

EZB: Lagarde versichert die Märkte

Kurz & klar

- Die EZB hat heute keine geldpolitischen Änderungen beschlossen. Auch eine Anhebung der Freibeträge vom Einlagesatz blieb aus.
- Die EZB will vor weiteren Entscheidungen zunächst mehr Informationen sammeln, die erst im September mit den neuen Projektionen verfügbar sein werden.
- Auf der Pressekonferenz erfreute Lagarde die Märkte mit ihrer „Versicherung“, dass das volle Volumen des PEPP aller Voraussicht nach auch ausgenutzt wird.

- Keine Änderung der Geldpolitik

Nachdem die EZB auf der Juni-Sitzung als Reaktion auf die schwächer ausgefallenen Projektionen zu Konjunktur und Inflation das Notfallankaufprogramm PEPP im Volumen (um 600 Mrd. Euro) und zeitlich (bis Jahresmitte 2021) ausgeweitet hat war auf der heutigen Sitzung zunächst Abwarten angesagt. Weitere expansive Maßnahmen wären wohl auch politisch, vor dem ab morgen anstehenden EU-Gipfel, kontraproduktiv gewesen, denn so hätte sich der Druck auf die Staats- und Regierungschefs für einen Beschluss des Wiederaufbaufonds auf fiskalischer Seite verringert. Auch die teilweise erwartete Anhebung der Freibeträge vom negativen Einlagesatz blieb heute aus. Sie dürfte aber im September folgen. Die Pressekonferenz hat aber in einigen Punkten einen Blick auf die Diskussionen im Rat ermöglicht:

Zwischen den Zeilen

- PEPP-Volumen wird ausgenutzt

Lagarde gab an, dass das PEPP nicht nur gegen die Fragmentierung der Finanzmärkte sondern auch zur Lockerung der monetären Bedingungen und Belebung der Inflation eingesetzt wird. Der Umfang von 1350 Mrd. Euro wird also mit hoher Wahrscheinlichkeit voll ausgenutzt werden.

- Kapitalschlüssel bleibt Streitpunkt

Angesprochen auf die Bedeutung des Kapitalschlüssels im PEPP gab sich Lagarde auffallend zurückhalten. Offensichtlich hat der EZB-Rat hier noch keine gemeinsame Linie zur Kommunikation gefunden. Die Diskussionen werden hier also in den kommenden Wochen spannend bleiben. Wir gehen aber davon aus, dass die Unterstützung der Peripherieländer durch die Kaufprogramme nicht kurzfristig heruntergefahren wird. Denkbar sind unter anderem sehr lange Zeiträume bis zur Erreichung des Kapitalschlüssels. So hatte EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel zuletzt erwähnt, dass der Kapitalschlüssel im PEPP auch erst innerhalb der Phase der vollständigen Reinvestitionen, also nach dem Ende der Nettokäufe im Programm, erfolgen könnte

- Zinskurvenkontrolle noch nicht auf der Agenda

Das Thema Zinskurvenkontrolle wurde von Lagarde nicht explizit erwähnt. Auch Nachfragen hierzu blieben aus. Explizite Schritte in diese Richtung scheinen aktuell im Rat nicht auf der Agenda zu stehen. Allerdings hat die EZB mit ihren aktuellen Programmen implizit die durchschnittlichen längerfristigen Zinsen bereits stark im Blick. Darauf deutet auch die regelmäßige Bewertung des Erfolgs von Maßnahmen anhand der BIP-gewichteten Euro-Zinskurve hin.

Fazit: Warten auf September

- ▶ „Lagarde-Versicherung“ erfreut die Märkte

Die EZB hat in den letzten Monaten ihren (umfassenden) Teil zur Bewältigung der Krise beigesteuert. Auf der heutigen Sitzung hat sie sich mit der Wirkung von PEPP und TLTRO zufrieden gezeigt und keine Veranlassung gesehen nachzusteuern. Am Finanzmarkt war aber auch kaum etwas erwartet worden und so kam es zu keinen unmittelbaren nennenswerten Marktreaktionen auf die Veröffentlichung der Entscheidung. Auf der Pressekonferenz sorgte dann die „Lagarde-Versicherung“, dass das PEPP voraussichtlich in vollem Umfang ausgenutzt werden wird für leicht positive Marktbewegungen.
- ▶ Warten auf die neuen Projektionen

Weiterführende geldpolitische Maßnahmen bedürfen wohl stärkerer Evidenz über den Verlauf der Konjunkturkrise. Diese Evidenz dürfte erst auf der kommenden Sitzung im September vorhanden sein, denn dann ist durch die Q2-Zahlen bekannt, wie tief der konjunkturelle Einbruch tatsächlich war und die neuen Projektionen des EZB-Stabes können auf Basis der Indikatoren bis September verlässlicher abschätzen, wie dynamisch die Erholung ausfällt. Doch selbst mit den neuen Projektionen erwarten wir im September zunächst keine weiteren Maßnahmen. Eine abermalige Ausweitung des PEPP steht wohl erst zum Jahreswechsel auf der Diskussions-Agenda (auf Basis der Dezember-Projektionen) und der Weg zu weiteren Zinssenkungen scheint weiterhin sehr weit.
- ▶ Anhebung der Freibeträge im September

Was jedoch auf der Agenda stehen wird, ist die heute ausgebliebene, laut Lagarde nicht einmal diskutierte Ausweitung der Freibeträge vom negativen Einlagesatz. Dies wäre primär nicht als geldpolitische Maßnahme zu verstehen (von der Wirkung her könnte es sogar eine geldpolitische Straffung sein, wenn die Geldmarktsätze dadurch in Bewegung kommen), sondern als Reaktion auf die „erfolgreiche“ Liquiditätsinjektion der EZB durch TLTRO und PEPP. Vor allem die hohe Mittelaufnahme der Banken in der letzten TLTRO-Tranche hat dazu geführt, dass die Überschussliquidität deutlich angestiegen ist, da nicht alle Mittel unmittelbar in die Kreditvergabe oder in andere Verwendungszwecke geflossen sind. Daraus resultiert eine höhere Belastung der Banken durch den negativen Einlagesatz. Mit der Erhöhung der Freigrenzen würde die EZB dieser Zusatzbelastung entgegenwirken, denn immerhin ist sie mit Blick auf die Entwicklung der Finanzierungskonditionen auf dem Kreditkanal auf stabile Banken angewiesen. Gut möglich ist, dass die EZB diese Entscheidung noch nicht heute treffen wollte, um den Anreiz zur Kreditvergabe maximal hoch zu halten. Im September wird sie hier aber nachsteuern müssen, sofern die Liquidität bis dahin unverändert auf der EZB-Bilanz verbleibt und die Banken dadurch dauerhaft belastet werden.

Bis dahin wird es aber wohl auch kein langweiliger Sommer für die EZB werden, denn der Rat ist ganz offensichtlich noch gespalten über die Bedeutung des Kapitalschlüssels im PEPP. Diese Diskussion dürfte in den Wochen bis zur nächsten Sitzung daher noch an Brisanz gewinnen.

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 16.07.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Stefan Kipar
Sen. Economist Euro-Raum/EZB

Telefon: +49 89 2171-27346
stefan.kipar@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de