



Jörg Angelé
Senior Analyst
Economic Research

Analyse

EZB unterschätzt Inflation – QE aber quasi wirkungslos

7. Januar 2020

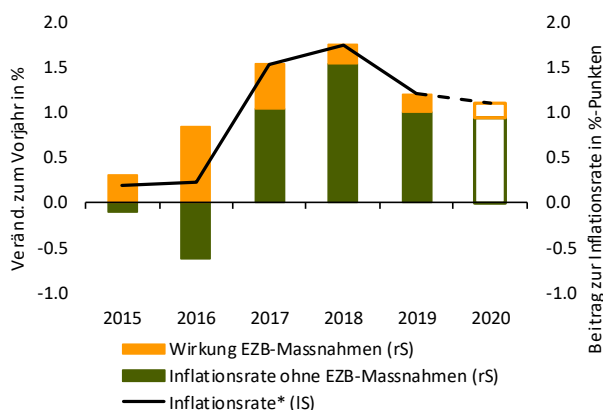
www.bantleon.com

Die Europäische Zentralbank (EZB) hatte im letzten September ein ganzes Bündel an zusätzlichen expansiven geldpolitischen Massnahmen beschlossen. Begründet wurde dieser Schritt vom damaligen EZB-Präsidenten *Mario Draghi* mit der chronisch niedrigen Inflation in der Eurozone. Gemäss den am 12. Dezember 2019 veröffentlichten Prognosen des EZB-Stabes soll die Inflationsrate im laufenden Jahr bei 1,1% liegen, nach 1,2% im letzten Jahr. 2021 soll die Teuerungsrate dann 1,4% betragen, gefolgt von 1,6% im Jahr 2022. Die EZB würde ihr selbst gestecktes Inflationsziel damit auf absehbare Zeit verfehlen.

EZB-Massnahmen wirkten vor allem 2016/2017

Wir halten es für wenig wahrscheinlich, dass die im September beschlossene zusätzliche geldpolitische Lockerung die Inflationsrate in den nächsten Jahren nennenswert erhöhen wird. Dies folgt aus einer im März 2019 veröffentlichten Studie, in der die EZB die Auswirkungen aller zwischen Mitte 2014 und Ende 2018 umgesetzten expansiven geldpolitischen Schritte auf das reale Bruttoinlandsprodukt sowie die Inflation quantifiziert.

Abb. 1: Wirkung der lockeren Geldpolitik auf die Inflation hat 2018 und 2019 stark nachgelassen



Quellen: EZB, BdF, BANTLEON; * 2020 ist die Projektion des EZB-Stabes vom 12. Dezember 2019

Den Autoren zufolge lag der inflationserhöhende Effekt zwischen 2016 und 2019 bei kumuliert 1,77%-Punkten. Den stärksten Niederschlag fanden die EZB-Massnahmen demzufolge in den Jahren 2016 und 2017, während sich der Einfluss 2018 und 2019 deutlich abgeschwächt hat (vgl. Abbildung 1). In diesem Jahr ist demnach nur noch mit einem positiven Effekt auf die Inflationsrate von 0,16%-Punkten zu rechnen.

Die zwischen Mitte 2014 und Ende 2018 umgesetzten Massnahmen zur geldpolitischen Lockerung umfassten die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes um 15 Bp auf 0,0%, die Senkung des Einlagesatzes um 40 Bp auf -0,4%, die Durchführung zweier Runden ultralanger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) sowie den Kauf von Anleihen (Asset Purchase Programme, APP) im Umfang von 2.570 Mrd. Euro. Darüber hinaus wurde die sogenannte Forward Guidance, also der Zeitpunkt, ab dem die Leitzinsen wieder angehoben werden sollen, mehrfach in die Zukunft verschoben.

Neue Stimuli sind eher Päckchen als Paket

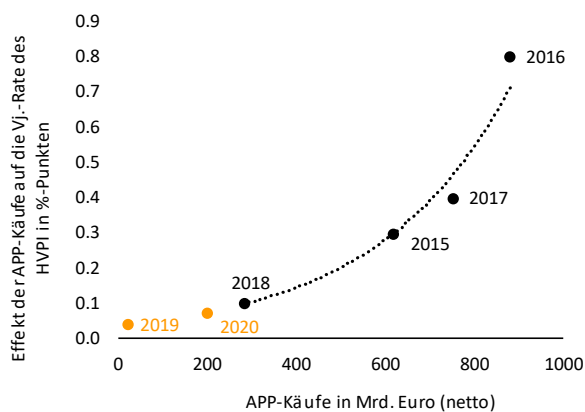
Demgegenüber nehmen sich die im September 2019 angekündigten Massnahmen eher bescheiden aus. Das neue Anleihenkaufprogramm hat ein Volumen von monatlich 20 Mrd. Euro. Unter der Annahme, das Programm ende nach zwölf Monaten – also im Oktober 2020 – und würde in der Zwischenzeit nicht aufgestockt werden, beliefen sich die Anleihenkäufe kumuliert auf 240 Mrd. Euro. Das entspricht gerade einmal rund 9% des in den Jahren 2014 bis 2018 gekauften Volumens. Zudem wurde die stimulierende Wirkung der Senkung des Einlagesatzes um 10 Bp auf -0,5% durch die Einführung eines Freibetrages für bei der EZB gehaltene Überschussreserven zu einem guten Teil kompensiert. So kletterte beispielsweise die Rendite zweijähriger deutscher Staatsanleihen seit der EZB-Sitzung am 12. September 2019 um 21 Bp auf -0,63%. Die Neuauflage der TLTRO-Geschäfte dient in erster Linie wohl eher dazu, die auslaufenden

Tranchen des TLTRO II zu ersetzen denn das Kreditvolumen auszuweiten. Schliesslich ist die angepasste Forward Guidance so schwammig formuliert, dass sie viel Interpretationsspielraum hinsichtlich der Frage lässt, wie lange die Leitzinsen nicht wieder angehoben werden sollen.

Anleihenkäufe werden verpuffen

Unseres Erachtens werden die inflationserhöhenden Effekte des jüngsten Stimulus-Programms somit im Bereich der Messunschärfe liegen, sprich kaum nachweisbar sein. So sollte beispielsweise die Wiederaufnahme des APP die Inflationsrate im laufenden Jahr lediglich um knapp 0,1%-Punkte erhöhen. Das lässt sich aus Berechnungen der Banque de France ableiten, die im Oktober 2017 in einer Analyse untersuchte, welche Auswirkungen die Anleihenkäufe der Jahre 2015 bis 2017 auf die Inflationsrate hatten (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Einen Effekt auf die Inflation scheinen nur die Netto-Käufe von Anleihen zu haben ...



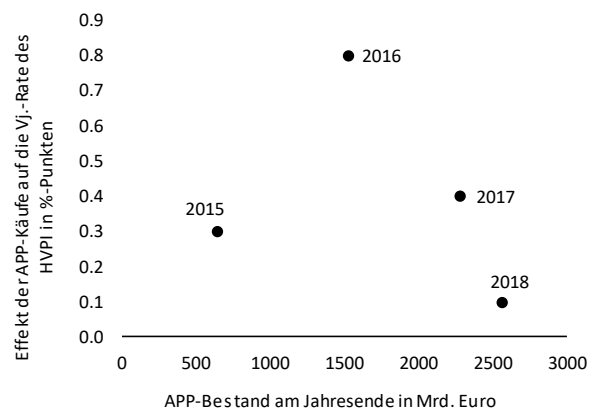
Quellen: EZB, BdF, BANTLEON; * 2019 und 2020 abgeleitet aus dem von der Banque de France ermittelten Zusammenhang

Demzufolge geht von Anleihenkäufen erst ab einer Größenordnung von mehreren hundert Milliarden Euro pro Jahr ein nennenswerter Effekt auf die Inflationsrate aus. Entscheidend ist dabei auch, dass offenbar lediglich der Netto-Kauf von Anleihen (Flow-Effekt) einen Einfluss auf die Inflation hat, während sich der blosse Bestand an Anleihen (Stock-Effekt) nicht systematisch auf die Teuerungsrate auszuwirken scheint (vgl. Abbildung 3).

In Summe ergibt sich somit für 2020 auf Basis der Berechnungen der EZB zu den Auswirkungen der massiven geldpolitischen Lockerung der Jahre 2014 bis 2018 sowie des von uns aus den Erkenntnissen der Banque de France abgeleiteten Einflusses der wieder

aufgenommenen Anleihenkäufe lediglich ein Beitrag zur Inflationsrate von 0,2%- bis 0,3%-Punkten. 2021 wird der inflationserhöhende Effekt dann nahe null liegen.

Abb. 3: ... nicht aber die Höhe des Bestandes an gekauften Anleihen

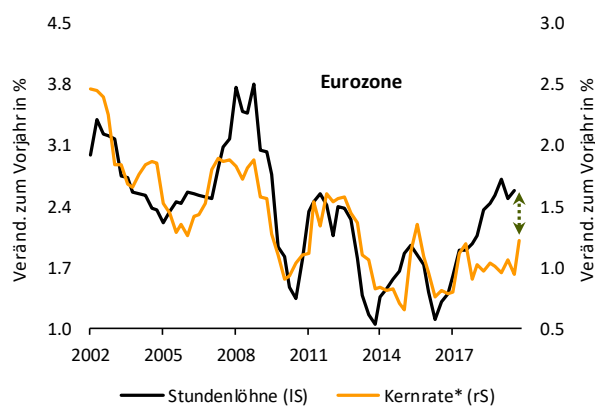


Quellen: EZB, BdF, BANTLEON

Inflation 2020 auch ohne QE höher

Mit den im September 2019 beschlossenen Massnahmen wird die EZB ihrem offiziell postulierten Ziel einer rascheren Rückkehr der Inflationsrate zum Zielwert von 2% also nicht entscheidend näherkommen. Dennoch dürften die Währungshüter die von ihnen ergriffenen Massnahmen am Ende als grossen Erfolg verkaufen. Wir rechnen nämlich damit, dass sich der Inflationstrend im laufenden und im nächsten Jahr ohnehin nach oben richtet – ganz unabhängig vom jüngsten Handeln der EZB. Ein wesentlicher Faktor hierfür wird unserer Meinung nach der sich intensivierende Lohndruck sein.

Abb. 4: Die Kernrate ist hinter dem Anstieg der Stundenlöhne zurückgeblieben



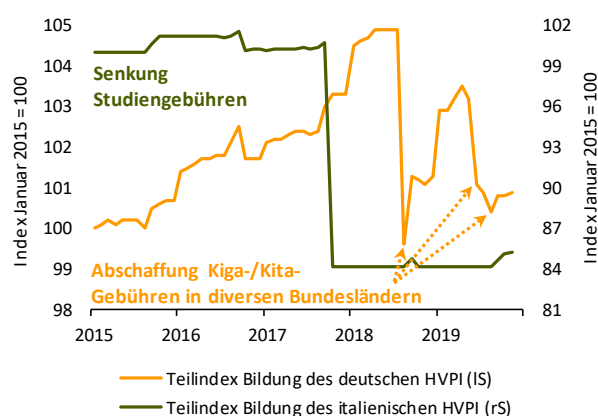
Quellen: Eurostat, EZB, BANTLEON;
* ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel

Die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) bewegt sich in der Eurozone seit Anfang 2017 seitwärts um 1,0% (Veränderung zum Vorjahr) und damit auffällig unterhalb des Niveaus, das aufgrund der sehr soliden Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung zu erwarten wäre. So legt beispielsweise die Zunahme der Stundenlöhne derzeit einen Anstieg der Kerninflationsrate im Vorjahresvergleich um etwa 1,7% nahe (vgl. Abbildung 4).

Inflation zuletzt durch Sondereffekte gedämpft

Ein Teil der Erklärung für den in den letzten Jahren lediglich verhaltenen Auftrieb bei den Verbraucherpreisen dürfte in der expansiven Fiskalpolitik in den Eurostaaten liegen. So wurden in diversen Ländern Massnahmen umgesetzt, die die privaten Haushalte finanziell entlasteten und dabei gleichzeitig den Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) dämpften. Beispielhaft seien an dieser Stelle Deutschland und Italien genannt. In Deutschland wurden in den Jahren 2018 und 2019 in mehreren Schritten die Gebühren für die Betreuung in öffentlichen Kindergärten und Kindertagesstätten gesenkt bzw. abgeschafft. Gleiches geschah in Italien im Oktober 2017 mit den Studiengebühren an öffentlichen Universitäten (vgl. Abbildung 5).

Abb. 5: Eine lockere Fiskalpolitik hat die Inflation in den letzten Jahren gebremst



Quellen: Eurostat, Istat, statistische Landesämter, BANTLEON

Allein die Gebührensenkungen im Bildungsbereich in Deutschland und Italien haben den Anstieg der Kerninflationsrate der Eurozone im Jahr 2018 um 0,05%-Punkte verringert. Darüber hinaus wurden sehr wahrscheinlich auch in anderen Ländern der Währungsunion fiskalische Massnahmen umgesetzt, die sich dämpfend auf den Verbraucherpreisindex ausgewirkt haben. Der tatsächliche

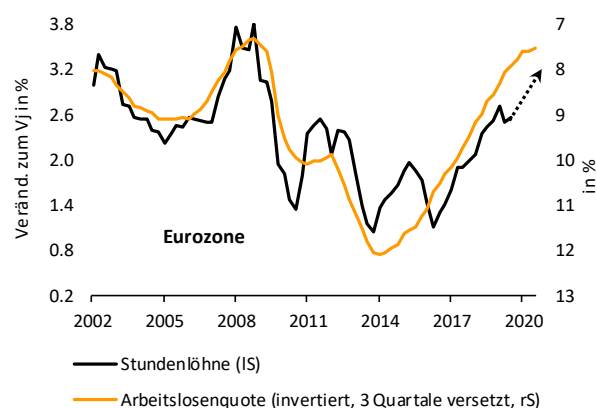
inflationmindernde Effekt dürfte somit grösser gewesen sein als die hier genannten 0,05%-Punkte.

2019 wurde die Kerninflationsrate der Eurozone überdies zusätzlich wegen eines Sondereffektes in Deutschland um 0,05%-Punkte gedrückt. So liegt die Kernrate gemessen am HVPI aufgrund einer Umstellung in der Systematik bei der Erfassung von Pauschalreisen rund 0,2%-Punkte unterhalb der sich aus dem nationalen Verbraucherpreisindex ergebenden Kernrate (vgl. FMM vom 26. August 2019).

Unterliegender Preisdruck bleibt erhöht

Auch 2020 ist davon auszugehen, dass die Fortsetzung der expansiven Fiskalpolitik in zahlreichen Mitgliedsländern die Inflation bremsen wird. Die Auswirkungen werden in unseren Augen aber weniger ausgeprägt ausfallen als in den vergangenen beiden Jahren. Unserer Meinung nach wird sich der unterliegende Preisdruck in Form spürbar steigender Löhne bzw. Arbeitskosten in den Inflationszahlen daher stärker bemerkbar machen als in den Jahren zuvor; zumal die unverändert gute Lage am Arbeitsmarkt für ein in diesem Jahr noch stärkeres Wachstum der Lohn- bzw. Arbeitskosten spricht (vgl. Abbildung 6). Insbesondere in den südlichen Ländern der Eurozone gibt es nach Jahren der Lohnzurückhaltung ein gewisses Aufholpotenzial. Es ist zudem äusserst unwahrscheinlich, dass Unternehmen auf Dauer schrumpfende Gewinnmargen hinnehmen werden, zumal angesichts der sehr robusten Konsumnachfrage Spielraum für Preisüberwälzungen vorhanden ist.

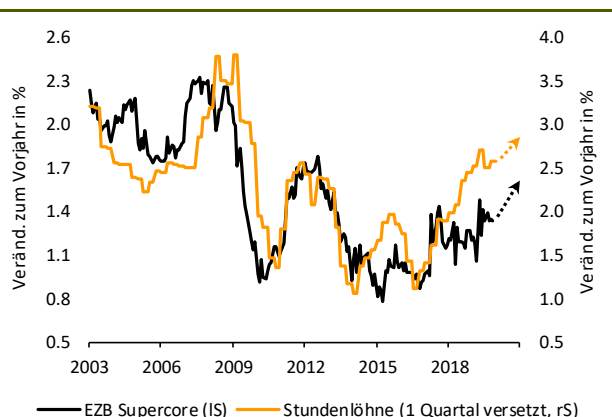
Abb. 6: Stark gesunkene Arbeitslosenquote spricht für anhaltend hohen Kostendruck



Quellen: EZB, Eurostat, BANTLEON

Ein allmähliches Überschwappen der gestiegenen Arbeitskosten lässt sich bereits beobachten. So weist beispielsweise die von der EZB berechnete konjunktursensitive Kerninflationsrate (Supercore) im Gegensatz zur »normalen« Kerninflationsrate seit 2015 einen klaren Aufwärtstrend auf (vgl. Abbildung 7).

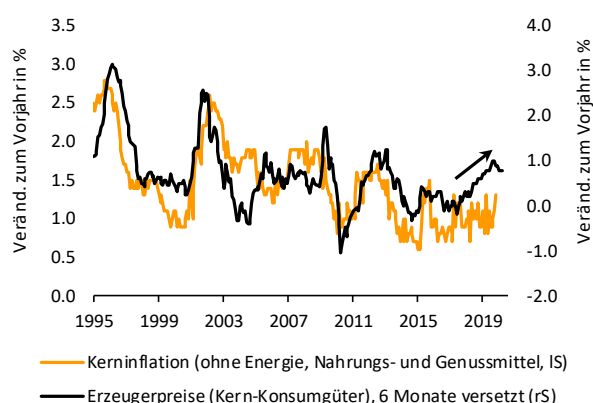
Abb. 7: Steigender Lohndruck bereits in konjunktursensitiver Kerninflationsrate sichtbar



Quellen: EZB, BANTLEON

Die Entwicklung der Erzeugerpreise spricht ebenfalls dafür, dass der unterliegende Preisdruck in den letzten Quartalen grösser war bzw. noch ist als sich dies in der Kerninflationsrate widerspiegelt (vgl. Abbildung 8).

Abb. 8: Unterliegender Preisaufrtrieb auch angesichts der Erzeugerpreisentwicklung schwach

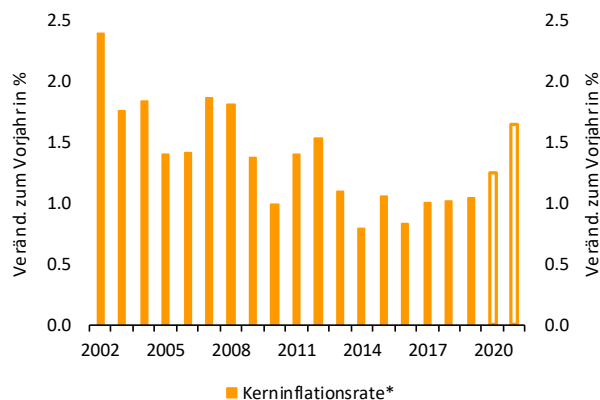


Quellen: Eurostat, BANTLEON

Aus den genannten Gründen gehen wir davon aus, dass sich die Kerninflationsrate im laufenden Jahr im Mittel um 1,3% bis 1,4% bewegen wird, nachdem sie 2019 durchschnittlich bei 1,0% lag. Damit würde die

Notenbank ihr selbst gestecktes Ziel noch immer verfehlen, dennoch wäre es der stärkste Preisanstieg seit dem Jahr 2012 (vgl. Abbildung 9).

Abb. 9: Nach Jahren um 1% dürfte die Kerninflationsrate ab 2020 nachhaltig nach oben drehen



Quellen: Eurostat, BANTLEON;

* ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel

Klimapaket wird Inflation 2021 befeuern

Unter unserer Annahme eines weiterhin soliden Beschäftigungs- und Lohnzuwachses und damit einhergehend steigender Arbeitskosten dürfte der unterliegende Preisaufrtrieb 2021 weiter zunehmen und die Kerninflationsrate noch näher an 2% heranrücken. Hierzu wird auch das Klimapaket der deutschen Bundesregierung beitragen, dessen Auswirkungen ab dem nächsten Jahr greifen werden.

Gemäss Berechnungen der Deutschen Bundesbank wird die Einführung eines CO₂-Preises zu einem nennenswert stärkeren Anstieg der deutschen Inflationsrate führen: Bei einem Preis von 10 Euro je Tonne CO₂ um 0,26%-Punkte. Nachdem sich Bundestag und Bundesrat im Vermittlungsausschuss vor wenigen Wochen auf einen anfänglichen CO₂-Preis von 25 Euro je Tonne ab dem Jahr 2021 geeinigt haben, ergibt sich bei mechanischer Umlegung auf die Kalkulationen der Bundesbank ein inflationstreibender Effekt von 0,65%-Punkten im nächsten Jahr. Dies würde sich ceteris paribus in einer um 0,18%-Punkte höheren Inflationsrate in der Eurozone niederschlagen.

Zwar betrifft die geplante Einführung einer Abgabe auf den Ausstoss von CO₂ lediglich Energieträger wie Kraftstoffe, Heizöl und Erdgas, die bei der Berechnung der Kerninflationsrate ausgeklammert werden. Wir halten es aber für sehr wahrscheinlich, dass die spürbare Verteuerung insbesondere von Kraftstoffen und Heizöl über Sekundär- und Zweitrundeneffekte

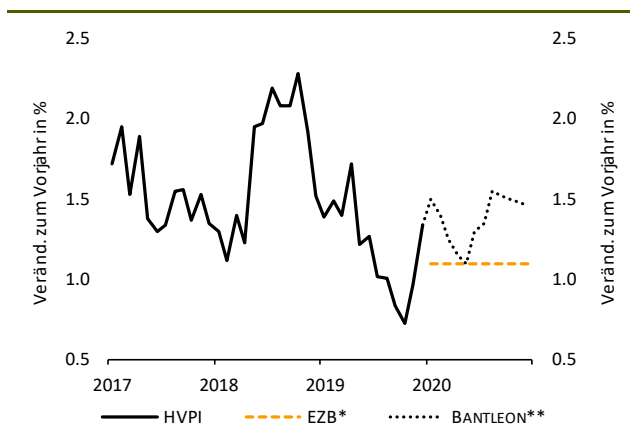
auch zu einem Anstieg der Preise einer breiten Palette an Gütern und Dienstleistungen führen wird, spricht sich auch erkennbar in der Kerninflationsrate niederschlagen wird.

Die im Gegenzug für die höheren Energiepreise beschlossene Entlastung der deutschen Verbraucher wird zum grössten Teil in Form einer höheren Pendlerpauschale erfolgen und damit keinen dämpfenden Einfluss auf den Anstieg des Verbraucherpreisindex haben. Einen inflationsdämpfenden Effekt hat die per 1. Januar 2020 umgesetzte Senkung der Mehrwertsteuer auf Bahntickets; dem steht aber die geplante kräftige Erhöhung der Luftverkehrsabgabe ab April 2020 gegenüber, die Flugtickets verteuern wird.

EZB unterschätzt Inflation 2020

In unsere bisherigen Ausführungen zur Inflationsentwicklung im laufenden Jahr haben wir im Wesentlichen auf die Kerninflationsrate abgestellt, das Gesagte lässt sich aber quasi 1:1 auf die Gesamtinflationsrate – die eigentliche Zielgrösse der EZB – übertragen. Unterschiede ergeben sich aufgrund von Basiseffekten bei den volatilen Energiepreisen vor allem beim Inflationsmuster im Jahresverlauf. Auf Basis unserer Prognose zur Entwicklung der Kerninflationsrate sowie unter der Annahme eines im Jahresverlauf konstanten Rohölpreises von rund 60 Euro je Fass (Brent) zeichnet sich für 2020 eine erkennbar höhere Inflationsrate ab als die von der EZB in den Dezember-Projektionen unterstellten 1,1%. Insbesondere im 1. Quartal sowie im 2. Halbjahr dürfte die Inflationsrate deutlich höher liegen (vgl. Abbildung 10).

Abb. 10: EZB scheint Inflation in diesem Jahr zu unterschätzen

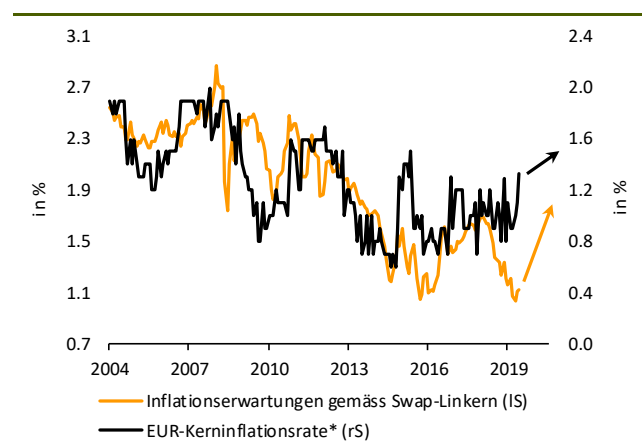


Quellen: Eurostat, EZB, BANTLEON; * Projektionen EZB-Stab vom 12. Dezember 2019; ** Annahme eines konstanten Rohölpreises von rund 60 Euro je Fass (Brent)

Fazit: Die Währungshüter der EZB dürften 2020 von einem stärkeren Preisauftrieb als im Dezember 2019 projiziert überrascht werden und dies, obwohl wir die im September ergriffenen Massnahmen mit Blick auf das Ziel, die Inflationsrate zu erhöhen, für nahezu wirkungslos halten. Sie sind in unseren Augen nicht mehr als hübsches Beiwerk zu einem ohnehin anziehenden Inflationstrend. Auch wenn der von uns prognostizierte Anstieg der Kerninflationsrate noch immer moderat ausfällt, stellt er ein erkennbares Ausschlagen aus dem Seitwärtstrend der letzten Jahre dar.

Dies bleibt nicht ohne Konsequenz für die EZB-Politik: Eine nochmalige Leitzinssenkung ist unserer Meinung nach vom Tisch, da sich zusätzlich die jüngsten Anzeichen einer konjunkturellen Aufhellung verfestigen sollten. Darüber hinaus rechnen wir damit, dass im Verlauf dieses Jahres zunächst der noch immer vorhandene Easing Bias (»Zinsen noch längere Zeit auf dem aktuellen Niveau oder darunter«) aufgehoben wird, bevor man sich im Herbst zu einer Beendigung des Anleihenkaufprogramms entschliessen dürfte. An den Anleihenmärkten begännen spätestens dann Spekulationen über mögliche Zinsanhebungen im Jahr 2021. In der Folge ist von sinkenden Anleihenkursen und spiegelbildlich steigenden Renditen auszugehen. Inflationsindexierte Anleihen dürften angesichts der erwarteten Entwicklung der Teuerungsrate dabei weniger in Mitleidenschaft gezogen werden. Dies gilt umso mehr, als sich selbst der jüngste Anstieg der Inflationsrate am Markt noch nicht widerspiegelt (vgl. Abbildung 11).

Abb. 11: An den Märkten spiegelt sich der stärkere Preisauftrieb noch nicht wider



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BANTLEON; * ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel

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.