



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

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

Fazit: Wie erwartet, will die EZB ihr Refinanzierungsgeschäft ausweiten sowie den Umfang des Ankaufprogramms (PEPP) aufstocken und es bis mindestens 2022 verlängern. Die EZB kann allerdings durch ihre Maßnahmen nicht die Konjunktur antreiben, sondern nur unterstützend wirken. Konkrete Impulse müssen von der Fiskalpolitik kommen oder durch einen globalen Aufschwung.

Um die Zinskurve angesichts der aktuell extrem niedrigen Renditeniveaus auch im Jahr 2021 relativ flach zu halten, gewinnt das Ankaufprogramm aufgrund der anhaltend negativen Zinsen am kurzen Ende zunehmend an Bedeutung; vor allem, wenn sich der erwartete Inflationsanstieg im Jahr 2021 bewahrheiten sollte und die Inflationserwartungen – auch in Folge der konjunkturellen Entwicklung – wieder etwas ausgeglichener werden.

Die Märkte gingen fest von weiteren Lockerungs- bzw. Stützungsmaßnahmen aus – und die EZB hat nicht enttäuscht. Zinssenkungen standen dabei nie im Raum. Der Einlagenzinssatz ist auf einem derart negativen Niveau, dass eine weitere Senkung zunehmend unerwünschte Nebeneffekte mit sich bringen könnte. Volkswirte verweisen diesbezüglich auf die „Reversal rate“, also ein Zinsniveau, bei dem die negativen Wirkungen der expansiven Geldpolitik die positiven übertreffen. Zunehmende Belastungen für die Banken und damit eine reduzierte Bereitschaft bzw. Möglichkeit, Kredite zu vergeben, wären hierfür Beispiele. Durch eine weitere Zinssenkung würde die EZB also genau das verhindern, was sie fördern will. Noch glaubt zwar die EZB, die „Reversal Rate“ noch nicht erreicht zu haben. Bei anhaltend negativen Zinsen mag dies jedoch passieren.

Die Ausweitung und Verlängerung des PEPP-Ankaufprogramms sowie angekündigte Konditionsänderungen bzw. Erweiterungen der gezielten Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) sind die einzig verbleibenden Maßnahmen, mithilfe derer ein Einfluss der EZB auf die Realwirtschaft möglich ist. Sie wirken jedoch weniger als Konjunkturimpulse, sondern vielmehr als Stützungsmaßnahmen, die fiskalische Impulse ermöglichen bzw. verlängern. So stärken die angekündigten Maßnahmen die Erwartung, dass das Kreditausfallrisiko im Jahr 2021 weiter zurückgehen wird bzw. es zu keiner Eskalation der Risikoprämien kommen wird, die Renditen aber – wenn überhaupt – nur begrenzt ansteigen werden. Die EZB hat heute angekündigt, ihr Ankaufprogramm nicht nur um 500 Mrd. € anzuheben, sondern auch bis mindestens Ende März 2022 aufrechtzuerhalten. Weitere angekündigte Maßnahmen der EZB wie langfristige Refinanzierungsgeschäfte sowie eine Verlängerung der Sicherheiten dienen vor allem der Liquiditätssicherung der Banken und dürften vor allem für südeuropäische Institute von Interesse sein.

Kurzfristzinsen beeinflussen die gesamte Zinskurve – vor allem wenn Inflationserwartungen verankert sind. Gelingt dies nicht, muss die Notenbank das lange Ende der Zielkurve vor allem durch Ankaufprogramme beeinflussen. Sie versucht damit zu verhindern, dass bei steigender Inflationsrate die nominalen und vor allem die realen Renditen in Folge steigender Inflationsrisiken zulegen. Das Ankaufvolumen der EZB wird deshalb vor allem im Jahr 2021 von Bedeutung sein. Die EZB steht im nächsten Jahr vor der Herausforderung, bei steigender Inflation die risikofreien Renditen relativ niedrig zu halten, wodurch die negativen realen Renditen weiter sinken. Bei dem erwarteten Inflationsanstieg und aktuellen Bundniveaus kann dies nur durch ein ausreichend großes Ankaufprogramm sichergestellt werden. Und je mehr die Inflationserwartungen zunehmen und die Konjunkturrisiken sich legen, desto mehr steigt das Korrekturpotenzial am langen Ende der Zinskurve. Somit benötigt die EZB auch im Jahr 2021 ein ausreichend großes Ankaufvolumen, um ihre aktuelle geldpolitische Ausrichtung aufrechterhalten zu können und der Fiskalpolitik Spielräume zu verschaffen. Das PEPP-Programm und die heute angekündigten Erweiterungen sollten hierfür genügend Raum schaffen – vor allem durch die Verlängerung bis März 2022.

Die Inflationsprognosen der EZB signalisieren weiterhin, dass die Währungshüter trotz ihrer Maßnahmen nicht daran glauben, ihr eigenes Inflationsziel zwischen 2021 und 2023 zu erreichen. Dennoch erwarten sie einen tendenziellen Anstieg. So prognostiziert die EZB eine Inflationsrate in der Euro-Zone von 0,2 % für das Jahr 2020, von 1,0 % im Jahr 2021, von 1,1 % in 2022 (vorher 1,3 %) und von 1,4 % im Jahr 2023. Glauben die Märkte an den tendenziellen Anstieg der Teuerungsrate, wird sich der Druck am langen Ende der Zinskurve erhöhen und die Zinskurve wird steiler werden. Das Vertrauen in diese Erwartung könnte sich durch den eigentlichen Anstieg der Inflationsrate im Jahr 2021 verstärken. Allerdings ist angesichts der niedrigen Inflation in den letzten Jahren von keiner bedeutenden Zunahme der Inflationserwartungen auszugehen – zumindest im Jahr 2021. Dies sollte der EZB helfen, die Zinskurve trotz der niedrigen Renditen am langen Ende relativ flach zu halten.

Erneut verwies EZB-Präsidentin Lagarde auf die Bedeutung des Wechselkurses für den mittelfristigen Inflationsausblick. Sie wies mehrmals auf die Bedeutung der Impfstoffe für den Konjunkturausblick hin und warnte vor zu hohen Erwartungen an den kurzfristigen Konjunkturausblick. Die neuen BIP-Prognosen der EZB spiegeln diese Einschätzung. Während die Prognose für 2020 in Folge des starken dritten Quartals nach oben angepasst wurde (-7,3 %, verglichen mit -8 % im September), hat die EZB ihre Wachstumsprognosen für 2021 nach unten revidiert (3,9 % verglichen mit 5 %). Die EZB erwartet, dass die Konjunktur erst gegen Ende 2021 wieder etwas normalere Dynamiken zeigen wird – vor allem im Falle erfolgreicher Impfungen. Mit einer deutlichen Erholung wird allerdings erst für 2022 gerechnet.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	10. Dez.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,55	-0,50	-0,48	-0,47
3M-USD-Libor	0,23	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,61	-0,55	-0,45	-0,30
10-Jahre U.S. Treasury	0,92	0,95	1,10	1,20

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

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

10. Dezember 2020

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