

EZB: Starke Worte, viel dahinter!

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

auf seiner heutigen September-Sitzung hat der EZB-Rat das Zinsband erneut um 0,1 Prozentpunkte gesenkt. Der Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) liegt damit bei 0,05%, der Einlagensatz bei -0,20%, der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,30%. Zudem wurde ein Ankaufprogramm für ABS-Papiere und Covered Bonds in noch unbestimmter Höhe ab Oktober beschlossen. Die Wachstums- und Inflationserwartungen der EZB sind jedoch weiterhin recht hoch und bergen Enttäuschungspotenzial. Daher bleibt der Druck in Richtung weiterer Schritte hoch.

Überraschend geringe Abwärtsrevision des Wachstums- und Inflationsausblicks birgt Enttäuschungspotenzial

Gemessen an den heutigen umfangreichen Beschlüssen ist die Abwärtsrevision der Wachstums- und Inflationsaussichten gering ausgefallen. Der EZB-Stab hat seine Wachstumsaussichten trotz der überraschenden Stagnation der Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal und den zuletzt überwiegend schwach ausgefallenen Frühindikatoren nur leicht abwärts revidiert, für 2014 von 1,0 auf 0,9% und für 2015 von 1,7 auf 1,6%. Die Projektion für 2016 wurde sogar leicht angehoben (von 1,8 auf 1,9%). Die Inflationsprojektion wurde nur für 2014 leicht (von 0,7 auf 0,6%) gesenkt, die Aussichten für 2015 (1,1%) und 2016 (1,4%) aber unverändert gelassen. Die EZB hat die Risikoeinschätzung (bisher: ausgewogene und begrenzte Risiken) für den Inflationsausblick verschärft und wird Entwicklungen in den Risikobereichen Konjunkturdynamik, Geopolitik, Wechselkursentwicklung und Transmission genau analysieren („monitor closely“). Im Statement wurde die Abwärtstendenz der Inflationserwartungen zwar nicht als Risiko aufgeführt. EZB-Präsident Draghi betonte auf der Pressekonferenz aber, dass die heutigen Maßnahmen vor allem darauf gerichtet seien, eine Entankerung der Inflationserwartungen zu verhindern. Seit seiner Rede in Jackson Hole habe sich hier keine Verbesserung gezeigt. Für den Konjunkturausblick dominieren aus EZB-Sicht nach wie vor die Abwärtsrisiken. Dabei sieht sie die aktuelle Verlangsamung der Dynamik als größtes Risiko noch vor der geopolitischen Krisen und den mangelnden Strukturreformen. Aus unserer Sicht liegt die EZB vor allem mit ihren Wachstumserwartungen sowohl kurz- als auch mittelfristig noch zu hoch. Zum einen dürfte die Geopolitik die Konjunktur kurzfristig deutlich stärker belasten. Zum anderen scheint der unterstellte Erholungspfad angesichts des anhaltenden Entschuldungsprozesses im finanziellen und nicht-finanziellen Sektor zu steil.

Zinssenkungsspielraum endgültig ausgeschöpft

Ursächlich für die heutige Lockerung der Geldpolitik sind nach Aussage Draghis (1) die nachlassende Konjunkturdynamik, (2) der niedrige Inflationsausblick und (3) die geringe Geldmengen- und Kreditdynamik. Vor allem aber das Abrutschen der Inflationserwartungen dürfte für eine Mehrheit im Rat gesorgt haben. Obwohl Draghi im Juni noch angekündigt hatte, dass mit dem damaligen Zinsschritt der Spielraum auf der Zinsseite praktisch bereits erschöpft sei, hat der EZB-Rat mit der heutigen Senkung den Druck auf die Geldmarktsätze weiter erhöht. Vor dem Hintergrund seiner Juni-Äußerungen bezeichnete Draghi die heutige Senkung als technische Anpassung. Damit sei der Zinssenkungsspielraum nun aber endgültig ausgereizt. Die Senkung sei auch deshalb beschlossen worden, um die Unsicherheit über mögliche weitere Senkungen während der Laufzeit der anstehenden konditionierten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) zu eliminieren, um die Nachfrage nicht zu dämpfen („wait-and-see“ Effekt). Die heutige Zinssenkung, wie auch die anderen Maßnahmen, wurden im Rat mit einer „komfortablen Mehrheit“ beschlossen. Dies zeigt, dass eine größere Gruppe an Ratsmitgliedern gegen die Maßnahmen gestimmt hat. Allerdings betonte Draghi, dass es sowohl Befürworter noch umfangreicherer Maßnahmen als auch Gegner einer Lockerung gegeben habe. Auch sei ein breit angelegtes Wertpapierkaufprogramm (QE) diskutiert worden.

ABS- und Covered Bonds Kaufprogramm: Volumen von 500 Mrd. Euro?

Auch wenn die Details erst am 2. Oktober veröffentlicht werden hat die EZB die Grundzüge der beschlossenen Ankaufprogramme für private Schuldtitel bereits definiert. So werden ab Oktober Wertpapiere im ABS-Segment (ABSPP) sowie im Covered Bonds Segment (CBPP3) in noch unbestimmter Höhe von der EZB angekauft. Das bereits im Juni in Aussicht gestellte ABS-Kaufprogramm wird sowohl für neu emittierte wie auch bereits gehandelte ABS-Papiere offen sein. Neben auf KMÜ-Kreditforderungen basierenden ABS-Papieren (SME-ABS) werden auch auf Hypothekenforderungen basierende Titel (RMBS-ABS) in das Programm einbezogen. Ziel des Programms ist die Belebung des ABS-Verbriefungsmarktes um dadurch einen Sogeffekt auf die Kreditvergabe vor allem an kleine und mittlere Unternehmen zu initiieren. Draghi begründete die überraschende Berücksichtigung von Hypothekenzertifikaten damit, dass das Programm dadurch zusätzlich Platz in den Bankbilanzen frei räumen könne. Die Hoffnung der EZB liegt darin, dass diese Mittel dann primär nicht erneut in den Immobilienmarkt sondern die Kreditvergabe an Unternehmen investiert werden. Deshalb sieht die EZB hier keinen Widerspruch zur Ausgestaltung der TLTROs, bei denen Wohnimmobilienkredite bei der Berechnung der maximalen Zuteilungsvolumina explizit ausgenommen sind. Eingeschränkt wird das maximal mögliche Volumen der Ankäufe dadurch, dass die EZB lediglich Senior-Tranchen ankaufen wird. Mezzanine-Tranchen sind nur dann zum Ankauf zugelassen, wenn diese mit einer Garantie unterlegt sind. Zudem werden nur einfache und transparente ABS-Strukturen vom Programm abgedeckt. Angesichts der

Struktur und Größe des ABS-Marktes im Euro-Raum scheint damit ein Volumen zwischen 50 und 100 Mrd. Euro realistisch.

Das angekündigte Covered Bond Kaufprogramm dürfte sich an den zwischen 2009 und 2012 bereits durchgeführten Kaufprogrammen orientieren, als die EZB plante 60 bzw. 40 Mrd. Euro anzukaufen. Angesichts der größeren Markttiefe könnte die EZB hier aber das maximale Volumen höher ansetzen. Hierfür spricht auch, dass Draghi als Ziel der heutigen Maßnahmen eine Erhöhung der EZB-Bilanzsumme in Richtung des Höchststands im Sommer 2012 genannt hat. Mit rund 2060 Mrd. Euro liegt die Bilanzsumme aktuell etwa 1000 Mrd. Euro unter diesem Niveau. Die mit den TLTROs sowie den heute beschlossenen Kaufprogrammen zu füllende Lücke fällt durch die laufende Rückzahlung der 3-Jahres-Tender (LTRO) insgesamt noch um etwa 1/3 höher aus. Auch bei einer substantiellen Inanspruchnahme der TLTROs (EZB-Erwartung basierend auf Markteinschätzung: 450-850 Mrd. Euro, Mittelwert: 650 Mrd. Euro) ergäbe sich hieraus ein erhebliches Zielvolumen für die heute beschlossenen Ankaufprogramme. Während der Sitzung wurde berichtet, dass dem EZB-Rat ein Vorschlag über ein Volumen von 500 Mrd. Euro vorliegen würde. Insgesamt zeigt die Struktur der Kaufprogramme, dass die EZB im Bemühen um eine Belebung von Konjunktur und Inflation weiter stark auf den Bankenkanal setzt. Eine Stärkung der Anreize zur Kapitalmarktfinanzierung über ein Kaufprogramm für Unternehmensanleihen wurde nicht beschlossen.

Fiskalpolitik – alles nicht so gemeint?

Sehr relativierend hat sich EZB-Präsident Draghi zu seinen Jackson Hole Äußerungen über mehr fiskalpolitisches Engagement der Regierungen zur Belebung der Konjunktur geäußert. Im Wortlaut blieb er zwar bei den Möglichkeiten über eine Nutzung der bestehenden Flexibilität der Fiskalregeln und eine wachstumsfreundlichere Struktur der Konsolidierungsmaßnahmen die Konjunktur zu stützen. Er betonte aber, dass Strukturreformen und damit eine angebotsorientierte Politik die Voraussetzung seien, dass zusätzliche nachfrageseitige Maßnahmen ihre Wirkung entfalten könnten. An dieser Stelle war seine Feststellung bemerkenswert, dass die EZB ohne die Umsetzung von Strukturreformen und zusätzlicher fiskalischer Maßnahmen der Regierungen das 2%-Inflationsziel kaum erreichen wird. Dies ist als starkes Signal in Richtung der Politik zu verstehen, das Engagement trotz der weiteren Lockerung der Geldpolitik zu halten bzw. zu verstärken. Allerdings birgt die Aussage auch Risiken für die Glaubwürdigkeit der Notenbank.

Fazit

Gemessen an der Marktreaktion – beispielsweise gab der Euro zum Dollar um etwa 1 US-Cent nach – hat die EZB mit den heutigen Maßnahmen die hohen Erwartungen nach Draghis Rede in Jackson Hole übertroffen. Vor allem das Anleihekaufprogramm fällt mit der Zunahme von Covered Bonds größer als erwartet aus. Auch die erneute Zinssenkung war für die Mehrheit der Beobachter überraschend. Angesichts der nach wie vor recht hohen Wachstums- und Inflationserwartungen der EZB dominiert für die

der Geldpolitik zu Grunde liegenden Annahmen aber nach wie vor Enttäuschungspotenzial, sodass der Druck in Richtung weiterer Schritte hoch bleiben wird. Die neuen Projektionen zu Wachstum und Inflation werden im Dezember vorgelegt. Mit dem heute beschlossenen Kaufprogramm hat die EZB aber wohl die Hürde für ein breit angelegtes, auch Staatsanleihen umfassendes QE-Programm sogar etwas erhöht. Denn bei weiter enttäuschenden Daten dürfte eine Aufstockung der im Oktober vorgestellten Ankaufvolumina die erste Wahl sein. Klassisches QE (inkl. Ankäufe von Staatsanleihen) dürfte weiterhin als Drohgebärde dienen und nur im Fall eines zusätzlichen substanzialen Schocks (z.B. einer deutlichen Verschlechterung der geopolitischen Rahmenbedingungen) oder einem weiteren Abgleiten der Inflationserwartungen aus dem geldpolitischen Schaufenster geholt und eingesetzt werden.

Mit freundlichen Grüßen

Johannes Mayr

Johannes.mayr@bayernlb.de

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am **04.09.2014**. 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. 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.

BayernLB Research
Email: research@bayernlb.de

Briener Straße 18
80333 München (= Paketadresse)

Tel +49 89 2171-21751
Fax+49 89 2171-621751