

VÖB Kapitalmarktprognose

MAI 2022







INHALT

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

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

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

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	1,00	0,85	0,75	3,00	2,80	2,60
DekaBank	1,03	1,15	1,30	2,78	2,65	2,65
DZ BANK	1,00	1,10	1,20	3,00	3,10	3,20
Helaba	0,90	0,90	1,20	2,90	2,80	3,00
LBBW	0,95	1,10	1,40	2,95	3,10	3,25
NORD/LB	1,20	1,30	1,50	3,10	3,10	3,20

3) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,09	1,11	1,15
DekaBank	1,06	1,08	1,10
DZ BANK	1,03	1,07	1,10
Helaba	1,05	1,10	1,20
LBBW	1,03	1,08	1,10
NORD/LB	1,06	1,10	1,11

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	-0,4	0,3	0,8	1,3	2,1
Euroraum	-0,6	0,0	0,7	1,8	1,5
USA	0,6	0,6	0,5	3,3	1,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	1,00	0,85	0,75
10-jährige US-Treasuries	3,00	2,80	2,60

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,09	1,11	1,15

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

Nach einem ordentlichen wirtschaftlichen Jahresauftakt belasten Russlands Angriffskrieg in der Ukraine und Lockdowns in China die Weltwirtschaft. Gleichzeitig werden in vielen Regionen Corona-Beschränkungen weiter gelockert, wovon insbesondere der Dienstleistungssektor profitiert. In den USA erwarten wir angesichts der Kaufkraftverluste durch die deutlich gestiegenen Preise und der geldpolitischen Straffung der Fed eine spürbare konjunkturelle Abkühlung mit einem BIP-Wachstum von 3,3% im laufenden Jahr und 1,8% in 2023. Die Inflation in den USA könnte mit 8,5% im März einen Gipfel erreicht haben, wird im Jahresverlauf jedoch nur langsam abnehmen. Die CPI-Jahresrate dürfte dieses Jahr 7,2% erreichen und im kommenden Jahr auf 3,4% zurückgehen. Für den Euro-Raum stellt der Ukraine-Krieg einen schweren wirtschaftlichen Belastungsfaktor dar und lässt ein Stagflationsszenario Realität werden. In der kurzen Frist verschlimmern sich bestehende, teilweise schon im Abklingen begriffene Probleme wie Lieferengpässe und hoher Preisdruck. In Kombination mit dem erschütterten Vertrauen bei Konsumenten und Unternehmen führen die direkten Effekte des Kriegs sowie der Sanktionen zu einer Wachstumsverlangsamung auf 1,8% im laufenden Jahr und 1,5% in 2023. Die Risiken bleiben dabei auf absehbare Zeit hoch, vor allem in Hinblick auf ein mögliches Gas-Embargo. Die Verbraucherpreise dürften 2022 mit einer Jahresrate von 7,1% einen Rekordwert für den Euro-Raum erreichen und 2023 dann noch um 3,6% zulegen.

Der steigende Inflationsdruck besorgt auch immer mehr Zentralbanker. Und den starken Worten folgen bei der Fed nach der Zinsanhebung um 50 Basispunkte Anfang Mai mit weiteren zu erwartenden Zinsschritten im Jahresverlauf auch Taten. Die EZB, die in einem Stagflationsumfeld operiert, das stark vom Krieg in der Ukraine bestimmt wird, gab sich sowohl bei der Wortwahl als auch bei der Umsetzung einer strafferen Geldpolitik

zwar lange zögerlicher. Jüngste Äußerungen zeigen aber eine zunehmende Sorge hinsichtlich einer Verfestigung höherer Inflationserwartungen und lassen ein Ende der Netto-Anleihekäufe bereits zum Beginn des dritten Quartals sowie einen früheren „Lift-off“ für Zinserhöhungen erwarten als von der Mehrheit der Beobachter lange gedacht.

Aufwärts gerichtete Inflationserwartungen und weiter anziehende Zinserwartungen sowohl in den USA als auch im Euro-Raum ließen auch die Renditen von Staatsanleihen zuletzt massiv steigen. Mittlerweile ist davon aber viel eskomptiert. Wenngleich kurzfristig auch angesichts der hohen Inflationsunsicherheit ein weiteres Überschießen der Renditen möglich erscheint, rechnen wir auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten bei wieder rückläufiger Inflation und schwächerem Wachstum mit einer Renditekorrektur. Diese dürfte angesichts des im Juni beginnenden Quantitative Tightening der Fed und der Beendigung der Netto-Anleihekäufe der EZB aber nur moderat ausfallen. Bei der 10-jährigen Treasury-Rendite erwarten wir auf Sicht von zwölf Monaten einen Rückgang auf 2,6%. 10-jährige Bunds sollten auf Jahressicht mit 0,75% rentieren.

Der Euro wird aktuell von erhöhter Risikoaversion und Sorgen um die Konjunktur im energieabhängigen Europa sowie beim wichtigen Handelspartner China belastet. Auf Sicht von zwölf Monaten sollte bei langsam nachlassendem US-Inflationsdruck das Ende der schnellen Fed-Zinserhöhungen aber absehbar werden, während die EZB den Zins (Einlagensatz) in den positiven Bereich erhöhen dürfte. Daher erwarten wir auf Jahressicht, dass der Dollar seine hohe Bewertung gegenüber dem Euro nicht halten kann und auf 1,15 EUR-USD abwertet.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	0,6	0,5	0,4	2,0	2,5
Euroraum	-0,1	0,4	0,6	2,3	2,1
USA	0,8	0,4	0,3	2,5	1,9

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	1,03	1,15	1,30
10-jährige US-Treasuries	2,78	2,65	2,65

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 DekaBank

Bei aller Erschütterung über den erbittert geführten Krieg Russlands gegen die Ukraine, bei allen Verwerfungen infolge der abebbenden Corona-Pandemie und bei allen Sorgen um die schleppende Konjunktur steht derzeit eines für die Finanzmärkte fest: Die Notenbanken haben der herannahenden Inflation Stoppschilder entgegengesetzt. Eine erhebliche geldpolitische Straffung ist im Gange. Vor diesem Hintergrund verwundert es wenig, dass in den vergangenen Wochen die Renditen fulminant angestiegen sind und der DAX etwas schwächelte.

Bis zuletzt wurden die Konjunkturprognosen nach unten revidiert, während die Inflationsprognosen nach oben angepasst werden mussten. Das ist ein schwieriges Umfeld für Zentralbanken. Die US-Notenbank Fed hat unmissverständlich klargemacht, dass sie konsequent die Leitzinsen erhöhen will, um den Inflationsgefahren zu begegnen. Dagegen wirkte die Europäische Zentralbank (EZB) in den letzten Monaten hin- und hergerissen. Bis zuletzt zeigte sie sich noch zaudernd. Ein im Vergleich zur Fed deutlich späterer und langsamerer Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik schien angezeigt.

Doch der Druck auf die EZB ist gewachsen. Für April ist ein Anstieg der Verbraucherpreise um 7,5 % gegenüber dem Vorjahresmonat vermeldet worden. Weniger prominent, aber ungleich gefährlicher für die EZB ist der Anstieg der Inflationserwartungen. Diese sollen beim Inflationsziel von 2 % verankert sein und bleiben. Daran hängt die Glaubwürdigkeit der Notenbank. Aus diesem Grund sendet die EZB inzwischen deutliche Signale für eine baldige monetäre Straffung. Bereits im Juli dürfte die erste Zinserhöhung erfolgen, und mit zwei weiteren erwarteten Zinsschritten nach oben könnte der Einlagensatz noch in diesem Jahr ins positive Terrain wechseln.

Also folgt die EZB der Fed (und vielen anderen Zentralbanken) wohl deutlich schneller als noch vor einem Monat gedacht. Dies mag ganz nebenbei auch den Euro gegenüber dem US-Dollar in den kommenden Monaten wieder etwas erstarken lassen. An den Kapitalmärkten sind die zu erwartenden Leitzinserhöhungen schon weitgehend eingepreist. Mithin dürfte an den Rentenmärkten ein Großteil der Renditesteigerungen für zehnjährige US- und deutsche Staatsanleihen schon erledigt sein. Es sei denn, die Notenbanken müssten mit den Leitzinsen spürbar weiter und klar in den bremsenden Bereich gehen, um die Inflationsrisiken wirksam zu bekämpfen. Da indes die Konjunkturdynamik nachlässt, sich also preissteigernde Nachfrageüberhänge abbauen, und damit auch die hohen Inflationsraten sukzessive nach unten gehen dürften, sollte dieses Risiko in den kommenden Monaten erkennbar nachlassen. Dann könnten die Aktienindizes wieder ihren Aufwärtstrend aufnehmen, und auch die Rentenmärkte könnten hiervon profitieren.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	-0,18	0,72	0,46	1,6	2,3
Euroraum	-0,20	0,79	0,35	2,2	2,3
USA	1,23	0,76	0,47	3,0	2,4

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	1,00	1,10	1,20
10-jährige US-Treasuries	3,00	3,10	3,20

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,03	1,07	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 DZ Bank

Derzeit bleiben die Unsicherheiten enorm hoch, da die Auswirkungen des Ukraine-Russland Krieges auf die Inflation und das Wirtschaftswachstum kaum greifbar sind. In diesem unsicheren Umfeld ist es daher unerlässlich, mit Annahmen zu arbeiten, wohl wissend, dass es eine große Bandbreite verschiedener möglicher Szenarien gibt. Während die wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Vereinigten Staaten begrenzt sein dürften, sind in Europa stagflationäre Tendenzen im ersten Halbjahr 2022 auszumachen. Am Rentenmarkt scheint unwiderfürlich ein Umdenken stattzufinden: Ein Großteil der Marktteilnehmer rechnet mit einer länger anhaltenden Phase hoher Inflation. Die hohe Inflation, die Sorgen vor Zweitrunden-Effekten und damit verbunden eine weniger expansive Geldpolitik sind Gründe für eine beginnende Trendumkehr der seit mehreren Jahren zu beobachtenden Goldilocks-Wirtschaft. Also die konjunkturelle Phase mit einem moderaten inflationsfreien Wachstum, in der die Geldpolitik expansiv und die Renditen sowie Finanzierungskosten niedrig waren, könnte sich dem Ende zuneigen. Die Marktteilnehmer preisen diese Trendumkehr nunmehr ein, sodass die Renditen zuletzt kräftig gestiegen sind.

Zum ersten Mal seit mehr als 15 Jahren werden in der Eurozone wieder ernsthafte Diskussionen über Zinserhöhungen geführt. Angesichts der massiv gestiegenen Energiepreise sowie des Risikos temporärer Stopps russischer Gas- und Rohöllieferungen wird der Preisdruck wohl eine steigende Tendenz aufweisen. Hinzu kommen Sorgen vor Zweitrunden-Effekten, die dauerhaft zu höheren Inflationsraten führen könnten. Die EZB dürfte im Juni ihre Projektionen überarbeiten sowie ein schnelles Ende der Wertpapierkäufe in Aussicht stellen. Der Weg für eine erste Zinserhöhung ist dann frei. Die US-Notenbank hat zuletzt die Leitzinsen um 50 Basispunkte angehoben und den Plan zur Reduktion der Notenbankbilanz konkretisiert. Der sich überhitzende Arbeitsmarkt gibt weitere, kräftige Zinserhöhungen der Fed her. Wir gehen davon aus, dass sowohl im Juni als auch im Juli die Leitzinsen um 50 Basispunkte angehoben werden.

Gerade der Lohndruck ist für die Notenbanker offensichtlich besorgniserregend, denn hierdurch könnte die hohe Inflation weiter angetrieben werden und die Fed müsste die geldpolitischen Zügel stärker straffen als derzeit befürchtet. Angesichts der Inflationsaussichten und der Reaktion der US-Notenbank bleibt der Druck auf die Rentenmärkte zunächst hoch.

Rund 7% ging es mit Euro-Dollar seit Ausbruch des Ukraine-Krieges Ende Februar bergab. Keine der global bedeutenden Währungen konnte dem Greenback in den vergangenen Wochen das Wasser reichen. Argumente für eine Euro-Schwäche sind nicht schwer zu finden. Die geografische Nähe zu den Kampfhandlungen, das Fragezeichen bei der künftigen Energieversorgung und eine alles andere als entschlossen zugunsten höherer Zinsen auftretende Europäische Zentralbank bedeuten spürbaren Gegenwind. Ergänzt wurden diese Faktoren zuletzt durch die zunehmende Sorge vor Lieferengpässen aufgrund ausgeweiteter Lockdown-Maßnahmen in China. Und mit der vor einigen Wochen noch zu beobachtenden Einigkeit in Brüssel bezüglich der Vorgehensweise gegen Russland ist es mittlerweile auch nicht mehr so weit her. In den USA liegt der Fokus eindeutig auf der US-Notenbank. Diese dürfte die Leitzinsen bis Jahresende kräftig anheben. Warnungen vor einer drohenden Rezession aufgrund einer zu aggressiven Vorgehensweise haben zwar zuletzt zugenommen. Besonders weitverbreitet scheint diese Sorge aber bislang nicht zu sein. Für den Euro wird es in den nächsten Wochen darauf ankommen, wie sich der Ukraine-Krieg weiterentwickelt und wie sich der EZB-Rat präsentiert. Der US-Dollar dürfte hingegen darauf setzen, dass das Bild einer aggressiv auftretenden Fed in Verbindung mit einer robusten US-Konjunktur aufrechterhalten werden kann.

Prognose-Überblick der Helaba

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	0,6	0,6	0,5	2,2	2,0
Euroraum	0,4	0,5	0,5	2,8	2,0
USA	1,1	0,6	0,6	3,0	2,3

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,9	0,9	1,2
10-jährige US-Treasuries	2,9	2,8	3,0

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,05	1,10	1,20

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose der Helaba

Die Rendite 10-jähriger Bunds hat die 1%-Marke erstmals seit rund sieben Jahren wieder erreicht. Ein Grund war der Anstieg der Euro-Teuerung auf 7,5 % im April. Die Hoffnung, dass sich im März ein Top bildet, wurde nicht erfüllt. Stattdessen wächst die Unsicherheit, wo das Ende der Fahnenstange ist. Die Inflationserwartungen der Anleger haben mit zeitweise 2,5 % einen neuen Höchststand erreicht und notieren inzwischen relativ nahe der US-Inflationserwartungen. Gründe hierfür sind u.a. der schwache Euro, die hohe Energieabhängigkeit des Euroraums gegenüber Russland und die bislang zögerliche EZB.

Bei letzterem ist aber zuletzt Bewegung erkennbar. Nach einigen Aussagen von Mitgliedern des EZB-Rats verdichten sich die Hinweise, dass die Zinswende im Euroraum schneller kommt, als bislang kommuniziert wurde. Motor dieser Entwicklung ist die inzwischen auf breiter Front steigende Teuerung. Die Kernrate, ohne die stark erhöhten Energie- und Nahrungsmittelpreise, sind zuletzt auf 3,5 % gg. Vj. geklettert, das langjährige Mittel liegt hier bei 1,3 %.

Im Sommer dürfte der EZB-Einlagensatz um 25 Basispunkte angehoben werden. Im vierten Quartal und im ersten Quartal 2023 sollten weitere Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte erfolgen. Auf Sicht von einem Jahr dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei etwa 1,2% notieren. Die von den Märkten erwarteten drei bis vier Zinsschritte der EZB bis Jahresende, ablesbar an den deutlich gestiegenen Terminmarktsätzen, scheinen u. E. aber zu ambitioniert. Dass die EZB jetzt der Fed zu sehr nacheifert, erscheint angesichts der wesentlich

schwierigeren Konjunkturlage im Euroraum infolge der viel unmittelbarerem Auswirkungen des Ukraine-Krieges fraglich. Dass die Tauben im EZB-Rat einen scharfen Zinserhöhungskurs mittragen ist unsicher, zumal damit der bereits laufende Prozess eines sich abschwächenden Wachstums vermutlich erheblich verstärkt würde.

Natürlich wäre es so möglich, die Inflationserwartungen im Euroraum wieder in Richtung 2 % zurückzudrängen. Eine Rezession würde die Preis- und Lohnerhöhungsspielräume der Unternehmen spürbar einschränken. Die EZB dürfte jedoch zögern, kam es ihr schon immer besonders darauf an, den Zusammenhalt im Euroraum zu stärken. In dieser epochalen Phase die fragile Konjunktur einem erhöhten Risiko auszusetzen und damit Spannungen auch im politischen Raum zu erzeugen, wäre aus Sicht vieler Notenbanker problematisch.

Zu bedenken ist dabei, dass sich Notenbanken in Kriegzeiten oft nicht an das Lehrbuch halten. In diese Richtung deuten auch Aussagen des EZB-Chefvolkswirts Philip Lane, dass der gesamte Prozess einer geldpolitischen Normalisierung wichtiger sei als der eigentliche Zeitpunkt der Zinswende. Die Risikoaufschläge im Euroraum sind zudem bereits in Bewegung geraten. Der Spread 10-jähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber Bunds hat sich seit dem letzten Herbst von ein auf zwei Prozentpunkte verdoppelt.

Prognose-Überblick der LBBW

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	0,2	0,4	0,5	1,8	2,5
Euroraum	0,4	0,5	0,6	2,8	2,5
USA	1,1	0,7	0,6	3,0	2,0

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	0,95	1,10	1,40
10-jährige US-Treasuries	2,95	3,10	3,25

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,03	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 der LBBW

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat Anfang Mai die Marke von 1% durchbrochen. Noch Anfang Dezember lag sie bei 0,37%. Der Anstieg um fast 140 Bp. in nur fünf Monaten für die deutschen Langläufer hat nicht viele Vorläufer in der jüngeren Geschichte. Zuletzt war dies 1999 und 1994 der Fall. Die Ursachen für diese historisch zu nennende Marktbewegung liegen auf der Hand: Mit dem Ende der die Wirtschaft betreffenden Einschränkungen der Corona-Pandemie im Frühjahr 2022 hatte die Konjunkturzuversicht zugenommen. Zugleich erweist sich die Inflation als hartnäckiger denn gedacht. Steil steigende Rohstoffpreise, steuerliche Sondereffekte und Friktionen der Lieferketten führten und führen auf allen Stufen zu starken Preisanstiegen. Um das Maß voll zu machen, hat der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine Rohstoffpreise und Lieferengpässe nochmals verschärft. Längst ist das Überschreiten des Preisziels von 2% nicht nur den Energiepreisen geschuldet, für die immerhin Sondereffekte geltend gemacht werden könnten.

In diesem Umfeld gerät die geldpolitische Gelassenheit der EZB zunehmend ins Wanken. Von einem allmählichen Herunterfahren der ultra-expansiven Geldpolitik mit Negativzinsen und doppelten Anleihekäufen in Form von PEPP und APP mit einer Ausstiegssequenz, die zu Jahresbeginn noch bis ins Jahr 2023 oder 2024 reichten, war es nur ein kurzer Weg bis hin zu einem EZB-Vize, der in seinen jüngsten Interviews auch eine erste Zinsanhebung im Juli nicht mehr ausschließen mochte. Der Markt nahm diese Vorlagen dankbar auf, zumal die EZB damit – fast möchte man sagen: wie üblich – der US-Notenbank folgte wie einer älteren Schwester. Die Fed erwies sich damit wieder einmal als Trendsetterin. Der Druck auf sie war indes nicht geringer als nun auf die EZB. In den USA ist der Preisauftrieb mit 8,5% auf Werte geklettert, die zuletzt Anfang der 1980er Jahre im Gefolge des zweiten Ölpreisschocks verzeichnet wurden. Schon macht das böse Wort von der Stagflation die Runde.

In einem solchen Umfeld fallen Prognosen schwerer als ohnedies. Hauptszenarien haben eine immer kürzere Halbwertszeit, zunehmend gewinnen Risikoszenarien an Bedeutung. Was etwa an den Märkten geschieht, wenn die Gaslieferungen Russlands in den Westen abgestellt werden, weiß niemand. Die Vorausberechnungen reichen von geringen Einbußen dank anderweitiger Lieferungen und Ausnutzen der vorhandenen Sparpotentiale für den Gasverbrauch bis hin zum Kollaps für ganze Industriezweige nebst deren vor- und nachgelagerter Lieferketten. Wie werden bei einem solchen Verlauf Konjunktur, Inflation und Notenbanken reagieren? Die Spanne möglicher Antworten reicht von einem weiteren Anstieg der Inflation bis hin zu einem Schrumpfen der Gesamtnachfrage mit mittelfristig deflationären Konsequenzen. Der Marktteilnehmer kann auf ein Szenario wetten, sich gegen andere hedgen und bei all dem seine Position rasch drehen; dem Prognostiker bleibt nicht erspart, sich auf eine Seite zu schlagen, bis bessere Informationen verfügbar sind. Wir gehen derzeit nicht vom schlimmsten Fall eines Gasembargos aus, favorisieren indes steigende Leitzinsen und Markttrenditen. Die Konjunktur dürfte damit zurechtkommen, die Inflation wird auch im kommenden Jahr deutlich über 3% liegen. Für die Renditen gehört die Null vor dem Komma damit bald der Vergangenheit an. Drei Zinserhöhungen der EZB noch in diesem Jahr dürften für einen entsprechenden Schub sorgen.

Prognose-Überblick der NordLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	2023
Deutschland	0,0	0,8	0,6	1,8	2,3
Euroraum	0,2	0,6	0,5	2,7	2,3
USA	0,5	0,4	0,4	2,3	1,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	1,20	1,30	1,50
10-jährige US-Treasuries	3,10	3,10	3,20

Wechselkurs

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

Die Inflationsentwicklung in Nordamerika bleibt ein zentrales politisches Thema und hat offenbar einen großen Einfluss auf die Kongresswahlen. Die Regierung erwartet von der Fed, dass zügig Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation ergriffen werden. Diese Aufgabe ist dem Fed-Chef Jerome Powell von Joe Biden jüngst ins Pflichtenheft geschrieben worden. Daher hat die Notenbank in Washington auch begonnen, im Rahmen ihrer Kommunikationsstrategie eine klaren Schwenk vorzunehmen. Hochrangige US-Notenbanker überbieten sich momentan regelrecht mit der Ankündigung von zukünftigen Anhebungen der Fed Funds Target Rate. Die aktuell von den Fed-Offiziellen avisierten Anpassungen der US-Leitzinsen dürften die Konjunktur in Nordamerika nachhaltig belasten. Dies ist nicht im Interesse der Notenbank. Daher wird man perspektivisch vorsichtiger vorgehen wollen, als momentan noch verkündet wird. In der Tat scheinen zumindest einige US-Notenbanker zu hoffen, spätere konkrete geldpolitische Maßnahmen bereits durch die heutige Ankündigung von zukünftigen Zinsschritten substituieren zu können. In diesem Umfeld neigt die Währung der Vereinigten Staaten zu einer schon bemerkenswerten Stärke. Der Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar preist aktuell eine fast schon mutige Neuausrichtung der US-Geldpolitik ein. Die Marktteilnehmer sind damit derzeit in der Gefahr, zu viel Aktivität im FOMC zu erwarten.

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wurde im ersten Quartal erneut gebremst von der Corona-Pandemie, hinzu kamen im März zunehmende Belastungen durch die Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine. An unserer Wachstumsprognose für 2022 in Höhe von 2,7% halten wir wegen der sich abzeichnenden Belastungen durch den Ukrainekrieg fest. Der Inflationsdruck hat im April nicht nachgelassen, im Gegenteil: Die Inflation kletterte im abgelaufenen Monat auf einen neuen Rekordwert von 7,5% Y/Y, und zusätzlich kam es zu einem im Ausmaß überraschend kräftigen Anstieg der Kernrate auf 3,5% Y/Y. Dies ist ein weiterer Beleg dafür, dass es inzwischen

breit angelegt zu übermäßigen Preissteigerungen kommt und damit auch die Gefahr einer Verstärkung der hohen Inflation deutlich zunimmt. Hierfür spricht auch die Entwicklung auf den vorgelagerten Preisstufen wie den Produzentenpreisen. Die real verfügbaren Einkommen werden durch die Inflation massiv belastet, der Preisschub wird so auch immer mehr zu einem konjunkturellen Problem. Die Inflation dürfte im Jahresmittel deutlich über 6% Y/Y und damit weit über dem EZB-Zielwert liegen. In den letzten Wochen hat der Druck auf die EZB, ihren geldpolitischen Exit zu beschleunigen, noch einmal deutlich zugenommen. Auch aus Sicht der EZB hat sich der Inflationsdruck „über viele Sektoren hinweg intensiviert“. Wir rechnen daher mit erneut deutlichen Revisionen, wenn die EZB im Juni ihre dann aktualisierten Projektionen vorstellt. Die EZB ist gut beraten, sehr zügig die Nettoankäufe einzustellen und die Negativzinsen abzuschaffen. Steigende mittelfristige Inflationserwartungen und auch die Euroschwäche sind Warnsignale, dass das Vertrauen in die EZB anderenfalls abnehmen dürfte. Insofern sind die zuletzt vermehrten Signale aus Reihen der EZB zu begrüßen, dass die APP-Nettoankäufe zur Jahresmitte enden und eine erste Zinserhöhung bereits im Juli, zumindest im Laufe des dritten Quartals erfolgen könnte. Die Kapitalmärkte haben eine bald bevorstehende Zinswende der EZB eingepreist, die Kapitalmarktzinsen haben in den vergangenen Wochen einen historischen Anstieg verzeichnet. Der Aufwärtstrend bleibt intakt und die Phase der nominalen Negativzinsen läuft in diesem Jahr aus, allerdings bleiben die Realzinsen für längere Zeit noch negativ.



**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 . Mai 2022