



Jörg Angelé
Senior Economist

Analyse

EZB bleibt mit neuen Massnahmen am unteren Ende der Erwartungen

11. Dezember 2020

www.bantleon.com

Die wichtigsten Ergebnisse

Die EZB hat ihren Worten vom Oktober nun Taten folgen lassen. Die Laufzeit des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wird bis mindestens Ende März 2022 verlängert, das Volumen um 500 Mrd. EUR auf 1.850 Mrd. EUR aufgestockt. Darüber hinaus wird der Zeitraum, in dem Fälligkeiten aus dem PEPP-Portfolio wiederveranlagt werden, um ein Jahr bis Ende 2023 verlängert. Schliesslich werden drei neue dreijährige zielgerichtete Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) angeboten, bei denen sich Banken jetzt Geld bis Mitte 2022 (zuvor: Mitte 2021) für bis zu -1,0% leihen können. Die Ende dieses Jahres auslaufende Aufstockung des Asset Purchase Programme (APP) wird dagegen nicht verlängert.

In den aktualisierten Projektionen zu Konjunktur und Inflation spiegelt sich das kurzfristig eingetrübte wirtschaftliche Umfeld wider: 2021 rechnen die Währungshüter mit einem Anstieg des BIP um 3,9% (zuvor: 5,0%); für die Inflationsrate wird weiterhin von einem Anstieg um 1,0% ausgegangen. Im Jahr 2022 wird nur noch eine Inflationsrate von 1,1% erwartet (zuvor: 1,3%), obwohl der BIP-Zuwachs mit +4,2% grösserer angesetzt wird als bisher (+3,2%). Gemäss den erstmals vorgelegten Projektionen für 2023 würde die Inflationsrate mit 1,4% das EZB-Ziel auch in drei Jahren noch deutlich verfehlen.

Unsere Einschätzung

Die EZB reagiert auf die erneute Verschärfung der Pandemie sowie die sich daraus ergebenden Abwärtsrisiken für Konjunktur und Inflation. Im Unterschied zum Frühjahr, als die Risikoaufschläge von Staatsanleihen vor allem der Peripherieländer sowie von Unternehmensanleihen kräftig anstiegen, ist aktuell jedoch keine »Gefahr in Verzug«. Die Spreads liegen nahe ihren mehrjährigen Tiefstständen. Wir halten die neu angekündigten Massnahmen daher in erster Linie für ein psychologisches Signal. Insbesondere, da die Pandemie dank der

Verfügbarkeit von Impfstoffen im Laufe des nächsten Jahres abklingen sollte und mit dem EU-Wiederaufbaufonds bald ein schlagkräftiges fiskalisches Instrument zur Verfügung stehen wird.

Insgesamt liegt das Massnahmenpaket der EZB am unteren Ende der Markterwartungen. Insbesondere der Verzicht auf eine erneute Aufstockung des APP ist eine Enttäuschung. Der Wegfall der Käufe von monatlich gut 13 Mrd. EUR muss ab Januar 2021 über das PEPP kompensiert werden. Kaufte die EZB weiterhin Anleihen im Umfang von gut 100 Mrd. EUR pro Monat wie seit März, wäre das Volumen des PEPP Ende 2021 erschöpft. EZB-Präsidentin *Christine Lagarde* betonte jedoch, dass das erhöhte PEPP-Volumen nicht zwangsläufig ausgeschöpft wird und eher eine Absicherung für die Notenbank darstellt. Falls nötig kann sie damit rasch und entschlossen etwaigen Verwerfungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenwirken. Unerwartet kam auch der Verzicht der Währungshüter, den Freibetrag für Einlagen bei der EZB anzuheben. Durch die zusätzlichen Anleihenkäufe und TLTROs wird die Überschussliquidität weiter steigen. Dies belastet vor allem Banken aus der Kern-Eurozone. Banken aus der Peripherie dürften dagegen von der grosszügigen Liquiditätsversorgung profitieren.

Die Einschätzung der Notenbank zur Inflationsentwicklung teilen wir nicht. Die von uns wie von den Währungshütern erwartete dynamische Konjunkturerholung in den nächsten Jahren wird im Zusammenspiel mit höheren Energiepreisen, zusätzlichen Klimaschutzsteuern und einem spürbar steigenden Mindestlohn zu einem erkennbaren und vor allem nachhaltigen Anstieg der Inflationsrate führen. Wir halten es daher für fraglich, ob die EZB den ausgeweiteten Rahmen bei den Anleihenkäufen ausschöpft. Wahrscheinlicher erscheint eine Reduzierung der Käufe ab der zweiten Jahreshälfte 2021 und eine Einstellung 2022. Eine erste Zinsanhebung wäre dann 2023 möglich.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.