





INHALT

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

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

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

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

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	-0,05	0,00	0,10	1,70	1,90	2,10
DekaBank	-0,17	-0,10	0,00	1,69	1,85	2,05
DZ BANK	-0,20	-0,10	0,00	1,50	1,60	1,90
Helaba	-0,20	-0,10	0,00	1,50	1,70	1,90
LBBW	-0,15	-0,10	0,00	1,60	1,75	1,90
NORD/LB	-0,10	-0,20	-0,10	1,55	1,65	1,90

3) in Prozent

Wechselkurs

	EUR / USD 2 Monate	EUR / USD 6 Monate	EUR / USD 12 Monate
BayernLB	1,17	1,21	1,25
DekaBank	1,16	1,15	1,17
DZ BANK	1,18	1,18	1,18
Helaba	1,20	1,25	1,20
LBBW	1,18	1,16	1,15
NORD/LB	1,17	1,17	1,16

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	1,7	0,9	0,8	2,7	4,8
Euroraum	1,1	0,8	1,2	4,5	4,5
USA	1,2	1,6	0,7	6,0	4,4

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,20	-0,10	0,00
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,60	1,90

Wechselkurs

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

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 europäischen Währungshüter betonen derzeit, dass sie im Zuge der Dezember-Ratssitzung ihre derzeitige geldpolitische Ausrichtung überprüfen werden. In diesem Zusammenhang stehen die Anleihekäufe, insbesondere das PEPP-Programm, im Fokus. Bezüglich des PEPP gehen wir davon aus, dass die Notenbank das Gesamtvolumen in Höhe von 1.850 Mrd. Euro voll ausschöpfen wird. Kauft die Notenbank bis März 2022 monatlich rund 60 Mrd. Euro an Wertpapieren, verbleiben ab April in diesem Programm noch knapp 200 Mrd. Euro. Diesen Betrag kann die EZB nutzen, um einen langsamen Tapering-Prozess zu starten, der unseres Erachtens bis August 2022 andauern sollte. Hintergrund ist, dass die Eurozone den pandemiebedingten Einbruch der Wirtschaftsleistung 2022 aufgeholt haben sollte. Außerdem sollten die Impffortschritte nicht mehr das Wirtschaftsgeschehen einschränken, wodurch die Pandemie ein Stück weit in den Hintergrund gedrängt wird, ohne aber ganz zu verblassen. Den Währungshütern fehlt eine Rechtfertigung, die Kaufvolumina des PEPP nochmals zu erhöhen.

Die Währungshüter wünschen sich nach Beendigung des PEPP ein geldpolitisches Instrument, mit dem sie flexibel auf eventuelle adverse Marktreaktionen, insbesondere in der Peripherie, reagieren kann. Wir gehen davon aus, dass das alte APP beibehalten wird und die EZB bis auf Weiteres monatlich (mindestens) 20 Mrd. Euro kauft. Wir können uns zudem gut vorstellen, dass die Notenbank im Dezember beschließt, ein zusätzliches Programm aus der Taufe zu heben, bei dem Abweichungen vom Kapitalschlüssel möglich sind und bei dem die Emissions- und Emittentenlimite nicht gelten. Dieses Programm (Emergency Purchase Programme EPP) dürfte jedoch nur dann zur Anwendung kommen, wenn es aufgrund von überhöhten Risikoaufschlägen zu einer Beeinträchtigung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus kommen sollte. Unseres Erachtens könnte ein Volumen von rund 500 Mrd. Euro für dieses Programm ausreichend sein.

Die guten wirtschaftlichen Bedingungen und eine zumindest temporär höhere Inflation rechtfertigen eine Reduktion der Anleihekäufe, insbesondere wenn die Pandemie ihre Brisanz verliert. Nicht zuletzt soll in den kommenden Jahren der Fonds Next Generation EU (NGEU) in Höhe von 750 Mrd. Euro die europäische Wirtschaft stärken. Schwächere EWU-Länder erhalten hierdurch den fiskalischen Spielraum, eine nationale Stabilisierungspolitik auf den Weg zu bringen und dennoch weniger Staatsanleihen zu begeben. Trotz dieser günstigen Bedingungen würde die Notenbank mit einem EPP eine Brandschutzmauer aufbauen, um einzuschreiten, falls es zu Spreadausweitungen kommen sollte, die den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stören. Bislang hat sich die EZB komplett zurückgehalten, wie die geldpolitische Ausrichtung im Dezember angepasst wird. Sollte die EZB eine Brandschutzmauer mit einem neuen Programm aufbauen, hat sie die Möglichkeit, das PEPP-Programm im kommenden Jahr zu beenden. Dies würde bedeuten, dass die EZB weniger Anleihen kaufen wird. Auf Sicht der kommenden zwölf Monate rechnen wir daher mit einem Anstieg der zehnjährigen Bundrenditen bis auf ein Niveau von 0,0%.

Prognose-Überblick der NordLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	0,8	1,0	1,2	2,7	4,4
Euroraum	1,1	0,9	0,8	5,2	4,4
USA	1,0	0,65	0,55	5,9	3,3

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,10	-0,20	-0,10
10-jährige US-Treasuries	1,55	1,65	1,90

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,17	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 sowie Prognose der NordLB

Im Spannungsfeld erhöhter Inflation und Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Inflationsentwicklung auf der einen Seite und der fortbestehenden Unsicherheit über die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung auf der anderen Seite suchen die Zentralbanken derzeit einen möglichst schonenden Weg aus der sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik. Dies bestimmt auch die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen. Die US-Kapitalmarktrenditen sind seit Anfang August wieder deutlicher gestiegen, was sich wohl in moderater Form auch noch etwas fortsetzen dürfte. Veränderte Aussichten für die Entwicklung der Pandemie, damit verbesserte Konjunkturerwartungen, aber auch erhöhte Inflations Sorgen sowie neue Tendenzen bei der Federal Reserve (Tapering, aber auch Zinserwartungen, siehe dot plots) trugen dazu bei. Bereits für die nächste FOMC-Notenbanksitzung Anfang November ist bei Ausbleiben negativer Überraschungen vom Arbeitsmarkt damit zu rechnen, dass ein Plan zum Tapering verkündet und bereits in 2021 begonnen wird. Schließlich liegt die Inflation deutlich erhöht bei 5,3% und dürfte auch frühestens im II. Quartal 2022 unter die Marke von 4% fallen. Die US-Notenbank sieht sich also zumindest inflationsseitig unter einem gewissen Handlungsdruck, wird aber angesichts der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten sehr vorsichtig agieren wollen. Dank niedriger Infektionszahlen und Öffnungen der Wirtschaft ist die ökonomische Aktivität im Euroraum im II. Quartal erwartungsgemäß kräftig gewachsen. Das Wachstum wäre sogar noch etwas höher ausgefallen, wenn nicht die Industrieproduktion zunehmend durch Lieferengpässe und Knappheiten bei Vorprodukten und Rohstoffen ausgebremst worden wäre. Dieses Problem hat bis zuletzt sogar noch an Intensität gewonnen und betrifft vor allem die Volkswirtschaften mit einem hohen industriellen Wertschöpfungsanteil. In Deutschland blieb denn auch das Wachstumstempo bereits im Frühjahr hinter den optimistischeren Erwartungen zurück. Zudem sind nach der Euphorie im Frühjahr die Konjunkturerwartungen seit der Jahresmitte deutlich gesunken. Die Lieferprobleme bremsen deutlich – sehr wahrscheinlich noch weit bis ins nächste Jahr hinein. Zwar profitierte vor allem der Dienstleistungssektor im III. Quartal noch einmal von dem durchgehend hohen Offenheitsgrad der Wirtschaft infolge der im Sommer relativ niedrigen Belastungen durch die Corona-Pandemie. Wir rechnen für 2021 dennoch nur mit einem BIP-Wachstum von 2,7%, womit das deutsche Wachstumstempo klar hinter der Entwicklung im Euroraum (gut 5%) zurückbleibt. Grundsätzlich bleiben wir auf mittlere Sicht

optimistisch gestimmt, da sich zumindest die Nachfrageseite bis zuletzt sehr robust präsentierte. Mit einem sukzessiven Überwinden der angebotsseitigen Engpässe dürften sich dann Aufholeffekte einstellen und die Konjunktur wieder anschieben. Auch wegen der aktuellen Knappheiten und neuen Preisschüben bei Energie fällt die Inflationsdynamik am aktuellen Rand deutlich höher aus als ursprünglich von der EZB vermutet. Die Projektionen von Experten der EZB dürften – wie schon im Juni und September – mit der nächsten Aktualisierung im Dezember erneut nach oben korrigiert werden. Zwar sind die langfristigen Inflationserwartungen nach wie vor gut verankert und eine Reihe der inflationstreibenden Faktoren in der Tat sehr wahrscheinlich temporärer Natur. Mögliche Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Inflationsentwicklung durch Zweitrundeneffekte in Form einer Lohnpreisspirale haben aber zugenommen. Diese Risiken sieht auch die EZB und will daher die Entwicklung der kommenden Lohnabschlüsse im Währungsraum genau beobachten. Derzeit hat der EZB-Rat bereits im September beschlossen, das Tempo der Nettoankäufe im Schlussquartal verglichen mit den beiden Vorquartalen wieder etwas zurückzufahren. Auch wenn die EZB bislang noch nicht von einem Tapering sondern mehr von einer Rekalibrierung sprechen möchte, dürfte dieser Entschluss den Beginn des vorsichtigen und schrittweisen Ausstiegs aus dem PEPP darstellen. Im Dezember wird der Rat eine grundsätzliche Entscheidung zur Zukunft des PEPP fällen. Auch wenn für Ende März 2022 nicht mit einem abrupten Ende der Ankäufe zu rechnen ist, wird die EZB wahrscheinlich im Laufe des Jahres 2022 ein Fading out aus dem Notfall-Ankaufprogramm organisieren. Die Ausrichtung bleibt dennoch grundsätzlich expansiv, vor allem ist eine im Vergleich zur Fed aggressivere Vorgehensweise sehr unwahrscheinlich. Von Zinserhöhungen wird die EZB hingegen noch längere Zeit Abstand nehmen, entsprechend weitreichend ist die aktuelle Forward Guidance formuliert. Das Niedrigzinsumfeld bleibt somit zumindest im Euroraum noch längere Zeit erhalten. Nach dem Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den vergangenen Wochen sind nachhaltige große Sprünge bei Bunds kurzfristig eher nicht zu erwarten. Im Frühjahr 2022 sind bei den EUR-Kapitalmarktzinsen zudem vorübergehend wieder Ausstrahleffekte durch den Präsidentschaftswahlkampf in Frankreich möglich. Mittelfristig dürfte sich im Zuge der erwarteten wirtschaftlichen Erholung aber sukzessive ein moderater Anstieg der Kapitalmarktzinsen durchsetzen.

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	1,3	1,0	0,7	2,8	4,4
Euroraum	1,3	1,1	0,8	4,9	4,4
USA	0,9	1,1	0,9	5,7	4,0

Preisindizes³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Deutschland VPI y/y	4,8	3,2	1,9
Euroraum HVPI y/y	4,0	2,7	1,7
USA CPI y/y	5,6	5,1	3,0

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,05	0,00	0,10
10-jährige US-Treasuries	1,70	1,90	2,10

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,17	1,21	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 BayernLB

Die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus beeinträchtigt die Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr vor allem in Asien und den USA. Zudem können die prall gefüllten Auftragsbücher aufgrund von Lieferengpässen nicht zügig abgearbeitet werden. Daher verläuft die wirtschaftliche Erholung weniger dynamisch als angenommen. Mit weiteren Impferfolgen, auch in China, sollte die Pandemie jedoch weiter eingedämmt werden. Die globale Konjunkturerholung dürfte sich fortsetzen, auch wenn die chinesische Wirtschaft aufgrund der Eingriffe der Regierung in Wirtschaftsbereiche und der Finanzprobleme im Immobiliensektor deutlich an Dynamik verlieren wird. Die Kombination von starker Nachfrage und Lieferengpässen dürfte die Inflation auch in den kommenden Monaten erhöhen. Da die Lohnentwicklung in den meisten Industrieländern jedoch gemäßigt bleibt, dürfte der Anstieg temporär bleiben. Das Risiko anhaltend hoher Inflation ist jedoch nicht vernachlässigbar und dürfte immer mehr Zentralbanken dazu bewegen, ihre ultralockere Geldpolitik graduell zu normalisieren.

Die Fed deutete auf ihrer September-Sitzung erstmals eine Reduktion der krisenbedingten Anleihekäufe an. Das Tapering soll, sofern die konjunkturelle Erholung anhält, im November beginnen und im Laufe des Jahres 2022 beendet werden. Bei der Frage, ob die erste Zinserhöhung bereits 2022 erfolgen sollte, gab sich das FOMC gespalten. Wir rechnen aufgrund einer abnehmenden Inflationsdynamik und einem nur allmählichen Stellenaufbau weiterhin mit Zinserhöhungen erst im Jahr 2023. Bei der EZB beobachtet man verschiedene Entwicklungen im Euro-Raum mittlerweile mit leichtem Unbehagen, gehen höheres Wachstum, anziehender Konsum und Versorgungsprobleme der Industrie doch mit Preisdruck einher. Die 3%-Marke bei der Inflation wurde im Euro-Raum zwischenzeitlich übertroffen, im Jahresverlauf könnte es bis 4½% gehen. Dennoch gehen die Prognosen des EZB-Stabs von einer zügigen Rückkehr der Teuerung unter 2% aus. Unter der

Hand wird das mittlerweile sogar von Mitgliedern des EZB-Rates bezweifelt. Der Blick richtet sich auf das Pandemie-Ankaufprogramm PEPP, über das man im Dezember entscheidet. Wenn dieses zu Jahresbeginn 2022 an die Obergrenze von 1,85 Bio. Euro stößt, gibt es zwei Optionen: Eine Ausweitung des PEPP oder ein Schwenk aufs APP, um ein allmähliches Abschmelzen des monetären Stimulus zu gewährleisten. Wir rechnen mit ersterem, je kräftiger aber die Wirtschaft wächst und je deutlicher der Pandemie-Einfluss schwindet, desto attraktiver wird das APP.

Das Näherrücken der geldpolitischen Straffung durch die Fed, eine Normalisierung technischer Einflüsse und eine zunehmende Dominanz fundamentaler Faktoren sollten nach der Zinskorrektur im Sommer zu einem weiteren Anstieg der Treasury-Renditen führen. Die Bund-Renditen erhalten zudem von höheren Inflationserwartungen im Euro-Raum Auftrieb. Das kurze Ende der Zinskurve bleibt aufgrund der länger anhaltenden Negativzins-Politik der EZB aber verankert. Die 2%-Marke bei 10-jährigen Treasuries dürfte Mitte 2022 erreicht werden, 10-jährige Bunds könnten schon gegen Ende dieses Jahres mit 0% rentieren.

Der Dollar hat zuletzt gegenüber dem Euro aufgewertet und damit seine im Sommer etablierte Handelsspanne (1,17-1,19 EUR-USD) gebrochen. Obschon die Erholungsdynamik in den USA ihren Zenit überschritten hat, rechnen wir auf Sicht von drei Monaten mit einem zunächst anhaltend festen Dollar, da die Fed im Gegensatz zur EZB mit dem Tapering beginnen wird. Auf Jahressicht hingegen erwarten wir, dass der Dollar bei einem deutlich geringeren US-Wachstumsvorsprung zum Euro-Raum bis auf 1,25 EUR-USD abwertet.

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	0,6	0,9	1,5	2,6	4,6
Euroraum	0,9	0,8	0,9	5,0	4,1
USA	1,3	1,0	0,8	5,6	3,8

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,17	-0,10	0,00
10-jährige US-Treasuries	1,69	1,85	2,05

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,16	1,15	1,17

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

Ungewöhnlich große Prognoserisiken gibt es gegenwärtig bei der Inflation, etwa beispielhaft verdeutlicht bei den US-Gebrauchtwagenpreisen, aber perspektivisch auch bei der Lohnentwicklung und Immobilienpreisen. Die offizielle Ankündigung für das Tapering zeichnet sich inzwischen für November ab und vermutlich wird die Straffung auf Monatsbasis erfolgen. Aufgrund der relativ erfolgreichen kommunikativen Vorbereitung durch die US-Notenbanker ist das für die Märkte kein echter Faktor. Somit dürfte die Federal Reserve dann ab Dezember das Tempo ihrer Anleihekäufe reduzieren. Wir erwarten für Ende 2022 die erste Leitzinserhöhung durch das FOMC. Bei unseren Wachstumsprognosen für die USA lagen wir lange unterhalb des Konsensus musste allerdings erneut Korrekturen nach unten vornehmen. Damit ist das große Bild unverändert: Der Wirtschaftsaufschwung ist intakt, der Inflationsdruck baut sich auf und die Zentralbanken lassen sich viel Zeit beim Ausstieg aus ihrer ultraexpansiven Geldpolitik. Noch bleiben Risikoassets gut unterstützt, aber die Gefahr liegt darin, dass die Notenbanken „hinter die Kurve“ der Inflationsentwicklung geraten könnten. Die anhaltenden Überraschungen bei Inflationsdaten nach oben sind ein zentraler Risikofaktor für Renten- und Risikomärkte.

Gerade in Euroland und Deutschland werden die dunklen Wolken am Horizont dichter, konkreter: Die Industrie leidet anhaltend unter Lieferengpässen und Materialknappheit sowie sinkenden Absatzerwartungen, während die Dienstleister zunehmend besorgt wegen der vierten Corona-Welle sind. Die Erwartungskomponente des ifo Geschäftsklimaindex zeigte einen recht kräftigen Rückgang, den zweiten in Folge und vermutlich nur der Anfang eines möglichen Trends auf deutlich tiefere Niveaus. Die Exporterwartungen

sind noch auf einem guten Niveau, sinken nun aber ebenfalls. Der Deka-Wochenindikator (WOI) hat das Vorkrisenniveau Anfang Juli in kurzer Zeit nach dem Ende des Lockdowns wieder erreicht, stagniert aber seither. Der politische Unsicherheitsfaktor ist nach den Bundestagswahlen etwas gedämpft worden, allerdings gibt es noch keine klaren Perspektiven für die Investitionstätigkeit. Ungewissheit über die zukünftige Klimapolitik und das Risiko von Steuererhöhungen können neben Pandemiesorgen und Lieferproblemen zu Zurückhaltung führen. Das dritte Quartal wird aufgrund der Schubkraft des Vorquartals noch einigermaßen kräftig ausfallen, doch die Dynamik flaut deutlich ab. Der Wachstumsgipfel ist erstmal überschritten.

Prognose-Überblick der Helaba

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	1,6	0,6	0,4	3,0	4,0
Euroraum	0,7	1,3	0,8	4,4	3,7
USA	1,2	1,0	0,9	6,0	4,3

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,20	-0,10	0,00
10-jährige US-Treasuries	1,50	1,70	1,90

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,20	1,25	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 Weltwirtschaft überwindet dank Lockerungsmaßnahmen die Pandemie und ist auf Erholungskurs. Nach den USA und China nimmt die wirtschaftliche Aktivität auch in Deutschland und in der Eurozone seit dem zweiten Quartal wieder zu. Allerdings bremsen Materialengpässe und Lieferschwierigkeiten das Verarbeitende Gewerbe. Im Gesamtjahr 2021 sollte die Wirtschaft in Deutschland um 3 %, in der Eurozone 4,4 % und in den USA sogar um 6 % wachsen. Im kommenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um 4 % und in der Eurozone um 3,7 % zulegen.

Die jüngsten Entscheidungen des EZB-Rats sehen zwar eine moderate Reduzierung des Pandemie-Kaufprogramms (PEPP) vor, was zuletzt für Druck auf die Anleihekurse sorgte. Ein kompletter Verzicht auf Kaufprogramme im kommenden Jahr ist jedoch wenig wahrscheinlich. Da sich PEPP mit Abflauen der Pandemie nach dem März 2022 nur schwer halten lässt, wird vermutlich das zweite Kaufprogramm APP die Lücke schließen. Die spannende Frage ist dabei, wie viel „Lücke“ sich die EZB zutraut. Um einen spürbaren Renditeanstieg zu verhindern, dürfte das monatliche Nettokaufvolumen von 20 Mrd. Euro deutlich aufgestockt werden. Wahrscheinlich werden aber auch Teile von PEPP übernommen. Entscheidend sind dabei aus EZB-Sicht vor allem die Komponenten, die eine höhere Flexibilität ermöglichen. Denkbar wäre beispielsweise eine Volumenvorgabe, eventuell eine Billion Euro. Dieser verfügbare „Einsatz“ kann bis zu einem Zeitpunkt, z.B. bis Jahresende 2023 flexibel, genutzt werden. Das Gesamtvolumen müsste dabei nicht bis Laufzeitende aufgezehrt werden.

Kritisch für Renten bleibt die hohe Teuerung. Die Inflationserwartungen der Anleger befinden sich weiter im Aufwärtstrend, u.a. infolge anziehender Rohstoffpreise. Die offensive Geldpolitik gerät so zunehmend unter Druck. Für kurze Laufzeiten ist dies kein großes Problem, bleiben die Leitzinsen wohl noch für lange Zeit unangestastet. Längere Laufzeiten hingegen dürften unter der Unsicherheit bezüglich der Kaufprogramme leiden. Es ist damit zu rechnen, dass die Zinskurve steiler wird, zumal das Angebot an Staatsanleihen im Euroraum spürbar wächst. Im kommenden Jahr dürfte die Rendite 10-jähriger Bunds einen neuen Gravitationsbereich bei rund 0,0 % ansteuern. Deutlich höhere Renditestände dürfte die EZB allerdings kaum tolerieren.

Aus geldpolitischer Sicht gilt es nun, eine Balance zu den fundamentalen Marktkräften zu finden. Gleichwohl gibt es diese „Stabilität“ nicht zum Nulltarif. Waren es bislang vor allem die Sparer, die unter diesen Umständen litten, so werden durch die steigende Inflation inzwischen auch andere Bevölkerungsgruppen indirekt zur Kasse gebeten. Auch für die Eurostaaten und ihre Kommunen sieht die Bilanz nicht mehr ganz so rosig aus. Durch die deutlich steigenden Preise, insbesondere im Bausektor, schrumpfen auch für sie die Vorzüge des billigen Geldes.

Prognose-Überblick der LBBW

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	2021	2022
Deutschland	1,5	1,0	1,0	2,8	5,0
Euroraum	0,9	1,3	1,1	4,8	4,8
USA	1,3	1,0	1,0	6,0	4,5

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	-0,15	-0,10	0,00
10-jährige US-Treasuries	1,60	1,75	1,90

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,18	1,16	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

Das zweite Corona-Jahr neigt sich dem Ende zu, und noch fehlt der Überblick über den Gesamtschaden. Immerhin scheint die pandemische Lage besser als vor einem Jahr zu sein. Einen absoluten Schutz bieten weder Impfungen noch eine Null-Covid-Strategie. Doch kehren einige Länder wie Dänemark oder Norwegen zur Normalität zurück. Für Konjunktur und Finanzmärkte stellen sich indes neue Herausforderungen. Die heftigen Preisausschläge an den Rohstoffmärkten, verstärkt durch die Steuerpolitik, haben zu heftigen Schwankungen an den Gütermärkten geführt. Zum Jahresausklang sind Preissteigerungen auf Verbraucherebene und den vorgelagerten Stufen zu verzeichnen, wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Dazu kommen Engpässe bei Vorleistungen und Endprodukten, die teils auf echte Produktionsausfälle zurückgehen, teils Folge der Störungen im Seefrachtverkehr sind. Das verknappte Güterangebot trifft auf eine von den Corona-Fesseln befreite, von expansiver Geld- und Fiskalpolitik angeschobene Nachfrage. Die Folge sind Stockungen in der Produktion und – vor allem für Energieträger und Rohölzeugnisse – teils exorbitante Preissteigerungen. In den meisten Industrieländern schlägt dies nun auf die Verbraucherpreise durch.

In dieser Situation bleiben die Zentralbanken vorerst zögerlich. Die EZB sieht ihre wesentliche Aufgabe darin, „günstige Finanzierungsbedingungen“ sicherzustellen. Überdies verweist sie darauf, dass der Inflationsanstieg nur vorübergehend sei. Der Wegfall von Sondereffekten und Basiseffekte werden im kommenden Jahr wieder für einen deutlichen Inflationsrückgang sorgen. Für langfristige Stabilität spreche überdies die moderate Lohnentwicklung. Erst mit einer Lohn-Preis-Spirale würde hohe Inflation verstetigt, doch sei diese nicht in Sicht.

Die Renditeentwicklung an den Rentenmärkten und die am Markt gehandelten mittelfristigen Inflationserwartungen geben der EZB bislang recht. Angesichts dessen müssen Investoren an den Rentenmärkten wohl noch einige Geduld mit deutlich negativen Renditen – erst recht in realer Rechnung – vorlieb nehmen. Ungeachtet dessen dürfte in die Rentenmärkte spätestens im kommenden Jahr einige Bewegung kommen. Die US-Notenbank wird sich Ende 2022 wohl als erste der beiden großen Notenbanken von ihrer Politik der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie verabschieden – und die Märkte werden dies vorwegnehmen. Die EZB dürfte sich etwas länger Zeit nehmen. Aber zumindest eine Kürzung der monatlichen Assetkäufe (gemessen als Summe aus APP und PEPP) ist zu erwarten und angemessen. In der Summe wird dies die Renditen im kommenden Jahr steigen lassen. Das Risiko für die Konjunktur scheint nunmehr vor dem Hintergrund expansiver Geld- und Fiskalpolitik und vor dem Hintergrund der aufgestauten Nachfrage und des Auftragspolsters überschaubar. Für die Inflation kann man dies – siehe oben – aktuell nicht sagen, hier dominieren die Aufwärtsrisiken, weshalb man an den Märkten die Lohnentwicklung ebenso genau beobachten wird wie die Rohstoffpreise sowie, zumal in Deutschland, die absehbaren zusätzlichen Belastungen der Unternehmen und Haushalte im Zusammenhang mit der Klimapolitik. Alle drei Faktoren haben letztlich das Potential, neue Inflationsschübe auszulösen.



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

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

Redaktion: Oliver Gruß
Stand: 4. Oktober 2021