

Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

2. September 2010

Die EZB behält ihren neutralen Kurs bei

www.bantleon.com

Die EZB hat im Rahmen der heutigen Sitzung das aktuelle Leitzinsniveau von 1,00 % weiterhin als »angemessen« bezeichnet. Im Vordergrund des Treffens standen jedoch andere Themen. Mit Blick auf die künftige Liquiditätspolitik wurde dabei folgendes beschlossen:

- Bei den wöchentlichen Offenmarktgeschäften sowie den 1-Monats-Tendern wird das aktuelle Verfahren der unbegrenzten Zuteilung mindestens bis zum 18. Januar 2011 beibehalten.
- Die 3-Monats-Tender werden in den kommenden drei Monaten ebenfalls unverändert als Mengentender versteigert, d.h. alle Gebote der Banken werden erfüllt. Der Zinssatz, der den Banken in Rechnung gestellt wird, entspricht allerdings nicht mehr automatisch dem gegenwärtigen Leitzins (derzeit 1,00 %), sondern wird im Nachhinein aus dem Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze errechnet.

Mit den getroffenen Massnahmen setzt die EZB den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik erwartungsgemäss vorübergehend ausser Kraft. Sie eifert damit in gewisser Weise der Fed nach. Anders als in den USA geschieht dies allerdings nicht, um der Konjunktur einen zusätzlichen Impuls zu verleihen. Vielmehr dürfte die Politik des lockeren Geldes in erster Linie mit Rücksicht auf die Banken der Peripherieländer fortgeführt werden. Letztere hatten im Juni 2010 60 % der Notenbankliquidität absorbiert, obwohl die vier PIGS-Staaten (Portugal, Irland, Griechenland, Spanien) nur einen Anteil am Eurozonen-BIP von 18 % besitzen.

Der zweite Schwerpunkt der EZB-Sitzung lag bei den neuen Makro-Projektionen, die allesamt nach oben korrigiert wurden (siehe Tabelle). Besonders stark fiel die Aufwärtsrevision bei der BIP-Prognose für das laufende Jahr aus, deren Mittelwert sich nunmehr bei 1,6 % statt bei 1,0 % befindet. Dabei handelt es sich in erster Linie um eine »technische« Anpassung an das starke 2. Quartal sowie die Aufwärtsrevisionen in den Vorquartalen. So gab Eurostat heute bekannt, dass die Wertschöpfung im 1. Quartal 2010 um 0,3 % (statt 0,2 %) und im 4. Quartal 2009 um 0,2 % (statt 0,1 %) expandierte.

Ungeachtet der höheren Prognosewerte hat sich an der grundsätzlich skeptischen Konjunkturschätzung

zung der Notenbank nichts geändert. So bleibt das Wachstum in den Augen der Währungshüter anfällig für Rückschläge und hätte überdies zuletzt von temporären Faktoren profitiert. Die anhaltende Skepsis kommt auch darin zum Ausdruck, dass die Notenbank für die neuen Wachstumsprognosen mehr Abwärts- als Aufwärtsrisiken sieht.

Weniger erfreut als über die BIP-Projektionen dürften die Währungshüter über die neuen Inflationsprognosen sein. Sie wurden ebenfalls angehoben und marschieren damit sukzessive in Richtung 2,0 %. Die Gefahr eines Überschreitens des Inflationsziels hat somit zugenommen. Dies gilt umso mehr, als die EZB mit Blick auf die Inflationsprognosen Aufwärtsrisiken sieht.

Zu berücksichtigen ist allerdings, dass der jüngste Anstieg der Teuerungsraten (auf 1,7 % im Juli) vor allem auf Verbrauchs- und Mehrwertsteuererhöhungen zurückzuführen – und damit vorübergehender Natur – ist. Gerade in diesem Bereich des administrativen Teuerungsdrucks sieht die EZB daher auch neben steigenden Rohstoffpreisen die grössten Inflationsgefahren. Der fundamentale, heimische Preisdruck sei hingegen weiterhin gering.

Projektionen der EZB vom September 2010*		
	2010	2011
Inflation (HVPI)	1,6 % (1,5)	1,7 % (1,6)
BIP-Wachstum (real)	1,6 % (1,0)	1,4 % (1,2)

Quelle: EZB, * Jahresdurchschnitt, Mittelwert, in Klammern Projektionen vom Juni 2010

Alles in allem nehmen die europäischen Währungshüter derzeit eine betont neutrale Haltung ein. Jean-Claude Trichet wies mehrfach darauf hin, dass sich hinter den neu getroffenen Liquiditätsmassnahmen und den jüngsten Makro-Projektionen kein verstecktes geldpolitisches Signal verberge.

Wir gehen davon aus, dass die EZB auch in den kommenden Monaten ihren Kurs des Abwartens beibehalten wird. Dennoch wollen wir nicht ausschliessen, dass sie zum Jahresende im Zuge sich verschlechternder Wirtschaftsdaten nochmals unter Druck gerät, weitere expansive Massnahmen zu ergreifen.