

## EZB: Geldpolitische Folgen reduzieren Handlungsdruck

**Fazit: Wie erwartet hat die EZB ihre Zinssätze um 25 bp angehoben. Die weitere Vorgehensweise wird dann von der Datenlage abhängen. Aktuelle Preisdaten, die Geldmengenentwicklung und die Euro-Aufwertung deuten auf ein weiteres Nachlassen der Inflation hin. Der Handlungsdruck auf die EZB hat sich damit verringert, eine Zinspause scheint möglich. Baldige Zinssenkungen im Euro-Raum sind aber nicht zu erwarten.**

Benötigt die Euro-Zone eine Rezession, um den Inflationsdruck entscheidend zu reduzieren? Ist ein Einlagenzinnsniveau von 4 % ausreichend hoch, um einen überzeugenden Rückgang des Inflationsdrucks zu erreichen? Eine entscheidende Größe bei der Beurteilung ist der Importpreis – und der sinkt aktuell. Die Euro-Zone importiert also Deflation. Angesichts des hohen Offenheitsgrades der europäischen Währungsunion sind solche Impulse für das Nachlassen der Inflationsdynamik nicht zu vernachlässigen. Hierbei spielen nicht nur Rohstoffpreise eine Rolle. Auch die schwache chinesische Konjunktur sorgt für unerwartete Überkapazitäten und damit Abwärtsdruck auf Erzeugerpreise. Doch noch wichtiger ist vielleicht der Euro-Devisenkurs. Dieser wertet weiter deutlich auf – nicht zuletzt dank der Zinserhöhungen der EZB. Eine Euro-Aufwertung kommt einer geldpolitischen Straffung gleich und verstärkt die globalen deflationären Kräfte, die aktuell auf die europäischen Einfuhren wirken. Zudem ist nicht mit einer schnellen Erholung der Weltwirtschaft und mit einem Anstieg der Rohstoffpreise zu rechnen. Bleibt der Deflationsdruck erhalten, reicht eine geringere geldpolitische Straffung aus und weniger Zinsanhebungen sind erforderlich. Bereits in den letzten Jahren war die importierte Inflation ein wichtiger Treiber für die hohe Volatilität der Inflationsrate. Die geldpolitische Straffung verstärkt den aktuellen Deflationsdruck. Zum einen erhöht sie den Aufwertungsdruck des Euro. Zum anderen schwächt sie die Binnennachfrage und beschleunigt die Weitergabe der sinkenden Importpreise. Ist das Ausmaß der importierten Deflation ausreichend groß, bedarf es womöglich keiner spürbaren Konjunkturertrübung bzw. Rezession, um den Preisdruck zu dämpfen. Die Euro-Zone würde ihren Lebensstandard vor allem auf Kosten ihrer Handelspartner aufrechterhalten.

Doch die konjunkturelle Eintrübung schreitet voran. Die Erhöhungen des Einlagenzinnsatzes seit Juli 2022 – auf aktuell 3,75 % – stellen eine nennenswerte geldpolitische Wende bzw. Straffung dar. Und die Wirkung ist nicht ausgeblieben. In der Euro-Zone hat sich die Kreditnachfrage deutlich abgekühlt. Die reale Geldmenge sinkt bereits länger und auch die Dynamik der nominalen Geldmenge schwächt sich spürbar ab. Solch eine effektive geldpolitische Straffung wird ihre Folgen für die Realwirtschaft unweigerlich im Verlauf des

Jahres 2023 und vor allem 2024 zeigen. Gemessen an der Importpreisentwicklung bzw. dem Euro-Devisenkurs sowie der realen Geldmenge scheint die EZB somit genug getan zu haben, um zumindest zu pausieren.

**Abb. 1: Euro-Zone – Importpreise, Veränderung in % zum Vorjahresmonat**



Quelle: FERI (Eurostat)

Die Notenbanken, insbesondere die Fed, haben aufgrund des intransparenten geldpolitischen Transmissionsmechanismus oftmals die Tendenz zu übertreiben. Allerdings steht gerade die EZB in der Bringschuld, denn der Verlauf der Inflationsrate in der Euro-Zone ist schon seit über 10 Jahren durch eine instabile Zeitreihe gekennzeichnet, deren Erwartungswert wenig mit dem Inflationsziel zu tun hat. Dabei geht es vorrangig nicht um eine niedrige Inflation, sondern vor allem um die Stabilität der Inflationsrate. Das Inflationsziel sollte also mittelfristig wieder einen sinnvollen Erwartungswert für die mittelfristige Inflationsentwicklung darstellen. So mag die EZB eine weitere Anhebung des Einlagenzinssatzes im September auf dann 4,0 % anstreben. Weitere Erhöhungen könnten dann aber ihre Glaubwürdigkeit und die des Inflationsziels aufgrund der zunehmenden Gefahr von Übertreibungen schwächen.

Die Fed hat die Zinsen zügiger angehoben als die EZB, und der US-Dollar kommt zunehmend unter Druck. Dennoch scheint die geldpolitische Straffung der US-Wirtschaft bis dato wenig zugesetzt zu haben. Auch hier zeigt sich, die Geldpolitik braucht Zeit. Mehr als in der Euro-Zone scheint in den USA die Sorge vor einer Übertreibung berechtigt zu sein. Deshalb wird eine erste Zinssenkung der Fed deutlich vor der EZB erwartet. Das bedeutet:

- Die Euro-Aufwertung sollte im Jahr 2023 anhalten.
- Die deutsche Zinskurve sollte zunehmend inverser werden.

#### **Punkte aus der Pressemittelung bzw. Konferenz**

- Wie erwartet, hat die EZB ihre Zinssätze um weitere 25 bp angehoben. Der Einlagenzinssatz liegt nun bei 3,75 %.
- Der EZB-Rat hat ferner beschlossen, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen. Damit soll die Geldpolitik effizienter gestaltet und ihr Durchwirken auf die Geldmärkte sichergestellt werden.
- Die Inflation gehe weiter zurück. Die EZB erwartet jedoch nach wie vor, dass die Teuerung zu lange zu hoch bleiben wird.
- Im Gegensatz zu früheren Treffen hat sich Präsidentin Lagarde vorsichtiger geäußert, was die nächsten Schritte angeht. So hat sie keine Aussage über konkrete Zinserhöhungen im September getätigt; eine Zinssenkung schloss sie allerdings aus. Die EZB werde dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau bleiben werden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum

mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen. Sie werde dabei datengestützt auf Basis ihrer Inflationsprognosen agieren. Es hänge ausschließlich von den Daten ab, was in den kommenden Sitzungen geschehe.

**Tab. 1: Zinssätze in %**

	27. Jul	Ende 2023	Ende 2024
3M-Euribor	3,71	4,1	3,5
3M-USD-Libor	5,62	5,4	3,5
10-Jahre Bund	2,47	2,4	2,2
10-Jahre U.S. Treasury	3,85	3,3	3,0

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

**Autor: Dr. Klaus Bauknecht**

Tel. +49 211 8221 4118  
klausdieter.bauknecht@ikb.de

**Editor: Patrick von der Ehe**

Tel. +49 211 8221 4776  
patrick.ehe@ikb.de

# 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

27. Juli 2023

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