powell ist offenbar nicht mehr „geduldig“

tauchte Anfang März dann auch die EZB auf. Die Notenbank senkte ihre BIP-Projektion für 2019, sie sah sich trotz der aus ihrer Sicht bestehenden Aussicht auf ein ordentlich bleibendes spätzyklisches Konjunkturmilieu aber weiter nicht in der Lage, ihre extreme Krisenleitzinspolitik auch nur ein wenig zurückzufahren.

Neuer Rückenwind in der Pipeline

Die Geldpolitik ist es auch, die Staatsanleihen im Juni neuen Schub gegeben hat. Auch wenn wir die marktseitigen Leitzinserwartungen für die Fed, die eine Zinssenkung nun schon für Juli beinhalten, wegen der robusten US-Konjunktur nicht teilen (vgl. S. 12) – halten werden sie sich aber wohl. Wir leiten dies aus Äußerungen von Fed-Chef Jerome Powell ab, der hinsichtlich des Leitzinsausblicks zuletzt nicht mehr von „Geduld“ gesprochen hatte. Vielmehr stellte er die Bereitschaft der Notenbank in den Vordergrund, bei etwaig negativen Auswirkungen der Handelskonflikte auf die US-Konjunktur „angemessen“ zu handeln. Auch wenn Powell die Zinssenkungserwartungen verbal wieder einfangen kann: An der Überzeugung der Investoren, dass der nächste Zinsschritt der Fed nach unten geht, dürfte dies kaum etwas ändern.

EZB hat über neue expansive Maßnahmen bereits gesprochen

Ebenso wird die EZB mit der jüngsten Verlängerung ihres bis Mitte 2020 datierten „Versprechens“ unverändert bleibender Leitzinsen voraussichtlich nicht zum letzten Mal für Unterstützung gesorgt haben. Da sich ihre optimistische 2020er-Wachstumsprojektion aus unserer Sicht nicht erfüllen wird und sie über neue expansive Maßnahmen intern bereits gesprochen hat (vgl. S. 8), sieht es auch hier nach neuen Impulsen für den Staatsanleihemarkt aus, eventuell bereits schon in diesem Jahr.

Handelsstreit bewirkt Unsicherheit, Unsicherheit ruft nach sicheren Häfen

Neben der Geldpolitik kommt unterstützend derzeit als noch recht frische allgemeine Erkenntnis hinzu, dass sich eine belastbare Lösung für die von den USA ausgelösten Handelskonflikte, insbesondere mit China und Europa, zeitlich doch länger hinziehen wird. Angesichts der Unberechenbarkeit der handelnden Akteure wird die Eskalationsgefahr von den Marktteilnehmern hier jedenfalls als erhöht eingeschätzt. In der Folge ist die Risikoaversion deutlich gestiegen, sie dürfte vorerst hoch bleiben.

Gewichtiges spricht für den Fortbestand des aktuell niedrigen Renditeniveaus

An aktuelles Marktumfeld gewöhnen

Aufgrund der Aussicht für die Geldpolitik von Fed und EZB und den globalen Handelskonflikt sowie des niedrigen Preisdrucks sehen wir die aktuell tiefen Renditen für erstklassige Staatsanleihen grundsätzlich nicht als Übertreibung an. Unseres Erachtens hat deren Markt nachhaltige Unterstützung erfahren, die eine Trendumkehr bei der Renditeentwicklung wenig wahrscheinlich macht. Unsere Renditeprognosen für 10-jährige US-Treasuries und Bundesanleihen bestätigen wir daher, kleinere Anpassungen ergeben sich allein aufgrund unserer rollierenden Betrachtung. Das Umfeld für ungewöhnlich tiefe Staatsanleiherenditen ist also fest zementiert. Da wir damit rechnen, dass die Konjunkturdaten weiter auf ein abnehmendes US-Konjunkturtempo hindeuten werden, befindet sich weitere Unterstützung wohl schon auf dem Weg. Die US-Renditestrukturkurve dürfte ihre Inversionsneigung über das lange Ende daher behalten. Auch EWU-Peripheriestaatsanleihen sehen wir als grundsätzlich unterstützt an, da die schwieriger gewordene Suche der Investoren nach Rendite vor den Länderrisiken stehen dürfte. Italien ist dabei nicht ausgenommen. Das größte Risiko für unsere Renditeprognose geht von den Notenbanken aus, sollten es sich diese hinsichtlich ihrer künftigen Ausrichtung anders überlegen.

Renditeprognose

	Monate			
	13.06.19	3	6	12
Bund (%)	-0,24	-0,10	-0,10	0,00
Treasury (%)	2,09	2,00	2,00	1,80
Spread (Bp)	233	210	210	180

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Währungen: Unruhiges Umfeld bleibt bestehen

Dr. Bastian Hepperle

+49 211 4952-615

bastian.hepperle@bankhaus-lampe.de

Hohe Risikoscheu kommt vor allem USD zugute

EUR–USD: Argumente für deutliche EUR-Erholung schwinden

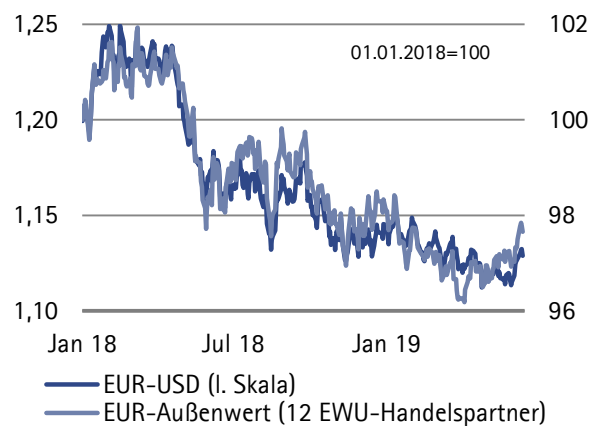
Der EUR-USD-Wechselkurs ist nach dem jüngsten Zinsentscheid der EZB auf 1,13 gestiegen. Maßgeblich dafür war, dass die an den Finanzmärkten bestehenden Erwartungen einer Senkung des Einlagesatzes enttäuscht wurden. Statt ihren expansiven Kurs auszuweiten, bestätigte die EZB ihn. Sie signalisiert nun, bis mindestens Mitte 2020 an ihren tiefen Leitzinsen festzuhalten. Gleichzeitig haben sich die Leitzinssenkungserwartungen für die US-Notenbank erheblich verstärkt. Obwohl der US-Zinsvorsprung nach dem geldpolitischen Schwenk der Fed Anfang dieses Jahres deutlich geschrumpft ist, wie beispielsweise am Renditeabstand 2-jähriger deutscher Bundesanleihen zu US-Treasuries ablesbar ist, kann EUR hiervon bislang nicht stärker profitieren. Gemessen daran wären EUR-USD-Notierungen von 1,20 bis 1,25 eher zu erwarten. Doch der Handelsstreit mit China, der Iran-Konflikt sowie das anhaltende Brexit-Chaos halten die Risikoaversion hoch. Angesichts der mangelnden Konsensbereitschaft der handelnden Akteure zeichnen sich für die vielfältigen politischen Konfliktfelder rasche Lösungen nicht ab. In diesen unsicheren Zeiten dürfte USD für viele Finanzinvestoren deshalb weiterhin die erste Wahl bleiben.

Schrumpfender US-Zinsvorteil hilft EUR nicht



Quelle: Datastream

Euro-Schwäche ist breiter angelegt



Quelle: Datastream

EUR-Schwäche breiter angelegt und nicht allein durch höhere Risikoaversion zu erklären

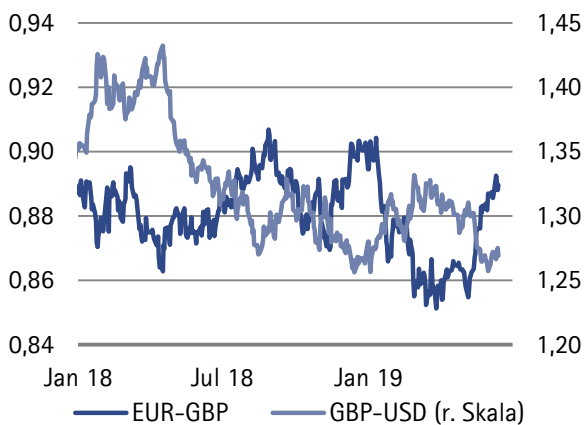
Die Aussicht auf eine spürbar langsamere Konjunkurdynamik und die Erwartung tieferer Leitzinsen wirken sich normalerweise belastend auf die jeweilige Landeswährung aus. Mit beidem rechnen wir für die kommenden Monate für die USA. Die US-Wirtschaft dürfte mit der von uns erwarteten deutlich langsameren Konjunkurdynamik an Strahlkraft verlieren. An den US-Terminmärkten sind die Leitzinssenkungserwartungen bis Ende 2020 mittlerweile zudem stark nach unten gerichtet. Doch diese Einflüsse schlagen sich bisher nicht im aktuellen Kursniveau nieder. Ohnehin haben unsere Zweifel zuletzt zugenommen, ob sich das Fenster für eine deutlichere EUR-Erholung überhaupt noch öffnen wird. Denn die von der EZB in Aussicht gestellten neuen expansiven Maßnahmen (vgl. S. 8) wirken unseres Erachtens ebenso EUR-negativ wie der EU-Haushaltskonflikt mit Italien. Auf 3M- bzw. 6M-Sicht erwarten wir EUR-USD deshalb in einer Spanne von 1,10 bis 1,15.

Brexit-Chaos ohne Ende

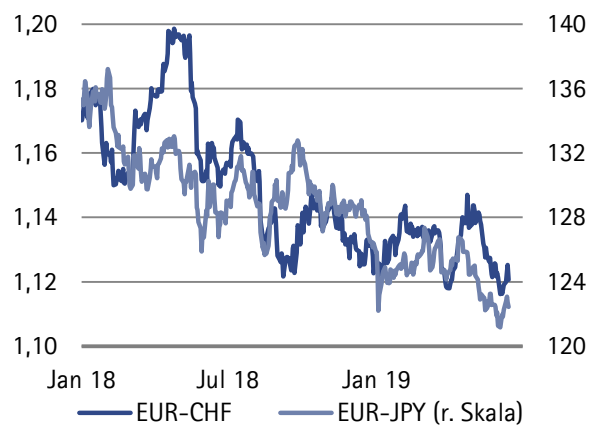
EUR–GBP: Ohne Lösung des Brexit–Chaos bleibt das Pfund belastet

Das seit Anfang Mai wieder gestiegene Risiko eines harten Brexits hat EUR–GBP auf ein Kursniveau nahe 0,90 katapultiert. Auch nach dem Rückzug von Theresa May und einem möglichen Brexit–Hardliner wie Boris Johnson als Nachfolger bleibt die Unsicherheit über die Brexit–Art bestehen. Denn das britische Parlament wird sich unserer Einschätzung nach auch bis Ende Oktober mehrheitlich gegen einen ungeregelten EU–Austritt aussprechen. Je nach Wasserstandsmeldung besteht damit für die kommenden Monate viel Raum für eine weitere Abschwächung, aber auch eine Festigung von GBP. Steigt die Chance auf einen weichen Brexit, wovon wir weiterhin ausgehen, dürften Wechselkurse unter 0,85 wieder erreicht werden.

Pfund leidet sehr unter ungelöstem Brexit–Chaos



Franken und Yen als sichere Häfen gefragt



Sichere Anlagehäfen bleiben gesucht

EUR–CHF: Um 1,13 schwankend erwartet

Aufgrund der zuletzt stärkeren Nachfrage nach sicheren Anlagehäfen ist der EUR–CHF–Kurs zeitweise unter 1,12 gefallen. Die Phase erhöhter politischer Unsicherheiten dürfte anhalten, da rasche Lösungen für die zahlreichen Konfliktfelder nicht in Sicht sind. Eine baldige Rückkehr der in der zweiten Jahreshälfte 2018 erreichten höheren Kurse von 1,15 EUR–CHF erachten wir deshalb für wenig wahrscheinlich. Die SNB hat jüngst zwar unverändert kein Interesse an einem stärkeren CHF bekundet. Da die EZB ihre zinspolitische Wende aber immer weiter hinauszögert (vgl. S. 8), zeichnet sich ein stärkerer Kursanstieg für die kommenden Monate aus unserer Sicht nicht ab. Auf 6M–Sicht rechnen wir daher weiterhin mit Kursen nahe 1,13.

EUR–JPY: Anstieg bei höherer Risikoneigung

Wegen der höheren Risikoaversion an den Finanzmärkten war JPY wieder einmal als sicherer Hafen nachgefragt, sodass JPY gegenüber EUR temporär deutlich an Wert zulegte. Aus fundamentaler Sicht betrachtet erachten wir den „inneren“ JPY–Wert jedoch unverändert als schwach. Die Konjunkturaussichten für Japan bleiben getrübt, und wegen der hartnäckig niedrigen Inflationsraten wird die Geldpolitik der Bank of Japan unseres Erachtens noch sehr lange expansiv ausgerichtet bleiben. Gegenüber EUR dürfte JPY deshalb im Trend nachgeben, sobald die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten zurückkehrt. Auf 6M–Sicht haben wir daher weiter Kurse um 125 EUR–JPY im Blick.

Währungsprognosen

	Monate			
	13.06.19	3	6	12
EUR–USD	1,13	1,13	1,13	1,15
EUR–GBP	0,89	0,88	0,86	0,87
EUR–CHF	1,12	1,13	1,13	1,13
EUR–JPY	122	123	125	128

Quelle: Datastream. Monate: Prognose Bankhaus Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
ESP, FRA u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	Fed	Federal Reserve Bank (Zentralbank der USA)
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	(gl.) 3MD	(gleitender) 3-Monatsdurchschnitt
10J	10 Jahre	GBP	Britisches Pfund als Währung
€	Euro als Volumenangabe	ggü.	gegenüber
%-P.	Prozentpunkte	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
b	Barrel	ISM	Institute for Supply Management, USA
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen als Währung
BoE	Bank of England (Zentralbank Großbritanniens)	NBER	National Bureau of Economic Research
BoJ	Bank of Japan (Zentralbank von Japan)	OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
Bp	Basispunkt(e), ein Hundertstel eines Prozentpunktes	PBoC	People's Bank of China (Zentralbank Volksrepublik China)
CHF	Schweizer Franken als Währung	PCE	Personal Consumption Expenditures
CPI	Consumer Price Index	SNB	Schweizerische Nationalbank (Zentralbank der Schweiz)
EUR	Euro als Währung	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EWU	Europäische Währungsunion	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
Aktivitätsindikatoren	Konjunkturindikatoren, die Aufschluss über die wirtschaftlichen Entwicklung geben
Annualisiert	Gegenüber dem Vormonat bzw. Vorquartal und auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
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

Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der EZB leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
ifo-Geschäftsklima	Das ifo-Geschäftsklima basiert auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. Das Geschäftsklima ist ein transformierter Mittelwert aus den Salden der Geschäftslage und der Erwartungen. Quelle: ifo Institut (Informationen wörtlich und gekürzt übernommen)
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Inversion	Beschreibt einen Zustand, bei dem die Zinssätze bzw. Renditen für kurzfristige Restlaufzeiten am Kapitalmarkt höher sind als diejenigen für langfristige
Invertiert	umgekehrt
Joint Venture	Kooperation zwischen zwei Partnerunternehmen
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
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/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Stimmungsindikatoren	Überwiegend aus Umfragen berechnet. Hierzu zählen insbesondere die Einschätzungen der Einkaufsmanager und der ifo-Geschäftsklimaindex
Renditestrukturkurve	Grafische Darstellung der jeweils geltenden Zinssätze/Renditen für unterschiedliche (Rest-) Laufzeiten einer bestimmten Anlageform (hier zumeist bezogen auf Staatsanleihen)
Uncollateralized O/N-Satz	Leitzins der japanischen Notenbank für Tageskredite, für die keine Sicherheit erforderlich ist
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

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: 14. Juni 2019, 10 Uhr

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