

VÖB Kapitalmarktprognose

16. OKTOBER 2019







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick	4
Markteinschätzungen und Präsentationen	
Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale	6
HCOB – Hamburg Commercial Bank	15
LBBW – Landesbank Baden-Württemberg	22
BayernLB	28
DekaBank	30
DZ Bank	32
NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale	34

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

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

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	1,2	1,3	1,4	1,0	1,4	1,4	2,1	2,2	2,3
DekaBank	1,3	1,0	1,6	1,2	1,0	1,4	2,2	2,2	2,5
DZ BANK	1,1	1,1	1,4	1,2	1,1	1,3	2,2	1,9	2,0
HCOB	1,4	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,9	1,5	1,5
Helaba	1,2	1,7	1,8	1,2	1,5	1,6	2,2	1,9	2,1
LBBW	1,6	1,4	1,7	1,4	1,2	1,5	1,9	1,8	2,3
NORD/LB	1,3	1,6	1,0	1,0	1,2	1,2	1,9	2,2	2,1

2) 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	-0,60	-0,60	-0,50	1,70	1,90	2,10
DekaBank	-0,54	-0,50	-0,45	1,63	1,70	1,70
DZ BANK	-0,50	-0,50	-0,50	1,50	1,40	1,20
HCOB	-0,85	-0,80	-0,65	1,50	1,40	1,35
Helaba	-0,70	-0,60	-0,40	1,50	1,60	1,80
LBBW	-0,60	-0,50	-0,25	1,75	1,80	2,00
NORD/LB	-0,70	-0,60	-0,40	1,70	1,80	2,00

3) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,12	1,15	1,18
DekaBank	1,10	1,11	1,12
DZ BANK	1,08	1,10	1,12
HCOB	1,14	1,17	1,19
Helaba	1,15	1,15	1,20
LBBW	1,13	1,13	1,15
NORD/LB	1,10	1,11	1,12

Prognose-Überblick der Helaba

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	0,3	0,4	0,3	0,6	1,2
Euroraum	0,3	0,3	0,4	1,1	1,3
USA	0,5	0,4	0,4	2,3	1,7

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,70	-0,60	-0,40
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,60	1,80

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,15	1,15	1,20

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung der Helaba

Die politischen Risiken übertragen sich zunehmend auf die Weltkonjunktur. Der globale Handel zeigt deutliche Anzeichen von Schwäche. Zuletzt wurden die Konjunktursorgen vom unerwartet deutlichen Rückgang des ISM-Index in den USA genährt. Mit einer weiteren Zinssenkung der US-Notenbank ist daher zu rechnen. Die jüngsten Stimmungsindikatoren hierzulande geben keine Hinweise auf eine rasche Konjunkturerholung. Es ist nicht auszuschließen, dass das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland auch im laufenden Quartal nochmals leicht schrumpft.

Um die Konjunktur im Euroraum wiederzubeleben, sieht die Europäische Zentralbank (EZB) jetzt vor allem die Fiskalpolitik am Zug. Damit wird deutlich gemacht, dass das Potenzial der Geldpolitik, konjunkturelle Wirkung zu entfalten, weitgehend erschöpft ist. Gestützt von privaten und öffentlichen Ausgaben sollte mit Blick auf 2020 eine zyklische Erholung einsetzen. Nennenswerter Inflationsdruck dürfte dabei jedoch nicht aufkommen. Das EZB-Inflationsziel von knapp 2 Prozent bleibt vermutlich noch lange Zeit außer Reichweite.

Die jüngste Zinssenkung der EZB und die Wiederbelebung des EZB-Kaufprogramms zementieren das Negativzinsumfeld. Zudem wird es vermutlich nicht bei diesem einen Zinsschritt bleiben. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte sich daher zumindest zeitweise wieder den historischen Tiefstständen annähern. Angesichts der Quasi-Abschaffung des positiven Zinses kann es nicht überraschen, dass die Sparer nicht gut auf die Geldpolitik der EZB zu sprechen sind. Die Suche nach vergleichbaren Alternativen ist schwierig.

Mit einfachen und konservativen Strategien lassen sich kaum noch langfristige positive Erträge erwirtschaften. In einer zunehmend unübersichtlichen Welt sind Investoren gezwungen, sich in unbekanntes Terrain zu begeben. Erschwert werden Anlageentscheidungen durch verzerrte Preise bei vielen Assets. Insbesondere die weltweiten Ankaufprogramme der Notenbanken haben hier Spuren hinterlassen.

Prognose-Überblick der HCOB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,9
Euroraum	0,1	0,2	0,4	1,1	0,8
USA	0,3	0,0	-0,1	2,2	0,6

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,85	-0,80	-0,65
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,40	1,35

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,14	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 HCOB

Das Wirtschaftswachstum in den USA wird sich in diesem Jahr voraussichtlich auf 2,2 Prozent abschwächen und dann 2020 kaum noch zulegen (0,6 Prozent). Im zweiten Quartal lag der Zuwachs bei 2 Prozent (QoQ, annualisiert). Gestützt wurde das Wachstum durch die privaten Konsumausgaben und den Staatsverbrauch. Schwäche zeigten hingegen die Investitionen sowie die Exporte. Der Handelskrieg belastet das US-Wachstum. Mit Blick auf die weitere Entwicklung ist festzustellen, dass sich der Industriesektor in einer Rezession befindet und der Arbeitsmarkt erste Anzeichen einer Schwäche zeigt. Die Arbeitslosenrate befindet sich zwar weiterhin in der Nähe eines 40-Jahres-Tiefs, aber die Rate sinkt nicht weiter. In der Vergangenheit war dies immer im Vorfeld einer Rezession zu beobachten. Für eine derartige Entwicklung spricht auch die Inversion der Zinsstruktur (10-2 Jahre), die in der Vergangenheit stets einer Rezession vorausgelaufen ist. Die US-Notenbank Fed hat im September das zweite Mal in Folge den Leitzins gesenkt, aber keine weitere Zinssenkung in Aussicht gestellt. Allerdings zeigt der FOMC-Rat ein sehr geteiltes Meinungsbild, so dass schon kleinere Veränderungen im Ausblick die Balance in die eine oder andere Richtung kippen lassen können. Unseres Erachtens ist noch in diesem Jahr eine Zinssenkung zu erwarten, der weitere Senkungen im kommenden Jahr folgen werden.

Nach einem guten Jahresauftakt (0,4 Prozent QoQ) ist die Eurozone mit 0,2 Prozent im zweiten Quartal schwächer gewachsen. Die Konjunkturabschwächung ist unter anderem auf den Handelskonflikt zurückzuführen, der sich zunehmend im Außenhandel niederschlägt. Vor allem der Industriesektor leidet unter den Handelsspannungen und der damit einhergehenden Eintrübung der Weltwirtschaft. Gleichzeitig präsentieren sich der Dienstleistungs- und Bausektor noch robust, doch die Gefahr steigt, dass die Schwäche des Industriesektors auch auf die anderen

Sektoren übergreift. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mit einer weitgehend stagnierenden Wirtschaft. Im Gesamtjahr 2019 sollte das Wachstum daher bei rund 1 Prozent liegen, gefolgt von 0,8 Prozent 2020. Auf ihrer Zinssitzung am 12. September 2019 hat die EZB ein neues Maßnahmenpaket beschlossen, um den rückläufigen Konjunktur- und Inflationsperspektiven zu begegnen. Das Paket umfasst eine Senkung des Einlagezinssatzes um 10 Basispunkte auf -0,50 Prozent kombiniert mit einem Freibetrag für Einlagen bei der Europäischen Zentralbank (EZB), eine geänderte Forward Guidance, noch einmal günstigeren Bedingungen für TLTRO III sowie neue Nettowerpapierkäufe in Höhe von 20 Milliarden Euro ab 1. November 2019. Letztere sollen mindestens solange laufen, bis die Zinsen wieder erhöht werden. Damit erscheint der geldpolitische Spielraum der EZB zunehmend erschöpft. Wir rechnen noch mit einer weiteren Senkung des Einlagezinssatzes.

Die langfristigen Renditen von Treasuries und Bundesanleihen sind in den vergangenen Monaten angesichts eines zeitweise immer weiter eskalierenden Handelskonfliktes zwischen den USA und China und sich eintrübenden Konjunkturperspektiven deutlich gesunken – die zehnjährigen Bund-Renditen erreichten ein neues Allzeittief bei -0,73 Prozent. Zuletzt wurde diese Abwärtsbewegung jedoch gestoppt und die Renditen haben wieder aufwärts tendiert. Unseres Erachtens könnten die Renditen jedoch erneut sinken, denn die politischen und konjunkturellen Risiken (unter anderem Brexit, Handelskonflikt, Iran-Konflikt) bleiben hoch.

Prognose-Überblick der LBBW

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	0,0	0,2	0,2	0,5	0,6
Euroraum	0,1	0,2	0,3	1,1	0,9
USA	0,4	0,3	0,2	2,3	1,5

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,60	-0,50	-0,25
10-jährige US-Treasuries	1,75	1,80	2,00

Wechselkurs

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

Sehen wir in Deutschland nur einen Abschwung oder sind wir schon Zeugen einer eben beginnenden Rezession? Im zweiten Quartal war die Wirtschaftsleistung rückläufig, für das dritte Quartal stehen die Vorzeichen ebenfalls ungünstig: Die Frühindikatoren sind überwiegend gefallen, erste Zahlen zu Industrieproduktion und Auftragseingang zeigen eine Abschwächung im Vergleich zum Vorquartal. Der Abschwung geht von der Industrie aus. In den Schlüsselbranchen Automobil und Maschinenbau stehen die Zeichen auf Schrumpfung. Vorerst gibt es nachfrageseitig einen gewissen Rückenwind durch die Bauinvestitionen und den recht stabilen privaten Konsum, die Anlageinvestitionen waren bis zum zweiten Quartal 2019 noch im Plus. Selbst eine „technische Rezession“ ist also keineswegs ausgemachte Sache, aber das Risiko ist hoch.

Nach zwei konjunkturell sehr guten Jahren scheint auch ein gewisser Puffer vorhanden: Der Auftragsbestand der Industrie ist noch befriedigend bis gut. Auch für die Beschäftigten dürfte sich aufgrund von Arbeitszeitkonten oder ähnlichem ein Abschwung nicht unmittelbar in Stellenverlusten niederschlagen. Aus den letzten Schwächephasen glauben wir zu wissen, dass die Unternehmen ihre Stammbesetzung auch über den Abschwung hinaus halten wollen, weil sie gelernt haben, dass sie im nächsten Aufschwung keine neuen Fachkräfte bekommen werden. Aber diese Rechnung geht nur auf, wenn die Unternehmen eine zügige Erholung erwarten. Glauben sie, etwa in der Automobilindustrie, dass die Schwäche dauerhaft und strukturell ist, werden sie letztlich doch einen Stellenabbau einleiten (müssen) und deinvestieren. Zudem war in der Vergangenheit eine deutliche Schwäche der Industrie nahezu stets das Signal für eine Konjunkturabschwächung auf breiter Front. Von der Finanzkrise 2008/09 abgesehen, ging ein Rückgang der Industrieproduktion um 3 Prozent oder

mehr mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1 Prozent einher. Noch einmal: Rezession ist derzeit nicht unser Hauptszenario. Wir erwarten bislang, dass der aktuellen Schwäche eine zügige, wenn auch flache Erholung folgen wird. Denn ein wichtiges Merkmal vergangener Rezessionen fehlt: Die Notenbanken stehen nicht auf der Bremse. Im Gegenteil hat die Europäische Zentralbank (EZB) den Hebel wieder auf volle Expansion umgelegt. Mit der US-Notenbank Fed gibt zudem ein anderer zentraler Akteur expansive Impulse. Allerdings sind wir der Ansicht, dass wir in der derzeitigen Verfassung nur einen negativen exogenen Schock von einer Rezession entfernt sind. Ein No-Deal-Brexit oder eine weitere Runde von Strafzöllen würde womöglich schon ausreichen. Für den Rentenmarkt heißt dies: Das Umfeld negativer Zinsen für gute bis sehr gute Bonitäten bleibt daher bis auf weiteres erhalten.

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	0,1	0,1	0,2	0,5	0,3
Euroraum	0,2	0,2	0,2	0,9	0,8
USA	0,4	0,3	0,3	2,3	1,3

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,60	-0,60	-0,50
10-jährige US-Treasuries	1,70	1,90	2,10

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,12	1,15	1,18

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung der BayernLB

In den USA dürfte der Fiskalimpuls der Steuerreform inzwischen zu großen Teilen ausgelaufen sein, sodass der private Konsum und die Investitionen kaum noch zusätzlich stimuliert werden. Die Fronten im Handelsstreit zwischen den USA und China scheinen sich zuletzt etwas aufgeweicht zu haben. Wir erwarten dennoch kein langfristiges und umfangreiches Handelsabkommen zwischen den beiden Ländern, sondern ein Schwelen des Konfliktes über 2019 hinaus. Die anhaltende Phase der Unsicherheit wirkt sich auf die Investitionen der US-Unternehmen hemmend aus. Zwar zeigt sich der US-Arbeitsmarkt aktuell noch robust. Dies dürfte sich allerdings zunehmend eintrüben. Nachdem die Inflation in den letzten Monaten enttäuschte, erwarten wir in den kommenden Monaten wieder einen moderat höheren Inflationsdruck. Diese Bewegung dürfte durch US-Strafzölle verstärkt werden.

Im Euro-Raum läuft die Konjunktur weiterhin nicht rund. Es deutet sich an, dass sich mit zunehmender Dauer der Handelsunsicherheiten die globalen Bremskräfte aus der exportorientierten Industrie auf die Binnenkonjunktur übertragen. In Deutschland wird das Bruttoinlandsprodukt (BIP)-Wachstum in diesem und im nächsten Jahr wohl deutlich unter dem langfristigen Potenzial liegen. Auch im Euro-Raum sollte sich das Wachstum 2019 und 2020 niedrig zeigen und die Quartalswachstumsraten dürften insbesondere bis über das Winterhalbjahr hinaus gering bleiben. Auch wenn wir weiterhin keine Rezession erwarten, bleibt das Konjunkturtempo äußerst gering. Mit Wachstumsraten unterhalb des Potenzials und niedrigen Energiepreisen dürfte das mittelfristige Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) weiter nicht erreicht werden. 2020 rechnen wir lediglich mit einem Anstieg der Inflation um 1,4 Prozent. Die marktbasierenden Inflationserwartungen, die wieder Nahe der Rekordtiefs gefallen sind, zeigen an, dass die Investoren auch langfristig nicht mit einem merklichen Inflationsanstieg rechnen.

Das von der EZB auf der Septembersitzung beschlossene Maßnahmenpaket war umfangreich. Die Wirkung auf Konjunktur und Inflationserwartungen bleibt aber höchst fraglich. Da wir nicht erwarten, dass die Finanzminister der Euro-Kernländer ihre Schatullen weit öffnen, rechnen wir mit weiteren geldpolitischen Lockerungen. Die EZB

hat die Forward Guidance für ihre Zinspolitik eng an ein nachhaltiges Erreichen ihres Preisziels gekoppelt und will das QE2-Programm bis kurz vor der ersten Zinsanhebung fortführen. Die Formulierungen „nachhaltiges“ Erreichen des Preisziels bzw. „Robustheit“ der Inflationserwartungen erlauben es der EZB, die entsprechenden Variablen auch für längere Zeit „überschießen“ zu lassen. QE2 kann sich daher theoretisch über viele Jahre erstrecken. Dies scheint marktseitig zwar eskomptiert. Mit sich weiter eintrübender Wirtschaft werden QE-Erhöungs- und Zinssenkungs-Spekulationen aber zunehmen. 10-jährige Bundesanleihen sollten auf 12-Monatsicht daher im Bereich von -0,50 Prozent rentieren.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,7
Euroraum	0,0	0,2	0,3	1,0	0,8
USA	0,3	0,5	0,5	2,2	1,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,54	-0,50	-0,45
10-jährige US-Treasuries	1,63	1,70	1,70

Wechselkurs

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

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung der DekaBank

Obwohl es immerhin wieder ein paar Lichtblicke bei den großen Unsicherheitsfaktoren Brexit und Handelsstreit gibt, ist doch unverkennbar, dass die Wirtschaft weltweit mindestens einen Gang zurückgeschaltet hat. Der Schwung der Globalisierungswelle, die drei Jahrzehnte lang mit wenigen Auszeiten das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) beflügelt hatte, ist dahin. Es fehlt die dynamische Nachfrage aus China und anderen Emerging Markets. Die aufstrebenden Emerging Markets sind inzwischen mit einer deutlich moderateren Wachstumsdynamik unterwegs als noch vor einigen Jahren. Insbesondere China lenkt sein Wachstum zudem verstärkt auf die Binnenwirtschaft, es konzentriert sich also mehr auf den privaten Konsum und die Produktion von Dienstleistungen. Und dafür braucht es nicht mehr so viele Maschinen aus Deutschland. Auch den anderen Industrieländern geht es nicht viel besser.

Für diese Entwicklung gibt es viele Ursachen, beispielsweise das Eintreten der Emerging Markets in eine neue Phase des Aufholprozesses oder der Aufbau neuer Zölle und anderer Handelshemmnisse. Die Suche nach einem Ausweg aus dieser Welt mit nur noch anämisch wachsenden Industrieländern gestaltet sich schwierig. Die Notenbanken beißen sich ihre Zähne daran aus, der westlichen Welt mit ihrer ultra-lockeren Geldpolitik wieder ein stärkeres Wachstum und höhere Inflationsraten zu verschaffen. Obgleich sie damit bislang nur teilweise erfolgreich waren, haben die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) seit Mitte September aber nochmals die Leitzinsen gesenkt. Die EZB hat sogar erneute Nettoanleihekäufe ab November 2019 beschlossen.

Da die Notenbanken es offensichtlich nicht schaffen, das Wachstum wieder anzukurbeln, wird der Ruf nach der Fiskalpolitik immer lauter. Die Regierungen sollen mit Ausgabenprogrammen für eine höhere Dynamik sorgen. Doch auch an deren Wirksamkeit gibt es berechtigte Zweifel: Werden höhere staatliche Investitionen tatsächlich einen erneuten konjunkturellen Aufschwung erzeugen, wo doch die Kapazitäten am Arbeitsmarkt und am Bau vielerorts schon hoch ausgelastet sind? Mit Sicherheit wäre es am sinnvollsten, wenn die Staaten sich nicht auf die Rettung der Konjunktur stürzen, sondern vielmehr wachstumsstärkende Reformen anstoßen würden, die zugleich auch die Zuversicht der Unternehmen und der privaten Haushalte wieder steigen lassen. Eine Entspannung bei den großen Unsicherheitsfaktoren Brexit und Zollstreit wäre sicherlich ein neues Aufbruchssignal für die Weltwirtschaft – Reformen aber sind noch wichtiger.

Damit bleibt es dabei, dass das blutleere Wachstum der Industrieländer noch geraume Zeit anhalten wird und die Zinsen entsprechend niedrig bleiben werden. Die Chancen auf positive reale Gesamterträge bei den Geldanlagen stehen in diesem Umfeld nur dann gut, wenn man ein gewisses Risiko wagt, beispielsweise mit Aktien oder risikobehafteteren Anleihen. Die damit einhergehenden höheren Schwankungsrisiken sind der Preis, den man für die deutlich besseren Renditenchancen bezahlt.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	0,1	0,1	0,2	0,6	1,0
Euroraum	0,1	0,3	0,3	1,0	0,9
USA	0,4	0,4	0,5	2,3	1,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,50	-0,50	-0,50
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,40	1,20

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,08	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 der DZ Bank

Global: Auf Sicht der kommenden Monate dürfte das Thema Brexit weiterhin die Schlagzeilen der europäischen Medien beherrschen. Eine erneute Verschiebung des Austrittsdatums scheint langsam unausweichlich. Das Thema dürfte somit im kommenden Jahr für erneute Unsicherheit sorgen. Die US-Wahlen sind ein zusätzlicher großer Faktor für Unwägbarkeiten an den Finanzmärkten. Die Unberechenbarkeit des US-Präsidenten Trump nimmt aufgrund des drohenden Amtsenthebungsverfahrens aktuell zu und dürfte im weiteren Wahlkampfverlauf noch neue Eskalationsstufen erreichen. Beim Thema Konjunktur zeigen Indikatoren in aller Herren Länder einen wirtschaftlichen Abschwung. Insbesondere der anhaltende Handelskonflikt zwischen China und USA wirkt wie ein Bremsklotz für die globale Konjunktur. Wir erwarten keine schnelle und nachhaltige Beilegung des Handelskonflikts auf Sicht der kommenden Monate. Eine negative konjunkturelle Entwicklung in Verbindung mit wichtigen Ereignisrisiken sind generell kein Umfeld für steigende Staatsanleiherenditen.

Eurozone: Die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) lässt einen signifikanten Anstieg der Bund-Renditen unwahrscheinlich erscheinen. Nicht nur, dass eine Leitzinsanhebung in den kommenden Quartalen kein Thema sein wird, sondern auch die Wiederbelebung der Anleihekäufe (APP) sollte für eine anhaltend hohe Nachfrage nach Bundesanleihen sorgen. Die Anleihekäufe dürften sich wohl noch sehr lange fortsetzen. So hat die Zentralbank kein explizites Enddatum des APP in der aktuellen Forward Guidance genannt. Stattdessen soll das Kaufprogramm erst beendet werden, wenn eine Leitzinsanhebung kurz bevorsteht. Diese wiederum soll nur bei einem nachhaltigen Anstieg der Inflation in Richtung der EZB-Zielmarke von rund zwei Prozent erfolgen. Eine Entwicklung, die sich in den kommenden Quartalen vom aktuellen Standpunkt aus nicht abzeichnet. Beim Thema Konjunktur dürften anhaltende Rezessionsängste die Bundrenditen auf einem niedrigen

Niveau halten. Wir sehen die zehnjährige Bundrendite in einem Seitwärtstrend um die Marke bei minus 50 Basispunkten in den kommenden zwölf Monaten.

Vereinigte Staaten: Angesichts einer anhaltend niedrigen Inflation sind weitere Leitzinssenkungen in den USA unseres Erachtens sehr wahrscheinlich. Ein im kommenden Jahr nachlassendes Wirtschaftswachstum spricht ebenfalls für niedrigere Leitzinsen. Wir rechnen mit zwei weiteren Leitzinssenkungen auf Sicht der kommenden sechs Monate. Die Zentralbank dürfte in der heißen Phase des Wahlkampfes jedoch von Leitzinsanpassungen absehen, um keine größere Unruhe in die Finanzmärkte zu bringen. Nach den Wahlen halten wir einen zusätzlichen Zinsschritt von 25 Basispunkten für wahrscheinlich. Weitere Leitzinssenkungen antizipierend, rechnen wir in den kommenden zwölf Monaten mit einem mehr oder minder kontinuierlichen Rückgang der US-Treasury-Renditen, sowohl am kurzen als auch am langen Ende der Laufzeitenkurve. Die Zehnjahresrendite sollte im Verlauf der kommenden zwölf Monate auf 1,20 Prozent absinken.

Prognose-Überblick der NORD/LB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	2019	2020
Deutschland	0,0	0,1	0,2	0,5	0,8
Euroraum	0,2	0,3	0,3	1,2	1,1
USA	1,9	2,2	2,1	2,3	1,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,70	-0,60	-0,40
10-jährige US-Treasuries	1,70	1,80	2,00

Wechselkurs

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

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung der NORD/LB

In der Eurozone bleiben die kurzfristigen Wachstumsaussichten gedämpft. Die Frühindikatoren haben sich im September vor dem Hintergrund der nach wie vor ungelösten politischen Risikofaktoren weiter verschlechtert. So sackte der Economic Sentiment Indikator auf 101,7 Punkte ab, was vor allem auf den wachsenden Pessimismus im Verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen ist. Für Deutschland als besonders industrie- und exportlastige Volkswirtschaft zeichnet sich gar ein Abgleiten in eine – zumindest technische – Rezession ab. Auch deuteten die harten Konjunkturindikatoren zuletzt eher auf leichte Abwärtsrisiken im auslaufenden dritte Quartal für unseren Nowcast der Bruttoinlandsprodukt (BIP)-Quartalsrate von 0,2 Prozent Q/Q an. Die mäßigen kurzfristigen Aussichten spiegeln sich auch in den neuen Projektionen der Europäischen Zentralbank (EZB) für Wachstum und Inflation der Eurozone wider, die Ausgangspunkt für ein umfassendes, wenngleich auch intern wie extern stark umstrittenes Lockerungspaket waren. Trotz der Kritik ist eine weitere Zinssenkung alles andere als vom Tisch, nicht nur wegen der hohen globalen Unsicherheit, sondern auch wegen der aus Sicht der EZB nach wie vor zu niedrigen (marktbasieren) langfristigen Inflationserwartungen. Bei einer erneuten Zunahme der Risikoaversion, beispielsweise durch einen harten Brexit oder neue protektionistische Schockwellen, könnten die Tiefststände bei den Kapitalmarktrenditen nochmals getestet werden. Mittelfristig dürften aber die Chancen einer sukzessiven konjunkturellen Stabilisierung gepaart mit einer leichten Beruhigung bei den globalen Risiken überwiegen. Dies hätte eine Zunahme der Risikofreude sowie wieder leicht höhere Renditen im 10-jährigen Bereich bei deutschen Bundesanleihen zur Folge.

Nach den starken US-Wachstumswerten im ersten Quartal ist die nun zu beobachtende Abschwächung des Anziehens der ökonomischen Aktivität in den Vereinigten Staaten keine größere Überraschung für die

meisten Beobachter. Die annualisierte quartalsweise Veränderungsrate des BIP notiert zum Abschluss des ersten Halbjahres bei 2,0 Prozent. In der Tat könnte das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal sogar leicht unter den langfristigen Trend fallen. Die ökonomische Aktivität in den Vereinigten Staaten wird grundsätzlich aber auch weiterhin durch den Konsumenten gestützt. Die positive Lage am US-Arbeitsmarkt schafft bei den privaten Haushalten auch weiterhin finanzielle Spielräume. In diesem Kontext ist festzuhalten, dass die Arbeitslosenquote jüngst auf nur noch 3,5 Prozent gefallen ist. Nach unerfreulichen Zahlen zu beiden ISM Einkaufsmanagerindizes – der ISM PMI Manufacturing ist am aktuellen Rand sogar noch klarer unter die „magische“ Schwelle von 50 Punkten gefallen – hatten die Finanzmärkte aber sich schon sehr, vielleicht sogar schon zu skeptisch bezüglich der weiteren Entwicklung der US-Wirtschaft positioniert. Die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahre notierte entsprechend in Sichtweite der psychologisch wichtigen Marke von 1,50 Prozent. Politische Unsicherheiten gelten als erklärende Faktoren für die Abwärtsbewegung der Kapitalmarktzinsen. Dennoch spricht das internationale Zinsumfeld am aktuellen Rand weiterhin eher für den US-Dollar. Allerdings ist der aktuelle Renditevorteil der USA im FX-Segment mit einem Wechselkurs im Bereich von 1,10 US-Dollar pro Euro bereits sehr weitgehend eingepreist.



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

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

Redaktion: Sandra Malter, Silke Birkholz
Stand: 14. Oktober 2019