

Hamburg
Commercial
Bank

EZB-Entscheidung in Charts – Notenbank hält Kurs

Einordnung der EZB-Sitzung vom 16. März 2023

Economics

17. März 2023

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 16. März 2023 (Teil I)

Die EZB hat bei ihrer Sitzung am 16. März die Leitzinsen wie angekündigt und trotz der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor um **50 Basispunkte** auf 3,00 % (Einlagezinssatz) und 3,50 % (Hauptrefinanzierungssatz) angehoben. Angesichts der gestiegenen Ungewissheit im Zusammenhang mit den Bankzusammenbrüchen in den USA und den massiven Kurseinbrüchen bei europäischen Bankenaktien betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde die **Datenabhängigkeit** künftiger Entscheidungen und deutete eine stärkere Berücksichtigung der **Finanzstabilität** an. Insofern war es keine Überraschung, dass keine Entscheidung bezüglich des weiteren Abbautempos beim **APP-Anleiheportfolio** getroffen wurde. Den **neuen Projektionen** des EZB-Stabes zufolge wird die **Kerninflation** im Jahr 2023 durchschnittlich 4,6 % betragen und wurde daher von 4,2 % **nach oben** korrigiert, während die **Gesamtinflation** von 6,3 % auf 5,3 % **nach unten** korrigiert wurde. Lagarde betonte jedoch, dass die neuen Stabsprojektionen unter einem großen **Vorbehalt** stünden, weil sie nicht die Finanzmarkturbulenzen berücksichtigten. Natürlich haben die Präsidentin und auch Vizepräsident de Guindos mehrfach betont, dass der **europäische Bankensektor sicher** sei und die EZB über alle Instrumente verfüge, die notwendig seien, um jede Art von kritischer Situation zu bewältigen.

Fazit: Eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte bei der Sitzung am 4. Mai ist weiterhin wahrscheinlich.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 16. März 2023 (Teil II)

Die Ankündigungen im Einzelnen:

Faktoren, von denen künftige Zinsentscheidungen abhängen: Wie von Lagarde betont, wurde ein neuer Absatz in die geldpolitische Erklärung eingefügt (Teil des ersten Absatzes), um nachvollziehbar zu machen, wovon künftige Zinsentscheidungen abhängen. Demnach werden zukünftige Zinsentscheidungen von 1) den eingehenden Wirtschafts- und Finanzdaten, 2) der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und 3) der Stärke der geldpolitischen Transmission bestimmt werden.

Einordnung: Erst auf den zweiten Blick erschließt sich, was die EZB mit diesen Hinweisen vermutlich meint. So dürfte mit dem Fokus auf die „zugrunde liegenden Inflation“ gemeint sein, dass die EZB stärker auf die Kernrate der Inflation achten wird, die als guter Indikator für den eigentlichen Inflationstrend gilt. Mit der „Stärke der geldpolitischen Transmission“ dürfte die Besorgnis über die Finanzstabilität im Zuge der aktuellen Bankenturbulenzen gemeint sein. Mit anderen Worten: Wenn die Turbulenzen anhalten, dann fließt das (natürlich) in die Zinsentscheidung mit ein.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 16. März 2023 (Teil III)

Zinsentscheidung / Zinsausblick: Der Zinssatz der Einlagefazilität wurde um 50 BP auf 3,0 % und der Hauptrefinanzierungssatz um 50 BP auf 3,5 % erhöht.

Einordnung: Zu dem weiteren Zinspfad hat Lagarde – im Unterschied zu den vergangenen Sitzungen seit dem Sommer 2022 – keine Stellung bezogen, sondern die Datenabhängigkeit der zukünftigen EZB-Entscheidungen betont. Das war angesichts der Unsicherheit im Zuge der aktuellen Finanzmarkturbulenzen nicht anders zu erwarten gewesen. Eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte in naher Zukunft halten wir aber weiterhin für möglich.

Zur Inflation: „Wir sehen eine leichte Verbesserung in bestimmten Bereichen, aber offen gesagt, nicht viel“. „(...) wenn wir uns die Dienstleistungen ansehen, geht es nicht in die [richtige] Richtung (...)“

Einordnung: Während die Finanzstabilität sicherlich ganz oben auf der Liste der Sorgen steht, ist die Inflation nach wie vor ein wichtiges Thema. Insbesondere gab es keine Anzeichen dafür, dass die EZB der Meinung ist, die Turbulenzen könnten zu einer Rezession und damit zu einer niedrigeren Inflation führen. Das spricht dafür, dass der Zinsanhebungszyklus noch nicht beendet ist.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 16. März 2023 (Teil IV)

Neue Stabsprojektionen: Die Kerninflationsrate für 2023 wurde von 4,2 % auf 4,6 % nach oben korrigiert. Die Gesamtinflation wurde jedoch aufgrund niedrigerer Energiepreise von 6,3 % auf 5,3 % nach unten korrigiert. Lagarde betonte, dass die Projektionen die aktuellen Spannungen im Bankensektor nicht berücksichtigten, so dass die Projektionen unter einem großen Vorbehalt stünden.

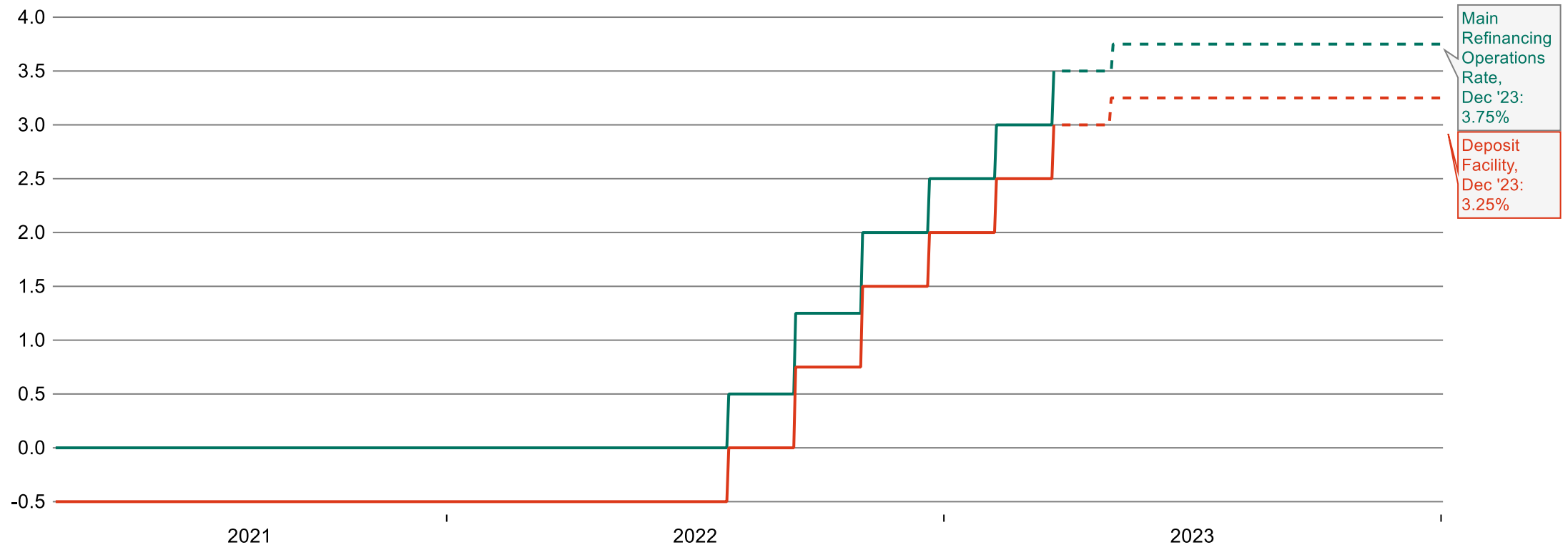
Einordnung: Es überrascht nicht, dass die EZB in Anbetracht der derzeitigen Unsicherheiten den Aussagegehalt der Projektionen einschränkt. Berücksichtigt man jedoch die Aussage von Lagarde, dass man verstärkt auf den Inflationstrend („underlying inflation“) achten werde und dieser in der Regel durch die Kernrate der Inflation abgebildet sei, ist die Revision der Kernrate nach oben ein Zeichen dafür, dass man weiteren Handlungsbedarf sieht.

Zum Transmissionsschutz-Mechanismus (TPI): „Wir hatten noch nicht zu entscheiden, ob finanzielle Spannungen in dieser Hinsicht in Frage kommen, aber es könnte durchaus der Fall sein.“

Einordnung: Das TPI ist Mitte 2022 geschaffen worden, um der möglichen Gefahr von Spread-Ausweitungen bei Staatsanleihen einzelner Euromitgliedsländer (wie etwa Italien) entgegenzutreten zu können. Sollten die derzeitigen Turbulenzen anhalten, wäre dies ein klarer Fall für TPI, so muss man Lagardes erstaunlich klare Aussage verstehen.

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

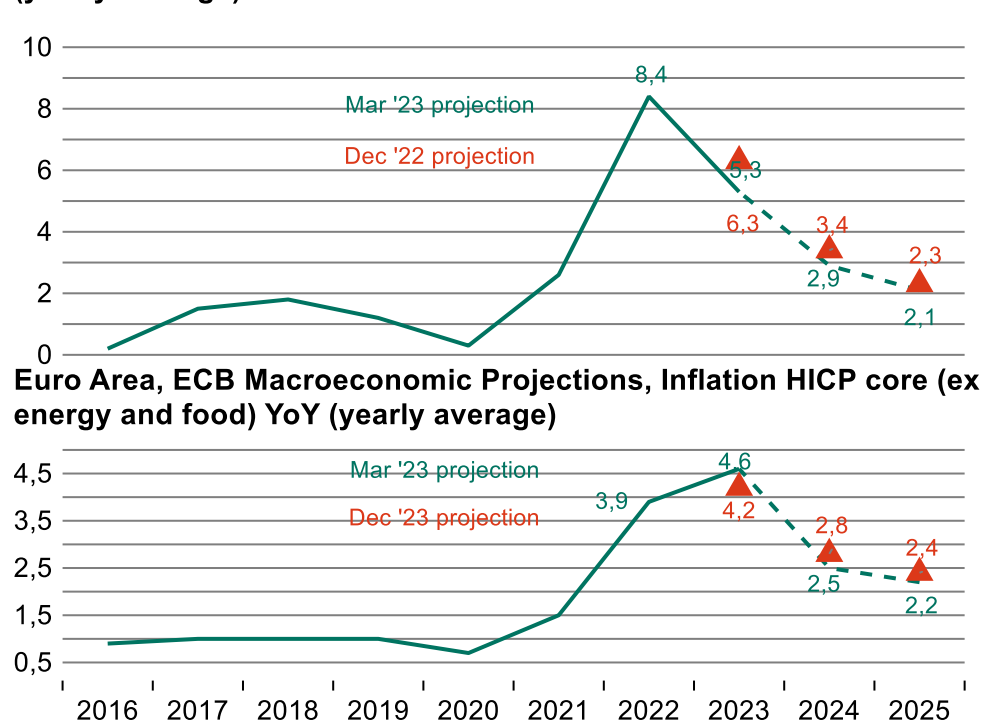
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



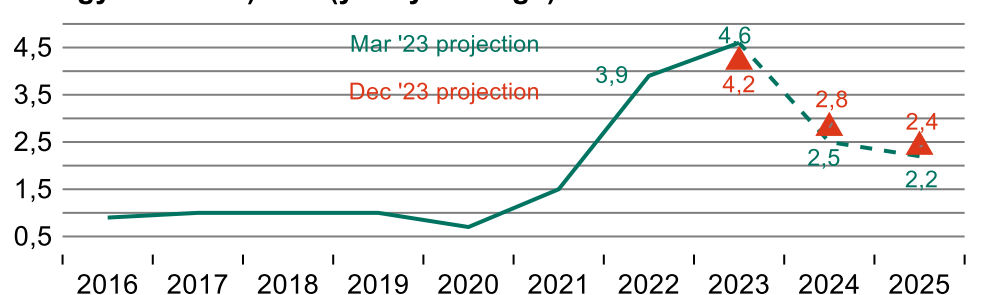
Source: Macrobond, HCOB Economics

Neue Projektionen des EZB-Stabes: Für 2023 wurde die Kerninflationsprognose angehoben, für 2024 und 2025 gesenkt. Prognosen stehen wegen der Finanzmarkturbulenzen unter besonderem Vorbehalt.

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

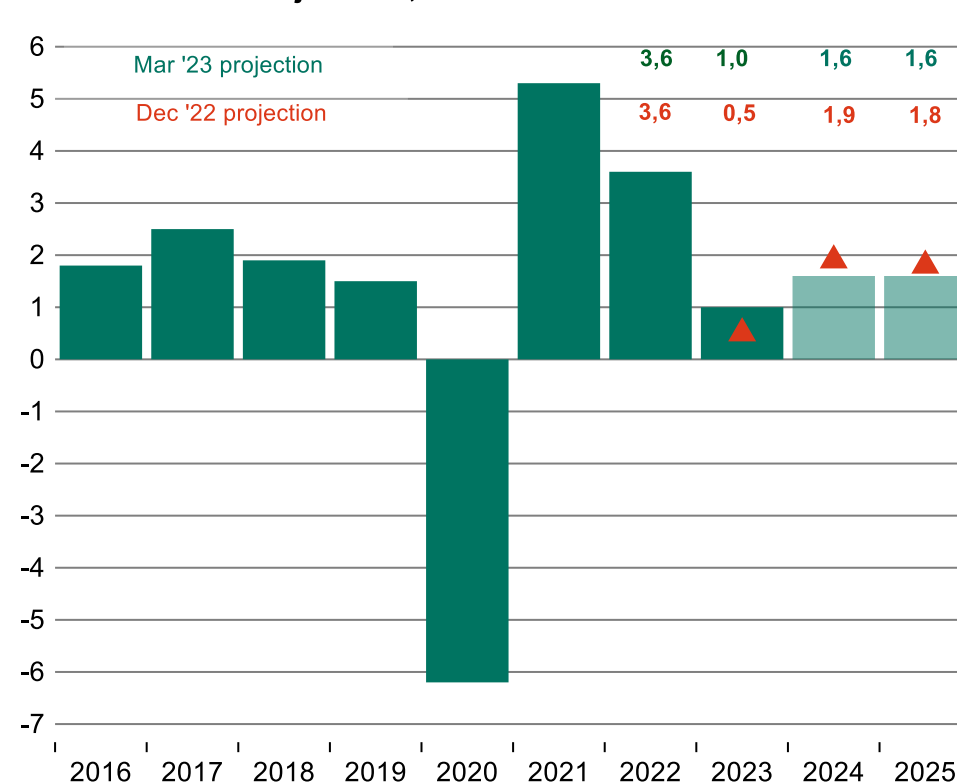


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

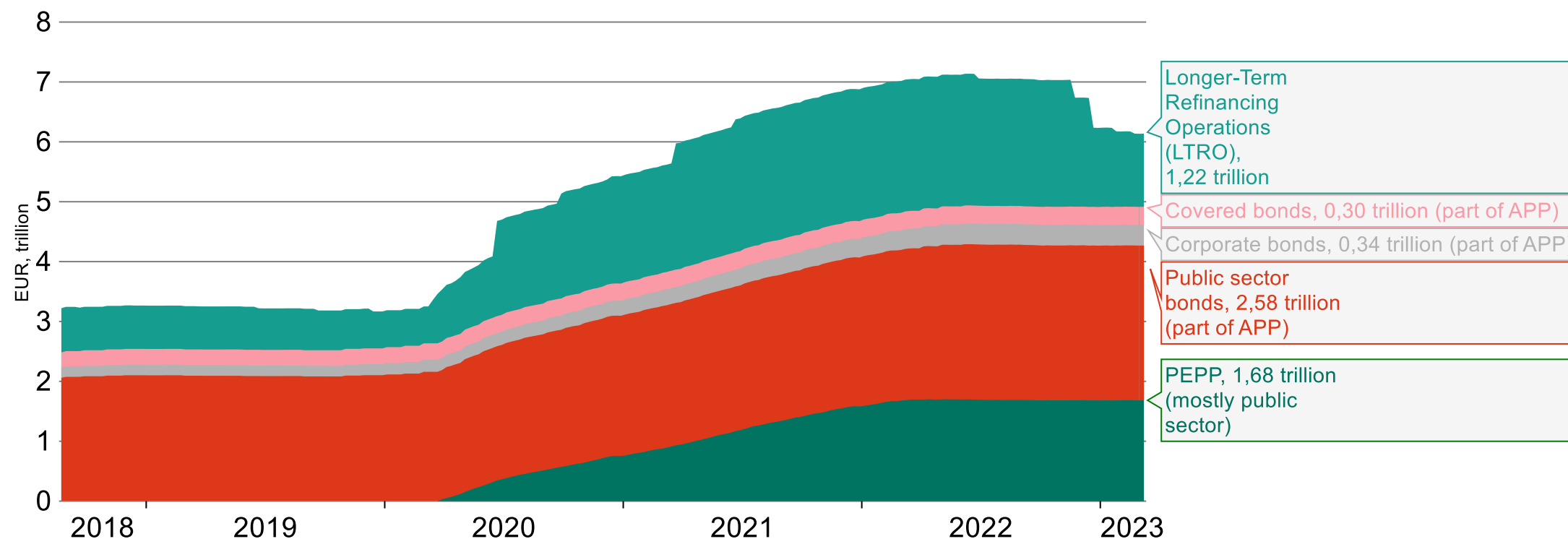
Euro Area Staff Projections, GDP



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

Quantitative Tightening: Seit Anfang März wird das APP-Portfolio monatlich um EUR 15 Mrd. reduziert. Dies gilt bis Juni. Wie es dann weitergeht, ist noch nicht entschieden.

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 22. März 2023):**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 3,50 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 3,00 %.
 - 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. Das Tempo des Abbaus danach ist noch zu entscheiden. „Die (...) Reinvestitionsbeträge werden proportional zum Anteil der Tilgungen in den einzelnen Programmen des APP zugewiesen, d. h. dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), (...) von Asset-Backed Securities (ABSPP), (...) von gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) und (...) von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP).“ „(...) der EZB-Rat [beschloss] eine stärkere Ausrichtung seiner Käufe von Unternehmensanleihen auf Emittenten mit einer besseren Klimabilanz (...).“ Weblink siehe Seite 12.

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 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									
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	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Latvia	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 - 16 March 2023 \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

[ECB decides on detailed modalities for reducing asset purchase programme holdings \(europa.eu\)](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

Trainee 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: 17. März 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.