

Hamburg
Commercial
Bank

EZB-Entscheidung in Charts – Überraschung!

Einordnung der EZB-Sitzung vom 21. Juli 2022

Economics

22. Juli 2022

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 21. Juli 2022 (Teil I)

Die EZB hat die Leitzinsen **überraschend um 50 BP** angehoben und nicht nur, wie bei der letzten Sitzung angekündigt, um 25 BP. Darüber hinaus hat die EZB das seit langem erwartete „**Transmission Protection Instrument**“ (TPI) angekündigt, das **wesentlich schlagkräftiger** zu sein scheint, als zu erwarten war, u. a. da das Volumen der Anleiheankäufe **nicht** von vornherein **eingeschränkt** wird.

▪ Zinsentscheidung

- Die EZB hat den **Hauptrefinanzierungssatz auf +0,5 %** und den Zinssatz für die **Einlagefazilität auf 0,0 %** angehoben. Damit hat die EZB die Politik der negativen Zinssätze beendet.
- Die Politik der Ankündigung (**Forward Guidance**) gehört der **Vergangenheit** an. Statt dessen wird man in Zukunft von **Ratssitzung zu Ratssitzung** entscheiden. Damit kehrt man zurück zu dem Ansatz des Vor-Vorgängers Jean Claude Trichet, der einst sagte: "**Wir legen uns nie vorher fest**".
- Dennoch bleibt eine Art Leitlinie bestehen: "Eine weitere **Normalisierung der Geldpolitik** wird angemessen sein“, sagte Lagarde und signalisiert damit, dass weitere Zinsschritte folgen werden.

Einordnung: Die EZB hat das Instrument der **Forward Guidance geopfert**, um auf der anderen Seite die Glaubwürdigkeit hinsichtlich der Inflationsbekämpfung zu betonen. **Kommunikationstechnisch** war dies jedoch **keine Meisterleistung**.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 21. Juli 2022 (Teil II)

▪ Transmission Protection Instrument (TPI)

- Die EZB hat das lang erwartete TPI angekündigt, das im Falle einer "**ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik**", die eine "**ernsthafte Bedrohung für die Übertragung der Geldpolitik**" darstellt, aktiviert werden kann. Hintergrund ist die Furcht, dass es durch Ausweitungen der Risikoprämien, etwa von italienischen Staatsanleihen, zu einer neuen **Euro-Krise** kommen könnte. Das TPI wurde **einstimmig beschlossen**, was bedeutet, dass sogar die Bundesbank diesem Instrument zugestimmt hat.
- Für den vorgesehenen Anleiheankäufe wird explizit **keine Obergrenze** definiert.
- Konditionalität: Die EZB – **und nur die EZB** – wird darüber entscheiden, ob bestimmte Euroländer die Kriterien erfüllen, um gegebenenfalls das TPI in Anspruch zu nehmen. Dies sind die **Kriterien**:
 - Einhaltung der **Fiskalregeln** der EU
 - Es dürfen keine schweren makroökonomischen **Ungleichgewichte** vorliegen.
 - Es muss **fiskalische Nachhaltigkeit** festgestellt werden. Dabei berät man sich mit der EU-Kommission, dem ESM, dem IWF und anderen Institutionen.
 - Eine solide und nachhaltige **makroökonomische** Politik muss verfolgt werden.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 21. Juli 2022 (Teil III)

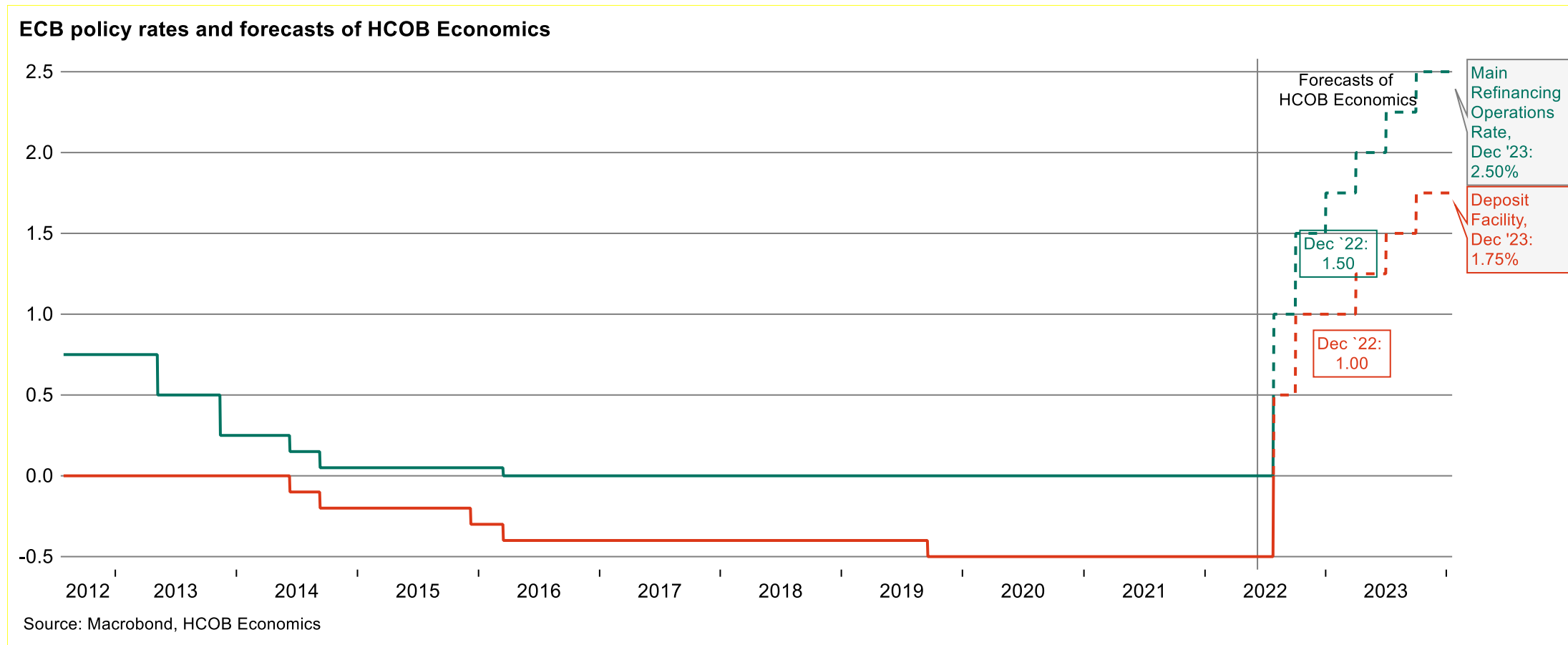
- Lagarde erwähnte, dass es zwei weitere Instrumente zur Bewältigung ungeordneter Marktdynamiken gebe, nämlich das **PEPP** (durch flexible Reinvestition) und das **OMT** (allerdings unter der Bedingung, dass ein Antrag auf ESM-Hilfe gestellt wird).
- Grundsätzlich kommen nur **öffentliche Anleihen** mit einer Laufzeit von einem Jahr bis zu zehn Jahren in Frage.

Unsere Einordnung der Beschlüsse:

Da es keine vordefinierte Grenze für die Ankäufe von Vermögenswerten gibt UND die endgültige Entscheidung, ob ein Land für das TPI in Frage kommt, von der EZB allein getroffen wird, ist **dieses Instrument mächtiger als erwartet**. Die **Beschränkungen** sind eher **politischer Natur**. Wenn also beispielsweise Italien auf selbstverschuldete Weise (und damit nicht „ungerechtfertigt“) im politischen Chaos versinkt und die Spreads infolgedessen explodieren, wäre es für die EZB schwierig, das TPI zu aktivieren, ohne ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren. In Anbetracht der derzeitigen politischen Krise in Italien bleibt dies also ein Risiko. **Insgesamt hat die EZB jedoch das Risiko einer neuen Euro-Krise deutlich verringert.**

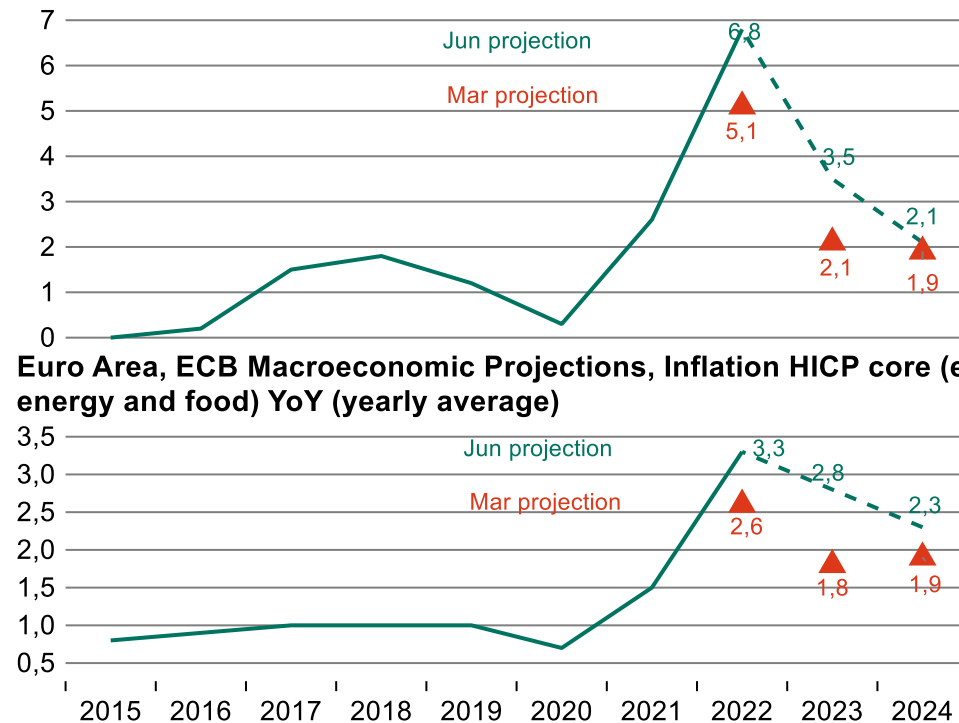
Vier Zinsschritte in diesem Jahr, davon erneut 50 BP im Sep zu erwarten.

Der EZB-Rat geht davon aus, „dass es nach September angemessen sein wird, die Leitzinsen schrittweise, aber nachhaltig anzuheben.“

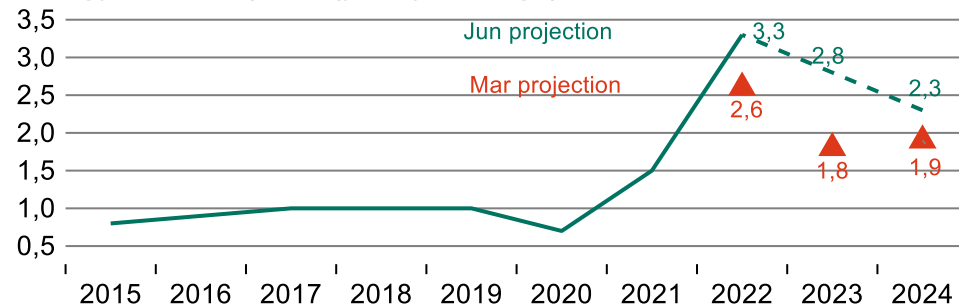


EZB-Prognosen (Juni 2022): Neue Prognosen werden im September veröffentlicht.

Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP YoY (yearly average)

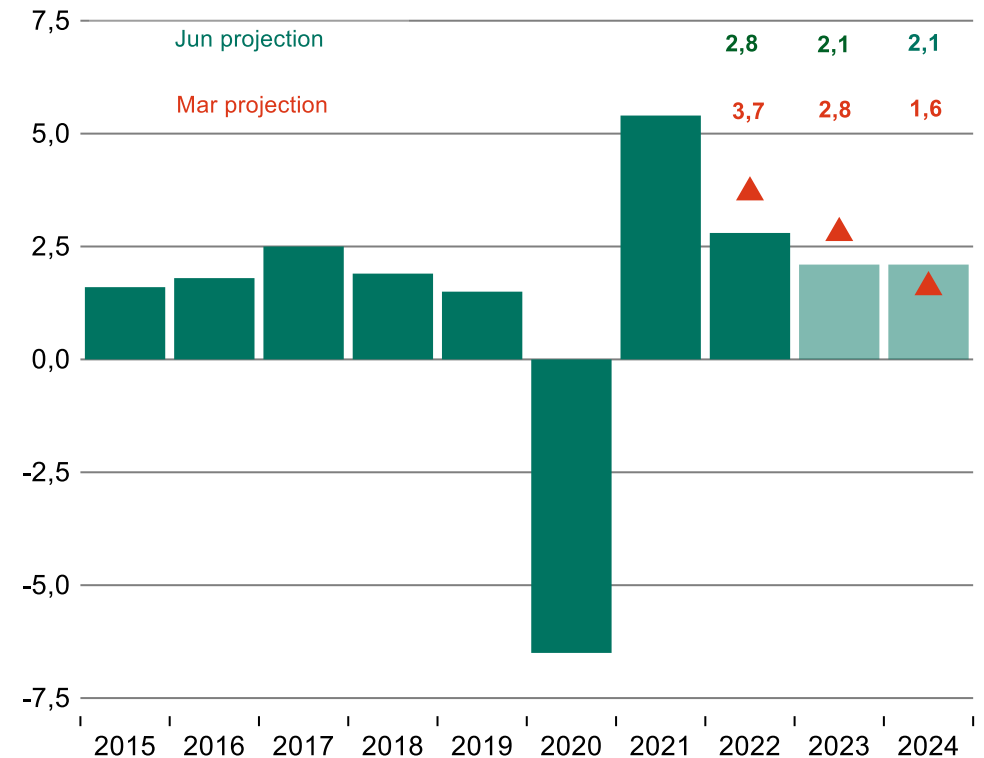


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB (European Central Bank)

Euro Area Staff Projections, GDP

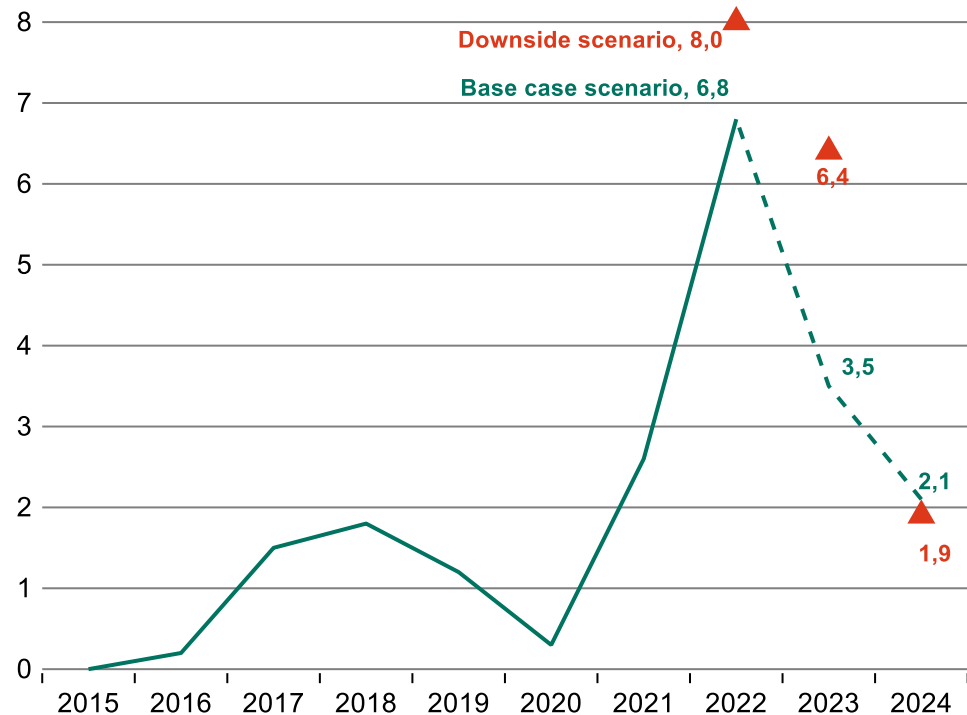


Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB

EZB-Prognosen (Juni 2022): Das Downside-Szenario

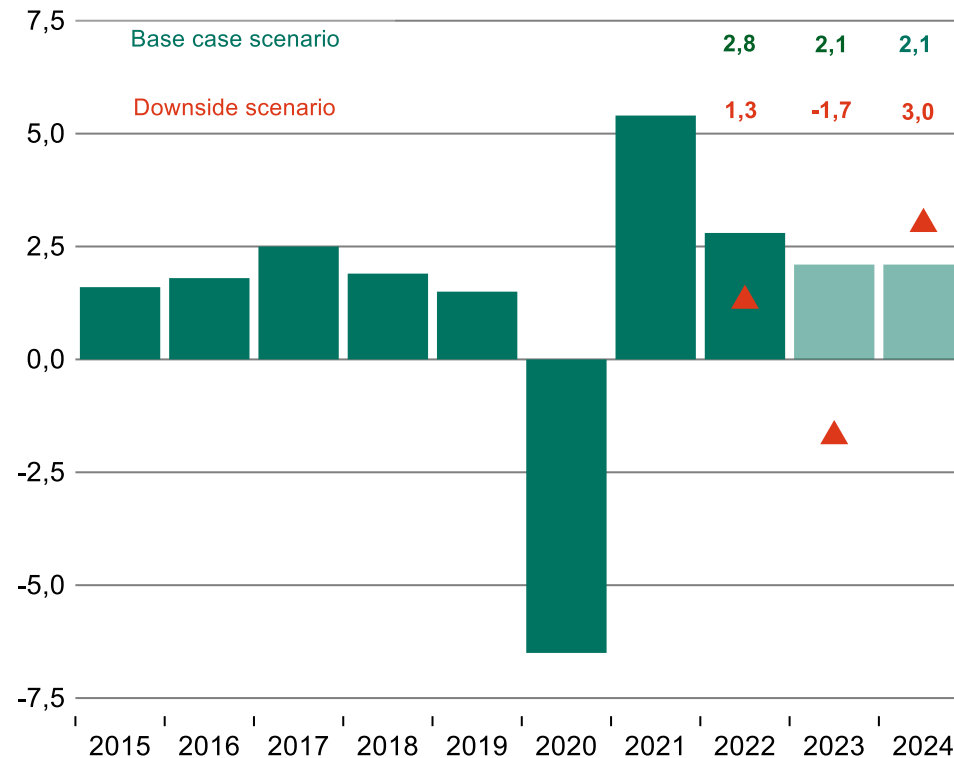
Das Downside-Szenario berücksichtigt die Möglichkeit von Energielieferunterbrechungen, höheren Rohstoffpreisen, erhöhter Unsicherheit, schwächerem Wachstum und einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen.

Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP YoY (yearly average)



Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB (European Central Bank)

Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinsen:**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 0,50 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 0,00 %.
 - Forward Guidance: Die Zins-Forward Guidance wurde im Wesentlichen abgeschafft: „Eine weitere Normalisierung der Zinsen ist angemessen.“
 - **Transmission protection instrument (TPI)**
 - Dieses Programm kann nach Maßgabe der EZB aktiviert werden, im Falle einer "ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik", die eine "ernsthafte Bedrohung für die Übertragung der Geldpolitik" darstellt.
 - Aktivierung bedeutet, dass Anleihen von bestimmten Euroländern gekauft werden können, ohne eine festgelegte Beschränkung des Volumens.
 - Die EZB hat Bedingungen formuliert, unter denen das TPI verwendet werden kann (unter anderem Einhaltung der EU-Fiskalregeln)
 - **APP (Asset Purchase Programme)**
 - Beendigung der Nettoankäufe zum 1. Juli. Reinvestitionen der Fälligkeiten werden für einen längeren Zeitraum nach dem Beginn der Zinserhöhungen fortgesetzt.
- PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)** ist auf Nettobasis im März 2022 beendet worden.
- Mittelausstattung: €1,85 Bio., wovon €1,70 Bio. verwendet wurden.
 - Reinvestition von PEPP-Vermögenswerten bis mindestens Ende 2024: „Tilgungen im PEPP-Portfolio werden flexibel reinvestiert, um den Risiken für den (geldpolitischen) Übertragungsmechanismus im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken.“
- **TLTRO (Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte)**
 - TLTRO III: Keine neuen Tranchen geplant.
 - Änderungen der Konditionen der TLTRO-Geschäfte sind zu erwarten

Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung

Hauptseite:

[European Central Bank \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Pressemitteilung und geldpolitische Erklärung:

[Combined monetary policy decisions and statement \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Transmission protection instrument:

[The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

EZB-Projektionen vom Juni 2022:

[Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2022 \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Ansprechpersonen

Redaktion und Versand

Economics

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Tel.: +49 176 90180792

E-Mail: cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Norman Liebke

Junior Economist

Tel.: +49 171 5466753

E-Mail: norman.liebke@hcob-bank.com

Christian Eggers

Senior FX Trader

Tel.: +49 171 8493460

E-Mail: christian.eggers@hcob-bank.com

Tariq Chaudhry

Junior Economist

Tel.: +49 171 9159096

E-Mail: tariq.chaudhry@hcob-bank.com

Weitere Ansprechpersonen der Hamburg Commercial Bank

Institutional & Liability Sales

Thomas Benthien

Tel.: +49 151 14833046

Corporate Treasury Sales

Fritz Bedbur

Tel.: +49 151 14651131

Boris Gettkowski

Tel.: +49 175 2281619

Syndicate & Credit Solutions

Tim Boltzen

Tel.: +49 151 15244845

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 22. Juli 2022

Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg, Telefon 040-3333-0

Haftungsausschluss

Die in dieser Präsentation enthaltenen Marktinformationen dienen nur zu Informationszwecken.

Sie kann keine eigene Marktforschung oder gesonderte Rechts-, Steuer- und Finanzberatung und -information ersetzen. Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung im Sinne des § 63 Abs. 6 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Artikel 24 Abs. 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Informationen enthalten keine "Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zur Anlagestrategie" oder "Anlageempfehlungen" ("Finanzanalysen") im Sinne von § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG oder Artikel 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Daher wird diese Information nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Verbreitung der Finanzanalyse. Diese Präsentation stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf bestimmter Vermögenswerte dar.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die hier veröffentlichten Marktinformationen nur für Anleger gedacht sind, die über eigene wirtschaftliche Erfahrungen verfügen, die Risiken und Chancen des/der hier besprochenen Marktes/Märkte einschätzen können und die selbst in der Lage sind, Recherchen in verschiedenen Quellen durchzuführen. Die in dieser Präsentation enthaltenen Aussagen und Daten beruhen entweder auf gründlichen Recherchen der Hamburg Commercial Bank AG oder auf Quellen, die als zuverlässig gelten, aber nicht überprüft werden können. Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen für zuverlässig, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Sicherheit beurteilen. Einzelne Informationen konnten nur auf ihre Plausibilität hin überprüft werden; eine Beurteilung ihrer Richtigkeit wurde nicht vorgenommen. Darüber hinaus enthält diese Präsentation Schätzungen und Vorhersagen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen der Hamburg Commercial Bank AG sowie externer Quellen beruhen. Diese Informationen dienen lediglich dazu, eine unverbindliche Einschätzung der Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Präsentation zu geben. Die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter haben sorgfältig an dieser Präsentation gearbeitet, können jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen übernehmen.

Dieses Dokument darf nur in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die geltenden örtlichen Vorschriften informieren und diese einhalten.

Dieses Dokument enthält nicht alle wesentlichen Informationen, die für wirtschaftliche Entscheidungen erforderlich sind, und die bereitgestellten Informationen und Prognosen können von denen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die Hamburg Commercial Bank AG sowie ihre Organe und Mitarbeiter können nicht für Verluste verantwortlich gemacht werden, die aus der Verwendung dieser Präsentation, ihres Inhalts oder für Verluste, die in irgendeiner Weise mit dieser Präsentation zusammenhängen, entstehen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass es nicht gestattet ist, diese Präsentation oder einen Teil ihres Inhalts zu verbreiten. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Präsentation oder eines ihrer Inhalte entstehen, sind vom Weitergebenden zu ersetzen. Der Verbreiter hat die Hamburg Commercial Bank AG von allen Ansprüchen, die sich aus der unerlaubten Verbreitung dieser Präsentation oder eines ihrer Inhalte ergeben, sowie von allen Rechtskosten im Zusammenhang mit diesen Ansprüchen freizuhalten. Dies gilt insbesondere für eine Verbreitung dieser Präsentation an U.S. Personen oder Personen, die sich in Großbritannien befinden.