



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:** Die EZB hat mit PEPP ein ambitioniertes Ankaufprogramm in der Umsetzung, das der Fiskalpolitik Handlungsspielraum verschafft. Dennoch werden aufgrund der zweiten Infektionswelle weitere geldpolitische Maßnahmen erwartet. Eine voraussichtliche Anpassung der Makroprognosen im Dezember und die Betonung der EZB auf Abwärtsrisiken stärken diese Einschätzung.

Entscheidend ist jedoch, dass die Fiskalpolitik aktiver wird. Ohne eine expansive Fiskalpolitik ist die aktuelle Geldpolitik wie eine Schnur, die man versucht zu schieben. So sollten sich auch die Erwartungen auf die Euro-Staaten richten. Nur sie können eine eskalierende Insolvenzwelle im Jahr 2021 verhindern. Die Rahmenbedingungen für effektives Handeln hat die EZB allemal geschaffen.

### Konjunktur und Geldpolitik im Schatten des zweiten Lockdowns

Eine zweite Corona-Infektionswelle ist über Europa hereingebrochen und forciert zunehmend politische Maßnahmen, die stark an die erste Jahreshälfte 2020 erinnern. Länder wie Spanien, Italien, Frankreich und Irland laufen deshalb Gefahr, im vierten Quartal erneut einen deutlichen BIP-Rückgang zu verzeichnen. Auch für Deutschland besteht dieses Risiko. Gleichwohl sollte das Verarbeitende Gewerbe die deutsche Konjunktur aufgrund robuster Nachfrage der asiatischen Länder im vierten Quartal stützen. Dennoch hat sich der Konjunkturausblick für die Euro-Zone nach positiven Entwicklungen im dritten Quartal wieder deutlich eingetrübt. Obwohl neue Makro-Prognosen erst im Dezember veröffentlicht werden, betonte auch die EZB in ihrer jüngsten Sitzung ein klares Abwärtsrisiko für den europäischen Konjunkturausblick.

Zwar mögen die Revisionen der zu erwartenden BIP-Wachstumswerte aufgrund des zweiten Lockdowns eher überschaubar ausfallen. Die Gefahr zunehmender Insolvenzen und damit einhergehender ansteigender Arbeitslosigkeit sollte dennoch nicht unterschätzt werden. Schließlich ist es mehr die Dauer als die Tiefe einer Rezession, die für Unternehmensausfälle ausschlaggebend ist. Wie auch immer die weitere Entwicklung aussehen mag, die Erholung in der Euro-Zone sollte um einiges flacher verlaufen, als noch vor wenigen Monaten erwartet worden war. Dies hat zur Folge, dass das Erreichen des BIP-Vorkrisenniveaus in weite Ferne gerückt ist und Kreditrisikoprämien weiter ansteigen werden – was auch die EZB kurzfristig nicht verhindern kann.

Anhaltende Überkapazitäten, schwache Binnennachfrage, fehlendes grundsätzliches Vertrauen in die Konjunktur sowie steigende Arbeitslosigkeit werden noch für geraume Zeit einem möglichen Preisdruck entgegenwirken. Zwar mögen infolge einer abnehmenden globalen Spezialisierung die Kosten von Produktionsprozessen perspektivisch ansteigen. Dies dürfte sich jedoch erst bei einer effektiven Nachfragesteigerung in stärkerem Preisdruck niederschlagen. So scheint für die EZB auch in den kommenden Jahren nur eine geringe Chance zu bestehen, ihr Inflationsziel nachhaltig zu erreichen. Dies zeigen auch die jüngsten Inflationsprognosen der EZB. Sie erwartet eine Inflationsrate von nur 1,3 % im Jahr 2022.

### Effektivität der Geldpolitik auf Unterstützung der Fiskalpolitik reduziert

Bereits nach der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 wurde häufig argumentiert, der geldpolitische Instrumentenkasten der EZB sei erschöpft. Tatsächlich war die EZB jedoch seitdem immer wieder in der Lage, eine „geldpolitische Schippe“ zuzulegen. Aus 0 %-Zinsen wurden im Juni 2014 negative Zinsen, aus Geldmarktinterventionen konditionale Ankaufprogramme, die inzwischen immer größere Dimensionen und immer weniger Konditionalitäten beinhalten. Und noch immer sieht die EZB Raum für mehr – selbst nach sechs Jahren mit negativen Zinsen. Ohne Zweifel hilft eine Politik der effektiven Liquiditätsschaffung, eine Vertrauenskrise weitgehend zu verhindern. Wie effektiv jedoch eine anhaltende Krisenpolitik ist, ist weniger eindeutig.

Wenig Zweifel sollte darüber bestehen, dass eine Straffung der aktuellen Geldpolitik negative realwirtschaftliche Konsequenzen mit sich bringen würde. So setzt die aktuelle Geldpolitik zwar wenig bedeutende positive Impulse; sie verhindert aber auch klare negative Effekte und ist somit alles andere als wirkungslos. Dies gilt vor allem für ihren Einfluss auf die Fiskalpolitik. Aufgrund der beschlossenen Lockdowns und fehlenden Vertrauens ist die Effektivität der Geldpolitik größtenteils auf ihren Einfluss auf den fiskalischen Handlungsspielraum begrenzt.

Anhaltend niedrige und negative Zinsen haben den Handlungsspielraum der Euro-Staaten gesichert bzw. ausgeweitet. So wird die EZB auch nicht müde zu betonen, dass die Fiskalpolitik am Zug ist und ihrer Verantwortung für wirtschaftliche Stabilität

nachkommen soll. Dies heißt allerdings auch, dass die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten größtenteils von der EZB abhängig ist, was den Handlungsspielraum der europäischen Notenbank noch auf Jahre einengt. Allerdings nehmen inzwischen auch die Fed, die Bank of England und die japanische Notenbank eine ähnliche Rolle ein.

Staaten sind durch die anhaltende Coronakrise gezwungen, ihre Schuldenquoten immer mehr auszuweiten. Ähnliches gilt für viele Unternehmen. Da es mehrere Jahre hohes Wirtschaftswachstum benötigt, um diese Quoten wieder zu senken bzw. eine geringere Abhängigkeit der Schuldentragfähigkeit von dem Zinsniveau zu schaffen, hat die Geldpolitik selbst mittel- bis langfristig keinen Spielraum. Eine ansteigende Inflationsrate würde dies nicht unbedingt ändern. Schließlich müsste sich die Teuerung als nachhaltig erweisen, um eine geldpolitische Reaktion zu forcieren. Angesichts der Inflationsrate der letzten 20 Jahre mag eine etwas höhere Inflation jedoch nicht unbedingt im Widerspruch zum EZB-Mandat stehen. Es bleibt allerdings abzuwarten, welche Ergebnisse sich aus der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB ergeben und ob sie ihr Mandat ggf. anpasst.

### Heutige Sitzung – Implikationen für die Märkte

Konkrete Ankündigungen wie eine weitere Zinssenkung waren aufgrund der aktuellen Umsetzung der EZB-Maßnahmen – vor allem die Aufkaufprogramme PEPP und APP – kaum zu erwarten. Neue Makro-Prognosen im Dezember sollten das Ausmaß des neuen Lockdowns auf die Konjunktur besser erfassen und möglichen Handlungsbedarf für die EZB identifizieren. Dennoch betonte die EZB auch in ihrer heutigen Sitzung die hohen aktuellen Konjunkturrisiken. Präsidentin Lagarde betonte, dass die Geldpolitik auf Grundlage neuer Prognosen neu kalibriert und wenn nötig im Dezember angepasst wird. Erwartungen weiterer Maßnahmen im Dezember wurden damit aufrechterhalten, auch weil von einer Revision der im September 2020 vorgestellten EZB-Wachstumsprognosen nach unten ausgegangen werden kann. Allerdings würde eine Revision der Wachstumsannahmen für das vierte Quartal 2020 infolge des zweiten Lockdowns wenig geldpolitische Bedeutung haben – es sei denn, der zweite Lockdown belastet auch mittelfristig das Wachstum in der Euro-Zone.

Immer wieder werden Effektivität und Handlungsspielraum der Geldpolitik diskutiert. Die EZB bleibt ihrer Linie treu, sowohl Zinssenkungen wie auch Ankaufprogrammen einen messbaren Einfluss auf Inflation und Wachstum zuerkennen. Auch hat Präsidentin Lagarde in der heutigen Sitzung erneut betont, dass der geldpolitische Werkzeugkasten alles andere als leer ist. Eine weitere Zinssenkung, weitere TLTROs sowie eine Ausweitung der Ankaufprogramme bleiben mögliche Handlungsoptionen für die Geldpolitik und sind Teil der Neukalibrierung im Dezember. Allerdings hat sich die EZB – wie erwartet – nicht zu einer konkreten Aussage bzgl. eines Instruments hinreißen lassen. Präsidentin Lagarde betonte allerdings erneut die Notwendigkeit einer effektiven Fiskalpolitik zur Bekämpfung Coronakrise.

Die erneut signalisierte Handlungsbereitschaft der EZB hat die Erwartungen der Finanzmärkte zwar grundsätzlich bestätigt, es dominiert jedoch weiterhin eine Risikoaversion hinsichtlich der zu erwarteten Konjunkturentwicklung. Grundsätzlich haben Bundrenditen mit der heutigen Sitzung weitere Unterstützung erfahren. Für Kreditrisikoprämien gilt dies weniger. Der geldpolitische Einfluss der EZB auf die Realwirtschaft ist begrenzt, während sich der Konjunkturausblick erneut eintrübt. Deshalb ist von einem weiteren bzw. erneuten Anstieg der Kreditrisikoprämien auszugehen – trotz der EZB-Bemühungen. Jüngste Entwicklungen lassen eher einen schwächeren Euro erwarten. Die EZB kann eine geldpolitische Straffung durch einen aufwertenden Euro nicht zulassen. Die explizite Betonung des Wechselkurses als Unsicherheitsfaktor bekräftigt diese Einschätzung.

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

	29. Okt.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,51	-0,48	-0,48	-0,47
3M-USD-Libor	0,22	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,62	-0,45	-0,44	-0,45
10-Jahre U.S. Treasury	0,78	0,66	0,69	0,70

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]

29. Oktober 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