



Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Aus geldpolitischer Sicht war für die letzte EZB-Sitzung mit Noch-EZB-Präsident Draghi wenig Neues zu erwarten – vor allem weil manche bereits im September angekündigten Maßnahmen – wie das Ankaufprogramm – erst im November starten werden. Die offizielle geldpolitische Ausrichtung der EZB ist denn auch unverändert geblieben: Der Einlagenzinssatz liegt bei -0,5 % und bleibt auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau, bis die EZB von einem nachhaltigen Inflationsanstieg überzeugt ist. Die aktuelle Konjunktur deutet darauf hin, dass die Euro-Zone hiervon noch Jahre entfernt sein dürfte. Das Ankaufprogramm startet, wie angekündigt, ab November 2019 mit einem Volumen von 20 Mrd. €. Die EZB sieht negative Zinsen als notwendige und erfolgreiche Maßnahme für die Konjunktur an. Gemäß Draghi dominieren die gewünschten Effekte deutlich die unerwünschten Nebeneffekte. Das größte Risiko für Inflation, einen robusten Arbeitsmarkt sowie finanzielle Stabilität ist eine anhaltende konjunkturelle Eintrübung.

Der Fokus der EZB-Presskonferenz lag neben den traditionellen Kommentaren zur Konjunktur auch auf Draghis Einschätzungen über seine Zeit als EZB-Notenbankpräsident. Während viele Kommentatoren dazu tendieren, seine Politik als zu aggressiv einzuschätzen, sind die Fakten eher ernüchternd. Denn die EZB ist ihrem geldpolitischen Ziel während der letzten Jahre nicht entscheidend nähergekommen. War die Geldpolitik unter Draghi nicht ausreichend expansiv? Manche würden eine Anpassung des EZB-Ziels als notwendig ansehen. Jahrzehntlang wurde jedoch Inflation-Targeting als Anker für Erwartungen gelobt, und der Einflussgrad der Notenbank auf dieses Ziel als selbstverständlich angesehen – zumindest mittelfristig. Es ist alles nur eine Frage der geldpolitischen Ausrichtung, so die These. Mit anhaltend negativen Zinsen, die gefährlich nah an ein Niveau kommen, das kontraproduktiv für die Geldpolitik werden könnte, ist diese Sichtweise womöglich nur noch langfristig zu vertreten. Sollte das EZB-Ziel aus Gründen der Glaubwürdigkeit und effektiven Steuerung der Erwartungen nach unten angepasst werden? Wäre eine Abkehr von negativen Zinsen gewollt, wäre dies aktuell sicherlich nötig. Eine Abkehr von negativen Zinsen würde allerdings Konjunktur und Wachstum weiter belasten, sodass eine Senkung des Ziels nur kurzfristig helfen würde. Es bleibt notwendig, alles daran zu setzen, dass Inflation und Konjunktur robust bleiben oder sich sogar überhitzen, um damit die Grundlage von nachhaltig steigenden Zinsen sicherzustellen. Mehr geldpolitische Lockerungsmaßnahmen und nicht weniger sind hierfür notwendig. Dies war der EZB-Ansatz unter Draghi, und er sollte es auch bei dessen Nachfolgerin bleiben.

Aktuell wird viel darüber spekuliert, wie sich die EZB-Geldpolitik durch Christine Lagarde verändern könnte. Hierzu sei erwähnt, dass die Geldpolitik der EZB in erster Linie durch Inflationsperspektiven, Wachstumsaussichten und Geldmengenwachstum sowie das Inflationsziel bestimmt wird und nicht durch eine einzelne Person. Die EZB hat die Aufgabe Preisstabilität zu gewährleisten und dabei alle Risiken zu berücksichtigen. Die EZB-Geldpolitik ist nicht wegen Draghi expansiv, sondern weil die EZB seit Jahren ihr Inflationsziel nicht überzeugend sicherstellen kann. Die Geldmenge wächst nicht ausreichend, und die Verschuldung belastet die effektive Nachfrage, was jeglichen Preisdruck dämpft. An der grundsätzlichen Ausrichtung der EZB sollte bzw. darf sich deshalb nichts ändern.

Was jedoch zu Beginn der Amtszeit der neuen Präsidenten ein Thema werden könnte, ist die Frage inwieweit Christine Lagarde die Finanzmärkte überzeugen bzw. beeinflussen kann. Draghi hat nicht zuletzt wegen seiner historischen Rollen als Noten- und Investmentbanker eine starke Glaubwürdigkeit im Markt aufgebaut. Diese hat sich über die Jahre und insbesondere in Folge seiner vorausschauenden Geldpolitik noch verstärkt. Unter Draghi wurde die EZB als Notenbank wahrgenommen, die sich nicht scheut, großangelegte geldpolitische Maßnahmen umzusetzen. Es war nicht die Politik der graduellen Veränderung, die oftmals Notenbanken charakterisieren, sondern die Politik der klaren Worte. Draghi wird deswegen als aktiver Notenbanker und nicht als Bürokrat wahrgenommen. Diese Einschätzung muss sich bei seiner Nachfolgerin erst noch entwickeln.

Draghis Statements sind wichtiger Bestandteil der EZB-Kommunikation gewesen. Sie sind vom Markt als klare Absichtserklärung verstanden worden, und haben auch deshalb die von der EZB gewünschten Marktreaktionen sichergestellt. Draghi ist Volkswirt und hat sich intern sowie extern auf fachlicher Ebene eingebracht und seine Sicht kommuniziert. Lagarde als Juristin dürfte sich bei volkswirtschaftlichen Themen und der Einschätzung von Marktreaktionen mehr auf Berater verlassen. Ihr direkter Einfluss könnte dadurch weniger ausgeprägt sein, während Berater – wie der neue Chefvolkswirt Philip Lane – an Bedeutung gewinnen sollten.

Unter Draghi sind die Kommunikation zwischen EZB und dem Markt sowie der Einfluss der Forward Guidance zuletzt sehr effektiv gewesen. Diese Effektivität dürfte sich unter Lagarde zunächst abschwächen, bzw. der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik dürfte etwas an Geschwindigkeit verlieren. Es wird eher das Handeln der EZB sein als die Absichtserklärungen von Lagarde, was die Märkte in den nächsten Monaten primär beeinflussen wird. Die Herausforderung für Christine Lagarde wird deshalb darin liegen, eine ähnliche Glaubwürdigkeit im Markt aufzubauen wie Draghi. Es mag erst eine kontroverse geldpolitische Maßnahme benötigen, bevor sie hierfür die Möglichkeit bekommt.

**Fazit:** Auch wenn der scheidende EZB-Präsident Draghi oftmals im Fokus der Medienberichterstattung stand, ist er nicht der entscheidende Faktor für die Geldpolitik. Die Zinsen sind niedrig, weil Inflation, Wachstum und Geldmengendynamik in der Euro-Zone eine außerordentlich unterstützende Geldpolitik benötigen. Die Ära Draghis geht zwar zu Ende, die bisherige geldpolitische Ausrichtung wird und muss allerdings fortgesetzt werden. Denn die EZB ist ihrem Inflationsziel nicht nachhaltig nähergekommen. Christine Lagarde wird es jedoch zunächst schwer haben, mit ihren Kommentaren eine ähnlich effektive Wirkung auf die Finanzmärkte zu erzielen wie Draghi.

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

|                        | 24. Okt. | Ende 2019 | in 9M | Ende 2020 |
|------------------------|----------|-----------|-------|-----------|
| 3M-Euribor             | -0,4     | -0,4      | -0,4  | -0,3      |
| 3M-USD-Libor           | 1,9      | 1,8       | 1,4   | 1,2       |
| 10-Jahre Bund          | -0,4     | -0,4      | -0,2  | -0,1      |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 1,8      | 1,6       | 1,7   | 1,8       |

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

24. Oktober 2019

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