



**Dr. Daniel Hartmann**  
Chefofkwirt

## EZB überrascht – Draghi beschwichtigt

8. März 2018

[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

Im Rahmen der heutigen Notenbanksitzung hat die EZB ihre Kommunikation vorsichtig angepasst. Der Passus, wonach das Anleihenkaufprogramm notfalls nochmals aufgestockt werden könnte, wurde gestrichen (sogenannter Easing Bias). Diese Modifikation wurde bereits seit längerem diskutiert, dennoch kam der Schritt zum aktuellen Zeitpunkt etwas überraschend. Schliesslich hatten sich zahlreiche Währungshüter zuletzt dafür ausgesprochen, die Märkte nicht unnötig in Aufregung zu versetzen.

Ganz in diesem Sinne spielte *Mario Draghi* die Anpassung herunter. Die Formulierung sei zu einer Zeit eingeführt worden (2016), als noch Deflationsrisiken vorherrschten. Eine Botschaft wolle der EZB-Rat mit der Streichung des Easing Bias jedenfalls nicht aussenden. An der grundsätzlichen Reaktionsfunktion der Notenbank habe sich nichts geändert.

Weitere Anpassungen in der Forward Guidance standen laut *Draghi* nicht zur Debatte. Vor allem hielt die Notenbank an der Formulierung fest, wonach die Anleihenkäufe so lange fortgeführt würden, bis ein klarer Aufwärtstrend bei der Inflation erkennbar ist (auf jeden Fall bis September 2018). Dies steht im Einklang mit der makroökonomischen Einschätzung, an der sich in den vergangenen Monaten wenig geändert hat.

### Projektionen der EZB vom März 2018\*

	2018	2019	2020
<b>Wachstum</b>	2,4% (2,3)	1,9% (1,9)	1,7% (1,7)
<b>Inflation</b>	1,4% (1,4)	1,4% (1,5)	1,7% (1,7)

Quelle: EZB, \*Jahresdurchschnitt, Mittelwert; in Klammern Projektionen vom Dezember 2017

Die neuen Makro-Projektionen der EZB spiegeln dies ebenfalls wider (vgl. Tabelle). Sie sehen gegenüber Dezember lediglich minimale Anpassungen vor. Bei der ohnehin nur flach aufwärts gerichteten Inflationsprognose gab es eine leichte Abwärtskorrektur (2019). Der Wert für das Jahr 2020 fällt überdies nach wie vor vergleichsweise niedrig aus (1,7%). Laut *Draghi* ist es daher weiterhin verfrüht, den »Sieg« zu erklären. Trotz der guten Konjunkturlage sei noch nicht sicher, dass

die Inflation tatsächlich auf absehbare Zeit das Inflationsziel (»unter, aber nahe 2,0%«) erreicht. Die umfangreiche geldpolitische Unterstützung sei daher nach wie vor unverzichtbar.

An der ausgeglichenen Risikoeinschätzung zum Wachstumsausblick hielt die EZB ebenfalls fest, obwohl sie die wachsenden Tendenzen zum Protektionismus als zusätzlichen Risikofaktor hinzufügte. *Mario Draghi* liess aber keinen Zweifel daran, dass die negativen Folgen eines Handelskriegs für die Konjunktur beträchtlich wären.

Alles in allem gelang es dem Notenbankpräsidenten, die jüngsten Anpassungen in der Kommunikation zu verharmlosen und einen recht vorsichtigen Ton anzuschlagen. An diesem Wording sollte sich in den nächsten Monaten wenig ändern. Nach unserer Einschätzung wird die Mehrzahl der Konjunkturdaten über das Frühjahr und den Sommer enttäuschen und auf eine Abkühlung des konjunkturellen Momentums hindeuten. Mit neuen Botschaften zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik dürften sich die Währungshüter daher zurückhalten.

Im Juni muss die EZB aber Farbe bekennen, wie es mit den Anleihenkäufen weitergeht. Trotz der moderaten konjunkturellen Eintrübung gehen wir davon aus, dass die Währungshüter das QE-Programm in diesem Jahr beenden (entweder sofort im September oder im Dezember). Eine nochmalige Ausweitung würde zum einen wenig Wirkung entfalten. Zum anderen gehen der EZB die kaufbaren Anleihen aus.

Im Gegenzug werden die Notenbanker jedoch den Zeitpunkt für die erste Leitzinserhöhung so lange wie möglich hinauszögern. Die bisherige Forward Guidance auf das QE-Programm sollte mithin auf den Zinsausblick übertragen werden. Demnach wird die Notenbank die Leitzinsen so lange auf dem aktuell tiefen Niveau belassen, bis die Inflation klar nach oben gedreht hat. Wir gehen davon aus, dass sich die konjunkturelle Lage Ende 2018 wieder fängt und dementsprechend der Boden für eine erste Anhebung des Leitzinses im Juni 2019 (von -0,40% auf -0,20%) bereitet ist.

**Rechtlicher Hinweis**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.