



Economic Research AKTUELL

# EZB-Rückzug ungünstig für Risikoprämien

21. Februar 2022

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle  
+49 211 4952-615  
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

EZB scheint die Rolle des Staatsanleihe-Aufsaugers leid zu sein

Wenn Staatsanleihen von der EZB nicht mehr gekauft werden, steigen Risikoprämien

**Bezüglich der Finanzierung ihrer Corona-Mehrausgaben konnten sich die EWU-Staaten 2020/21 auf die EZB verlassen. Durch den wohl kompletten Kaufrückzug der Notenbank in diesem Jahr wird sich das jedoch ändern: Bei weiterhin hohem Emissionsangebot dürften deren Finanzierungskosten steigen. Ein höheres Risiko für die Rückkehr der EWU-Staatsschuldenkrise erkennen wir deshalb aber nicht.**

Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie Anfang 2020 hat sich die Haushaltslage der EWU-Mitgliedstaaten überwiegend verschlechtert, mitunter sogar deutlich. Maßgeblich hierfür waren im Wesentlichen unausweichliche Ausgaben zur Abmilderung negativer Pandemiefolgen, insbesondere für Arbeitnehmer und Unternehmen. War die EWU-Neuverschuldung mit 72 Mrd. € im Jahr 2019 noch recht niedrig, stieg sie 2020 auf 820 Mrd. € rasant an. Im vergangenen Jahr belief sie sich sogar auf 870 Mrd. €. Dass ein merklicher Renditeanstieg bei (10-jährigen) Staatsanleihen infolge der massiven Emissionstätigkeit ausgeblieben ist, lag vor allem an der EZB: Mit ihrem Notkaufprogramm PEPP hat sie ihre monatlichen Nettostaatsanleihekäufe mit durchschnittlich 93 Mrd. € bis September 2021 mehr als verfünffacht. Unter dem Strich wurde von der EZB damit sogar mehr als die jährliche Neuverschuldung auf die Bücher genommen. Wegen des niedrigen Inflationsdrucks konnte sie sich das leisten. Da die Inflationslage seit Oktober aber beständig neue Hiobsbotschaften bereithält und der HVPI immer neue Hochs erreicht, scheint der EZB-Rat mit Blick auf sein Kernmandat hinsichtlich der Nettokäufe umzudenken: Wir rechnen damit,<sup>1</sup> dass er auf seiner Sitzung im März erklären wird, diese im August einzustellen, deutlich früher als bislang vorgesehen. Was aber heißt das für die EWU-Staatsfinanzen?

## EZB wird sich zurückziehen

Diesbezüglich haben wir uns die Prognosen der EU-Kommission<sup>2</sup> zu EWU-Haushaltssalden der Jahre 2022/23 angesehen. Unter Beachtung des dortigen Rahmens für das nominale BIP errechnen wir eine EWU-Neuverschuldung von 510 Mrd. € für 2022 und 325 Mrd. € für 2023.<sup>3</sup> Im Vergleich zu den beiden Vorjahren wird diese also voraussichtlich spürbar niedriger, gleichwohl noch immer hoch ausfallen. Hier ermäßigt sich der Aufnahmedruck nur für 2022, da die EZB dann noch Wertpapiere kauft, deren Volumen wohl rund 240 Mrd. € betragen wird. Am Staatsanleihemarkt blieben somit etwa 270 Mrd. € „unterzubringen“, deutlich weniger als 2023, wenn Nettokäufe von der EZB nicht mehr getätigt werden. Unseres Erachtens sind diese Volumina kein Pappentier, übersteigen sie beispielsweise das bisherige Kauftempo im APP von jährlich rund 200 Mrd. €. Investoren dürften daher höhere Risikoprämien fordern und 10-Jahresspreads zu Bundesanleihen noch Aufwärtspotenzial besitzen, vor allem italienische. Zusätzlicher Druck wird aus unserer Sicht ab dem vierten Quartal 2022 aufkommen, wenn die EZB den Einlagesatz unseren Erwartungen zufolge anhebt und damit den „Anreiz“ für Investoren senkt, Staatsanleihen zu kaufen statt Geld bei der EZB zu parken. Sollte die EZB wegen der Spreadrisiken daher besser davon absehen, ihre Geldpolitik zu adjustieren?

<sup>1</sup> Vgl. unser Economic Research KOMPAKT „Inflation lässt EZB doch nicht kalt“, 10.02.2022.

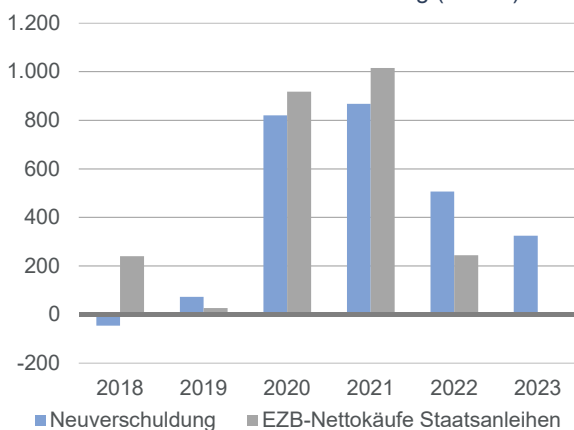
<sup>2</sup> Vgl. European Commission: European Economic Forecast Autumn 2021, November 2021. Für 2022 sind die Budgetregeln von der EU-Kommission noch ausgesetzt. Wir halten es für wenig wahrscheinlich, dass sie 2023 wieder stärker beachtet werden.

<sup>3</sup> Derzeit sieht es so aus, als falle das nominale BIP für 2022/23 etwas größer aus. Die grobe Linie unserer im Weiteren aufgeführten Schlussfolgerungen bleibt dennoch erhalten.

Die EZB kann ihr Kernmandat nicht mit dem Verweis auf die Schuldentragfähigkeit "ersticken"

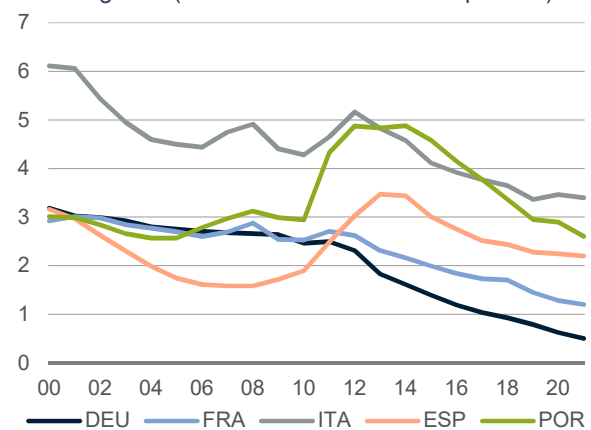
Das sehen wir nicht so. Oberstes Ziel der Geldpolitik ist es, Preisstabilität zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang hatte sich die EZB erst im Juli 2021 eine neue Strategie gegeben. Für eine glaubwürdige Geldpolitik bedarf es dann aber einer Reaktion, wenn sich der Inflationsausblick ändert. Unseres Erachtens wird er das: Für März erwarten wir von der EZB vor allem eine Anhebung der zurzeit für 2023/24 jeweils auf 1,8 % lautenden Inflationsprojektionen. Auch wird der EZB-Rat seine bisherige Sicht niedrig bleibender Lohnzuwächse voraussichtlich etwas anheben. Erfolgte beides nicht, drückte dies der Geldpolitik den Beliebigkeitsstempel auf. Der ohnehin schon seit Jahren bestehende Verdacht, dass tragfähigen Staatsschulden bei geldpolitischen Entscheidungen ein viel zu hoher Stellenwert von der EZB eingeräumt wird, erhärtete sich dann wohl noch. Hieran kann der EZB-Rat kein Interesse haben. Da zieht unseres Erachtens auch nicht, dass die geldpolitische „Wende“ in Form von Renditeanstiegen mit Schmerzen verbunden ist: Diese sind nämlich kausal und nur vermeidbar, wenn die Inflationsrate mittelfristig klar unter dem Preisziel von 2,0 % liegt oder die Neuverschuldung niedrig ist. Anders als in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts ist das jetzt aber nicht mehr der Fall.

Ohne die EZB wird es schwieriger  
EZB-Käufe und EWU-Neuverschuldung (Mrd. €)



Quelle: Datastream, EU-Kommission, Hauck Aufhäuser Lampe

Staatsfinanzierung: Von jetzt an trüber  
Zinsausgaben (% nominales Bruttoinlandsprodukt)



Quelle: Datastream. 2021: Prognose EU-Kommission

Steigende Finanzierungskosten bedeuten nicht gleich die Rückkehr der Staatsschuldenkrise

## EZB wird Währungsunion weiter hüten

Bringen die von uns erwartete Einstellung von Nettostaatsanleihekäufen und ein steigender Einlagesatz die EWU-Staatsschuldenkrise zurück? Wir halten das für wenig wahrscheinlich. Hierfür spricht, dass die sich aus unserer Sicht perspektivisch einstellenden dauerhaft höheren Finanzierungskosten zunächst nur einen geringen Teil der gesamten Staatsschuld eines Mitgliedstaates betreffen und Reinvestitionen von der EZB noch lange getätigt werden dürften. Hinzu kommt, dass die aus steigenden Finanzierungskosten resultierenden Mehraufwendungen gerade im 10-jährigen Laufzeitensegment zurzeit noch immer niedriger sind als vor zehn Jahren. Hinsichtlich der Zinslast bestehen von dieser Seite also weiter entlastende Effekte. Außerdem könnten regulatorische Vorschriften für Investoren erlassen werden, die für Nachfrage nach Staatsanleihen sorgen, wie sie etwa bei der Eigenkapitalunterlegung früher schon erfolgt sind. Die EZB dürfte jedenfalls nicht jeden Spreadanstieg tolerieren und ihr Whatever-it-takes aufrechterhalten. Ihr Dilemma, zwischen Inflationsbekämpfung und tragfähigen Staatsschulden hin und her gerissen zu werden, spricht für uns überdies gegen ambitionierte Leitzinsanhebungen. Ihr Vorgehen unterscheidet sich auch deshalb stark von der Fed, da sie den Erhalt der suboptimal konstruierten Währungsunion zu beachten hat.

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
APP	Asset Purchase Programme (Wertpapierkaufprogramme)	EZB	Europäische Zentralbank
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
DEU, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodeliste DIN ISO 3166	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EWU	Europäische Währungsunion	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)

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 Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Emission	Ausgabe von Wertpapieren, z. B. Staatsanleihen
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Spread	Abstand, oft zwischen zwei Zinssätzen, ausgedrückt in Prozentpunkten bzw. Basispunkten
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds

Quelle: Hauck Aufhäuser 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

## 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, HRA-Nr. HRB 108617, Amtsgericht Frankfurt.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494