

## Geldpolitik: Fed in Warteposition – EZB mit Zinsanhebungen noch nicht am Ende

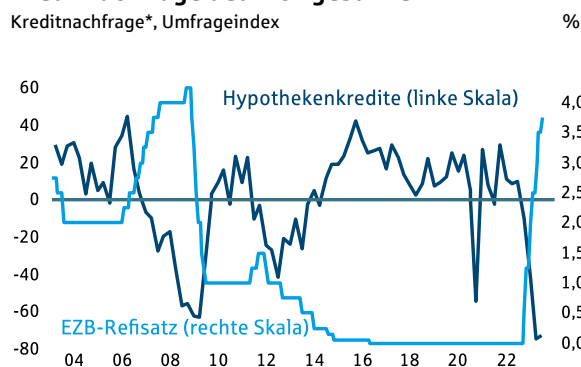


- Konjunktur im Euroraum hat noch Fahrt. EZB dürfte um weitere 25 Basispunkte anheben
- Unsere Einschätzung bezüglich des zyklischen Zinsgipfels haben wir entsprechend angepasst
- Straffungskurs zeigt aber bei Kreditnachfrage bereits spürbare Auswirkungen
- Im zweiten Halbjahr sollte an der Zinsfront Ruhe einkehren
- Fed erhöhte Anfang Mai den Leitzinskorridor auf 5,00 % bis 5,25 % und geht in Wartestellung
- US-Inflation bleibt zunächst zu hoch, Zinssenkungen stehen erst ab 2024 auf der Agenda

uk/ Im Mai erhöhte die EZB erwartungsgemäß den Einlagen- und Refinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf **3,25 % bzw. 3,75 %**. Eine Fortsetzung des Straffungskurses wurde angekündigt. Auch der Beschluss, die Bestände an APP-Wertpapieren schneller als bisher abzubauen, soll Entschlossenheit demonstrieren. Angesichts des aus Sicht der EZB immer noch zu positiven Konjunkturausblicks und der anhaltenden Unsicherheit über das Tempo des Inflationsrückgangs haben wir unsere Einschätzung bezüglich des zyklischen Zinsgipfels angepasst. Wir erwarten nun einen **weiteren Zinsschritt der EZB um 25 Basispunkte** auf der nächsten EZB-Ratssitzung Mitte Juni.

Nach den jüngsten **widersprüchlichen Äußerungen** von EZB-Mitgliedern bleibt der Eindruck, dass sich die Geldpolitik weiterhin alle Optionen offenhalten will. Dabei wird sie jedoch zunehmend berücksichtigen, dass die Straffung in einigen Bereichen bereits **Wirkung zeigt**: Der jüngste Bank Lending Survey der EZB signalisiert einen **Einbruch der Kreditnachfrage**, insbesondere für Immobilien. Das **Schrumpfen der Geldmenge** im Euroraum weist in die gleiche Richtung. Allerdings wird es einige Zeit dauern, bis sich dies in den **Inflationsraten** niederschlägt. Die EZB wird daher weiterhin auf Sicht fahren.

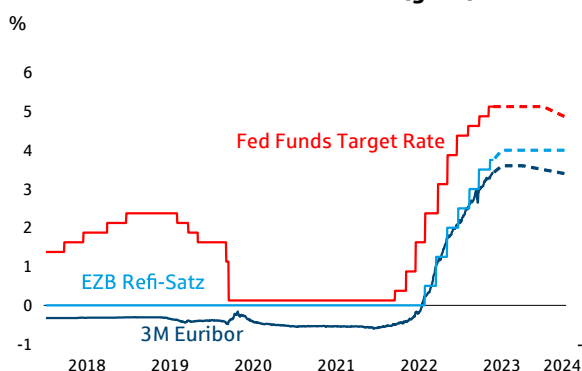
### Kreditnachfrage deutlich gesunken



\*Bank Lending Survey der EZB  
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

pf/ Trotz **Turbulenzen im Bankensystem** hat die **Fed** Anfang Mai den Leitzins erneut angehoben. Mit 5,00 % bis 5,25 % sollte nun aber der Gipfel im aktuellen Zinszyklus erreicht sein. Zumindest hat das FOMC sein Kommuniqué so geändert, dass keine weiteren Zinserhöhungen avisiert werden. Ausgeschlossen werden sie aber auch nicht. Insofern ist die Frage, ob der Leitzins weiter steigt, davon abhängig, wie Inflations- und Konjunkturdaten in den kommenden Wochen ausfallen.

### EZB hat ihr Zielniveau noch nicht (ganz) erreicht



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Während die Kernteuerung nach wie vor zu hoch ist, lassen auf der realwirtschaftlichen Seite Zeichen einer deutlichen Abkühlung auf sich warten. Obwohl am **Immobilienmarkt eine Korrektur läuft** und die restriktivere Kreditvergabe durch die Banken die Nachfrage dämpft, zeigt sich der Arbeitsmarkt überraschend robust. Im Gegensatz zu den Markterwartungen kurzfristiger Zinssenkungen schätzen wir das Risiko einer zusätzlichen Straffung tendenziell höher ein

als jenes einer baldigen Lockerung. Die Fed scheint fest entschlossen, die **Preisniveaustabilität wiederherzustellen**. Ob sie dafür schon genug getan hat, bleibt weiterhin offen.

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
3M Euribor	3,42	3,60	3,60	3,50	3,40
EZB Refi-Satz	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00
Fed Funds Rate	5,13	5,13	5,13	5,13	4,88

\* 24.05.2023  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

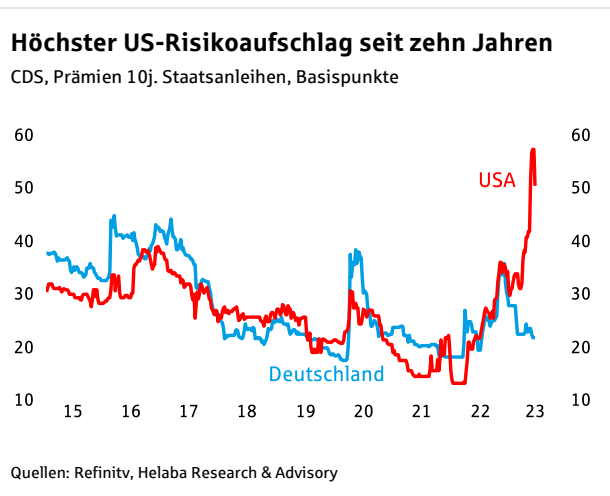
## Staatsanleihen: Temporär erhöhte Unsicherheit



- Unsicherheit in Verbindung mit der US-Schuldengrenze hat die US-Risikoaufschläge erhöht
- Nervosität am US-Rentenmarkt wirkte sich auch auf deutsche Staatsanleihen aus
- Die Unsicherheit über den weiteren Kurs der EZB belastet zusätzlich
- Zuletzt gestiegene Inflationserwartungen signalisieren kurzfristig eine erhöhte Anfälligkeit
- In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Lage tendenziell wieder entspannen
- Renditen 10-jähriger Bundesanleihen dürften zum Jahresende bei 2,3 % liegen

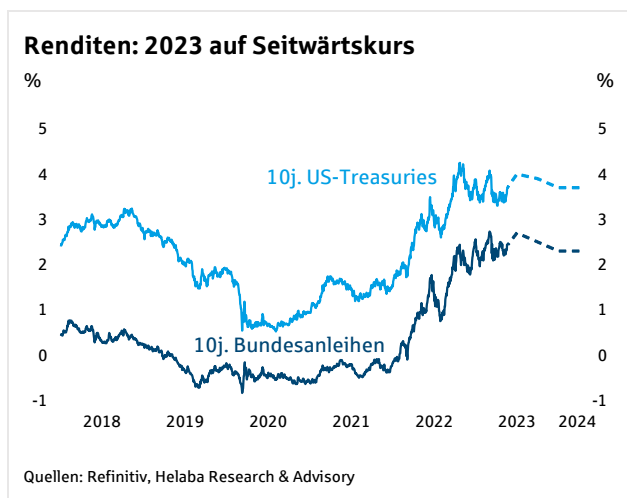
uk/ Die Rentenmärkte machen einen **richtungslosen** Eindruck. Nach temporären Entspannungsphasen, u.a. im Zuge neu aufkommender Unsicherheiten im US-Bankensektor, schlug das Pendel zuletzt wieder in die andere Richtung aus. Auslöser hierfür waren insbesondere die Risiken im Zusammenhang mit einer verzögerten Ausweitung der **US-Schuldenobergrenze** sowie rückläufige Zinssenkungserwartungen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kletterte auf 3,7 %, nachdem sie Anfang Mai noch bei 3,4 % gelegen hatte. Die **Risikoaufschläge**, gemessen an den Versicherungsprämien für Staatsanleihen (CDS), haben sich seit Jahresbeginn fast verdoppelt. Dagegen sind die Prämien für deutsche Staatsanleihen im gleichen Zeitraum gesunken.

Der Aufwärtstrend der US-Risikoprämien ist bereits seit Anfang 2022 erkennbar. Dies hängt vor allem mit dem erwarteten **Anstieg der Defizite und Schulden** in den kommenden Jahren zusammen. Die Ausgaben werden unter anderem durch **demografische Trends** sowie **steigende Zinsen** getrieben. Ein Zahlungsausfall der US-Regierung mit gravierenden Folgen für die Finanzmärkte ist zwar letztlich wenig wahrscheinlich. Die **Nervosität** an den Kapitalmärkten ist jedoch hoch – vermutlich, weil die Anleger in den letzten Jahren schon viele unangenehme **Überraschungen** erlebt haben.



Im Euroraum kommt die Unsicherheit über den Kurs der **EZB** hinzu. Während die **Fed** offensichtlich in den Pausenmodus geschaltet hat, kamen von der EZB zuletzt **widersprüchliche Signale**, ob es noch einen, zwei oder mehr

Zinsschritte geben wird. Auch der angekündigte beschleunigte Abbau der **Anleihebestände** dürfte sich eher kurssenkend auswirken. Der erneute Anstieg der **Inflationserwartungen** belastet zusätzlich. Der 5Y5Y Inflation Forward erreichte mit 2,5 % den höchsten Stand seit Anfang März. Jede schlechte Nachricht von der Inflationfront könnte in dieser Phase der Unsicherheit schnell zu weiter steigenden Renditen führen.



**wärtsbewegung** der Kapitalmarktzinsen in diesem Jahr zu verzeichnen. Nach dem historischen Renditeanstieg im vergangenen Jahr wäre dies keine ungewöhnliche Entwicklung.

Für eine Entwarnung ist es daher noch zu früh. Allerdings steigt die Wahrscheinlichkeit, dass es in der zweiten Jahreshälfte im Zuge einer abwartenden Geldpolitik zu einer **Entspannung** kommt. Zum Jahresende ist mit einer Rendite von **2,3 %** für 10-jährige Bundesanleihen zu rechnen. Per saldo wäre damit eine **Seit-**

%	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
10j. Bundesanl.	2,47	2,70	2,50	2,30	2,30
10j. US-Treasuries	3,74	4,00	3,90	3,70	3,70

\* 24.05.2023 Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



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

## Wir sind für Sie da:

### Themengebiete

Chefvolkswirtin/Head of Research & Advisory  
Rentenstrategie  
Aktienstrategie  
Devisenstrategie, Großbritannien  
Gold  
Immobilien  
Rohöl  
Deutschland, Eurozone, Branchen  
USA, China

### Autoren/-innen

Dr. Gertrud R. Traud (gt) 20 24  
Ulf Krauss (uk) 47 28  
Markus Reinwand (mr), CFA 47 23  
Christian Apelt (ca), CFA 47 26  
Claudia Windt (cw) 25 00  
Dr. Stefan Mitropoulos (smi) 46 19  
Ralf Umlauf (ru) 11 19  
Dr. Stefan Mütze (smü) 38 50  
Patrick Franke (pf) 47 38

**Durchwahl**  
069/9132-

## 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.



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