

## EZB-Ausstieg: Instrumente, Reihenfolge, zeitliche Gestaltung

- Die derzeitige Korrektur auf den Rentenmärkten der Eurozone beruht zu einem großen Teil darauf, dass sich Marktteilnehmer auf einen mittelfristig bevorstehenden Kurswechsel der EZB einstellen. Vor diesem Hintergrund betrachten wir das Instrumentarium der EZB und analysieren die Voraussetzungen für die einzelnen Schritte eines geldpolitischen Ausstiegs.
- Da wir für die kommenden Jahre von einer eher moderaten Inflationsentwicklung ausgehen, haben die Märkte unseres Erachtens schon jetzt eine etwas zu schnelle Normalisierung der Geldpolitik eingepreist. Um die Risiken des Ausstiegsprozesses zu verringern, sollte die EZB durch ihre Kommunikation sicherstellen, dass sich Anpassungen am Wertpapierkaufprogramm PEPP nicht auch auf die Markterwartungen über die Anleihekäufe des APP und zukünftige Leitzinserhöhungen niederschlagen.

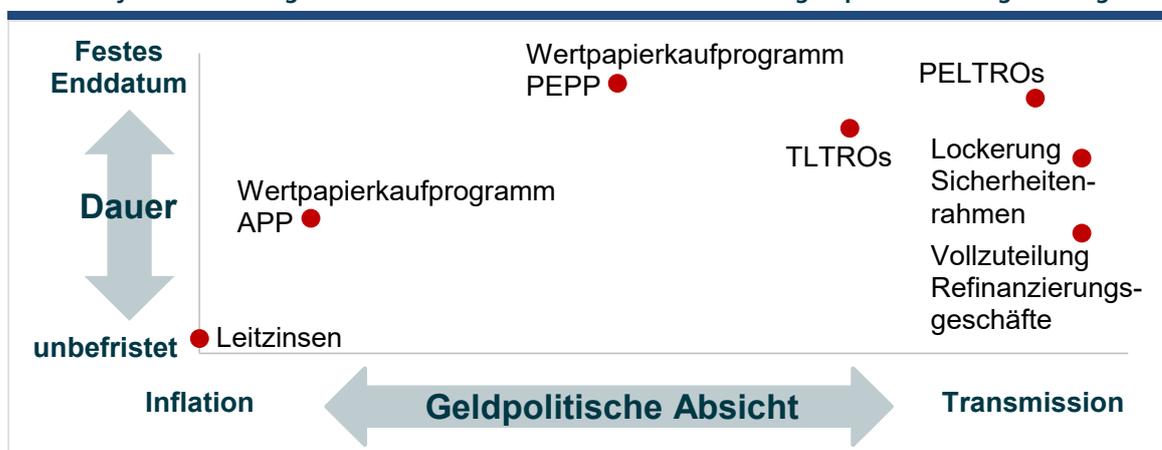
### Ein Blick in den Instrumentenkasten der EZB

Schon lange vor der Corona-Pandemie betrieb die EZB eine stark expansive Geldpolitik und nutzte dafür ein breites Spektrum an Instrumenten. Mit niedrigen Leitzinsen, Wertpapierkäufen im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) und an die Kreditvergabe gekoppelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTROs) versuchte sie, ein wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld zu schaffen, um letztlich der unerwünscht niedrigen Inflation mehr Auftrieb zu verleihen. Kurz nach dem Corona-Ausbruch kamen weitere Instrumente hinzu. Insbesondere wurde mit dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) ein zweites Wertpapierkaufprogramm aufgelegt. Die Konditionen der TLTROs wurden noch einmal erheblich nachgebessert und dieses Programm um weitere Langfristtender verlängert. Damit die Banken von diesem generösen Angebot auch umfangreichen Gebrauch machen können, wirkte die EZB einer potenziellen Verknappung zentral-

bankfähiger Sicherheiten entgegen. So akzeptiert sie vorübergehend auch solche Anleihen, die erst in jüngster Zeit ihren Investmentgrade-Status verloren haben. Zudem macht sie es den Banken leichter, bei ihren Refinanzierungsgeschäften Buchkredite als Sicherheiten zu stellen. Ergänzend bietet die EZB auch Refinanzierungsgeschäfte mit mittleren Laufzeiten (PELTROs) an, für die sich die Banken nicht durch eine ausreichende Kreditvergabe qualifizieren müssen.

Um in diesem Dschungel an Maßnahmen nicht die Orientierung zu verlieren, ist es hilfreich, sie anhand von zwei Kriterien zu ordnen: erstens der konkreten Zielsetzung, die die EZB mit dem jeweiligen Instrument verfolgt, und zweitens seiner geplanten Dauer (siehe Abb. 1). Leitzinsen sind das zentrale Instrument der Geldpolitik. Sie gehören zum permanenten Instrumentarium einer Zentralbank, weil in den heute üblichen geldpolitischen Strategien zu jedem Zeitpunkt ein bestimmter

**Abb. 1 Systematisierung des EZB-Instrumentariums nach Dauer und geldpolitischer Begründung**



Quelle: DekaBank

Leitzins gilt, auch wenn sein Niveau im Zeitablauf variieren kann. Da das oberste Ziel der EZB in Preisstabilität besteht, begründet sie Leitzinsänderungen üblicherweise mit dem Inflationsausblick.

Wir haben in Abbildung 1 das Wertpapierkaufprogramm APP rechts oberhalb der Leitzinsen angeordnet. Zwar nennt die EZB kein konkretes Datum, zu dem sie diese Anleihekäufe einstellen will. Ihrer Kommunikation ist jedoch klar zu entnehmen, dass dieses Programm nicht auf Dauer angelegt ist. Grundsätzlich gibt sie zu verstehen, dass sie auf Wertpapierkäufe zurückgreifen will, solange ihr der Spielraum für Leitzinssenkungen nicht ausreichend groß erscheint. Dies unterstreicht einerseits die Nähe des APP zum Inflationsziel. Andererseits erstrecken sich die Käufe neben öffentlichen Anleihen nahezu aller Mitgliedsländer auch auf Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Asset Backed Securities. Hierin kommen Aspekte der geldpolitischen Transmission zum Ausdruck. Mit der breiten Streuung der Käufe will die EZB auch sicherstellen, dass die niedrigen Zinsen alle geografischen Regionen und alle Segmente der Anleihemärkte erreichen.

Hiervon abzugrenzen ist das Wertpapierkaufprogramm PEPP, dessen Zielsetzungen sich seit seiner Ankündigung im März 2020 mehrfach verschoben haben. Anfangs sollte es vor allem dazu dienen, von der Corona-Krise hervorgerufenen Störungen der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken. Die außergewöhnliche Verunsicherung im März 2020 ging mit einer erhöhten Nachfrage nach Liquidität einher, was sowohl die Zinsen am Geldmarkt als auch die Renditen risikoarmer Staatsanleihen in die Höhe trieb. Gleichzeitig stiegen die Spreads an den Rentenmärkten, weil sich Anleger insbesondere aus Mitgliedsländern mit hohen Staatsschulden und schwächeren Bankensystemen zurückzogen. Nachdem sich dieser erste Sturm gelegt hatte, verlagerte sich der Fokus des PEPP mehr auf makroökonomische Ziele. So gab EZB-Chefvolkswirt Lane die Losung aus, durch zusätzliche Wertpapierkäufe den negativen Einfluss der Corona-Pandemie auf den vorhergesagten Pfad der Inflation auszugleichen. In jüngerer Zeit wurde vor allem die Absicht hervorgehoben, ein günstiges finanzielles Umfeld zu bewahren. Dieses wird aus Sicht der EZB unter anderem dadurch bedroht, dass höhere Renditen von US-Staatsanleihen auf die Eurozone ausstrahlen oder Marktteilnehmer hierzulande unrealistisch schnelle Leitzinserhöhungen einpreisen. Insgesamt hat das PEPP somit einen ambivalenten Charakter. Es soll sowohl den

monetären Stimulus verstärken und dadurch zum Erreichen des Inflationsziels beitragen als auch die Transmission der niedrigen Leitzinsen in alle Bereiche der Realwirtschaft sicherstellen. Da die EZB dieses Wertpapierkaufprogramm ausdrücklich durch die besonderen Umstände der Corona-Pandemie begründet, ist es eindeutig kürzer befristet als das APP. Allerdings wurde es bereits zweimal verlängert, und auch sein derzeit avisiertes Ende im März 2022 ist nicht in Stein gemeißelt.

Bei den TLTROs steht noch mehr die geldpolitische Transmission im Vordergrund. In einem stark bankbasierten Finanzsystem wie dem der Eurozone können Hindernisse für die Kreditvergabe auftreten, die sich mit niedrigen Leitzinsen allein nicht überwinden lassen. Einige von ihnen haben mit der Corona-Pandemie zu tun, andere sind demgegenüber längerfristiger Natur, wie die geringe Profitabilität der Banken im Euroraum, ihre deshalb eingeschränkte Risikotragfähigkeit sowie die immer noch zu beobachtende Fragmentierung des Bankensystems zwischen den Mitgliedsländern. Dies wirkt sich auch auf die Befristung dieses Instruments aus. Zwar ist der letzte Tender des aktuellen Programms TLTRO-III für Dezember 2021 angekündigt. Einige EZB-Ratsmitglieder deuteten aber bereits an, dass es auch im nächsten Jahr derartige Refinanzierungsgeschäfte geben könnte, wenn auch zu anderen Konditionen.

Bei den unkonditionierten Refinanzierungsgeschäften vom Typ PELTRO, dem erweiterten Sicherheitenrahmen und der Vollzuteilung zu einem festen Zinssatz geht es ausschließlich darum, die Funktionsfähigkeit des Bankensystems zu verbessern. Der Zusammenhang mit dem Inflationsziel ist daher äußerst weitläufig.

### **Abfolge der einzelnen Ausstiegsschritte**

Die Sortierung der verschiedenen Instrumente nach Dauerhaftigkeit und Zweck bildet die Ausgangsbasis dafür, über den Ablauf eines geldpolitischen Ausstiegs nachzudenken. Etwas vereinfacht dargestellt, werden in Abbildung 1 die einzelnen Instrumente von oben nach unten abgearbeitet. Ihre Anordnung über der horizontalen Achse bringt dabei zum Ausdruck, ob bei der Entscheidung über den jeweiligen Ausstiegsschritt eher die Inflation oder Entwicklungen im Finanzsystem den Ausschlag geben werden.

Derzeit konzentriert sich die geldpolitische Diskussion auf die Zukunft des PEPP. Bei ihrer nächsten Ratssitzung am 10. Juni wird die EZB noch nicht über eine Einstellung dieses Programms, sondern lediglich über eine

mögliche Drosselung des Tempos der Wertpapierkäufe entscheiden. Die Notenbanker werden dabei zwei Argumente gegeneinander abwägen. Das eine ist der in den neuen makroökonomischen Projektionen enthaltene Inflationsausblick, das andere eine umfassende Einschätzung der herrschenden Finanzierungsbedingungen. Die zugrundeliegende Idee dabei ist, dass die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft nur in dem Maße strenger werden sollen, wie die EZB dem Inflationsziel näherkommt. Bei der Reduktion und dem letztendlichen Auslaufen des PEPP spielen neben der Inflation somit auch zahlreiche Aspekte der geldpolitischen Transmission eine wichtige Rolle, so etwa Renditen und Risikoprämien auf verschiedenen Anleihemärkten, aber auch die Verfügbarkeit von Bankkrediten gemäß Bank Lending Survey und die Entwicklung der tatsächlichen Kreditaggragate.

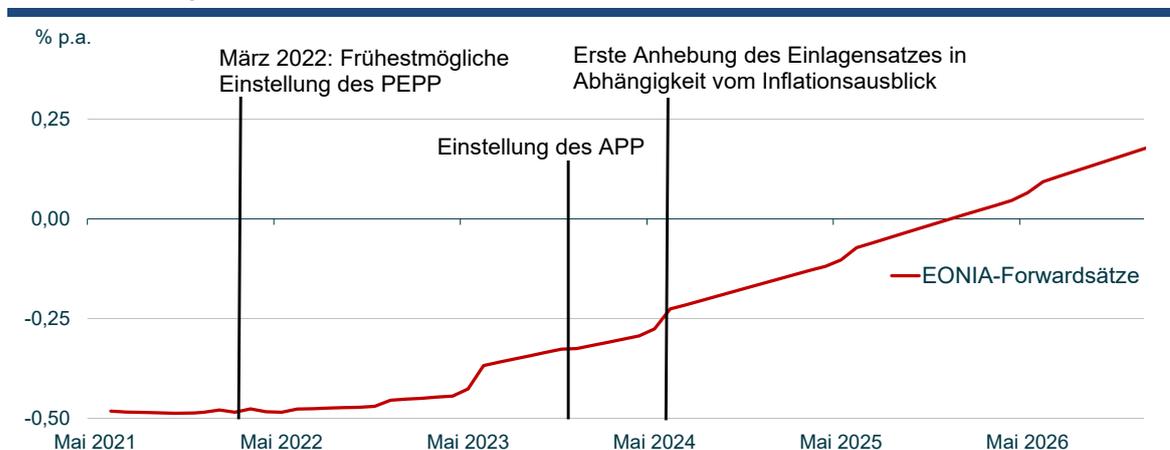
Dieses Entscheidungskalkül wird sich ändern, wenn die nächsten Ausstiegsschritte mit großer Marktrelevanz anstehen, nämlich die Einstellung auch des APP und letztlich die Anhebung der Leitzinsen. Man erkennt dies deutlich anhand der Forward Guidance, die die EZB schon seit längerem über die Leitzinsen formuliert. Demnach kommt eine Erhöhung erst dann in Betracht, wenn die EZB aufgrund ihrer makroökonomischen Projektionen fest überzeugt ist, ihr Inflationsziel bis zum Ende des Prognosehorizonts nachhaltig zu erreichen. Die Wertpapierkäufe des APP sollen erst kurz vor dem ersten Zinsschritt enden. Diese beabsichtigte Reihenfolge kommunizierte die EZB bereits lange vor der

Corona-Pandemie. Chefvolkswirt Lane bekräftigte vor kurzem, dass die dahinterstehenden Überlegungen nach wie vor gültig sind. Auch für die Einstellung des APP ist somit die Inflation das ausschlaggebende Kriterium. Die Hürden liegen dabei etwas weniger hoch als bei der ersten Leitzinserhöhung, aber beträchtlich höher als beim Auslaufen des PEPP.

Während die Reihenfolge der wichtigsten Ausstiegsschritte – Beendigung zunächst des PEPP, dann des APP und schließlich Erhöhung der Leitzinsen – relativ eindeutig ist, hält sich die EZB in Bezug auf das Wann eher bedeckt. Man muss sich beim Timing des Ausstiegs daher an den Voraussetzungen für die einzelnen Schritte orientieren. Die derzeitigen EONIA-Forward-Sätze deuten an, dass Marktteilnehmer eine Anhebung des Einlagensatzes auf -0,25 % etwa für die Jahresmitte 2024 erwarten (siehe Abb. 2). Nimmt man die Forward Guidance der EZB wörtlich, müssten dafür spätestens im März 2024 ihre makroökonomischen Projektionen für das Jahr 2026 (das dann das Ende des Prognosehorizonts markiert) eine Inflationsrate um 2 % anzeigen.

Hinzu kommt das zweite Kriterium, dass die Konvergenz in Richtung des Inflationsziels bereits in der zugrundeliegenden Inflation erkennbar sein muss. Die EZB zieht hierfür verschiedene Indikatoren zu Rate. Wir verstehen diese Formulierung aber dahingehend, dass vor dem ersten Zinsschritt die Kerninflation nachhaltig auf etwa

**Abb. 2 Markterwartungen über zukünftige Leitzinsen und wichtige Meilensteine des geldpolitischen Ausstiegs**



Quelle: Bloomberg, DekaBank

1,5 % geklettert sein sollte. Wir sind nicht überzeugt, dass diese beiden notwendigen Bedingungen in der ersten Jahreshälfte 2024 erfüllt sein werden.

Zwar stellt die EZB in Aussicht, dass sie die Wertpapierkäufe des APP bis kurz vor der ersten Leitzinserhöhung fortsetzen wird. In der Praxis dürfte dies jedoch darauf hinauslaufen, dass zwischen dem Ende des APP und dem ersten Zinsschritt mindestens ein Abstand von sechs Monaten liegen wird. Eine ähnliche Forward Guidance verwendete die EZB bereits im Dezember 2018, als sie die Nettoanleihekäufe des APP schon einmal auf null reduzierte (s.u.). Eine Leitzinserhöhung im Juni 2024 würde sich somit ankündigen, indem die EZB das APP bis spätestens Jahresende 2023 auslaufen lässt. Gleichzeitig ist März 2022 der frühestmögliche Termin für eine Beendigung des PEPP. Selbst bei sehr hohen Inflationsraten scheint eine frühere Einstellung dieser Wertpapierkäufe so gut wie ausgeschlossen, während eine erneute Verlängerung zumindest im Bereich des Möglichen liegt.

Implizit gehen die in Abbildung 2 dargestellten Markterwartungen somit davon aus, dass zwischen dem Ende des PEPP und dem des APP maximal eine Zeitspanne von 21 Monaten liegen wird. Uns erscheint dies sehr knapp bemessen. Denn wenn sich die EZB schon kurz nach Auslaufen des PEPP auf eine Diskussion über die nächsten Schritte des geldpolitischen Ausstiegs einlässt, werden die Finanzmärkte auch diese vorwegnehmen. Die EZB würde dadurch riskieren, dass es schon 2022 zu einer signifikanten Straffung der Finanzierungsbedingungen kommt, die der noch unvollständigen wirtschaftlichen Erholung schadet. Wir rechnen daher mit einem langsameren geldpolitischen Ausstieg als derzeit an den Märkten eingepreist, mit Wertpapierkäufen des APP bis in das Jahr 2025 und einem Beginn der Leitzinserhöhungen erst 2026.

### **Störanfälligkeit des Ausstiegsprozesses**

Es ist nicht das erste Mal, dass sich die Finanzmärkte der Eurozone auf ein Ende der ultra-expansiven Geldpolitik gefasst machen. Im Herbst 2018 ließ die EZB die Nettowertpapierkäufe des APP auslaufen und kündigte in ihrer Forward Guidance an, die Leitzinsen bis mindestens Sommer 2019 auf ihren damaligen Niveaus belassen zu wollen. Unter Marktteilnehmern herrschte seinerzeit die Überzeugung, dass die EZB im späteren Jahresverlauf mit Leitzinserhöhungen beginnen würde. Doch es kam anders. Die Abschwächung der Weltwirtschaft, unter anderem infolge der US-Handelspolitik, wirkte sich auch

auf den Wachstums- und Inflationsausblick der Eurozone aus. Im September 2019 senkte die EZB den Einlagensatz um weitere 10 Bp auf -0,50 % und nahm ab November die Wertpapierkäufe des APP wieder auf, im bis heute unveränderten Volumen von 20 Mrd. Euro pro Monat. Diese Erfahrung illustriert, dass ein geldpolitischer Ausstieg nicht mechanisch einem vorgefassten Plan folgt. Bei sich ändernden Umweltbedingungen kann er unterbrochen oder sogar wieder rückgängig gemacht werden.

Kurzfristig gehen die größten Risiken für den geldpolitischen Ausstieg von den Finanzierungsbedingungen aus. Sollte sich die Korrektur an den Rentenmärkten schneller fortsetzen, als es die EZB für verkraftbar hält, würde sie vermutlich mit einer Aufstockung und Verlängerung des PEPP reagieren. Mittelfristig verlagern sich die Risiken mehr auf das Gebiet der Inflation. Die Einschätzung der EZB und vieler Analysten, dass der derzeitige Anstieg der Inflation nur vorübergehender Natur sein wird, müsste sich als komplett falsch erweisen, um einen deutlich schnelleren geldpolitischen Ausstieg hervorzurufen, als derzeit an den Märkten eingepreist ist. Umgekehrt würde ein stärker als erwarteter Rückgang der Inflation im Jahr 2022 dafür sprechen, das APP länger fortzusetzen und die Leitzinsen später zu erhöhen.

Auch Wechselwirkungen mit der Fiskalpolitik sind zu beachten. Im Augenblick herrscht zwischen Notenbankern und Regierungsvertretern ein Konsens, dass eine rasche Erholung von den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie einen kraftvollen Einsatz sowohl der Geld- als auch der Fiskalpolitik erfordert. Auf längere Sicht ist eine Reduktion der Haushaltsdefizite aber unumgänglich. Kürzlich hat sich der finnische Notenbankpräsident Rehn in einem Zeitungsinterview dafür ausgesprochen, zuerst die fiskalischen Stimuli zurückzufahren, flankiert von einer noch für längere Zeit expansiven Geldpolitik. Sollte sich diese Vorstellung durchsetzen, wäre mit einem insgesamt langsameren geldpolitischen Ausstieg zu rechnen.

Zudem kann die Überprüfung der geldpolitischen Strategie, die die EZB in den nächsten Monaten abschließen will, Auswirkungen auf das Tempo des Ausstiegsprozesses haben. Sollte sie sich, ähnlich wie die Fed, für ein Konzept des Average Inflation Targeting entscheiden, würde ihre Toleranz gegenüber höheren Inflationsraten weiter zunehmen. Auch in diesem Fall müsste man davon ausgehen, dass sich vor allem die späteren Schritte des Ausstiegs – die Einstellung des APP und die Erhöhung der Leitzinsen – nach hinten verschieben.

Alles in allem erscheinen uns die Risiken rund um die derzeitigen Markterwartungen asymmetrisch verteilt. Während ausschließlich dauerhaft höhere Inflationsraten für einen schnelleren Ausstieg sprächen, lassen sich zahlreiche potenzielle Gründe für ein langsames Vorgehen der EZB identifizieren.

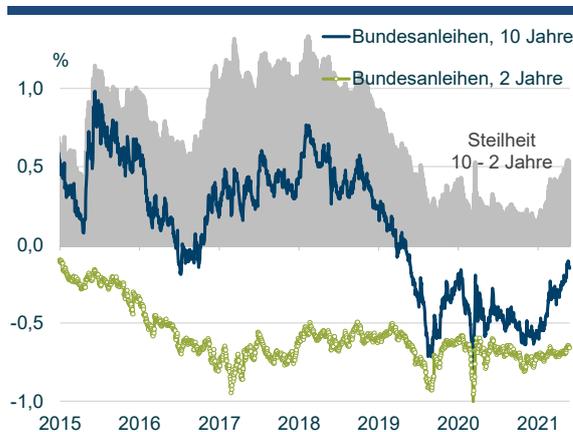
### Ausblick

Der erste wichtige Schritt des geldpolitischen Ausstiegs besteht darin, dass die EZB die Wertpapierkäufe des PEPP zunächst reduziert und vermutlich im Frühjahr 2022 ganz einstellt. Unseres Erachtens sollte sie hiermit auch nicht unnötig lange warten, denn sie rechtfertigte dieses Programm vor allem mit den Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Realwirtschaft und die Transmission der Geldpolitik. Viele dieser Gründe haben sich bereits abgeschwächt und sollten mittelfristig weiter in den Hintergrund treten, sodass das PEPP seine Daseinsberechtigung verliert. Der Wegfall eines großen Teils der

Anleihekäufe der EZB wird auf den Rentenmärkten das Verhältnis von Angebot zu Nachfrage signifikant verändern. Insofern sind die derzeitigen Marktbewegungen – mit einer Versteilerung der Bundkurve und einer Ausweitung zumindest einiger Risikoprämien – im Prinzip angemessen. Aber wie immer macht die Dosis das Gift. Wenn die EZB die nächsten Anpassungen am PEPP vornimmt – wahrscheinlich schon bei ihrer Ratssitzung am 10. Juni – sollte sie klarstellen, dass sie damit keinen zukünftigen Entscheidungen vorgeht. So sollte ein wieder geringeres Tempo dieser Anleihekäufe nicht als Signal verstanden werden, dass das Ende dieses Programms bereits beschlossene Sache wäre. Vor allem aber sollte die EZB vermeiden, dass Änderungen am PEPP auch auf die Markterwartungen über das APP und die zukünftigen Leitzinsen ausstrahlen. Aus diesem Grund sollten Präsidentin Lagarde und ihre Ratskollegen genau auf die Unterschiede zwischen diesen Instrumenten eingehen. Während ein sukzessives Auslaufen des PEPP durch die nachlassenden Effekte der Corona-Pandemie begründet ist, hängen die Beendigung auch des APP und spätere Leitzinserhöhungen in allererster Linie vom mittelfristigen Inflationsausblick ab. Und solange die Notenbanker überzeugt sind, dass die Inflation in den nächsten Jahren eher zu niedrig als zu hoch ausfallen wird, gibt es keinen Grund, auch diesen Teil des Instrumentariums früher anzupassen.

Indem die EZB die zahlreichen Entscheidungen, die im Verlauf des geldpolitischen Ausstiegs getroffen werden müssen, voneinander entkoppelt, macht sie sich das Leben leichter. Auf diese Weise kann sie jeden einzelnen Schritt zum angemessenen Zeitpunkt vornehmen, ohne befürchten zu müssen, dass die Märkte ihr zu weit vorauslaufen und eine unerwünschte Straffung des finanziellen Umfelds hervorrufen.

**Abb. 3 Versteilerung der Bundkurve in Antizipation des geldpolitischen Ausstiegs**



Quelle: Bloomberg, DekaBank



**Autor:**

Kristian Tödtmann  
Tel.: (069) 7147-3760  
kristian.toedtmann@deka.de

**Impressum:** <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

**Rechtliche Hinweise:**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.