Helaba

Im Fokus: Zinsen
24. April 2024

EZB: Zinswende voraus – und was kommt dann?

Die Frage, wann die EZB das Leitzinsplateau verlässt, wird vermutlich schon bald beantwortet. Dann rücken andere Themen in den Mittelpunkt: Wie schnell werden die Zinsen gesenkt und auf welches Niveau steuert die EZB langfristig hin?



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

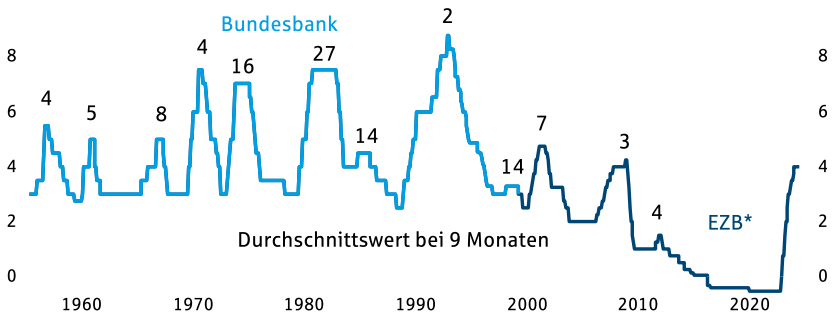
Vieles deutet darauf hin, dass die EZB auf ihrer nächsten Ratssitzung am 6. Juni die **Zinswende einleiten** wird. Sie dürfte einen Zinsschritt trotz wachsender Zweifel an einer baldigen Zinssenkung der **US-Notenbank** beschließen, da der Euroraum mit einer anders gelagerten Inflationssituation konfrontiert ist. Dies beginnt bereits bei den **unterschiedlichen Niveaus**. In den USA lag die Inflationsrate zuletzt bei 3,5 %, in der Eurozone bei 2,4 %. Das sind zwar nur Momentaufnahmen in einer oft stark schwankenden Datenreihe. Unterschiede zeigen sich aber auch in den **langfristigen Inflationserwartungen** der Investoren, die sich in den zuletzt höheren Terminmarktsätzen für Inflationskontrakte in den USA niederschlagen.

Zudem bietet diese Konstellation für die EZB eine gute Gelegenheit, sich als **unabhängige Notenbank** zu präsentieren, die eben nicht am Rockzipfel der Fed hängt. Diese Aussicht stützt die unter Druck geratenen Rentenmärkte im Euroraum. Der Abstand von US-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen hat bei zehnjährigen Laufzeiten mit rund 2,2 Prozentpunkten den höchsten Stand seit mehr als vier Jahren erreicht.

Im „Fokus Zinsen“ vom August 2023 sind wir **zwei Fragen** nachgegangen: Wie lange bleiben die Leitzinsen hoch und auf welchem Niveau pendeln sie sich langfristig ein? Die **erste Frage** dürfte bald beantwortet sein. Wenn es im Juni mit der ersten Zinssenkung klappt, wären seit der letzten Erhöhung am 14. September 2023 rund neun Monate vergangen. Seit 1955 hat es in Deutschland unter der Regie von Bundesbank und EZB zwölf Leitzinsgipfel und -plateaus gegeben. Die durchschnittliche Dauer der geldpolitischen Seitwärtsbewegung betrug dabei ebenfalls neun Monate.

Juni-Termin: EZB würde genau historischen Durchschnitt treffen

Leitzinsen, % mit Dauer der Leitzinsplateaus in Monaten



* Refinanzierungssatz, ab 2016 EZB-Einlagensatz dominant
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

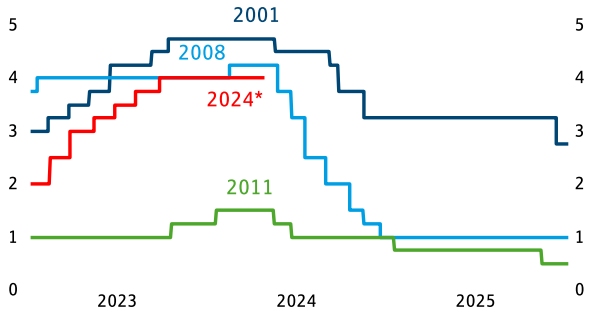
Während die Antwort auf die erste Frage nach dem „wann“ von der EZB bald gegeben wird, besteht bei der **zweiten Frage** bezüglich des **langfristigen Zinsniveaus** erhebliche Unsicherheit. Hinzu kommt die Ungewissheit, wie schnell die Notenbank die Leitzinsen auf ein sogenanntes **neutrales Niveau** zurückführen kann. Der aktuelle Einlagensatz von 4,0 % wird von der EZB selbst als deutlich restriktiv eingestuft. Allerdings zeigt die aktuelle Situation in den USA, dass eine solche Einschätzung mit Unsicherheiten behaftet ist. So liegt der US-Leitzins sogar bei rund

5 % und das Wirtschaftswachstum zeigt sich dennoch überaus robust. Hier spielt natürlich auch die Frage des **Policy Mix** eine Rolle, also das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik. Letztere wurde in den USA seit der Pandemie deutlich ausgeweitet. Hinzu kommt die positive Entwicklung am US-Arbeitsmarkt.

Der **Arbeitsmarkt** zeigt sich auch in Deutschland trotz der jüngsten konjunkturellen Schwäche weitgehend robust. Hier spielt natürlich auch der demografisch bedingte Arbeitskräftemangel eine Rolle. Auch im Euroraum war die **Fiskalpolitik** im Zuge des Konjunktureinbruchs sehr expansiv ausgerichtet. Allerdings werden viele Maßnahmen derzeit wieder zurückgefahren, was den **Spielraum für die Geldpolitik vergrößert**. Zu berücksichtigen ist auch, dass eine Änderung der Geldpolitik Zeit braucht, um Wirkung zu entfalten.

EZB Zinswendephasen im Vergleich

Leitzinsen Euroraum, erste Senkung übereinandergelegt, %



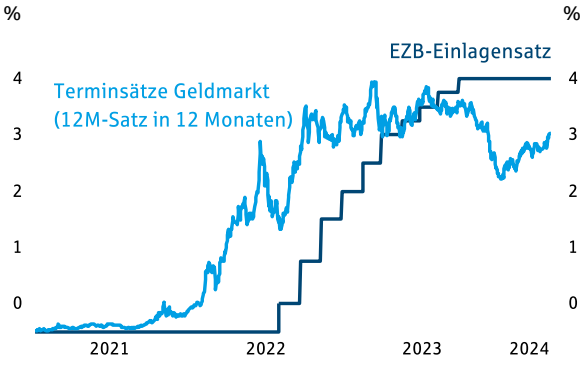
* Einlagensatz, sonst Refinanzierungssatz
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Will die EZB eine nennenswerte geldpolitische Wirkung erzielen, reicht es nicht aus, eine symbolische Zinssenkung vorzunehmen und dann eine längere Pause einzulegen, um zu sehen, was passiert. Es gibt aber **verschiedene Geschwindigkeiten**, die eine Zentralbank vorgeben kann. Die Vergangenheit zeigt da **kein einheitliches Muster**. Die Umstände und das Ausgangsniveau waren zu unterschiedlich, man denke nur an die Finanzkrise 2008.

In unserem Basisszenario gehen wir eher von **normalen Verhältnissen** aus. Größere Sprünge, wie wir sie zu Beginn der jüngsten Zinserhöhungsphase mit bis zu 75 Basispunkten gesehen haben, sind nicht zu erwarten, da dies eine gewisse Notlage voraussetzen würde, wie etwa eine überraschende Rezession im Euroraum oder eine Krise im Banken- oder Finanzsystem. Die EZB dürfte vielmehr bestrebt sein, mit vorsichtigen Zinsschritten Besonnen- und Berechenbarkeit zu demonstrieren. Wir rechnen daher mit einer **vierteljährlichen Senkung des Einlagensatzes um je 25 Basispunkte**.

Zum Normalfall würde auch eine **Zinswende in den USA** gehören. Sollte diese ausbleiben, wäre dies für die EZB eine veränderte Situation. Einerseits müsste sie den expansiven Impuls, der von US-Lockerungen für die Weltwirtschaft ausginge, nicht berücksichtigen. Dies würde theoretisch den Handlungsspielraum erweitern. Andererseits könnte über einen **schwächeren Euro** auch Inflation importiert werden. Per saldo ist der letztgenannte Effekt angesichts der Rohstoffabhängigkeit der Euroländer wohl höher zu gewichten, so dass die EZB vermutlich vorsichtiger agieren würde. Die EZB-Präsidentin hat in ihrer letzten Pressekonferenz bereits betont, der Rat lege sich nicht im Vorhinein auf einen bestimmten **Zinssenkungspfad** fest.

Anleger korrigieren Zinserwartungen



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Zwischen den geldpolitischen **Tauben und Falken** im EZB-Rat gibt es vermutlich unterschiedliche Auffassungen über das Tempo der Leitzinssenkungen. Jüngste Äußerungen deuten lediglich darauf hin, dass zwischen den Fraktionen eine **gemeinsame Linie über den Startpunkt** der Zinssenkungsphase – eben den Juni-Termin – gefunden wurde. Wie weit die Reise der Leitzinsen nach Süden gehen wird, darüber gehen die Meinungen im Rat wahrscheinlich deutlich auseinander. Auch an den Terminmärkten gibt es „Wetten“, auf welches Niveau der Leitzins zusteuern wird. Der 12-Monats-Satz auf Sicht von 12 Monaten lag zuletzt bei 3,0 %, Anfang Januar notierte dieser Satz noch bei 2,2 %. Dies zeigt eindrucksvoll, wie rasch sich die **Zinssenkungserwartungen verändert** haben.

Auf welchem Niveau werden sich die Leitzinsen im Euroraum langfristig einpendeln?

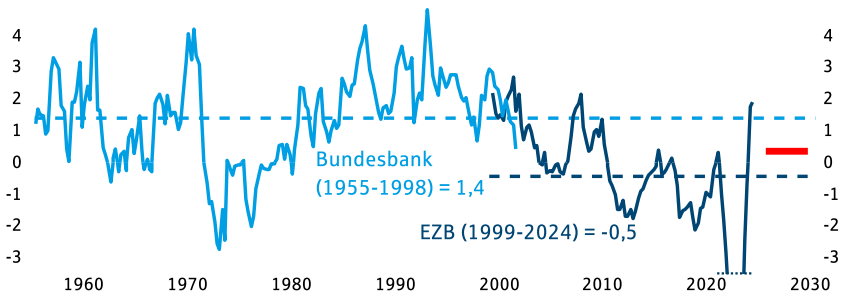
Wo liegt ein neutrales Niveau, das die Wirtschaft im Euroraum weder bremst noch unterstützt? Meist wird mit dem um die Inflation bereinigten Zinssatz argumentiert. Ein **realer Gleichgewichtszins** von beispielsweise null Prozent würde bei einer Inflation von 2 % der Zentralbank einen Leitzins von ebenfalls 2 % erlauben, ohne das Wachstum zu beeinträchtigen. Ein Leitzins von 3 % hätte in diesem Fall eine dämpfende, ein Leitzins von 1 % eine expansive Wirkung.

Schätzungen über die Höhe des **natürlichen Realzinses** sind jedoch **schwierig**. Produktivität, Demografie und die Höhe der Überschussliquidität sind nur einige der Einflussfaktoren, die es zu bestimmen gilt. Schätzungen für die Vereinigten Staaten und den Euroraum weichen daher voneinander ab. Noch vor zwei Jahren diskutierte der EZB-Rat dieses Thema. Im Protokoll stand dazu, dass modellbasierte Schätzungen darauf hindeuten, dass der natürliche Realzins weiterhin negativ sei.

Jüngste Umfragen unter Ökonomen zeigen jedoch ein anderes Bild. Zwar gibt es immer noch einige, die negative Werte für den Euroraum für angemessen halten, die Mehrzahl der Antworten konzentriert sich jedoch auf den **Bereich zwischen 0 % und 0,5 %**. Ein historischer Vergleich, etwa zwischen der Zeit, als die Bundesbank die Zinsen steuerte, und der jüngeren Geschichte der Europäischen Zentralbank, zeigt eine deutliche Verschiebung. Bildet man für die Jahre 1955 bis 1998 den Mittelwert der Differenz zwischen Leitzins und Inflation, so ergibt sich ein Wert von **1,4**. Für die Zeit danach liegt der Mittelwert bei **minus 0,5**.

Neutraler Gleichgewichtszins wieder höher erwartet

Abstand Leitzins zu Inflation mit Durchschnitten und Prognose, Prozentpunkte



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Die Erwartungen der Analysten haben sich also nach oben verschoben. Die Äußerungen von EZB-Vertretern gehen in die gleiche Richtung, was nach dem **Inflationsschock** und der Kritik an der zu expansiven Geldpolitik der vergangenen Jahre nicht verwunderlich ist.

Im Anschluss an die Schätzung des realen Gleichgewichtszinses stellt sich die Frage, wohin sich die **Inflation im Durchschnitt der nächsten Jahre** entwickeln wird. Sollte es der EZB gelingen, ihr Inflationsziel von 2 % einzuhalten, würde dies Leitzinsen von 2 % bis 2,5 % implizieren. Bei einer höheren Euro-Inflation, die wir aufgrund struktureller Veränderungen wie Demografie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung eher bei 2,5 % erwarten, wären **Leitzinsen von 2,5 % bis 3 %** angemessen.

Für die **Kapitalmarktzinsen** ergibt sich unter der Annahme einer nur leicht steilen Zinsstrukturkurve, wie sie in den letzten zehn Jahren vorherrschend war, ein langfristiges Renditeniveau für 10-jährige Bundesanleihen, das sich eher im **Gravitationsbereich um die 3 %-Marke** als um die 2 %-Marke bewegt.



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.