



## EZB: AUSSTIEG IN WOHLDOSIERTEN KLEINEN SCHRITTEN

von Cornelia Koller

**Nun also doch: die Europäische Zentralbank (EZB) hat heute ihre explizite Aussage fallen gelassen, ihre Anleihekäufe im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer bei einem verschlechterten Ausblick gegebenenfalls auszuweiten. Mit der veränderten Wortwahl wird der allmähliche Ausstieg aus dem geldpolitischen Sonderprogramm konkreter. Es blieb allerdings bei der Aussage, Vermögenswerte in Höhe von monatlich 30 Mrd. Euro bis Ende September 2018 oder wenn nötig darüber hinaus anzukaufen.**

**In der Zinspolitik blieb dagegen alles beim Alten: Die Leitzinsen wurden bei 0,00 % bzw. -0,40 % für den Einlagesatz festgezurt.**

### Weiter in behutsamen Schritten Richtung Exit

Ungeachtet der zuletzt aufgekommenen Risiken durch die Italienwahl und die Einführung von Strafzöllen durch US-Präsident Trump hat die EZB damit vor allem auf die fortschreitende konjunkturelle Erholung in der Eurozone reagiert. Die Eurokonjunktur wird als so robust und breit aufgestellt eingestuft, dass die EZB immer zuversichtlicher geworden ist, dass sich die Preissteigerungsrate mittelfristig in Richtung eines Niveaus entwickeln wird, das mit ihrem Inflationsziel von „unter, aber nahe 2%“ im Einklang steht.

Wie kann es weitergehen?

Vorerst – also bis September – wird die EZB weiter monatlich Anleihen im Volumen von 30 Mrd. Euro erwerben.<sup>1</sup> Vorausgesetzt, die Konjunktur bleibt wie erwartet im Tritt und lässt unverändert einen allmählichen Anstieg der Inflation erwarten, dürfte die EZB den Ausstieg aus ihrem Wertpapierankaufprogramm weiter in kleinen wohldosierten Dosen fortsetzen. Nachdem die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten bereits ab Januar 2018 von zuvor

60 Mrd. auf 30 Mrd. Euro monatlich gekürzt wurden, erwarten wir, dass die EZB ihr Ankaufvolumen ab Oktober nochmals halbieren und nur noch 15 Mrd. Euro monatlich ankaufen wird. EZB-Präsident Mario Draghi dürfte die Märkte darauf bereits im Sommer einstimmen. Ende 2018 dürfte das Wertpapierankaufprogramm dann endgültig auslaufen.

### Konjunktur zieht weiter an - Inflation bleibt gedämpft

Die volkswirtschaftliche Gemengelage weist vorerst weiter ein differenziertes Bild auf. Zum einen hat sich der konjunkturelle Hintergrund zuletzt immer weiter verbessert und die wichtigsten Stimmungsindikatoren sprechen eindeutig für eine Fortsetzung des dynamischen Wachstums im Euroraum. Die EZB rechnet daher damit, dass sich die Erholung weiter festigt und noch mehr Breite gewinnen wird. Vor diesem Hintergrund stuft sie die Konjunkturrisiken – trotz der erstmals explizit genannten Gefahr durch einen zunehmenden Protektionismus – weiter als weitgehend ausgewogen ein. Die Projektionen für das Wirtschaftswachstum wurden im Vergleich zum Dezember 2017 für dieses Jahr leicht von 2,3 % auf 2,4 % angehoben. Für 2019 und 2020 blieb es dagegen bei BIP-Zuwächsen von 1,9 % bzw. 1,7 %.

Andererseits hat sich die gute Konjunktur noch immer nicht in nachhaltig höheren Inflationsraten niedergeschlagen. So hat sich die Inflation in den letzten Monaten weiter weg von der 2 %-Zielmarke der EZB bewegt. Im Februar betrug der Anstieg lediglich 1,2 %. Auch die Kernrate ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise kommt mit aktuell 1,0 % nicht von der Stelle. Gleichwohl wurden die Projektionen für die Inflation seit der letzten Projektionsrunde im Dezember kaum verändert. Für 2018 und 2020 blieb es bei 1,4 % bzw. 1,7 %. Lediglich die Inflationsrate für 2019 wurde leicht von 1,5 % auf 1,4 % nach unten revidiert.

<sup>1</sup> Die EZB hat inzwischen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Höhe von 1.928,6 Mrd. Euro und seit Anfang Juni 2016 Vermögenswerte des Unternehmenssektors in Höhe von 141,9 Mrd. Euro erworben. Im Rahmen des 3. Programms zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen wurden 247,2 Mrd. Euro angekauft, ABS Anleihen wurden in Höhe von 25,1 Mrd. Euro erworben (Stand: 23. Februar 2018).



### **Geldpolitik bleibt expansiv - Zinswende erst 2019**

Ungeachtet des allmählichen Auslaufens ihres geldpolitischen Sonderprogramms bleibt die Geldpolitik der EZB auch 2018 expansiv ausgerichtet. Mit der ersten Leitzinserhöhung wird sich die EZB wohl noch bis 2019 Zeit lassen. Wir erwarten den ersten Zinsschritt für den Refinanzierungssatz auf 0,25 % im Juni 2019, gefolgt von einem weiteren Trippelschritt Ende 2019. Den Einlagesatz könnte die EZB bereits im Frühjahr 2019 erstmals wieder von -0,40 % auf -0,25 % anheben.

Sollten Konjunktur und Inflation stärker als erwartet anziehen, könnte die EZB ihren Zinserhöhungszyklus auch schon im Frühjahr 2019 starten. Umgekehrt würde die EZB bei anhaltend gedämpfter Inflation länger mit der Zinswende 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
- Emerging Markets
- Trends

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