



**Dr. Daniel Hartmann**  
Chefofkwirt

Analyse:

## EZB legt die Karten auf den Tisch

14. Juni 2018

[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

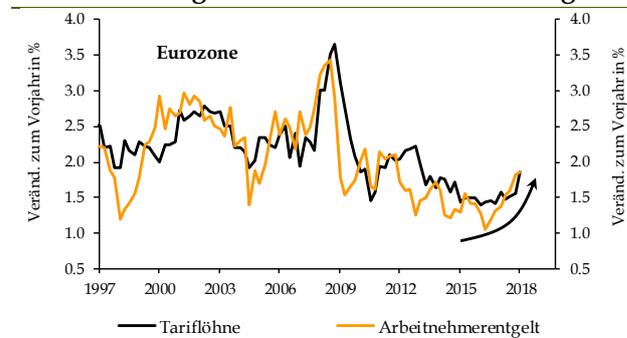
Die EZB wollte die Märkte nicht länger auf die Folter spannen und legte die Karten bereits im Rahmen der heutigen Sitzung auf den Tisch: Das Anleihenkaufprogramm, das Ende 2014 gestartet wurde, soll dieses Jahr beendet werden. Wie von uns erwartet, plant die Notenbank noch eine Mini-Verlängerung um drei Monate. Im Dezember soll dann aber endgültig Schluss sein. In den letzten drei Monaten werden die monatlichen Anleihenkäufe von 30 auf 15 Mrd. EUR reduziert. Die EZB (bzw. nationalen Notenbanken) hätte dann insgesamt Wertpapiere im Umfang von 2.600 Mrd. EUR erworben. Das Ganze steht unter dem Vorbehalt, dass die kommenden Wirtschaftsdaten einigermaßen im Einklang mit den Erwartungen stehen und vor allem die Inflationsraten nicht wieder abrutschen.

Dem per se hawkishen (restriktiven) Signal, das mit dem definitiven Aus der Anleihenkäufe einhergeht, wollte die EZB dezidiert ein dovishes (expansives) Signal beim Zinsausblick gegenüberstellen. Bislang hatte sich die Notenbank in dieser Hinsicht noch recht vage ausgedrückt: Die erste Leitzinserhöhung sollte »deutlich nach« (well past) dem Ende des QE-Programms erfolgen. Dieser Terminus wurde jetzt präzisiert. Demnach wollen die Währungshüter den ersten Zinsschritt frühestens im Sommer 2019 vornehmen. Diese Festlegung stellt ein echtes Novum dar. So konkret und weit voraus hat sich noch kaum eine Notenbank an ein Zinsziel gebunden.

Den Ausschlag für die Entscheidung, das QE-Programm zu beenden, gab das wachsende Vertrauen in die künftige Inflationsentwicklung. Die Währungshüter sind sich mithin immer sicherer, dass sich die Inflation in den nächsten Jahren dem 2,0%-Ziel annähert. Sie verweisen dazu weniger auf die aktuelle Teuerungsentwicklung. Schliesslich pendelt die Kerninflation nach wie vor auf tiefem Niveau (1,0%) seitwärts. Massgeblich sind statt-

dessen andere Faktoren. So hätten sich unter anderem die Inflationserwartungen stabilisiert. Daneben seien die Abwärtsrisiken (Deflationsgefahren) immer kleiner geworden. Nicht zuletzt hat sich aber eine kräftige Arbeitsmarkterholung eingestellt, die zunehmend auf die Lohnentwicklung überschwappt. In der Tat sind die Wachstumsraten der beiden wichtigsten Lohnindikatoren (Tariflöhne, Arbeitnehmerentgelt) – ausgehend von tiefem Niveau – in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt (siehe Abbildung).

**Abbildung: Lohninflation kommt in Gang**



Quellen: EZB, BANTLEON

Die aktuelle Wachstumsverlangsamung in der Eurozone sieht die EZB vor diesem Hintergrund (noch) gelassen. Nach Ansicht der Notenbank kommt darin primär eine Normalisierung nach der hohen Dynamik im vergangenen Jahr zum Ausdruck. Ausserdem seien temporäre Faktoren und Angebotsbeschränkungen dafür verantwortlich. *Mario Draghi* räumt aber auch ein, dass die Abwärtsrisiken zugezogen haben und verwies dazu speziell auf die Handelsstreitigkeiten.

Insgesamt changierte der Notenbankpräsident während der Pressekonferenz (im Anschluss an die Notenbanksitzung) stark hin und her. Einmal dominierte auf seiner Seite die Zuversicht (etwa beim

Inflationsausblick), dann hob er wieder mahndend den Zeigefinger (bei den Wachstumsrisiken). So konnte er sowohl den Ausstieg aus dem QE-Programm als auch den weiterhin dovishen Zinsausblick rechtfertigen.

### Projektionen der EZB vom Juni 2018\*

|                  | 2018       | 2019       | 2020       |
|------------------|------------|------------|------------|
| <b>Wachstum</b>  | 2,1% (2,4) | 1,9% (1,9) | 1,7% (1,7) |
| <b>Inflation</b> | 1,7% (1,4) | 1,7% (1,4) | 1,7% (1,7) |

Quelle: EZB, \*Jahresdurchschnitt, Mittelwert; in Klammern Projektionen vom März 2018

Die überarbeiteten Makro-Prognosen ergaben schliesslich wenig Neues (siehe Tabelle). Die darin enthaltenen Anpassungen spiegeln vor allem technische Faktoren wider. So wurden etwa die Inflationsprognosen für 2018/2019 allein wegen der gestiegen Ölpreise nach oben angepasst. Die BIP-

Prognose für 2018 wurde wiederum wegen des schwachen 1. Quartals nach unten korrigiert.

Alles in allem hat uns die jüngste Notenbanksitzung weitgehend in unserer Einschätzung zur EZB-Politik bestätigt. Wir halten daher auch an unserer Prognose fest, dass die erste Leitzinserhöhung im Juni 2019 erfolgt (Anhebung der Depositenrate von -0,40% auf -0,20%). Angesichts der präzisierten »Forward Guidance« (»frühestens Sommer 2019«) hat jedoch zweifellos das Risiko eines späteren Beginns des Leitzinserhöhungszyklus (sprich Juli oder September 2019) zugenommen. Die zwei wesentlichen Voraussetzungen damit die EZB bereits zu Beginn des Sommers 2019 zur Tat schreitet sind: Die Kerninflation sollte erkennbar die 1,0%-Marke überschritten und der konjunkturelle Abwärtstrend in den nächsten Monaten moderat ausfallen.

### Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.