



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)

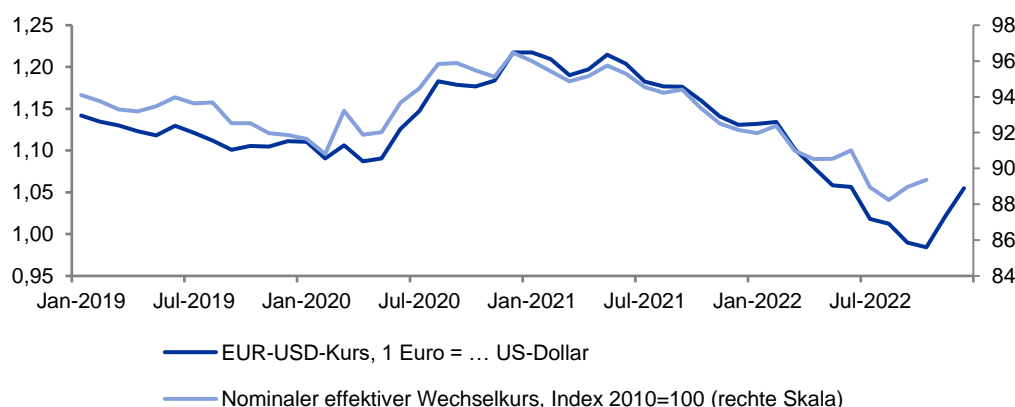
**Fazit:** Auch wenn die aktuelle Zinserhöhung kleiner ausgefallen ist als beim letzten Mal, lässt die EZB dennoch keinen Zweifel daran, dass weitere Zinsanhebungen von 50 bp notwendig sind. Um ihre Entschlossenheit zu demonstrieren, wären heute allerdings mindestens 75 bp angebracht gewesen.

Lagarde wie zuvor ihr Pendant Jerome Powell von der Fed haben jeglicher baldiger Beendigung von Zinsanhebungen geschweige denn Zinssenkungen eine klare Absage erteilt. Die Märkte sehen dies anders. Der Glaube an eine deutliche Abkühlung vor allem der US-Wirtschaft schürt Erwartungen einer Fed-Zinssenkung bereits Ende 2023. In der Euro-Zone sind solche Gedanken jedoch vom Tisch, und dies weniger infolge der heutigen Pressekonferenz, als vielmehr aufgrund der Tatsache, dass die Zinsen in der Euro-Zone viel zu niedrig sind, um eine baldige Zinswende zu rechtfertigen. Außerdem steigt durch das zögerliche Verhalten der EZB das Risiko eines höheren Einlagenzinssatzes am Ende des Jahres 2023. Ein Zinssatz nahe 4 % und Zinsanhebungen bis zum Herbst 2023 scheinen aktuell plausibler als ein finales Zinsniveau von 3 %.

## Inflationstreiber gehen in die richtige Richtung, brauchen aber weitere geldpolitische Straffung

Auch wenn die aktuelle Inflationsrate noch hoch ist, deuten viele Inflationstreiber bereits in eine andere Richtung. Neben nachgebenden Rohstoffpreisen sind es die Stimmungskennzeichen, die zunehmend auf eine Nachfrageverschlechterung hindeuten, sowohl in Deutschland, wie auch global. Die deutlichen Zinsanhebungen der Fed werden die US-Wirtschaft spürbar abkühlen, während jüngste Konjunkturdaten aus China auf herausfordernde Wintermonate hindeuten, auch weil aufgrund der Lockerung der strikten Corona-Politik mit deutlich höheren Infektionszahlen zu rechnen ist. Ohne Zweifel wird sich die Weltwirtschaft im Jahr 2023 spürbar abkühlen. Eine schwache Nachfrage ist zudem von Bedeutung, damit die Rohstoffpreiserückgänge weitergegeben werden können. Ein Risiko für den mittelfristigen Inflationsausblick bleibt allerdings die Lohnentwicklung. Deutliche reale Einkommensverluste in diesem Jahr werden den Druck auf die Löhne in den kommenden Jahren hochhalten.

Abb. 1: Nominaler effektiver Wechselkurs und Euro-Dollar-Kurs



Quelle: Bloomberg, BIZ

Doch neben den bekannten Entwicklungen ist ein weiterer Treiber ins Spiel gekommen: der Devisenkurs des Euro. Nach einer deutlichen Abwertung in den ersten zehn Monaten dieses Jahres ist nun eine Gegenbewegung erkennbar. Während der Euro-US-Dollar-Devisenkurs von Januar bis Oktober um 13 % abwertete, konnte er seitdem um über 7 % zulegen. Eine Euro-Aufwertung ist um einiges effektiver darin, den Inflationsdruck zu dämpfen, als Zinsanhebungen. Denn der Transmissionsmechanismus wirkt direkter und damit schneller. Dies gilt vor allem für offene Volkswirtschaften wie die der Euro-Zone. Aktuell vergünstigt der stärker werdende Euro die Importpreise, während die Binnennachfrage geschwächt ist. Allerdings braucht es für eine spürbare Aufwertung eine straffe Geldpolitik bzw. spürbar steigende Zinsen. Auch eine Bilanzreduktion der Notenbank, die langläufige Renditen stützt, wäre hilfreich. Es ist davon auszugehen, dass der Euro weiter an Wert gewinnen wird – zumindest gegenüber

dem US-Dollar. Denn die Fed wird die Zinswende aufgrund ihrer deutlich aggressiveren Zinsanhebungen vor der EZB einleiten. Zudem sollte die Risikoaversion der Märkte im Jahr 2023 nachlassen, wodurch die Bedeutung des US-Dollar als „safe haven“ nachlassen sollte. Der Grund hierfür ist die erwartete Stabilisierung bzw. Erholung der Weltwirtschaft im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2023. Ein Ende des Ukrainekriegs würde sicherlich zusätzliche Impulse liefern.

Unsicher bleibt, wo der Höhepunkt des Einlagenzinses sein muss, um die eingeleitete Abwärtsdynamik der Inflation zu verstärken bzw. aufrecht zu halten. Hier wird die Fiskalpolitik eine entscheidende Rolle spielen. Stützungsmaßnahmen für Haushalte und damit für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verwässern die restriktiven geldpolitischen Anstrengungen. So mag die Gas- und Strompreisbremse die Inflationsrate im Jahr 2023 in Deutschland dämpfen. Gleichzeitig stärkt der Staat allerdings die Kaufkraft der Konsumenten, was den Preisdruck für andere Verbrauchskategorien weniger schnell abklingen lässt – zumindest im Jahr 2023.

**Einschätzung:** Viele Inflationstreiber deuten bereits in eine andere Richtung. Doch um das Momentum aufrecht zu halten bzw. den Risiken durch die Fiskalpolitik entgegenzuwirken, darf die EZB den Fuß nicht zu früh von der Bremse nehmen. Dies gilt auch für den Euro-Devisenkurs, dessen aktuelle und erwartete Aufwertung wichtige Impulse für eine sinkende Inflation liefern sollte. Deshalb sind nicht nur weitere Zinsanhebungen notwendig, sondern auch eine Bilanzreduktion. Schließlich sind es die langläufigen Renditen, die den Euro-Devisenkurs stützen.

**EZB Pressekonferenz: Trotz moderater Zinsanhebung warnende Töne**

Wie erwartet, hat die EZB ihren Einlagenzinssatz von 1,5 % um 50 Basispunkte auf 2,0 % angehoben. Der Leitzins liegt nun bei 2,5 %. Auch hat sie ihre Bilanzreduktion konkretisiert. So ist angedacht, die Tilgungen aus dem APP-Programm nicht mehr vollständig zu reinvestieren. Ziel ist es, die Bilanz bis zum zweiten Quartal 2023 um monatlich 15 Mrd. Euro zu reduzieren, was in etwa der Hälfte der Tilgungen entspricht. Oberstes Gebot bleibt allerdings, spürbare Marktreaktion bzw. mögliche Verzerrungen zu verhindern.

Die EZB hat ihre Inflationsprognosen für 2023 deutlich nach oben revidiert. So erwartet sie nun eine Inflationsrate in der Euro-Zone von 8,4 % im Jahr 2022, 6,3 % im Jahr 2023 und 3,4 % im Jahr 2024. Die EZB geht von einem BIP-Wachstum in der Eurozone von 3,4 % im Jahr 2022, von 0,5 % im nächsten Jahr und von 1,9 % im Jahr 2024 aus. Eine geringere Wirtschaftsleistung im aktuellen und kommenden Quartal ist durchaus möglich. Eine tiefe Rezession sieht die EZB allerdings nicht, was sich auch in ihren Inflationsprognosen für 2024 spiegelt.

**Einschätzung:**

- Die EZB betont die Notwendigkeit, ihre Zinsen weiter und spürbar anzuheben. Dennoch hat sie heute gezögert, sie um 75 bp oder sogar mehr anzuheben. Sicherlich hätte solch eine Erhöhung die Einschätzung bekräftigt, dass die EZB mit ihren Zinsschritten bis Mitte 2023 größtenteils durch ist. Aktuell läuft sie den Entwicklungen weiter hinterher. Die Sorge einer möglichen Übertreibung der Notenbank ist angesichts des aktuellen Zinsniveaus zu vernachlässigen. Dies hätte allerdings auch bei einer Anpassung um 75 bp gegolten.
- Das zögerliche Verhalten der EZB im Hinblick auf die Inflationsentwicklung erhöht das Risiko höherer Zinsen im Jahr 2023. Das Risiko eines Einlagenzinses deutlich über 3 % im Verlauf des nächsten Jahres ist deshalb gestiegen. Denn laut EZB sind Markterwartungen eines Einlagenzinses von 3 % nicht hoch genug. Mit Schritten von 50 bp wird die EZB womöglich deutlich über das zweite Quartal 2023 hinaus die Zinsen erhöhen müssen. Ein finaler Einlagenzins von 4 % scheint aktuell wahrscheinlicher als einer von um die 3 %.
- Die Erwartung, die Fed würde vor der EZB ihren Straffungszyklus beenden, wird durch die heutige Reaktion der EZB bekräftigt. Das lässt einen deutlich stärkeren Euro-Devisenkurs bis Ende 2023 erwarten, vor allem wenn Zinssenkungen der Fed Ende 2023 mehr und mehr wahrscheinlich werden.

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

	15. Dez	Mitte 2023	Ende 2023
3M-Euribor	2,08	3,8	3,8
3M-USD-Libor	4,77	5,4	5,2
10-Jahre Bund	1,98	2,5	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	3,49	3,8	3,3

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

15. Dezember 2022

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: Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise