

# Die Euro-Zinswende rückt in weite Ferne

Offiziell will die EZB die Zinsen dieses Jahr erhöhen. Doch angesichts der schwachen Konjunktur glauben selbst Exponenten der Zentralbank nicht mehr daran.

PETER ROHNER

Die Europäische Zentralbank (EZB) will ihre ultralockere Geldpolitik endlich beenden, aber nun macht ihr die Konjunktur einen Strich durch die Rechnung. Den Anfang zur geldpolitischen Normalisierung hat sie zwar bereits gemacht. Ende Jahr liess sie das Anleihenkaufprogramm auslaufen. Die Leitzinsen hält sie aber unverändert auf historisch tiefem Niveau (vgl. Grafik 1 unten). Laut offizieller Mitteilung zu den geldpolitischen Absichten, der sogenannten Forward Guidance, will sie daran mindestens den Sommer über festhalten. Danach könnte – so suggeriert es die Formulierung – die erste Zinserhöhung seit 2011 Realität werden.

Am Markt jedoch glaubt niemand mehr an die baldige Zinswende. Wie sich aus Terminkontrakten (Futures) ablesen lässt, rechnen die Finanzmarktteilnehmer damit, dass die Zentralbank frühestens 2020 an der Zinsschraube dreht. Denn die Konjunktur in der Eurozone hat sich in den letzten Monaten deutlich abgekühlt, und die Inflationserwartungen sind zurückgekommen. Im vierten Quartal 2018 hat die Wirtschaftsleistung der Währungsunion zum Vorquartal nur noch 0,2% zugenommen. Und die Aussichten sind düster: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie ist auf den tiefsten Stand seit 2014 gefallen. Gemäss vorläufigen Ergebnissen für den Februar notiert der Euro-PMI sogar unterhalb der Wachstumsgrenze von 50 (vgl. Grafik 2).

## Keine Zinserhöhung 2019

In einem solchen Umfeld ist es unwahrscheinlich, dass die Löhne kräftig steigen und der Inflationsdruck zunimmt, sodass eine Zinserhöhung angemessen wäre. So sieht das ein Grossteil der Marktteilnehmer. Gemessen an den Kursen von Inflationsderivaten sind die langfristigen Inflationserwartungen am Markt auf das Niveau von 2016 gesunken. Die von der EZB favorisierte Kennzahl, der fünfjährige Inflations-Swap in fünf Jahren, liegt auf 1,45% und damit deutlich unter dem Inflationsziel von nahe, aber unter 2% (vgl. Grafik 3).

Auch aus der EZB sind vermehrt Stimmen zu hören, die die Sorgen um die Konjunktur unterstreichen und eine Änderung der Forward Guidance thematisieren. Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré sagte Mitte Februar an einer Veranstaltung in New York, der Abschwung sei stärker und breiter ausgedehnt als erwartet. Er könne sich eine Neuauflage der Langfristkredite für Banken vorstellen – sogenannte Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO). François Villeroy de Galhau, EZB-Ratsmitglied

und Gouverneur der französischen Notenbank, stellte wenig später eine Anpassung der Formulierung in der Forward Guidance in Aussicht. EZB-Chefvolkswirt Peter Praet sprach in einem Interview von «anderen Massnahmen», falls die Konjunktur stärker einbrechen sollte.

Wie dramatisch der Stimmungswandel innerhalb der EZB ist, zeigt auch die Auswertung der Sitzungsprotokolle, die jeweils mit vier Wochen Verzögerung publiziert werden (vgl. Text rechts). Im jüngst erschienenen Protokoll zum geldpolitischen Entscheid vom 24. Januar ist der allgemeine Ton so negativ wie nie seit Beginn der Veröffentlichung dieser bank-internen Diskussionen Anfang 2015. Das im Herbst beherrschende Thema der anziehenden Kerninflation findet kaum mehr Erwähnung. Es überwiegen die Sorgen um die Konjunktur. Betont werden Abwärtsrisiken und die anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren (vgl. Grafik 4).

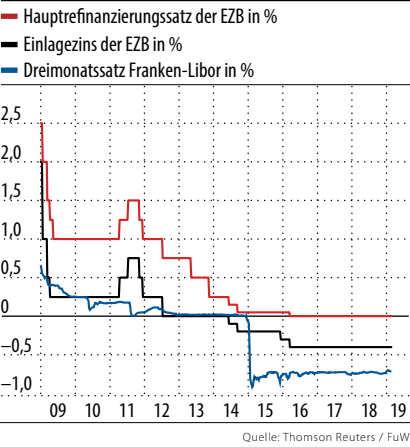
## Geldspritze für die Banken

All das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB die Forward Guidance anpassen wird. Ob das schon beim nächsten Treffen kommende Woche am Donnerstag der Fall sein wird, ist offen. Die Geldpolitikexperten von HSBC argumentieren, dass die EZB keine Eile habe, die Zinsabsichten zu ändern, solange der Markt ohnehin erst für 2020 mit einer Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes rechne. Spätestens im Juni aber werde die EZB die Formulierung «über den Sommer» anpassen müssen. Mehr Chancen geben die EZB-Beobachter der Ankündigung neuer Geldspritzen für die Banken, den TLTRO.

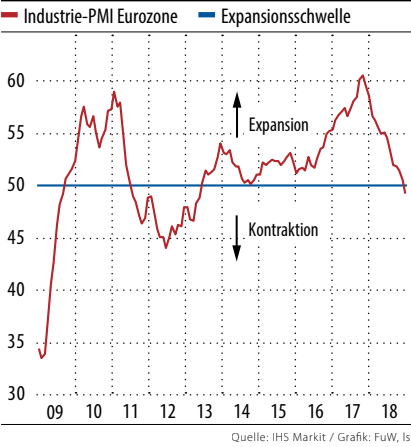
In einer Umfrage von Bloomberg vom Januar erwartete eine Mehrheit der Ökonomen die Ankündigung solcher Langfristkredite an der nächsten Zinssitzung. Vor drei Jahren hatte die EZB TLTRO lanciert, um das Kreditwachstum zu stützen. Vor allem Banken aus dem Süden der Eurozone haben diesen Finanzierungskanal rege genutzt. Allein die italienischen Banken haben 250 Mrd.€ aufgenommen. Nun nähern sich die Langfristkredite der Fälligkeit. Stellt die EZB keine neuen zur Verfügung, müssen sich die Banken über andere Kanäle zu weniger günstigen Bedingungen refinanzieren.

Die anhaltend lockere Geldpolitik der EZB schiebt auch in der Schweiz die Zinswende auf. Um die Zinsdifferenz zu wahren und eine starke Aufwertung des Franken zum Euro zu vermeiden, kann die Nationalbank die Leitzinsen erst anheben, wenn auch die EZB diesen Schritt wagt. Und dieser Schritt rückt mit jedem negativen Konjunktursignal weiter in die Ferne, Forward Guidance hin oder her.

### 1 Leitzinsen Eurozone und Franken-Libor



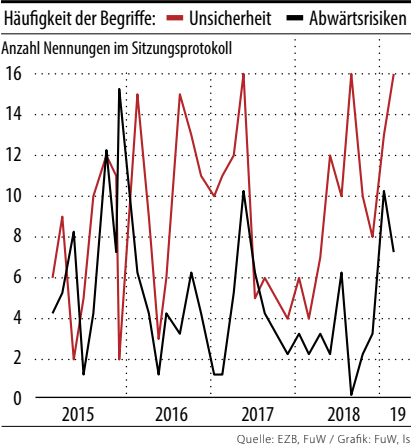
### 2 Vorboten des Abschwungs



### 3 Langfristige Inflationserwartungen



### 4 EZB betont Unsicherheit und Abwärtsrisiken



## Was die Sitzungsprotokolle der EZB verraten

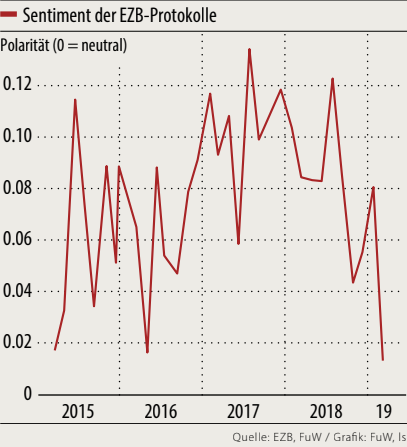
### 1 EZB betont schwächere Datenlage



### 2 Inflation ist kein Thema mehr



### 3 Der allgemeine Ton wird negativer



**Offiziell haben sich die geldpolitischen Absichten der EZB seit letztem Juni nicht mehr geändert.** «Wir erwarten, dass die Leitzinsen bis über den Sommer 2019 hinaus auf dem heutigen Niveau bleiben», sagt EZB-Chef Mario Draghi jeweils im Begleittext zum Zinsentscheid. Danach könnte die Euro-Notenbank also die Zinsen erhöhen.

**Was vor einem halben Jahr noch vernünftig schien, klingt aus heutiger Sicht ziemlich deplatziert.** Die Eurozone steht am Rand einer Rezession und die Inflationserwartungen sind eingebrochen. An eine baldige Zinserhöhung ist nicht mehr zu denken. Auch innerhalb der EZB sorgt man sich um die Konjunktur, obwohl die offizielle Kommunikation sich kaum geändert hat. In aller Deutlichkeit lässt sich das an den in-

ternen Diskussionen der EZB-Ratsmitglieder erkennen, die in den Sitzungsprotokollen (Monetary Accounts) aufgezeichnet werden. So zeigt eine von FuW durchgeführte Auswertung aller 33 Protokolle seit 2015, dass das Thema der konjunkturellen Verlangsamung noch nie so akut war wie derzeit. Insgesamt 18 Mal ist im Januarprotokoll von «schwächeren Daten» oder einer «Verlangsamung» die Rede – ein absoluter Rekord (vgl. Grafik 1). Das Anziehen der zugrunde liegenden Inflation ohne die Preise für Energie und Nahrungsmittel, auch Kernteuerung genannt, ist dagegen kaum mehr ein Thema (vgl. Grafik 2). Zuvor waren der steigende Trend in der Kerninflation und im Lohnwachstum als Gründe für eine beschleunigte Normalisierung der Geldpolitik diskutiert

worden. Betont werden nun hingegen die anhaltenden Unsicherheiten und die Abwärtsrisiken beim Wachstum (vgl. Text links).

**Allgemein ist der Ton der Sitzungsprotokolle in den letzten Monaten negativer geworden.** Das geht aus der Sentiment-Analyse hervor. Sie ist ein von Linguisten entwickeltes Instrument der Sprachverarbeitung, um Meinungen und Emotionen aus Texten herauslesen zu können. Mit Hilfe eines Lexikons werden Wörtern und Wortverbindungen Werte zwischen 1 (maximal positiv) und –1 (maximal negativ) zugeordnet. Die EZB-Protokolle sind im Allgemeinen sehr nüchtern und neutral formuliert, deshalb sind Polaritätswerte gering. Im Januar ist der Positivitätsgrad auf ein historisches Tief gefallen (vgl. Grafik 3).

IG

BANK

MEDIA PARTNER

FINANZ und WIRTSCHAFT

SWISS

TRADING

DAY

WIR HEISSEN  
JOHN BOLLINGER  
WILLKOMMEN

13. MÄRZ 2019 ZÜRICH PARADEPLATZ, AURA EVENT SAAL

DAS EVENT-PROGRAMM

17:00 Uhr

Begrüßungsrede

17:15 Uhr

Meistern Sie das Trading durch Vermeidung von Verhaltensfehlern

18:00 Uhr

Effiziente Tradingstrategien und Live-Trading: Marktchancen 2019

19:00 Uhr

Die Theorie und praktische Anwendung von Bollinger-Bändern®

20:30 Uhr

Frage- und Antwort-Runde mit John Bollinger & Schlussfolgerungen

21:00 Uhr

Networking-Apero, Zugang zu den Tradingstationen

Gregor Bauer  
Selbstständiger  
Portfolio-Manager  
und renommierter  
Chart-Experte

Ron William  
Vereidigter Finanz-  
techniker (CFTE) &  
Neurolinguistik-  
Praktiker (NLP)

Fouad Bajjali  
CEO der IG Bank

Christos Maloussis  
Premium Client  
Manager/Market  
Analyst bei IG Bank

Weitere Informationen und Anmeldung:

IG.com/ch/swiss-trading-day

Anzeige