



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:** Der moderate Anstieg der Bundrenditen spiegelt eher eine Normalisierung der Konjunkturerwartungen, als den Beginn eskalierender Inflationssorgen. Für die EZB war jedoch selbst das Grund genug, einem weiteren Anstieg der Bundrenditen durch die Ankündigung eines größeren Aufkaufvolumens im kommenden Quartal entgegenzuwirken. Damit wird sie sicherlich kurzfristig erfolgreich sein, was den EUR/USD-Kurs weiter unter Druck setzen sollte.

So sieht die EZB kurzfristig keinen Raum für eine steilere Zinskurve, auch wenn sich die Konjunkturerwartungen zunehmend aufhellen sollten. Da die EZB jedoch keine Politik der Zinskurvenkontrolle verfolgt, sollte sich ein aufhellender Konjunkturausblick zunehmend in den Renditeniveaus zeigen – wenn auch erst in der zweiten Jahreshälfte 2021. Bedeutende Inflationsrisiken sollten sich allerdings weniger ergeben. Selbst mittelfristig weist die Euro-Zone ein defizitäres Nachfragewachstum auf, was der Güterpreisinflation entgegenwirkt.

## Kommt die Inflation oder kommt sie nicht?

Kurzfristig wird die Inflation weiter zulegen. Eine spürbare Stimulierung durch die Geld- und Fiskalpolitik sollte genauso für ausreichend Nachfrage sorgen und Preiserhöhungen einleiten wie eine Senkung der erzwungenen Sparquote. Dies gilt nicht nur für dieses Jahr, sondern vor allem für das Jahr 2022. Nach dem Einbruch der Inflationsrate in der Euro-Zone auf 0,3 % im Jahr 2020 sollte diese im laufenden Jahr auf durchschnittlich 1,7 % steigen. Dies ist für die EZB jedoch von geringer Bedeutung, da sie hierauf aufgrund des langen Transmissionsmechanismus kaum reagieren kann. Zudem sollte die Rate im Jahr 2021 unter 2 % bleiben. Allerdings wird die Teuerung auch bei konjunkturellem Rückenwind im Jahr 2022 weiter zulegen. Die IKB erwartet im Jahresdurchschnitt eine Rate von um die 2 %. Nach der Finanzkrise hat es ebenfalls eine Zeit gebraucht, bis der Inflationsschub infolge der Erholung einsetzte. So lag die Inflationsrate im Jahr 2011 bei 2,7 % und 2012 bei 2,5 %, bevor die Euro-Krise wieder zu einer deutlich geringeren Teuerung führte.

Ein Inflationsanstieg im Jahr 2021/22 auf oder über 2 % ist jedoch kein Indiz für einen nachhaltigen Inflationsanstieg – eine Ansicht, die die EZB sicherlich noch oft betonen wird. Grundsätzlich ist der mittelfristige Inflationsausblick mit Unsicherheit behaftet, was der EZB jeglichen kurzfristigen Handlungsdruck nehmen sollte. Dennoch musste auch die EZB ihre Inflationsprognose für 2021 und 2022 nach oben anpassen. So geht sie in ihren aktuellen Prognosen von einer Inflationsrate von 1,5 % in 2021 aus und von 1,2 % im nächsten Jahr. Die EZB erwartet demnach nicht, dass sich konjunkturelle Aufholeffekte in einer kurzfristig höheren Inflation im Jahr 2022 zeigen könnten. Gleichzeitig erwartet sie allerdings ein Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone von um die 4 % für die Jahre 2021 und 2022.

Auch mittelfristig gibt es überzeugende Argumente, warum die Inflationsrate auf Basis von Güterpreisen (HVPI) nicht nennenswert zulegen wird. Sollten sich in Folge steigender Lohnkosten in China oder Rohstoffpreisblasen die Importpreise erhöhen, kann dies kurzfristig zu höherer HVPI-Inflation führen. Doch eine anhaltend hohe Güterpreisinflation (HVPI-Inflation) braucht nachhaltiges Nachfragewachstum. Der demografische Wandel in der Euro-Zone und hohe Schuldenquoten dämpfen jedoch das Nachfragewachstum. Sollte die Bevölkerungszahl sogar schrumpfen, wie in Japan, besteht eher Deflations- als Inflationsgefahr. Denn ohne effektive Nachfrage, die es erlaubt, Kostenimpulse an Güterpreise weiterzugeben und eine Lohn-/Inflationsspirale in Gang zu setzen, kann es keinen nachhaltigen Inflationsanstieg geben. Und die Euro-Zone hat ein Nachfrageprobleme – wie auch der Leistungsbilanzüberschuss dokumentiert.

Doch was ist mit der enormen Geldmengenausweitung infolge des EZB-Aufkaufprogramms? Wird Inflation eher als allgemeine Geldentwertung denn als HVPI-Anstieg gesehen, dann haben wir in der Euro-Zone schon lange eine Inflation. Sie zeigt sich nicht in Preisen für Konsumgüter, wo oftmals Überkapazitäten bestehen, sondern in Vermögenspreisen. Das durch die Ankaufprogramme geschaffene Geld hat zwar zu einem deutlichen Anstieg der Geldmenge geführt. Doch es ist unwahrscheinlich, dass diese Geldmenge in den realwirtschaftlichen Kreislauf in Form einer deutlich zulegenden Güternachfrage fließt. Institutionelle Investoren sowie Privatanleger haben Staatsanleihen verkauft, und ihre Einlagen haben sich erhöht. Dies war eine Investitions- und keine Konsumententscheidung. Die Option, Staatsanleihen zu verkaufen, um Konsumgüter zu erwerben, ergibt sich für viele Investoren aufgrund ihres Investitionsmandats auch gar nicht. Nur ein drastischer Vertrauensverlust in die Währung kombiniert mit eskalierenden Versorgungsängsten, würde zu einer Geldschwemme in der Realwirtschaft und damit zu Inflation führen.

## Steigende Bundrenditen haben kaum Bedeutung für die Realwirtschaft

Die Bundrenditen haben sich zwar von ihren Tiefs erholt. Implikationen für die Realwirtschaft hat dies jedoch wenig. Ob Bundrenditen bei -0,6 % oder -0,3 % liegen, hat nur wenig – wenn überhaupt eine – Bedeutung für Investitionsentscheidungen. Es ist eher die Unsicherheit über den weiteren konjunkturellen Verlauf, der Investitionsentscheidungen beeinflusst – vor allem in den letzten Jahren mit den verschiedenen Krisen. Es wäre eine deutliche Zinsänderung nötig, um das Investitionsverhalten angesichts all der anderen Bestimmungsfaktoren und Unsicherheiten spürbar zu beeinflussen. Die EZB braucht sich also keine Sorgen machen, dass der aktuelle Anstieg und ggf. weitere Anstiege der Bundrenditen die konjunkturelle Erholung bremsen. Dafür ist der Einfluss der Zinsen auf die Realwirtschaft einfach zu gering. Anders als in den USA, wo Renditen inzwischen um rund 100 bp zulegt haben, ist der Anstieg der Bundrenditen auch eher überschaubar. Auch ist die Schuldentragfähigkeit der Euro-Staaten weiterhin selbst mit höheren Renditen gesichert.

Es gibt keinen kurzfristigen Handlungsbedarf für die EZB. Die Geldmengenausweitung wird nicht zu HVPI-Inflation führen, während steigende Bundrenditen kaum einen realwirtschaftlichen Einfluss haben. Allerdings ist Vorsicht geboten, damit die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen, was zur Folge hätte, dass die EZB ihren Einfluss auf das lange Ende der Zinskurve verliert. Viele Jahre hat die EZB die Renditen durch Zinssenkungen am kurzen Ende und mit Aufkaufprogrammen nach unten gedrückt. Mit zunehmenden Inflationserwartungen könnten Zinsanhebungen nötig werden, um das lange Ende der Zinskurve wieder einzufangen. Doch angesichts des bisherigen Renditeanstiegs und des aktuellen Niveaus sollte die EZB von solchen Aktionen noch weit entfernt sein. Und trotzdem: Das perspektivische Auslaufen des PEPP-Programms birgt Korrekturpotenzial für das lange Ende der Zinskurve – vor allem wenn die EZB mit ihrer Argumentation für einen nur kurzfristigen Inflationsanstieg Erwartungen nicht ausreichend einfängt. So ist die EZB gut beraten, einen gewissen Anstieg der Renditen zuzulassen und nicht durch das Ende des Pepp-Programms abzuwürgen.

Perspektive ist gefragt: Mit einer sich aufhellenden Konjunktur und weiterhin negativen Bundrenditen ist von höheren Renditen auszugehen. Dies hat weniger mit steigenden oder eskalierenden Inflationserwartungen zu tun, sondern vielmehr mit einer generellen Normalisierung der Konjunkturerwartungen. Setzt die Erholung so ein, wie von den Börsen erwartet, ist das aktuelle Renditeniveau einfach zu niedrig. Deshalb erwartet die IKB, dass Bundrenditen weiter steigen werden. Doch noch sieht die EZB keinen Raum für steigende Renditen – selbst wenn diese nur moderat ausfallen würden.

## EZB-Ankündigungen und Pressekonferenz

Die EZB hat in ihrer heutigen Sitzung die Rahmenparameter für ihre geldpolitische Ausrichtung nicht geändert. Weder die Zinsen noch das Ausmaß des PEPP-Ankaufprogramms wurden geändert. Die EZB betont jedoch, dass sie die Ankäufe gezielt einsetzen wird, um steigenden Renditen und damit einer steileren Zinskurve entgegenzuwirken. Hierzu hat sie auch ein deutlich höheres Aufkaufvolumen im kommenden Quartal in Aussicht gestellt. Noch sieht die EZB es also als zu früh an, steigende Renditen zuzulassen – wenn auch nur im überschaubaren Bereich. Dies gilt zumindest für das kommende Quartal. Durch die heutigen Aussagen geht die EZB entschieden gegen Erwartungen von deutlich steigenden Renditen vor – wie sie in den USA zu beobachten sind. Als Argument werden die Finanzierungsbedingungen genannt, die sich infolge steigender Renditen verschlechtern könnten. Angesichts des Ausmaßes des potenziellen Ankaufvolumens ist davon auszugehen, dass die EZB erfolgreich sein wird, eine steilere Zinskurve kurzfristig zu verhindern. Wachstums- und Inflationsprognosen deuten jedoch auf weiteren fundamentalen Druck hin – vor allem ab der zweiten Jahreshälfte 2021. Da EZB-Präsidenten Lagarde betonte, die EZB übe keine Zinskurvenkontrolle aus, sollte sich dieser Druck mittelfristig in steigenden Renditen niederschlagen.

EZB-Präsidentin Lagarde betonte, selbst wenn sich der Konjunkturausblick aufhellt, seien weiter Konjunkturrisiken vorhanden – vor allem kurzfristig. Der Preisdruck bleibt aufgrund fehlender Nachfrage bestehen. Die EZB ist besorgt, dass steigende Renditen zu früh zu einer geldpolitischen Straffung führen. Wie beschrieben, sollte der Einfluss solch einer Entwicklung für die Realwirtschaft jedoch eher überschaubar sein.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	11. Mrz	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,18	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,32	-0,20	-0,10	0,30
10-Jahre U.S. Treasury	1,50	1,30	1,40	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-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

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

11. März 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