Helaba

# Im Fokus: Zinsen
## 14. Dezember 2021

# EZB auf dem Drahtseil

**Bei der anstehenden Sitzung des EZB-Rats stehen die Kaufprogramme im Mittelpunkt. Gekauft werden dürfte 2022 zwar weniger. Eine spürbare Straffung der Geldpolitik wird aber vermutlich auf sich warten lassen – trotz erhöhter Inflation.**

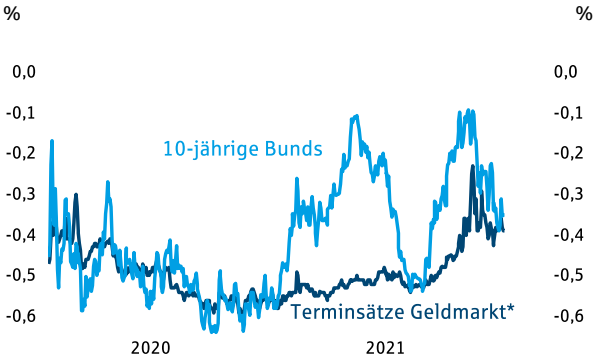


Ulf Krauss
EZB und Anleihemärkte
Tel. 069/91 32-47 28

Seit unsere Studie „Höhere Inflation: Herausforderung für die EZB“ im März erschienen ist, hat sich die Lage aus geldpolitischer Sicht weiter zugespitzt. Die Inflationsraten in Deutschland und dem Euroraum erreichten im September Werte von 5,2 % bzw. 4,9 %. Die Inflationserwartungen der Anleger, abgeleitet anhand von Future-Kontrakten, haben sich zuletzt zwar etwas zurückgebildet, notieren mit rund 2 % aber insgesamt auf dem höchsten Stand seit sieben Jahren.

Die Auswirkungen auf die Zinsentwicklung hielten sich bislang jedoch in engen Grenzen. Zwar sind an den Terminmärkten die Sätze für den Zeitraum von August bis Oktober um rund 30 Basispunkte gestiegen (Dreimonatsgeld auf Sicht von einem Jahr). Zuletzt hat sich dieser Zuwachs aber wieder halbiert. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat sich im gleichen Zeitraum von -0,5 % auf -0,1 % bewegt, um am Schluss unter Corona-Einfluss wieder auf etwa -0,4 % abzutauchen.

**Zinsfantasie zuletzt wieder gedämpft**




* 3M-Satz in 12 Monaten, Euroraum
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

### EZB setzt weiterhin auf moderate Inflation

Bislang konnte sich der EZB-Rat auf die Projektionen seiner Volkswirte verlassen. Die im September nur leicht von 1,4 % auf 1,5 % erhöhte Inflationsprognose für 2023 gab Rückendeckung für die expansive Geldpolitik. Seit der Finanzkrise lag der Durchschnitt der Inflationsrate im Euroraum bei rund 1,4 %, also nicht weit weg von dieser Prognose. Es gibt jedoch wachsende Zweifel an diesen adaptiv geprägten Erwartungen in einer sich verändernden Welt. Unterschätzt werden vermutlich die strukturellen Effekte der hohen Kosten zur Bewältigung der Klimakrise: Auch der Einkommensentwicklung wird offenbar nicht viel Dynamik zugetraut, obwohl angesichts der schrumpfenden arbeitsfähigen Bevölkerung in vielen Industrieländern mit höheren Lohnsteigerungen zu rechnen ist. Gleichzeitig lassen die inflationsdämpfenden Effekte der Globalisierung nach. Tausende von Kilometern lange Lieferketten sind angesichts der verschlechterten geopolitischen und klimatischen Situation unsicher und teuer geworden.

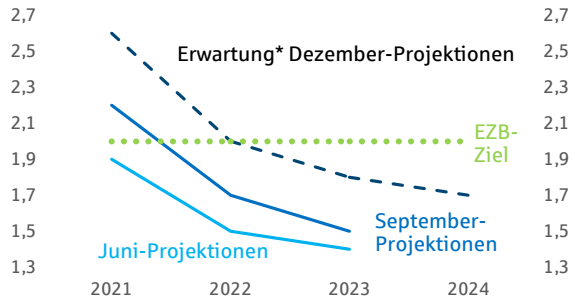
Sehr wahrscheinlich wird die EZB ihre Inflationsprojektionen im Dezember zwar anheben. An langfristig wieder spürbar sinkenden Raten wird vermutlich jedoch festgehalten. Von Bedeutung ist dabei, dass am Jahresende erstmals auch eine Schätzung für 2024 vorgestellt wird. Zu erwarten ist dabei, dass dieser Wert unter der 2 %-Zielmarke liegt, was eine Fortsetzung der insgesamt lockeren Geldpolitik impliziert.

## Umfeld verändert sich – EZB unter Druck

Weltweit haben inzwischen viele Zentralbanken ihre Geldpolitik infolge des Inflationsanstiegs gestrafft. Warum der EZB so ein Schwenk schwerfällt – auch schwerer als der Fed – hat weit zurückreichende Ursachen. Die dabei prägendste Entscheidung war sicherlich Mario Draghi's „Whatever it takes"-Rede im Juli 2012, was sich im Laufe der Jahre zu einer Lebensversicherung für die Währungsunion entwickelt hat. Im Vordergrund der Geldpolitik stehen seither günstige Finanzierungsbedingungen für Verbraucher, Unternehmen und die öffentliche Hand, ermöglicht durch negative Leit- und Realzinsen sowie tendenziell sinkende Risikoaufschläge insbesondere durch die massiven Anleihekäufe. Das Nachsehen haben die Sparer.

**EZB-Projektionen mit Signalfunktion**

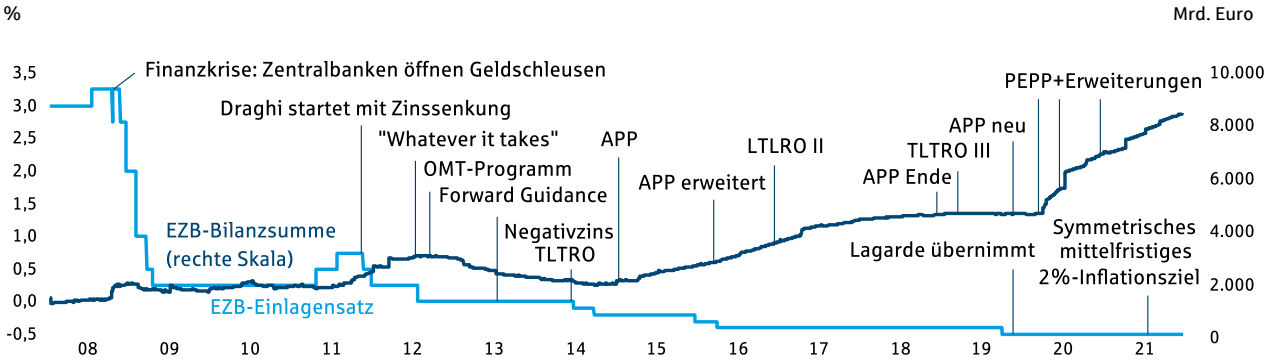
Jahresprognosen Euro-Inflation, % gg. Vj.




*Helaba
Quellen: EZB, Helaba Research & Advisory

Die Gelegenheit für diese extreme Geldpolitik erhielt die EZB durch das Inflationsmandat in Kombination mit einem Umfeld sehr niedriger Inflationsraten im Euroraum. Diese Phase dürfte nun aber vorbei sein. Zwar dämpft die im Juli 2021 verkündete Strategieänderung mit einer impliziten Anhebung des Inflationsziels den Handlungsdruck. Verharrt die Teuerung im Euroraum längerfristig über der 2 %-Marke, wovon wir ausgehen, so muss die EZB früher oder später reagieren. Allerdings dürfte sie sich Zeit lassen und jede sich bietende Konjunkturunsicherheit zum Abwarten nutzen. Leider ist diese Zeit geprägt von aufeinanderfolgenden Krisen, was die Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik zu einer zähen Sache machen dürfte. Gleichwohl ist ein Zurück zu alten Hochzinszeiten auch infolge der zuletzt spürbar gestiegenen Staatsverschuldung im Euroraum realistisch betrachtet kaum möglich.

**Geldpolitik seit der Finanzkrise: Expansions- und Komlexitätsgrad beständig ausgeweitet**



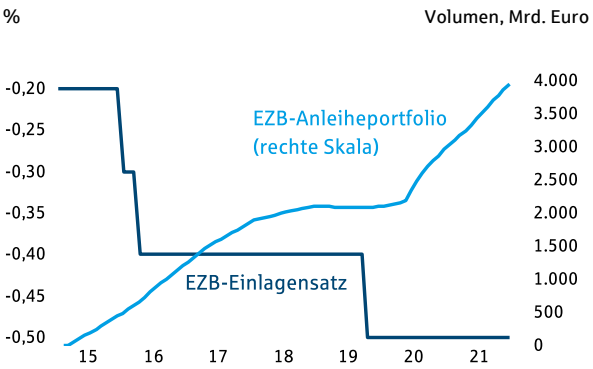

OMT = Kaufprogramm von Staatsanleihen, LTLRO = Langfristtender, APP = Wertpapierkaufprogramm, PEPP = Pandemie-Kaufprogramm
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

## EZB-Rat tendiert zu kleinen Schritten mit Sicherheitsnetz

Aufgrund der aktuellen Konjunkturunsicherheit im Zusammenhang mit der Omikron-Mutation zeigt, wie schnell sich die Lage für die EZB wieder entspannen kann. Die neue Situation hat bereits die Inflationserwartungen gedrückt und die Zinsfantasie gedämpft. Würde die EZB allerdings gar nichts unternehmen, trotz einer Inflationsrate von zuletzt rund 5 %, gefährdet sie ihre Glaubwürdigkeit – zumal auch die Fed ihre bislang entspannte Einschätzung bezüglich der Inflationsrisiken korrigiert hat. Eine zentrale Entscheidung am 16. Dezember und aus Sicht des EZB-Rats ein wichtiges Signal dürfte daher die Beendigung des Pandemie-Kaufprogramm (PEPP) zum Ende des ersten Quartals 2022 sein. Dies wurde von EZB-Präsidentin Christine Lagarde bereits avisiert.

Die spannende Frage dabei ist, welche Investoren das monatliche Nettokaufvolumen von durchschnittlich rund 75 Mrd. Euro auffangen werden. Die Kaufbereitschaft ist angesichts der sehr ungünstigen Relationen zwischen Kapitalmarktzinsen und Inflation nicht besonders ausgeprägt. Eine Möglichkeit wäre die Aufstockung des zweiten parallel laufenden Kaufprogramms APP von derzeit monatlich 20 Mrd. Euro auf beispielsweise 40 Mrd. Euro. Allerdings wäre dies nicht besonders zeitgemäß, wurden die starren Ankaufprogramme in der Vergangenheit doch eingesetzt, um die Inflation anzuheizen – was ja offenbar gelungen ist. Angesichts der unruhigen Zeiten braucht die EZB eher flexible Instrumente wie das PEPP. Statt einem starren monatlichen Ankaufvolumen ist Variabilität gefragt. Wie dies umgesetzt wird, in einem modifizierten APP oder einem flexiblen Nachfolgeprogramm, ist dabei eher zweitrangig. Denkbar wäre beispielsweise ein vorgegebenes Gesamtvolumen von 500 Mrd. Euro bis Jahresende 2022, das nicht zwangsläufig ausgeschöpft werden muss.

**Instrumente auf lockere Geldpolitik ausgerichtet**




Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

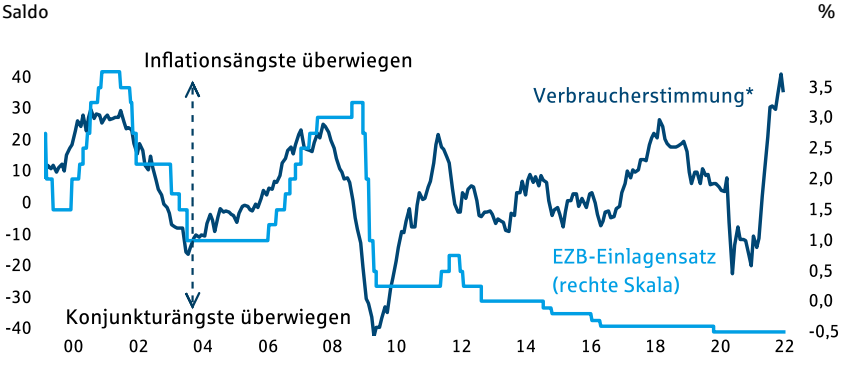
Zur Kontrolle der Kapitalmärkte besitzt die EZB ohnehin schon ein gewaltiges Instrument. Durch ihr in vielen Jahren aufgebautes Anleiheportfolio im Volumen von rund 4 Billionen Euro kann sie bereits durch die laufende Wiederanlage erheblichen Einfluss ausüben. Konzentriert sie sich beispielsweise auf den Erwerb längerer Laufzeiten, kann die Zinskurve im Euroraum relativ flach gehalten werden. Kurze und mittlere Laufzeiten werden ohnehin durch das niedrige Leitzinsniveau gesteuert.

Weil nach gängiger Sprachregelung (Forward Guidance) erst nach dem Ausstieg aus den Nettokäufen von Wertpapieren eine Zinsanhebung erfolgen kann, steht die Zinswende 2022 vermutlich noch nicht auf der Agenda. EZB-Ratsmitglied Robert Holzmann hatte kürzlich zwar Zweifel an diesem Vorgehen geäußert. Aber selbst wenn sich seine Meinung im EZB-Rat nicht durchsetzt, dürfte der Wunsch, sich nicht mit endlosen Verlängerungen von Kaufprogrammen des Zinsinstruments zu berauben, infolge des Inflationsanstiegs spürbar gewachsen sein. Daher ist wahrscheinlich, dass es als Kompromiss zwischen geldpolitischen Tauben und Falken bezüglich der Kaufprogramme keine Festlegung über das Jahresende 2022 hinaus, geben wird. Erst dies würde den Spielraum für eine Zinserhöhung im Jahr darauf schaffen.

## Überprüfung der Reaktionsfunktion nötig – neue Balance gesucht

Auch wenn sich die EZB mit der Rückkehr zu eher traditionellen Verhaltensweisen derzeit noch sehr schwer tut, sollte sie angesichts der Inflationsrisiken ihre Reaktionsfunktion kritisch überprüfen und dabei durchaus die Inflationserwartungen der Bürger stärker berücksichtigen. Christine Lagarde hat mit ihrer Bürgerbefragung 2020 zur Strategiefindung unter dem Motto „Die EZB hört zu“ dieses Defizit bereits erkannt. Woran es noch hapert, ist aber die Umsetzung. Bereits damals überwog eindeutig die Sorge vor einem Kaufkraftverlust infolge steigender Preise. Inflation wurde eher als Problem eingestuft als Deflation. Ein einfacher Indikator, der in der Vergangenheit eine hohe Deckungsgleichheit

**EZB: Sensibilität und Reaktionsfähigkeit auf der Strecke geblieben**




*EU-Umfrage zu Konjunktur und Inflationserwartungen im Euroraum
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

zwischen Leitzinsen und der Verbraucherstimmung gezeigt hat, war der Umfragesaldo aus Konjunktur- und Inflationserwartungen. Bevor die EZB unter Mario Draghi den Paradigmenwechsel eingeleitet hat, war die Veränderung dieses aggregierten Saldoindex ein guter Signalgeber für geldpolitische Wenden.

Vielleicht ist dies für eine Notenbank nicht die schlechteste Handlungsempfehlung, dem Volk etwas mehr „aufs Maul" zu schauen. Zumindest hätte sich so der eine oder andere Fehler vermeiden lassen, wie im August 2008: Die Stimmung unter den Verbraucher hatte damals bereits gedreht, die Konjunkturerwartungen waren deutlich gesunken. Trotzdem entschied der EZB-Rat, den Leitzins noch einmal anzuheben, kurz bevor er das Zinsruder erneut herumreißen musste. Auch 2017 und 2018, als das Wirtschaftswachstum in der Eurozone deutlich zulegte und die Inflation spürbar anzog, wäre es vermutlich besser gewesen zu reagieren und den negativen Einlagensatz anzuheben. Diese Chance verpasste die EZB, getrieben von latenten Deflationsängsten. In der Folge hatte sie dann in der pandemiebedingten Rezession bei den Leitzinsen keinen Handlungsspielraum mehr – im Gegensatz zur US-Notenbank. Stattdessen musste sie komplett auf Wertpapierkäufe setzen. Aktuell notiert der Stimmungsindikator auf einem Allzeithoch und die Reaktion der EZB steht aus.

Ein bisschen ähnelt die Situation einem Drahtseilakt, bei dem es gilt, die Balance nicht zu verlieren. Möglicherweise ist die EZB wenig entscheidungsfreudig und versucht, die unangenehme Situation einfach auszusitzen – Glaubwürdigkeit hin oder her. In dieses Bild würde auch die Verschiebung von Entscheidungen in das kommende Jahr passen. Möglicherweise hält sich die EZB am 16. Dezember einige Optionen bezüglich PEPP noch offen. Unklar ist auch, was mit den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO III) passiert. Diese werden vermutlich beschnitten, sowohl beim Volumen als auch bei den Vergünstigungen. Aber auch hier könnte die EZB noch abwarten. Die erste Sitzung des EZB-Rats im neuen Jahr ist für den 3. Februar geplant. Dann wird aufgrund von Basiseffekten die Euro-Teuerung einen Sprung nach unten gemacht haben. Dies könnte die Argumentation, warum man Kaufprogramme weiterhin braucht und eine Zinswende noch Zeit hat, deutlich erleichtern.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

**https://news.helaba.de/research/**

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.