

Kapitalmarktprognose

APRIL 2024







INHALT

VÖB-Prognose-Überblick	4
Markteinschätzungen und Präsentationen	
DekaBank	6
LBBW – Landesbank Baden-Württemberg	8
Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale	10
BayernLB	12
DZ Bank	14
NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale	16
Referentenprofile / Kontaktinformationen	19

Prognose-Überblick

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
BayernLB	0,3	1,3	0,6	1,4	2,1	1,7
DekaBank	0,3	1,2	0,9	1,5	2,6	2,0
DZ BANK	0,5	1,6	0,8	1,5	2,4	2,2
Helaba	0,8	1,1	1,0	1,2	2,1	2,2
LBBW	0,3	1,0	0,8	1,2	2,0	2,0
NORD/LB	0,2	1,1	0,5	1,4	1,9	2,0

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

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	2,35	2,25	2,20	4,50	4,20	4,00
DekaBank	2,37	2,35	2,30	4,30	4,10	3,70
DZ BANK	2,40	2,30	2,00	4,30	3,70	3,50
Helaba	2,00	2,00	2,10	3,90	3,80	3,80
LBBW	2,10	2,10	2,25	3,95	3,95	4,50
NORD/LB	2,30	2,20	2,20	4,20	4,00	3,60

3) in Prozent

Wechselkurs

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

Prognose-Überblick der DekaBank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,2	0	0,4	0,3	1,2
Euroraum	0,3	0,3	0,5	0,9	1,5
USA	2,1	2,0	1,7	2,6	2,0

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,37	2,35	2,30
10-jährige US-Treasuries	4,30	4,10	3,70

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,07	1,09	1,12

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

Die Marktprognosen der DekaBank gehen, so wie es auch der Konsens widerspiegelt, von fallenden Anleiherenditen in den USA und leicht rückläufigen Renditen in der Eurozone aus (in 6 Monaten: US Treasuries 10J 4,1 %, 10J Bunds 2,35 %). Zu Grunde liegt dieser Entwicklung die Annahme, dass sich die Inflation zurück in Richtung Zielmarken der Zentralbanken bewegt und entsprechend selbst für die Fed zumindest ab September ein ausgeprägter Zinssenkungszyklus bevorsteht.

Aber diese Prognose ist mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, denn die aktuelle konjunkturelle Entwicklung in den USA will nicht zum Bild der meisten Volkswirte passen. Trotz der Zinsanhebungen um über 500 Bp zeigt das Wachstum und hier vor allem der Arbeitsmarkt und damit der Konsum keine ausgeprägte zyklische Reaktion. Die Prognosen für das US BIP-Wachstum wurden allein seit Ende 2023 fast verdoppelt (aktuell 2,2 %), wobei wir sogar einen Anstieg um 2,6 % erwarten. Diese Entwicklung mag an Sonderfaktoren wie der expansiven Fiskalpolitik, dem Inflation Reduction Act (IRA) oder der hohen Ersparnisse der privaten Haushalte liegen. Aller-

dings könnte das Fehlen eines Konjunkturzyklus eben auch eine Situation widerspiegeln, in der sich aufgrund struktureller Veränderungen der Wirtschaft der „neutrale Zins“ der Fed (r^*) nach oben verschoben hat. Dies würde das grundsätzliche Potential für Zinssenkungen der Fed reduzieren und Laufzeitprämien im langen Laufzeitbereich dürften ansteigen. Entsprechend würde sich die USD-Zinskurve bärisch versteilen (lange Laufzeiten legen mehr zu als kurze).

Die Debatte über die Gründe des ausbleibenden Konjunkturzyklus ist am Markt im Gange und entsprechend hoch ist die Unsicherheit am langen Ende der Zinskurven. Renditeprognosen sind in diesem Umfeld von höherer Unsicherheit als normal behaftet.

Prognose-Überblick der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,0	0,2	0,2	0,3	1,0
Euroraum	0,1	0,3	0,3	0,8	1,2
USA	0,5	0,1	0,1	2,0	2,0

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,10	2,10	2,25
10-jährige US-Treasuries	3,95	3,95	4,50

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,06	1,05	1,03

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 – Landesbank Baden-Württemberg

Eine Überraschung des zurückliegenden Halbjahres war die robuste Performance der US-Wirtschaft. Allen Unkenrufen und Indikationen zum Trotz rutschte die US-Wirtschaft weder im vierten Quartal 2023 noch im ersten Quartal 2024 in eine Rezession. Zudem blieb die US-Inflation höher als erwartet. Die vermeintlich sichere Wette auf eine Leitzinssenkung der US-Notenbank ging bislang nicht auf. An den Märkten hinterließ dies deutliche Spuren. Die Renditen langlaufender US-Treasuries, noch im Herbst 2023 im Sinkflug, legten seit Jahresbeginn spürbar zu. Die Renditen von Bundesanleihen zogen mit, sozusagen im verkleinerten Maßstab. Kaum verändert blieben die Inversionen der Staatsanleihekurven beiderseits des Atlantiks. Nach wie vor dominiert, was die Rentenmarktentwicklung angeht, mit hin die Erwartung sinkender Leitzinsen für den weiteren Jahresverlauf.

Für den Euroraum darf eine Zinssenkung im Juni als sehr wahrscheinlich gelten. Jüngste Aussagen der geldpolitisch Verantwortlichen weisen in diese Richtung. Markterwartungen und Umfrageergebnisse sind kongruent. Zudem lassen Aussagen aus dem EZB-Rat den Schluss zu, dass es nicht bei einer Senkung bleiben wird. Speziell der gebeutelten deutschen Wirtschaft dürfte solch ein Reigen sehr gelegen kommen, kämpft sie doch aktuell mit einer Reihe von Belastungsfaktoren. Zu nennen ist ein Strukturwandel in der Automobilindustrie, eine anhaltende China-Flaute sowie ein notorischer Fachkräftemangel. Derweil bremst die Finanz- und Wirtschaftspolitik hierzulande mehr, als dass sie anschiebt. Noch sind die Nachfragekräfte schwach. Wir hatten insbesondere auf einen Anstieg des privaten Konsums gesetzt, der indes bis dato auf sich warten lässt.

Die wichtigste Grundbedingung für Zinssenkungen scheint gegeben. Die Inflation im Euroraum ist in den zurückliegenden Monaten weiter gefallen. Es sind nicht nur die rückläufigen Energiepreise: Auch ein nachlassender Preisauftrieb für Nahrungsmittel und für Nicht-Energie-Industriegüter hat hierzu beigetragen. Für Dienstleistungen bleibt der Inflationsdruck indes hoch. Angesichts dessen hat die EZB vor allem die Lohnentwicklung im Blick. Hier dürften indes im weiteren Jahresverlauf die Nachholeffekte aus der Hochinflationsphase schwächer werden, so dass der Weg für eine umfassendere Lockerung der Geldpolitik frei werden dürfte.

Hinzuweisen ist auf weiter erhebliche Risiken. Der Krieg in der Ukraine dauert an; ein Sieg Russlands wird wahrscheinlicher: Was dann? Die Lage im Nahen und Mittleren Osten droht weiter zu eskalieren. Auswirkungen auf die Rohölpreise scheinen jederzeit möglich. Und schließlich wird im November in den USA ein neuer Präsident gewählt. Die Umfragen sehen derzeit den Alt-Präsidenten Donald Trump leicht in Führung vor dem Amtsinhaber Joseph Biden. Was eine neue Amtszeit Trumps für die US-Wirtschaftspolitik, das Verhältnis zu China und Europa sowie die weitere Entwicklung in der Ukraine bedeuten könnte, ist schwer vorherzusagen. Unter dem Strich überwiegen hier, nicht nur aus europäischer Sicht, die Gefahren die Chancen erheblich.

Prognose-Überblick der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,4	0,4	0,4	0,8	1,1
Euroraum	0,4	0,5	0,3	1,0	1,2
USA	0,3	0,2	0,5	2,1	2,2

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,00	2,00	2,10
10-jährige US-Treasuries	3,90	3,80	3,80

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,10	1,10	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 Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Die jüngsten Konjunkturdaten für Deutschland haben tendenziell positiv überrascht. Das ifo-Institut stellte eine weniger pessimistische Stimmung in der Industrie, aber auch im Einzelhandel fest. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im April zum neunten Mal in Folge gestiegen. Da sich die globalen Frühindikatoren für die Industrie und den Welthandel zuletzt verbessert haben, scheint sich allmählich ein moderater Konjunkturaufschwung durchzusetzen. Der jüngste Produktionsanstieg auch in der deutschen energieintensiven Industrie zeigt, dass diese trotz der schwierigen Rahmenbedingungen konjunkturell noch nicht abgeschrieben werden sollte. Kaufkraftgewinne durch rückläufige Inflation und hohe Lohnsteigerungen sollten den Konsum beleben, die angepeilte Zinswende der EZB die Finanzierung erleichtern.

Während die Zweifel an einer zügigen Zinssenkung in den USA zuletzt gewachsen sind, hat die EZB signalisiert, dass am 6. Juni mit der Zinswende im Euroraum zu rechnen ist. Die Entspannung an der Inflationsfront – trotz absehbar größerer Schwankungen in den kommenden Monaten – gibt ihr dafür den Spielraum. Das aktuelle Zinsniveau mit einem Einlagesatz von 4,0 % würde damit den Höhepunkt des laufenden Zinszyklus darstellen. Bis Ende 2024 sind drei Senkungen um jeweils 25 Basispunkte zu erwarten.

Von Vorfreude auf geldpolitische Lockerungen war an den Kapitalmärkten zuletzt allerdings nicht mehr viel zu spüren. Die robuste US-Konjunktur und eine hartnäckige Inflation in den USA setzten die Rentenmärkte dies- und jenseits des Atlantiks unter Druck. Im Zuge der ersten Zinssenkung der EZB rechnen wir jedoch mit einer Entspannung. Die Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen dürfte sich bis zum Jahresende verflachen. Darüber hinaus ist das Potenzial für Renditerückgänge jedoch begrenzt. Der Abbau der Wertpapierbestände bei den Notenbanken bei gleichzeitig relativ hoher staatlicher Emissionstätigkeit spricht gegen ein Absinken der Bund-Rendite unter die 2 %-Marke. Hinzu kommt die Unsicherheit über den langfristigen Inflationspfad aufgrund struktureller Veränderungen wie Dekarbonisierung, Demografie und Deglobalisierung. Langfristig erwarten wir die Kapitalmarktzinsen daher eher im Gravitationsbereich der 3 %-Marke.

Prognose-Überblick der BayernLB

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,0	0,2	0,4	0,3	1,3
Euroraum	0,1	0,3	0,4	0,6	1,4
USA	0,4	0,3	0,2	2,1	1,7

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,35	2,25	2,20
10-jährige US-Treasuries	4,50	4,20	4,00

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,07	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 sowie Prognose der BayernLB

Mit dem andauernden Krieg in der Ukraine und dem Krieg im Nahen Osten bleibt die geopolitische Lage äußerst angespannt. Sollte der Nahost-Konflikt entgegen unserer Erwartung eskalieren und zu einem substanziellen Ölpreisanstieg führen, würde die ohnehin fragile globale Konjunktur weiter belastet und der Rückgang der Inflationsraten gefährdet. Die wirtschaftliche Erholung in China verläuft schleppend und trotz deflationärer Tendenzen bleiben die Stimulierungsmaßnahmen der Regierung zurückhaltend. Trotzdem dürfte die anhaltend moderat steigende Nachfrage zu steigenden Rohstoffpreisen im Jahresverlauf führen.

Auch wenn es die ein oder anderen konstruktiven Zeichen aus dem Euro-Raum gibt, erwarten wir weiterhin keine starke Erholung. Für 2024 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 0,6%, wobei der Dienstleistungssektor den stärkeren Beitrag gegenüber der Industrie leistet. In den USA bleibt der Privatkonsum zunächst der Hauptwachstumstreiber, bevor sich das BIP-Wachstum bis zum dritten Quartal deutlich abschwächt. Negative Wachstumsquartale erwarten wir nicht mehr. Für 2024 resultiert dies in einer BIP-Prognose für die USA von 2,1%. Auch bei der Inflation geht die Entwicklung zwischen dem Euro-Raum und den USA auseinander. Während hierzulande die Verbraucherpreise zuletzt schwächer als erwartet ausfielen, kam es in den USA zu Überraschungen oberhalb der Erwartungen. Zwar ist in beiden Währungsräumen die Dienstleistungsinflation die Ursache für die weiterhin über dem Zentralbankziel laufende Preisdynamik, allerdings fällt diese in den USA höher aus und zeigt sich deutlich hartnäckiger. Deswegen erwarten wir in den USA für 2024 eine durchschnitt-

liche Inflationsrate von 3,1% und im Euro-Raum von 2,7%. Diese Divergenz beim Wachstum und der Inflation führt zu unserer Erwartung einer ersten Zinssenkung der EZB um 25 Bp bereits im Juni, gefolgt von einer weiteren im September, während die Fed vor dem Hintergrund einer Konjunkturabkühlung und einem leichten Rückgang der Kerninflationsdynamik erst im Juli und dann wieder im Dezember ihren Leitzins senken sollte.

Durch die zuletzt nach oben überraschenden Arbeitsmarkt- und Inflationszahlen in den USA wurden die US-Zinssenkungserwartungen weiter zurückgeschraubt, was auch die Treasury-Renditen wieder deutlich hat steigen lassen. Auch der Bund-Markt wurde hiervon spürbar beeinflusst. Da der Markt ein langsames Tempo der Fed schon ausreichend antizipiert hat und der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung dennoch näher rückt, erwarten wir von den jüngsten Rendite-Jahreshochs im Verlauf der kommenden zwölf Monate moderat rückläufige Renditen. Der Renditerückgang dürfte bei kurzen Laufzeiten dabei stärker ausgeprägt sein, wodurch sich eine weiter abnehmende Inversion bzw. Normalisierung der Zinskurven ergibt. Selbiges gilt für die Bund-Renditen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen prognostizieren wir in zwölf Monaten mit 2,2%, 10-jährige Treasuries sollten dann mit 4,0% rentieren. Die prognostizierte US-Konjunkturabkühlung sowie ein deutlich abnehmender Transatlantik-Spread sollte den Dollar auf 1,12 EUR-USD in einem Jahr abwerten lassen.

Prognose-Überblick der DZ Bank

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,0	0,3	0,5	0,5	1,6
Euroraum	0,1	0,4	0,5	0,8	1,5
USA	0,5	0,3	0,5	2,4	2,2

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,40	2,30	2,00
10-jährige US-Treasuries	4,30	3,70	3,50

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,08	1,08	1,08

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose DZ Bank

Der globale Konjunkturmotor ist weiterhin nur mit gedrosseltem Tempo unterwegs. Zwar haben sich weltweit die hohen Inflationsraten inzwischen ein gutes Stück ermäßigt und erste Zinssenkungen der wichtigsten Notenbanken rücken in greifbare Nähe. Was allerdings an den Aktienmärkten rund um den Globus bereits für Euphorie sorgt, muss sich in vielen Volkswirtschaften erst noch in besseren „harten“ Konjunkturdaten niederschlagen. Eine Eskalation der Lage im Nahen Osten und damit einhergehend ein Rohölpreisschock sowie eine massive Beeinträchtigung der Lieferketten würden zu einem Inflationsanstieg führen und die wirtschaftliche Entwicklung bremsen. Höhere Energiepreise würden sich insbesondere in Europa auswirken, da im Gegensatz zu den USA Energie in größerem Umfang importiert werden muss.

Für die Wirtschaft der Europäischen Währungsunion (EWU) gibt es erste Signale, dass die seit über einem Jahr anhaltende Wachstumsflaute im weiteren Jahresverlauf zu Ende gehen dürfte, auch wenn die Erholung nur sehr zaghafte sein wird. Vor allem könnte die Wirtschaft im größten Mitgliedsland Deutschland wieder in den Wachstumsbereich zurückkehren. Wichtige Impulse sollten dabei vom privaten Konsum kommen, denn die privaten Haushalte erzielen dank höherer Löhne bei gleichzeitig nachlassender Inflation Kaufkraftgewinne. Dagegen hat die im vergangenen Jahr überraschend robuste US-Wirtschaft das Jahr 2024 mit deutlich weniger Schwung begonnen und dürfte in den kommenden Monaten ein moderateres Wachstumstempo an den Tag legen.

Die europäischen Währungshüter haben in den zurückliegenden Wochen darauf hingewiesen, dass die weitere Lohnentwicklung ein entscheidender Datenpunkt für die Zinswende ist. Im Mai erhalten die Währungshüter zahlreiche Informationen zur Beurteilung des Lohndrucks in der Eurozone (z.B. Tarifabschlüsse). Sollte sich der Lohnanstieg im ersten Quartal 2024 nicht beschleunigt haben, sondern eher abschwächen, dürfte dies das Signal für eine erste Leitzinssenkung der EZB sein. Bereits in den letzten beiden Quartalen hat sich die Dynamik des

Lohnanstiegs verringert. Verschiedene Frühindikatoren (z.B. Indeed Wage Tracker) zur Lohnentwicklung deuten darauf hin, dass sich dieser Prozess fortsetzt. Vor diesem Hintergrund dürfte einer Leitzinssenkung der EZB im Juni nichts im Wege stehen. Diese Prognose scheint derzeit mit weniger Unsicherheit behaftet zu sein als der Zeitpunkt der geldpolitischen Wende der US-Notenbank. Wie im Euroraum setzt sich zwar auch in den USA der Disinflationprozess langsam fort, allerdings ist die konjunkturelle Entwicklung deutlich robuster als im Euroraum. Sollte die US-Notenbank entgegen unserer Erwartung die Sommermonate nicht für einen ersten Zinsschritt nach unten nutzen, würde sich das Zeitfenster unseres Erachtens bis Ende November schließen. Eine Änderung der Geldpolitik kurz vor den Präsidentschaftswahlen könnte die Fed in Erklärungsnot bringen. Sollten die Währungshüter eine Zinssenkung im unmittelbaren Umfeld der Wahl vermeiden wollen, wäre die US-Zinswende wohl erst im Dezember wahrscheinlich. Derzeit verschiebt sich der Fokus der Marktteilnehmer auf die Frage, wie es nach der ersten Zinssenkung der Fed und der EZB weitergeht. Solange die Inflationsraten nur langsam sinken und keine (erneuten) deflationären Tendenzen auftreten, dürften sowohl die Fed als auch die EZB das expansive Fahrwasser scheuen. Wir erwarten weder schnelle noch umfangreiche Zinssenkungen.

Prognose-Überblick der NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	q/q ¹			y/y ²	
	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	2024	2025
Deutschland	0,2	0,2	0,3	0,2	1,1
Euroraum	0,2	0,2	0,3	0,5	1,4
USA	2,7	2,0	1,2	1,9	2,0

Preisindizes³

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

Renditen³

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
10-jährige Bundesanleihen	2,30	2,20	2,20
10-jährige US-Treasuries	4,20	4,00	3,60

Wechselkurs

	2 Monate	6 Monate	12 Monate
Euro-Dollar-Kurs	1,06	1,08	1,08

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent. USA annualisiert.

2) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3) In Prozent

Markteinschätzung sowie Prognose NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Die jüngsten Signale aus der EZB deuten auf eine bevorstehende Zinssenkung im Juni. Dies spiegeln auch ihre aktuellen Projektionen wider, die im Juni erneut leicht „dovish“ angepasst werden dürften. Die Inflation ist im Euroraum im März auf 2,4% Y/Y gesunken, und erstmals seit über zwei Jahren notiert auch die Kernrate wieder unter der Marke von 3% Y/Y. Wie der Teufel das Weihwasser meidet der EZB-Rat zwar noch eine explizite Vorfestlegung für den künftigen Zinspfad. Vor allem wegen des derzeit noch hartnäckigeren binnenwirtschaftlichen Preisdrucks will der Rat keine weitergehende Guidance geben, sondern betont stattdessen weiterhin den datenabhängigen Ansatz. Diese Vorsichtshaltung liegt in der bis zuletzt recht hohen Nominallohndynamik im Euroraum und der damit einhergehenden Sorge vor Zweitrundeneffekten begründet. Bei den jüngst positiven Inflationsdaten bleibt denn auch die hartnäckig hohe Preisdynamik bei Dienstleistungen der einzige Wermutstropfen, entsprechend will die EZB zu Recht noch neue Lohndaten abwarten. Der April ist aber der letzte „Wartemonat“, ab Juni stehen die Zeichen auf Zinssenkung. Der im April in den Beschluss aufgenommene Hinweis auf neue Projektionen darf als deutliches Signal für den Juni verstanden werden. Zugleich deutet sich damit auch ein zunächst vorsichtiges Vorgehen an, weshalb wir den zweiten Zinsschritt weiter erst im September erwarten.

Mit Blick auf das Anpassungstempo nach einer ersten Zinssenkung spricht weiter viel für eine graduelle Vorgehensweise. Lagarde will sich hier zwar nicht festlegen, verweist aber stets darauf, dass es um „Normalisierung“ gehe. Auch die prognostizierten Wachstumsraten für 2025 und 2026 über dem Potenzialpfad begrenzen das Zinssenkungspotenzial. Der Rat dürfte demnach eher eine neutrale Ausrichtung seiner Geldpolitik ansteuern. Wir halten weiterhin eine erste Zinssenkung im Juni und insgesamt vier Zinsschritte in diesem Jahr für das wahrscheinlichste Szenario. Zwar sieht sich die EZB

unabhängig vom Handeln der Fed, weshalb sie auch dem Beispiel der SNB folgen und ebenfalls vor der Fed ihre Leitzinsen senken dürfte. Die historische Evidenz zur Frage „First Mover“ ist ohnehin recht dünn, und asynchrone Makroentwicklungen wie derzeit rechtfer-tigen asynchrone Antworten der Geldpolitik. Hält die Fed also still, wird dies die EZB sicher nicht von einer 25bp-Zinssenkung im Juni abhalten. Spannender wird es dann aber auf Sicht von 6-12 Monaten: Sollte die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den USA nennenswerte Zinssenkungen in 2024 durch die Fed verhindern, würde sich dies über verschiedene Kanäle auch auf die Eurozone auswirken und für ein vorsichtiges Vorgehen der EZB sprechen.

Dass die Fed in den USA laut Powell nun zunehmend vorsichtiger agieren wird, liegt vor allem in den jüngsten Inflationsdaten begründet. Zunächst erschien die dortige Entwicklung bei den CPIs ganz im Sinne der Notenbanker, zuletzt ist die Inflationsrate aber wieder überraschend gestiegen. Zwar sind vor allem die Energiepreise die großen Treiber, hier ist zunächst aber auch nicht von einer Entspannung auszugehen. Ein robuster Arbeitsmarkt drängt die Fed überdies nicht zur Eile. Unsere Sicht, dass im Jahr 2024 noch zwei Zinssenkungen erfolgen, halten wir nach wie vor für gerechtfertigt. Allerdings könnte sich das Timing nach hinten verschieben, weiterhin ist aber in Q3 als auch in Q4 mit einer Zinssenkung von je 25 Basispunkten zu rechnen.

Kontaktinformationen



BayernLB

Manfred Bucher, CFA
Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 089/21 71- 2 17 13
E-Mail: manfred.bucher@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de



DekaBank

Michael Klawitter
Geldpolitik und Kapitalmärkte
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/71 47 57 89
E-Mail: michael.klawitter@deka.de
→ www.deka.de



DZ Bank

Birgit Henseler
Fixed Income Senior Analystin
Platz der Republik, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/74 47 01
E-Mail: birgit.henseler@dzbank.de
→ www.dzbank.de



Helaba

Ulf Krauss
Stv. Abteilungsdirektor, Helaba Research & Advisory
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32 47 28
E-Mail: ulf.krauss@helaba.de
→ www.helaba.de



LBBW

Dr. Thomas Meißner
Abteilungsleiter Research, Finanzmarktstrategie
Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart
Tel. 0711/127-73 574
E-Mail: thomas.meissner@LBBW.de
→ www.lbbw.de



NORD/LB

Christian Lips
Chefvolkswirt, Head of Macro Research
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Tel. 0511/3 61 29 80
E-Mail: christian.lips@nordlb.de
→ www.nordlb.de



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

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

Redaktion: Dr. Thomas Klodt

Stand: 19. April 2024