

IKB Kapitalmarkt-News

7. März 2024

EZB-Zinsentscheid: wenig Neues aus Frankfurt

Fazit: Wie erwartet hat die EZB keine Anpassung ihrer Leitzinsen vorgenommen. Trotz bestehender Inflationsrisiken bleibt aufgrund der schwachen Euro-Konjunktur dennoch Raum für eine graduelle Lockerung der EZB-Zinspolitik. Die IKB erwartet deshalb ab Juni 2024 die erste Zinssenkung.

In den USA scheint sich hingegen die Zinswende aufgrund der robusten US-Wirtschaft zu verzögern, da voreilige Anpassungen zu einer Rückkehr der hohen US-Inflation führen könnten.

Zweitrundeneffekte erhöhen Zins- und nicht Inflationsrisiko

Bei der Diskussion über Inflationsrisiken wird immer wieder die träge Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) betont, die für eine Inflation über dem Zielwert von 2 % sorgen könnte. Hintergrund sind Zweitrundeneffekte, die sich vor allem 2024 und 2025 zeigen sollten, nicht zuletzt aufgrund der Lohnentwicklung. Die Folge wäre eine erhöhte Inflationsrate in den kommenden Jahren. Trotz dieser weit verbreiteten Einschätzung wird aber nach wie vor von Zinssenkungen im Jahr 2024 ausgegangen. Dies beruht auf der Einwertung, die EZB könne eine etwas höhere Inflation tolerieren und ihre geldpolitische Straffung frühzeitig beenden. Mehrere Aspekte dieser Argumentation sind allerdings fragwürdig:

Die Wirtschaft der Euro-Zone stagniert seit fünf Quartalen. Auch die Kreditvergabe lässt nach. In diesem Umfeld sollte sich der Kostendruck vor allem auf die Gewinnmargen der Unternehmen und nicht auf die Verbraucherpreise auswirken; was den Preisauftrieb aufgrund von Zweitrundeneffekten dämpfen dürfte. Unterstützend wirken auch die sinkenden Importpreise. Doch globale Konjunkturindikatoren deuten auf eine mögliche zyklische Erholung im Jahr 2024 hin – vor allem wenn sich die US-Wirtschaft weniger stark abkühlen sollte, als erwartet oder befürchtet wird. Dies würde auch die Fed daran hindern, ihre Zinsen spürbar zu senken. Im Jahr 2025 könnte also das Risiko von Zweitrundeneffekten aufgrund von Lohnsteigerungen steigen. Damit wäre fraglich, ob die EZB im Jahr 2025 ihren Leitzinssatz unter den Gleichgewichtszinssatz senken und damit eine expansive Geldpolitik verfolgen kann.

Oft wird argumentiert, der Fachkräftemangel halte den Lohndruck hoch. Denn auch in einer Rezession sind Unternehmen gezwungen Fachkräfte trotz schwacher Nachfrage zu halten, was zu einer spürbaren Erhöhung der Lohnstückkosten führt. Außerdem bleibt die Nachfrage nach Dienstleistungen robust. Doch auch bei den personalintensiven Dienstleistungen sollte im Umfeld einer schwachen Nachfrage eher Margen- als Preisdruck entstehen. Können Unternehmen die Kosten nicht mehr tragen, sind Schließungen oder

Produktionsverlagerungen ins Ausland zu erwarten. Importe werden dann zunehmen, damit sich Angebot und Nachfrage angleichen. Dennoch bleibt der Lohndruck vor allem im personalintensiven Dienstleistungssektor hoch, wie jüngste Streikankündigungen zeigen.

Somit bleibt abzuwarten, ob die geldpolitische Straffung ausreichend sein wird, um Zweitrundeneffekte des Inflationsschocks von 2022 abzuwürgen. Reicht die Straffung nicht aus und die Inflation bleibt erhöht, sind dennoch die Zins- und nicht die Inflationserwartungen anzupassen – weil die EZB an ihrem Inflationsziel von 2 % festhalten wird. Erweist sich die aktuelle Einschätzung als korrekt, die Inflationsrate liege ab 2025 deutlich über dem Inflationsziel, dann besteht kaum Raum für niedrige Zinsen. Denn dann liegt der reale Gleichgewichtszinssatz deutlich höher als die aktuellen Schätzwerte von -0,7 % oder 0 %. Laut IKB-Schätzungen (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 25. Januar 2024](#)) sind bei einer Normalisierung der EZB-Zinspolitik immerhin Zinssenkungen von insgesamt 200 bp bis Mitte 2025 möglich. Grundlage hierfür ist allerdings die Überzeugung, dass sich Zweitrundeneffekte nicht spürbar zeigen werden.

Implikationen: Aus fundamentaler Sicht gibt es wenig Platz für langläufige Bundrenditen unter ein Niveau von 2,0 % bzw. 2,3 % zu sinken. Denn die EZB wird das kurze Ende weniger schnell senken – vor allem, wenn die Skeptiker recht haben und der Kostendruck infolge von Zweitrundeneffekten hartnäckig bleibt. Somit ist auch frühestens im Jahr 2025 mit einer Normalisierung der Zinskurve zu rechnen. Grundsätzlich bleibt die IKB bei der Einschätzung, dass die Inflation mittelfristig bei 2 % liegen wird und der Gleichgewichtszinssatz dann höher ausfällt. Der Konjunkturausblick für die Euro-Zone lässt allerdings wenig Zweifel, dass die EZB dabei durchaus eine graduelle Normalisierung ihrer Geldpolitik vornehmen kann. Die IKB erwartet eine erste EZB-Zinssenkung ab Juni 2024.

Für die USA ist der Gedanke eines soft-landings der US-Wirtschaft bei einer gleichzeitigen deutlichen Fed-Zinssenkungen nicht nachvollziehbar. Bestehen Inflationsrisiken, müssen die realen Zinsen steigen, damit die Wirtschaft abkühlt und der Inflationsdruck nachlässt. Gerade in den USA dürfte sich die Notenbank mit Zinssenkungen eher zurückhalten. Schließlich gibt es immer noch keine klaren Anzeichen für eine Konjunkturabkühlung, die das Risiko von Zweitrundeneffekten dämpft und der Fed Raum für Zinssenkungen gibt. Dennoch bleibt die IKB bei ihrer Erwartung, dass die bisherige positive Entwicklung in eine Abschwächung im weiteren Verlauf des Jahres umschlagen wird.

Nennenswerte Punkte aus der heutigen Pressekonferenz bzw. -mitteilung:

- Die EZB hat ihre neuen Inflations- und Wachstumsprognosen bekanntgegeben. Dabei hat sie ihre Inflationserwartungen nach unten korrigiert, insbesondere für 2024. Sie betonte, der binnenwirtschaftliche Preisdruck bleibe aufgrund des Lohnwachstums hoch. Die EZB-Inflationswerte für 2025 und 2026 liegen etwas über den IKB-Erwartungen.
- Die Wachstumsprognosen wurden ebenfalls abwärts korrigiert. Für das laufende Jahr fällt die EZB-Prognose etwas optimistischer aus als die der IKB.

Tab. 1: EZB und IKB-Prognosen für die Euro-Zone

	2024	2025	2026
Inflation in %			
EZB	2,3	2,0	1,9
IKB	2,5	1,7	1,6
BIP-Jahreswachstum in %			
EZB	0,6	1,5	1,6
IKB	0,3	1,6	1,7

Quellen: EZB- und IKB-Prognose

- Die EZB hat ihr „Wording“ bezüglich ihrer zukünftigen Zinsbeschlüsse nicht verändert. Sie agiert weiterhin datenabhängig.

Autor: Dr. Klaus Bauknecht

Tel. +49 211 8221 4118
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe

Tel. +49 211 8221 4776
patrick.ehe@ikb.de

Disclaimer

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

7. März 2024

Herausgeber:	IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Sitz:	Düsseldorf
Handelsregister:	Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats:	Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands:	Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand:	Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise