



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fed-Politik und das Dilemma der EZB

Die Konjunkturskepsis insbesondere auf den Zinsmärkten hält an. US-Renditen, die im November 2018 noch bei rund 3,2 % lagen, peilen aktuell die 2 %-Marke an. Unterstützt werden sie hierbei von der Fed; deren Aussage, auf negative Effekte infolge des Handelskonflikts zu reagieren, werden als klares Signal für eine oder sogar mehrere Zinssenkungen im aktuellen Jahr interpretiert. Doch die realwirtschaftlichen Daten deuten global und für die USA eher auf ein stabiles Bild hin. So sind es Befürchtungen eines eskalierenden Handelskonfliktes, und die Vermutung, dass die Fed ambitioniert handeln wird, was die US-Renditen nach unten treibt.

Seit der Finanzkrise haben Notenbanken weltweit durch ihr Handeln unmissverständlich klar gemacht, dass sie sich in der Verantwortung sehen, den Konjunkturmotor am Laufen zu halten. Sie treten jeglichen Risiken aktiv und mit ausreichend großzügigen Maßnahmen entgegen. Jüngste Fed-Kommentare sind eine aktuelle Bestätigung dieser Ausrichtung. Und die EZB? Als im Jahr 2015 Zweifel über die chinesische und damit globale Konjunktur aufkamen, hat sie die Märkte nicht enttäuscht und ein ambitioniertes Ankaufprogramm trotz relativ stabiler Euro-Konjunktur gestartet. Ankaufprogramme sind inzwischen auf beiden Seiten des Atlantiks integrierter Teil des geldpolitischen Werkzeugkastens – auch wenn sie in der Euro-Zone kritischer gesehen werden.

US-Notenbankchef Powell hat durch seine Aussagen in dieser Woche die Latte hoch gelegt und damit Erwartungen geschürt, dass auch die EZB in ihrer heutigen Sitzung klare Signale einer weiteren geldpolitischen Lockerung sendet und sogar eine konkrete Zinssenkung in Aussicht stellt. Die Märkte erwarten zunehmend ein erneutes Ankaufprogramm und vor allem eine Zinsstaffelung, die eine weitere Senkung der Zinsen einleitet. Im Fall der Euro-Zone gibt es zudem fundamentale Gründe, warum eine Kursänderung hin zu einer expansiveren Geldpolitik immer wahrscheinlicher wird. Zum einen ist das grundsätzliche Problem der Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten nicht gelöst. Zum anderen bleibt das Risiko hoch, dass bei einer ambitionierten Fed-Zinssenkung der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich aufwerten könnte. Für eine offene Volkswirtschaft wie die der Euro-Zone stellt dies ein durchaus nennenswertes Deflationsrisiko dar.

Abb. 1: Zinsdifferenzial 10-jähriger Staatsanleihen USA vs. Deutschland; in %-Punkten



Quellen: Bloomberg; IKB

Aufgrund der bereits negativen Bundrenditen von unter -0,2 % ist zu erwarten, dass sich infolge enttäuschender US-Konjunkturdaten sowie einer ambitionierten Fed das Langfristzinsdifferenzial zwischen den USA und Deutschland weiter bzw. deutlich einengen könnte, was dem Euro-Wechselkurs Auftrieb geben würde. Dann wäre die Frage nicht ob, sondern wann die EZB auf die Fed-Politik bzw. US-Konjunktur reagieren muss. Sich ausweitende italienische Risikoprämien – als Indikation des Euro-Risikos – würden zwar einer Euro-Aufwertung entgegenwirken. Der Druck auf die EZB würde dadurch jedoch nicht reduziert werden.

Für alle hochverschuldeten Euro-Länder – insbesondere Italien und Frankreich ([IKB-Kapitalmarkt-News 3. Mai 2019](#)) gilt, dass das kräftige BIP-Wachstum und die niedrigen Zinsen die Schuldentragfähigkeit in den letzten Jahren sichergestellt haben.

EZB Sitzung – Notenbank holt Markterwartungen nur leicht zurück

Die Märkte haben die jüngsten Kommentare der Fed als Ankündigung einer baldigen Zinssenkung verstanden bzw. großzügig interpretiert. Dies hat zu Erwartungen geführt, dass auch die EZB in ihrer heutigen Sitzung klare Signale einer geldpolitischen Lockerung sendet bzw. konkreter Maßnahmen ankündigt. Der heutige Fokus lag auf der genauen Ausgestaltung des angekündigten Refinanzierungsprogramm der Banken (TLTRO III).

Draghi musste heute den Spagat schaffen, die hohen Erwartungen der Finanzmärkte nicht allzu sehr zu enttäuschen, ohne konkrete geldpolitische Ankündigungen zu tätigen, um so eine deutliche Korrektur der Renditen bzw. des EURUSD-Devisenkurses zu verhindern. Wie zu erwarten war, sicherte Draghi den Märkten zu, dass die EZB Gewähr bei Fuß steht und die Märkte durchaus mit einer Notenbankreaktion rechnen können, wenn sich der Konjunktur- oder Inflationsausblick eintrübt. Noch scheint die EZB jedoch keinen akuten Handlungsbedarf zu sehen.

EZB-Presserklärung bzgl. Zinsen: Effektiv hat sich nicht viel geändert. Im März 2019 erwartete die EZB die Zinsen bis mindestens Ende 2019 auf dem aktuellen Niveau; nun gilt dies bis mindestens Mitte 2020. Allerdings bestätigt die EZB hierdurch sehr deutlich ihre Handlungsbereitschaft und reagiert damit auf aktuelle Konjunktrentwicklungen und Markteinschätzungen. Erwartungen, die EZB würde ihre Aussage dahingehend ändern, dass „Zinsen auf ein niedrigeres Niveau gesenkt werden könnten“, haben sich nicht erfüllt. Die EZB wird weiterhin alle Fälligkeiten aus ihrem APP-Portfolio reinvestieren.

TLTRO III: Die Konditionen für den TLTRO III haben die Markteerwartungen nicht erfüllt. Der Zinssatz für die Refinanzierungsgeschäfte wurde auf 10 bp über dem Leitzins angesetzt. Dies ist deutlich höher, als vom Markt erwartet, der eher vom Niveau des Leitzinses oder darunter ausging. Für Banken, deren Kreditvergabe ausreichend wächst, kann sich dieser Satz auf -0,3 % (10 bp über dem Einlagensatz) senken. Außerdem hat sich die Laufzeit der Geschäfte von 4 auf 2 Jahre verkürzt.

Wachstums- und Inflationsprognosen: Der Ausblick für die Euro-Zone hat sich eingetrübt vor allem aufgrund der Protektionismusgefahr und der Volatilität in Schwellenländern. Lokale Faktoren wie die Arbeitsmärkte stützen hingegen den Ausblick. Die EZB hat ihre BIP-Wachstumsprognosen für 2020 und 2021 leicht nach unten angepasst und erwartet nun ein Wachstum von 1,4 % für beide Jahre. Das Risiko ist weiterhin nach unten gerichtet. Die EZB erwartet eine Inflationsrate von 1,4 % in 2020 (vorher 1,5 %) und 1,6 % im Jahr 2021. Inflations- und BIP-Wachstumsprognose deuten darauf hin, dass die Geldpolitik noch bis 2021 unverändert unterstützend bleiben wird. Die EZB erwartet damit, selbst mittelfristig ihr Inflationsziel nicht zu erreichen. Auch wenn gemäß Draghi eine Rezession oder Deflation unwahrscheinlich ist, so signalisieren die Prognosen der Notenbank doch sehr deutlich: die EZB wird noch auf Jahre keinen Raum für Zinsanhebungen finden.

Weitere Kommentare: Draghi betonte, der Beitrag negativer Zinsen werde durch mögliche negative Effekte für Banken nicht nennenswert reduziert. Hierdurch dämpfte er Erwartungen, die EZB könne kurzfristig eine Fragmentierung ihres Einlagenszins einführen. Draghi betonte zudem, dass die Möglichkeit einer Zinssenkung in der heutigen geldpolitischen Sitzung nicht im Detail diskutiert wurde. Auch wurden keine konkreten Bedingungen für solch einen Schritt definiert. Er ließ jedoch keinen Zweifel daran, dass die EZB – wenn nötig – ausreichend und zeitnah handeln wird.

Fazit: Auch wenn die EZB heute den hohen Erwartungen der Märkte nicht vollständig gerecht wurde, bestätigte sie dennoch, selbst bei den aktuell niedrigen Zinsen aktiv und ausreichend auf Konjunkturrisiken reagieren zu wollen und zu können. Wie die Fed Anfang dieser Woche sieht auch die EZB ihre primäre Verantwortung darin, den Konjunkturmotor am Laufen zu halten. Jüngste Inflationsprognosen, mögliche Fed-Zinssenkungen und die unzureichende Schuldentragfähigkeit einiger Euro-Länder lassen ihr ohnehin wenig Raum für eine andere Geldpolitik.

Tabelle 1: IKB-Zinsausblick, in %

	6. Juni 2019	in 3M	Ende 2019	Ende 2020
3M-Euribor	-0,32	-0,31	-0,30	-0,2
3M-USD-Libor	2,47	2,20	2,20	1,5
10-Jahre Bund	-0,23	-0,15	-0,10	0,2
10-Jahre U.S. Treasury	2,11	2,2	1,8	2,0

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

6. Juni 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