

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Herausforderndes Umfeld für die EZB

Die letzten Tage und Wochen waren durch erhöhte Unsicherheit gekennzeichnet. Dies bezieht sich auf globale Risiken wie die Ausgestaltung des Brexit, die US-Handelspolitik aber insbesondere auch den Haushaltskonflikt zwischen der EU und Italien sowie die Reaktionen der Finanzmärkte. Ausgeweitete Risikoprämien und der Konfrontationskurs von italienischer Regierung und EU haben viele Akteure aufgeschreckt und zu der Erkenntnis gebracht, dass die Euro-Zone in vielen Bereichen immer noch eine Baustelle ist. Für ihren Zusammenhalt und ihre Schuldentragfähigkeit benötigt sie eine anhaltend unterstützende Konjunkturpolitik. Dies weiß auch die EZB, die zwar offiziell keine Staatsfinanzierung in Form von Aufkäufen am Primärmarkt betreiben darf, aber durch ihre Zinspolitik und Aufkaufprogramme einen entscheidenden Beitrag zur Schuldentragfähigkeit vieler Länder geleistet hat.

Doch die italienische Regierung verhält sich aktuell so, als ob das Land über eine eigene Notenbank verfügt, die durch anhaltend niedrigere Zinsen die Schuldentragfähigkeit sichern kann (siehe auch [IKB-Kapitalmarkt-News 19.10.2018](#)). Die Risikoprämien haben sich zwar ausgeweitet; ob sie jedoch eine disziplinierende Wirkung haben werden oder eher für eine Zuspitzung des Konfrontationskurses zwischen Italien und der EU sorgen werden, bleibt abzuwarten. Die EZB kann sich der Unsicherheit, die von Italien ausgeht, nicht entziehen, da sie für Preisstabilität in der Euro-Zone zuständig ist, was bei einem kollabierenden italienischen und womöglich europäischen Bankensystem nicht erreicht werden kann. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil die Geldmenge in der Euro-Zone immer noch nicht ausreichend kräftig zu wachsen scheint – zumindest was den Zufluss in die Realwirtschaft angeht.

In diesem Umfeld, wo alle auf die EZB schauen, ist eine Pressenkonferenz zur europäischen Geldpolitik ein herausforderndes Unterfangen. Auf der einen Seite muss die EZB eine Ausweitung der italienischen Risikoprämien verhindern, weshalb sich eine klare und Ablehnung der italienischen Position verbietet. Gleichzeitig ist das Gebot der Stunde, keine falschen Anreize zu setzen; denn Risikoprämien sollen disziplinieren, ohne die italienische Schuldentragfähigkeit bzw. das europäische Bankensystem so zu gefährden, dass ein Einschreiten der EZB unausweichlich wird.

EZB-Geldpolitik unverändert

Die EZB hat in ihrer heutigen Sitzung den aktuellen geldpolitischen Pfad bestätigt. Das Ankaufvolumen hatte sie bereits auf 15 Mrd. Euro pro Monat reduziert und das Ende des Programms zum Jahresende angekündigt. Die Zinsen sollen noch bis mindestens Sommer 2019 auf dem aktuellen Niveau bleiben. Zur Reinvestitionen der Fälligkeiten hat die EZB noch keine Strategie verkündet, sie werden aber übereinen ausgedehnten Zeitrahmen stattfinden. Draghi betonte mehrmals, dass sich die EZB alle Optionen offen hält und die Geldpolitik noch lange unterstützend bleiben wird. Zudem verwies er auf die Bedeutung der Forward Guidance, vor allem bei zunehmenden Risiken, da sie die Unsicherheit reduziert. Auch bleiben die Banken- und Kapitalmarktunion wichtige Schritte für die EZB, um die Währungsunion zu festigen.

Fokus der Pressenkonferenz lag auf Italien und der Konjunktur

Auch wenn die aktuellen Daten etwas schwächer ausfielen als erwartet, bleibt die Konjunkturerwartung der EZB unverändert. Globale Risiken sowie die Volatilität auf den Finanzmärkten benötigen allerdings weiterhin eine unterstützende Geldpolitik. Der Ausblick für den privaten Konsum bleibt hingegen solide. Die EZB sieht das Prognoserisiko für die Euro-Zone insgesamt weiterhin als ausgeglichen an. Die aktuelle Schwäche sei auch auf länderspezifische Besonderheiten zurückzuführen. In diesem Zusammenhang erwähnte Draghi die deutsche Automobilindustrie. Mögliche Prognoserevisionen im Dezember 2018 sind nicht auszuschließen. Die Kerninflation sollte mittelfristig weiter tendenziell ansteigen. Die EZB betonte erneut, dass weitreichende strukturelle Reformen umgesetzt werden sollten, um die fiskalischen Spielräume hochverschuldeter Länder in der Euro-Zone zu stärken.

Mit Blick auf den Konflikt zwischen Italien und EU gab sich der EZB-Präsident optimistisch, dass ein Konsens gefunden werde. Auch sei das Problem Italiens kein monetäres, sondern ein fiskalisches, für das es Regeln gebe und ein Dialog nötig sei. Draghi räumte jedoch ein, dass Zinsen in Italien steigen – wenn bisher auch nur moderat. Dies engt den fiskalischen Spielraum Italiens ein. Auch zeigen italienische Banken nur geringe Bereitschaft, Kredite zu vergeben. Leichte Ansteckungseffekte bei den Zinsen sind ebenfalls erkennbar – vor allem bei Ländern mit individuellen Risiken. Grundsätzlich schätzt die EZB

die Gefahr gering ein, dass die Probleme Italiens auf die gesamte EU übertragen werden können. Was wird die EZB aber tun, wenn sich die italienischen Risikoprämien weiter ausweiten? Hier verwies Draghi auf das OMT-Programm, das dank der Glaubwürdigkeit der EZB bis dato noch nicht aktiviert werden musste. Draghi gab zu, dass steigende italienische Risikoprämien ein Problem für die Banken darstellen könnten. Bei welchem Zinsniveau dies der Fall sein könnte, ließ er allerdings offen. Selbst auf die Frage, ob er mit der italienischen Fiskalpolitik sympathisiert, lies sich Draghi zu keiner konkreten Aussage hinreißen, sondern verwies auf EU-Regeln. Insgesamt wirkt die EZB bemüht, die Entwicklungen in Italien herunterzuspielen und tut, als ob sie relativ wenig tangiert sei. Draghi betonte in diesem Zusammenhang auch die Unabhängigkeit der EZB und ihr Mandat zur Preisstabilität.

Fazit: Eines der größten und neben Griechenland höchst verschuldeten Länder in der EU legt sich mit Brüssel an: Italien will die Defizitziele nicht einhalten, obwohl die Kapitalmärkte schon länger ein erhöhtes Risiko signalisieren. Steigende Zinsen, schwaches Wirtschaftswachstum und hohe Schuldenquoten sind aber kein haltbarer Zustand, sondern führen unweigerlich zu einer Eskalation, bei der die EZB letzten Endes nicht passiv bleiben kann; auch weil der Konjunktur- und Inflationsausblick für die gesamte Euro-Zone belastet werden wird.

Doch bis dahin scheint das Ziel aus Sicht der EZB zu sein, die Entwicklungen in Italien zu relativieren, um den Märkten nicht noch mehr Zündstoff zu liefern, gleichzeitig aber einen moderaten Druck durch die Märkte auf Italien aufrecht zu erhalten. Wie erfolgreich die EZB damit sein wird, bleibt abzuwarten. Das Risiko für die Konjunktur und sinkender risikofreier Renditen dürfte zunehmen.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	25. Okt.	in 3M	Ende 2018	Ende 2019
3M-Euribor	-0,32	-0,30	-0,27	0,10
3M-USD-Libor	2,31	2,60	2,90	3,50
10-Jahre Bund	0,39	0,50	0,65	0,80
10-Jahre U.S. Treasury	2,10	3,20	3,40	3,60

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

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

25. Oktober 2018
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. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz