



Autor: Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Editor: Patrick von der Ehe  
[patrick.ehe@ikb.de](mailto:patrick.ehe@ikb.de)

**Fazit:** Wer auf den Einstieg in den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik der EZB gewartet hat, der wurde erneut enttäuscht. Die EZB hat sich auf ihrer heutigen Sitzung nicht einmal dazu bewegen lassen, Tapering – also eine geldpolitische Wende in welcher Form auch immer – als konkreter und abzusehender Schritt in die Diskussion einzubringen. Obwohl sich das Risiko für Konjunktur und Inflation klar verschoben haben, betont die EZB noch immer ihre Bereitschaft, die Krisenpolitik im Zweifel eher auszuweiten als zurückzufahren.

Eine geldpolitische Wende sollte aber bald eingeleitet werden, um geordnete Marktbewegungen sicherzustellen. Je länger die EZB das Tapering verzögert und eine graduelle Marktkorrektur verhindert, desto höher wird das Risiko einer spürbaren Korrektur am langen Ende der Zinskurve. Schließlich sind Bundrenditen auf einem fundamental nur schwer nachvollziehbaren niedrigen Niveau angelangt und mit den aktuellen EZB-Prognosen kaum in Einklang zu bringen. Dass Renditen in Folge der angestiegenen Staatsschuldenniveaus grundsätzlich niedrig bleiben müssen, ist unbestritten.

## Fed und EZB nehmen sich Zeit, ...

Die Annahme einer baldigen geldpolitischen Neuausrichtung hat sich nicht bestätigt. So handeln 10-jährige US-Renditen inzwischen wieder unter 1,5 % und Bundrenditen deutlich unter -0,2 %. Enttäuschende US-Arbeitsmarktzahlen, aber auch Kommentare der Notenbanken haben die Erwartungen eines baldigen Taperings enden lassen. Zur Perspektive: Es geht nicht um Zinsanhebungen und auch nicht um eine Reduzierung der Notenbankbilanzen. Es geht lediglich darum, das Tempo der Bilanzausweitung ansatzweise zu reduzieren. Von dem Beginn einer geldpolitischen Normalisierung sind die USA und insbesondere die Euro-Zone also noch weit entfernt. So haben die Anleihemärkte den überraschend deutlichen Anstieg der Inflation beiderseits des Atlantiks größtenteils ignoriert.

Die Notenbanken stützen diese Einschätzung und argumentieren, der aktuelle Inflationsanstieg sei nur temporär. Somit ergebe sich kein akuter Handlungsbedarf, da die Geldpolitik mit ihrem eingeschränkten Transmissionsmechanismus nur mittel- bis langfristigen Einfluss auf die Inflationsrate hat. Weil der Inflationsdruck vor allem von der Angebotsseite getrieben ist, könnte sich der Konjunkturausblick in Folge des Inflationsanstiegs eintrüben. Der aktuelle Anstieg der Inflationsrate dürfte sich jedoch als nicht nachhaltig erweisen – vor allem weil die Lohndynamik in der Euro-Zone kaum für eine Lohn-Inflationsspirale spricht. Die Risiken für eine mittelfristig höhere Inflation haben sich aber dennoch erhöht. Und gerade deshalb und in Anbetracht der langen Vorlaufzeit des Einflusses der Geldpolitik auf die Wirtschaft, wäre es bereits jetzt an der Zeit, einen Weg zu skizzieren, wie sich das PEPP Programm zurückfahren lässt.

## ... doch das Risiko einer Korrektur am europäischen Anleihemarkt steigt

Durch ihren Fokus auf die durchschnittliche Inflationsrate sorgt die Fed dafür, dass selbst ein mittelfristiger Anstieg der Teuerung zu keiner Korrektur der Geldpolitik führen wird, sondern bestenfalls eine graduelle Wende einleitet. Gleiches gilt für die EZB, die immer wieder das Argument der Nachhaltigkeit betont. Beide Notenbanken sehen also noch relativ viel Handlungsspielraum, bzw. meinen, sie hätten noch Zeit, wenn es darum geht, ihre geldpolitische Ausrichtung spürbar zu verändern. Sorgen, dass die immense Geldmengenausweitung und anhaltend niedrige Zinsen über Jahre auch negative Effekte haben können, scheinen für die EZB eine eher untergeordnete Rolle zu spielen. Durchschnittliche sowie nachhaltige Inflationsraten ergeben sich erst über einen längeren Zeitraum, was den Notenbanken aktuell legitimen Raum für das „Nichtstun“ gibt – trotz der außerordentlichen Dimension der aktuellen Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks.

Doch der Versuch, die Märkte nur gemächlich an eine geldpolitische Änderung heranzuführen, hat seine Tücken. So besteht die Gefahr, dass die EZB „behind the curve“ fallen könnte. Soll heißen, die Inflationserwartung der Märkte könnte in Anbetracht einer anziehenden Inflationsrate deutlich zunehmen. Dann würde die expansive EZB-Geldpolitik eher zu steigenden als sinkenden Renditen führen, da die Glaubwürdigkeit der Notenbank zunehmend unter Druck geraten würde. Noch hält die EZB mit ihrem Ankaufprogramm den Deckel auf Bundrenditen. Doch je länger sie wartet, desto höher wird das Risiko von sich aufbauendem Druck, der mit einem späten Tapering zu spürbaren Korrekturen am langen Ende der Zinskurve führen könnte. Auch sind Veränderungen

der langfristigen Inflationserwartungen zwar ein langer Prozess, aber der Handlungsdruck auf die EZB würde ebenfalls deutlich erhöht werden.

**Einschätzung:** Eine geldpolitische Straffung wird noch in diesem Jahr mehr und mehr ein Thema für die EZB werden. Diese Erwartung beruht nicht nur auf dem aktuellen Inflationsanstieg, sondern auch auf der sich erholenden Konjunktur. Grundsätzlich hat sich das Risikoprofil geändert: Als die EZB das PEPP-Programm im zweiten Quartal 2020 startete, war der Ausblick für die Euro-Zone ein deutlich anderer als aktuell. Die Konjunkturrisiken haben sich gelegt, die Inflationsrisiken dagegen erhöht. Doch für die Geldpolitik ist nicht ihre Ausrichtung entscheidend, sondern was deren Veränderung für Realwirtschaft und Inflation bedeutet. Aus dieser Sicht mag trotz der aktuellen Geldmengenausweitung und anhaltend negativer Renditen kurzfristig kein spürbarer Handlungsbedarf bestehen. Unterstützt wird diese Sicht durch den Bedarf an günstigen Refinanzierungsbedingungen für die Euro-Staaten. Allerdings steigt dadurch auch das Risiko, dass eine graduelle und geordnete Wende der Geldpolitik nicht mehr ausreicht – selbst wenn ein nachhaltiger Inflationsanstieg im Fokus steht. **Je länger die EZB das Tapering verzögert und eine graduelle Marktkorrektur verhindert, desto höher wird das Risiko einer spürbaren Korrektur am langen Ende der Zinskurve. Dass aufgrund der europäischen Staatschuldenentwicklung von keinem bedeutenden Anstieg in Renditen auszugehen ist, ist ebenso offensichtlich wie die Tatsache, dass das derzeitige Renditenniveau bei den aktuellen Inflationsrisiken unangebracht ist.**

### Heutige EZB-Pressekonferenz

Im Vorfeld der heutigen Pressekonferenz gab es die Vermutung, Tapering sei zumindest ein Agendapunkt für die EZB geworden ist. So wurden zwar keine konkreten Ankündigungen über eine perspektivische Reduzierung des Ankaufvolumens erwartet; mit ersten möglichen Signalen wurde allerdings schon gerechnet. Diese Erwartung wurde allerdings von der EZB bereits vor dem heutigen Treffen heruntergeredet. Dementsprechend hat sich an der geldpolitischen Ausrichtung der EZB nichts geändert. Sie behält in vollem Umfang ihre Betonung bei, im Zweifel eher mehr zu tun als über einen geordneten Prozess der graduellen Umkehr nachzudenken:

- PEPP Programm: Die geldpolitische Entscheidung und Wortwahl rund um das PEPP-Programm blieb unverändert. Die EZB betont weiterhin, dass in den kommenden Monaten mit einem erhöhten Ankaufvolumen zu rechnen ist und wenn nötig, der Rahmen des Programms ausgeweitet wird.
- APP Programm: Auch hier ist die Betonung unverändert – sowohl beim monatlichen Ankaufvolumen von 20 Mrd. € wie auch bei den Reinvestitionen von Tilgungen.
- Zinsen: Die EZB betonte erneut, dass die Zinsen auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.

Die EZB erwartet eine Inflationsrate von 1,9 % für 2021 und von 1,5 % im nächsten Jahr. Im Vergleich zur März-Prognose hat die Notenbank ihre Inflationserwartungen nach oben angepasst, was aufgrund der eigentlichen Inflationsentwicklung wenig überrascht. Die Prognosen deuten aber weiterhin an, dass die EZB mit keiner bedeutenden Inflation in Folge des Anstiegs in diesem Jahr rechnet. Die Wachstumserwartungen der EZB wurden ebenfalls angehoben. So erwartet die Notenbank nun für das Jahr 2021 ein höheres und relativ robustes BIP-Wachstum in der Euro-Zone von 4,6 %, für das Jahr 2022 rechnet sie mit 4,7 %. Alles in allem bestätigen die neuen Prognosen ein sinkendes Konjunktur- und ansteigendes Inflationsrisiko.

**Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %**

	10. Jun.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,13	0,22	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,25	-0,15	0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,48	1,50	1,60	1,75

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 auszugswise, 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

10. Juni 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