

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die EZB hat auf ihrer heutigen Sitzung die Erwartungen des Marktes erfüllt, wenn nicht sogar übertroffen und kündigte ein weitreichendes Aufkaufprogramm an. Das monatliche Volumen des ausgeweiteten Aufkaufprogramms, das öffentliche und private Anleihen im Investment-Grade Bereich beinhaltet (was zum Beispiel griechische Anleihen ausschließt), wird 60 Mrd. € betragen und sollte, beginnend im März 2015, mindestens bis September 2016 laufen. Wie erwartet, wird das Aufkaufen primär durch die nationalen Notenbanken durchgeführt. Die Aufkäufe auf dem Sekundärmarkt bis Ende September 2016 dürften eine Bilanzausweitung von knapp über 1 Billion € sicherstellen. Allerdings wurde keine absolute zeitliche Begrenzung gesetzt, da das primäre Ziel die Preisstabilität ist und nicht die Bilanzausweitung. Damit lässt sich EZB-Präsident Draghi Handlungsspielraum und hält die Phantasie der Märkte am Leben. Außerdem kündigte Draghi eine Reduzierung der Zinsen auf die anstehende konditionale Liquiditätsbereitstellung (TLTRO) an. Diese Bereitstellung wird nun gemäß dem Leitzinsniveau durchgeführt.

Das Aufkaufvolumen von Staatsanleihen einzelner Länder wird durch ihren Anteil am EZB-Eigenkapital bestimmt. Die EZB hat auch Grenzen für Emittenten und Volumen gesetzt. So soll das Gewicht einzelner Emissionen nicht mehr als 33 % der Aufkäufe ausmachen, und die Aufkäufe dürfen nicht mehr als 25 % des außenstehenden Volumens eines Emittenten betragen. Dies gilt als Vorsorge, um Preisverzerrungen zu verhindern. Außerdem ist die EZB mit anderen privaten Investoren gleichgestellt sofern Verluste auftreten. Für die Allokation möglicher Verluste innerhalb des Eurosystems beruft sich die EZB zum Teil auf das Prinzip des „Risk sharing“ – also das gemeinsame Tragen von Risiken. Das Aufkaufen von Anleihen europäischer Institutionen, die 12 % der zusätzlichen Aufkäufe ausmachen, beruht auf diesem Prinzip. Für den Rest der Aufkäufe, die Staatsanleihen beinhalten, gilt dieses Prinzip aber nicht. Hier liegt das Risiko bei den einzelnen Notenbanken, wobei diese die Papiere als Sicherheiten für Liquidität bei der EZB hinterlegen werden, was wiederum Risiken für die EZB und somit alle Länder der Euro-Zone bedeutet. Auch wird die EZB 8 % der neuen Aufkäufe direkt halten. Somit beinhalten 20 % des Aufkaufvolumens direktes „Risk sharing“. Draghi sieht durch die heutige Entscheidung keine Gefahr für eine mögliche Hyperinflation. Die Erfahrungen von Ländern mit QE-Programm scheinen ihm Recht zu geben.

Einschätzung: Ein Aufkaufprogramm heißt nicht, dass die Notenbank unverantwortlich oder entgegen ihren Prinzipien handelt. Als das Fed-System im Jahr 1913 ins Leben gerufen wurde, geschah dies, um nach den Erfahrungen der US-Bankenkrise von 1907 eine letzte Instanz für die Liquiditätsbereitstellung des Bankensystems zu haben und so Herdenverhalten, Paniken und systemweite Bankenpleiten zu verhindern. Nicht die Sorge vor Inflation, sondern die fehlende Liquidität im System war es, die zur Gründung der Fed führte. Aufkaufprogramme sind deshalb keine verzweifelten Maßnahmen der Notenbanken, sondern ein Grund, warum sie geschaffen wurden. Dies gilt insbesondere in Krisenzeiten, aber auch in einem Umfeld von 0 %-Zinsen und wenn andere Notenbanken durch relative Bilanzausweitung ihren Wechselkurs beeinflussen. Zwar benutzt die EZB Erwartungen über Preisstabilität als Argument für das Aufkaufprogramm, effektiv korrigiert sie allerdings ihre relative Geldpolitik gegenüber anderen Ländern. Die Abwertung des Euro zeigt, dass diese Politik bis dato erfolgreich ist ([siehe auch IKB Kapitalmarkt News vom 20. Januar 2015](#)).

Fazit: Die EZB hat die Märkte nicht enttäuscht. Dies gilt vor allem für das Volumen der Aufkäufe. Das Aufkaufprogramm zeigt bereits Erfolge, wie an der tendenziellen Entwicklung des Euro-Wechselkurses zu erkennen ist. Die anhaltende Abwertung und die Stabilisierung der Kreditvergabe sollten im Verlauf von 2015 und insbesondere in 2016 die Inflationsrate stabilisieren, vor allem wenn sich Ölpreiseffekte relativieren. Deshalb hat die EZB durch die heutige Entscheidung die Risiken einer wirtschaftlichen Stagnation und Deflation in der Euro-Zone nennenswert reduziert.

Basisszenario	20.01.2015	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
3-Monats-Euribor	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
USD 3-Monats-Libor	0,26	0,30	0,50	0,70	1,05
10-jährige US-Staatsanleihen	1,79	2,20	2,40	2,60	2,70
10-jährige Bunds	0,45	0,50	0,60	0,80	0,90

Alternatives Szenario	20.01.2015	in 3 Monaten	in 6 Monaten	in 9 Monaten	in 12 Monaten
3-Monats-Euribor	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
USD 3-Monats-Libor	0,26	0,20	0,20	0,20	0,20
10-jährige US-Staatsanleihen	1,79	1,70	1,70	1,80	1,90
10-jährige Bunds	0,45	0,30	0,30	0,40	0,50

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

22. Januar 2015

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg