

## EZB-Preview: Abwarten, ob der Pegel noch steigt

### Kurz & klar

- Auf EZB-Sitzung am Donnerstag erwarten wir keine geldpolitischen Änderungen. Vieles spricht dafür, dass die EZB die September-Projektionen abwarten wird.
- Eine Ausweitung der Freibeträge vom Einlagesatz ist angesichts der gestiegenen Liquidität vorstellbar, könnte aber auch erst in den kommenden Monaten folgen.
- Der Fokus der Sitzung liegt daher auf den Diskussionen im Rat zum Kapitalschlüssel in den Kaufprogrammen sowie zur Möglichkeit einer weiteren Ausweitung der Käufe.

Am nächsten Donnerstag steht die Juli-Sitzung des EZB-Rats an. Nachdem die EZB auf der letzten Sitzung als Reaktion auf die schwächer ausgefallenen Projektionen zu Konjunktur und Inflation das Notfallankaufprogramm PEPP im Volumen (um 600 auf 1350 Mrd. Euro) und zeitlich (um 6 Monate bis Jahresmitte 2021) ausgeweitet hat, erwarten wir keine unmittelbaren weiteren Beschlüsse. Die EZB hat im Laufe der letzten Monate einen hohen Schutzwall gegen die Flut an Finanzierungsproblemen errichtet. Nun heißt es wohl erst einmal abzuwarten, ob der Damm ausreichend hoch gebaut wurde oder ob der Pegelstand noch weiter steigt. Spannend werden aber die Diskussionen im EZB-Rat dennoch.

### Die aktuellen Diskussionen im EZB-Rat

- Verstärkte Diskussion über Kapitalschlüssel im PEPP

Aktuell zeigt sich im EZB-Rat eine Diskussion über die Abweichungen der Käufe im PEPP (und PSPP) vom Kapitalschlüssel. Insbesondere das PEPP lässt bewusst große Spielräume und eine flexible Ausgestaltung der Käufe zu, wodurch in den ersten Monaten überproportional Anleihen von Ländern gekauft wurden, die besonders unter der Corona-Krise leiden (prominentestes Beispiel Italien). Nachdem einem Bloomberg-Bericht zufolge die Spaltung im Rat bezüglich des Kapitalschlüssels im PEPP voranschreitet, wird Christine Lagarde sicherlich auf der Pressekonferenz nach dem Kapitalschlüssel im PEPP gefragt werden. Jens Weidmann steht in der Diskussion wieder einmal auf der Seite der Falken, denn seiner Ansicht nach muss das PEPP temporär bleiben oder, sofern es längerfristig bestehen bleibt, sich eng am Kapitalschlüssel ausrichten („flexibel bedeutet nicht unbegrenzt“). Der französische Notenbankchef Villeroy hingegen argumentiert dafür, dass der Kapitalschlüssel eine unnötige Restriktion wäre. Wir gehen davon aus, dass die Unterstützung Italiens durch die Kaufprogramme, insbesondere durch das PEPP, 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.

- Abermalige Ausweitung der Ankaufprogramme?

Einige EZB-Ratsmitglieder (insb. Lane und Schnabel) wurden zuletzt nicht müde zu betonen, dass Ankaufprogramme in der Krise das geeignete Instrument wären, da hierdurch die Zinsen an den Finanzmärkten direkt beeinflusst werden können. Es wäre nicht effektiv gewesen mit einer Leitzinssenkung den risikolosen Zins noch weiter abzusenken, wenn sich gleichzeitig die Finanzierungskonditionen durch stark steigende Risikoprämien am Markt eintrüben. Diese Kommunikationsoffensive ist auch vor dem Hintergrund des erst

kürzlich gelösten Disputes mit dem Bundesverfassungsgericht und der Kritik an der Geldpolitik mittels Anleihekäufe zu sehen. Darüber hinaus macht dies deutlich, dass eine weitere Ausweitung der Anleihekäufe im Falle von erneutem Finanzmarktstress etwa durch einen weiter steigenden Funding-Bedarf der Länder zu erwarten ist. Bleibt dieser aus, wäre aber im Verlauf der Erholung auch eine weitere Zinssenkung möglich, um die Konjunktur zu unterstützen. Vorerst scheint dies aber noch weit weg.

- Explizite Zinskurvenkontrolle noch nicht auf der Agenda

Der Diskussion über eine mögliche explizite Zinskurvenkontrolle wurde zuletzt durch Philip Lane und Olli Rehn Wind aus den Segeln genommen. Allerdings scheint die EZB mit ihren aktuellen Programmen implizit die durchschnittlichen längerfristigen Zinsen bereits stark im Blick zu haben. Darauf deutet die regelmäßige Bewertung des Erfolgs von Maßnahmen anhand der BIP-gewichteten Euro-Zinskurve hin. Wir gehen nicht davon aus, dass der Rat auf der Sitzung über eine Zinskurvenkontrolle diskutieren wird. Fragen hierzu auf der Pressekonzferenz sind wahrscheinlich, dürften aber kaum zu inhaltlichen Antworten führen.

- Hohe TLTRO Teilnahme macht höhere Freibeträge wahrscheinlich

Positiv dürfte der Rat indes die Entwicklungen auf dem Kreditkanal bewerten. Die Mittelaufnahme in der letzten TLTRO-Tranche, der ersten unter den nochmals vergünstigten Bedingungen, ist wie erwartet hoch ausgefallen. Einer Aufnahme von etwas mehr als 1,3 Billionen Euro standen Fälligkeiten (Brücken-LTROs, fällige TLTRO 2 Tranche) und (freiwillige) vorzeitige Rückzahlungen aus den restlichen ausstehenden TLTRO 2 Tranchen von gut 760 Mrd. Euro entgegen, womit die (Überschuss-)Liquidität im Bankensystem um etwa 550 Mrd. Euro gestiegen ist. Nachdem der Bank Lending Survey bereits im letzten Quartal gezeigt hatte, dass die Banken die TLTRO-Mittel tatsächlich verstärkt für eine höhere Kreditvergabe einsetzen wollen, dürfte die EZB hiermit zufrieden sein. Noch vor der Sitzung nächste Woche werden die neuen Ergebnisse des Bank Lending Survey für das zweite Quartal veröffentlicht (Di.). Die EZB wird hier sicher ganz genau hinschauen. Kurzfristig denkbar scheint angesichts der gestiegenen Überschussliquidität eine weitere Entlastung der Banken durch höhere Freibeträge, die nicht mit dem negativen Einlagesatz belastet werden. Hierdurch würde verhindert, dass eine hohe Mittelaufnahme gleichzeitig durch höhere Einlagezinsen bestraft wird. Erst jetzt, nach der erfolgten Aufnahme der TLTRO-Mittel, kann die EZB abschätzen, wie stark die Freibeträge angepasst werden müssen, damit die Belastung der Banken nicht steigt.

### Fazit: Wellenbeobachtung

- Neue Beschlüsse erst mit neuen Projektionen

Die EZB hat in der Krise ihren (umfassenden) Teil zur Bewältigung beigesteuert. Durch TLTRO und PEPP werden die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen und Staaten auf dem Kreditkanal sowie am Finanzmarkt günstig gehalten. Nun gilt es abzuwägen, ob der Damm aus geldpolitischen Sandsäcken stabil genug für den aktuellen Pegelstand ist, und ob sich dieser eher zurückbildet oder noch weiter ansteigt. Eine notwendige Sammlung von weiterer Evidenz zur künftigen Entscheidungsfindung spricht stark dafür, dass die EZB zumindest die nächsten makroökonomischen Projektionen im September abwarten wird, bevor Sie gegebenenfalls noch einmal geldpolitisch nachsteuert. Zu diesem Zeitpunkt wird zum einen klar sein, wie tief der konjunkturelle Einbruch ausgefallen ist und wie groß der Funding-Bedarf für die Staaten ausfällt, denn die Zahlen zum zweiten Quartal liegen dann vor. Zum anderen dürfte dann auch der Blick auf die Geschwindigkeit der konjunkturellen Erholung auf Basis weiterer Frühindikatoren etwas klarer sein. Auch hat die Entwicklung der Infektionszahlen bis September dann möglicherweise die Abschätzung darüber erleichtert, ob von einer zweiten Infektionswelle auszugehen ist. Bis dahin dürfte es aber mit den Diskussionen über die Bedeutung des Kapitalschlüssels und der (auch damit verbundenen) Abwägung, ob eine weitere Verlängerung des PEPP möglich ist nicht langweilig werden und eine Anpassung der Freibeträge nach der Liquiditätsspritze durch das TLTRO halten wir kurzfristig durchaus für möglich.

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 10.07.2020. 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