



## EZB: IN KLEINEN SCHRITTEN RICHTUNG EXIT

von Cornelia Koller

**Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Forward Guidance zur Zinspolitik auf der heutigen Sitzung entschärft und sieht mit Blick auf die besseren Konjunkturperspektiven keine weiteren Zinssenkungen mehr voraus.**

**Die Leitzinsen wurden bei 0,00 % bzw. -0,40 % für den Einlagesatz festgezurt und das Wertpapierankaufprogramm soll unverändert mindestens bis Ende 2017 laufen.**

**EZB hebt ihre Risikoeinschätzung für den Konjunkturausblick von „nach unten gerichtet“ auf „ausgewogen“ an und entschärft den Zinsausblick**

Wie allgemein erwartet hat die EZB der guten Wirtschaftslage Rechnung getragen und bezeichnet die Konjunkturrisiken nun als weitgehend ausgewogen. Vor diesem Hintergrund spricht sie in ihrem Zinsausblick (Forward Guidance) nun nicht mehr davon, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont ihres Ankaufprogramms von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen „oder einem niedrigeren“ Niveau bleiben werden, sondern zurt verbal nur noch das „aktuelle“ Niveau fest.

So hat die Eurozone trotz der Unsicherheit durch den Brexit-Beschluss und andere politische Unwägbarkeiten keinen Schwung verloren und das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im ersten Quartal 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Die wichtigsten Stimmungsindikatoren, wie das Industrie- und Verbrauchervertrauen und die Einkaufsmanagerindizes, signalisieren eine Fortsetzung des Wachstumstrends. Die EZB rechnet daher damit, dass sich die Konjunktur weiter festigt und die Erholung an Breite gewinnen wird. Vor diesem Hintergrund wurden die Projektionen für das Wirtschaftswachstum im Vergleich zum März 2017 leicht angehoben. Die EZB geht nun davon aus, dass das BIP 2017 um 1,9 % anstatt 1,8 % und 2018 um 1,8 % (1,7 %) sowie 2019 um 1,7 % (1,6 %) wachsen wird.

**Aussagen zu Dauer und Umfang des Wertpapierankaufprogramms bleiben unverändert**

Ungeachtet der guten Konjunkturdaten hat die EZB mit Blick auf die Inflationsentwicklung an der aktuellen Aus-

richtung ihrer unkonventionellen Geldpolitik festgehalten. So ist die Inflation in der Eurozone im Mai überraschend deutlich zurückgegangen. Die Verbraucherpreise stiegen nur noch um 1,4 % zum Vorjahr und lagen damit auf den niedrigsten Wert seit Jahresanfang. Hauptgrund für den Rückgang war zwar, dass sich die Preise für Energie nicht mehr so stark wie im Vormonat verteuerten. Aber auch die Kernrate ohne die Energie- und Nahrungsmittelpreise ging von 1,2 % auf 0,9 % zurück. EZB-Präsident Draghi führte als Grund für die hartnäckig niedrige Kerninflation vor allem die geringen Lohnzuwächse an, bedingt durch Strukturereformen am Arbeitsmarkt und insbesondere auf den Niedriglohnsektor fallende Beschäftigungszuwächse. Die Projektionen für die Inflation wurden vor diesem Hintergrund nach unten revidiert und belaufen sich nun auf 1,5 % für 2017 (März 2017: 1,7 %) und 1,3 % für 2018 (1,6 %) sowie 1,6 % für 2019 (1,7 %).

Da sich die Inflationsprojektionen damit wieder etwas mehr von der Zielmarke der EZB von „unter, aber nahe 2 %“ wegbewegt haben, hat die EZB keine Eile, aus ihrer extrem lockeren Geldpolitik auszusteigen. So sieht EZB-Präsident Draghi weiterhin die Notwendigkeit einer ausreichenden geldpolitischen Akkomodierung, um die Gesamtinflation im Euroraum auf mittlere Sicht zu stützen. Daher wird das laufende Wertpapierankaufprogramm<sup>1</sup> mit einem unveränderten Volumen von monatlich 60 Mrd. Euro mindestens bis Ende 2017 fortgesetzt. Zudem beließ die EZB es bei dem Statement, dass sie ihre Ankäufe auch über diesen Zeitpunkt hinaus verlängern könnte.

Vor diesem Hintergrund machte Mario Draghi in der heutigen Pressekonferenz noch einmal klar, dass die EZB solange geduldig abwarten wird, bis sie sicher ist, dass eine

<sup>1</sup>Mindestens bis Ende Dezember 2017 werden monatlich 60 Mrd. Euro 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 1.568,0 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 90,7 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des 3. Programms zum Ankauf von gedeckten Schulverschreibungen wurden 220,5 Mrd. Euro angekauft, ABS Anleihen wurden in Höhe von 23,7 Mrd. Euro erworben (Stand: 2. Juni 2017).



nachhaltige, dauerhafte Korrektur der Inflationsentwicklung erkennbar ist, die mit ihrem Inflationsziel vereinbar ist. Zudem soll das Inflationsziel auch ohne geldpolitische Unterstützung selbsttragend und darüber hinaus für die gesamte Eurozone zu beobachten sein. Diese Kriterien sind laut Draghi noch nicht erfüllt. Gleichwohl vertraut die EZB auf die Kraft und Stärke ihres Wertpapierankaufprogramms, um mittelfristig wieder zur Preisstabilität zurückkehren. Zudem gehören die Deflationsrisiken mittlerweile der Vergangenheit an. So ist die Kreditvergabe der Banken dank der geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der anziehenden Konjunktur allmählich in Schwung gekommen: Im April gaben die Banken sowohl an Unternehmen als auch an private Haushalte 2,4 % mehr Kredite als vor einem Jahr.

#### **Weiter in kleinen Schritten Richtung Exit**

Die EZB hat auf ihrer heutigen Sitzung einen ersten kleinen verbalen Schritt in Richtung einer etwas weniger expansiven Geldpolitik gemacht. So stuft sie eine weitere Zinssenkung nun nicht mehr als erforderlich ein. Gleichwohl hat sie mit Blick auf die nur zögerlich anziehende Teuerung die Notwendigkeit unterstrichen, vorerst an der ultra-lockeren unkonventionellen Geldpolitik festzuhalten. Draghi zufolge ist ein baldiger Ausstieg aus dem Wertpapierankaufprogramm heute nicht diskutiert worden.

Wir erwarten, dass die EZB den Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik in ganz kleinen behutsamen Schritten vollziehen wird. In den kommenden Wochen wird sie erst einmal die Konjunktur- und Inflationsdaten abwarten. Bei Vorlage der nächsten Wirtschaftsprojektionen im September könnte sie die Märkte dann auf einen bevorstehenden Richtungswechsel einstimmen.

Konkret erwarten wir, dass die EZB im September 2017 den sukzessiven Ausstieg aus ihrem Wertpapierankaufprogramm (Tapering) für den Jahresanfang 2018 ankündigen wird. Dies bedeutet, dass sie den Ankauf von Vermögenswerten noch einmal über den Dezember 2017 hinaus verlängern wird, das Volumen der monatlichen Käufe im Jahresverlauf 2018 aber schrittweise reduzieren wird. Im Herbst 2018 könnte das Programm dann beendet werden.

Mit der ersten Leitzinserhöhung wird die EZB dann voraussichtlich bis zum im Frühjahr 2019 warten.



# 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

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](http://www.berenberg.de/publikationen)