

# VÖB Kapitalmarktprognose

MÄRZ 2019







**INHALT**

<b>VÖB-Prognose-Überblick</b>	4
<b>Markteinschätzungen und Präsentationen</b>	
BayernLB	6
DekaBank	8
DZ Bank	10
NordLB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale	12
HCOB – Hamburg Commercial Bank	14
Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale	16
LBBW – Landesbank Baden-Württemberg	18

# Prognose-Überblick

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
BayernLB	0,7	0,8	1,0	1,1	2,5	1,5
DekaBank	1,0	1,6	1,3	1,4	2,3	1,8
DZ BANK	1,0	1,4	1,2	1,3	2,1	1,6
HCOB	0,8	1,5	1,0	1,2	2,1	0,9
Helaba	1,3	1,8	1,4	1,8	2,6	1,8
LBBW	1,1	1,0	1,3	0,8	2,5	2,0
NORD/LB	0,8	1,7	1,1	1,4	2,5	1,7

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

## Preisindizes

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

2) Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

## Renditen

Preisindizes <sup>2</sup>	10-jährige Bundesanleihe <sup>3</sup>			10-jährige Treasury Note <sup>3</sup>		
	2 Monate	6 Monate	12 Monate	2 Monate	6 Monate	12 Monate
BayernLB	0,20	0,40	0,60	2,80	2,90	2,70
DekaBank	0,15	0,25	0,45	2,80	2,85	2,90
DZ BANK	0,20	0,50	0,60	2,75	2,75	2,75
HCOB	0,10	0,20	0,40	2,65	2,60	2,55
Helaba	0,25	0,35	0,60	2,70	2,70	2,70
LBBW	0,30	0,50	0,60	2,75	3,00	2,90
NORD/LB	0,00	0,20	0,40	2,60	2,80	3,00

3) in Prozent

## Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,13	1,17	1,22
DekaBank	1,15	1,17	1,19
DZ BANK	1,15	1,15	1,15
HCOB	1,13	1,15	1,19
Helaba	1,20	1,20	1,25
LBBW	1,13	1,11	1,10
NORD/LB	1,13	1,12	1,15

# Prognose-Überblick der BayernLB

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,3	0,3	0,1	0,7	0,8
Euroraum	0,3	0,3	0,2	1,0	1,1
USA	0,5	0,4	0,4	2,5	1,5

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,6	1,4	1,8
Euroraum HVPI y/y	1,5	1,3	1,6
USA CPI y/y	1,7	1,9	2,2

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,20	0,40	0,60
10-jährige US-Treasuries	2,80	2,90	2,70

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,13	1,17	1,22

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

## Markteinschätzung der BayernLB

Die Wirtschaft in Europa dürfte sich im Frühjahr nochmals erholen. Strukturell belasten allerdings politische Faktoren wie die Brexit-Unsicherheiten und der Handelskonflikt die Konjunktur weiter, weshalb der Rückprall kurzlebig sein dürfte. In Deutschland fällt daher in diesem Jahr wohl das BIP-Wachstum geringer aus als das langfristige Potenzial. 2020 sollte sich das Wachstum im Euro-Raum nochmals verlangsamen, wobei das erste Quartal 2020 wohl das schwächste bildet. Es droht weiterhin keine Rezession, das Konjunkturtempo ist aber deutlich verlangsamt. Mit Wachstumsraten unterhalb des Potenzials und niedrigen Energiepreisen dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) das mittelfristige Inflationsziel weiter verfehlen, wobei zumindest die Kerninflationsrate leicht anziehen dürfte. Im nächsten Jahr wird die Inflation unseres Erachtens allerdings wohl wenigstens auf 1,6 Prozent steigen, was marginal über der Einschätzung der EZB liegt.

Wie die Ankündigung neuer Liquiditätsmaßnahmen (TLTRO-III) und das Versprechen unveränderter Zinsen bis Ende diesen Jahres zeigen, tut sich die EZB nach dem Ende der QE-Nettokäufe schwer, die Geldpolitik zu normalisieren. Daran wird sich auch in den kommenden Jahren wenig ändern. Mit zunehmenden Problemen im Bankensektor durch die Niedrigzinsen erwarten wir jedoch, dass die EZB ab 2021 zaghafte Schritte zur Normalisierung auf der Zinsseite angeht.

In den USA gehen wir weiter von einem soliden ersten Quartal aus. Insgesamt stehen die guten Wirtschaftsdaten jedoch globalen Unsicherheitsfaktoren gegenüber. Die US-Konjunktur wird zunächst noch von dem Anfang 2018 injizierten Fiskalimpuls profitieren. Ab dem zweiten Quartal dieses Jahres läuft der Impuls der Steuerreform allerdings aus, und wir erwarten eine weitere Verschärfung des Handelsstreits mit Europa, was zu einer gesamtwirtschaftlichen Abkühlung führt. Ab 2020 genießt die US-Wirtschaft kein Wachstumsvor-

sprung mehr zu anderen Fortgeschrittenen Ländern. Inflationsseitig erwarten wir, dass sich der Inflationsdruck, der zuletzt abgenommen hat, wieder belebt. Die US-Notenbank Fed dürfte nach der Kommunikation aus der vergangenen Woche eine längere Zinspause einlegen. Denn Powells Äußerungen und die Punktwolke machten deutlich, dass sich die Fed auf dem aktuellen Leitzinsniveau bis auf weiteres wohlfühlt. Nach der in jeder Hinsicht dovishen Fed-Kommunikation ist auch aus unserer Sicht ein weiterer Zinsschritt in diesem Jahr deutlich unwahrscheinlicher geworden.

Mit wieder besseren Konjunkturdaten dürften die Rezessionsängste im zweiten Quartal marktseitig ausgepreist werden. 10-jährige Bundesanleihen sollten dann wieder merklich im positiven Bereich rentieren. Zur Jahresmitte erwarten wir eine Rendite von 0,3 Prozent. Das kurze Ende wird allerdings von der EZB weiterhin festgehalten, weshalb sich die Kurve versteilen sollte. Auch die US-Renditen werden wohl nochmals deutlicher ansteigen, wenn die Zinssenkungserwartungen der Fed ausgepreist werden. Dennoch erwarten wir nicht, dass die zehnjährige US-Rendite nochmals über 3 Prozent steigt.

# Prognose-Überblick der DekaBank

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,5	0,5	0,4	1,0	1,6
Euroraum	0,5	0,4	0,4	1,3	1,4
USA	2,7	2,2	2,3	2,3	1,8

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,4	1,5	2,0
Euroraum HVPI y/y	1,3	1,3	1,7
USA CPI y/y	1,9	2,0	2,3

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,15	0,25	0,45
10-jährige US-Treasuries	2,8	2,85	2,9

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,15	1,17	1,19

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent



## Markteinschätzung der DekaBank

Die wirtschaftliche Schwäche ab dem zweiten Halbjahr 2018 in der Europäischen Währungsunion wurde vor allem durch eine Industrierezession hervorgerufen. Die Entwicklung war zu einem guten Teil auf Deutschland zurückzuführen, wo die Wirtschaft unter der Abschwächung des Welthandels (u. a. aufgrund von Handelsstreitigkeiten), niedrigeren Importen von Anlageinvestitionen aus China sowie den Sonderbelastungen im Automobilsektor aufgrund des geänderten Neuzulassungsverfahrens litt. Zudem lastete auch die Unsicherheit mit Blick auf den Brexit auf der Wirtschaft in der Eurozone. Diese Faktoren werden auch in den kommenden Monaten ihren Einfluss behalten, doch glauben wir angesichts der stabileren Stimmung im Dienstleistungssektor nicht an einen anhaltenden Sinkflug oder gar konjunkturellen Absturz der Wirtschaft in der Eurozone. Stattdessen sehen wir eher eine Seitwärtsbewegung auf geringer „Flughöhe“ (Wellblechkonjunktur), was zwangsläufig bedeutet, dass Sorgen um den Konjunkturverlauf immer wieder aufflackern bzw. nicht dauerhaft verschwinden. Der Spielraum für einen deutlichen Anstieg der Kerninflation bleibt auch aufgrund der strukturellen Veränderungen (u. a. Demographie) begrenzt.

Ähnlich wie andere Marktteilnehmer können auch Zentralbanken die aktuelle Konjunkturlage nur sehr schwer lesen und sie werden damit an der historisch expansiven Geldpolitik festhalten. Ihre Risikowahrnehmung dürfte weiter asymmetrisch sein und der Fokus bleibt auf die Abwärtsrisiken bei Wachstum und Inflation gerichtet. Das Fenster für eine „Normalisierung“ der Geldpolitik und höhere Zinsen hat sich zunächst geschlossen. Dies dürfte selbst für die USA gelten. Die Diskussion um die Möglichkeiten der Geldpolitik in der Zukunft sowie die Frage wie sich die Zielfunktionen der Zentralbanken wandeln (müssen) wird anhalten. Aus

unserer Sicht spricht Vieles dafür, dass Zentralbanken in der Zukunft noch stärker als bisher die Stabilität der Kapitalmärkte im Auge behalten werden.

In diesem Umfeld sehen wir mit Blick auf Bundrenditen zunächst kaum Spielraum für einen anhaltenden Anstieg, selbst wenn die Konjunkturdaten in der Eurozone in den kommenden Monaten die von uns erwartete Stabilisierung zeigen. Angesichts des bei vielen Pensionskassen und Versicherungen vorherrschenden Mismatch der Duration bei Anlagen und Verbindlichkeiten dürften Renditeanstiege weiterhin schnell für Durationskäufe genutzt werden, was die Volatilität niedrig halten sollte. Ein Umfeld äußerst geringer bzw. negativer Renditen bei gleichzeitig niedriger Volatilität sollte die Nachfrage nach Spreadprodukten hoch halten. Erst im zweiten Halbjahr 2019 sehen wir die Möglichkeit moderater Renditeanstiege bei Bundrenditen. Auch von den US-Renditen erwarten wir zunächst kaum Aufwärtsimpulse auch wenn wir die invertierte Renditekurve (3M zu 10J) nicht als Indikator für steigende Rezessionsrisiken sehen.

# Prognose-Überblick der DZ Bank

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,4	0,3	0,3	1,0	1,4
Euroraum	0,3	0,3	0,3	1,2	1,3
USA	0,6	0,6	0,5	2,1	1,6

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,5	1,7	2,5
Euroraum HVPI y/y	1,3	1,4	1,8
USA CPI y/y	1,5	2,0	2,5

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,20	0,50	0,60
10-jährige US-Treasuries	2,75	2,75	2,75

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,15	1,15	1,15

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

## Markteinschätzung der DZ Bank

- Die EZB bleibt expansiv und dürfte den Einlagesatz im ersten Quartal 2020 anheben.
- Heiße Brexit-Phase durch Terminverschiebung um wenige Monate wohl im Juni; Renditen bleiben bis dahin niedrig.
- Die US-Rezessionsängste wurden durch die Zinserhöhungspause erfolgreich gemildert; die Reduktion der Notenbankbilanz wird bald gestoppt.

Nachdem der Finanzmarkt in den zurückliegenden Monaten in erster Linie von erbitterten politischen Streitigkeiten geprägt war, scheint sich zumindest teilweise Kompromissbereitschaft abzuzeichnen. Die US-Politiker kritisieren nicht mehr pauschal die chinesischen Handelspraktiken, sondern suchen das Gespräch. Denn es hat sich gezeigt, dass die Finanzmärkte die Konflikte zwischen Washington und Peking nicht gutheißen. Verfahren ist dagegen die Situation in Sachen Brexit, in der derzeit fast nichts ausgeschlossen werden kann. Die Märkte zeigen sich entsprechend belastet. Bei einer Verlängerung der Verhandlungen haben die politischen Parteien die Möglichkeit, gesichtswahrende Kompromisse zu finden. Andere politische Konflikte könnten hingegen erneut aufflammen oder zumindest weiter schwelen. So besteht weiterhin das Risiko neuer Haushaltsstreitigkeiten zwischen Italien und der EU und dass den spanischen Neuwahlen die Probleme mit Katalonien wieder offen zu Tage treten.

Wir hatten schon keine Veränderung des Leitzinses auf Sicht von zwölf Monaten prognostiziert, bevor die EZB in ihrer Forward Guidance das Versprechen gegeben hat, den Hauptrefinanzierungssatz bis zum Ende des Jahres unverändert zu lassen. Die Änderung dieses Passus veranlasst uns jedoch dazu, die Anhebung des

Einlagesatzes nun erst Anfang 2020 zu erwarten. Gleichzeitig sind die neu angekündigten Liquiditätsgeschäfte der EZB unseres Erachtens notwendig, um das Nachlassen der Konjunkturdynamik nicht noch zu verstärken. Diese Maßnahmen (Details stehen noch aus) sollten ausreichen, um der derzeitigen konjunkturellen Delle zu begegnen. So rechnen wir im Verlauf des Jahres mit einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung. Vor diesem Hintergrund erwarten wir seitens der EZB keine weiteren geldpolitischen Beschlüsse in diesem Jahr.

Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir anhaltend niedrige Bundrenditen. Ursache hierfür ist, dass bei einer Verschiebung der Brexit-Verhandlungen bis Ende Juni die Unsicherheiten bis dahin hoch bleiben dürften. Sollte sich das Parlament dann für einen geregelten Austritt Großbritanniens aus der EU entscheiden, dürften die Zehnjahresrenditen moderat ansteigen. Dabei handelt es sich im Verlauf unserer Prognose aber lediglich um einen Abbau der Safe-Haven-Prämie. Die Fed hat währenddessen ein niedriges neutrales Leitzinsniveau erreicht und verharrt bis auf weiteres, ebenso wie Bilanz und Renditekurve, im Wartemodus.

# Prognose-Überblick der NordLB

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,4	0,3	0,3	0,8	1,7
Euroraum	0,3	0,3	0,3	1,1	1,4
USA	2,5	2,1	2,1	2,5	1,7

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,5	1,3	2,0
Euroraum HVPI y/y	1,5	1,2	1,8
USA CPI y/y	1,8	2,0	2,4

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,00	0,20	0,40
10-jährige US-Treasuries	2,60	2,80	3,00

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,13	1,12	1,15

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

## Markteinschätzung der NordLB

EZB senkt Prognosen deutlich – Zinswende weit in die Zukunft verschoben

Die weltwirtschaftliche Dynamik fällt in diesem Jahr geringer aus, was auch auf die vielfältigen politischen Risikoherde (Trump, Handelskonflikte, Brexit) zurückzuführen ist. Auch die Europawahlen im Mai könnten bei einem deutlichen Stimmenzuwachs für populistische und EU-kritische Parteien zu einer Belastungsprobe für die Finanzmärkte werden. Die ökonomische Situation in den Vereinigten Staaten hat sich zuletzt ebenfalls etwas eingetrübt, allerdings ausgehend von einem zwischenzeitlich sehr hohen Niveau. So hat sich das reale BIP-Wachstum der US-Wirtschaft seit dem zweiten Quartal von annualisierten 4,0 Prozent auf 2,6 Prozent im Schlussquartal 2018 abgeschwächt. Zudem wird der Start ins neue Jahr schwierig, auch infolge des Shutdowns. Im Laufe von 2019 sollte das Wachstum aber wieder anziehen. Die aktuelle Inflationsentwicklung sorgt für ein Zögern der Fed. Mit einer weiterhin positiven Beschäftigungsentwicklung sollte das FOMC aber unter einem gewissen Handlungsdruck bleiben.

Die bislang für das erste Quartal vorliegenden Konjunkturdaten für die Eurozone ergeben ein recht heterogenes Bild. So blieb in Deutschland die Industriekonjunktur schwach, mit einer rückläufigen Produktions- und Auftragsentwicklung im Januar. Entgegengesetzt dazu präsentierte sich die übrige Eurozone. So legte die Industrieproduktion (ex Bau) kräftig um 1,4 Prozent M/M zu. Selbst Italiens Industrieunternehmen meldeten eine überraschend hohe Produktionsdynamik für den Monatsmonat Januar (+1,7 Prozent M/M). Auch wenn die Industriekonjunktur angesichts eines Wertes von 47,6 Punkten für den PMI Industrie im März vorerst noch gedämpft bleiben dürfte, zeichnen einige andere Frühindikatoren ein optimistischeres Bild. Die ZEW-Konjunkturerwartungen zogen im März deutlich von -16,6 auf -2,5 Saldenpunkte an. Zudem bleibt der Dienstleistungssektor mit einem Markit PMI von 52,7 Punkten klar auf Wachstumskurs. Auch die Konsumenten zeigen sich bislang recht unbeeindruckt von der Konjunkturabkühlung, das Verbrauchervertrauen legte im März immerhin leicht auf -7,2 Punkte zu. Auch wenn sich der recht enge Zusammenhang mit dem privaten Verbrauch zuletzt gelockert hatte, rechnen wir weiterhin mit einer stabilisierenden Wirkung der Binnenfrage im laufenden Jahr. Hierzu trägt auch die geringe Inflation bei, die jahresdurchschnittlich aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen nur knapp über 1,0 Prozent Y/Y

liegen wird. Die Kernrate zieht 2019 nur sehr langsam an, was für die Geldpolitik keine erfreuliche Nachricht ist.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auf ihrer Sitzung Anfang März wie erwartet auf die starke Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds reagiert. So wurde die Formulierung der Forward Guidance für die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen angepasst. Bis Ende 2019 werden die Leitzinsen auf dem aktuellen Niveau erwartet. Aus unserer Sicht wird der Einlagesatz frühestens ab Mitte 2020 angehoben und der Hauptrefinanzierungssatz nicht vor dem Jahreswechsel 2020/2021. Die Forward Guidance für die Reinvestmentpolitik hat sich wegen des Bezugs auf den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung damit implizit auch geändert: Die EZB dürfte demnach mindestens bis Ende 2021 Fälligkeiten aus dem EAPP vollständig reinvestieren. Zudem haben die Frankfurter Notenbanker eine weitere Serie gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) ab September 2019 bis März 2021 beschlossen. Noch sind nicht alle Details bekannt, aber es könnten wieder gezielt Anreize zur Inanspruchnahme gesetzt werden. Wie vorteilhaft letztlich die Konditionen ausfallen, hängt zu einem Gutteil auch von den weiteren Wirtschaftsdatenmeldungen bis Juni ab. Basis für die Entscheidungen der EZB war eine recht drastische Abwärtsrevision der gesamtwirtschaftlichen Projektionen. Die Risiken für den Ausblick bezeichnete Mario Draghi zudem als weiterhin abwärts gerichtet, weshalb im Sommer durchaus mit einer weiteren dovishen Anpassung der Forward Guidance zu rechnen ist.

Der EZB-Rat hat die Zinswende weit in die Zukunft verschoben – diese könnte gar bis zum nächsten Aufschwung auf sich warten lassen. Auf Basis der Eonia Swaps ergibt sich, dass die Marktteilnehmer eine leichte Zinserhöhung erst für Anfang 2021 einpreisen. Diese sehr niedrigen Zinserwartungen der Marktteilnehmer haben zusammen mit ausgeprägten Safe-Haven-Effekten wegen der globalen Risiken und sehr geringen Inflationserwartungen die Kapitalmarktzinsen unter Druck gesetzt. Dies gilt insbesondere für deutsche Bundesanleihen: Wegen der aktuell sehr hohen politischen Risiken und nach den schwachen PMI-Zahlen für die deutsche Industrie sackte die gesamte Kurve einschließlich der Laufzeit von 10-jährigen Bundesanleihen in den negativen Bereich. Selbst bei Auflösen der größten Risiken dürfte die 10-jährigen Bundrendite Ende 2019 allenfalls in den Bereich von 0,30 Prozent zurückklettern.

## Prognose-Überblick der HCOB

### Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,4	0,3	0,4	0,8	1,1
Euroraum	0,4	0,3	0,4	1,0	1,2
USA	0,5	0,3	0,4	2,1	0,9

### Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,0	1,0	1,7
Euroraum HVPI y/y	1,2	1,2	1,7
USA CPI y/y	1,3	1,5	2,1

### Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,10	0,20	0,40
10-jährige US-Treasuries	2,65	2,60	2,55

### Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,13	1,15	1,19

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

## Markteinschätzung der HCOB

Für die Eurozone haben sich die Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten spürbar eingetrübt und deuten nach einer langsameren Wachstumsgeschwindigkeit im zweiten Halbjahr 2018 auch auf eine schwache Konjunkturaktivität zum Jahresauftakt 2019 hin. Vor allem das Verarbeitende Gewerbe sendet Schwäche-signale. So ist der entsprechende Einkaufsmanage-rindex noch weiter in den schrumpfenden Bereich eingedrungen, während sich der Index für den Dienstleistungssektor noch vergleichsweise robust präsentiert. Für Deutschland ist die Situation im Verarbeiten-den Gewerbe besonders ernst, denn zum einen gibt es vorübergehende Sondereffekte in der Automobil- und Chemiebranche, die die Aktivität hemmen, zum anderen wird die exportabhängige Volkswirtschaft durch eine Konjunkturabkühlung bei wichtigen Handelspartnern (USA, China) und globale Unsicherheitsfaktoren (Brexit, Handelskonflikt) getroffen. Zuletzt ist allerdings der wichtige ifo-Geschäftsklimaindex nach sechs Rückgän-gen in Folge wieder angestiegen. Die insgesamt schwächeren Stimmungsindikatoren spiegeln sich auch in den harten Daten wider, insbesondere in der Industriepro- duktion. Wir rechnen 2019 mit niedrigen Wachstumsra- ten für die Eurozone - ein Abrutschen in eine Rezession erwarten wir aber nicht. Für das Gesamtjahr sollte sich ein Wachstum von rund 1 Prozent ergeben. Die EZB hat angesichts der Konjunkturabkühlung auf ihrer Zins- ssetzung im März sieben neue gezielte Langfristtender angekündigt sowie eine erste Zinsanhebung von Ende des Sommers auf Jahresende verschoben. Wir rechnen jedoch weder 2019 noch 2020 mit einer Zinsanhebung in der Eurozone, d.h. mit ihrer Entscheidung hat die EZB das aktuelle Niedrigzinsumfeld auf Sicht der nächs- ten Jahre zementiert. Damit dürften die langfristigen Bund-Renditen kaum Aufwärtspotenzial haben. Wir erwarten ein Niveau von 0,30 Prozent zum Jahresende 2019.

In den USA entwickelt sich die Konjunktur immer noch recht robust, auch wenn der eine oder andere Konjunkturindikator etwas nachgegeben hat. Nichtsdestotrotz sieht die Fed die Konjunkturrisiken anscheinend als gravierend an, denn sie hat auf ihrem vergangenen Zins- treffen eine Zinspause für 2019 signalisiert, nachdem zuvor immer noch die Möglichkeit von Zinserhöhungen im Raum gestanden hatte. Seit Jahresanfang hatte sich die Notenbank vorsichtiger in Bezug auf weitere Zinsschritte gezeigt. Damit dürften die Währungshüter am Ende ihres Zinsanhebungszyklus angekommen sein, auch wenn man sich eher am unteren Ende des Bandes für den neutralen Zins befindet. Darüber hinaus will sie ihren Bilanzabbau ab Mai 2019 verlangsamen und ab Ende September 2019 komplett einstellen. Das ist ein sehr starkes Signal vor dem Hintergrund, dass man immer davon ausgegangen war, dass die im Zuge der Finanzmarktkrise ins System gepumpte Liquidität auch wieder abgeschöpft wird. Unseres Erachtens sollte sich das Wachstum 2019 mit den durch die Steuerreform auslaufenden Impulsen und den Effekten aus dem Han- delskonflikt auf 2,1 Prozent verlangsamen (2018: 2,9 Prozent). 2020 gehen wir von einer leichten Rezession aus (BIP: +0,9 Prozent), die die Fed zu Zinssenkungen veranlassen dürfte. Die vorsichtige Haltung der Fed hat die langfristigen Treasury-Renditen sinken lassen. Auf den derzeitigen Niveaus gibt es allenfalls etwas Spiel- raum nach oben, wenn die Konjunktur robust bleibt. Mit Blick auf das nächste Jahr sollten die Renditen aber mit den sinkenden Leitzinsen weiter zurückgehen. Zum Jahresende 2019 rechnen wir mit einem Renditeniveau von 2,60 Prozent.

# Prognose-Überblick der Helaba

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,5	0,6	0,6	1,3	1,8
Euroraum	0,3	0,5	0,5	1,4	1,8
USA	0,7	0,7	0,4	2,6	1,8

## Preisindizes<sup>3</sup>

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

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,25	0,35	0,60
10-jährige US-Treasuries	2,70	2,70	2,70

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,20	1,20	1,25

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent



## Markteinschätzung der Helaba

In Deutschland ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erstmals seit Oktober 2016 wieder in den negativen Bereich gerutscht. Ausgangspunkt waren vor allem anhaltende Konjunktürrängste. Die Verunsicherung im Verarbeitenden Gewerbe ist vermutlich auch einer gestiegenen Brexit-Nervosität zuzuschreiben. Robust präsentiert sich hingegen der Dienstleistungssektor. Dies und die gute Auftragslage am Bau sind ein wesentlicher Grund dafür, dass der Beschäftigungsaufbau zuletzt stabil blieb. Positiv ist ebenfalls die jüngste Erholung des Verbrauchervertrauens in der Eurozone zu werten. Die momentane Zweiteilung der Wirtschaft zeigt sich einerseits in schwachen deutschen Exporten und andererseits in einer starken Binnennachfrage. Impulse gehen 2019 insbesondere vom privaten und öffentlichen Konsum sowie von den Bauinvestitionen aus.

Die Europäische Zentralbank hat aufgrund der erhöhten Konjunkturrisiken die für dieses Jahr avisierte Zinserhöhung abgeblasen. Mit dieser Maßnahme festigten die Währungshüter bei den Anlegern allerdings den Eindruck, dass eine geldpolitische Wende in sehr weiter Zukunft liegt. Im Juni nähert sich das fünfjährige „Jubiläum“ des negativen Einlagensatzes. Erfahrungsgemäß ist dies ein Zeitraum, in dem die Erwartungen kaum noch vom Durchschnittswert der vergangenen Jahre abweichen. Wird also jemals der geeignete Zeitpunkt eintreten, um wenigstens den Strafzins anzuheben? Wir rechnen für 2020 mit einer ersten sehr vorsichtigen Anhebung. Noch scheint eine Mehrheit im EZB-Rat von den Vorteilen eines Negativzinses überzeugt zu sein – auch wenn sich dann und wann skeptische Stimmen bemerkbar machen.

Die US-Notenbank hat beschlossen, eine längere geldpolitische Pause einzulegen sowie den Abbau ihrer Bilanzsumme zum Ende des dritten Quartals zu stoppen. Am Markt wurde bereits seit Jahresbeginn auf ein Ende des laufenden Straffungszyklus gesetzt, so dass der Renditerückgang bei US-Staatsanleihen zuletzt

überschaubar blieb. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger US-Treasuries in diesem Jahr im Bereich von 2,7 Prozent. Gegen deutlich tiefere Renditeniveaus sprechen insbesondere die relativ stabilen Inflationserwartungen in den USA. Diese sind nach dem Rückgang 2018 zuletzt wieder in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt.

Die Euro-Konjunktur dürfte sich im Jahresverlauf zwar erholen, was durchaus Raum für steigende Renditen gibt. Die Entscheidung des EZB-Rats wird jedoch nachwirken und die Kapitalmarktzinsen auf einem bescheidenen Niveau deckeln. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürften am Jahresende bei rund 0,5 Prozent liegen. Natürlich schwebt über allen Prognosen das Brexit-Damoklesschwert. Gelänge in der Nachspielzeit aber ein geregelter Austritt, wovon wir immer noch ausgehen, dürfte sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zumindest wieder im positiven Bereich finden.

# Prognose-Überblick der LBBW

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	2020
Deutschland	0,5	0,4	0,4	1,1	0,7
Euroraum	0,5	0,4	0,4	1,3	0,8
USA	0,7	0,5	0,5	2,5	2,0

## Preisindizes<sup>3</sup>

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

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,30	0,50	0,60
10-jährige US-Treasuries	2,75	3,00	2,90

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,13	1,11	1,10

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

## Markteinschätzung der LBBW

Der deutsche Aufschwung ist vorbei, die „fetten Jahre“ klingen aus. Die jüngsten Konjunkturdaten sind ernüchternd. Im vierten Quartal des Vorjahres ist Deutschland nur hauchdünn an einer „technischen Rezession“ vorbeigeschrammt. Die Frühindikatoren sind seither weiter gefallen, reihum werden Prognosen gesenkt. Im Euroraum sieht es kaum besser aus. Zwar waren die Zahlen aus Frankreich und Spanien über Erwartungen, aber Italien mausert sich zum Problemfall: Wachstumsschwäche trifft auf Politikversagen. Mit dem Brexit und dem Handelsstreit zwischen den USA und China schweben Risiken über dem Kontinent, deren negative Folgen nur schwer abzuschätzen sind. Kommt jetzt also die Rezession? Wir erwarten das nicht. Zwar haben auch wir unlängst unsere Prognosen zurückgenommen. Aber wir rechnen mit einer baldigen Belebung der Konjunktur in Deutschland und im Euroraum. Einige der Belastungsfaktoren sind temporär: Die Schwierigkeiten der Automobilindustrie nach dem WLTP-Knick scheinen behoben, der wichtige Absatzmarkt China bleibt dynamisch und auch in der heimischen Diskussion um Feinstaub&Fahrverbote wird wohl nicht alles so heiß gegessen, wie mancher es kocht. In Sachen Brexit glauben wir, dass die negativen Folgen für den Kontinent überschätzt werden. Zunächst gibt es eine Fristverlängerung bis Ende Juni, aus der dann ein geänderter zustimmungsfähiger Vertrag hervorgehen könnte, oder der Brexit könnte per Parlamentsbeschluss oder zweiter Volksabstimmung ganz ausfallen.

In den USA sehen wir ungeachtet aller Konfliktretorik von Präsident Trump Signale für eine Kompromisslösung mit China. Trump feilt an seiner Wiederwahl, womit er wohl nur im Zeichen einer kräftigen Konjunktur Erfolg haben wird. Der US-Industrie jedenfalls käme ein Handelskrieg ungelegen. Zuletzt klangen die Töne aus dem Weißen Haus denn auch wieder versöhnlicher. Und Peking ist ebenfalls an einer Lösung mit niedrigen Handelshemmnissen interessiert – der heimischen Konjunktur wegen.

Bleibt noch die Geldpolitik: „Geoutet“ haben sich Mario Draghi und die EZB. Es gibt ab Herbst frische Liquidität. Schon werden Parallelen zu Japan gezogen. Die Bund-Rendite (10 Jahre) ist nur noch knapp positiv. Schätzungen der EZB zufolge haben allein die bisherigen quantitativen Programme die Anleiherenditen im Euroraum um rund einen Prozentpunkt gedrückt. Ganz soviel dürften es mit TLTRO-III nicht werden, aber der Renditeanstieg bleibt u.E. gedeckelt. Über 0,50 Prozent für 10-jährige Bundesanleihen werden wir dieses Jahr wohl nicht hinauskommen und selbst die werden nur erreicht, wenn die Fed ihren Zinserhöhungskurs wieder aufnimmt. Eine robuste US-Konjunktur verbunden mit Lohndruck vom angespannten Arbeitsmarkt würde dies u.E. nahelegen. In diesem Umfeld dürften die Bund-Renditen etwas anziehen. Das Umfeld niedriger Zinsen bleibt uns, gespeist aus einer ultra-expansiven Geldpolitik und einem hohen Ersparnisangebot, gleichwohl auf Jahre erhalten. In diesem Umfeld wird auch der Euro zum US-Dollar deutlich unter seiner Kaufkraftparität verharren. Bis Jahresende erwarten wir Kurse von 1,10 EUR/USD. Inflation spielt in diesem Umfeld keine Rolle. Zwar sorgen Engpässe am Arbeitsmarkt für Lohn- und Kostendruck. Aber die Headline vollzieht im wesentlichen die Schwankungen der Ölnotierungen nach. Die 2-Prozent-Marke wird so schnell nicht mehr geknackt.



**Bundesverband  
Öffentlicher Banken  
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11  
10785 Berlin

Tel.: 030 8192-0  
Fax: 030 8192 222

[presse@voeb.de](mailto:presse@voeb.de)  
[www.voeb.de](http://www.voeb.de)

**Redaktion: Norman Schirmer**  
Stand: 26. März 2019