

# EZB klotzt weiter ran

4. Juni 2020

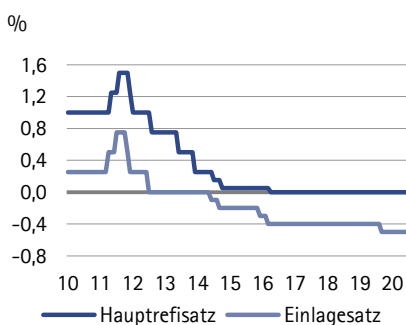
Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

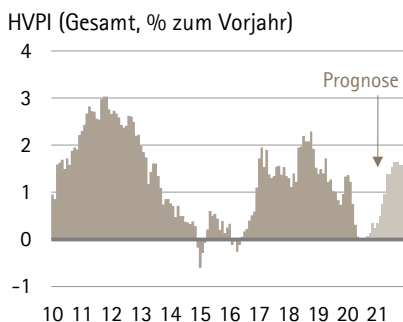
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Die EZB hat ihr Pandemie-Notkaufprogramm heute um 600 Mrd. € erhöht. Maßgeblich hierfür waren ihre massiv gesenkten Wachstums- und Inflationsprojektionen. Die Notenbank beabsichtigt, die Transmission ihrer Geldpolitik weiter zu sichern. Auch wegen gestiegener Finanzstabilitätsrisiken ist ein künftig noch höherer Expansionsgrad keine Illusion.

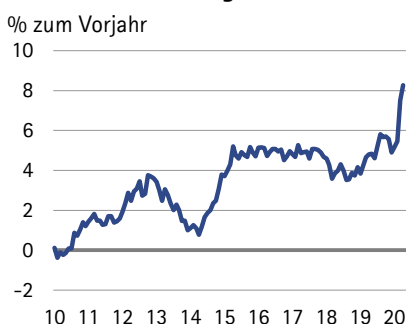
## EZB-Leitzinsen



## EWU-Verbraucherpreise



## Euroraum: Geldmenge M3



Die seit der Sitzung im April von EZB-Ratsmitgliedern beständig erklärte Handlungsbereitschaft ist heute in die Tat umgesetzt worden: Sozusagen als Nachschlag zur damaligen Tendersausweitung baute der Rat sein Pandemie-Notkaufprogramm (PEPP) weiter aus. Dazu wurde das bisherige Kaufvolumen, wie von vielen Finanzinvestoren in etwa erhofft, um 600 Mrd. € aufgestockt. Es beläuft sich nun auf 1.350 Mrd. €. Statt bis Ende 2020 sollen die Käufe jetzt bis Juni 2021 erfolgen und Fälligkeiten bis mindestens Ende 2022 reinvestiert werden. Der Rat behielt sich vor, die Käufe „weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg“ durchzuführen. Der Kapitalschlüssel bleibt damit gelockert. Unverändert fortgesetzt wird das Programm für den Ankauf von Vermögenswerten (APP, monatlich 20 Mrd. € plus 120 Mrd. € bis Jahresende), daraus fällige Wertpapiere werden weiter reinvestiert. Der Rat hielt daran fest, die Leitzinsen solange auf dem aktuellen oder einem tieferen Niveau zu belassen, bis sich die Inflationsaussichten seinem Preisziel von knapp unter 2,0 % annähern. Damit bleibt die Leitzinssenkungsneigung bestehen.

Mit ihrem heutigen Handeln folgt die EZB einer Richtschnur, die vor allem von EZB-Chefin Christine Lagarde zuletzt mit einer sich verschlechternden Situation, insbesondere bei der Inflationsentwicklung, wiederholt vorgegeben wurde. Diesbezüglich haben die aktualisierten Projektionen des EZB-Stabes, die den Corona-Effekt erstmals umfänglich enthalten, das Fass überlaufen lassen. Dies jedenfalls hob Lagarde insbesondere mit Blick auf die Inflationsprojektionen hervor. Augen zu und durch: Für das BIP weisen die Projektionen für 2020 einen Rückgang von 8,7 % aus, gefolgt von Anstiegen von 5,2 % und 3,3 % in den Jahren 2021/22. Bisherige EZB-Befürchtungen vor einer heftigen Rezession haben sich damit bestätigt. Bei den Wachstumsrisiken zeigt der Daumen überdies nach unten. Die Inflationsprojektionen wurden für 2020/21 von 1,1/1,4 % auf 0,3/0,8 % gesenkt. Statt 1,6 % liegt die Projektion für 2022 jetzt bei 1,3 %. Der EZB-Stab rechnet also damit, dass das Preisziel noch für lange Zeit kräftig unterschritten wird. Alles in allem ist die EZB mit ihren Projektionen skeptischer als „der“ Konsensus und ähnlich kritisch wie wir.

## Unbeeindruckt vom Bundesverfassungsgericht

Die vom Bundesverfassungsgericht zuletzt angemahnte Erläuterung der Verhältnismäßigkeit im Rahmen ihres Wertpapierkaufprogramms (APP) hat die EZB heute erwartungsgemäß nicht gegeben. Die hierfür vom Gericht gesetzte Frist läuft ohnehin noch zwei Monate. Auf der Pressekonferenz wies Lagarde allerdings auf Nachfrage abermals darauf hin, dass die EZB nicht der Gerichtsbarkeit in Deutschland unterstehe. Sie zeigte sich dennoch zuversichtlich, dass mit Blick auf das Urteil eine für alle Seiten zufriedenstellende Lösung noch gefunden wird.

Die EZB hat heute erneut deutlich gemacht, dass sie die Transmission ihrer Geldpolitik „in allen Bereichen der Wirtschaft und in allen Ländern“ weiterhin sicherstellen wird. **Wir erwarten, dass sie dies auch umsetzen wird.** Hinsichtlich des APP-Programms ist die künftige Teilnahme der Bundesbank derzeit zwar nicht abschließend gesichert. Mit einem politischen Kompromiss, dem Rückzug der Bundesbank oder gar einem Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland ist die Spielwiese jedenfalls groß. Für den aus unserer Sicht eher theoretisch bestehenden Fall, dass die Bundesbank als Käufer ausschiede, rechnen wir damit, dass die EZB einen Plan aus der Schublade ziehen wird, der ihr ein Weiter-so beim Wertpapierkaufvolumen ermöglicht. Demnach könnte die EZB an die Stelle der Bundesbank rücken, andere Notenbanken für die Käufe heranziehen oder das APP-Kaufprogramm beenden und die Käufe unter neuem Namen zusammen mit der Bundesbank wieder aufnehmen.

Ebenso dürften der Fortführung des PEPP-Programms allenfalls kleine Steine im Weg liegen. Von der sich hier von der EZB selbst eingeräumten Kaufflexibilität geht zwar ein gewisser Sprengstoff aus, da ihr stärkere Abweichungen vom Kapitalschlüssel (über einen längeren Zeitraum) als monetäre Staatsfinanzierung ausgelegt werden können. **Dies wird die EZB unseres Erachtens jedoch nicht daran hindern, gegen aus ihrer Sicht bestehende Fragmentierungen weiter vorzugehen.** Bis über die Rechtmäßigkeit ihrer Käufe juristisch entschieden ist, werden nicht nur Jahre vergehen, sondern das Kaufprogramm bis zum Urteilsspruch wohl auch eingestellt sein.

### Im Bedarfsfall gibt es noch mehr

Ein Haken hinter den Umfang der geldpolitischen Expansion kann aus unserer Sicht noch nicht gesetzt werden. **Erweisen sich die Wachstums- und Inflationsprojektionen der EZB als zu optimistisch oder nähmen die Finanzstabilitätsrisiken deutlich zu, dürfte die EZB ihren Expansionsgrad weiter steigern.** So betont der EZB-Rat denn auch, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate nachhaltig dem Preisziel annähert. Neben neuen Liquiditätsmaßnahmen, die beim PEPP-Programm beispielsweise volumenseitig und zeitlich auf unbegrenzt geändert werden können, dem breitflächigen Ankauf von Ramschanleihen und dem Einbezug weiterer Vermögenswerte ist auch eine Leitzinssenkung noch auf dem Tisch. **Trotz allem juristischen Tauziehen sind wir daher weiter davon überzeugt, dass es sich nicht lohnt, gegen die EZB zu wetten.**

Prognosen	04.06.2020	SEP 2020	DEZ 2020	JUN 2021
Einlagesatz (%)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Hauptrefinanzierungssatz (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
3-Monats-Euribor (%)	-0,35	-0,45	-0,45	-0,45

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
APP	Asset Purchase Programme	EZB	Europäische Zentralbank
BIP	Bruttoinlandsprodukt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EWU	Europäische Währungsunion	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme

Begriff	Erklärung
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Zentralbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Geldmenge M3	Die Definition variiert unter den Zentralbanken. Üblicherweise umfasst sie den Bargeldbestand der Kreditinstitute sowie Spar- und Termineinlagen bis zu zwei Jahren
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Zentralbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Kapitalschlüssel	Hier: Staatsanleihekäufe entsprechend der Anteile der EWU-Mitgliedstaaten an der EZB
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Zentralbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Notenbank (auch: Zentralbank)	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Preisziel	Die von einer Zentralbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Tender	Normiertes Verfahren einer Notenbank zu Zuführung und Entzug von Liquidität zu einem Bankensystem

Quelle: Bankhaus Lampe

# Wichtige Hinweise

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

## ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

*Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:*

*ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.*

Herausgeber dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Bankhaus Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494

# Standorte

## BANKHAUS LAMPE KG

---

### BERLIN

Carmarstraße 13  
10623 Berlin  
Telefon +49 30 319002-0  
Telefax +49 30 319002-324

### BIELEFELD

Alter Markt 3  
33602 Bielefeld  
Telefon +49 521 582-0  
Telefax +49 521 582-1195

### BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16  
53113 Bonn  
Telefon +49 228 850262-0  
Telefax +49 228 850262-99

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-0  
Telefax +49 211 4952-111

## LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-197  
Telefax +49 211 4952-188

## LAMPE CAPITAL UK LIMITED

---

### LONDON

25 Sackville Street  
London W1S 3AX  
United Kingdom  
Telefon +44 203 405-1037

### FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65  
60323 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 97119-0  
Telefax +49 69 97119-119

### HAMBURG

Ballindamm 11  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 302904-0  
Telefax +49 40 302904-18

### MÜNCHEN

Briener Straße 29  
80333 München  
Telefon +49 89 29035-600  
Telefax +49 89 29035-799

### MÜNSTER

Domplatz 41  
48143 Münster  
Telefon +49 251 41833-0  
Telefax +49 251 41833-50

## LAMPE CREDIT ADVISORS GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-390  
Telefax +49 211 4952-849

## DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

---

### WIEN

Mariahilfer Straße 17/6  
1060 Wien  
Österreich  
Telefon +43 1 8903507-0  
Telefax +43 1 8903507-50

### OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30  
49074 Osnabrück  
Telefon +49 541 580537-0  
Telefax +49 541 580537-99

### STUTTGART

Büchsenstraße 28  
70174 Stuttgart  
Telefon +49 711 933008-0  
Telefax +49 711 933008-99

## LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

### FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## LAMPE PRIVATINVEST MANAGEMENT GMBH

---

### HAMBURG

Speersort 10  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 688788-0  
Telefax +49 40 688788-70