



## Finanzmarktkolumne

Basel, 12. September 2017

# EZB bereitet für Oktober eine geldpolitische Änderung vor

Von Florian Weber, Fixed Income Strategie, Bank J. Safra Sarasin AG

**Die ECB-Sitzung letzte Woche legte den Grundstein für eine Änderung des EZB-QE-Programms im Oktober. Die Prognose für das 2017 BIP-Wachstum wurde auf 2,2% hochrevidiert – der höchste Wert seit 2007. Die Inflationsprojektionen wurden trotz der stärkeren Währung nur um 0,1% gesenkt.**

Die Entscheidung über die Zukunft des Anleihekaufprogramms der EZB wurde auf Oktober verschoben. Während der Pressekonferenz sagte der EZB-Präsident Draghi, dass der Regierungsrat das QE-Programm, insbesondere die Länge und die Größe, erörtert habe und die EZB die Ausschüsse beauftragt habe, verschiedene Optionen zu analysieren. Ein wichtiger Teil der Diskussion war die Auswirkung auf den geldpolitischen Übertragungskanal dieser verschiedenen Optionen. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die EZB auch auf die Veränderung der Zusammensetzung ihres Programms analysiert – z.B. könnte sie die Staatsanleihekäufe vor den Unternehmensanleihekäufen beenden.

Die Projektionen der EZB zeigten eine erhebliche Aufwärtsrevision für das BIP-Wachstum von 2017. Die EZB erwartet nun ein Wachstum von 2,2% – das höchste Niveau seit 2007. Die Inflationsprojektionen wurden im Jahr 2019 nur geringfügig um 0,1% auf 1,5% gesenkt, was aufgrund der Euro-Aufwertung geringer als erwartet ausfiel. Die Sensitivitätsanalyse der EZB deutet darauf hin, dass eine 10% Aufwertung des Euro die Inflation um 0,5% in 12 Monaten senken sollte. Angesichts der 5% Aufwertung des handelsgewichteten Euro deutet die kleine Revision auf ein starkes Vertrauen der EZB hin, die Inflation wieder auf das mittelfristige Ziel von 2% zu bringen.

### **FX Marktreaktion: EZB ist noch kein Gegenwind für eine weitere Euroaufwertung**

Die Zins- und Devisenmärkte schienen an zwei verschiedenen Pressekonferenzen teilgenommen zu haben. Die FX-Investoren nahmen das Treffen als hawkisch wahr und der Euro stieg gegen die meisten anderen Währungen. Der EUR/USD-Wechselkurs stieg über 1,20 und der EUR / CHF stieg wieder über 1,14. Diese erscheint seltsam angesichts Draghis Beharren, dass die Revision im Inflationsprofil ganz auf die stärkere Währung zurückzuführen war.

Der starke Anstieg des Euro ist daher ein Problem für die EZB. Die Projektionen gehen davon aus, dass der EUR/USD-Wechselkurs 2018 und 2019 bei 1,18 bleibt. Darüber hinaus dürfte der handelsgewichtete Euro im Jahr 2018 nur noch um 2,6% ansteigen und im Jahr 2019 unverändert bleiben. EZB-Präsident Draghi hat in der Pressekonferenz auch mehrfach hervorgehoben, dass ein zu starker Euro ein Risiko ist. Die einleitende Bemerkung zur EZB Pressekonferenz enthielt sogar einen Satz, dass «die jüngsten Wechselkursschwankungen ein Unsicherheitsfaktor [sind], den es wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität zu beobachten gilt»<sup>1</sup> – eine Phrase, welche Zentralbanken benutzen, wenn sie Einfluss auf die Währung nehmen will.

<sup>1</sup><http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.en.html>



Die Reaktion des Euro ist noch rätselhafter angesichts der Zinsmarktbeziehung. Die reale Zinsspanne zwischen 2-jährigen US- und EUR-Zinsen in zwei Jahren (2y2y) blieb seit Anfang 2017 bei rund 150bp extrem stabil. Allerdings hat sich der EUR in dieser Zeit von 1,05 auf 1,20 gestärkt. Wir glauben weiterhin, dass diese Divergenz nicht langfristig aufrechterhalten werden kann. Entweder muss die Zinsspanne – unser erwartetes Szenario – enger werden oder der Euro dürfte gegen den US-Dollar abwerten.

Allerdings glauben wir auch, dass die jüngste Euro-Stärke auch durch eine Dollar-Schwäche unterstützt wird. Der Markt hat die Trumpflation Trades fast vollständig herausgepreist. Außerdem reduzieren dovish Kommentare von Brainard die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Leitzinserhöhung. Der Markt preist die nächste 25bp Leitzinserhöhung mit 100% Wahrscheinlichkeit erst für Juli 2018 ein. Dies ist auch negativ für den Dollar. Während wir die schwächeren US-Inflationszahlen anerkennen, sehen wir die aktuelle Marktpreisung aufgrund des BIP-Wachstums und der Festigkeit des Arbeitsmarktes als übermäßig dovish. Bis Juli 2018 rechnen wir mit drei Zinserhöhungen - Dezember 2017, März 2018 und Juni 2018. Wenn der Markt die Zeit verkürzt, bis die nächste volle Leitzinserhöhung eingepreist ist, könnte der EUR/USD-Wechselkurs wieder fallen und auch die Zinsen würden weltweit steigen.

#### **Zinsmarkt: Bullische Reaktion – Verlängerung ist kein tapering?**

Im Gegensatz zum Devisenmarkt schien der Zinsmarkt die Pressekonferenz als neutral-bis-dovish wahrgenommen zu haben. Bund-Renditen fielen und Peripherieanleihen stiegen stark an. Die Schlussfolgerung des Zinsmarkts scheint zu sein:

1. Europa bleibt die beste «Goldilocks» Region - starkes Wachstum, stark stimulierende Zentralbank und gedämpfter Inflationsdruck
2. Die EZB wird trotz der starken Wachstumsaussichten weiterhin dovish bleiben. Das Datum, bis eine 25bp Leitzinserhöhung mit 100% Wahrscheinlichkeit eingepreist ist, wurde auf Q1 2020 verschoben
3. Die EZB wird nur die Flexibilität innerhalb der aktuellen Parameter ihres Programms nutzen. Dies unterstützt deutsche Bunds, wo die Knappheit am stärksten akut ist, und sollte für Supras und CSPP berechnete Anleihen positiv sein.

Allerdings wurde wahrscheinlich sowohl die Rallye in deutschen Bundesanleihen als auch der Anstieg des Euro durch einen starken Anstieg der US-Arbeitslosenansprüche, die auf 29,8T gestiegen waren, unterstützt. Dies ist vermutlich auf Hurrikan Harvey zurückzuführen. Die Rallye in deutschen Bunds wurde vor allem durch niedrigere reale Zinsen getragen. Die Realrendite von 10-jährige Deutsche Bund ist auf negative 1,0% zurückgegangen. Dieser Rückgang der realen Rendite erklärt vollständig die niedrigeren nominalen Anleiherenditen. Der Zinsmarkt scheint «Verlängerung», wenn auch mit niedrigerem Tempo, statt «tapering» zu preisen. Dies wäre auch im Einklang mit einer starken positiven Reaktion von Peripherieanleihen, dessen Zinsunterschied zu deutschen Anleihen nach dem Treffen fiel.

Wir glauben, dass der Markt das Tempo unterschätzt, mit dem die Staatsanleihekäufe innerhalb des Anleihekaufprogramms reduziert werden könnten. Als die EZB ihr Kauftempo von 80 Milliarden/Monat auf 60 Milliarden/Monat reduzierte, fiel die Verringerung fast vollständig auf die Anleihekäufe im Rahmen des QE-Programms. Wir glauben, dass dies diesmal wieder passieren könnte und sehen weiterhin ein Ende der Anleihekäufe innerhalb von 1H 2018, auch wenn das gesamte QE-Programm länger läuft. Dies sollte für Staatsanleihen, Bonds und Peripherie negativ sein, während sie für Unternehmensanleihen positiv sind.

**Weitere Auskünfte:**

Florian Weber | Fixed Income Strategist

T: +41 (0)58 317 31 14 | E-Mail: [florian.weber@safrasarasin.com](mailto:florian.weber@safrasarasin.com)**Media Relations**T: +41 (0)58 317 40 88 | E-Mail: [media@safrasarasin.com](mailto:media@safrasarasin.com)**J. Safra Sarasin Gruppe – Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841**

Die internationale, der Nachhaltigkeit verpflichtete Bankengruppe ist an mehr als 25 Standorten in Europa, Asien, dem Mittleren Osten und Lateinamerika vertreten. Die J. Safra Sarasin Gruppe steht weltweit für ihre Private-Banking- und Wealth-Management-Tradition, hohe Sicherheit und für ihr gut geführtes konservatives Wachstum im besten Sinne ihrer Kunden. Per Ende Dezember 2016 betreute die Gruppe ein Kundenvermögen von rund CHF 148 Mia., beschäftigte annähernd 2 000 Mitarbeitende und verfügte über ein Eigenkapital von etwa CHF 4,4 Mia.

**J. Safra Gruppe**

Die J. Safra Gruppe (die «Gruppe») mit einem verwalteten Kundenvermögen von insgesamt mehr USD 208 Mia. und aggregierten Eigenmitteln von USD 17,4 Mia. wird von Joseph Safra geführt. Die Gruppe besteht aus Privatbanken unter dem Namen Safra sowie Investmentbeteiligungen und Asset-basierenden Geschäftsbereichen wie Immobilien- und Agrarwirtschaft. Zu den Banken der Gruppe, die weltweit an über 165 Standorten vertreten sind, gehören: J. Safra Sarasin mit Sitz in Basel, Schweiz, Banco Safra mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, und die Safra National Bank of New York mit Sitz in New York City; alle sind bei einer konsolidierten Aufsicht unabhängig voneinander. Der Immobilienbestand umfasst weltweit mehr als 200 hochwertige Gewerbeimmobilien, Wohnobjekte, Einzelhandelsimmobilien und Landwirtschaftsflächen, so beispielsweise den Bürokomplex in New York City an der 660 Madison Avenue und Londons berühmtes Bauwerk «Gherkin». Zu Investitionen in anderen Bereichen gehören unter anderen Agrarbeteiligungen in Brasilien und an Chiquita Brands International, Inc. Enge Beziehungen in Märkten weltweit ermöglichen es der Gruppe, den Wert ihrer Unternehmen erheblich zu steigern. Die J. Safra Gruppe beschäftigt mehr als 29 000 Mitarbeitende.

**Rechtlicher Hinweis**

Diese Medienmitteilung der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) (nachfolgend «Bank») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die Bank hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens der Bank für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die Bank noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der J. Safra Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.



**J. SAFRA SARASIN**



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoauflärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Medienmitteilung lediglich eine Synopsis eines Researchberichts der Bank darstellt, jedoch keine komplette Zusammenfassung desselben und der darin enthaltenen Empfehlungen. Der erwähnte Researchbericht sollte vollständig gelesen werden, bevor allfällige Entscheidungen betreffend darin enthaltene Anlageempfehlungen getroffen werden.

Dieses Dokument richtet sich an Medien und Medienschaffende in denjenigen Ländern, in welchen die J. Safra Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.