

EZB: Keine einfachen Entscheidungen mehr

Kurz & klar

- Bei ihrem Oktober-Treffen hat die EZB die Leitzinsen erwartungsgemäß erneut um 75 Basispunkte angehoben. Damit wird das Frontloading im Zinszyklus fortgesetzt. Für Dezember scheint das Ausmaß des Zinsschrittes noch offen.
- Um die Transmission der jüngsten Zinsschritte zu verbessern, hat der EZB-Rat beschlossen, die Konditionen der noch ausstehenden TLTRO-Tender zu verschlechtern. Das bedeutet vor allem: Höhere Zinsen für die Kreditnehmer der Banken.
- Wir bekräftigen unsere Leitzins-Prognose und erwarten noch einen weiteren Schritt von 75 Bp. im Dezember. Im März 2023 sollte der Einlagesatz dann 3% betragen.

► Letzter 75-Basispunkte-Schritt?

Auf der heutigen Sitzung hat der EZB-Rat erneut eine stolze Anhebung der Leitzinsen um 75 Basispunkte beschlossen. Damit steigt der für den Interbankenmarkt relevante Einlagesatz auf 1,5%. Angesichts der hohen Teuerungsrate von zuletzt 9,9% (HVPI, September) war das Ausmaß der Zinsanhebung allerdings bereits vollumfänglich eingepreist, die Entscheidung kam für die Märkte alles andere als unerwartet. Deutlich größeres Gewicht kam also dem Ausblick zu, den der EZB-Rat im geldpolitischen Statement sowie EZB-Präsidentin Christine Lagarde in der Q&A-Runde vermittelten. Während ersteres weitgehend ausgewogen formuliert ist und zwischen Hinweisen auf den höheren Lohndruck und Inflationsrisiken sowie der Aussage, dass die Zinsen bereits stark gestiegen seien, die Waage hält, schlug Lagarde eher vorsichtigere Töne an. Insbesondere die Wirkungsverzögerung der Geldpolitik und den stolzen Zinsanstieg um 200 Basispunkte seit Juli betonte sie. Ausschlaggebend für die Dezember-Entscheidung werden aber letztlich die Inflations-Entwicklung bis dahin (Zahlen für Oktober/November) sowie die neuen Projektionen des EZB-Stabes sein.

► TLTRO-Anpassungen: Banken ab November nicht mehr begünstigt

Mit ähnlich großer Spannung wurden die Anpassungen am TLTRO-Programm erwartet. Diese waren nötig geworden, nachdem der steile Zinszyklus denjenigen Banken, die noch über Mittel aus den TLTRO-Tendern (ausstehend: 2,1 Bio. Euro) verfügen, sehr günstige Finanzierungskonditionen gewährt. Das Ziel der TLTRO-Tender war ursprünglich, die Kreditvergabe während der Corona-Krise zu unterstützen. Nachdem die EZB nun auf einen neutralen oder sogar restriktiven Kurs einschwenkt, wurde das Programm obsolet und behindert in den Augen des EZB-Rates sogar die geldpolitische Transmission. Für die Zeit ab dem 23. November 2022 wird der Zinsvorteil abgeschafft. Die EZB verzichtet aus rechtlichen Gründen aber auf rückwirkende Anpassungen und lässt den Banken mit der Vorlaufzeit und drei zusätzlichen Rückzahlterminen die Möglichkeit, zu reagieren. Damit dürfte die Überschussliquidität im Euro-Raum spürbar abnehmen.

► Zins für Mindestreserven sinkt

Eine weitere Anpassung betrifft den Zinssatz für die Mindestreserven der Geschäftsbanken bei der EZB. Dieser entspricht nun nicht mehr dem Hauptrefinanzierungssatz, sondern dem um 50 Basispunkte niedrigeren Einlagesatz. Damit wird der Satz an die vorherrschende geldpolitische Realität angepasst, in der der Einlagesatz der für die Finanzie-

rungskonditionen relevante Zinssatz ist. In den Jahren mit Negativzinsen und Tiering-System war diese Anpassung nicht nötig gewesen. Allerdings reduziert auch diese Änderung – wenn auch nur zu einem sehr geringen Grad – die Marge der Geschäftsbanken. Die Konsequenz daraus, höhere Kreditzinsen auch für die Kunden der Banken, nimmt die EZB als Teil der Transmission ihrer restriktiveren Geldpolitik bereitwillig in Kauf.

Fazit: Die EZB geht den Weg des Frontloading und der Normalisierung der Leitzinsen weiter. In der Summe scheint für das Dezember-Treffen vorerst alles offen, was das Ausmaß des Zinsschrittes anbelangt. Wenngleich sich die Märkte derzeit klar in Richtung eines 50-Basispunkte-Schritts positionieren, dürften anhaltend hohe Inflationsraten im Oktober und November das Blatt schnell wenden. Auch der EZB-Stab wird seine Inflationsprojektion für 2023/24 im Dezember noch deutlich anheben müssen. Im September lag die prognostizierte Teuerung für 2023 bei 5,5%, für 2024 bei 2,3%. Wir erwarten eine Inflationsrate von 8,1% in 2023. Vor diesem Hintergrund gehen wir auch von einem weiteren Zinsschritt von 75 Basispunkten im Dezember 2022 und einem Ende des Zyklus im März 2023 bei 3% aus. Im Dezember wird der EZB-Rat dann auch einen möglichen Abbau der hohen Anleihebestände im APP-Programm (Quantitative Tightening, QT) diskutieren.

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 27.10.2022. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Die im Text genannten Finanzmarktinformationen stammen von Bloomberg und Refinitiv, soweit nicht anders vermerkt.



Gebhard A. Stadler, CFA
Senior Economist

Telefon: +49 89 2171-28891
gebhard-armin.stadler@bayernlb.de

Redaktion:

Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de