

# VÖB Kapitalmarktprognose- Pressekonferenz

MÄRZ 2021







**INHALT**

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

# Prognose-Überblick

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	Deutschland		Euroraum		USA	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
BayernLB	3,1	3,1	3,9	3,4	5,0	3,0
DekaBank	3,4	3,2	4,5	3,5	6,0	2,6
DZ BANK	2,7	4,8	3,7	4,9	6,0	4,4
Helaba	3,7	2,3	5,1	2,4	4,7	3,6
LBBW	2,5	4,0	4,0	4,2	5,5	2,5
NORD/LB	3,5	4,1	4,3	4,2	3,7	2,1

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

## Preisindizes

Preisindizes <sup>2</sup>	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	1,8	2,8	1,7	1,7	1,9	1,3	3,2	2,5	2,6
DekaBank	1,9	2,6	1,0	1,5	2,0	0,8	3,1	2,6	2,2
DZ BANK	1,6	2,4	0,9	1,5	1,8	1,1	3,2	2,8	2,4
Helaba	1,6	2,4	1,6	1,6	1,8	1,5	4,0	3,4	2,8
LBBW	2,1	2,6	1,8	1,9	2,4	1,6	2,3	2,8	2,3
NORD/LB	1,5	2,4	1,8	1,3	2,0	1,4	2,1	2,5	2,3

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	-0,30	-0,30	-0,20	1,40	1,40	1,50
DekaBank	-0,28	-0,20	-0,10	1,60	1,75	1,85
DZ BANK	-0,30	-0,20	-0,10	1,40	1,50	1,60
Helaba	-0,30	-0,20	-0,20	1,40	1,50	1,50
LBBW	-0,40	-0,30	-0,20	1,25	1,20	1,50
NORD/LB	-0,30	-0,20	-0,30	1,50	1,60	1,80

3) in Prozent

## Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,21	1,23	1,26
DekaBank	1,21	1,20	1,21
DZ BANK	1,23	1,28	1,25
Helaba	1,20	1,25	1,25
LBBW	1,21	1,19	1,16
NORD/LB	1,19	1,17	1,16

# Prognose-Überblick der Helaba

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	3,0	1,1	0,5	3,7	2,3
Euroraum	2,6	1,0	0,5	5,1	2,4
USA	1,2	1,2	1,0	4,7	3,6

## Preisindizes<sup>3</sup>

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

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,30	-0,20	-0,20
10-jährige US-Treasuries	1,40	1,50	1,50

## Wechselkurs

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

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

Innerhalb eines Monats ist die Rendite 10-jähriger Bunds von -0,6 % auf -0,3 % gestiegen, dem höchsten Wert seit Mitte 2020. Negative Vorgaben insbesondere vom US-Rentenmarkt. Wachsender Konjunkturoptimismus und steigende Inflation bilden eine toxische Umgebung. Aufkommender Zinserhöhungsfantasie stellt sich aber die EZB erwartungsgemäß entgegen. Dies bremst den Anstieg der Kapitalmarktzinsen. Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte im zweiten Halbjahr allerdings nur noch knapp im negativen Bereich notieren.

Sowohl kurzlaufende Anleihen als auch die Terminmärkte signalisieren, dass die Anleger trotz steigender Inflation nicht mit einer Leitzinsänderung beiderseits des Atlantiks rechnen – zumindest für die kommenden zwei Jahre. Für die Zeit danach gehen die Meinungen aber auseinander: Der US-Notenbank wird eher ein geldpolitischer Kurswechsel zugetraut als der EZB. Dies liegt vor allem an den unterschiedlichen impliziten Zielfunktionen: Während die EZB eine fragile Währungsunion zusammenhalten muss, ist die Fed solchen Zwängen nicht unterworfen. Im gleichen Boot sitzen die Notenbanken allerdings, was den Umgang mit der rasant steigenden Staatsverschuldung betrifft.

Immer mehr zeigt sich, dass die Notenbanken dabei in einer unbequemen Lage stecken: Ein Rückzug aus der liquiditätsgetriebenen Geldpolitik ist schwierig, vor allem wenn die Renditen einmal ins Laufen kommen. Stufen die Notenbanken den jüngsten Anstieg als kritisch für die Finanzierungsseite ein, so wächst der Druck, die Kaufprogramme zu verlängern. Oder sie gehen zu einer aktiven Steuerung der Zinskurve über. Den geldpolitischen Handlungsspielraum hat die

US-Notenbank durch die Änderung ihrer geldpolitischen Strategie, die ein längeres Überschießen der Inflation ohne Gegenmaßnahmen zulässt, bereits geschaffen. Die EZB dürfte dem Beispiel folgen. Neben der Inflationsgefahr wächst dabei auch ein anderes Risiko. Die massiv ausgeweitete Liquidität könnte die Stabilität des globalen Finanzsystems gefährden. Die Kurskapriolen bei Kryptowährungen markieren möglicherweise den Beginn einer Phase erhöhter Kursschwankungen an den Finanzmärkten – auch bei Renten.

# Prognose-Überblick der DekaBank

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	2,6	1,8	0,8	3,4	3,2
Euroraum	2,1	1,7	0,9	4,5	3,5
USA	3,5	-0,3	0,6	6,0	2,6

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,9	2,6	1,0
Euroraum HVPI y/y	1,5	2,0	0,8
USA CPI y/y	3,1	2,6	2,2

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,28	-0,20	-0,10
10-jährige US-Treasuries	1,60	1,75	1,85

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,21	1,20	1,21

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

Vor einem Jahr übernahm die Corona-Pandemie das Ruder an den Finanzmärkten. Das Virus breitete sich in Rekordgeschwindigkeit aus, die Weltwirtschaft wurde nahezu zeitgleich branchen- und länderübergreifend heruntergefahren, und die Regierungen starteten innerhalb kürzester Zeit staatliche Stützungsprogramme mit enormem Umfang. Auch die Notenbanken warfen alles in die Waagschale, was notwendig war, um die Belastungen der Corona-Rezession abzumildern und den Boden für einen baldigen Aufschwung zu bereiten. Dies alles bedeutete rasch den freien Fall an den Börsen und wirkte derart erwartungsstabilisierend, dass die Aktienkurse ab Mitte März emporschnellten und die zuvor deutlich gestiegenen Zinsaufschläge bei bonitätsschwächeren Anleihen zügig wieder zurückgingen. Schon mitten in der tiefen Rezession herrschte an den Märkten eine klare Perspektive auf Besserung, was einerseits verwunderlich und andererseits durchaus hellsichtig war.

Ein Jahr danach schreiten nun der konjunkturelle Aufholprozess und die Impfkampagnen trotz weiterhin hoher Infektionszahlen voran. So weisen Befragungsindikatoren wie das ifo Geschäftsklima und die Einkaufsmanagerindizes auf eine prächtige Verfassung der Industrieunternehmen hin. Grundsätzlich hat die Weltwirtschaft sich in den vergangenen Monaten erwartungsgemäß erholt, in einigen Ländern wie den USA und in China sogar mit überraschend starker Dynamik.

Dies klingt gut, hat aber einen Haken. An diesem knabbern derzeit die Finanzmärkte. Denn nach der erfolgreichen Stabilisierungspolitik der Regierungen und Notenbanken liegt nun Neuland vor uns: Wie geht es – angesichts der in der Nullzinswelt deutlich gestiegenen globalen Verschuldung – mit der Geld- und der Finanzpolitik weiter? Kann nachgelegt werden, falls die Konjunktur sich noch einmal

eintrübt? Oder kommt es zu einer Überstimulierung mit ausufernden Inflationsprozessen? Die Bandbreite der künftigen Entwicklungen erscheint zurzeit aus Marktsicht sehr groß. Insofern betreten die Finanzmarktteilnehmer das Nachkrisen-Neuland mit unsicheren Schritten.

Die spürbarste Veränderung der vergangenen Wochen waren die höheren Renditen für US-Staatsanleihen und Bundesanleihen im längeren Laufzeitenbereich. Dies ist freilich eher dem Auspreisen eines Deflationsszenarios geschuldet als der Überzeugung einer anstehenden Inflationsdämmerung. Die Inflationserwartungen selber sind noch gut verankert, gestiegen ist die Unsicherheit. Das wird die Notenbanken nicht daran hindern, noch für einige Zeit ihre Anleihekaufprogramme fortzusetzen und ihre niedrigen Leitzinsen beizubehalten. Die in diesem Jahr wegen Sondereffekten deutlich höheren Inflationsraten sind eher eine kommunikative Herausforderung für die Geldpolitiker. Da hinter den Renditeanstiegen ein starker Wachstumsausblick für die Weltwirtschaft steht, sind sie für die Aktienmärkte verkraftbar.

# Prognose-Überblick der LBBW

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	1,4	2,5	1,9	2,5	4,0
Euroraum	1,9	2,5	2,1	4,0	4,2
USA	2,6	-1,1	0,6	5,5	2,5

## Preisindizes<sup>3</sup>

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

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,40	-0,30	-0,20
10-jährige US-Treasuries	1,25	1,20	1,50

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,21	1,19	1,16

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

Ein Jahr lang war „alles Corona“. Seit die ersten Impfstoffe zugelassen sind, verstärkt etwa seit dem Februar, wenden sich die Märkte nun der Frage zu, wie die Welt „nach Corona“ aussehen wird. Zwar dürfte das Virus in der Welt bleiben, aber mit dem Impfungen wird es viel von seinem Schrecken verlieren. Andere Sorgen drängen in den Vordergrund. Zunächst die Inflation. Derermsprunghaften Anstieg in Deutschland von -0,3 % auf +1,0 % und in ähnlichem Umfang im Euroraum im Januar kommt dabei die Rolle des Auslösers zu. An den Märkten wird wieder über Inflation statt Deflation gesprochen, und die möglichen Reaktionen der Geldpolitik hierauf. Beiderseits des Atlantiks dürfte dabei die Sorge vorherrschen, dass ein kräftiger Anstieg der Realrenditen die expansive Geldpolitik der Coronapandemie konterkariert und den sich abzeichnenden Aufschwung vorzeitig abwürgt.

Bislang sind die Inflationstreiber vor allem Einmal- und Sondereffekte, die zu Beginn des kommenden Jahres wieder wegfallen dürften. Auch für die aufgestaute Konsumnachfrage aus den Zeiten der Pandemie dürfte gelten: Ein zeitweiliger Preisschub für Urlaubsreisen, Restaurantbesuche und Freizeitaktivitäten ist möglich, ja sogar wahrscheinlich, eignet sich aber ebenfalls kaum als dauerhaft zündender Treibsatz für Inflation. Ist das Geld ausgegeben, dürfte sich der Fall erledigt haben. Die Inflationserwartungen selbst, gemessen an Marktpreisen für Inflationsschutz, sind zwar gestiegen, aber historisch gesehen weiterhin moderat. Im Euroraum werden am Markt mittelfristig etwa 1,4 % erwartet. Es sieht auch derzeit nicht danach aus, als könnten Gewerkschaften höhere Löhne durchsetzen und damit eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. Von den klassischen Inflationzutaten verfügbar ist die Geldmenge, die im Euroraum in der Abgrenzung M3 im Januar um 12,5 % zum Vorjahr zugelegt hat. Das ist freilich vor allem Reflex der Anleihekäufe. Die so geschaffene Liquidität befeuert vor allem den Höhenflug von Assetpreisen wie Aktien und Immobilien. Für die Preisentwicklung an den

Gütermärkten ist die Geldmengenentwicklung schon seit einigen Jahren wenig informativ. Deshalb dürfte uns das Niedrigzinsumfeld der jüngeren Vergangenheit im Großen und Ganzen zunächst erhalten bleiben. Denn von den Zentralbanken ist zu erwarten, dass ihnen der Anstieg der Inflation gelegen kommt, sie daher zunächst eine abwartende Haltung einnehmen und eher durch verbale Beschwichtigungen als durch ihr geldpolitisches Instrumentarium womöglich übertriebene Inflationssorgen der Märkte zerstreuen werden. Den aktiveren Part spielt die Fiskalpolitik. In den USA wird ein umfassendes Hilfspaket aufs Gleis geschoben. Im Euroraum sind die Summen auch mit dem NGEU-Paket bescheidener, doch so imposant, dass die Schuldenhöhe neue Rekorde erklimmen wird. Die Debatte um die Schuldenbremse in Deutschland zeigt exemplarisch, wohin die Reise gehen könnte, wenn erst fiskalpolitische Begehrlichkeiten geweckt sind. Hohe Defizite 2021, sichtbar geringere, aber immer noch überdurchschnittliche Defizite im – vielleicht – ersten normalen Jahr 2022 dürften dabei derzeit eingepreist sein. Zeichnet sich dagegen kein Ende der Ausgabensause ab, könnte der Markt eine umfassende Neubewertung der Risiken vornehmen. Die Zentralbanken werden bis dahin der Fiskalpolitik den Rücken freihalten.

# Prognose-Überblick der BayernLB

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	1,1	1,9	0,9	3,1	3,1
Euroraum	1,2	2,2	0,9	3,9	3,4
USA	1,5	1,2	0,8	5,0	3,0

## Preisindizes<sup>3</sup>

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

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,30	-0,30	-0,20
10-jährige US-Treasuries	1,40	1,40	1,50

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,21	1,23	1,26

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

Die Corona-Pandemie ist noch lange nicht vorbei, sie verliert aber zunehmend den Schrecken für die Konjunktur. Auch wenn in vielen Ländern Restriktionen die Wirtschaft zunächst weiter belasten, wird durch zunehmende Impfungen eine nachhaltige Aufhebung der Restriktionen ermöglicht. Dadurch können sich dann die Fiskalpakete voll entfalten, und es dürfte zu Nachholeffekten bei Konsum und Unternehmensinvestitionen kommen. Da die höhere Nachfrage in einigen Bereichen auf eingeschränkte Kapazitäten trifft, dürfte die Inflation im Jahresverlauf 2021 weltweit weiter steigen. Da die Kapazitätsauslastung insgesamt jedoch gering ist, gehen wir nicht von einer sich selbst verstärkenden Inflationsspirale aus.

In den USA sollten im März trotz Verzögerungen die wichtigsten Teile des neuen Fiskalpakets beschlossen werden. Das konjunkturelle Momentum wird – auch aufgrund der Impffortschritte – das ganze Jahr über hoch sein, die größte Dynamik ist für Q2 und Q3 zu erwarten. Wie weit diese ins Jahr 2022 hineinreicht, hängt davon ab, ob im zweiten Halbjahr auch Infrastrukturprogramme kommen. In Verbindung mit Angebotsfaktoren (höhere Rohstoffpreise und Frachtkosten) spricht dies für eine überdurchschnittliche Dynamik der Kerninflation. Die CPI-Headline-Inflation wird aufgrund von Basiseffekten und des höheren Ölpreises kurzfristig sogar über 3% klettern. Die für die Fed relevante PCE-Kernrate sollte die kritische Marke von 2,5% aber nicht nachhaltig überschreiten und keine schnellen Zinsanhebungen erforderlich machen.

Europa überraschte die Entwicklung des realen BIP trotz restriktiver Lockdowns zum Jahresausklang 2020 positiv. Die Lockdowns dürften allerdings – je länger sie dauern – für einen schwachen Jahresstart 2021 sorgen, bevor die Wirtschaft mit der Aufhebung von Restriktionen ab Frühjahr wieder aufblüht. Die Gründe für höhere Inflationsraten sind vielfältig und reichen von Gewichtsänderungen beim HVPI über Steuereffekte in Deutschland bis zu Kostendruck durch hohe Rohstoffpreise. Die EZB wird ihre Inflationsprognosen im März zwar nach oben anpassen, dies aber als temporär abtun und nichts an der ultralockeren

Geldpolitik ändern. Wir erwarten für 2021 und 2022 eine Inflationsrate von jeweils 1,5% im Euro-Raum.

Am Staatsanleihemarkt sorgen steigende Inflationserwartungen in Verbindung mit den umfangreichen Fiskalmaßnahmen in den USA weiter für Aufwärtsdruck bei den Treasury-Renditen. Der Renditeanstieg wird aber von fortgesetzten QE-Käufen der Fed abgefedert, das kurze Ende der Zinskurve ist zudem durch die Niedrigzinspolitik noch gut verankert. Der Renditeaufwärtsdruck der im Februar deutlich nach vorne verschobenen marktseitigen US-Leitzinserwartungen sollte zunächst aber weitgehend ausgereizt sein. Die Fed und auch die EZB werden versuchen, Erwartungen eines übermäßigen Anstiegs der Inflation und einer schnellen geldpolitischen Wende zu zerstreuen. Auch am Bund-Markt wirken erhöhte Inflationserwartungen und die negativen Treasury-Vorgaben aber belastend. Zum Jahresende 2021 rechnen wir für die 10-jährige Bundrendite mit einem weiteren Anstieg auf -0,2%.

Beim Dollar deuten die negativen Erwartungen der Marktteilnehmer und hohe offene Short-Positionen gegenüber dem Euro als Kontraindikatoren darauf hin, dass sich dieser kurzfristig in einer Stabilisierungsphase befindet. Zudem sollte das US-Konjunkturpaket noch etwas stützen, während Europa noch unter Lockdowns leidet. Mittelfristig erwarten wir jedoch eine Fortsetzung der Dollar-Abwertung, die den Euro wieder näher – wenn auch noch lange nicht vollständig – an seine Kaufkraftparität zum Dollar führt.

# Prognose-Überblick der DZ Bank

## Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	1,1	2,4	1,9	2,7	4,8
Euroraum	1,3	2,9	1,6	3,7	4,9
USA	2,0	3,2	1,4	6,0	4,4

## Preisindizes<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	1,6	2,4	0,9
Euroraum HVPI y/y	1,5	1,8	1,1
USA CPI y/y	3,2	2,8	2,4

## Renditen<sup>3</sup>

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,30	-0,20	-0,10
10-jährige US-Treasuries	1,40	1,50	1,60

## Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,23	1,28	1,25

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

Die Corona-Pandemie hat die Welt weiterhin fest im Griff. Auch wenn die Neuinfektionszahlen vielerorts sinken, bleiben die Inzidenzwerte in den meisten Ländern gefährlich hoch – zumal hochansteckende Virus-Mutationen das Infektionsgeschehen schnell wieder anfachen können. Die Impferfolge in der Eurozone werden im ersten Quartal wohl überschaubar bleiben. Auch bis Mitte des Jahres dürfte kaum die Hälfte der EU-Bürger geimpft sein. Erst zum Herbst kann damit gerechnet werden, dass alle „Impfwilligen“ ihre Impfungen erhalten haben. Damit bleibt auch der Spielraum für die wirtschaftliche Erholung im Euroraum in der ersten Jahreshälfte begrenzt. Im zweiten Halbjahr sollte sich die Situation jedoch erheblich verbessern. Kräftige Nachholeffekte beim Konsum und bei den Investitionen dürften dann das Wirtschaftswachstum deutlich anschieben. Im kommenden Jahr dürfte die Wachstumsdynamik nochmals Fahrt aufnehmen und das Bruttoinlandsprodukt sogar um knapp 5 Prozent (J/J) zulegen. Dieser „Post-Corona-Boom“ wird durch zahlreiche Nachholeffekte getragen werden. Die monatliche Inflationsrate dürfte im Jahresverlauf 2021 temporär die Marke von 2 Prozent überschreiten. Der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen sollte 2022 jedoch wieder leicht nachgeben.

Schneller geimpft wird in den USA. Die Corona-Beschränkungen sind längst nicht so strikt wie in Europa, dennoch lastet das hohe Infektionsgeschehen auf dem Arbeitsmarkt und der Kaufkraft der Verbraucher. Ein wesentlicher Wachstumsschub dürfte ab Frühsommer von dem geplanten Konjunkturprogramm ausgehen. Im zweiten Halbjahr 2021 könnte es zu einem Konsumboom kommen. Insgesamt dürfte die US-Wirtschaft 2021 kräftig wachsen. Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,6 Prozent. Die Verbraucherpreise dürften ab dem Frühjahr einen deutlichen Auftrieb erfahren – insbesondere Sonder-

effekte und statistische Basiseffekte sowie die starke Konsumnachfrage sollten die Inflationsrate antreiben. Im kommenden Jahr, wenn diese Sondereffekte wegfallen, dürfte die Inflationsrate wieder niedriger tendieren und durchschnittlich bei 2 Prozent liegen.

Die Währungshüter dürften in diesem Jahr zu wahren Kommunikationskünstlern werden. So müssen sie trotz der an Dynamik gewinnenden konjunkturellen Erholung und der teils deutlich steigenden Inflationsraten die Marktteilnehmer davon überzeugen, dass eine Verringerung des geldpolitischen Expansionsgrades nicht so schnell auf der Agenda stehen wird. Unseres Erachtens werden die Währungshüter versuchen, den steigenden Inflationsraten keine allzu große Bedeutung zukommen zu lassen. Hierbei dürften die obersten Geldpolitiker in der Eurozone und in den Vereinigten Staaten wohl auf flexiblere Inflationsziele verweisen sowie den wirtschaftlichen Schaden anführen, den die Gesundheitskrise hinterlassen hat.

Der derzeit vorherrschende Optimismus an den Finanzmärkten spiegelt sich in deutlich gestiegenen US- und Bundrenditen wider. Wir erwarten die zehnjährige Bundrendite gegen Ende des Jahres bei minus 0,1 Prozent. Die fortgesetzten Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank sollten höhere Renditeniveaus begrenzen. Auf Sicht von 12 Monaten werden wohl marktseitig Diskussionen über eine Reduzierung der Wertpapierkäufe der EZB und der Fed auf der Agenda stehen. Dies dürfte zu einer höheren Volatilität an den Finanzmärkten führen.

## Prognose-Überblick der NORD/LB

### Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt <sup>1</sup>	q/q <sup>1</sup>			y/y <sup>2</sup>	
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2022
Deutschland	1,7	2,3	1,3	3,5	4,1
Euroraum	2,9	2,7	1,3	4,3	4,2
USA	0,75	0,5	0,5	3,7	2,1

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

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

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

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,30	-0,20	-0,30
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,60	1,80

### Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,19	1,17	1,16

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

Auf den Finanzmärkten wird derzeit verstärkt diskutiert, ob es im Zuge umfangreicher fiskalpolitischer Ausgabenprogramme und der sehr expansiven Geldpolitik perspektivisch wieder zu einem deutlicheren Anstieg der Inflation kommen wird. Kurzfristig ist aufgrund von statistischen Basiseffekten ein Sprung der US-Inflationsrate im Verlauf des II. Quartal bis über 3% zu erwarten. Hinzu kommen aktuell schon spürbar höhere Öl- und Rohstoffpreise sowie absehbar ein Nachholeffekt beim Konsum (hohe Sparquote, staatliches Konjunkturpaket). Mittelfristig sehen wir aber keine nachhaltig zu hohe Inflationsrate, so dass die akkomodierende Fed-Geldpolitik fortgesetzt werden dürfte. Im Euroraum ist die Inflationsrate zum Jahresauftakt wie erwartet in positives Terrain zurückgekehrt. Im Januar fiel der Sprung von -0,3% auf +0,9% Y/Y im historischen Vergleich ungewöhnlich stark aus. Die Ursachen hierfür sind vielfältig: Basiseffekte bei den Energiepreisen, die Rückkehr zu den normalen MWSt-Sätzen sowie eine höhere CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Deutschland, pandemiebedingt größere statistische Effekte durch die Anpassung des Wägungsschemas und weitere krisenbedingte Verzerrungen wie der Ausfall bzw. die Verschiebung saisonüblicher Schlussverkäufe. Die teils temporären und verzerrenden Effekte schieben die HVPI-Jahresrate 2021, insb. im zweiten Halbjahr, nach oben, die deutsche Inflationsrate dürfte zeitweise über 3% Y/Y liegen. Spiegelbildlich erfolgt eine kräftige Korrektur Anfang 2022. Es erscheint nicht sehr wahrscheinlich, dass es zu ausgeprägten Zweitrundeneffekten kommt (krisenbedingt hohe Unterauslastung, geringe Lohnverhandlungsspielräume). Die Kapitalmarktrenditen haben seit einiger Zeit in den wichtigen entwickelten Volkswirtschaften aufwärts tendiert, besonders ausgeprägt in den USA. Zuletzt konnte sich auch die Eurozone diesem Trend nicht mehr entziehen. Die Rendite von Bundesanleihen (10J) ist zeitweise über die Marke von -0,30% geklettert, die Rendite von

20J-Bunds notierte erstmals seit Juni 2020 wieder leicht positiv. Damit ist die Zinskurve, insbesondere im langen Laufzeitenspektrum, etwas steiler geworden. Trotz relativ moderater Inflationserwartungen sind an den Märkten zuletzt auf mittlere Sicht bereits wieder steigende EZB-Leitzinsen eingepreist worden. Dies erscheint aber als übertrieben. Der EZB-Rat mahnte bereits im Januar, den temporären Inflationsanstieg nicht als dauerhaft anzusehen. EZB-Präsidentin Lagarde und Chefvolkswirt Lane äußerten zudem bereits jetzt, dass die EZB den Renditeanstieg „aufmerksam beobachte“. Die Geldpolitiker dürften durch den temporären Inflationsanstieg hindurchsehen und an der expansiven Ausrichtung festhalten. Sogar Gegenmaßnahmen durch eine flexible Gestaltung der PEPP-Ankäufe (Beschleunigung am aktuellen Rand) wurden von EZB-Offiziellen bereits ins Spiel gebracht. Für hektische Reaktionen sehen wir beim gegenwärtigen Niveau aber noch keinen Anlass, so dass es vorerst bei verbalen Interventionen der Währungshüter bleiben dürfte. Grundsätzlich bleibt die Stimmungslage vieler Marktteilnehmer auf Sicht von sechs Monaten bezüglich der konjunkturellen Entwicklung optimistisch: Fortschritte bei den Impfungen, eine Ausweitung der Impfliefermengen sowie ein Rückgang der Neuinfektionszahlen bestätigten das derzeit von den meisten Marktteilnehmern favorisierte Szenario einer zu erwartenden sukzessiven konjunkturellen Aufhellung. Noch halten aber die seit Monaten vorherrschenden Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Pandemie an (u.a. wegen der Verbreitung von Virusmutanten). Dennoch sollte im Frühsommer der konjunkturelle Aufschwung an Fahrt aufnehmen und die Renditen – zumindest in den USA – ihren begonnenen Aufwärtstrend langsam, aber sukzessive fortsetzen. Wir rechnen in unserem Basisszenario auf 6-Monatssicht mit einem Anziehen der Renditen zehnjähriger US-Treasuries auf 1,6% sowie zehnjähriger Bunds auf -0,20%.



**Bundesverband  
Öffentlicher Banken  
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11  
10785 Berlin

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

**Redaktion: Oliver Gruß**  
Stand: 8 . März 2021