

Kapitalmarktprognose

DEZEMBER 2024







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick	4
Markteinschätzungen und Präsentationen	
BayernLB	6
NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale	8
DZ Bank	10
DekaBank	12
Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale	14
LBBW – Landesbank Baden-Württemberg	16
Referentenprofile / Kontaktinformationen	19

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
BayernLB	0,0	0,3	0,8	1,0	2,7	1,6
DekaBank	-0,1	0,4	0,9	1,2	2,7	1,8
DZ BANK	-0,1	0,3	0,6	0,9	2,7	2,2
Helaba	-0,1	0,7	0,8	1,2	2,8	2,2
LBBW	0,0	-0,2	0,8	0,4	2,7	2,0
NORD/LB	-0,2	0,3	0,8	1,0	2,7	1,7

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Preisindizes

Preisindizes ²	Deutschland VPI			Euroraum HVPI			USA CPI		
	Jan 2025	April 2025	Okt 2025	Jan 2025	April 2025	Okt 2025	Jan 2025	April 2025	Okt 2025
BayernLB	2,6	2,1	2,7	2,7	2,2	2,6	2,6	2,2	3,1
DekaBank	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,6	2,3	2,9
DZ BANK	2,3	1,9	2,1	2,2	1,9	2,2	2,3	2,2	3,2
Helaba	2,4	2,0	2,2	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2	2,7
LBBW	2,3	2,1	2,0	2,3	2,1	2,0	2,6	2,7	3,3
NORD/LB	2,3	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	2,5	2,5	2,3

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

EZB-Leitzins

	Einlagensatz		
	3 Monate	6 Monate	12 Monate
BayernLB	2,75	2,50	2,50
DekaBank	2,50	2,25	2,00
DZ BANK	2,75	2,25	1,75
Helaba	2,50	2,00	2,00
LBBW	2,75	2,25	1,75
NORD/LB	2,75	2,25	2,00

Renditen

Preisindizes ²	10-jährige Bundesanleihe [*]			10-jährige Treasury Note [*]		
	3 Monate	6 Monate	12 Monate	3 Monate	6 Monate	12 Monate
BayernLB	2,30	2,40	2,50	4,30	4,35	4,40
DekaBank	2,35	2,30	2,25	4,30	4,10	3,75
DZ BANK	2,40	2,50	2,75	4,25	4,50	4,90
Helaba	2,20	2,20	2,50	4,30	4,30	4,50
LBBW	2,40	2,25	2,20	4,70	4,60	4,40
NORD/LB	2,20	2,20	2,40	3,90	3,40	3,30

*) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 3 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,05	1,08	1,10
DekaBank	1,07	1,08	1,09
DZ BANK	1,04	1,00	1,00
Helaba	1,05	1,05	1,10
LBBW	1,02	1,00	1,00
NORD/LB	1,08	1,11	1,11

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,3
Euroraum	0,3	0,2	0,1	0,8	1,0
USA	0,5	0,4	0,2	2,7	1,6

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,6	2,1	2,7
Euroraum HVPI y/y	2,7	2,2	2,6
USA CPI y/y	2,6	2,2	3,1

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzins ³⁾	2,75	2,50	2,50
10-jährige Bundesanleihen	2,30	2,40	2,50
10-jährige US-Treasuries	4,30	4,35	4,40

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,05	1,08	1,10

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Mit den andauernden Kriegen in der Ukraine und im Nahen Osten sowie einem von den USA ausgehenden Zollschock sind die Vorgaben für die Weltwirtschaft 2025 durchwachsen. Dennoch gibt es rund um den Globus aufgrund steigender Realeinkommen der privaten Haushalte und staatlicher Stimulierungsprogramme auch positive Wachstumsimpulse. Es besteht jedoch die Gefahr, dass vor allem in den USA eine zu laxe Fiskalpolitik zu einem Anstieg von Risikoprämien führt. Diese können über steigende Finanzierungskosten des Privatsektors zu einem Hemmschuh für Investitionen werden. Die Phase sinkender Inflationsraten geht in den westlichen Industrieländern zu Ende und durch die von den USA ausgehenden Zollanhebungen, die Nachahmer in anderen Ländern finden dürften, wird der Inflationsdruck ab Mitte 2025 wieder steigen. Dies wird den Zinssenkungsspielraum der Zentralbanken begrenzen. Bis dahin erwarten wir jedoch weitere Zinssenkungen, die die kurzfristigen Finanzierungsbedingungen verbessern werden.

Für die EZB geht der drohende Handelskrieg einher mit dem Risiko einer sich spürbar über dem 2%-Zielniveau festsetzenden Inflation. Spätestens, wenn Präsident Trump erste Zollmaßnahmen gegen Mitte des Jahres in Kraft setzt und die Antworten der EU und Chinas auf dem Fuß folgen, bedeutet das neben dem Preisschock bei den Importen auch eine Adjustierung der Lieferketten. Angesichts des nach wie vor hohen Preisdrucks bei Dienstleistungen, der niedrigen Arbeitslosigkeit, gesunder Unternehmensmargen und des hohen Lohnwachstums wird die Geldpolitik nicht umhinkönnen, ab April 2025 eine Zinspause einzulegen. Bis dahin ist aber mit drei weiteren Zinssenkungen auf 2,5% zu rechnen.

Vor dem Hintergrund der absehbaren Handelskonflikte, der hartnäckig erhöhten Inflation und dem entsprechend geringen zinspolitischen Spielraum der Zentralbanken wird das Jahr 2025 für die Staatsanleihemärkte schwierig. Hinzu kommen Sorgen vor anhaltend hohen Haushaltsdefiziten und dadurch weiter steigenden Schuldenständen auf teils schon hohem Niveau, insbesondere in den USA. Letzteres führt zu höheren Risikoprämien bei Anleihen langer Laufzeiten, was eine tendenziell weitere Versteilung der Zinskurven (bzw. Normalisierung von teils inversem Niveau) unterstützt. Der US-Treasury-Markt hat diese Entwicklungen bereits in hohem Ausmaß antizipiert. Wir rechnen bei der 10-jährigen Treasury-Rendite bis Ende 2025 vom aktuellen Niveau aus mit einer volatilen Seitwärtsentwicklung und einem Jahresendstand von 4,4%. Bundesanleihen bleiben 2025 stark vom US-Treasury-Markt beeinflusst. Eine Korrektur der aus unserer Sicht zu hohen Zinssenkungserwartungen im Euro-Raum dürfte vor allem am kurzen Ende der Bund-Kurve spürbar sein. Bei der Rendite 2-jähriger Bundesanleihen sehen wir daher trotz der noch erwarteten EZB-Zinssenkungen kein weiteres Abwärtspotenzial. Die 10-jährige Bund-Rendite erwarten wir Ende 2025 bei 2,5%. Damit würde sie sich im oberen Viertel der Handelsspanne des laufenden Jahres (2,0%-2,7%) bewegen. Auch 2025 ist dabei von hoher Volatilität auszugehen.

Eine Anpassung der Markterwartungen an die EZB dürfte auch am Währungsmarkt spürbar sein und den Euro in den kommenden Monaten aufwerten lassen. Bei einem wieder engeren Transatlantik-Spread sollte sich die Abwertung des Dollar gegenüber dem Euro bis auf 1,10 EUR-USD in einem Jahr fortsetzen.

Prognose-Überblick der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,3
Euroraum	0,2	0,3	0,3	0,8	1,0
USA	0,3	0,4	0,4	2,7	1,7

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,3	2,1	2,0
Euroraum HVPI y/y	2,2	2,1	2,0
USA CPI y/y	2,5	2,5	2,3

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzinz ³⁾	2,75	2,25	2,00
10-jährige Bundesanleihen	2,20	2,20	2,10
10-jährige US-Treasuries	3,90	3,40	3,30

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,08	1,11	1,11

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Der jüngst zu beobachtende Anstieg der US-Kapitalmarktzinsen dürfte auch den Befürchtungen mancher Beobachter geschuldet sein, die neue Regierung könne eine ziemlich unsolide Fiskalpolitik betreiben wollen – und zudem noch der Glaubwürdigkeit der Fed schaden. Mit einer Rendite der 10J Staatsanleihen um 4,40% preist der Markt nun aber schon ziemlich pessimistische Szenarien ein. Die Benennung von Scott Bessent als Kandidat für den Posten des Finanzministers spricht jedoch eine andere Sprache. Auch die Sorgen bezüglich eines kräftigen Anziehens der Inflation aufgrund von deutlich höheren Zöllen sollten mit den jüngsten Personalentscheidungen wieder etwas in den Hintergrund treten. Zuletzt wurden in den USA zwar in der Summe erfreuliche Wirtschaftsdaten gemeldet, die Fed sollte im Dezember aber dennoch zu einer weiteren vorsichtigen Leitzinssenkung neigen. Die regelrechten Inflationsängste beim Blick nach Washington haben der Währung der Vereinigten Staaten zuletzt geholfen. Die aktuelle Stärke des US-Dollars, die wohl auch auf einen recht skeptischen Blick mancher Marktteilnehmer auf die EWWU-Wirtschaft zurückzuführen sein dürfte, ist in Washington aber politisch keinesfalls gewollt. Die US-Notenbank verfolgt sicherlich kein Wechselkursziel. Das Ausbleiben von weiteren vorsichtigen Leitzinssenkungen könnte innerhalb der Regierung aber den Kräften helfen, welche mehr Kontrolle der US-Geldpolitik durch das Oval Office fordern.

Die hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit belastet schon längere Zeit die Stimmungslage, vor allem in Deutschland sind das Investitions- und das Konsumklima gedämpft. Mit dem Wahlsieg von Donald Trump und dem taggleichen Bruch der Ampelkoalition auf Bundesebene hat sich die Unsicherheit für Unternehmen und Verbraucher kurzfristig sogar noch einmal deutlich erhöht. Hierauf deuten auch die nach dem 6. November veröffentlichten Frühindikatoren (ZEW, ifo). Mit der Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus droht eine Wiederauflage der protektionistischen Handelspolitik, was Deutschland

als sehr offene Volkswirtschaft besonders stark belasten würde. Hierfür ist die deutsche Wirtschaft vor dem Hintergrund der aktuellen strukturellen und konjunkturellen Krise denkbar schlecht aufgestellt. Für die EZB rücken mit den neuen politischen Unwägbarkeiten die Konjunkturrisiken noch stärker in den Fokus. Eine neue protektionistische Welle hätte auch Implikationen für die Inflationsentwicklung auf mittlere Sicht. Die Rückkehr der Inflationsrate über die Marke von 2% am aktuellen Rand war zu erwarten (Basiseffekte). Allerdings bleibt die Kernrate hartnäckig, hinzu kommen in Deutschland zum Jahreswechsel neue Preiserhöhungen (Deutschlandticket, Tarife privater Krankenversicherungen, Porto). Aufgrund der hohen Lohnzuwächse dürfte die Kernrate noch einige Zeit erhöht bleiben. Zwar haben sich die Konjunkturrisiken mit der Wahl von Donald Trump nochmals erhöht. Es ist jedoch auch für die Währungshüter noch zu früh, verlässliche Rückschlüsse für ihre Zinspolitik zu ziehen. Es bleibt also vorerst der Blick auf die aktuelle Datenlage. Und hier spricht insbesondere die hartnäckige Kernrate gegen eine nochmalige Erhöhung des Zinssenkungstempos, wenngleich die EZB-Entscheidung im Dezember eng ausfallen dürfte. Die Rendite deutscher Bunds (10J) kletterte Anfang November kurzzeitig bis auf 2,50%, die Bondmärkte haben sich in der Folge jedoch von dem einseitigen und übertriebenen Narrativ gelöst. Aktuell preisen die Märkte jedoch recht offensiv Zinssenkungen ein, so dass das Potenzial für weitere Renditerückgänge am langen Ende der Zinskurve begrenzt ist.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,00	0,22	0,3	-0,1	0,3
Euroraum	0,04	0,41	0,43	0,6	0,9
USA	0,42	0,81	0,49	2,7	2,2

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,3	1,9	2,1
Euroraum HVPI y/y	2,2	1,9	2,2
USA CPI y/y	2,3	2,2	3,2

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzinz ³⁾	2,75	2,25	1,75
10-jährige Bundesanleihen	2,40	2,50	2,75
10-jährige US-Treasuries	4,25	4,50	4,90

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,04	1,00	1,00

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der DZ Bank

Donald Trump hat nicht nur die US-Präsidentenwahlen gewonnen, die Republikaner verfügen auch über eine Mehrheit im Senat und im Repräsentantenhaus. Damit ist es wahrscheinlich, dass Trump seine wichtigsten wirtschaftspolitischen Vorhaben weitgehend ungehindert durchsetzen kann. An den Rentenmärkten dürften in den kommenden Monaten vor allem drei Themen eine Rolle spielen:

1) Die Steuersenkungen dürften vorübergehend zu einem höheren Wirtschaftswachstum in den USA führen.
2) Sollten die Republikaner diese und ihr zentrales Wahlversprechen von Zöllen durchsetzen, dürfte die Inflation in den USA stark ansteigen.

3) Eine expansive Fiskalpolitik führt zu einer höheren Staatsverschuldung. Dies sind keine guten Voraussetzungen für eine weitere Lockerung der US-Geldpolitik, und auch an den Rentenmärkten dürfte diese wirtschaftspolitische Agenda ihre Spuren hinterlassen. Es ist davon auszugehen, dass die US-Zollerhöhungen nicht unmittelbar nach Amtsantritt und nicht in vollem Umfang erfolgen werden. Wahrscheinlicher ist eine vorgeschaltete Verhandlungsphase und dann eine schrittweise Einführung der Zölle, insbesondere auch gegenüber China. Eine sofortige Umsetzung der Zölle in voller Höhe wäre mit erheblichen wirtschaftlichen Risiken verbunden und würde auch den wirtschaftlichen Interessen von Mitgliedern des engsten Trump-Teams zuwiderlaufen. Eine höhere Inflation als Folge der Zollpolitik wird die Fed davon abhalten, das Leitzinsniveau zu normalisieren. Mit 3,75% bleibt die US-Geldpolitik im kommenden Jahr moderat restriktiv. Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen steigen aufgrund des starken Preisdrucks, des höheren Budgetdefizits infolge der Steuersenkungen und der moderat restriktiven Geldpolitik.

Die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Europa bleibt aufgrund der Zollpolitik schwach, eine ausgeprägte Rezession ist aber nicht zu erwarten. Diese kann nicht zuletzt deshalb vermieden werden, da die Wechselkursentwicklung einen guten Teil der Zollerhöhungen kompensiert. Die Geldpolitik in den USA und im Euroraum werden unterschiedliche Richtungen einschlagen. So dürfte die EZB die Leitzinsen 2025 in den expansiven Bereich senken. Zwar könnten die wahrscheinlich von europäischer Seite verhängten Gegenzölle und auch der schwache Außenwert des Euro der Inflation etwas Auftrieb geben. Angesichts der eingetrübten Wachstumsperspektiven (Zölle belasten Unternehmen / Produktionsverlagerung in die USA) ist jedoch mit einer weiter rückläufigen Inflation zu rechnen, wenngleich sich die Annäherung an das 2%-Inflationsziel wohl etwas verzögert. Weitere Leitzinssenkungen der EZB werden bis Mitte 2025 zu einem Einlagensatz von 1,75% führen. Die Impulse für die jüngste Aufwärtsbewegung der zehnjährigen Bundrenditen kamen in erster Linie von den US-Treasuries. So setzte sich bereits im Vorfeld der US-Wahlen die marktseitige Überzeugung durch, dass Donald Trump erneut ins Weiße Haus einziehen könnte („Trump-Trade“). Es ist davon auszugehen, dass sich die 10J-Bundrendite auch in den kommenden Monaten den US-Vorgaben nicht entziehen kann. Angesichts einer expansiven US-Fiskalpolitik (Steuersenkungen) rechnen wir am langen Ende mit einem deutlich höheren Renditeniveau in den Vereinigten Staaten. Die Aufwärtsbewegung der Bundrendite dürfte aber auch durch fiskalische Risiken auf deutscher Seite gestützt werden. Die erwarteten Leitzinssenkungen der EZB und die schwache Konjunktorentwicklung bremsen hingegen die Aufwärtsbewegung bei den Renditen. Auf Jahressicht sollte die Zehnjahresrendite bei 2,75% liegen.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,4
Euroraum	0,3	0,3	0,3	0,9	1,2
USA	0,5	0,4	0,3	2,7	1,8

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,3	2,3	2,3
Euroraum HVPI y/y	2,3	2,2	2,2
USA CPI y/y	2,6	2,3	2,9

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzinz ³⁾	2,50	2,25	2,00
10-jährige Bundesanleihen	2,35	2,30	2,25
10-jährige US-Treasuries	4,30	4,10	3,75

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,07	1,08	1,09

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

Trotz der unruhigen Weltpolitik rechnen wir für das Jahr 2025 mit einem weltweiten Wirtschaftswachstum von 3,0 Prozent, wobei China (4,8 Prozent), die USA (1,8 Prozent) und der ostasiatische Wirtschaftsraum die treibenden Kräfte sind. Die Wachstumsraten in Europa (1,2 Prozent) und hier insbesondere in Deutschland (0,4 Prozent) fallen hingegen bescheiden aus. Die Weltwirtschaft erfährt erhebliche Strukturveränderungen, aber sie funktioniert. Den großen Unsicherheiten aus Geo- und Handelspolitik steht eine stabile makroökonomische Konstitution der Weltwirtschaft gegenüber. Wir haben eine Krise der Politik, keine Finanzkrise.

Auch die Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten wird verkräftbare Auswirkungen auf den Konjunkturverlauf der kommenden beiden Jahre haben. Der unmittelbarste Einflussfaktor für das Wachstum und die Inflation ist die Handelspolitik. Die US-Regierung wird im ersten Halbjahr 2025 Importzölle selektiv oder zeitversetzt für einzelne Branchen erhöhen, so dass im Durchschnitt geringere Zollsätze als die angekündigten 10 Prozent gegenüber den europäischen und 60 Prozent gegenüber der chinesischen Volkswirtschaft herauskommen. Darüber hinaus wird es zu einer Fortschreibung der bisherigen Steuersenkungen für die US-Unternehmen kommen. Maßnahmen zur Migration oder zur Deregulierung der Wirtschaft werden erst in einem oder zwei Jahren ihre ökonomische Wirkung entfalten.

Für Europa sind die Zollerhöhungen zwar wachstumsschädlich, allerdings ist das Ausmaß überschaubar, solange die Auseinandersetzungen sich nicht mit Maßnahmen und Gegenmaßnahmen zu einer Zollspirale ausweiten. Die wirklichen wirtschaftlichen Folgen einer durchgreifenden Verwirklichung der Trump-Agenda werden sich erst über viele Jahre hinweg zeigen. Für Europa ist allerdings der Außenhandel nicht das einzige Thema: Mehr Wachstum kann in Europa nur durch eine Reform der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erreicht werden. Für Deutschland bedeuten die angenommenen handelspolitischen Maßnahmen eine Verschärfung der ohnehin schwierigen Situation wichtiger Bereiche der Industrie – der Automobil-, der Stahl-

und der Aluminiumindustrie. Der Wirtschaftsstandort Deutschland ist ein Sanierungsfall. Das zeigt sich an der mangelnden Fähigkeit zum Wachstum, die sich nun schon im zweiten Jahr hintereinander auftut. Deutschland verliert im internationalen Vergleich immer mehr den Anschluss und weist immer größere Rückstände bei Infrastruktur und Technologie auf. Bleiben in Deutschland die Rahmenbedingungen für die Wirtschaft unverändert, sollte sich der Stagnationstrend auch im Jahr 2025 kaum bessern.

Wir rechnen nach der historisch hohen Inflationswelle im Euroraum für das Jahr 2025 wieder mit einer moderaten Rate der Geldentwertung von 2,1 Prozent. Die Inflation ist auf Normalisierungskurs. Die Europäische Zentralbank hat in der zurückliegenden Inflationsepisode Glaubwürdigkeit aufgebaut. Sie hat die Leitzinsen trotz der damit verbundenen Risiken für Konjunktur und Finanzmärkte deutlich erhöht. Für die kommenden Monate rechnen wir mit drei aufeinander folgenden Leitzinssenkungen von 25 Basispunkten im Dezember, Januar und März. Damit ändert sich auch die noch restriktive Geldpolitik in eine neutrale Ausrichtung. Die EZB wird ihren geldpolitischen Normalisierungspfad im September bei einem Einlagensatz von 2 Prozent beenden. In den USA gehen wir dagegen von einer Unterbrechung der geldpolitischen Lockerung durch die US-Notenbank Fed aus. Ausschlaggebend sind die erwarteten Handelszölle. Zölle bedeuten Inflation. Damit tragen die heimischen Konsumenten des zollerhebenden Landes einen großen Teil der Zolllasten.

Prognose-Überblick der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,7
Euroraum	0,2	0,3	0,4	0,8	1,2
USA	0,6	0,5	0,5	2,8	2,2

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,4	2,0	2,2
Euroraum HVPI y/y	2,5	2,0	2,4
USA CPI y/y	2,4	2,2	2,7

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzinz ³⁾	2,5	2,0	2,0
10-jährige Bundesanleihen	2,2	2,2	2,5
10-jährige US-Treasuries	4,3	4,3	4,5

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,05	1,05	1,10

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Die Geldpolitik wirkte 2024 trotz der bereits erfolgten Zinssenkungen noch restriktiv. Für das kommende Jahr wird nun von der EZB der neutrale Bereich angestrebt, also ein Zinsniveau, das die Konjunktur im Euroraum weder bremst noch stützt. Die geldpolitische Lockerung wird wohl von moderaten Inflationsdaten begleitet. Mit der deutschen Wachstumsschwäche als Argumentationshilfe dürften die Tauben im EZB-Rat zwar auf schnelle Zinssenkungen drängen und einen Einlagensatz unter der 2 %-Marke fordern, was einer expansiven Geldpolitik gleichkäme. Ob sie sich allerdings durchsetzen, ist fraglich, da sich die Konjunkturaussichten im Jahresverlauf wieder aufhellen dürften. Gegen eine weitere Lockerung der Geldpolitik sprechen auch die unverändert bestehenden strukturellen Inflationsrisiken. Zwar ist der seit einem Jahr bestehende Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen, der sich in den Terminmarktzinsen widerspiegelt, intakt. Dennoch muss die EZB in diesem Zyklus vorsichtig agieren, um das gerade zurückgewonnene Vertrauen nicht wieder zu verspielen.

Erfahrungsgemäß stellt sich in einem Zinssenkungszyklus ein eher positives Umfeld für Rentenpapiere ein. Bundrenditen im Bereich der 2 %-Marke sind damit durchaus in Reichweite – allerdings nur, wenn die Vorgaben aus den USA dies zulassen. Hier sind vor allem die unsicheren Inflationsaussichten unter der neuen Administration als Risiko einzustufen. Eine hohe Staatsverschuldung, die Gefahr steigender Zölle, und eine in Frage gestellte geldpolitische Unabhängigkeit der Fed haben das Potenzial, die Risikoaufschläge vor allem bei längeren Laufzeiten nach oben zu treiben. In so einem Umfeld dürfe die Rendite 10-jähriger US-Treasuries im Jahresverlauf eher über als unter der 4 %-Marke liegen. Vor allem in den USA muss daher phasenweise mit starken Renditeschwankungen gerechnet werden. Auch im Euroraum waren die Staatsausgaben im Zuge der Pandemie deutlich gestiegen und wurden seither nicht eingedämmt. Deutschland sticht mit seiner Schuldenbremse im Defizitvergleich zwar positiv hervor, aber auch hier könnten politische Veränderungen die Erwartungen in Richtung höherer Staatsverschuldung und

damit steigender Emissionstätigkeit lenken. Auf die EZB sollte man nach dem Inflationsschock besser nicht setzen. Die Euro-Notenbanken haben den Anteil ihrer Bestände an allen umlaufenden Euro-Staatsanleihen seit Mitte 2022 von 42 % auf 33 % reduziert und die Wiederranlage der Tilgungsbeträge aus dem Pandemieankaufprogramm (PEPP) wird Ende 2024 eingestellt. Im Herbst hat sich die Inversion der Zinsstrukturkurve weitgehend aufgelöst. Der 10/2-Spread (Rendite 10-jähriger minus 2-jähriger Anleihen) diesseits und jenseits des Atlantiks ist fast zeitgleich in den positiven, normalen Bereich zurückgekehrt. In rund 40 der letzten 50 Jahre war der 10/2-Spread bei Bundesanleihen positiv. Unterstützung dürfte im Jahresverlauf auch von den verbesserten Konjunkturaussichten hierzulande kommen. In unserem Basisszenario liegt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen Ende 2025 bei 2,5 %. Dieses Niveau dürfte in der ersten Jahreshälfte auch aufgrund noch schwacher Konjunkturdaten und zunehmender Zinssenkungsfantasie unterschritten werden. Zeitweise günstige Vorgaben sind vom US-Rentenmarkt zu erwarten. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries dürfte gegen Jahresende aber deutlich über der 4 %-Marke notieren.

Prognose-Überblick der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	2024	2025
Deutschland	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,2
Euroraum	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4
USA	0,7	0,4	0,4	2,7	2,0

Preisindizes³

	Jan 2025	April 2025	Oktober 2025
Deutschland VPI y/y	2,3	2,1	2,0
Euroraum HVPI y/y	2,3	2,1	2,0
USA CPI y/y	2,6	2,7	3,3

Renditen

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzins ³⁾	2,75	2,25	1,75
10-jährige Bundesanleihen	2,40	2,25	2,20
10-jährige US-Treasuries	4,70	4,60	4,40

Wechselkurs

	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,02	1,00	1,00

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) Einlagensatz

Markteinschätzung sowie Prognose der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Die Schockwellen nach den politischen Beben der vergangenen Wochen ebbten langsam ab. Bei alledem ist die Sicht auf den Weg vor uns stark getrübt. Was wir wissen: 2024 wird ein herausforderndes Jahr. Die Unsicherheit ist immens groß. Mit Donald Trump 2.0 blüht uns eine geoökonomische Zeitenwende. Die ohnehin schon erschütterten Grundfesten der multilateralen Wirtschaftsordnung drohen endgültig zu bersten. Für ein wirtschaftlich so offenes Land wie Deutschland steht enorm viel auf dem Spiel. Derweil ist Deutschland mehr als nur ein Spielball Donald Trumps. Wir haben jetzt, früher als gedacht, mit einer vorgezogenen Bundestagswahl die Chance für einen Neuanfang. Eine neue Bundesregierung wird die – teilweise über Jahrzehnte gewachsenen – Probleme zwar nicht über Nacht wegzaubern können. Eine kluge und entschlossene Politik würde aber einen psychologischen Neustart erlauben. Dies mag den notwendigen Schwung bringen, um grundlegende Reformen anzugehen.

Für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ruhen die Hoffnungen 2025 auf dem privaten Konsum. Hier ist allenfalls leiser Optimismus angesagt. Mit einem Rückgang der Inflationsrate, die um die 2 % pendeln dürfte, und steigenden verfügbaren Realeinkommen sollten das Vertrauen der Haushalte und deren Ausgabeneigung zurückkehren. Insgesamt rechnen wir für das BIP 2025 mit einem Minus um 0,2 %.

Vieles spricht aus heutiger Sicht dafür, dass auf dem Leitzinspfad nach unten im kommenden Jahr weiterer Spielraum besteht. Die EZB geht davon aus, dass die Geldpolitik die wirtschaftlichen Wachstumskräfte auf dem aktuellen Zinsniveau von rund 3 % hemmt. Dies ist aus Sicht der Währungshüter immer weniger willkommen; die Inflation hat inzwischen den Zielwert von 2 % erreicht hat und dürfte sich im Jahr 2025 auf diesem Niveau einpendeln. Die Gefahr einer dauerhaft erhöhten Teuerung ist angesichts anhaltend kräftiger Lohnsteigerungsraten zwar nicht gebannt, hat aber wegen der schlingenden Konjunktur spürbar abgenommen. Wir erwarten, dass die EZB im Verlaufe des Jahres 2025 ein Leitzinsniveau unterhalb von 2 % anpeilen wird.

Hier spielen nicht zuletzt die zu befürchtenden Auswirkungen des Wahlsiegs von Donald Trump in den Vereinigten Staaten eine Rolle. Die Konjunktur im Euroraum wird sich wohl, entgegen bisheriger Erwartungen bei der einen oder dem anderen, auch im kommenden Jahr nicht beleben. Die EZB muss der Realwirtschaft insofern durch deutlich niedrigere Leitzinsen nennenswerte Unterstützung geben. Damit setzen sich die Währungshüter im Euroraum perspektivisch ein Stück weit von der US-Notenbank ab. Die Fed wird ihren Leitzins bis Ende 2025 nach unserer Prognose allenfalls sehr zögerlich weiter senken. Sollten die inflationstreibenden Effekte der von Trump angedrohten massiven Zollerhebungen voll auf die US-Inflation durchschlagen, mag sich die Fed gar zu Zinsanhebungen gezwungen sehen. Weitere Leitzinssenkungen der EZB hat der Rentenmarkt bereits jetzt in die Kurse eingebaut. Für Rentenmarktanlagen wird 2025 unter dem Strich insgesamt eher ein durchschnittliches Jahr.

Kontaktinformationen



BayernLB

Dr. Jürgen Michels
Chefvolkwirt, Leiter Research und Volkswirtschaft
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 089/21 71 21 750
E-Mail: juergen.michels@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de



DekaBank

Dr. Ulrich Kater
Chefvolkwirt
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/71 47 23 81
E-Mail: ulrich.kater@dekabank.de
→ www.deka.de



DZ Bank

Birgit Henseler
Fixed Income Senior Analystin
Platz der Republik, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/74 47 01
E-Mail: birgit.henseler@dzbank.de
→ www.dzbank.de



Helaba

Ulf Krauss
Stv. Abteilungsdirektor, Helaba Research & Advisory
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32 47 28
E-Mail: ulf.krauss@helaba.de
→ www.helaba.de



LBBW

Dr. Thomas Meißner
Abteilungsleiter Research, Finanzmarktstrategie
Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart
Tel. 0711/127-73 574
E-Mail: thomas.meissner@LBBW.de
→ www.lbbw.de



NORD/LB

Christian Lips
Chefvolkwirt, Head of Macro Research
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Tel. 0511/3 61 29 80
E-Mail: christian.lips@nordlb.de
→ www.nordlb.de



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

Tel.: 030 8192-0
presse@voeb.de
www.voeb.de

Redaktion: Dr. Thomas Klodt

Stand: 29. November 2024