





INHALT

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

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
BayernLB	1,5	-1,0	2,9	-0,4	1,7	0,3
DekaBank	1,6	-1,6	3,2	-0,1	1,7	-0,5
DZ BANK	1,1	-1,9	2,6	-1,0	1,5	-0,8
Helaba	1,5	-0,6	3,1	0,2	1,8	0,5
LBBW	1,4	-1,5	2,9	-0,8	1,5	0,5
NORD/LB	1,5	-1,1	3,2	0,2	1,6	0,4

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Preisindizes

Preisindizes ²	Deutschland VPI			Euroraum HVPI			USA CPI		
	2 Monate	6 Monate	12 Monate	2 Monate	6 Monate	12 Monate	2 Monate	6 Monate	12 Monate
BayernLB	10,2	8,6	5,9	9,7	8,2	5,5	7,2	5,4	3,7
DekaBank	10,0	6,8	4,2	9,5	7,0	4,2	7,6	5,7	3,8
DZ BANK	9,1	6,7	5,5	9,4	6,5	4,6	9,6	6,2	3,9
Helaba	9,9	6,9	4,4	9,1	6,2	4,0	7,1	4,8	2,8
LBBW	11,0	9,0	6,5	10,5	8,5	6,2	7,0	5,0	3,8
NORD/LB	10,5	9,8	5,7	10,0	8,7	6,0	7,0	4,3	2,4

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Renditen

Preisindizes ²	10-jährige Bundesanleihe ³			10-jährige Treasury Note ³		
	2 Monate	6 Monate	12 Monate	2 Monate	6 Monate	12 Monate
BayernLB	2,30	2,20	2,00	4,00	3,90	3,70
DekaBank	2,36	2,50	2,40	3,80	3,75	3,45
DZ BANK	2,00	2,10	2,30	3,90	4,00	4,25
Helaba	2,00	2,30	2,30	3,70	3,80	3,80
LBBW	2,20	2,50	2,10	4,00	4,25	3,85
NORD/LB	2,40	2,50	2,40	3,80	3,70	3,50

3) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,02	1,04	1,08
DekaBank	0,97	0,99	1,02
DZ BANK	0,95	1,00	1,05
Helaba	1,00	1,05	1,10
LBBW	0,93	0,90	0,95
NORD/LB	1,00	1,03	1,05

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-0,5	-0,8	0,0	1,5	-1,0
Euroraum	-0,3	-0,5	0,0	2,9	-0,4
USA	0,2	-0,1	-0,1	1,7	0,3

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	10,2	8,6	5,9
Euroraum HVPI y/y	9,7	8,2	5,5
USA CPI y/y	7,2	5,4	3,7

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,30	2,20	2,00
10-jährige US-Treasuries	4,00	3,90	3,70

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,02	1,04	1,08

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Nachdem der Sommer in vielen Regionen dank der Nachholeffekte bei den Konsumenten trotz des massiven Anstiegs der Inflation und der Verunsicherung durch den Krieg konjunkturell gut verlief, hat sich der Ausblick inzwischen deutlich eingetrübt. Die Rücklagen aus Zeiten der Corona-Lockdowns sind weitgehend aufgebraucht, die Kaufkraftverluste werden immer offensichtlicher und die Straffung der Finanzierungsbedingungen zeigt Wirkung. Zudem verharren größere Teile Chinas weiterhin im Lockdown. Auch wenn es erste Anzeichen gibt, dass eine nachlassende Nachfrage in einigen Bereichen den Preisdruck merklich verringert, bleibt das Risiko auf der Inflationsseite deutlich nach oben gerichtet.

In den USA dürfte auf die technische Rezession im ersten Halbjahr im dritten Quartal ein moderates Plus beim realen BIP folgen. Der Tourismus profitierte im Sommer von Corona-Nachholeffekten und die Versorgungslage in der Industrie hat sich verbessert. Zum Jahresende erwarten wir jedoch eine spürbare Abkühlung der US-Konjunktur. Straffere Finanzierungsbedingungen und der Kaufkraftverlust münden in eine Rezession im ersten Halbjahr 2023. Im Jahresdurchschnitt 2023 rechnen wir mit einem Wachstum des realen US-BIP von nur noch 0,3% nach erwarteten 1,7% im laufenden Jahr. Bei der Preisentwicklung ist zugleich keine baldige Entspannung der Kerninflation abzusehen. Der dämpfende Preiseffekt rückläufiger Ölpreise ist dabei vorerst von nachrangiger Bedeutung. Die Fed dürfte die geldpolitische Straffung angesichts des noch überhitzten Arbeitsmarkts und der hartnäckig hohen Kerninflation zunächst fortsetzen und den Leitzins bis Jahresende 2022 auf 4,25% bis 4,50% weiter anheben.

Im Euro-Raum werden die hohen Strom- und Gaspreise der letzten Wochen sowie der russische Gaslieferstopp – trotz erster Gegenmaßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene – einen spürbar bremsenden Effekt auf die Wirtschaft haben. Während die starken

Q2-Wachstumszahlen noch für eine Aufwärtsrevision unserer BIP-Prognose für 2022 von 2,2% auf 2,9% gesorgt hatten, dürfte die im Winter beginnende Rezession zu einem Schrumpfen des realen BIP im Euro-Raum um 0,4% in 2023 führen (in Deutschland: -1,0%). Die Inflation im Euro-Raum wird auch 2023 sehr hoch bleiben, wir gehen nun von einer Rate über 6½% aus. Die EZB hat mit ihrem 75-Basispunkte-Schritt im September den Kampf gegen die Inflation erneut forciert. Wir rechnen bis Jahresende mit zwei weiteren großen Zinsanhebungen der EZB von jeweils 75 Basispunkten. Der Einlagensatz würde bis Ende 2022 dann auf 2,25% steigen. 2023 erwarten wir weitere Schritte der EZB, die den Einlagensatz schließlich auf 3,0% bringen.

An den Staatsanleihemärkten ist die Volatilität zuletzt nochmals gestiegen und bewegt sich auf einem extrem hohen Niveau. Entscheidender Treiber der Renditen waren in den letzten Wochen dabei die – vor allem seit dem Jackson Hole-Symposium – aufwärts gerichteten Zinserwartungen, die zu höheren Realrenditen geführt haben. Die mittelfristigen Inflationserwartungen blieben in den letzten Wochen dagegen trotz hoher aktueller CPI-Raten tendenziell gedämpft. Wir rechnen damit, dass die 10-jährige Treasury-Rendite zunächst bei hoher Volatilität nahe an der 4%-Marke und die 10-jährige Bund-Rendite über der 2%-Marke bleiben wird. Auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten erwarten wir, dass die spürbare Konjunkturabschwächung beiderseits des Atlantik und eine langsam abflauende Inflationsdynamik die Renditen bei langen Laufzeiten moderat dämpfen wird. Die Bund-Zinskurve dürfte sich dabei weiter verflachen, im Bereich 3M/10J ist mit einer deutlichen Inversion der Zinskurve zu rechnen.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-0,3	-0,6	-1,4	1,6	-1,6
Euroraum	-0,1	-0,2	-0,4	3,2	-0,1
USA	-0,1	-0,4	-0,4	1,7	-0,5

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	10,0	6,8	4,2
Euroraum HVPI y/y	9,5	7,0	4,2
USA CPI y/y	7,6	5,7	3,8

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,36	2,50	2,40
10-jährige US-Treasuries	3,80	3,75	3,45

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	0,97	0,99	1,02

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der DekaBank

Wenn etwas „Konjunktur hat“, meint der Volksmund damit, dass es rund läuft. Wir Volkswirte konstatieren derzeit, dass insbesondere schlechte Nachrichten „Konjunktur haben“. Denn ökonomisch läuft es überhaupt nicht rund, wie aktuell der Ausblick des Internationalen Währungsfonds auf die Weltwirtschaft verdeutlicht. Die naheliegenden Ursachen sind die hohen Inflationsraten, Energieknappheit, der weltweite Zinsanstieg, die Corona-Pandemie und der Krieg in der Ukraine. Doch lohnt ein differenzierter Blick in die großen Volkswirtschaften, um nicht zuletzt auch eine Perspektive für die anschließende konjunkturelle Erholung zu gewinnen.

In Europa spielen die Energieversorgung und die energiepreisgetriebenen hohen Inflationsraten die maßgebliche Rolle. In Deutschland gilt es gar, eine Gasmangellage und Rationierungen im Winter zu vermeiden. Viele europäische Regierungen versuchen, die Kaufkraftverluste der privaten Haushalte und die Kostenerhöhungen für die Unternehmen durch staatliche Maßnahmen abzumildern. Dies und die bis dato starke Verfassung der Arbeitsmärkte helfen, uns einen stärkeren Einbruch zu ersparen. Doch eine schwungvolle Belebung der Volkswirtschaften ist weit entfernt. Denn der Umbau im Unternehmenssektor in Richtung Digitalisierung und Nachhaltigkeit sowie die Neuordnung von Lieferketten für Energie und Vorleistungsgüter sind mehrjährige Aufgaben, die zunächst das Wachstum dämpfen.

In den USA stehen die starken Zinsanstiege an erster Stelle der Belastungsfaktoren. Die dortige Inflationsbekämpfung erfolgt als Reaktion auf die hausgemachte finanzpolitische Überstimulierung der US-Wirtschaft im Gefolge der Corona-Krise. Die geldpolitische Straffung zeigt bereits spürbare dämpfende Effekte auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen und im Woh-

nungsbau. Die US-Notenbank wird mit ihrem Leitzins bis zum Jahresende noch weiter in den restriktiven Bereich voranschreiten. Mit der dann gebrochenen Inflationswelle und den ab 2024 erwartbaren Zinssenkungen dürfte die Konjunktur dort angesichts der Flexibilität der US-Volkswirtschaft recht zügig wieder Tritt fassen.

China steht sich mit seiner Null-Covid-Strategie, kaum gelösten Problemen im Immobiliensektor und den demographischen Herausforderungen selbst im Weg und schafft so das selbstgesteckte Wachstumsziel von 5,5 % vorerst nicht. Staatspräsident Xi muss in seiner gerade beginnenden neuen Amtszeit zeigen, wie er demnächst wieder erfolgreich am gemeinsamen Wachstum für seine riesige Bevölkerung arbeiten will. Fügt man alles zusammen, dann wird die Weltwirtschaft nach dem schwachen Winterhalbjahr aus dem Straucheln herauskommen, doch darf man sich keinen Illusionen über den Schwung der konjunkturellen Belebung hingeben. Die noch anstehenden Leitzinserhöhungen der Notenbanken wie auch das lahme Konjunkturszenario sind freilich schon weitgehend an den Kapitalmärkten eingepreist.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-1,1	-1,6	0,43	1,1	-1,9
Euroraum	-1,0	-1,2	0,5	2,6	-1,0
USA	-0,7	-1,4	0,3	1,5	-0,8

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	9,1	6,7	5,5
Euroraum HVPI y/y	9,4	6,5	4,6
USA CPI y/y	9,6	6,2	3,9

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,00	2,10	2,30
10-jährige US-Treasuries	3,90	4,00	4,25

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	0,95	1,00	1,05

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der DZ Bank

Das weltwirtschaftliche Geschehen wird weiterhin von den hohen Inflationsraten und dem restriktiver werden monetären Umfeld bestimmt. In Europa ist die starke Teuerung eng mit der Unsicherheit über die Energieversorgung verwoben. Zahlreiche Regierungen planen die Belastungen für die Verbraucher durch staatliche Hilfspakete einzudämmen. Potenziell können diese den Preisdruck dämpfen und die Rezession abmildern.

Der deutsche „Abwehrschirm“ gegen die steigenden Energiepreise in Höhe von 200 Mrd. Euro hat auf europäischer Ebene viel Aufmerksamkeit und vor allem Diskussion erfahren. Bedenken wurden geäußert, dass ein Alleingang Deutschlands zum Schutz seiner Haushalte und Unternehmen zu Marktverzerrungen führen könnte und dass weniger finanzstarke Mitgliedsstaaten dadurch ins Hintertreffen geraten könnten. Verschiedene Regierungen fordern schon seit längerem einen gemeinsamen europäischen Gas- und Strompreisdeckel. Dabei geht es aber nicht allein um eine Koordination, vielmehr wird immer mehr der Wunsch nach einer gemeinsamen Finanzierung der zur Kostenabfederung erforderlichen Mittel geäußert. Stellvertretend wird hierfür eine Belegung des Corona-Wiederaufbaufonds Next-Generation EU oder das Beispiel des europäischen SURE- Programms diskutiert. Die Diskussion ist derzeit in vollem Gange.

An den Finanzmärkten stellt sich die Frage, wie lange die Notenbanken noch an der Zinsschraube drehen werden. Derzeit bringen die Währungshüter klar zum Ausdruck, den Zinserhöhungskurs weiter entschlossen fortzuführen. Ein geldpolitisches Überschießen der Notenbanken kann im von hoher Unsicherheit geprägten Marktumfeld nicht ausgeschlossen werden. Den Währungshütern dürfte aber auch bewusst sein, dass die bisherigen Leitzinserhöhungen erst nach und nach ihre bremsende Wirkung auf die Realwirtschaft und die Inflation entfalten.

Die EZB wird im Oktober eine weitere Zinsanhebung von 75 Basispunkten vornehmen. Jegliches Zögern könnte der Markt als Mangel an Entschlossenheit interpretieren, was zu höheren Inflationserwartungen und schwächeren Euro-Notierungen führen dürfte. Zum Jahresende sowie Anfang des kommenden Jahres folgen weitere Leitzinsanhebungen, bis der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,75% liegt. Die Notenbank-Oberen scheinen zudem bestrebt, die aufgeblähte Notenbankbilanz zu reduzieren. Aufgrund der TLTRO III-Fälligkeiten im kommenden Jahr wird die Notenbankbilanz schon merklich schrumpfen. Außerdem dürfte die EZB im kommenden Jahr eine schrittweise Verminderung der APP-Reinvestitionen beschließen.

Die Entwicklung der zehnjährigen Bund-Rendite war in den zurückliegenden vier Wochen von beachtlicher Volatilität geprägt. Auch wenn nicht auszuschließen ist, dass die zehnjährige Bundrendite auf kurze Sicht noch etwas höher tendiert, zeigen wir uns skeptisch, dass diese auf Sicht von drei Monaten auf anhaltend hohem Niveau verbleibt. So sollten die Rentenmarktakteure nicht dauerhaft ausblenden können, dass die europäische Wirtschaft in eine ausgeprägte Rezession abrutscht. Der perspektivisch nachlassende Teuerungsdruck spricht unserer Einschätzung nach ebenfalls für eine niedrigere zehnjährige Bundrendite. Die Bund-Kurve wird im Bereich zwischen 2 und 10 Jahren ausgehend vom kurzen Ende deutlich invertieren.

Prognose-Überblick der Helaba

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-0,7	-0,5	0,3	1,5	-0,6
Euroraum	-0,4	-0,3	0,4	3,1	0,2
USA	0,3	-0,1	-0,1	1,8	0,5

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	9,9	6,9	4,4
Euroraum HVPI y/y	9,1	6,2	4,0
USA CPI y/y	7,1	4,8	2,8

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,0	2,3	2,3
10-jährige US-Treasuries	3,7	3,8	3,8

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,00	1,05	1,10

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der Helaba

Die nunmehr zweistellige Inflationsrate im Euroraum stärkt die geldpolitischen Falken im EZB-Rat. Diese haben damit weiterhin gute Argumente, kräftige Zinsanhebungen durchzusetzen. Wir erwarten für die letzten beiden Sitzungen dieses Jahres eine Erhöhung der Leitzinsen um insgesamt einen Prozentpunkt. Der Hauptrefinanzierungssatz würde am Jahresende dann bei über 2 % liegen. 2023 dürfte die EZB das Tempo aber verlangsamen. Für den frühen Jahresverlauf 2023 erwarten wir 2,75 %, was dann für längere Zeit als Gravitationswert für den Zins dienen könnte. Das entsprechende Beispiel ist noch in Erinnerung: Im Zeitraum von 2016 bis Mitte 2022 hielt die EZB zur Deflationsabwehr den Hauptrefinanzierungssatz jahrelang bei 0,0 %.

Ausgehend von steigenden Leitzinsen beiderseits des Atlantiks, der Fed-Leitzins dürfte im kommenden Jahr zumindest bis auf 4,25/4,50 % klettern, ist mit anhaltend erhöhten Kapitalmarktzinsen in den kommenden Quartalen zu rechnen. Im Spannungsfeld zwischen Inflation und Rezession – wir erwarten zum Jahreswechsel 2022 einen spürbaren Rückgang des Bruttoinlandprodukts – werden die Schwankungen dabei vermutlich ausgeprägt bleiben. Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte sich im kommenden Jahr merklich über der 2 %-Marke einpendeln, der entsprechende Swapsatz oberhalb der 3 %-Marke.

Betrachtet man die Einflussfaktoren auf die Anleihekurse, so ergibt sich derzeit ein eindeutiges Bild: Die höchste Korrelation 10-jähriger Bundesanleihen zeigt sich bei den geldpolitischen Zinserwartungen. Auf dem zweiten Platz folgen die Inflationserwartungen. Damit liegen die Risiken derzeit eher auf der Seite zu moderater Renditeprognosen. Grund hierfür könnten insbesondere hartnäckig hohe Inflationsraten sein. Eine untergeordnete Rolle spielen dagegen die Konjunkturerwartungen, obwohl die Energiekrise einen historischen Schock für die Wirtschaft darstellt. Das Dilemma, in dem sich die Geldpolitik befindet sowie die Spannungen im EZB-Rat, dürften eher noch größer werden.

Prognose-Überblick der LBBW

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-1,0	-1,1	-0,2	1,4	-1,5
Euroraum	-0,8	-0,6	-0,1	2,9	-0,8
USA	-0,4	0,2	0,2	1,5	0,5

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	11,0	9,0	6,5
Euroraum HVPI y/y	10,5	8,5	6,2
USA CPI y/y	7,0	5,0	3,8

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,20	2,50	2,10
10-jährige US-Treasuries	4,00	4,25	3,85

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	0,93	0,90	0,95

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung der LBBW

So schwierig war die Lage in den zurückliegenden 75 Jahren in Deutschland selten. Die Inflation ist zweifellos! Auf Rekordhöhen getrieben, vorrangig von den Energiepreisen im Kielwasser des Ukraine-Kriegs, zunehmend auch von anderen Warengruppen. Dabei dürfte der Hochpunkt der Inflation erst noch vor uns liegen. Die Konjunktur trübt sich im Monatsrhythmus ein. Praktisch alle Frühindikatoren fallen, die Rezession rückt näher. Speziell für den privaten Verbrauch ist ein erheblicher Rückgang zu erwarten; ein tiefer Fall der Konsumklimas auf absolute Allzeittiefs spricht für sich.

Die Reaktion der Wirtschaftspolitik verunklart das Lagebild. Die Geldpolitik bremst, zwar spät, dafür aber umso heftiger. Bis ins kommende Frühjahr hinein dürfte die EZB ihren Hauptrefisatz anheben, auf dann 3,50% und damit auf ein Niveau, das zuletzt 2008 zu sehen war. Die Fiskalpolitik ist expansiv. Die kleinste Recheneinheit in Deutschland sind inzwischen 100 Mrd. Euro. Allen ist bewusst: Ein Absturz der ins Trudeln geratenen Konjunktur ist nur zu vermeiden, wenn Energierationierungen unterbleiben, insbesondere eine Gasrationierung. Es steht ein Balanceakt an: auf der einen Seite notwendige Energieeinsparungen, wofür Preissignale wirksamer sind als moralische Appelle; auf der anderen Seite der Zwang, Industrie und private Haushalte vor existenzgefährdenden Härten zu schützen. Bei alledem: Auch mit staatlichem „Airbag“ wird Industrie, Bau, Handel, Handwerk und Haushalte ein massiver Anstieg der Energiepreise treffen. Schon trüben sich etwa die Zahlen für die Bauwirtschaft ein, lange Jahre auf der Sonnenseite der Konjunktur.

Was spricht gegen eine Rezession? Die Industrie sitzt auf einem Berg an Aufträgen. Auf dem aktuellen Produktionsniveau könnte sie hiermit acht Monate produzieren. Hilfreich ist eine zu beobachtende Entspannung der Lieferketten, nachdem Corona an Schrecken verloren hat, wenngleich nicht in China. Stützend wirkt zudem ein stabiler Arbeitsmarkt, in Deutschland wie im

Euroraum insgesamt. Auch ist die Entwicklung in den Vereinigten Staaten zu nennen. Ungeachtet kräftiger Zinserhöhungen durch die Fed hält sich die Konjunktur dort bislang wacker. Hier wirkt sich nicht zuletzt ein hoher Grad der Energiesicherheit in Nordamerika aus. Die Vereinigten Staaten könnten im kommenden Jahr zu einem Zugpferd der außenhandelsorientierten Industrie im Euroraum werden. Ein schwacher Euro verleiht hier zusätzlichen Schub.

Mal tiefe Rezession, mal schnelle Erholung: Ein schneller Wechsel in den Erwartungen schlägt sich am Markt für Bundesanleihen in einem Zickzack des Renditeverlaufs nieder. Vor Jahresfrist lag die Rendite 10jähriger Bundesanleihen unter Null. Inzwischen ist sie auf mehr als 2,30% gestiegen. Schnelle Bewegungen um 50 und mehr Basispunkte rauf oder runter sind aktuell die Norm. Das nun erreichte Renditeniveau ist das höchste seit elf Jahren. Angesichts des Trends und der Volatilität mag die Prognose zwar kühn erscheinen, aber wir sehen den Spielraum für weitere nachhaltige Anstiege begrenzt. Wir erwarten, dass die EZB 2023 nur im ersten Quartal die Zinszügel weiter anzieht. Danach wird sie nach unseren Vorausschätzungen über den Rest des Jahres stillhalten. Für die Vereinigten Staaten könnte der Markt derweil, im Zeichen fallender Inflationsraten, in der zweiten Hälfte 2023 auf Zinssenkungen wetten – und damit den Renditeanstieg auch hierzulande zügeln.

Prognose-Überblick der NordLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	2022	2023
Deutschland	-0,7	-0,8	0,2	1,5	-1,1
Euroraum	-0,4	-0,4	0,3	3,2	0,2
USA	0,0	0,5	0,4	1,6	0,4

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	10,5	9,8	5,7
Euroraum HVPI y/y	10,0	8,7	6,0
USA CPI y/y	7,0	4,3	2,4

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,4	2,5	2,4
10-jährige US-Treasuries	3,8	3,7	3,5

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,00	1,03	1,05

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der NordLB

Mit Blick auf die USA hält das aktuelle Inflationsumfeld die Fed noch eindeutig unter Zugzwang. Das gestiegene Zinsniveau scheint zunehmend aber zu einem Problem für potentielle Hauskäufer zu werden. Die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren hat sich mit der gegen verstärkte Inflationsgefahren kämpfenden Fed recht nachhaltig oberhalb der Marke von 3,50% stabilisiert. Die jüngsten Inflationsdaten haben sogar den Wert von 4,00% in den Fokus gerückt. Bei den Hypothekenzinsen mit Laufzeit von 30 Jahren ist entsprechend die Marke von 7,00% im Blickfeld. Angesichts der hohen Hauspreise werden die aktuellen Entwicklungen beim Renditeniveau zunehmend zu einem signifikanten Belastungsfaktor für den US-Immobilienmarkt; kurzfristig sind hier wohl keine positiven Nachrichten zu erwarten. In der Tat könnten sich in den kommenden Monaten sogar durchaus Belastungen für den Arbeitsmarkt ergeben, weil die US-Bauwirtschaft ihre Personalplanung an das für sie nun eher schwierige Umfeld anpassen dürfte. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass sich die Beschäftigungssituation in den Vereinigten Staaten aktuell noch sehr freundlich präsentiert. Genau dieses Faktum ist ein Grund für die noch zu erwartenden weiteren Zinsanhebungen der Fed, welche über höhere Kapitalmarktrenditen auch zu neuen Belastungen für den US-Immobilienmarkt führen werden. Angesichts des aktuellen Inflationsumfeldes sollte das FOMC zunächst noch unter Zugzwang bleiben, zumal die weiterhin hohen Immobilienpreise über ansteigende Mieten auch einen Einfluss auf die Konsumentenpreise haben sollten.

Die EZB hat im September erstmals in ihrer Geschichte die Leitzinsen um 75 Basispunkte angehoben. Die Falken im EZB-Rat hatten auf der Tagung in Jackson Hole den geldpolitischen Kurs frühzeitig abgesteckt. Wegen des verschlechterten Inflationsumfeldes plädieren viele Ratsmitglieder erneut für einen „Jumbo-Zinsschritt“ und kanalisieren entsprechend die Markterwartungen. Eine Rücknahme des Straffungstempos käme zu früh und würde wohl auch als zögerlich interpretiert

werden. Zweifel an ihrer Entschlossenheit zur Bekämpfung der hohen Inflation wollen und dürfen die Währungshüter aber nicht aufkommen lassen. Das steigende Rezessionsrisiko wird aus geldpolitischer Sicht von dem Inflationsdruck dominiert. Die Projektionen der EZB für 2022 (8,1%) und 2023 (5,5%) dürften die aktuelle Preisdynamik noch immer unterschätzen, im September kletterte die HVPI-Inflationsrate auf 10,0% Y/Y. Zwar bleiben Energiepreise ein wichtiger Treiber der Inflation, aber auch die Kernrate zieht weiter an und verdeutlicht die Breite des aktuellen Inflationsprozesses. Die jüngsten Erleichterungen an den Gasmärkten haben zwar sinkende Marktpreise bewirkt, der vergangene Preisimpuls ist aber bei weitem noch nicht vollständig auf der Verbraucherpreisebene angekommen. Von staatlichen Maßnahmen (z.B. Gaspreisbremse) können je nach Ausgestaltung und Kalibrierung nennenswerte Effekte auf die gemessene Inflationsrate ausgehen. Der Hochpunkt der Inflation dürfte im September aber noch nicht erreicht worden sein. Daher ist mit weiteren entschlossenen Zinsschritten für die nächsten EZB-Sitzungen zu rechnen. Für Oktober zeichnet sich eine Zinsanhebung um erneut 75 Basispunkte ab, im Dezember mindestens weitere 50 Basispunkte. Damit wäre etwa ein neutrales Leitzinsniveau erreicht, aber sicher noch nicht die Terminal Rate in diesem Zinserhöhungszyklus. Wir rechnen mit weiteren, aber dann moderateren Zinsanhebungen auch im Jahr 2023. Entsprechend kräftig haben die Kapitalmarktzinsen im Euroraum in den vergangenen Wochen angezogen.



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

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

Redaktion: Sandra Malter-Sander
Stand: 17. Oktober 2022