



Starker Euro wird Anpassung der EZB-Geldpolitik verzögern

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

EZB plant Veränderungen ihrer Kommunikation

Das Sitzungsprotokoll des letzten EZB-Treffens hat gezeigt, dass die EZB plant, die Erwartungssteuerung ihrer Geldpolitik zu verändern. Wir argumentieren, dass ein solcher Schritt angemessen ist, aber eher im März oder April erfolgen wird, da sonst ein unerwünschter Aufwärtsdruck auf den Euro erfolge könnte.

Es wird wieder analysiert, argumentiert und spekuliert. Kein Wunder nachdem das Sitzungsprotokoll des letzten EZB-Treffens die Absicht zum Ausdruck gebracht hat, dass die Geldpolitik Anfang dieses Jahres auf dem Prüfstand steht. Vor allem die sogenannte «forward guidance» also die Erwartungssteuerung soll verändert werden. Dabei soll ein stärkeres Gewicht auf die zukünftige Zinsentwicklung gelegt werden. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die Anleihekäufe ein Auslaufmodell sind. Kein Wunder, schliesslich gibt es kaum mehr Anleihen, die die EZB gemäss ihren eignen Regeln noch kaufen kann. Die bis September beschlossenen Käufe dürften daher entweder dann auslaufen oder im Dezember, falls die EZB zur Vermeidung von Marktverwerfungen mit sukzessiv fallenden Kaufvolumina noch ein paar Monate länger aktiv bleiben möchte. Dies würde die Erwartung einer Zinswende noch etwas hinauszögern. Eine ihrer Festlegungen steht nämlich nicht auf dem Prüfstand: Es soll keine Zinserhöhungen geben solange Anleihekäufe durchgeführt werden. Bislang hat die EZB sogar darauf hingewiesen, dass Zinserhöhungen erst mit einem deutlichen zeitlichen Abstand zum Ende der Anleihekäufe erfolgen werden. Welche Zeitspanne damit gemeint ist, liess sie bewusst offen. Dies zu klären, dürfte ein Ansatz bei der Rekalibrierung ihrer Erwartungssteuerung sein. Wir rechnen erst im 2. Quartal 2019 mit einer Zinserhöhung.

Ein graduelles Vorgehen soll Finanzmarktverwerfungen verhindern

Bezüglich der zeitlichen Terminwahl der zu erwartenden Änderungen der Geldpolitik liefert das Sitzungsprotokoll der EZB einen weiteren wichtigen Hinweis: Sie soll so graduell erfolgen, dass es zu keinen abrupten Entwicklungen der Finanzierungsbedingungen gibt – d.h. Marktzinsen und Wechselkurs sollen nicht zu stark und schnell ansteigen. Ein graduelles Vorgehen dürfte Veränderungen der Geldpolitik beim Treffen an diesem Donnerstag ausschliessen. Es käme zu schnell und abgesehen von dem letzten Sitzungsprotokoll ohne grosse Vorwarnung und Diskussion. Diese ist nun für die Pressekonferenz zu erwarten, bei der Draghi um weitere Hinweise bezüglich möglicher Änderungen der Geldpolitik kaum herunkommt. Je nach Entwicklung der ökonomischen Indikatoren, der Marktzinsen und des Wechselkurses dürfte die tatsächliche Anpassung der Erwartungssteuerung dann bei der folgenden Sitzung am 8. März oder sogar erst im April erfolgen. Wohlgedenkt – es geht noch nicht einmal um konkrete Zinserhöhungen, lediglich um die Steuerung, was an den Finanzmärkten für die nächsten Jahre eingepreist wird. Bei einem so vorsichtigen Vorgehen der EZB sollte die Volatilität an den Anleihemärkten auch dieses Jahr gering bleiben. Höhere Renditen sollten daher mit einer steileren Zinskurve einhergehen. Es lohnt sich daher ein Blick auf die Inflationsperspektiven.

Von der Lohnseite ist der Preisdruck bislang noch sehr gering

Zunächst lässt sich feststellen, dass Deflation schon lange keine Gefahr mehr darstellt. Ein wichtiges Argument für die Anleihekäufe fällt also weg. Mit einer Inflationsrate von zuletzt 1,4% bzw. einer Kernrate von 0,9% bleibt der Preisdruck aber ebenfalls noch gering. Durch den letzten Ölpreisanstieg von rund 7% seit dem Dezembertreffen der EZB kommt etwas zusätzlicher Druck hinzu. Gleichzeitig hat der Euro handelsgeachtet aber auch um 1% zugelegt, im 12-Monatsvergleich sogar um 6%. Dies wird mittelfristig den Anstieg der Kerninflationsrate etwas abschwächen. Gering bleibt auch der von der Lohnseite herrührende Preisdruck. Zwar ist seit 2016 ein gewisser Aufwärts-



Finanzmarktkolumne

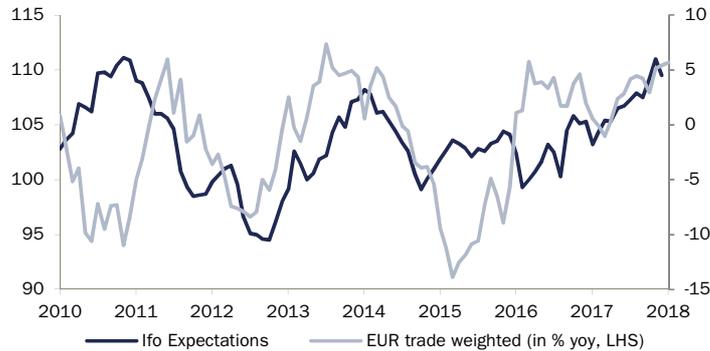
19. Januar 2018

trend erkennbar, er bleibt aber bislang sehr schwach. Dies könnte sich zukünftig langsam ändern. Immerhin ist die Arbeitslosenquote in Euroland seit ihrem Höhepunkt 2013 von 12,1% auf 8,7% gefallen – allein in den letzten 12 Monaten um über einen Prozentpunkt. Sie bleibt aber weiterhin höher als das Vorkrisenniveau von 7,3%. Vor allem die Jugendarbeitslosenquote von 18,2% ist immer noch zu hoch. Auch mahnen die Erfahrungen anderer Länder zur Vorsicht. Der Lohndruck blieb bislang auch in Ländern wie den USA, UK und Japan gering, in denen aktuell Vollbeschäftigung herrscht.

Keine schnelle Änderung der Geldpolitik auf der Sitzung am Donnerstag

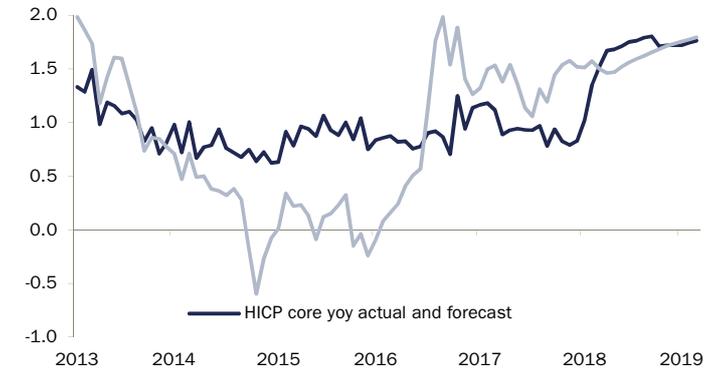
Die EZB dürfte am Donnerstag verhaltenen Optimismus und eine begrenzte Handlungsbereitschaft zeigen. Der stärkere Euro und die moderate Lohnentwicklung dürften sie bremsen, während die guten Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten in der Währungsunion sowie das robuste internationale Wirtschaftsumfeld eine baldige Straffung der Geldpolitik nahelegen. Angesichts der heterogenen Perspektiven der einzelnen EZB-Ratsmitglieder dürfte die Beobachtung der europäischen Geldpolitik wieder etwas spannender werden. Schnelle Änderungen sind allerdings auch nicht zu erwarten.

Grafik 1: Euro und Wirtschaftsvertrauen steigen stark an



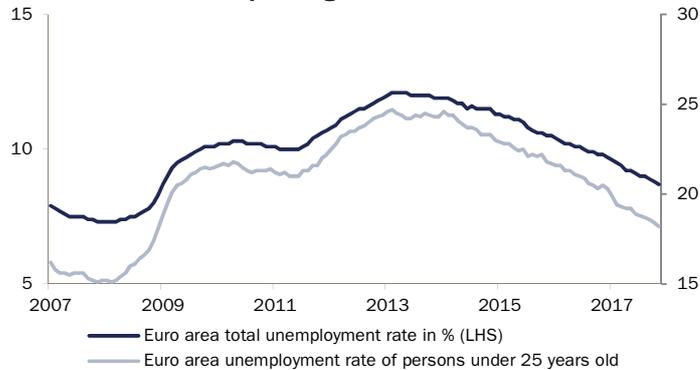
Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 19.01.2018

Grafik 2: JSS-Inflationsprognose bis Ende 2019



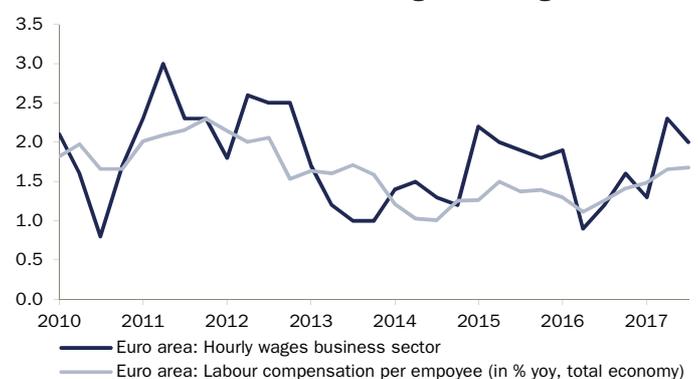
Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 19.01.2018

Grafik 3: Arbeitslosenquoten gehen deutlich zurück



Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 19.01.2018

Grafik 4: Die Löhne und Gehälter steigen allerdings nur schwach



Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 19.01.2018



Finanzmarktkolumne

19. Januar 2018

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank»)ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person inne hat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Maker“) erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

19. Januar 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd ["BJSSAM"] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority ("DFSA") unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

19. Januar 2018

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im "Fürstentum Monaco" eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar ["BJSSQ"] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

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

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00