



EZB: WEITER IN KLEINEN SCHRITTEN RICHTUNG EXIT

von Cornelia Koller

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auf der heutigen Sitzung die Aussagen zu Dauer und Umfang ihres Wertpapierankaufprogramms vorerst unverändert gelassen. Aufgeschoben ist jedoch nicht aufgehoben: für Herbst hat die EZB eine Entscheidung über die weitere Ausgestaltung ab 2018 in Aussicht gestellt. Die Leitzinsen wurden bei 0,00 % bzw. -0,40 % für den Einlagesatz festgezurr.

EZB will im Herbst über die Ausgestaltung des Wertpapierankaufprogramms ab 2018 entscheiden

Nachdem die EZB im Juni bereits einen ersten kleinen verbalen Schritt in Richtung eines allmählichen Ausstiegs aus ihrer ultra-expansiven Geldpolitik¹ gemacht hatte, ist sie heute noch einen kleinen Schritt weiter auf einen sanften Exit zugegangen.

Zwar blieb die Wortwahl in Bezug auf ihre geldpolitischen Sondermaßnahmen unverändert: So wird das laufende Wertpapierankaufprogramm² mit einem 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 oder auch anheben könnte, sofern sich der Ausblick eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen sollten. Jedoch kündigte die EZB heute erstmals an, dass sie im Herbst über die Ausgestaltung der Ankäufe von Vermö-

genswerten über das Jahresende 2017 hinaus entscheiden will. Während EZB-Präsident Mario Draghi zufolge bisher nur sehr „vorläufig“ über Laufzeit und Volumen ab Januar 2018 diskutiert worden sei, sollen die relevanten Komitees bis zur nächsten Sitzung am 26. Oktober der Großteil einer entsprechend komplexen Entscheidungsgrundlage ausgearbeitet haben und eventuell noch fehlende Feinheiten bis Dezember nachliefern.

EZB hebt Projektionen für Wachstum an und revidiert Inflationsausblick leicht nach unten

Mit Blick auf die aktuelle Gemengelage von Konjunktur und Inflation hat die EZB an der aktuellen Ausrichtung ihrer unkonventionellen Geldpolitik vorerst noch festgehalten. Einerseits hat sich der konjunkturelle Hintergrund zuletzt immer weiter verbessert. Die Eurozone hat trotz der Unsicherheit durch den Brexit-Beschluss und andere politische Unwägbarkeiten noch mehr Schwung gewonnen und das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im zweiten Quartal 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen (erstes Quartal: +0,5 %). Die wichtigsten Stimmungsindikatoren für den gesamten Euroraum, 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 und stuft die Konjunkturrisiken – trotz der jüngsten Eurostärke – weiter als weitgehend ausgewogen ein. Vor diesem Hintergrund wurden die Projektionen für das Wirtschaftswachstum im Vergleich zum Juni 2017 für dieses Jahr leicht angehoben. Die EZB geht nun davon aus, dass das BIP 2017 um 2,2 % anstatt 1,9 % wachsen wird. Die Projektionen für 2018 und 2019 blieben dagegen unverändert bei 1,8 % bzw. 1,7 %.

Andererseits hat sich die gute Konjunktur noch immer nicht in nachhaltig höheren Inflationsraten niedergeschlagen. Zudem weist die EZB explizit darauf hin, dass die zuletzt erhöhte Volatilität des Wechselkurses eine zusätzliche Unsicherheit vor allem im Hinblick auf die mittelfristige Entwicklung der Inflation darstellt. Nachdem die Preissteigerung im Juni und Juli auf jeweils 1,3 % zurückgegan-

¹Die EZB hatte der guten Wirtschaftslage Rechnung getragen und die Konjunkturrisiken erstmals wieder als weitgehend ausgewogen (zuvor: „nach unten gerichtet“) bezeichnet und vor diesem Hintergrund in ihrem Zinsausblick (Forward Guidance) nicht mehr davongesprochen, 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 verbal nur noch das „aktuelle“ Niveau festgezurr.

²Bis Ende Dezember 2017 werden noch monatlich 60 Mrd. Euro für den Kauf von Kreditverbriefungen (ABS, Asset-Backed Securities) und gedeckten Schulverschreibungen (Covered Bonds) sowie öffentlichen Anleihen und Unternehmensanleihen ausgegeben. Die EZB hat inzwischen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Höhe von 1.707,1 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 107,3 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des 3. Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen wurden 228,0 Mrd. Euro angekauft, ABS Anleihen wurden in Höhe von 24,5 Mrd. Euro erworben (Stand: 1. September 2017).

gen war, hat sich die Inflation im August mit 1,5 % zwar wieder etwas mehr an die Zielmarke der EZB von „unter, aber nahe 2 %“ angenähert, die Kernrate ohne die Energie- und Nahrungsmittelpreise ist aber bei 1,2 % geblieben. Vor diesem Hintergrund äußerte sich Draghi heute weiter „unzufrieden“ mit der Inflationsentwicklung und stellte erneut heraus, dass es weiterhin eines „sehr erheblichen Grades“ an monetärer Unterstützung bedarf, damit sich allmählich Druck auf die hartnäckig niedrige Kerninflation aufbauen kann. Der anhaltende Konjunkturaufschwung stimmt die EZB aber weiter zuversichtlich, dass sich die Preissteigerungsrate allmählich in Richtung eines Niveaus entwickeln wird, das mit ihrem Inflationsziel im Einklang steht. Gleichwohl wurden die Projektionen für die Inflation mit Blick auf den festeren Euro für die beiden kommenden Jahre leicht nach unten revidiert und belaufen sich nun auf 1,2 % für 2018 (Juni 2017: 1,3 %) sowie 1,5 % für 2019 (1,6 %). Für 2017 blieb die Schätzung unverändert bei 1,5 %.

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

Weiter in kleinen Schritten Richtung Exit

Wir erwarten, dass Mario Draghi auf der nächsten EZB-Ratssitzung am 26. Oktober den sukzessiven Ausstieg (Tapering) aus ihrem Wertpapierankaufprogramm für den Jahresanfang 2018 konkretisieren wird. Dabei erwarten wir, dass die EZB den Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik nicht zuletzt mit Blick auf die Währung in sehr behutsamen Schritten vollziehen wird. Auch wenn die EZB, wie Draghi heute erneut darlegte, keine Währungspolitik macht, wird sie den Ausstieg mit Blick auf den Wechselkurs dabei so vorsichtig und umsichtig wie möglich gestalten. Denn ein weiter erstarkender Euro würde dem gewünschten Anstieg der Inflation über sich verbilligende Importe entgegenwirken.

Konkret erwarten wir, dass die EZB den Ankauf von Vermögenswerten über den Dezember 2017 hinaus verlängern wird, das Volumen der monatlichen Käufe aber ab Januar 2018 auf 45 Mrd. Euro und dann weiter schrittweise, vermutlich um jeweils 15 Mrd. Euro alle drei Monate, weiter reduzieren wird. Im September 2018 könnte das Programm so beendet werden.

Ungeachtet des allmählichen Auslaufens ihres geldpolitischen Sonderprogramms bleibt die Geldpolitik der EZB auch 2018 expansiv. So wird die EZB ihren Einlagesatz wohl erst Ende 2018 von $-0,40\%$ auf $-0,25\%$ anheben und mit der ersten Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte auf $0,25\%$ voraussichtlich bis September 2019 warten.

Das größte Risiko für unseren geldpolitischen Ausblick sehen wir derzeit in einer fortgesetzten Eurostärke: Sollte der Euro weiter spürbar zulegen und das Inflationsziel der EZB damit nachhaltig gefährden, könnte das Tapering auch später beginnen und/oder bei geringerer Rückführung des Volumens über einen längeren Zeitraum ausgedehnt werden. Zudem könnte der Einlagesatz später angehoben werden.



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
- Emerging Markets
- Osteuropa
- Trends

www.berenberg.de/publikationen