



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Die EZB hält an ihrem geldpolitischen Kurs uneingeschränkt fest, was nicht überraschend ist. Denn sie hat sich selbst trotz ihrer extremen aktuellen geldpolitischen Ausrichtung hohe Hürden für eine spürbare Kursänderung aufgestellt. Eine dieser Hürden ist, dass ein nachhaltiger Inflationsanstieg nötig ist. Angesichts des Inflationsverlaufs und der Volatilität in den letzten Jahren wird dieser erst bei einer anhaltend höheren Inflation glaubhaft erreicht sein. Auch der immer weniger effektive Transmissionsmechanismus wird die EZB von ihrem grundsätzlich expansiven Kurs nicht abbringen, ebenso wenig wie die aktuell erwartete Anpassung des Inflationsziels.

Doch kurzfristig sollte zumindest der sich abzeichnende Konjunkturausblick eine Diskussion über die Beendigung des PEPP-Ankaufprogramms einleiten, was den Bundrenditen weiteren Auftrieb geben sollte.

Wann ist ein nachhaltiger Inflationsanstieg erreicht?

„Es muss ein nachhaltiger Anstieg der Inflationsrate zu erkennen sein“. Dies ist eine Aussage, die EZB-Chefvolkswirt Philip Lane immer wieder bekräftigt, um Erwartungen einer geldpolitischen Wende zu dämpfen. Und natürlich sollte die EZB nicht auf eine kurzfristige Zunahme der Inflation reagieren. Schließlich lässt ihr eher langfristig wirkender und aktuell wenig effizienter Transmissionsmechanismus einen schnellen oder steuerbaren Einfluss auf die Teuerung auch gar nicht zu. Dennoch ließ sich die EZB allerdings im Jahr 2020 nicht davon abhalten, auf den temporären Inflationsrückgang mit einer ambitionierten Politik zu reagieren. Hier schien es jedoch eher um fiskalische Spielräume als um die eigentliche Inflationsentwicklung zu gehen.

Doch wann ist ein Inflationsanstieg nachhaltig? Die Inflationsrate lag im Schnitt der letzten 10 Jahre nicht nur deutlich unter dem angestrebten Ziel von nahe aber unter 2 %. Sie war auch um einiges volatil als in den Jahren von 2001 bis 2010 nach der Euro-Einführung. Die Teuerungsrate ist also in den letzten Jahren durchaus spürbar von ihrem niedrigen Durchschnitt abgewichen, konnte sich aber der Zielmarke nicht nachhaltig nähern. Der Inflationsanstieg ist also schon länger wenig nachhaltig, trotz deutlicher temporärer Teuerungszunahme. Deshalb können mehrere Jahre mit hoher Inflation nötig sein, bevor von einem überzeugenden und damit auch nachhaltigen Inflationsanstieg ausgegangen werden kann. Dies gilt nicht nur aufgrund des bisher niedrigen Durchschnitts, sondern vor allem aufgrund der hohen Volatilität der letzten Jahre. Sie verhindert, dass selbst eine länger andauernde Teuerungsrate auf oder über dem Inflationsziel als nachhaltig angesehen werden kann. Die Aussage der EZB, dass sie erst von der Nachhaltigkeit der höheren Inflation überzeugt sein muss, bedeutet also, dass die Inflationsrate über einen längeren Zeitraum über dem Inflationsziel liegen muss, bevor sie ihre Zinspolitik ändern wird. Die erwartete kurzfristige Zunahme der Konsumentenpreise sollte also an der geldpolitischen Ausrichtung wenig ändern.

Inflationsziel seit über 10 Jahren verfehlt: Zeit für ein breiteres, und vielleicht auch realistischeres Notenbankziel?

Die EZB argumentiert, die aktuelle Geldpolitik sei grundsätzlich notwendig, um eine nachhaltige höhere Inflation sicherzustellen. Bisher war sie damit wenig erfolgreich. Zudem hat die Geldpolitik der letzten Jahre zu negativen Geldmarktsätzen geführt und die verschiedensten Ankaufprogramme haben die gesamte Zinskurve verzerrt. Deshalb kommt zunehmend die Frage nach Nebenwirkungen auf. Doch noch immer – und trotz einer klaren Verfehlung in den letzten 10 Jahren – scheint das Inflationsziel eine nun schon langanhaltende Krisenpolitik zu legitimieren.

Erfolglos ist die EZB-Geldpolitik allerdings nicht. Schließlich sichert die EZB mit ihrer Niedrigzinspolitik die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Länder und erhält somit die finanzielle Stabilität bzw. den Zusammenhalt der Euro-Zone. Dieser Einfluss findet allerdings nicht explizit in der Zielsetzung der EZB Berücksichtigung. Im Gegenteil, die Sorge um eine direkte Staatsfinanzierung nötigt die EZB, die Ankaufprogramme im Kontext von Krisen und geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen zu verorten. Doch den größten Effekt scheint sie auf den durch die Ankaufprogramme gewonnenen Handlungsspielraum der Fiskalpolitik zu haben. Dies wiederum sichert einen gewissen Einfluss der EZB auf die Realwirtschaft und stützt somit die Effektivität des Transmissionsmechanismus.

Ein Inflationsziel soll der Notenbank operationelle Unabhängigkeit sichern. Durch die Zielfestlegung erhält sie volle Handlungsfreiheit, alles zu tun, um das Ziel zu erreichen. Doch leider unterliegt die Zielgröße nicht dem direkten Einfluss der Notenbank. Und wenn die Zielmarke seit 10 Jahren nicht erreicht wird, mögen Fragen über die Legitimität der Maßnahmen durchaus aufkommen – und zwar sowohl bzgl. ihres Ausmaßes wie ihrer Dauer. So kann es an der Zeit sein, die Zielstellung der EZB breiter zu definieren, als sich am Anstieg des Verbraucherpreisindex zu orientieren.

Notenbanken wurden ursprünglich nicht ins Leben gerufen, um eine stabile Inflationsentwicklung sicherzustellen. Dafür fehlen ihnen die effektiven Instrumente. Denn: Auch wenn oft betont wird, dass Inflation ein monetäres Phänomen ist, so lässt sie sich in der Praxis dennoch nicht über die Geldmenge steuern. Nur in einer extremen Situation mit hoher Inflation und deutlicher Geldmengenausweitung ist die Notenbank in der Lage, durch deutliche Zinserhöhungen einen kurzfristigen Einfluss zu erzeugen. In jeder anderen Situation besteht der notwendige funktionale Zusammenhang bestenfalls nur langfristig. Dies gilt vor allem in Zeiten, in denen die Kreditnachfrage durch einen Vertrauenseinbruch belastet ist. So sollte auch das Inflationsziel eher als langfristiger oder durchschnittlicher Anker gesehen bzw. definiert werden.

Grundsätzlich wurden Notenbanken als Liquiditätsgeber in letzter Instanz (englisch: lender of last resort) geschaffen. Sie sind dafür da, um in Zeiten von Vertrauenseinbrüchen Liquidität und damit auch Vermögenswerte zu sichern. Und das kann die Notenbank durch ihr Monopol der Geldschöpfung außerordentlich gut. Der Volkswirt Hyman Minsky betonte: Gerade, weil das kapitalistische Wirtschaftssystem durch sein bedeutendes Finanz- und Kreditsystem zur Instabilität neigt, benötigt es eine Notenbank, die sich dieser Instabilität bewusst ist und dementsprechend bereit ist zu handeln. Instabilität beinhaltet dabei deutlich mehr als nur Inflation. Laut Minsky können Notenbanken in einem fragilen Finanzsystem, wie wir es aktuell haben, nicht einfach gewohnte geldpolitische Techniken umsetzen bzw. Regeln folgen, die in stabilen Zeiten gelten. In diesem Sinne hat die EZB durch ihre ambitionierten Ankaufprogramme sowie mit negativen Zinsen durchaus richtig gehandelt. Angesichts der europäischen Schuldenproblematik, die mit einem doch eher fragilen Finanzsystem einhergeht, mag es aber grundsätzlich an der Zeit sein, das Ziel der EZB breiter zu definieren als nur auf Basis der Verbraucherpreisinflation. Das wäre nicht nur transparenter, sondern auf Sicht auch glaubwürdiger. Es bleibt allerdings unwahrscheinlich, dass die aktuelle strategische Überprüfung der EZB-Geldpolitik so weit gehen wird.

Nach 10 Jahren Zielverfehlung mit einem eher ineffektiven Transmissionsmechanismus und der anhaltenden Betonung auf eine notwendige nachhaltige höhere Teuerungsrate wäre es allerdings wünschenswert, wenn das Inflationsziel als langfristiger Durchschnitt oder Zielwert gesehen werden würde. Schließlich handelt die EZB genau nach diesem Motto: Eine länger anhaltende Überreaktion der Preise ist aktuell notwendig, um sich von der Nachhaltigkeit zu überzeugen, während der Einfluss der EZB-Politik auf die Preisentwicklung bestenfalls langfristig erfolgt.

Literatur: Hyman P. Minsky, *Stabilising an Unstable Economy*.

EZB-Pressekonferenz

Wie allgemein erwartet, hat die EZB ihre geldpolitische Ausrichtung bei ihrer jüngsten Sitzung nicht geändert. Auch das erhöhte Ankaufvolumen unter dem PEPP-Programm wird in den kommenden Monaten beibehalten. Grundsätzlich scheint eine selbst marginale Veränderung der Geldpolitik erst zu erwarten sein, wenn neue Makro-Prognosen vorliegen, was erst im Juni 2021 der Fall sein wird. Dann sollten sich allerdings die Konjunkturperspektiven soweit aufgehellt haben, dass zumindest über einen graduellen Ausstieg aus dem PEPP-Ankaufprogramm konkret nachgedacht werden sollte. Schließlich kauft die EZB auch unter dem APP-Programm monatlich Anleihen im Wert von 20 Mrd. Euro.

Präsidentin Lagarde ließ sich in der Pressekonferenz nicht dazu hinreißen, bereits jetzt etwas über den weiteren Verlauf des PEPP-Programms zu sagen. Sie betonte, dass Konjunkturdaten positive wie auch negative Signale senden und weiterhin viel Unsicherheit besteht. Insgesamt bleibt das mittelfristige Konjunkturrisiko erhöht. Weitere wesentliche Punkte der heutigen Pressekonferenz:

- Der aktuelle Inflationsanstieg wird von der EZB als eher temporär gesehen; sie erwartet einen Rückgang der Inflation im nächsten Jahr.
- Das Finanzierungsumfeld könnte sich weiter verschlechtern; die erhöhte Risikoaversion der Banken bleibt ein Thema; die gezielten langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) der EZB sind effektiv.
- Die Konjunktur sollte sich mit ansteigende Impfquoten im Verlauf von 2021 erholen. Fiskalische Stimulierung bleibt ein wichtiger Treiber. Das Wachstumsrisiko ist ausgeglichen; das BIP in der Euro-Zone sollte in der zweiten Jahreshälfte 2022 sein Vorkrisenniveau erreichen.
- Die EZB hält im aktuellen Konjunkturmilieu eine expansive und reaktionsschnelle Fiskalpolitik weiterhin für notwendig; Lagarde betonte die Bedeutung einer schnellen Implementierung des EU-Wiederaufbaufonds i.H.v. 750 Mrd. Euro für die konjunkturelle Erholung; Geldpolitik kann eine weniger dynamische Fiskalpolitik nicht kompensieren.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	22. Apr.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,19	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,26	-0,30	-0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,56	1,40	1,60	1,70

Quellen: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve Economic Data; IKB-Prognose

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

22. April 2021
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: Claus Momburg, Dr. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein