

Kapitalmarktprognose

NOVEMBER 2023







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick	4
Markteinschätzungen und Präsentationen	
NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale	6
DZ Bank	8
BayernLB	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	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
BayernLB	-0,4	0,5	0,4	0,6	2,1	0,9
DekaBank	-0,3	0,6	0,5	1,0	2,3	1,3
DZ BANK	-0,4	0,5	0,4	0,8	2,4	1,5
Helaba	0,0	1,3	0,5	1,3	2,3	1,3
LBBW	-0,2	0,5	0,5	1,0	2,4	1,0
NORD/LB	-0,4	0,8	0,5	1,0	2,3	1,4

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	3,3	3,0	2,9	3,4	3,4	2,6	3,1	3,0	2,4
DekaBank	3,4	3,2	2,8	3,4	3,1	2,4	3,0	2,9	2,4
DZ BANK	3,0	3,3	2,9	2,8	3,0	2,7	3,6	3,2	2,9
Helaba	3,9	2,9	3,1	3,2	2,9	3,0	3,1	3,0	2,3
LBBW	3,4	2,6	1,8	3,6	3,2	2,2	2,9	2,7	2,1
NORD/LB	3,2	2,5	2,6	3,3	2,7	2,5	3,4	3,0	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	2,80	2,60	2,50	4,75	4,20	3,90
DekaBank	2,75	2,75	2,65	4,40	4,05	3,70
DZ BANK	2,50	2,50	2,25	4,50	4,00	3,60
Helaba	2,80	2,70	2,30	4,50	4,40	4,00
LBBW	2,65	2,40	2,25	4,50	4,10	3,85
NORD/LB	2,70	2,60	2,50	4,30	4,00	3,70

3) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,05	1,08	1,12
DekaBank	1,07	1,08	1,11
DZ BANK	1,06	1,10	1,12
Helaba	1,05	1,10	1,10
LBBW	1,06	1,08	1,10
NORD/LB	1,07	1,08	1,09

Prognose-Überblick der NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	0,0	0,2	0,3	-0,4	0,8
Euroraum	0,1	0,3	0,3	0,5	1,0
USA	-0,1	0,0	0,4	2,3	1,4

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,70	2,60	2,50
10-jährige US-Treasuries	4,30	4,00	3,70

Wechselkurs

	2 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) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Die Eurozone steckt in einer konjunkturellen Schwächephase fest. Das reale BIP fiel im dritten Quartal 2023 nach erster Schätzung im Euroraum ebenso wie in Deutschland um -0,1% Q/Q. Zugleich wurde das Wachstum der Vorquartale geringfügig nach oben revidiert. Damit befand sich Deutschland im vergangenen Winter nun doch nicht in einer technischen Rezession. Gleichwohl ist derzeit noch keine konjunkturelle Belebung in Sicht. Zumindest haben sich aber die wichtigsten Früh- und Stimmungsindikatoren zuletzt etwas verbessert, der ifo-Geschäftsklimaindex legte nach fünf Rückgängen in Folge im Oktober erstmals wieder zu. Die Indikatoren notieren jedoch auf historisch niedrigen Niveaus, so dass bislang bestenfalls von einer Bodenbildung gesprochen werden kann. Dabei greift die Schwäche der Industrie zunehmend auf den Dienstleistungssektor über. Der zuletzt deutliche Inflationsrückgang macht jedoch Hoffnung auf eine Stärkung des Privaten Konsums im kommenden Jahr dank einer positiven Reallohnentwicklung. In Deutschland ist die Inflationsrate (VPI) im Oktober auf 3,8% Y/Y, beim HVPI sogar auf 3,0% Y/Y gefallen. In der Eurozone insgesamt fiel die Teuerungsrate zuletzt auf 2,9% Y/Y. Optimistisch stimmt dabei auch, dass auf den Vorstufen (Import-, Produzenten- und Großhandelspreise) im Jahresvergleich inzwischen deutliche Rückgänge zu verzeichnen sind. Auch die von der EZB besonders beachtete Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) gab auf nun 4,2% Y/Y nach, der binnenwirtschaftliche Preisdruck ist damit aber noch immer zu hoch. Die EZB zeigte sich dennoch auf ihrer letzten Sitzung zufrieden mit der aktuellen Preisentwicklung und der Wirkung ihrer Geldpolitik. Entsprechend verzichteten die Währungshüter erwartungsgemäß auf eine weitere Leitzinserhöhung. Angesichts der zuletzt positiveren Inflationsentwicklung und zugleich gestiegenen Abwärtsrisiken für die Konjunktur dürften die Leitzinsen damit ihren Gipfel in diesem Zinserhöhungszyklus erreicht haben. Die weitere geldpolitische Diskussion wird sich darum drehen, wie lange die Leit-

zinsen auf dem gegenwärtigen Niveau gehalten werden. Anzeichen für eine baldige Lockerung sehen wir zum jetzigen Zeitpunkt nicht, erst Mitte 2024 dürfte sich für moderate Zinssenkungen das Fenster öffnen.

Die jüngst gemeldeten Daten zum US-BIP haben fast alle Beobachter mit einem Zuwachs von beachtlichen 4,9% (ann.) positiv überraschen können. Es handelt sich um noch sehr revisionsanfällige vorläufige Zahlen – der private Verbraucher scheint aber wirklich nachhaltig zum Wachstum in den USA beigetragen zu haben. An diesem Bild dürften auch mögliche Datenrevisionen kaum mehr etwas ändern. Die hohen Zinsen und andere Belastungsfaktoren werden nun allerdings zunehmend zu einem Problem; so hat sich der ISM PMI Manufacturing zuletzt klar abgeschwächt und notiert im Oktober bei lediglich noch 46,7 Punkten. Erwartungsgemäß hat das FOMC die Fed Funds Target Rate anlässlich der jüngsten Notenbanksitzung nicht verändert. Die Geldpolitiker in Washington halten das Bedrohungsszenario Leitzinssenkung zwar für den Moment noch etwas aufrecht, würden aber wohl nur noch im Angesicht von größeren Überraschungen bei der US-Inflationsentwicklung wirklich handeln wollen. Dieses Zinsumfeld ist nicht mehr sonderlich hilfreich für den US-Dollar.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	-0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,5
Euroraum	0,0	0,2	0,4	0,4	0,8
USA	0,3	0,2	0,2	2,4	1,5

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,50	2,50	2,25
10-jährige US-Treasuries	4,50	4,00	3,60

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,06	1,10	1,12

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose DZ Bank

Das Statistische Bundesamt meldete zuletzt, dass die deutsche Wirtschaft nicht nur im dritten Quartal 2023 leicht geschrumpft ist (-0,1% Q/Q), sondern dass sie auch in den vier Quartalen vorher per Saldo kein Wachstum erzielen konnte. Seit dem Frühjahr 2022 herrscht also bereits Stagnation in Deutschland. Die nach wie vor hohe Inflation und die gestiegenen Zinsen dämpfen die Nachfrage ebenso wie die schwache Weltkonjunktur. Die leichten Aufhellungen in den Umfragen von ifo und ZEW im Oktober sind aber zumindest erste Lichtblicke. Die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum hat sich seit Ende letzten Jahres mehr oder weniger seitwärts entwickelt. Es herrscht Stagnation, und eine echte Erholung ist noch nicht abzusehen. Wir erwarten zwar für das kommende Jahr eine gewisse Aufhellung des Ausblicks (Euro-Raum und Deutschland), der konjunkturelle Schwung dürfte 2024 aber äußerst verhalten bleiben. Die Inflationsrate im Euro-Raum ist im Oktober deutlich von 4,3% (J/J) auf 2,9% (J/J) gesunken. Der anhaltende Inflationsrückgang ist eine gute Nachricht, er ist aber zu einem großen Teil auf die hohe Volatilität der Energiepreise zurückzuführen. Die Preise für Nahrungsmittel und Dienstleistungen steigen zwar langsamer, aber immer noch kräftig. In Deutschland liegt sowohl die Gesamtinflationsrate als auch die Kernrate auf einem anhaltend erhöhten Niveau. Unter Ausschluss der Mieten verteuerten sich die Dienstleistungen in Deutschland zuletzt recht deutlich. Das dürfte ein Hinweis auf stärkeren Lohndruck sein. Ab Dezember sollte zwar ein Basiseffekt die Teuerungsrate etwas erhöhen, insgesamt wird der Preisdruck im kommenden Jahr aber weiter nachgeben.

Nach zehn Zinserhöhungen in Folge hat die EZB zuletzt eine abwartende Haltung eingenommen. An der Zins-schraube wird wohl nicht weiter gedreht. Zwar ist die Inflationsrate immer noch deutlich zu hoch, die geldpolitische Ausrichtung ist mittlerweile aber als restriktiv einzuschätzen. Das zeigt sich etwa an den Umfragen zur Kreditvergabe der Banken oder mit Blick auf den Immobilienmarkt, der vielerorts fast stillsteht. Außerdem sprechen ein unsicheres internationales Umfeld und weithin

bestehende Risiken im Hinblick auf die Energiepreise für ein Abwarten. Es dürfte somit eine längere Phase konstanter Leitzinsen angebrochen sein. Wir erwarten die erste Leitzinssenkung erst im vierten Quartal 2024. Für die EZB kommt es nun darauf an, vorzeitigen Zinssenkungsfantasien der Märkte entgegenzutreten. Darauf dürften sich die Notenbanker in ihrer Kommunikation in den kommenden Monaten konzentrieren. Denn auch ohne weitere Zinsanhebungen stehen Instrumente zur Verfügung, um die Geldpolitik weiter zu straffen. So gibt es am Markt Spekulationen, dass die EZB ihr Regelwerk anpassen und hierüber eine weitere Straffung der Geldpolitik sowie eine Reduktion der Zinskosten in Erwägung ziehen könnte. Hierfür gibt es mehrere Möglichkeiten: Reduzierung der APP-Bestände, Reduzierung der PEPP-Reinvestitionen, Erhöhung der Mindestreserveanforderungen oder ein Reverse-Tiering. Auf Sicht der nächsten drei Monate erwarten wir einen leichten Rückgang der deutschen Zehnjahresrenditen auf ein Niveau von 2,50%. Einem weiteren Renditeanstieg dürfte vor allem die schwache Konjunktur entgegenstehen. Zudem rechnen wir in den kommenden Monaten mit rückläufigen Inflationsraten, was die Abwärtsbewegung der Renditen unterstützen sollte. Auf Sicht von sechs Monaten dürfte sich der Rentenmarkt seitwärts bewegen. Weitere Renditerückgänge halten wir erst dann wieder für wahrscheinlich, wenn die EZB die Leitzinsen senkt.

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	-0,3	0,0	0,4	-0,4	0,5
Euroraum	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,6
USA	0,1	-0,1	0,1	2,1	0,9

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	3,3	3,0	2,9
Euroraum HVPI y/y	3,4	3,4	2,6
USA CPI y/y	3,1	3,0	2,4

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,80	2,60	2,50
10-jährige US-Treasuries	4,75	4,20	3,90

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,05	1,08	1,12

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

Bis zuletzt zeigte sich das Bild einer dynamischen US-Konjunktur, einer holprigen Erholung in China und einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in Europa, insbesondere in Deutschland. Mit dem Krieg im Nahen Osten könnte es nach Corona und dem Ukraine-Krieg jedoch zum dritten Schock für die Weltwirtschaft binnen vier Jahren kommen, für dessen Eindämmung nur noch begrenzter fiskalischer Spielraum besteht. Der schon im August begonnene Anstieg der Rohölpreise hat sich nach dem Angriff der Hamas auf Israel zwar nur temporär fortgesetzt, es bleiben aber Risiken einer Eskalation und eines erneuten Ölpreisanstiegs. Im Umfeld einer hartnäckig hohen Kerninflation besteht dann die Gefahr, dass der Rückgang der Inflation zum Erliegen kommt. Während die Hürde für zusätzliche Zinserhöhungen bei der Fed und vor allem bei der EZB recht hoch sind, könnte dies zu einer weiteren Verschiebung der ersten Zinssenkungen nach hinten führen. Dies stellt derzeit aber nur ein Risikoszenario dar.

In unserem Basisszenario erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2024 Wachstumsraten von 0,9% in den USA und 0,6% im Euro-Raum nach 2,1% bzw. 0,4% im laufenden Jahr. Bei der US-Konjunktur, die sich im dritten Quartal nochmals sehr dynamisch entwickelte, rechnen wir mit einer spürbaren Abschwächung im Winterhalbjahr, wobei ein nicht auszuschließender „Government-Shutdown“ im November einen zusätzlichen Risikofaktor darstellt. Auf der Inflationsseite setzt sich der Disinflationstrend weiter fort, bis zu den Zielmarken von Fed und EZB ist aber noch ein weiter Weg zu gehen. Im Jahresdurchschnitt 2024 rechnen wir mit einem Anstieg der Verbraucherpreise von 3,0% in den USA und 3,2% im Euro-Raum nach geschätzt 4,1% bzw. 5,6% im laufenden Jahr. Nachdem Fed und EZB bei ihren jüngsten geldpolitischen Sitzungen wie erwartet nicht mehr weiter an der Zinsschraube gedreht haben, gehen

wir vor dem Hintergrund der für das Winterhalbjahr erwarteten US-Konjunkturabkühlung, der schwachen Euro-Raum-Konjunktur und der anhaltend rückläufig erwarteten Inflation von keinen weiteren Zinsanhebungen in den USA und im Euro-Raum aus. Das Zinsplateau dürfte aber vor allem im Euro-Raum länger andauern als derzeit vom Markt erwartet. So rechnen wir mit einer ersten Zinssenkung der Fed im Juni 2024 und der EZB erst im Dezember 2024.

Die längerfristigen Kapitalmarktzinsen haben zuletzt wieder spürbar korrigiert, nachdem die 10-jährige Treasury-Rendite die 5%-Marke und die 10-jährige Bund-Rendite die 3%-Marke touchiert hatten und damit auf Mehrjahreshochs gestiegen waren. Eine Reihe von Faktoren war für den Aufwärtsschub der längerfristigen Renditen ursächlich. Hierzu zählten die robuste US-Konjunktur, die „higher for longer“-Signale der Fed im Sommer, die Diskussion um die Höhe des neutralen Zinses, hoher Finanzierungsbedarf bei fortgesetztem Quantitative Tightening, die Frage der Schulden Tragfähigkeit der USA durch erhöhte Finanzierungskosten bei anhaltend hohen Haushaltsdefiziten sowie Renditeaufwärtsimpulse durch die Lockerung der Zinskurvenkontrolle der Bank of Japan. Vor allem die drei letztgenannten Faktoren dürften den Anleihemarkt noch länger belasten und für eine höhere Laufzeitprämie sorgen. Wir gehen aber davon aus, dass der Leitzinszyklus mit den ersten Zinssenkungen 2024 und ein noch anhaltender Rückgang der Inflation den Renditepfad mittelfristig wesentlich bestimmen werden. Dementsprechend rechnen wir auf Sicht von zwölf Monaten von den im Oktober erreichten Hochs mit rückläufigen Staatsanleiherenditen. Am kurzen Ende der Renditekurve dürfte der Rückgang dabei ausgeprägter erfolgen als am langen Ende. Wir erwarten infolgedessen eine bullische Kurvenversteilung. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen prognostizieren wir in zwölf Monaten mit 2,5%, 10-jährige Treasuries sollten dann mit 3,9% rentieren.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	-0,1	0,2	0,4	-0,3	0,6
Euroraum	0,2	0,3	0,4	0,5	1,0
USA	0,0	0,0	0,3	2,3	1,3

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	3,4	3,2	2,8
Euroraum HVPI y/y	3,4	3,1	2,4
USA CPI y/y	3,0	2,9	2,4

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,75	2,75	2,65
10-jährige US-Treasuries	4,40	4,05	3,70

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,07	1,08	1,11

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

Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB haben innerhalb eines guten Jahres ihre Leitzinsen massiv angehoben, um die viel zu hohen Inflationsrisiken wirksam zu bekämpfen. Nun scheint es, als ob sie für's Erste zufrieden wären mit ihrer Vollbremsung. Bei den jüngsten Zinsentscheidungen haben sich beide Notenbanken für unveränderte Leitzinsen ausgesprochen. Das Zinsplateau scheint erreicht zu sein. Warum „Zinsplateau“ und nicht „Zinsgipfel“? Weil vieles darauf hindeutet, dass die Leitzinsen in beiden Währungsräumen noch für geraume Zeit hoch bleiben werden.

Ein wichtiger Grund für dieses „high for longer“ ist die Tatsache, dass es bislang trotz der vehementen Zinsanstiege zu keiner Rezession gekommen ist. Weder in den USA noch in Euroland. Es ist einerseits erfreulich, wenn die restriktive Geldpolitik keine Rezession verursacht und die Volkswirtschaften so robust auf die widrigeren Bedingungen reagieren. Andererseits steigt damit das Risiko, dass die Inflationsraten die Inflationsziele der Notenbanken ohne Rezession nicht erreichen. Es wäre fatal, wenn die Inflationsraten im Bereich von 3 % bis 4 % verharren würden, denn dann würden die Notenbanken in ihrer Politik unglaubwürdig.

Somit ist klar, dass baldige Leitzinssenkungen unrealistisch sind. Damit würden die Notenbanken ihren Ruf als Hüter der Geldwertstabilität riskieren. Oder wird vielleicht doch eine Rezession kommen, die ein schnelles Umsteuern ermöglicht? Schaut man auf die Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes, dann ist ein

frostiges Winterhalbjahr für die Konjunktur durchaus denkbar. Auch die Verunsicherung durch den Überfall der Hamas auf Israel und den daraus entstandenen Konflikt im Nahen Osten, die Ängste wegen eines erneuten starken Anstiegs des Ölpreises, die enttäuschende Dynamik der chinesischen Wirtschaft – dies alles sorgt zurzeit für wenig Optimismus.

Und doch bleibt unsere Diagnose bestehen, dass die Wirtschaft in den USA und in Euroland erstaunlich robust bleibt. Anhaltend niedrige Arbeitslosigkeit, steigende verfügbare Einkommen und rückläufige Inflationsraten bestärken uns trotz des widrigen Umfelds in der Erwartung, dass im Winterhalbjahr das Wachstum in den großen Wirtschaftsräumen lahm bleibt, es aber nicht zu einer spürbaren Schrumpfung der Wirtschaftsleistung kommt. Insofern bleibt zwar eine hohe Nervosität an den Aktien- wie auch an den Rentenmärkten, aber es zeichnen sich keine starken Bewegungen ab. Weder nach unten noch perspektivisch nach oben. Erst die Aussicht auf sinkende Leitzinsen, die im Lauf des Jahres 2024 konkreter werden wird, dürfte den Aktien- und den Rentenmärkten wieder neuen Schwung verleihen. Bis dahin heißt es, Ruhe zu bewahren und darauf zu achten, dass das eigene Portfolio breit gestreut aufgestellt ist, um für alle Eventualitäten gerüstet zu sein.

Prognose-Überblick der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	0,3	0,5	0,4	0,0	1,3
Euroraum	0,3	0,5	0,5	0,5	1,3
USA	0,0	-0,1	0,3	2,3	1,3

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	3,9	2,9	3,1
Euroraum HVPI y/y	3,2	2,9	3,0
USA CPI y/y	3,1	3,0	2,3

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,80	2,70	2,30
10-jährige US-Treasuries	4,50	4,40	4,00

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,05	1,10	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 – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Im Jahresdurchschnitt 2024 dürfte das Wachstum der Weltwirtschaft in etwa so hoch ausfallen wie im Vorjahr. Die US-Wirtschaft legt aber vermutlich nur 1,3 % zu, nach 2,3 % im Vorjahr. Dieser Durchschnitt verbirgt aber die anziehende Dynamik in den wichtigsten Märkten einschließlich China im Verlauf des Jahres. Das Verarbeitende Gewerbe dürfte sich weltweit erholen. Davon wird Deutschland mit seinem überdurchschnittlichen Industrieanteil profitieren. So sollte das Wirtschaftswachstum mit 1,3 % immerhin den Durchschnitt des Euroraums erreichen.

Die Inflation wird sich auf beiden Seiten des Atlantiks wahrscheinlich weiter abschwächen. Nennenswerte Entlastungen von den Energiepreisen – wie im Jahr 2023 – sind zwar nicht zu erwarten. Der anhaltende Rückgang der Kernraten dürfte aber die Gesamtteuerung drücken. Die Inflationsziele der Notenbanken rücken näher, werden aber noch nicht ganz erreicht. Der nachlassende Inflationsdruck eröffnet den Notenbanken gleichwohl geldpolitischen Spielraum.

Um die Konjunktur nicht zu stark zu dämpfen, dürfte die US-Notenbank im Sommer auf einen graduellen Zinssenkungskurs einschwenken. Dieser wird aber in Tempo und Ausmaß nicht mit den letzten Zinszyklen vergleichbar sein. Bis Ende 2024 ist mit einem moderaten Rückgang des Zielkorridors um 50 Basispunkte auf 4,75 % bis 5,00 % zu rechnen. Auch der Refinanzierungssatz der EZB hat mit 4,5 % ein Niveau erreicht, das die Finanzierungsmöglichkeiten von Privatpersonen, Unternehmen und Staat spürbar einschränkt. Bewegt sich die Inflation weiter in Richtung der EZB-Zielmarke von 2 %, dürften die Währungshüter nicht zögern, einen vorsichtigen Zinssenkungskurs einzuschlagen. Bis Ende 2024 sollte ein Niveau von 4,0 % für den Refinanzierungssatz und 3,5 % für den Einlagensatz erreicht werden.

Sinkende Inflationsraten und eine Leitzinswende geben den Rentenmärkten positive Impulse. Erfahrungsgemäß bieten solche Phasen ein günstiges Umfeld. Bei zwölf vergleichbaren Konstellationen am deutschen Rentenmarkt seit Mitte der 50er Jahre kam es in elf Fällen zu Renditerückgängen bei Bundesanleihen. Ein ähnliches Bild zeigt die Analyse für den US-Rentenmarkt. Hier wurden die Renditehöchststände häufig vor dem Erreichen des Leitzinsgipfels bzw. zu Beginn eines Leitzins-Plateaus markiert. Insofern dürften die jüngsten Renditespitzen in den USA und bei Bundesanleihen das zyklische Hoch markieren. Eine inverse US-Zinsstrukturkurve war in der Vergangenheit zudem ein zuverlässiger Indikator dafür, dass die Renditen zumindest auf ihrem Niveau verharren, tendenziell aber wieder sinken. Der Abbau der Wertpapierbestände der Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher Emissionstätigkeit begrenzt allerdings das Ertragspotenzial von Renten. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte Ende 2024 bei 2,3 % notieren. Unterstützung ist vom US-Rentenmarkt zu erwarten. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen wird sich gegen Jahresende vermutlich wieder der 4 %-Marke nähern.

Prognose-Überblick der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	2023	2024
Deutschland	-0,2	0,2	0,3	-0,2	0,5
Euroraum	-0,1	0,3	0,3	0,5	1,0
USA	0,2	0,2	-0,2	2,4	1,0

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	3,4	2,6	1,8
Euroraum HVPI y/y	3,6	3,2	2,2
USA CPI y/y	2,9	2,7	2,1

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,65	2,40	2,25
10-jährige US-Treasuries	4,50	4,10	3,85

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,06	1,08	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 LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Für das kommende Jahr scheinen die Themen gesetzt: In den Vereinigten Staaten werden Präsidentschaftswahlen abgehalten. Es scheint nur die Frage zu sein, ob der neue Präsident der alte sein wird oder ein noch älterer. Bei alledem heißt es nicht von ungefähr, dass politische Börsen kurzlebig seien. Vielleicht richtet sich die Aufmerksamkeit der Märkte am Ende wieder stärker auf wirtschaftliche als auf politische Fragen. Denn: Auch in Sachen Konjunktur & Co. ist das Lastenheft gut gefüllt. Deutschland kämpft mit den Fängen einer Rezession. Neuerdings wird sogar grundsätzlich darüber diskutiert, ob der Industriestandort noch eine Zukunft hat. Wenn Deutschland kränkelt, kann der Euroraum nicht gesund sein, zumal es mit Italien ein zweites großes Land mit unbefriedigender ökonomischer Performance gibt – und mit einer, gemessen am BIP, doppelt so hohen Schuldenlast wie Deutschland. Und doch: Es gibt auch gute Nachrichten! Der Arbeitsmarkt ist robust. Zudem ist die Inflation im Euroraum auf dem Rückzug. Die Zielmarke von 2 % ist zwar noch nicht wieder erreicht, aber mit zuletzt 2,9 % scheint sie zum Greifen nahe. Einzig die hohe Kernrate will sich nicht recht ins schöne Bild fügen. Dennoch wird die EZB, ein weiterer trendmäßiger Rückgang der Inflation in den kommenden Monaten vorausgesetzt, Druck verspüren, ihre Geldpolitik zu lockern. Ihr steiler Zinserhöhungspfad seit Mitte 2022 hat manche kalt erwischt. Augenfällig ist dies etwa in der Baubranche. Auch in anderen Teilen der Wirtschaft läuft der Konjunkturmotor untertourig. Rundheraus Sorgen bereitet die private Konsumnachfrage. Die Märkte im Euroraum werden sich die Spekulation auf sinkende Zinsen nicht ausreden lassen.

Jenseits des Atlantiks sieht sich die US-Notenbank einer deutlich anderen Konstellation gegenüber. Die Konjunktur beweist dort bis heute eine Stärke, die ihr vor kurzem nur wenige zugetraut hätten. Die Fed könnte dies bald in Verlegenheit bringen: Auch die Inflation erweist sich als robust, vor dem Hintergrund eines festen Arbeitsmarktes und eines ungebrochenen Trends hoher Lohnkostensteigerungen. Dennoch: Wir sehen den zyklischen Zinsgipfel auch für die Fed erreicht. Letztlich dürften sich Negativfaktoren in den kommenden Quartalen durchsetzen, nicht zuletzt die bisherigen Leizinsanhebungen der Fed, deren ganzes konjunkturdämpfendes Potential sich noch nicht voll entfaltet haben dürfte. So dürfte es kommen wie schon so oft: Die Fed führt den Tanz und senkt die Leitzinsen, die EZB zieht nach. Am langen Ende werden die Märkte dies spätestens ab dem Frühjahr antizipieren, wobei das Abwärtspotenzial der Renditen am US-Markt deutlich größer erscheint als im Euroraum. Die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries, die unlängst an der Marke von 5% gekratzt haben, könnten Ende 2024 wieder unter 4% liegen. Derweil gehen wir für langlaufende Bunds davon aus, dass die Zwei vor dem Komma bestehen bleiben wird. Dies könnte dem Euro zugutekommen, der sich zum Greenback in Richtung 1,10 US-Dollar je Euro befestigen sollte. Immer vorausgesetzt, es zieht nicht wieder ein geopolitischer Schock einen Strich durch diese Rechnung. Zugegeben: Eine Wette hierauf wäre in den vergangenen Jahren noch jedes Mal aufgegangen!

Kontaktinformationen



BayernLB

Manfred Bucher, CFA
Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 089/21 71- 2 17 13
E-Mail: manfred.bucher@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de



DekaBank

Dr. Ulrich Kater
Chefsvolkswirt
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
Chefvolkswirt, 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: Sandra Malter-Sander

Stand: 9. November 2023