

EZB-Dezember-Entscheidung: Geldpolitik bleibt eine komplexe Angelegenheit

Kurz & klar

- Auf den ersten Blick wenig spektakulär: Wie von den Märkten erwartet beendet die EZB die Netto-Käufe beim Pandemie-Kaufprogramm PEPP im März 2022. Das Kaufvolumen dürfte über die nächsten Monate spürbar geringer ausfallen.
- Auf den zweiten Blick widersprüchlich: Während man bei den Netto-Käufen restriktiver agiert, verlängert man den Horizont für die PEPP-Reinvestitionen. Damit gibt sich die EZB mehr Flexibilität.
- Die Überraschung im Dezember: Die Inflationsprognose für 2022 wurde von 1,7% auf 3,2% angehoben. Das ist aber zum großen Teil auf die Energiepreise zurückzuführen.
- Insgesamt agiert die EZB damit expansiver als die Fed oder die Bank of England. Eine baldige Kurskorrektur ist nicht zu erwarten.

Im Kern die Erwartungen erfüllt: PEPP endet im März 2022

- APP-Käufe temporär ausgeweitet

Im Sommer 2021 hat sich die EZB eine neue Strategie gegeben. Dabei wurde betont, wie wichtig eine einfache, klare und verständliche Kommunikation für die Geldpolitik ist – angesichts der traditionell verklausulierten Ausdrucksweise der Notenbanker weltweit ein hehres Ziel. Die Dezember-Entscheidung der EZB wird diesem Anspruch nur in einer Facette gerecht: Die wichtigste Entscheidung lässt sich klar herausfiltern. Dabei handelt es sich um das Ende des Pandemie-Ankaufprogrammes PEPP, bei dem die Netto-Investitionen im März 2022 auslaufen. Wie an den Märkten antizipiert, tritt an dessen Stelle ein temporär (sprich: bis Oktober 2022) höheres Kaufvolumen beim Standard-Kaufprogramm APP. Das avisierte Kaufvolumen liegt dabei ganz leicht unter den Markterwartungen.

- PEPP bleibt Schlüssel zur Flexibilität

An dieser Stelle kommt die EZB ihrem Ziel der klaren Kommunikation nicht mehr nach und verstrickt sich bei den für 2022 anstehenden geldpolitischen Maßnahmen allerdings zunehmend in Details, die widersprüchlich zu interpretieren sind. Während das Kaufvolumen (PEPP und APP) über die nächsten Monate etwas enttäuschend ausfallen wird und das Regularium des restriktiveren APP nicht an das des flexibleren PEPP angepasst wurden, hat die EZB zumindest die Leitlinien für die Reinvestitionen im PEPP adjustiert – ein marktfreundlicher Schritt. Die Reinvestitionen laufen nun mindestens bis Ende 2024 (zuvor: Ende 2023) und sollen explizit Marktfraktionen vorbeugen, insbesondere mit Blick auf griechische Staatsanleihen. Damit ist sichergestellt, dass die Hellenische Republik auch weiterhin unterstützt werden kann. Darüber hinaus räumt sich die EZB die Möglichkeit ein, das PEPP, dessen Limit von 1,85 Bio. Euro bei einem Kaufvolumen von 1,65 bis 1,7 Bio Euro nicht ganz ausgeschöpft wird, wieder zu reaktivieren. Während also die Volumina zurückgefahren werden, vergrößert der EZB-Rat die Flexibilität, auf weitere Pandemie-Entwicklungen reagieren zu können.

Projektionen des EZB-Stabes: Von einem Extrem ins andere

- Inflation 2022: von 1,7% auf 3,2% in drei Monaten

Grundlage für die Wirtschaftsanalyse der europäischen Notenbank waren im Dezember die neuen Projektionen des EZB-Stabes. Angesichts der kaum zu überhörenden Kritik, welche die EZB-Spitze fast unmittelbar nach dem letzten Update im September an der als zu niedrig wahrgenommenen Inflationseinschätzung geübt hatte, wurde der Veröffentlichung nun gesteigerte Aufmerksamkeit zuteil. Dieses Mal überraschte die Projektion für den HVPI allerdings in die Gegenrichtung. Mit einer Inflationsrate von 3,2% im kommenden Jahr liegt der EZB-Stab deutlich über dem Konsens (2,4%; BayernLB: 2,3%) und fast doppelt so hoch wie vor 3 Monaten (1,7%). Bei einer Projektion für die Kernteuerung von nur 1,9% lässt sich die Anpassung großteils auf höhere Energiepreise zurückführen, die der EZB-Stab an den derzeitigen Future-Kursen orientiert. Von einer Extrem-Prognose schwenkt man um auf eine neue. EZB-Präsidentin Christine Lagarde musste sich im Q&A-Teil der Pressekonferenz bereits den kritischen Nachfragen der Journalisten stellen. Die mittelfristigen Inflationsprognosen (2023/24) liegen mit jeweils 1,8% jedoch weiter etwas unter dem 2%-Ziel der EZB und rechtfertigen damit die noch sehr expansive Geldpolitik.

- Aufschwung setzt sich fort

Relativ unspektakulär fiel dagegen die Revision der Wachstumsprojektionen aus: Angesichts der vierten Covid-Infektionswelle und der Verbreitung der Omikron-Variante wird sich in den Augen des EZB-Stabes die Wachstumsdynamik nach hinten schieben. Während 2022 das BIP weniger stark expandieren sollte, ist mit spiegelbildlich höherem Wachstum 2023 zu rechnen. Verbal zollte die EZB der höheren Resilienz der Wirtschaft und der starken Arbeitsmarktentwicklung Tribut. In der Summe zeigt man sich also sehr zufrieden mit der Robustheit der Konjunktur; der Aufschwung wird sich fortsetzen.

Banken müssen sich in Geduld üben

- Wird der Tiering-Multiplikator angefasst?

Wenig eindeutige Signale gab es auch für die Banken. Einer Verlängerung des für die Kreditinstitute recht vorteilhaften TLTRO-Programms wurde eine deutliche Absage erteilt. Es ist angestrebt, dass die Konditionalität Mitte 2022 ausläuft. Allerdings profitieren viele Institute noch von den bis Ende 2024 laufenden Tendern. Über ein Anschlussprogramm wurde nicht mehr gesagt als dass man Klippeneffekte vermeiden möchte. Immerhin bekundete der EZB-Rat ausdrücklich die Bereitschaft, über eine Anpassung des zweigliedrigen Mindestreserve-Systems nachzudenken. Dahinter könnte sich eine Anpassung des Tiering-Multiplikators verstecken. Wir erwarten, dass dieser Ende 2022 von sechs auf zehn angehoben wird, um die Banken von den auf den Einlagesatz geltenden Negativ-Zinsen zu entlasten und die Bereitschaft der Banken, neue Kredite zu vergeben, nicht zu bremsen.

Fazit: In der Summe etwas weniger expansiv als erwartet

Rechnet man die zahlreichen, teils widersprüchlichen Weichenstellungen gegeneinander auf, hat die EZB etwas restriktiver als erwartet agiert. Insbesondere die hohe Inflationsprognose hat überrascht, bei den Kaufprogrammen hat man sich ebenfalls leicht unter den Erwartungen bewegt. Flexibilität und Unsicherheit bleiben aber dennoch die am häufigsten genannten Begriffe bei der EZB-Pressekonferenz.

Die Interpretation der Märkte ist ähnlich ausgefallen: Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar spürbar aufgewertet. Die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen sind gestiegen, die Zinskurve hat sich versteilt. Allerdings agiert die EZB immer noch deutlich vorsichtiger als die Fed, die gestern eine deutliche Beschleunigung des Taperings beschlossen hatte und für 2022 mit bis zu 3 Zinsschritten rechnet, oder die „Old Lady“ in London, die heute den Leitzins erstmals wieder angehoben hat. Deutliche Signale für eine Zinsanhebung dürften wir aus Frankfurt kommendes Jahr nicht vernehmen. Wir rechnen mit einer Zinsanhebung unverändert erst 2024. Das Risiko eines früheren Schrittes ist aber leicht gestiegen.

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 16.12.2021. 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