



Dr. Daniel Hartmann
Chefofkwirt

Analyse:

Mario Draghi gibt die Taube

26. Juli 2018

www.bantleon.com

Die Erwartungen an die heutige EZB-Sitzung waren von vornherein nicht allzu gross. Schliesslich hatte die Notenbank erst im Juni die Leitlinien zur künftigen Geldpolitik vorgegeben: Demnach soll im Dezember das QE-Programm beendet werden. Im Gegenzug werden die Leitzinsen bis mindestens in den Sommer 2019 hinein auf dem aktuell tiefen Niveau gehalten. Diese Botschaft eines sanften Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik bekräftigte *Mario Draghi* nachhaltig. Die jüngsten makroökonomischen Daten gaben auch keinen Anlass für eine Kurskorrektur.

Mit Blick auf die Inflation ist es aus Sicht der EZB nach wie vor zu früh, »den Sieg zu erklären«. Zwar hat die jährliche Teuerungsrate im Juni die 2,0%-Marke erreicht. Klammert man Energie- und Nahrungsmittelpreise aus, sind es jedoch unverändert lediglich rund 1,0%. Monetäre Unterstützung ist demzufolge weiterhin unerlässlich.

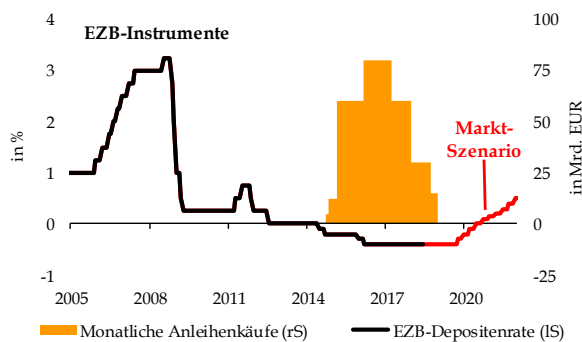
Umgekehrt gibt es aber auch keinen Grund, den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik weiter hinauszuschieben. Die Wachstumsentwicklung ist laut EZB zufriedenstellend, auch wenn nicht mehr ganz die Niveaus aus dem Vorjahr erreicht werden. Darin sehen die Währungshüter aber eher eine »Normalisierung« als den Beginn eines Abschwungs. In den vergangenen Wochen haben sich überdies laut *Mario Draghi* zumindest die Abwärtsrisiken nicht weiter verstärkt. Die Konjunkturbarometer hätten sich vielmehr im Juni/Juli auf überdurchschnittlichem Niveau stabilisiert. Die EZB geht daher davon aus, dass die Wachstumsraten im 2. Halbjahr 2018 solide bleiben (ca. 0,4% bis 0,5% pro Quartal).

Keine Notwendigkeit sah *Mario Draghi* darin, den Zinsausblick zu präzisieren. Im Nachgang zur vergangenen Sitzung hatte die Formulierung, die Leitzinsen werden »mindestens über den Sommer 2019«

auf dem aktuellen Niveau bleiben, zu Kontroversen geführt. Aus Sicht *Draghis* wird die Formulierung von den Investoren derzeit jedoch richtig interpretiert. Die Märkte gehen davon aus, dass der Leitzinserhöhungszyklus im September 2019 startet – mit einer homöopathischen Dosis (+10 Bp), gefolgt von einem weiteren Schritt um 10 Bp im Dezember. Verteilt über das Jahr 2020 sind dann drei zusätzliche Mini-Straffungen um 10 Bp eingepreist. Die Depositenrate läge mithin im Dezember 2020 bei +0,10% – alles in allem ein extrem flacher und spät einsetzender Leitzinserhöhungszyklus (vgl. Abbildung).

Mario Draghi hat sich mit der Bestätigung dieser Erwartungen auf die Seite der Tauben geschlagen, die »über den Sommer« mit »bis zum Ende des Sommers« interpretieren. Die Falken im EZB-Rat hatten hingegen bis zuletzt auf die Möglichkeit eines ersten Schrittes bereits im Juli 2019 verwiesen. Offensichtlich ist dies jedoch eine Minderheitsposition.

Abbildung: Extrem später und flacher Leitzinserhöhungszyklus eingepreist



Quellen: EZB, BANTLEON

Nicht bestätigen wolle der Notenbankpräsident hingegen Gerüchte, wonach eine Art »Operation Twist« geplant ist. Viele Analysten hatten in jüngerer Zeit darauf gesetzt, dass die EZB bei den künftigen Reinvestitionen von Wertpapieren längere

Laufzeiten bevorzugen würde, um so zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Renditen am langen Ende des Anleihenmarktes auszuüben. Vorerst scheint dies jedoch nicht auf der Tagesordnung zu stehen.

Im Vergleich zur EZB sind wir etwas skeptischer, was den Konjunkturausblick angeht. Wir gehen zwar ebenfalls davon aus, dass gegenwärtig eine Stabilisierung beim Wachstum und den Stimmungsindikatoren im Gange ist. Im Laufe des 2. Halbjahrs sollte jedoch eindeutig wieder der Abwärtstrend die Oberhand gewinnen. Allen voran dürfte der US-amerikanische Konjunkturzyklus nach einem starken 1. Halbjahr nach unten drehen und sich damit dem europäischen und asiatischen Zyklus angleichen. In der Folge wird sich das weltwirtschaftliche Umfeld weiter eintrüben.

Die sich abzeichnenden Enttäuschungen bei den Konjunkturdaten werden die Unsicherheit bei den Investoren verstärken. Gleichzeitig dürften die Erwartungen an den Beginn des Leitzinserhöhungszyklus noch weiter nach hinten wandern. In der Konsequenz rechnen wir damit, dass die Bund-Renditen im 2. Halbjahr 2018 erneut einen Schwächeanfall erleiden und sich wieder Richtung Nulllinie bewegen.

Dies ändert sich erst, wenn der konjunkturelle Abwärtstrend einen Boden findet. Davon gehen wir jedoch frühestens im Frühjahr 2019 aus. Sollte es so kommen, ist dann aber im Endeffekt doch das Tor für die erste gelpolitische Straffung im September 2019 geöffnet.

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.