

Hamburg
Commercial
Bank

EZB-Entscheidung in Charts – Langsameres Tempo

Einordnung der EZB-Sitzung vom 27. Oktober 2022

Economics

28. Oktober 2022

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 27. Oktober 2022 (Teil I)

Die EZB hat die Leitzinsen zum zweiten Mal in Folge um 75 Basispunkte angehoben. Damit liegt der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,0 % und der Einlagezinssatz bei 1,5 %. Gleichzeitig hat die EZB die Bedingungen für die TLTRO III-Operationen geändert: Die Verzinsung wird ab dem 23. November 2022 an den Durchschnitt der Leitzinsen gekoppelt sein, was zum Nachteil der Banken ist und ihnen einen Anreiz gibt, die TLTRO III-Kredite vorzeitig zurückzuzahlen. Keine Entscheidung wurde hinsichtlich der quantitativen Straffung (Verringerung des EZB-Anleiheportfolios) getroffen. Eine diesbezügliche Ankündigung ist nach der Dezember-Sitzung zu erwarten. Weitere Zinserhöhungen wurden angekündigt, doch wird sich das Tempo bei diesen Erhöhungen höchstwahrscheinlich verlangsamten. Wir gehen davon aus, dass im März 2023 der Hauptrefinanzierungssatz bei 3,0 % liegen wird.

Die Ankündigungen im Einzelnen

Zu den Leitzinsen: Der Hauptrefinanzierungssatz wurde um 75 Basispunkte auf 2,00 % und der Satz für die Einlagefazilität um 75 Basispunkte auf 1,5 % angehoben. Über weitere Zinserhöhungen wird auf Basis der jeweils vorliegenden Daten „von Sitzung zu Sitzung“ entschieden.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 27. Oktober 2022 (Teil II)

Dabei werde man sich laut Notenbankchefin Christine Lagarde von drei Faktoren leiten lassen:

- Den Inflationsaussichten unter Berücksichtigung der Rezessionswahrscheinlichkeit,
- den Maßnahmen, die die EZB bisher ergriffen hat,
- der Transmissionsverzögerung der Geldpolitik bzw. der Tatsache, dass sich geldpolitische Impulse nicht sofort auf die Inflation auswirken.

Einordnung: Insbesondere der zweite und dritte Punkt klingen eher „dovish“ und betonen, dass die EZB bereits viel getan hat (u.a. Zinserhöhungen um 200 Basispunkte in diesem Jahr) und dass es eine Verzögerung bei der Übertragung des geldpolitischen Impulses gibt. Das spricht dafür, dass die EZB auch bereit ist, bald eine Pause bei den Zinserhöhungen einzulegen.

Zur quantitativen Straffung: „Wir haben heute nicht darüber gesprochen“, aber man werde auf der Dezember-Sitzung darüber sprechen, wie das APP-Portfolio reduziert werden könne.

Einordnung: Beim PEPP-Programm (Anleihebestand: knapp 1,7 Billionen Euro) ist keine Bestandsreduzierung vor Ende 2024 zu erwarten. Es geht ausschließlich um die Anleihen aus dem APP-Programm (Anleihebestand: 2,6 Billionen Euro). Es war herauszuhören, dass die Reduktion auch im Hinblick auf die Anleihemarktturbulenzen in Großbritannien eher vorsichtig vorgenommen werden soll.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 27. Oktober 2022 (Teil III)

Zu den Änderungen bei den TLTRO III-Geschäften: Ab dem 23. November werden die Banken, die in der Vergangenheit an TLTRO III-Geschäften teilgenommen haben, einen höheren Zins als bisher zahlen, der an die Entwicklung der Leitzinsen gekoppelt ist. Gleichzeitig sind drei neue Termine (23.11.22 / 25.01.23 / 22.02.23) angekündigt worden, an denen die TLTRO III-Kredite vorzeitig zurückgezahlt werden können.

Einordnung: Die Maßnahme ist ein Anreiz für die Banken, die TLTRO III-Kredite vorzeitig zurückzuzahlen, so dass die Bilanz der EZB durch diese Maßnahmen relativ zeitnah sinken dürfte. Gleichzeitig sagte Lagarde, dass man mit dieser Maßnahme auch dazu beitrage, dass die in den vergangenen Wochen stärker in den Fokus gerückte Knappheit von Sicherheiten an den Geldmärkten bekämpft werde, da mit der Rückzahlung von TLTRO III-Krediten hinterlegte Sicherheiten wieder frei werden. Hier gibt es allerdings auch die Meinung, dass der Abzug von Liquidität Spannungen an den Geldmärkten verschärfen könnte.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 27. Oktober 2022 (Teil IV)

Zu den Wachstumsprognosen: Die nächsten Wachstumsprojektionen werden auf der Dezember-Sitzung veröffentlicht. Auf die Frage nach möglichen Änderungen wies Lagarde auf das bisherige Abwärtsszenario hin (BIP Eurozone 2023: -0,9 % statt des Basis-Szenarios von +0,9 %) und fragte offen in die Runde der Reporter, ob wir uns vielleicht schon in diesem Abwärtsszenario befinden.

Einordnung: Es ist wohl davon auszugehen, dass im Dezember die Wachstumsprognosen herunterrevidiert und die Inflationsprognosen heraufrevidiert werden müssen.

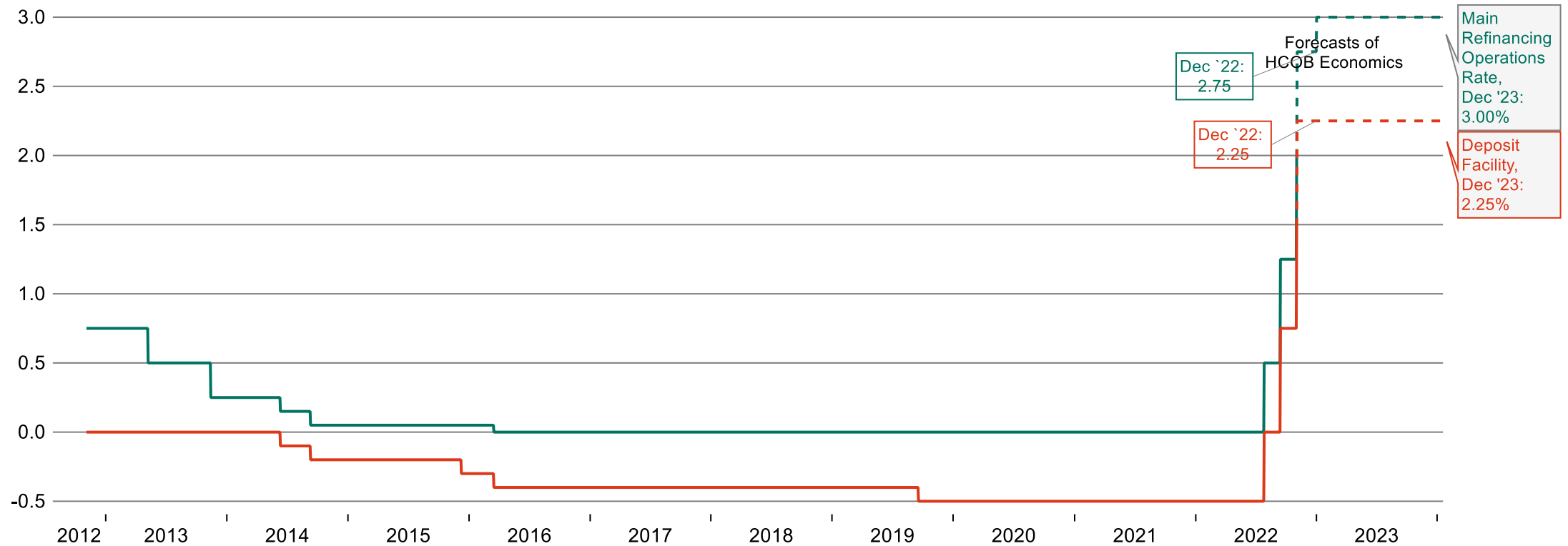
Zum TPI (Transmission Protection Instrument): „Wir haben das überhaupt nicht diskutiert“, sagte Frau Lagarde, um sinngemäß hinzuzufügen: Um den TPI auszulösen, müsste die EZB sich eine Reihe von Indikatoren ansehen, Spreads, Renditen und einige andere Indikatoren, und dann werde entschieden, welche Länder für das TPI ggf. in Frage kämen.

Einordnung: Das TPI bleibt politisch umstritten und es wäre für die EZB wohl das Beste, wenn es gar nicht eingesetzt werden müsste. Derzeit ist in dieser Hinsicht keine Zuspitzung der Lage an den Kapitalmärkten zu beobachten.

Weitere Zinsschritte zu erwarten, aber vermutlich werden diese kleiner.

Lagarde wies auf die Verzögerungen bei der Übertragung des geldpolitischen Impulses auf die Inflationsrate hin. Das deutet die Möglichkeit an, bald eine Zinserhöhungspause einzulegen.

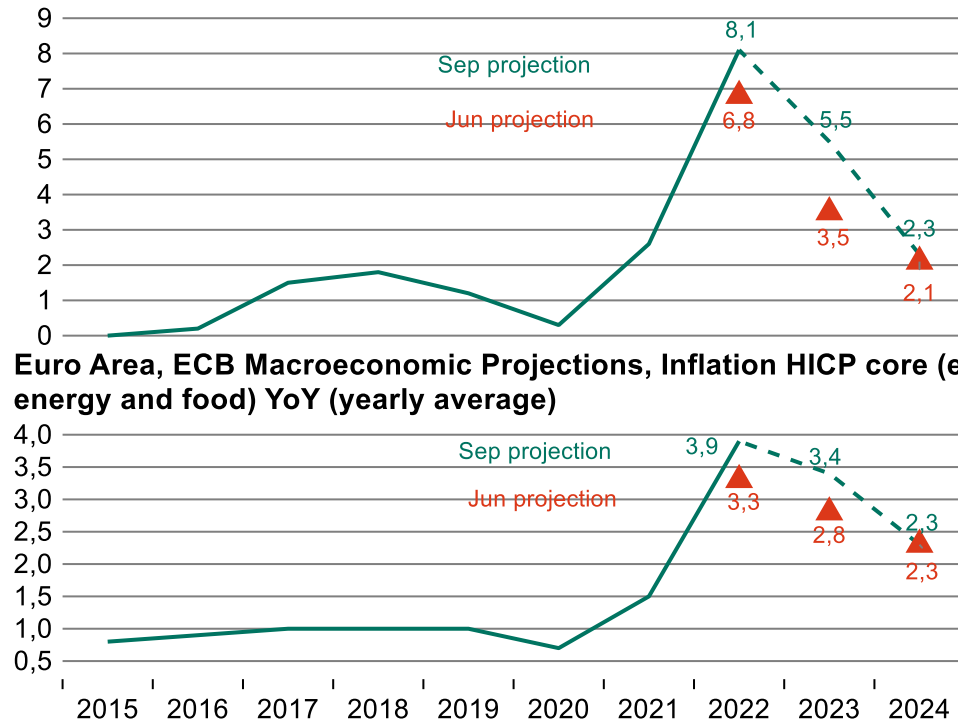
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



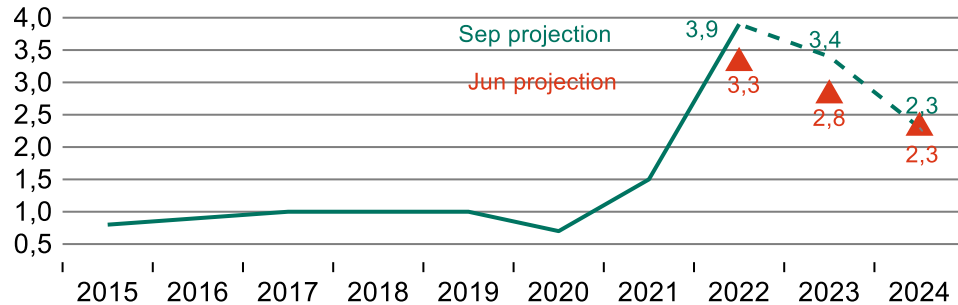
Source: Macrobond, HCOB Economics

EZB-Prognosen (Sep 2022): Lagarde deutete an, dass die neuen BIP-Prognosen im Basis-Szenario im Dezember herunterrevidiert werden.

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

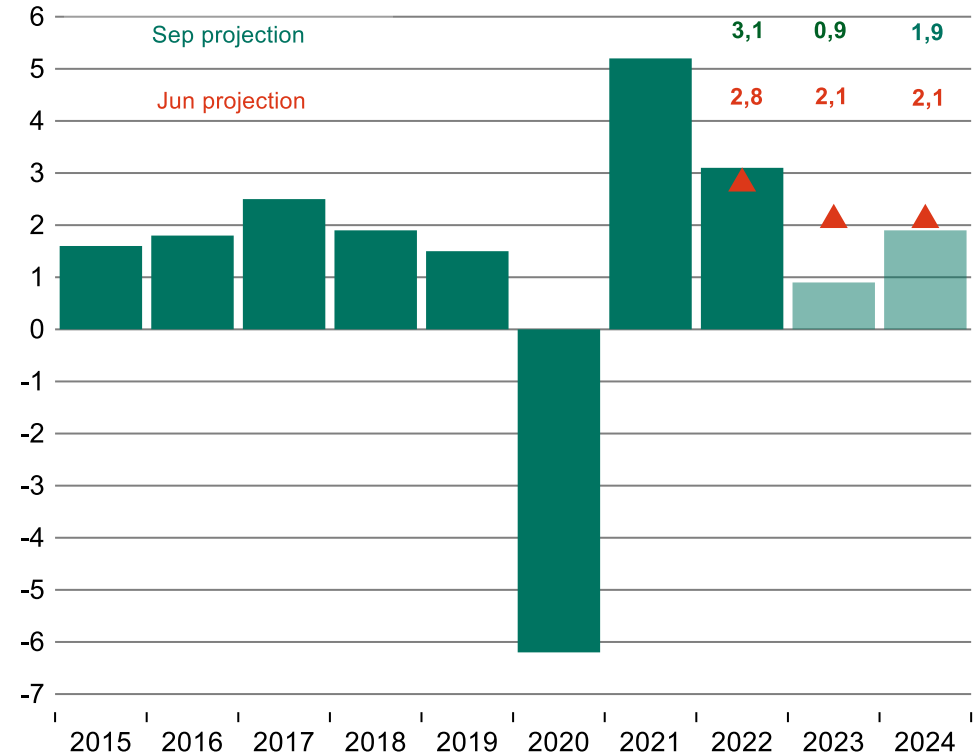


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

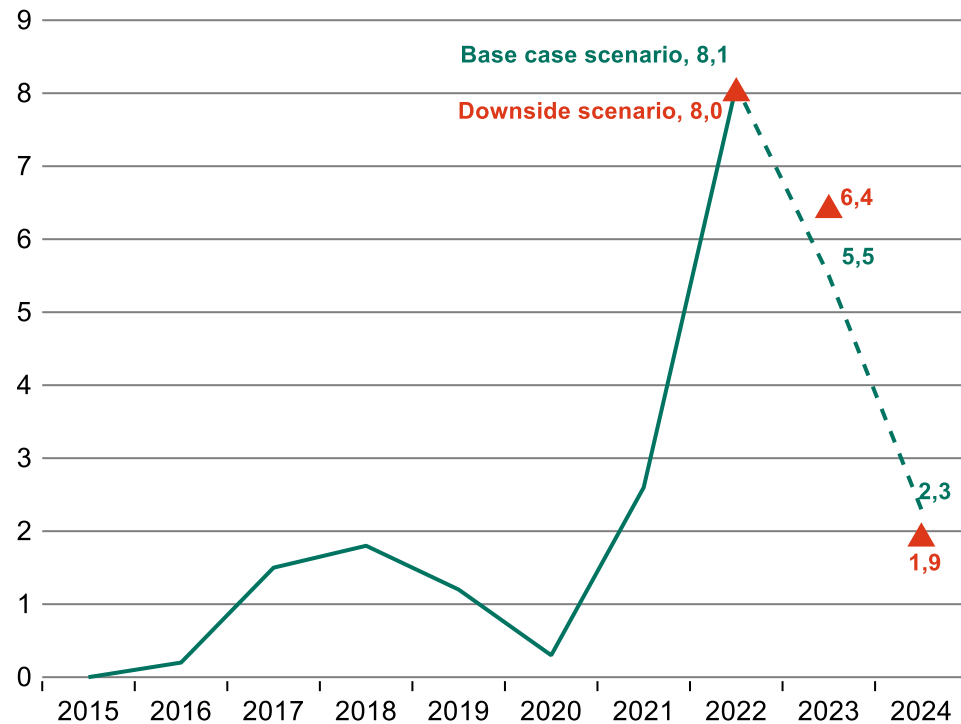
Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB

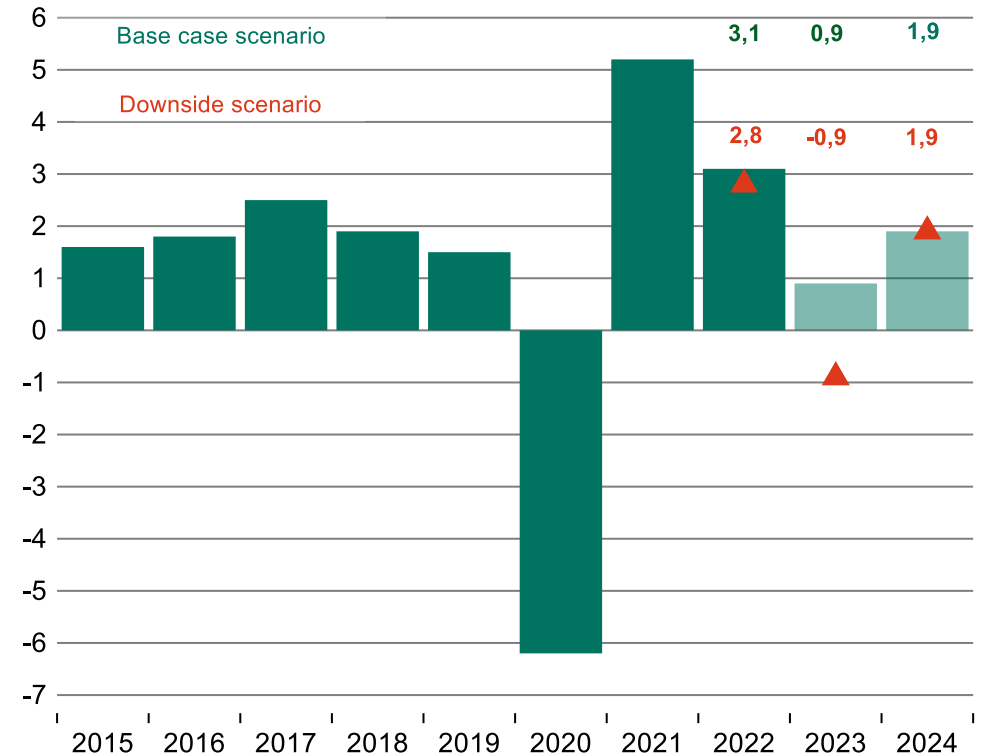
EZB-Prognosen (Sep 2022): Lagarde deutete an, dass das neue Basis-Szenario dem Downside-Szenario vom September entsprechen könnte.

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

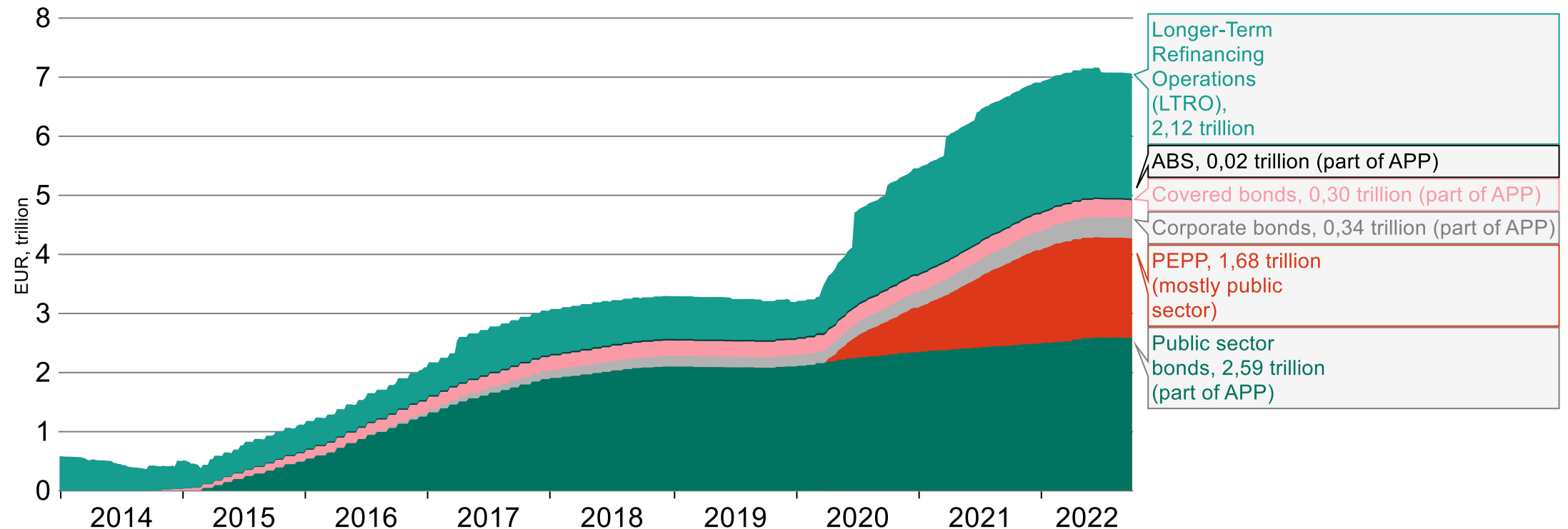


Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB

Quantitative Tightening: Dies wird auf der Agenda des Dez-Treffens sein.

Die Reduktion der Anleihebestände wird sich auf das APP-Programm beziehen. Die Anleihen aus dem PEPP-Programm werden bis mindestens Ende 2024 reinvestiert.

Balance sheet of the ECB, total assets, (ex gold and fx), in trillion Euro



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB

Rückzahlungsdaten für die TLTRO II-Geschäfte

Indicative calendar for TLTRO III voluntary early repayments; updated on 27 October 2022

	TLTRO III.1-5	TLTRO III.1-6	TLTRO III.1-7	TLTRO III.1-10	TLTRO III.2-10	TLTRO III.2-10 ²	TLTRO III.3-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) ¹	Wed, 15/09/2021	Wed, 08/12/2021	Wed, 16/03/2022	Wed, 15/06/2022	Wed, 14/09/2022	Wed, 16/11/2022	Wed, 07/12/2022
Publication of repayment amounts (12:05)	Fri, 17/09/2021	Fri, 10/12/2021	Fri, 18/03/2022	Fri, 17/06/2022	Fri, 16/09/2022	Fri, 18/11/2022	Fri, 09/12/2022
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 29/09/2021	Wed, 22/12/2021	Wed, 30/03/2021	Wed, 29/06/2022	Wed, 28/09/2022	Wed, 23/11/2022 ³	Wed, 21/12/2022

	TLTRO III.3-10 ²	TLTRO III.3-10 ²	TLTRO III.4-10	TLTRO III.5-10	TLTRO III.6-10	TLTRO III.7-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) ¹	Wed, 11/01/2023	Wed, 08/02/2023	Wed, 15/03/2023	Wed, 14/06/2023	Wed, 13/09/2023	Wed, 06/12/2023
Publication of repayment amounts (12:05)	Fri, 13/01/2023	Fri, 10/02/2023	Fri, 17/03/2023	Fri, 16/06/2023	Fri, 15/09/2023	Fri, 08/12/2023
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 25/01/2023	Wed, 22/02/2023	Wed, 29/03/2023	Wed, 28/06/2023	Wed, 27/09/2023	Wed, 20/12/2023

	TLTRO III.8-10	TLTRO III.9-10	TLTRO III.10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) ¹	Wed, 13/03/2024	Wed, 12/06/2024	Wed, 11/09/2024
Publication of repayment amounts (12:05) ¹	Fri, 15/03/2024	Fri, 14/06/2024	Fri, 13/09/2024
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 27/03/2024	Wed, 26/06/2024	Wed, 25/09/2024

Neue Rückzahlungstermine

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinsen (ab 2. November 2022):**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 2,00 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 1,50 %.
 - Forward Guidance: keine explizite Forward Guidance mehr, man entscheidet von Sitzung zu Sitzung.
 - **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 2022. Reinvestitionen der Fälligkeiten werden für einen längeren Zeitraum nach dem Beginn der Zinserhöhungen fortgesetzt und so lange wie nötig, um ausreichende Liquiditätsbedingungen und eine angemessene Geldpolitik zu gewährleisten. Entscheidung über das weitere Vorgehen ist im Dezember 2022 zu erwarten.
- PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)** ist auf Nettobasis im März 2022 beendet worden.
- Mittelausstattung: EUR 1,85 Bio., wovon EUR 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: Änderungen der Konditionen der TLTRO-Geschäfte, siehe technisches Papier in den Links (Seite 12 in dieser Publikation).

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)

Pressemitteilung zu den geänderten Bedingungen bei TLTRO III-Geschäften:

[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Technisches Papier zu den geänderten Bedingungen bei TLTRO III-Geschäften

[Decision \(EU\) 2022/XX of the European Central Bank of 27 October 2022 amending Decision \(EU\) 2019/1311 on a third series of targeted longer-term refinancing operations \(ECB/2022/37\) \(europa.eu\)](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

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: 28. Oktober 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.