



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

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

Fazit: Die EZB hält an ihrer außerordentlich expansiven Geldpolitik fest. Kurzfristige Daten mögen diesen Kurs bestätigen bzw. sogar für weitere Maßnahmen sprechen. Doch entscheidend ist nicht die aktuelle Lage, sondern der Ausblick – insbesondere für 2022.

Eine ansteigende Inflation und die aufhellende Konjunktur werden die Notwendigkeit einer extremen Krisenpolitik reduzieren und fundamentalen Druck auf Bundrenditen ausüben. Doch erst mit einem Zurückfahren des EZB-Ankaufvolumens ist von einer nachhaltig steileren Zinskurve auszugehen. Argumente für eine noch auf Jahre unverändert unterstützende Geldpolitik und negative Kurzfristzinsen werden der EZB allerdings nicht ausgehen.

Zinskurve wird steiler, reale Renditen werden fallen

Die aktuelle wirtschaftliche Lage in der Euro-Zone stützt die momentane geldpolitische Ausrichtung der EZB. Der zweite Lock-down belastet zunehmend die Konjunktur, die Inflationsrate liegt im negativen Bereich, und Schuldenquoten steigen weiter an. Die EZB-Bilanzausweitung vor allem durch das PEPP-Programm scheint deshalb angebracht und sichert Bundrenditen auf Krisenniveau. Allerdings sollte die Geldpolitik nicht von aktuellen, sondern von zukünftigen Risiken getrieben werden. Wo stehen Konjunktur und Inflation in 12 bis 18 Monaten – vor allem im Vergleich zur aktuellen Situation?

Eine hohe Unsicherheit über die zukünftigen Entwicklungen sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Konjunkturrisiken deutlich gesenkt haben. Globale Impfkampagnen, die nun mehr und mehr anlaufen, stärken Erwartungen einer deutlichen konjunkturellen Erholung. Aktuell wird deshalb bereits für die zweite Jahreshälfte 2021 von einer spürbaren europäischen sowie globalen Belebung ausgegangen, die sich im Jahr 2022 weiter entfalten sollte. Und auch wenn sich die Impfung der Bevölkerung länger hinzieht, so hat die Erwartung einer spürbaren Verbesserung der Wirtschaftslage im Jahr 2022 dennoch Bestand. Auch scheint es wenig Zweifel darüber zu geben, dass die Inflation in der Euro-Zone im Verlauf von 2021 zulegen wird. Wie nachhaltig dieser Anstieg sein wird, ist hingegen ungewiss. Doch das Risiko stellt sich zunehmend ausgeglichener dar. So gibt es vermehrt Stimmen, die mittelfristig einen inflationsanstieg erwarten – wenn auch auf kein deutlich höheres Niveau.

Auch wenn eine nachhaltige höhere Inflation von mittelfristigen Globalisierungsdynamiken und Konjunktorentwicklungen abhängt, so ist dennoch eines relativ sicher: Die Inflationsrate wird sich im Verlauf von 2021 im Vergleich zum aktuellen Niveau etwas normalisieren, ebenso wie die Konjunkturaufhellung 2021/22 die Sorge vor einer anhaltenden Krise beseitigen wird. Insgesamt wird beides den Druck auf Bundrenditen erhöhen. Reale Renditen werden allerdings in Folge des erwarteten Inflationsanstiegs sinken.

Deckel der EZB wird nachgeben müssen

Das aktuelle Aufkaufvolumen der EZB hält einen Deckel auf langläufige Renditen und sichert trotz negativer Kurzfristzinsen eine relative flache Zinskurve. Mit der konjunkturellen Erholung wird jedoch der Auftrieb für das lange Ende zunehmen. Damit gewinnt das Aufkaufprogramm, mit dem die EZB versucht, die gesamte Zinskurve zu bestimmen bzw. flach zu halten, zunehmend an Bedeutung. Das PEPP-Aufkaufprogramm sollte aber im März 2022 im Zuge der konjunkturellen Erholung auslaufen. Dies würde den Bundrenditen eine bedeutende Stütze nehmen und zu einer steileren Zinskurve führen – auch in Folge sich normalisierender Erwartungen.

Eine teilweise Normalisierung der Konjunktur und der Inflation würde sicherlich keinen Raum für eine Erweiterung des PEPP-Aufkaufprogramms geben. Dies gilt vor allem für das Jahr 2022, für das nicht nur eine Normalisierung, sondern eine deutliche konjunkturelle Beschleunigung erwartet wird. Auch eine Anpassung des Inflationsziels zum Beispiel hin zu einer Fokussierung auf die durchschnittliche Inflation würde an der Notwendigkeit einer Abkehr von einer extremen Krisenpolitik nichts ändern. Konjunktur- wie Inflationsentwicklungen sollten den Auftriebsdruck auf das lange Ende der Zinskurve erhöhen.

Sicherlich mag darauf verwiesen werden, dass das Inflationsniveau weiterhin relativ niedrig ist; ein nachhaltiger Anstieg wird auch im Jahr 2022 nicht klar erkennbar sein. Zudem können die Schuldenquoten der Euro-Länder die konjunkturelle Erholung

dämpfen. Die EZB wird deshalb weiterhin viele Gründe finden, warum eine Abkehr von negativen Zinsen oder ein Schrumpfen ihrer Bilanz noch für die nächste Jahre nicht zu erwarten ist. Das kurze Ende der Zinskurve wird deshalb weiterhin Druck auf langläufige Renditen ausüben.

EZB-Presskonferenz – weiterhin im absoluten Krisenmodus

Aufgrund der Ausweitungen ihrer Krisenpolitik im Dezember 2020 und wie allgemein erwartet, hat die EZB in ihrer heutigen Sitzung keine geldpolitischen Veränderungen angekündigt, sondern ihre außerordentlich unterstützende Geldpolitik bekräftigt. Nicht das unter dem PEPP-Programm erlaubte Aufkaufvolumen ist entscheidend, sondern anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen. Grundsätzlich deutet die EZB weiterhin ihre Handlungsbereitschaft an, mehr zu tun, sollte dies notwendig sein. Wie angedeutet, erachtet die IKB die Wahrscheinlichkeiten hierfür eher gering – vor allem wenn das Ausmaß der aktuellen geldpolitischen Lockerung im Kontext der erwarteten konjunkturellen Entwicklungen betrachtet wird.

EZB-Präsidentin Lagarde betonte positive Entwicklungen wie die eingeleiteten Impfmaßnahmen oder das Handelsabkommen mit Großbritannien. Auch zeigt sich das Verarbeitende Gewerbe in der Euro-Zone relativ robust. Die EZB-Präsidentin lobte die gemeinsame Verschuldung der EU als Antwort auf die aktuelle Krise. Entscheidend bleibt nun, dass die Gelder schnell in der Realwirtschaft ankommen. Das Konjunkturrisiko ist dennoch weiterhin nach unten gerichtet – auch wegen der jüngsten Lockdown-Maßnahmen.

Die EZB bestätigte, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten ansteigen wird. Entscheidend ist jedoch die unterliegende und damit nachhaltige Inflationsdynamik, die unter anderem vom Euro-Devisenkurs beeinflusst wird. Der Euro-Devisenkurs ist ein entscheidender Bestimmungsfaktor für Importpreise und damit für den Inflationsprozess in der Euro-Zone. So kann die EZB einer anhaltenden Aufwertung angesichts ihrer aktuellen Inflationsprognose nicht tatenlos zuschauen. Welche Handlungsoptionen sie allerdings hat, bleibt abzuwarten. Sicherlich nutzen Notenbanken Devisenkursinterventionen und niedrigere Zinsen, um die eigene Währung zu schwächen. In welchem Maße dies bei der EZB-Bilanzgröße und dem negativen Zinsniveau eine plausible und vor allem effektive Handlungsmöglichkeit ist, bleibt ebenfalls abzuwarten. Wie gewohnt, ließ sich EZB-Präsidentin Lagarde zu keiner konkreten Aussage über den Wechselkurs hinreißen.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

| | 21. Jan | in 3M | Ende 2021 | Ende 2022 |
|------------------------|---------|-------|-----------|-----------|
| 3M-Euribor | -0,54 | -0,50 | -0,47 | -0,47 |
| 3M-USD-Libor | 0,23 | 0,24 | 0,24 | 0,24 |
| 10-Jahre Bund | -0,53 | -0,50 | -0,20 | 0,20 |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 1,08 | 1,10 | 1,30 | 1,60 |

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-Bötzkkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

21. Januar 2021

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg