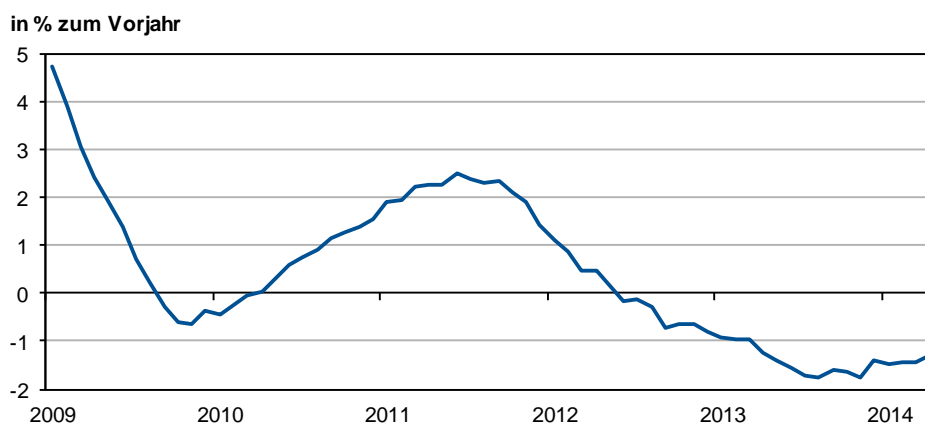


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Die EZB scheint sich in den Tagen vor ihrer Sitzung am 5. Juni selbst zu übertreffen. Sei es in Lissabon oder an anderen Orten, wo immer sich Mitglieder des EZB-Rats äußern, steigt die Erwartungshaltung. Zum einen mag diese Strategie sinnvoll sein, um die Märkte auf grundlegende Änderungen der Geldpolitik vorzubereiten. Zudem wird durch die „verbale Kommunikation“ eine gewisse Marktbewegung bereits im Vorfeld des Treffens sichergestellt, die in den letzten Wochen nicht nur auf den Zins-, sondern auch auf den Devisenmärkten erkennbar war. Zum anderen ist die aktuelle Informationspolitik der EZB dennoch überraschend. Die Entschlossenheit der EZB, am 5. Juni zu handeln, deutet darauf hin, dass sie sicherlich schon früher hätte agieren sollen. Schließlich ist die Kreditvergabe nun schon seit Längerem rückläufig, und die daraus resultierenden Konsequenzen sind bestens bekannt ([siehe IKB Kapitalmarktstudie Oktober 2013](#)). Zum Zeitpunkt, als EZB-Präsident Draghi im Sommer 2012 ankündigte, dass die EZB bereit sei, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu retten, waren die Finanzmärkte in großer Aufruhr, und die italienischen Risikoprämien stellten mehr und mehr die Schuldentragfähigkeit und damit auch den Erhalt der Euro-Zone in Frage. Dies machte ein sofortiges Handeln der Notenbank erforderlich, auch wenn die Einzelheiten in Form des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) erst auf der nächsten Sitzung bekanntgegeben wurden. In den letzten Wochen waren weder die Zins- noch die Devisenmärkte in Aufruhr. Sicherlich dürfte der Aufwertungsdruck des Euro zunehmend zum Problem für die EZB geworden sein, doch hieraus ergibt sich kein akutes Risiko für die Realwirtschaft, das eine Beruhigung der Märkte durch hoffnungsvolle Aussagen der EZB zwingend notwendig gemacht hätte.

Abb. 1: Kreditvergabe an den Privatsektor\* im Euroraum



\* Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen

Quellen: EZB; IKB

Die EZB ist sich nun sicherlich der Notwendigkeit einer nicht nur überzeugenden, sondern auch erneut überraschenden Ankündigung bewusst. Denn nur so kann sie den selbst geschaffenen großen Erwartungen gerecht werden. Dies gilt insbesondere deshalb, weil die Erwartungshaltung der Märkte sehr kreativ und weitreichend ist, sodass sogar über ein großangelegtes Aufkaufprogramm spekuliert wird. Trotzdem schraubt die EZB durch ihre Kommentare die Erwartungen der Finanzmärkte eher nach oben als nach unten. Entsprechend dürfte das positive Überraschungspotenzial für die nächste Woche überschaubar sein. Sprich: Nach all den Bekundungen der Entschlossenheit der EZB mag eine Enttäuschung nächste Woche womöglich wahrscheinlicher sein als weitere positive Überraschungen. Denn dass die EZB ein weitreichendes Aufkaufprogramm beschließt, sehen wir als eher unwahrscheinlich an.

Erwartet wird zudem ein Mix von Beschlüssen. Allerdings macht die Summe von vielen kleinen Maßnahmen noch keine große Überraschung aus. Im Raum steht sicherlich eine weitere Leitzinssenkung um 10 bis 15 Basispunkte. Auch ein negativer Einlagenzinssatz wird von vielen Marktteilnehmern erwartet. Die Effektivität solcher Maßnahmen kann allerdings bezweifelt werden. Doch in der nächsten Woche wird es nicht nur darum gehen, die Realwirtschaft zu stützen, sondern auch eine deutliche Signalwirkung auf den Märkten zu erzeugen, die eine nachhaltige Schwächung des Euro sicherstellt und somit nicht nur dem deflationären Risiko der Aufwertung entgegensteuert, sondern auch kurzfristige Wachstumsimpulse generiert. Beschränken sich die Ankündigungen der EZB nur auf die Geldpolitik, wird ihr Erfolg primär am Verhalten des Euro-Wechselkurses abzulesen sein. Der Einfluss der Zinsen als auch weiterer Liquiditätsbereitstellungen zur Stimulierung der Kreditvergabe, ist für sich genommen und vor allem in Anbetracht des aktuellen Zinsniveaus als bestenfalls begrenzt zu sehen. Eine deutliche Abwertung des Euro hätte hingegen direkte und weitreichendere Effekte.

Neben Zinssenkungen werden sicherlich weitere Maßnahmen zur Ausweitung der Geldbasis bzw. der Kreditvergabe angekündigt. Langlaufende Liquiditätsbereitstellungen für Banken, womöglich an Bedingungen zur direkten Kreditvergabe an die Realwirtschaft geknüpft (Modell der Bank of England), könnten eine Variante sein. Ein langlaufender Tender, mit einer Festverzinsung auf dem Niveau des Leitzinses eine weitere. Die EZB hat den Märkten versichert, ein kreatives Paket zu schnüren. Wie auch immer das Paket im Detail aussehen mag, Draghi wird in seinen Ausführungen die weitere Handlungsbereitschaft der EZB sicherlich besonders betonen – auch um möglichen Enttäuschungen vorzubeugen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche Maßnahmen unseres Erachtens Sinn machen würden. Vertrauen ist entscheidend für Kreditvergabe, Investitionen und Konsum. Es wird allerdings weniger durch niedrige Zinsen oder eine Ausweitung der Geldmenge geschaffen, sondern durch eine direkte Stimulierung der Realwirtschaft, ganz nach dem Motto: Sind die Auftragsbücher voll, wird investiert und Arbeitsplätze geschaffen. Hierzu gäbe eine Euro-Abwertung kurzfristige Impulse. Doch auch die Fiskalpolitik hat einen großen Einfluss und könnte kurzfristig entscheidende Stabilisierungsimpulse liefern – insbesondere wenn es darum geht, dem Vertrauensverlust in das Wachstumspotenzial der Euro-Zone entgegenzutreten. Ein Aussetzen von Sparmaßnahmen zur Reduzierung des Fiskaldefizits einzelner Euro-Länder sollte deshalb für 2014 in Erwägung gezogen werden.

Wir haben schon des Öfteren betont, dass sich die EZB einer expansiven Geldpolitik nicht verschließen kann, wenn alle anderen wichtigen Notenbanken (insbesondere die Fed) kontinuierlich eine Politik des billigen Geldes verfolgen. Ein aufwertender Wechselkurs und die daraus resultierenden deflationären Tendenzen würden eine Änderung der Geldpolitik hin zum billigen Geld notwendig machen. Momentan wird die divergierende Geldpolitik der EZB im Vergleich zur Fed an der unterschiedlichen Geldmengenentwicklung sehr deutlich und durch einen aufwertenden Euro bestätigt, was wiederum eine Straffung der Geldpolitik innerhalb der Euro-Zone bedeutet ([siehe IKB Kapitalmarkt News vom 14. Mai 2014](#)) und somit ein Handeln hin zu einer ähnlichen Politik wie die der Fed notwendig macht.

**Fazit:** Die EZB hat seit längerem grundsätzlichen weiteren Handlungsbedarf. Dies bezieht sich jedoch weniger auf Zinssenkungen, sondern eher auf die direkte Stimulierung der Kreditvergabe, die in der Euro-Zone nun schon länger rückläufig ist und somit effektiv eine restriktive Geldpolitik andeutet. In den letzten Monaten wurde diese Entwicklung durch einen aufwertenden Euro weiter verschärft. Deswegen scheint die EZB nun an dem Punkt angekommen zu sein, an dem ihre Politik weniger von Prinzipien als mehr von der Geldentwertung anderer Notenbanken bestimmt wird. Welche unter den wichtigen Notenbanken die ambitionierteste Geldentwertungs politik betreibt, wird sicherlich an der Reaktion der Devisenmärkte auf das EZB-Treffen nächste Woche zu erkennen sein. Die großen Erwartungen, die die EZB im Vorfeld bereits geschaffen hat, deuten jedoch auf ein gewisses Enttäuschungspotenzial hin. Aus realwirtschaftlicher Sicht scheint ein Aussetzen jeglicher weiterer Rückführungen der Staatsdefizite 2014 ebenso angebracht zu sein wie eine deutliche Abwertung des Euro. Ob das Paket der EZB in der nächsten Woche hierzu entscheidende Impulse liefern wird, bleibt abzuwarten.

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 ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen 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 (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen 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.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage 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

30. Mai 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann