



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

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

Fazit: Die EZB versucht ein symmetrisches Inflationsziel zu leben. Aufgrund des jahrelangen Verfehlens des Inflationsziels und negativer Zinsen ist dies auch aktuell kein einfaches Unterfangen und benötigt trotz der ansteigenden Inflation weitere außerordentliche Maßnahmen. Diese sind im PEPP-Programm zu finden. Ob sie ausreichen werden bzw. ob sich die EZB ihrem Inflationsziel im Gegensatz zu den letzten 10 Jahren auf Sicht nähern und damit Glaubwürdigkeit zurückgewinnen kann, bleibt abzuwarten.

Inzwischen bekommen die Inflationsprognosen eine größere Bedeutung. Zwar waren sie schon immer Teil der Forward Guidance; doch nun müssen die Prognosen konsistent mit dem Inflationsziel sein, bevor Zinsänderung in Betracht kommen – und dies nicht erst am Prognosehorizont. Mit der Erwartung, die Inflationsrate werde im Jahr 2022 wieder sinken, wird die EZB noch auf Sicht keine wesentliche Änderung ihrer Geldpolitik vornehmen und sich damit auch keinem Handlungsdruck aussetzen.

Trotz des Inflationsanstiegs ist die geldpolitische Wende noch in weiter Ferne

Aktuell scheint die EZB das Beste von beiden Welten zu erfahren: Die Inflation steigt, und Prognosen für das Jahr 2022 werden nach oben angepasst. Auf der anderen Seite fallen die Renditemärkte wieder in den Krisenmodus: Trotz zunehmender Inflation sind 10-jährige Bundrenditen unter -0,4 % gefallen. Ob dieser Rückgang vor allem mit dem PEPP-Programm zusammenhängt oder doch eher mit Zweifeln an der mittelfristigen konjunkturellen Einwicklung, ist sekundär. Entscheidend ist, die effektive geldpolitische Ausrichtung ist in den letzten Wochen angesichts sinkender Renditen expansiver geworden. Zudem deutet der jüngste Bank Lending Survey an, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im zweiten Quartal wieder leicht nach oben gerichtet war.

Wie die EZB oft betont, wird sie erst spürbar agieren, wenn die Inflation auf absehbare Zeit nachhaltig ein Niveau erreicht hat, das konsistent mit dem Inflationsziel ist. Es geht der EZB also weniger darum, eine Teuerungsrate von über 2 % für längere Zeit zu tolerieren; vielmehr soll die Rate nachhaltig bzw. glaubwürdig zulegen und so endlich mit dem Inflationsziel konsistent werden. Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von deutlich unter 1,5 % in den letzten 10 Jahren mag hierfür durchaus für längere Zeit eine Teuerungsrate von über 2 % erforderlich sein – vor allem wenn Inflationserwartungen sich eher an historischen Raten als am zukünftigen Ziel orientieren.

Die Inflationsprognosen der EZB sind Teil ihrer Forward Guidance, also der Kommunikation ihrer zukünftigen geldpolitischen Absichten. In den letzten Jahren hatten die Inflationsprognosen der EZB angedeutet, dass sie ihr Ziel verfehlen wird. Damit war klar, dass es auf absehbare Zeit keine Grundlage für eine geldpolitische Wende geben wird. In diesem Jahr wird die Inflationsrate in der Euro-Zone nun über 2 % liegen. Dies ist aufgrund des langen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik jedoch von wenig Bedeutung. Interessanter wird sein, mit welcher Inflationsentwicklung die EZB in den Jahren 2022 und 2023 rechnet. Sicherlich kann eine prognostizierte höhere Inflation von der EZB für mehrere Jahre als notwendig angesehen werden, um eine konkrete geldpolitische Wende zu erwarten. Dies hat sie heute bestätigt. So spricht die EZB in ihrer Pressemitteilung davon, dass die prognostizierte Inflationsrate deutlich und vor allem nachhaltig mit dem Inflationsziel konsistent sein muss, bevor eine Zinsänderung zu erwarten ist. So ist nicht allein das Inflationsniveau entscheidend, sondern vor allem die Nachhaltigkeit des Inflationsanstiegs. Noch ist der aktuelle Teuerungsanstieg vor allem Folge höherer Rohstoffpreise und nicht der Lohnentwicklung, was für eine nachhaltig höhere Inflation jedoch notwendig wäre.

Wird das PEPP-Programm im März 2022 beendet und damit ein baldiges Tapering eingeleitet? Jüngste Äußerungen von Präsidentin Lagarde lassen Zweifel aufkommen. Sie sieht PEPP inzwischen weniger als Reaktion auf die Corona-Pandemie, sondern zunehmend als grundsätzlicher Teil des EZB-Werkzeugkastens – trotz der anderen Ankaufprogramme. Wäre PEPP in der Tat ein reines Krisenprogramm, so müsste schon längst über ein Tapering diskutiert werden. Schließlich haben sich die Inflations- wie Wachstumsrisiken seit der Einführung und Ausweitung des Programms im Jahr 2020 deutlich verändert – auch wenn am aktuellen Rand die Konjunkturrisiken erneut zunehmen. Wird PEPP allerdings als Teil eines Werkzeugkastens für ein glaubwürdiges Erreichen eines symmetrischen Inflationsziels von 2 % gesehen, mag es durchaus noch länger und grundsätzlich Bestand haben. In den vergangenen Jahren scheint die EZB zu wenig aktiv gewesen zu sein, da die eigentliche Inflationsrate deutlich unter der

Zielgröße lag. Deshalb kann argumentiert werden, dass die EZB in der Bringschuld ist, was die Glaubwürdigkeit ihres Inflationsziels angeht und es höchste Zeit ist, ausreichend expansiv sowie aggressiv zu agieren.

Einschätzung: Eine vollständige Beendigung der Anleiheaufkäufe im PEPP-Programm bis Ende März 2022 wird immer unwahrscheinlicher; eine Debatte über ein mögliches Zurückfahren des PEPP-Ankaufvolumens ist deshalb noch verfrüht. Dies gilt auch dann, wenn die Inflationsrate in den Jahren 2021 und 2022 deutlich höher sein sollte, als noch vor ein paar Monaten erwartet, und auch im Jahr 2022 über 2 % liegen sollte. Schließlich ist der Beweis über einen nachhaltigen Anstieg der Inflationsrate noch nicht erbracht; und der historische Inflationsverlauf lässt durchaus Zweifel zu. Denn **selbst bei einer Inflationsrate von über 2 % in den Jahren 2021 und 2022 ist die EZB von einem symmetrischen Inflationsziel noch weit entfernt.** Die IKB erwartet eine Inflationsrate im Euro-Raum von jeweils 2,3 % in den Jahren 2021 und 2022. Selbst mit diesen Prognosen, die vor allem für 2023 deutlich über Konsens liegen, ist deshalb mit keiner Zinswende zu rechnen.

Einschätzung zu Bundrenditen

Die EZB hat in den letzten Wochen und insbesondere seit Ankündigung der Ergebnisse der strategischen Überprüfung klare stimulierende Signale an die Märkte gesendet: Höhere Inflation ist kurzfristig kein Problem. Und da die Inflation während der letzten 10 Jahre unter dem symmetrischen Richtwert von 2 % lag, kann es kurzfristig und trotz erhöhter Inflation durchaus länger dauern, bis sie reagieren wird. Doch halt: Ein Inflationsanstieg schwächt doch eher den Zinsmarkt – oder nicht? Kurzfristig sicherlich nicht: Die EZB hat – auch durch die Neu-Definition bzw. Klarstellung des Ziels – viel Zeit gewonnen, die Zinsen selbst bei steigender Inflation im Jahr 2022 unverändert zu lassen. Langläufige Renditen werden aber nicht nur von Kurzfristzinsen und damit der EZB-Zinspolitik bestimmt, sondern auch von Inflationserwartungen. Und diese könnten zunehmen – was womöglich sogar als Erfolg der EZB zu sehen wäre. Solange die EZB jedoch mit Hilfe des PEPP-Programms das lange Ende der Zinskurve nach unten drückt, bleiben gegenläufige Effekte eher überschaubar. Im Gegenteil: **Mit der Sorge eines weiteren realwirtschaftlichen Rückschlags aufgrund der Delta-Variante des Coronavirus und viel Rückenwind durch das PEPP-Aufkaufprogramm haben die Bullen aktuell klar die Oberhand. Nachhaltig und fundamental nachvollziehbar ist das Renditeniveau allerdings nicht.**

Heutige Sitzung und Pressenkonferenz

Die geldpolitische Ausrichtung ist wie erwartet unverändert geblieben. Allerdings betont die EZB in ihrer Pressemitteilung die Bedeutung ihrer Inflationsprognosen in der zukünftigen Forward Guidance: Die EZB Inflationsprognosen müssen überzeugend und nachhaltig auf dem Inflationsniveau liegen, bevor Zinsen vom aktuellen oder einem niedrigeren Niveau angehoben werden. Dadurch gewinnen die Prognosen nicht nur an Bedeutung, die EZB befreit sich aufgrund des prognostizierten Inflationsverlaufs auch von jeglichem Handlungsdruck. Denn sie erwartet, dass die Inflationsrate nach dem Anstieg im Jahr 2021 wieder fallen wird. Auch bei höheren Inflationsprognosen für 2021 im September sollte sich daran nichts ändern. Präsidentin Lagarde betonte auch heute, die EZB betrachtet den Inflationsanstieg als temporär.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	22. Jul.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,14	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,40	-0,25	0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,28	1,40	1,50	1,90

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

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

22. Juli 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