



EZB: GELDPOLITIK BLEIBT VORERST EXTREM LOCKER

von Cornelia Koller

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Leitzinsen auf der heutigen Sitzung unverändert bei 0,00 % bzw. -0,40 % für den Einlagesatz gelassen und wird ihr Wertpapierankaufprogramm so wie im Dezember 2016 beschlossen bis Ende 2017 beibehalten.

Trotz angehobener Projektionen für Inflation und Wachstum wurde EZB-Präsident Mario Draghi zufolge ein vorzeitiges Straffen der Geldpolitik nicht diskutiert.

EZB lässt Wertpapierankaufprogramm unverändert und behält Forward Guidance aufrecht

Ungeachtet der gestiegenen Inflation wird die EZB an ihrer aktuellen geldpolitischen Ausrichtung festhalten. Zwar hat die Inflation inzwischen die stabilitätspolitische Zielmarke von „unter, aber nahe 2 %“ erreicht, jedoch bleibt der Druck auf die Kernrate (0,9 %) unverändert gering. So sieht die EZB weiterhin die Notwendigkeit einer ausreichenden geldpolitischen Akkomodierung, um die Gesamtinflation im Euroraum auch auf mittlere Sicht zu stützen. Daher wird das laufende Wertpapierankaufprogramm¹ – wie im Dezember 2016 beschlossen – unverändert bis Ende 2017 laufen. Allerdings werden ab April nicht mehr wie bisher monatlich Vermögenswerte im Volumen von 80 Mrd. Euro, sondern „nur noch“ in Höhe von 60 Mrd. Euro pro Monat angekauft. Gleichwohl beließ die EZB das Statement, dass sie ihre Ankäufe – wenn die Lage an den Finanzmärkten oder die Konjunktur dies erfordern würden – jederzeit wieder aufstocken und/oder verlängern könnte. Einschränkend fügte Draghi auf der Pressekonferenz allerdings hinzu, dass dies inzwischen weniger wahrscheinlich geworden sei.

¹Aktuell werden monatlich 80 Mrd. Euro und ab April bis Dezember 2017 weitere 60 Mrd. Euro monatlich für den Kauf von Kreditverbriefungen (ABS, Asset-Backed Securities) und gedeckten Schulverschreibungen (Covered Bonds) sowie öffentlichen Anleihen und Unternehmensanleihen ausgegeben werden. Die EZB hat inzwischen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Höhe von 1.403,9 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 68,3 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des 3. Programms zum Ankauf von gedeckten Schulverschreibungen wurden 231,1 Mrd. Euro angekauft, ABS Anleihen wurden in Höhe von 23,6 Mrd. Euro erworben (Stand: 3. März 2017).

Beibehalten wurde – ungeachtet der gestiegenen Inflation – auch die sogenannte Forward Guidance, d. h. die Formulierung, dass die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Zwar habe man Draghi zufolge darüber diskutiert, ob dieser Passus gestrichen werden könne, sich aber dagegen entschieden. Gestrichen worden ist mit Blick auf das gesunkenen Deflationsrisiko dagegen die Formulierung, dass der EZB-Rat zum Erreichen des Inflationsziels alle ihm innerhalb seines Mandats zur Verfügung stehenden Mittel nutzen wird.

EZB hebt Inflations- und Wachstumsprojektionen an,...

Verglichen mit den Erwartungen vom Dezember 2016 hat die EZB sowohl ihre Projektionen für die Inflation (kräftig) als auch das Wirtschaftswachstum (leicht) nach oben genommen. Die Projektionen für die Inflation belaufen sich nun auf 1,7 % für 2017 (Dezember 2016: 1,3 %) und 1,6 % für 2018 (1,5 %) sowie unverändert auf 1,7 % für 2019.

Die Wachstumsprognosen wurden dagegen nur leicht verändert. So hat die Eurozone trotz der Unsicherheit durch den Brexit-Beschluss und durch andere politische Unwägbarkeiten keinen Schwung verloren und das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im dritten und vierten Quartal 2016 um jeweils 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Auch die Stimmungsindikatoren zu Jahresanfang 2017 signalisieren eine Fortsetzung des soliden Wachstumstrends. Die EZB rechnet daher damit, dass sich die Konjunktur weiter festigt und die Erholung an Dynamik gewinnen könnte. Vor diesem Hintergrund geht sie nun davon aus, dass das BIP 2017 um 1,8 % anstatt 1,7 % und 2018 um 1,7 % anstatt 1,6 % wachsen wird. Für 2019 ist die Prognose bei 1,6 % geblieben. Ungeachtet der Aufwärtsrevision überwiegen – vor allem mit Blick auf die globale Entwicklung – zwar weiterhin die Abwärtsrisiken, jedoch betrachtet die EZB diese nunmehr als nicht mehr ganz so ausgeprägt wie zuvor.

...erwartet aber keinen nachhaltigen Inflationsanstieg

Die EZB stuft den derzeitigen energiepreisgetriebenen Anstieg der Inflation weiterhin als vorübergehend und ohne Auswirkung auf den mittelfristigen Inflationsausblick ein. Zudem blieb die Kernrate ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise unverändert bei 0,9 %. So schlägt neben dem saisonalen Anstieg der Nahrungsmittelpreise vor allem der Ölpreiseffekt immer mehr auf die Verbraucherpreise durch. Der Preis für das Fass Rohöl der Nordseesorte Brent ist seit Februar vergangenen Jahres von etwa 30 US-Dollar auf rund 55 US-Dollar und damit um über 80 % gestiegen und die Inflation im Februar auf 2,0 % (Februar 2016: -0,2%) geklettert. Sofern die Ölpreise nicht weiter anziehen – wir erwarten eine Deckelung bei 60 US-Dollar pro Fass –, wird sich der energiepreisgetriebene Anstieg nicht fortsetzen. Mehr noch: Mit Auslaufen des Ölpreiseffekts sollte die Inflationsrate im Jahresverlauf 2017 wieder zurückgehen

Vor diesem Hintergrund machte Draghi noch einmal klar, dass die EZB weiterhin Änderungen der Gesamtinflation außer Acht lassen wird, sofern sie als vorübergehend bzw. nicht nachhaltig erachtet wird und keine Auswirkung auf die mittelfristige Entwicklung der Preisstabilität haben wird. Zudem soll das Inflationsziel auch ohne geldpolitische Unterstützung selbsttragend und darüber hinaus für die gesamte Eurozone zu beobachten sein. Diese Kriterien sind laut Draghi derzeit aber nicht erfüllt.

Auch wir sehen trotz der stabilen Konjunktur und der allmählich rückläufigen Arbeitslosigkeit in der Eurozone keinen Anhaltspunkt für einen stärkeren nachfrage- oder lohninduzierten Anstieg der Inflation. Selbst in Deutschland, wo die Beschäftigung 2016 mit 43,5 Mio. Erwerbstätigen einen neuen Höhepunkt erreicht hat, zeichnet sich kein Lohndruck ab. So fielen die Abschlüsse in den ersten großen Lohnrunden 2017 relativ moderat aus, sodass derzeit keine negativen Zweitrundeneffekte erkennbar sind. Wir erwarten daher für die Eurozone im Jahresdurchschnitt 2017 eine Inflationsrate von 1,5 % (Deutschland: 1,6 %). Auch Bundesbankpräsident Weidmann äußerte sich kürzlich dahingehend, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck aktuell noch vergleichsweise gering ist und sich der energiepreisgetriebene Anstieg auch in Deutschland im Jahresverlauf 2017 wieder aus der Inflation herauswaschen wird, sofern der Ölpreis nicht weiter steigt und es zu keinen Zweitrundeneffekten kommt.

Wie geht es weiter?

Die EZB hat auf ihrer heutigen Sitzung zwar die Notwendigkeit unterstrichen, an der ultra-lockeren Geldpolitik festzuhalten. Gleichzeitig hat Draghi aber auch signalisiert, dass eine weitere Lockerung inzwischen weniger wahrscheinlich geworden ist.

Wir erwarten, dass die EZB Mitte 2017 als ersten Schritt ihren Zinsausblick ändern und als zweiten Schritt im Herbst 2017 den sukzessiven Ausstieg aus ihrem Wertpapierankaufprogramm für den Jahresanfang 2018 ankündigen wird. Im Herbst 2018 könnte das Programm dann beendet werden.

Vorausgesetzt, dass sich die Erholung der Kreditvergabe fortsetzt und es nach den Wahlen in Frankreich zu einer politischen Beruhigung kommt, dürfte die EZB weniger Veranlassung haben, von den Banken „Strafzinsen“ für das Parken ihrer Liquidität bei der EZB zu verlangen. So ist die Kreditvergabe der Banken dank der anziehenden Konjunktur und der EZB-Politik allmählich in Schwung gekommen: Im Januar gaben die Banken an den Privatsektor 2,2 % mehr Kredite als vor einem Jahr. Das war der stärkste Anstieg seit Mai 2011. Bei den Unternehmen betrug das Plus 2,3 %.

Wir erwarten daher, dass die EZB den Einlagesatz von derzeit -0,40 % ab Sommer 2017 auf -0,25 % reduzieren wird. Mit der ersten Leitzinserhöhung wird sich die EZB aber sehr viel mehr Zeit lassen. Wir erwarten derzeit den ersten Zinsschritt nach oben im Herbst 2019 – bevor Mario Draghi nach acht Jahren als EZB-Präsident aus dem Amt scheidet wird.



IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller
+49 40 350 60-198 | cornelia.koller@berenberg.de

Wolfgang Pflüger
+49 40 350 60-416 | wolfgang.pflueger@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

- Konjunktur
- ▶ **Geldpolitik**
- Währungen
- Rohstoffe
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

www.berenberg.de/publikationen