

Hamburg
Commercial
Bank

EZB-Entscheidung in Charts – „Keine Pause“

Einordnung der EZB-Sitzung vom 4. Mai 2023

Economics

5. Mai 2023

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 4. Mai 2023 (Teil I)

Die gestrige EZB-Sitzung, auf der die Leitzinsen wie erwartet um 25 Basispunkte angehoben wurden, war eher hawkish, da es keine eindeutigen Anzeichen dafür gab, dass die EZB bald aufhören könnte die Zinsen anzuheben. Der Zinssatz für die Einlagefazilität liegt nun bei 3,25 %. Wir heben unsere Zinsprognose an und rechnen mit noch zwei weiteren Zinsschritten, so dass der Einlagenzinssatz dann bei 3,75 % liegen würde.

Notenbankchefin Christine Lagarde betonte zwar, dass die jüngste Umfrage zur Kreditvergabe der Banken auf eine Verschärfung der Kreditkonditionen und eine geringere Kreditnachfrage der Unternehmen hindeutet, sodass – so kann man es sehen – eigentlich ein Teil des Jobs der EZB dadurch erledigt wird. Lagarde sagte aber auch, dass "wir uns auf einer Reise befinden" und "wir keine Pause einlegen werden, das ist ganz klar". Somit scheint eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Juni beschlossene Sache zu sein, und eine weitere Anhebung Ende Juli ist sehr wahrscheinlich.

Weiter wurde beschlossen, das Tempo des Abbaus des APP-Portfolios von derzeit 15 Mrd. EUR pro Monat auf durchschnittlich 25 Mrd. EUR pro Monat zu beschleunigen, indem keine Reinvestitionen mehr vorgenommen werden.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 5. Mai 2023 (Teil II)

Die Ankündigungen im Einzelnen (Zitate sind in Anführungszeichen und von Christine Lagarde, es sei denn es wird auf jemand anders verwiesen)

Warum 25 Bp und nicht 50 Bp? Auf diese Frage antwortete Lagarde vor allem: „Ein Beispiel dafür ist die Umfrage zur Kreditvergabe der Banken ... sie erklärt natürlich die Entscheidung, die wir getroffen haben ...“

Einordnung: Ohne die Turbulenzen im Bankensektor, die zur Verschärfung der Kreditvergabestandards beigetragen haben, wäre eine Anhebung um 50 Basispunkte möglich gewesen, so könnte man argumentieren.

Zum weiteren Zinspfad: „Unsere zukünftigen Zinsentscheidungen (Plural!) werden sicherstellen, [dass wir] ... unser mittelfristiges [Inflations-] Ziel von zwei Prozent erreichen ...“ „... wir haben noch viel zu tun ...“ „Wir setzen den Prozess der Zinserhöhung fort.“

Einordnung: Die Zitate machen deutlich, dass die Wahrscheinlichkeit von zwei oder mehr Zinserhöhungen höher ist als nur von einer weiteren Zinserhöhung. Wir haben unsere Prognose jetzt angepasst und erwarten, dass der Einlagenzinssatz noch zwei weitere Mal angehoben wird, um jeweils 25 BP.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 5. Mai 2023 (Teil III)

Zur Inflation: „... der zugrunde liegende Preisdruck bleibt stark.“ „Die jüngsten Lohnabschlüsse haben das Inflationsrisiko erhöht.“

Einordnung: Lagarde bezog sich höchstwahrscheinlich auf die Lohnverhandlungen in Deutschland. Interessanterweise erwähnte sie auch den Anstieg der Gewinnmargen als Ursache für eine höhere Inflation (was von einigen wissenschaftlichen Arbeiten untermauert wird).

Zum APP-Portfolio: „Der EZB-Rat geht davon aus, dass er die Reinvestition im Rahmen des APP ab Juli 2023 einstellen wird.“ „... die teilweise Reinvestition ... wurde von den Märkten gut absorbiert. Wir sehen also keinen Grund, den Schritt nicht vorzuziehen.“

Einordnung: Der Beschluss bedeutet, dass sich der Abbau des APP-Portfolios von durchschnittlich 15 Mrd. EUR pro Monat auf 25 Mrd. EUR ab Juli beschleunigt. Laut Lagarde würde es zwölf bis 15 Jahre dauern, um das APP-Portfolio vollständig abzubauen, wenn nur auf die Reinvestitionen verzichtet wird.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 5. Mai 2023 (Teil IV)

Zu den Langfristfinanzierungen TLTRO: Auf die Frage ob Risiken im Zusammenhang mit den im Juni fällig werdenden TLTRO-Krediten im Volumen von 477 Mrd. EUR zu beachten sind, sagte Lagarde: "Es gibt keine Überraschung bei TLTRO. Wenn überhaupt, haben wir es geschafft, den Banken die Möglichkeit zu bieten, die Rückzahlung zu beschleunigen und vorzuziehen, was meiner Meinung nach die Klippe [also einen plötzlichen Liquiditätsverlust] vermieden hat..."

Einordnung: Lagarde scheint Recht zu haben, die Banken sind höchstwahrscheinlich auf diesen Rückzahlungstermin vorbereitet und die Banken die Möglichkeit genutzt haben, um etwas mehr als diesen Betrag bereits vorzeitig zurückzuzahlen.

Zu den Bankenturbulenzen (Vize de Guindos): „Es gibt keinen Grund für Selbstgefälligkeit“. Die beispiellose Geschwindigkeit des Bank-Runs „... ist die Kombination aus neuen Faktoren, ... digitalem Banking und ... sozialen Netzwerken ...“ „... als Aufsichts- und Regulierungsbehörden müssen wir diesen neuen Rahmen im Auge behalten ...“

Einordnung: Richtigerweise wurde der Faktor „Soziale Medien“ als ein wichtiger Grund dafür erkannt, dass der Bankensektor in einer anderen Weise als früher destabilisiert werden kann.

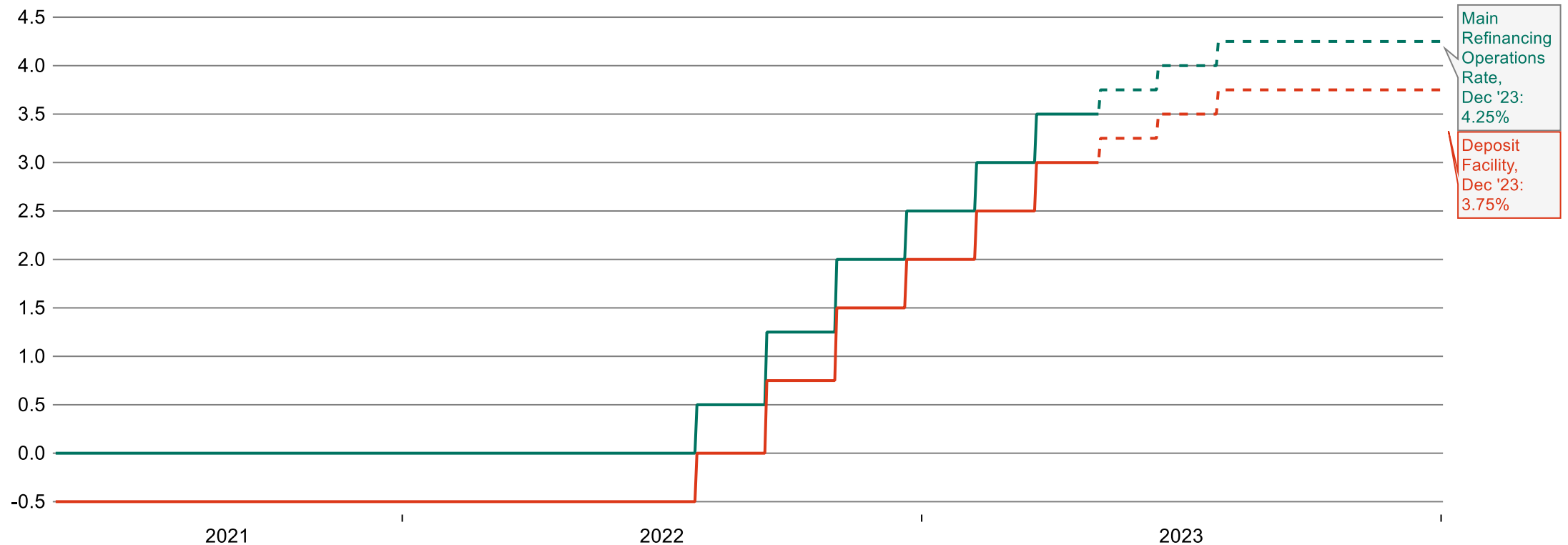
Highlights der EZB-Ratssitzung vom 5. Mai 2023 (Teil V)

Über die Abhängigkeit von den Entscheidungen der Fed: „... wir sind nicht von der Fed abhängig ...“ „... wie auch immer die Entscheidung der Fed in den nächsten ... Monaten ausfallen wird, wir werden uns auf unser Ziel [der Preisstabilität] zurückbesinnen ... und wir werden natürlich Variablen berücksichtigen ... [wie] die Währung ...“

Einordnung: Das wichtigste Bindeglied zwischen der EZB und der Fed ist die Währung, und im Moment wertet der Euro aufgrund der Bankenturbulenzen in den USA und der Erwartung, dass die Fed den Zins nicht weiter anheben wird, auf. Das spielt der EZB in die Karten, denn eine stärkere Währung erleichtert den Kampf gegen die Inflation durch niedrigere Importpreise. Insofern kann eine Fed, die die Zinsen nicht mehr anhebt, durchaus ein Grund dafür sein, dass die EZB auch bald eine Zinspause einlegt.

Zinsprognose der HCOB angehoben: 4,25 % (Hauptrefinanzierungssatz) und 3,75 % (Einlagefazilität) per Ende 2023.

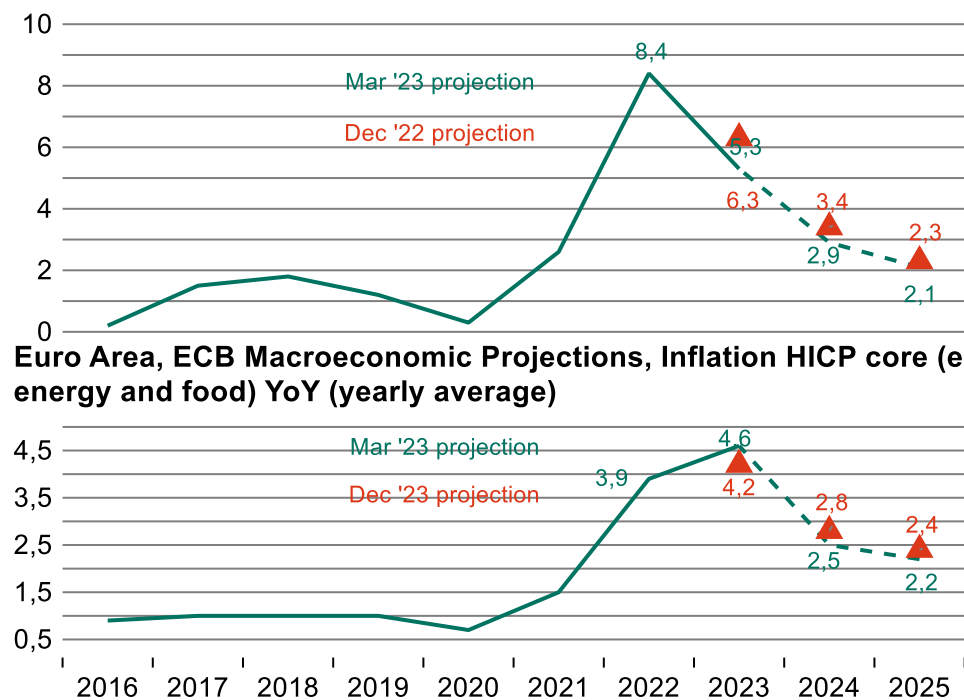
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



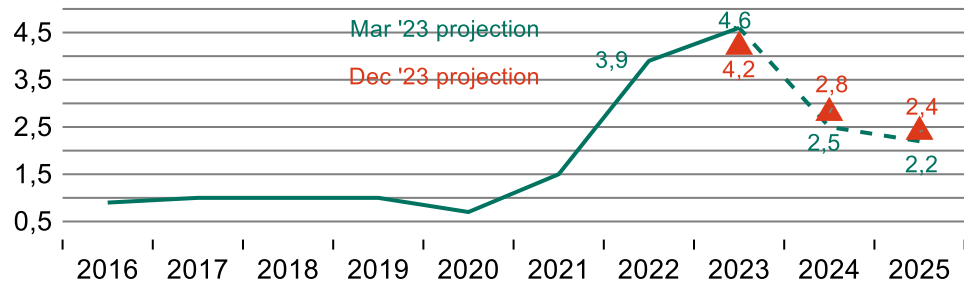
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen des EZB-Stabes vom März (neue Projektionen erscheinen im Juni)

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

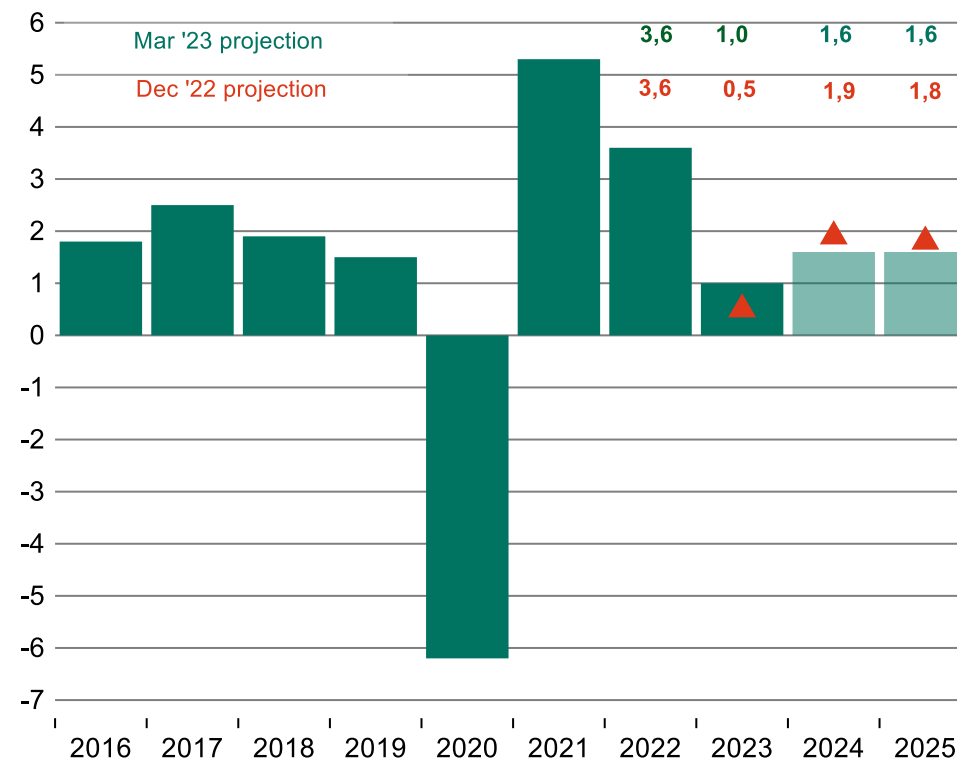


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)

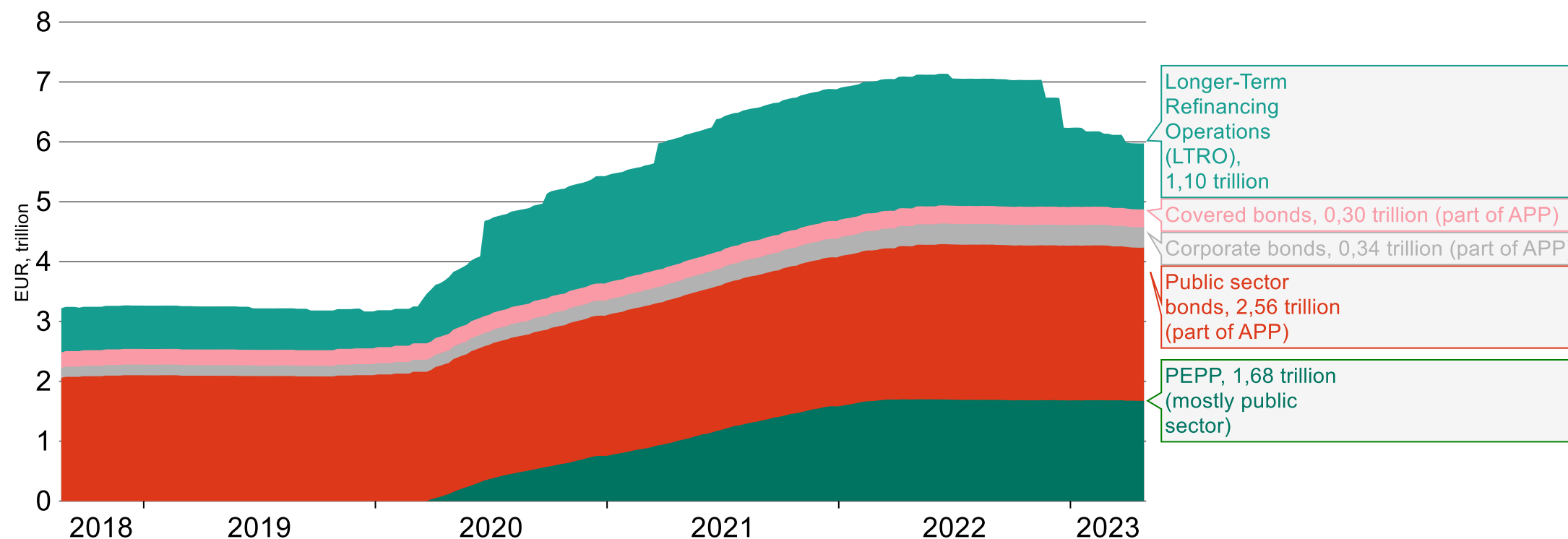
Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)

Quantitative Tightening: Seit Anfang März wird das APP-Portfolio monatlich um EUR 15 Mrd. reduziert. Ab Juli erhöht sich dieser Wert auf durchschnittlich 25 Mrd. Euro pro Monat.

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

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinsen (ab 10. Mai 2023):**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 3,75 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 3,25 %.
 - EZB-Rat entscheidet in Abhängigkeit der relevanten Daten 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)**
 - Seit Anfang März wird nur noch ein Teil der Fälligkeiten reinvestiert, sodass das Portfolio bis Ende Juni um monatlich 15 Mrd. Euro im Durchschnitt schrumpft. Ab Juli werden die Beträge aus den fälligen Anleihen nicht mehr reinvestiert.
- 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: „Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP weiterhin flexibel agieren, um, pandemiebedingte Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.“
- **TLTRO (Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte)**
 - TLTRO III: Änderungen der Konditionen der TLTRO-Geschäfte wurden im vergangenen Jahr beschlossen.

Stimmrechte (rotierendes Verfahren unter den Notenbankpräsidenten)

Position	ECB Council Member	02.02.2023	16.03.2023	04.05.2023	15.06.2023	27.07.2023	14.09.2023	26.10.2023	14.12.2023
President of the ECB	Christine Lagarde	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Vice-President of the ECB	Luis de Guindos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Frank Elderson	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Philip R. Lane	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Fabio Panetta	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Isabel Schnabel	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
NCB Governors of	NCB Governors								
Belgium	Pierre Wunsch	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Germany	Joachim Nagel	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Estonia	Madis Müller	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Ireland	Gabriel Makhlof	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Greece	Yannis Stournaras	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Spain	Pablo Hernández de Cos	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗	✓
France	François Villeroy de Galhau	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Croatia	Boris Vujčić	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Italy	Ignazio Visco	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗
Cyprus	Constantinos Herodotou	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Lancia	Mārtiņš Kazāks	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Lithuania	Gediminas Šimkus	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Luxembourg	Gaston Reinesch	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Malta	Edward Scicluna	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Netherlands	Klaas Knot	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Austria	Robert Holzmann	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Portugal	Mário Centeno	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓
Slovenia	Boštjan Vasle	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓
Slovakia	Peter Kažimír	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Finland	Olli Rehn	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓

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.ecb.europa.eu/press/pr/20230505/combined-monetary-policy-decisions-and-statement/html/index.en.html)

Ansprechpersonen

Redaktion und Versand

Economics

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Tel.: +49 176 90180792

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

Norman Liebke

Trainee Economics

Tel.: +49 171 5466753

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

Jonas Feldhusen

Junior Economist

Tel.: +49 151 22942945

E-Mail: jonas.feldhusen@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

Nils Müller

Junior Economist

Tel.: +49 160 90887804

E-Mail: nils.mueller@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: 05. Mai 2023

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.