Helaba

Im Fokus: Zinsen
24. August 2023

EZB: Über Leitzinsplateaus und langfristige Zinsniveaus

Nachdem die Frage, wo der zyklische Zinsgipfel der EZB liegt, weitgehend geklärt scheint, rücken zwei andere Fragen in den Mittelpunkt des Anlegerinteresses: Wie lange bleiben die Leitzinsen hoch und auf welchem Niveau pendeln sie sich langfristig ein?



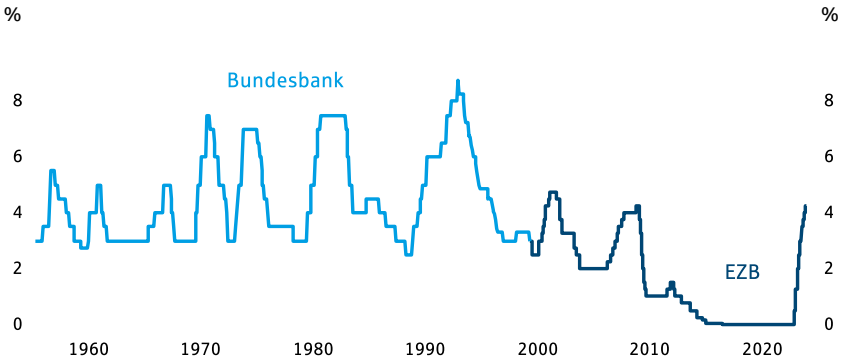
Ulf Krauss
EZB und Anleihemärkte
Tel. 069/91 32-47 28

Ob der Zinsschritt der Europäischen Zentralbank im Juli der letzte im laufenden Zyklus war, lässt sich zwar nicht mit Sicherheit sagen, die Wahrscheinlichkeit ist jedoch hoch, dass sie unter der Annahme eines deutlichen **Inflationsrückgangs** in den **Pausenmodus** wechseln wird.

Da die Zinsentscheidungen der Zentralbanken von zyklischen Determinanten wie Konjunktur und Inflation abhängen, weist auch die Entwicklung der Leitzinsen naturgemäß ein periodisches Muster auf. Von besonderem Interesse sind dabei die **Wendepunkte**. Vor dem Hintergrund der aktuellen geldpolitischen Situation soll im Folgenden die Entwicklung der Leitzinsen auf dem Gipfel, die aber in der Vergangenheit oft eher einem **Hochplateau** ähnelte, untersucht werden. Als Plateau wird dabei der Zeitraum zwischen der letzten Zinserhöhung und der ersten Zinssenkung angesehen.

Seit 1955 hat es in Deutschland unter der Regie von Bundesbank und EZB **zwölf Leitzinsgipfel bzw. -plateaus** gegeben. Die durchschnittliche Dauer der geldpolitischen Seitwärtsbewegung betrug dabei **neun Monate**. Die Spanne war allerdings sehr groß und reichte von zwei bis zu 27 Monaten.

Rückblick: Teils längere Hochzinsphasen



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

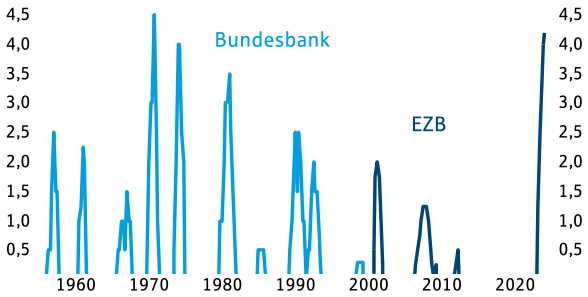
Die Statistik für den umgekehrten Fall eines **Leitzinstals** zeigt ein deutlich größeres Beharrungsvermögen der Notenbanken: Die durchschnittliche Dauer betrug hier **20 Monate** und war damit doppelt so lang wie bei den Leitzinsplateaus. Die Spannweite reichte von sieben bis zu 44 Monaten.

Dies lässt den Schluss zu, dass Geldpolitiker, wenn es die inflationären Umstände zulassen, wachstumsfördernde **Niedrigzinsphasen** belastenden **Hochzinsphasen** vorziehen. Das Paradebeispiel für diese **Asymmetrie** war die Ära des EZB-Präsidenten Mario Draghi, der es in seiner achtjährigen Amtszeit schaffte, die Leitzinsen nicht ein einziges Mal anzuheben. Dies sei hier nur als Fußnote erwähnt, denn seine Nachfolgerin Christine Lagarde musste nach anfänglichem Zögern das Zinsniveau innerhalb von rund einem Jahr in neun Schritten um **mehr als vier Prozentpunkte** anheben.

Mit diesem Tempo bewegt sich die EZB letztlich in vergleichbaren Dimensionen wie die **Bundesbank** Ende der 1960er bis Anfang der 1980er Jahre. Hier gab es drei **Straffungsphasen** mit Leitzinserhöhungen von insgesamt 4,5 bzw. 4,0 Prozentpunkten. Da die anschließenden Zinsplateaus jedoch unterschiedlich lang waren, lassen sich kaum Rückschlüsse auf die aktuellen Wahrscheinlichkeiten für eine Zinssenkung ziehen.

EZB agiert nach Art der Bundesbank

Abstand der Leitzinsen zum Vorjahreswert, Prozentpunkte*



*hier nur positive Werte dargestellt
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Während die **Aussichten auf eine schnelle Lockerung** der Geldpolitik durch die US-Notenbank und im Gefolge durch die EZB bis vor kurzem noch relativ optimistisch eingeschätzt wurden, ist angesichts der zuletzt robusten US-Konjunkturdaten und der hartnäckigen Kerninflation im Euroraum die **Skepsis** gegenüber diesem Szenario gewachsen.

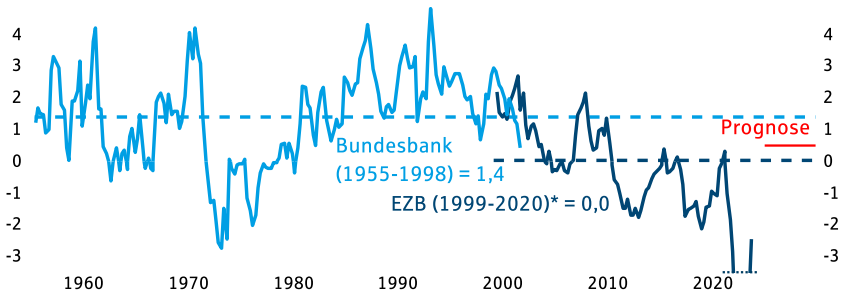
Mit einer **ersten Zinssenkung** der EZB rechnen wir für das **vierte Quartal 2024**. Damit würde das Zinsniveau über dem eingangs beschriebenen 9-Monats-Durchschnitt liegen. Dass die EZB die Leitzinsen länger auf dem aktuellen Niveau belässt, ist angesichts des wohl noch **steinigen Weges zum Inflationsziel** von 2 % nicht unwahrscheinlich. Für ein eher **vorsichtiges Agieren** spricht auch, dass die EZB sehr lange gebraucht hat, um auf den Inflationsanstieg zu reagieren, was sie Reputation gekostet hat. Eine rasche Lockerung ist nur bei einer größeren Krise denkbar. In jedem Fall ist zu erwarten, dass die EZB – wie schon sooft – der **US-Notenbank den Vortritt lassen** wird.

Welches Zinsniveau ist langfristig zu erwarten?

Die nächste interessante Frage stellt sich unweigerlich: Auf welchem Niveau werden sich die Leitzinsen im Euroraum langfristig einpendeln, wo liegt ein **neutrales Niveau**? Zur Beantwortung gibt es sicherlich mehrere Ansätze. Schätzungen über den natürlichen Realzins sind jedoch schwierig. Produktivität, Demografie und die Höhe der Überschussliquidität sind nur einige der Einflussfaktoren, die es hierbei zu bestimmen gilt.

Wieder etwas mehr Luft zwischen Leitzins und Inflation zu erwarten

Abstand Leitzins zu Inflation mit Durchschnitten, Prozentpunkte



*jüngster Extrembereich ausgeklammert, Wert im Tief bei -8,8
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Will man es sich etwas einfacher machen, hilft oft ein **historischer Vergleich**, etwa zwischen der Zeit, als die **Bundesbank** die Zinsen steuerte, und der jüngeren Geschichte der **Europäischen Zentralbank**.

Bildet man den **Durchschnitt zwischen Leitzins und Inflation** der Jahre 1955 bis 1998, so ergibt sich ein Wert von **1,4 Prozentpunkten**. Für die Zeit danach bis 2020 liegt der **Mittelwert bei null**. Die jüngste Verzerrung mit dem extremen Inflationsanstieg wurde dabei nicht berücksichtigt – sonst hätte sich sogar ein negativer Wert ergeben.

In Zukunft wird die EZB mit hoher Wahrscheinlichkeit in einem Bereich zwischen null und unter 1,4 Prozentpunkten operieren. In unserem **Langfrist-Basisszenario** haben wir einen Wert von **0,5 Prozentpunkten** (Abstand Refinanzierungssatz zur Euro-Inflation) angenommen. Bei einer unterstellten **Inflationsrate ab 2025 von rund 2,5 %** lässt sich so ein grober **Richtwert für den EZB-Refinanzierungssatz von 3 %** und für den Einlagensatz von 2,5 % ermitteln.

Für die **Kapitalmarktzinsen** ergibt sich unter der Annahme einer nur **leicht steilen Zinsstrukturkurve**, wie sie in den letzten zehn Jahren vorherrschte, langfristig ein Renditeniveau für **10-jährige Bundesanleihen von rund 3 %** (Swapsatz: 3,5 %). Dies ist allerdings zugegebenermaßen eine eher wohlwollende Annahme. Kurzfristig ist mit einer Fortsetzung der inversen Zinskurve zu rechnen. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zum **Jahresende 2023 bei 2,3 %**.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.