

Hamburg  
Commercial  
Bank

# **EZB-Entscheidung in Charts – „Weitere signifikante Zinserhöhungen“**

Einordnung der EZB-Sitzung vom 15. Dezember 2022

Economics

16. Dezember 2022

# Highlights der EZB-Ratssitzung vom 15. Dezember 2022 (Teil I)

Auf der EZB-Presskonferenz hat Präsidentin Christine Lagarde eine sehr „hawkische“ Botschaft ausgesandt, indem sie sagte, dass die **"Zinssätze immer noch deutlich steigen müssen"**, wobei sie ausdrücklich einen weiteren Schritt von 50 Basispunkten im Februar 2023 ankündigte. In Anlehnung an die Diskussion über die Fed, bei der viele Investoren über einen Wendepunkt im Zinserhöhungszyklus spekuliert hatten (Stichwort: Pivot), sagte Lagarde: **„Das ist kein Wendepunkt für die EZB“**. Außerdem sagte Lagarde, dass die Markterwartung einer Endrate von 3,0 % nicht ausreichen würde, um die Inflation mittelfristig auf das angestrebte Niveau von 2 % zu senken, sprich: **Die Markterwartung ist falsch**. Der Hauptgrund für diese hawkische Tonlage scheint zu sein, dass die EZB im Januar und Februar mit einem erneuten Anstieg der Inflation rechnet, der auf höhere Energiepreise für die privaten Haushalte zurückzuführen ist, und dass sie befürchtet, dass sich die Inflationserwartungen verfestigen könnten. **Wir erwarten nunmehr, dass der Hauptrefinanzierungssatz bis 3,75 % steigen wird.**

## Die Ankündigungen im Einzelnen

**Zu den Leitzinsen:** Der Hauptrefinanzierungssatz wurde um 50 Basispunkte auf 2,50 % und der Satz für die Einlagefazilität um 50 Basispunkte auf 2,0 % angehoben. Für Februar wurde bereits ein weiterer Zinsschritt von 50 Basispunkten angekündigt, aber – in einem gewissen Widerspruch dazu – man entscheide weiterhin von Sitzung zu Sitzung. Die Entscheidung war nicht einstimmig.

# Highlights der EZB-Ratssitzung vom 15. Dezember 2022 (Teil II)

**Drei Kernaussagen:** 1) weitere **signifikante** Zinserhöhungen werden folgen 2) diese erfolgen in **gleichmäßigem** Tempo (unterstrichen durch die Ankündigung, dass im Februar ein weiterer Schritt von 50 Basispunkte folgen könnte) 3) Beibehaltung der Zinssätze auf einem restriktiven Niveau für eine **längere Zeit**.

Einordnung: Der EZB kämpft um ihre Glaubwürdigkeit und nimmt lieber das Risiko in Kauf, den Bogen zu überspannen (die Rezession zu vertiefen) als Gefahr zu laufen, dass sich die Inflation verfestigt.

**Neue Projektionen:** Anhebung der Inflationsprognose für 2023 von 5,5 % auf 6,3 % (Jahresdurchschnitt) und Rücknahme der BIP-Prognose für 2023 von 0,9 % auf 0,5 %.

Einordnung: Die Inflationsprojektionen unterstreichen den von der EZB identifizierten Handlungsdruck.

**Zum Asset Purchase Programm (APP):** Die EZB wird Anfang März 2023 damit beginnen, das APP-Portfolio um 15 Mrd. Euro pro Monat zu reduzieren (Hälfte der monatlich fällig werdenden Anleihen). Nach Juni wird das "anschließende Tempo im Laufe der Zeit festgelegt werden". Weitere technische Einzelheiten werden auf der Sitzung am 2. Februar bekannt gegeben.

Einordnung: Vorsichtiger Start beim Abbau des APP-Portfolios, Liquiditätsengpässe an den Geldmärkten sollen vermieden werden.

# Highlights der EZB-Ratssitzung vom 15. Dezember 2022 (Teil III)

**Zur kurzfristigen Inflationsentwicklung:** Die EZB scheint davon auszugehen, dass die Inflation im Dezember etwas niedriger, im Januar und Februar aber wieder höher ausfallen wird, da viele Versorgungsverträge mit privaten Haushalten über den Jahreswechsel geändert werden.

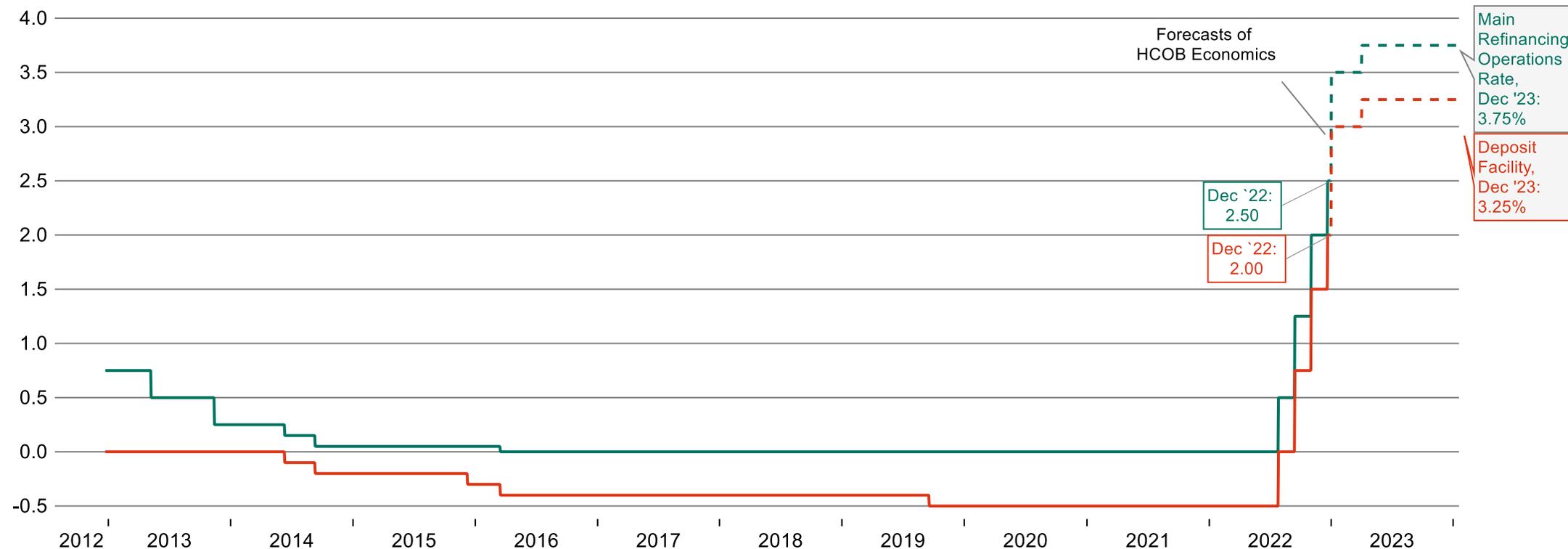
Einordnung: Die deutsche Energiepreisbremse bedeutet immer noch höhere Preise als der Durchschnitt der älteren Verträge, während in Frankreich die Energieversorger die Preise bis 2023 um 15 % anheben dürfen, nachdem sie in diesem Jahr nur um 4 % steigen durften. Möglicherweise ist der absehbare Wiederanstieg der Inflation Anfang des Jahres der Hauptgrund für die hawkische Sprache der EZB. Man will sich nicht den Vorwurf gefallen lassen, dass die Zügel voreilige wieder locker gelassen wurden.

**Zu Kryptoassets:** "Kryptoassets müssen auf globaler Basis reguliert werden". "MICA (die europäische Verordnung für Kryptoassets) ist ein Durchbruch" und Lagarde hofft auf MICA II.

Einordnung: Kryptoassets sind der EZB ein Dorn im Auge, nicht zuletzt weil man diese Assets als eine Bedrohung für die monetäre Souveränität erachtet. Abgesehen davon ist eine kluge Regulierung der Kryptofinanzwelt jedoch unbedingt notwendig und grundsätzlich zu begrüßen.

# Anhebung der Zinsprognose der HCOB auf 3,75 % (Hauptrefinanzierungssatz) und 3,25 % (Einlagefazilität).

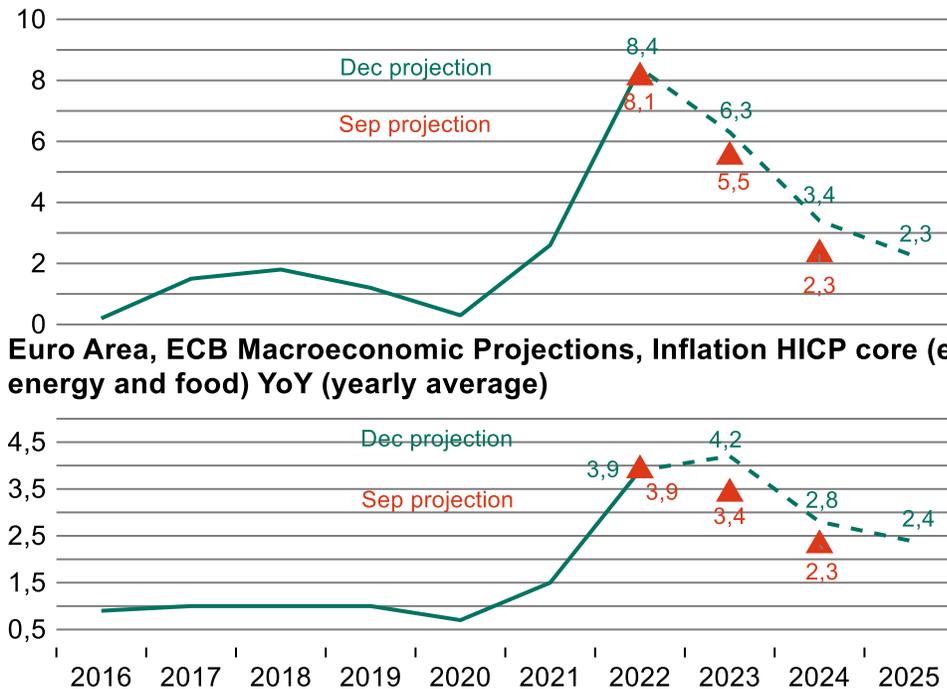
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



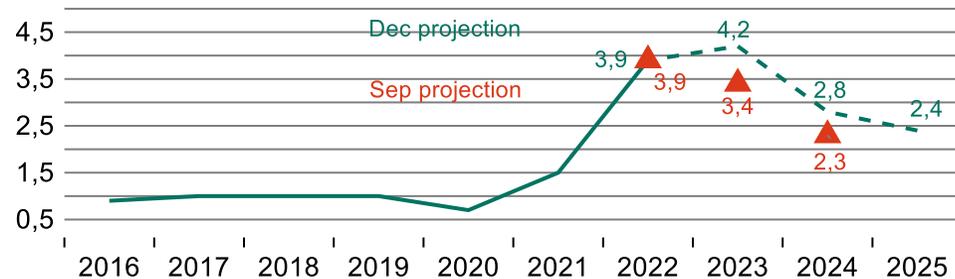
Source: Macrobond, HCOB Economics

# Neue Projektionen der EZB-Fachleute (Staff projections): Erneut Inflationsprognose hoch- und BIP-Prognose herunterrevidiert.

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

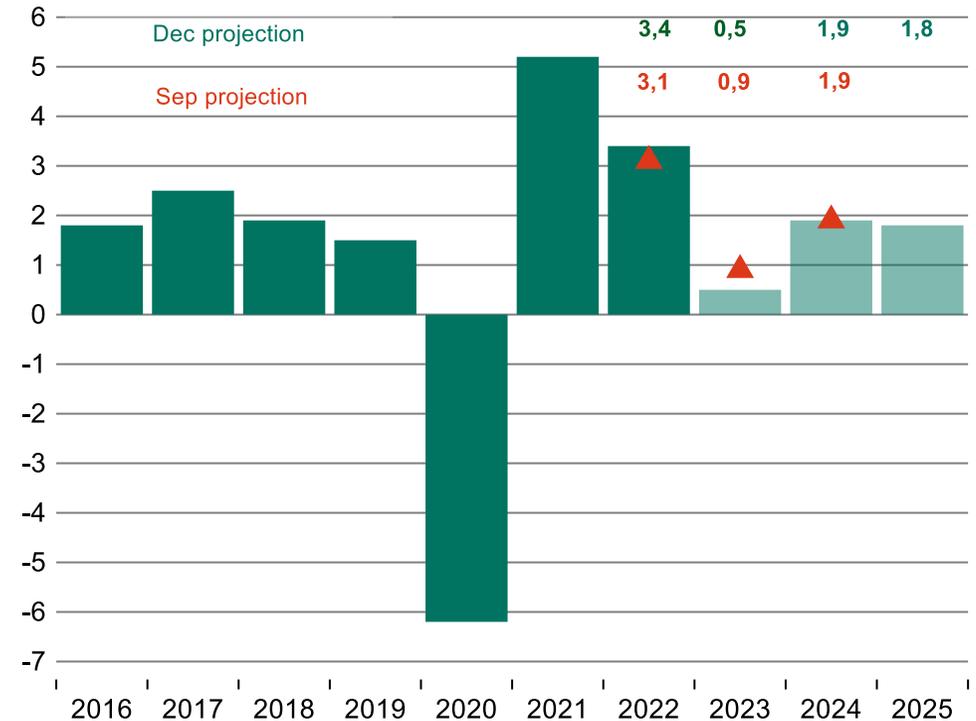


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)  
 Note: 2025 projections were done first time in December.

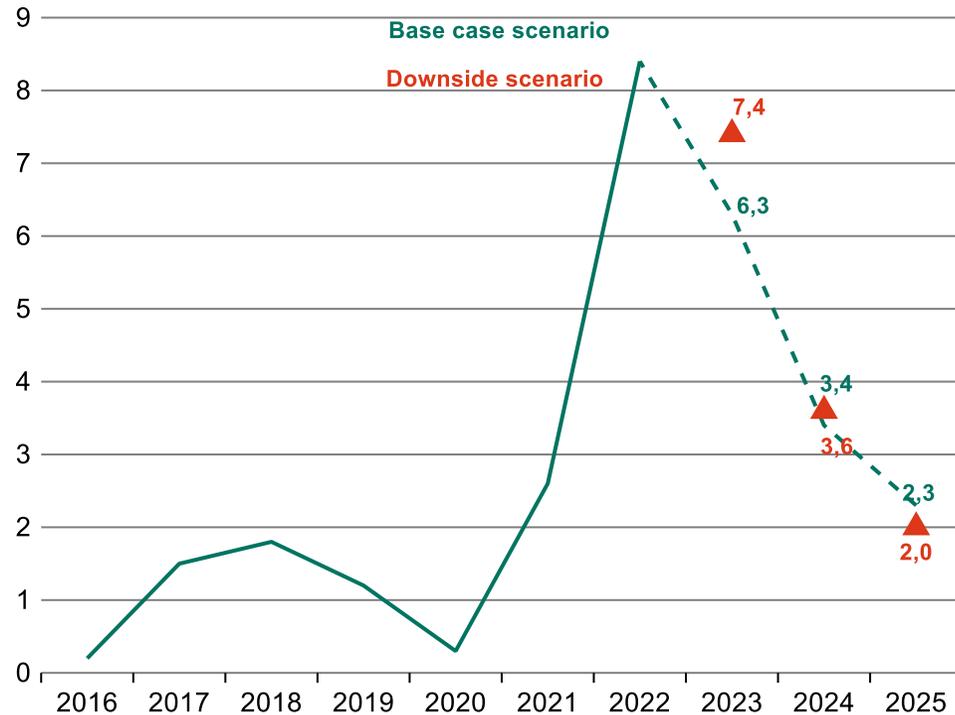
Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)  
 Note: 2025 projections were done first time in December.

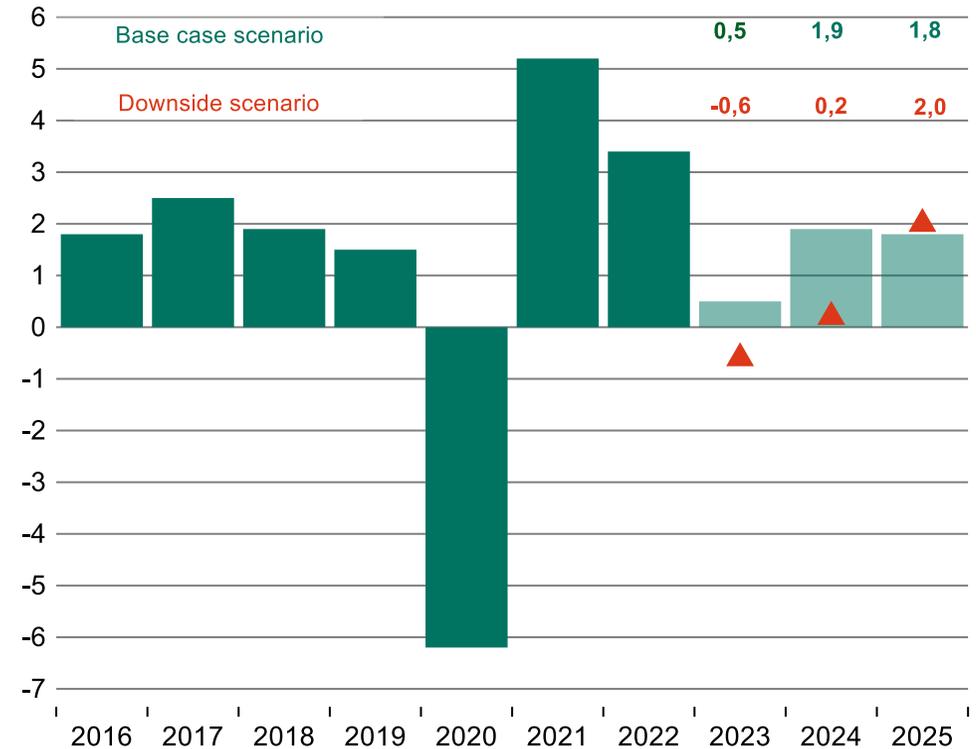
# Neues Downside Szenario: Im Downside liegt die Inflation in 2023 noch höher und das BIP ist gleichzeitig schwächer und erholt sich erst 2025.

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



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

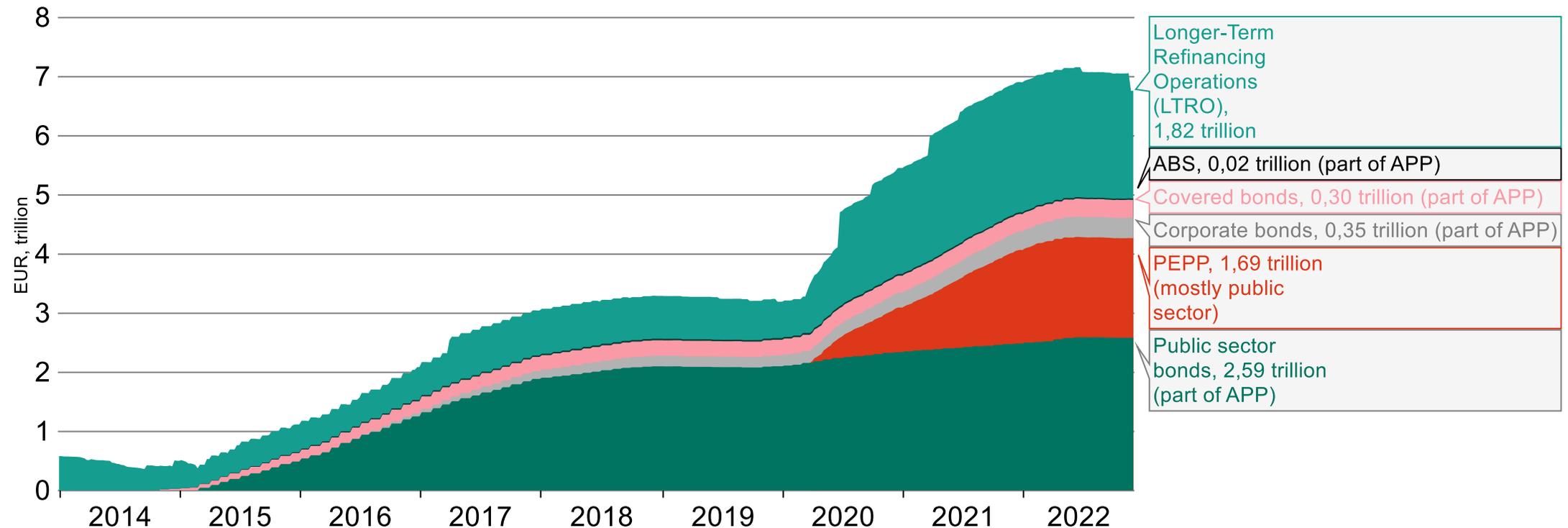
Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, Hamburg Commercial Bank Economics, ECB

# Quantitative Tightening: Ab Anfang März wird das APP-Portfolio zunächst um monatlich 15 Mrd. Euro reduziert.

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 <sup>2</sup>	TLTRO III.3-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) <sup>1</sup>	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 <sup>3</sup>	Wed, 21/12/2022

	TLTRO III.3-10 <sup>2</sup>	TLTRO III.3-10 <sup>2</sup>	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) <sup>1</sup>	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) <sup>1</sup>	Wed, 13/03/2024	Wed, 12/06/2024	Wed, 11/09/2024
Publication of repayment amounts (12:05) <sup>1</sup>	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 21. Dezember 2022):**
    - Hauptrefinanzierungssatz: 2,50 %.
    - Zinssatz für die Einlagefazilität: 2,00 %.
    - 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)**
    - Ab Anfang März wird nur noch ein Teil der Fälligkeiten reinvestiert, sodass das Portfolio bis Ende Juni um monatlich 15 Mrd. Euro im Durchschnitt schrumpft. Das Tempo des Abbaus wird danach weiter entschieden. Technische Details sollen bei der Sitzung am 2. Februar 2023 veröffentlicht werden.
- 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 11 in dieser Publikation).

# Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung

Hauptseite:

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

Presseerklärung:

[Monetary policy decisions \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Geldpolitische Erklärung und Q&A:

[PRESS CONFERENCE \(europa.eu\)](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: 16. Dezember 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.