

DER EZB GEHT DIE MUNITION NICHT AUS

Der negative Einlagenzins der Europäischen Zentralbank belastet die Gewinne vieler Banken im Euroraum. EZB-Präsident Draghi hat kürzlich angedeutet, dass eine Staffelung des Einlagensatzes nach japanischem oder schweizerischem Vorbild denkbar wäre, um die Banken zu entlasten. Eine solche Maßnahme würde zwar nur einigen wenigen Banken größere Entlastungen bringen, zugleich aber ein deutliches geldpolitisches Signal senden. Eine Wiederaufnahme der Anleihenankäufe oder weitere Zinssenkungen sind leichter zu implementieren, wenn die negativen Folgen für Geschäftsbanken begrenzt sind. Am Kapitalmarkt hat die Diskussion einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinsen und eine Schwäche des Euro ausgelöst.

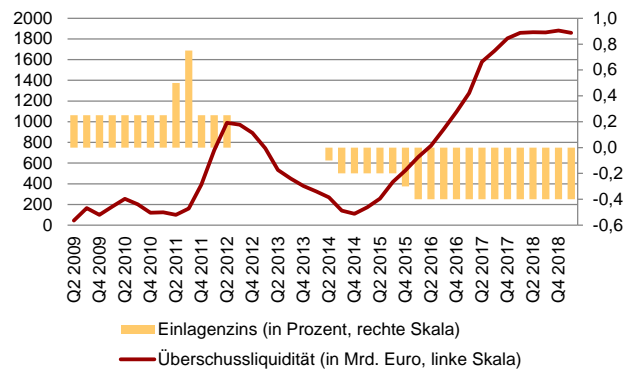
In unserem Jahresausblick hatten wir eine Leitzinserhöhung der EZB in 2019 ausgeschlossen, aber die Möglichkeit angedeutet, dass der negative Einlagensatz leicht angehoben wird, um den Bankensektor zu entlasten. Die EZB hat Anfang März offiziell verkündet, dass sie im laufenden Jahr tatsächlich von einer Leitzinserhöhung absieht. Eine Anhebung des Einlagensatzes scheint damit ebenfalls vom Tisch zu sein. Am 27. März zog EZB-Präsident Draghi jedoch ein neues Kaninchen aus dem Hut. Die EZB denkt demnach darüber nach, den **Einlagensatz zu staffeln**, um so die Folgen dauerhaft negativer Einlagenzinsen für den Bankensektor zu mildern.

Schon jetzt sind nicht alle Reserven bei der EZB vom Negativzins betroffen. Ausgenommen sind die gesetzlich vorgeschriebenen Mindestreserven. Von den gesamten Reserven der Geschäftsbanken bei der EZB unterliegen jedoch aktuell 94 Prozent dem negativen Zins. In anderen Ländern, in denen der Einlagenzins ebenfalls negativ ist, liegt dieser Wert bei fünf Prozent (Japan) bzw. 39 Prozent (Schweiz). Grund sind Staffelsysteme, mit denen **ein Teil der Reserven von der Negativverzinsung ausgenommen wird**. In der Schweiz gibt es Freigrenzen, die als Vielfaches der Mindestreserveanforderung definiert sind. In Japan werden die Reserven sachlich untergliedert und mit unterschiedlichen Sätzen verzinst.

Die Überschussliquidität, also jene Einlagen bei der EZB, die über den Mindestanforderungen liegen, macht im Euroraum knapp 1,9 Billionen Euro aus, das sind rund 16 Prozent des jährlichen BIP im Euroraum. Da der Einlagensatz derzeit -0,4 Prozent beträgt, zahlen die Geschäftsbanken rund 7,4 Mrd. Euro jährlich an die EZB. Der **starke Anstieg der Überschussreserven seit 2015** ist die Folge des inzwischen eingestellten Anleihenankaufprogramms der EZB. Durch die Anleihenkäufe wurde direkt Liquidität bei den Banken geschaffen. Da die Nachfrage der Nicht-Banken nach

Liquidität weniger stark gestiegen ist, verblieb der Überschuss als Guthaben der Geschäftsbanken bei der EZB.

Überschussliquidität und Einlagenzins im Euroraum



Die **Verteilung der Überschussliquidität** innerhalb des Euroraums ist sehr ungleich. Rund 90 Prozent halten einige wenige größere Banken in Deutschland, Frankreich, den Niederlanden, Luxemburg und Finnland. Sie bilden zu einem Teil den Gegenpol zu den hohen Target-2-Verbindlichkeiten von Italien und anderen Peripheriestaaten. Die Belastung der Bankenprofitabilität durch den negativen Einlagensatz ist vor allem in Deutschland hoch, wo sie nach den Schätzungen einer vom Europaparlament in Auftrag gegebenen Studie rund ein Viertel der Gewinne ausmacht.

Noch ist allerdings **nicht entschieden, ob es überhaupt zu einer Zinsstaffelung kommt**. Mario Draghi hatte das Thema am 7. März in der Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rats erwähnt und am 27. März während einer Konferenz noch einmal aufgegriffen. Der scheidende EZB-Chefvolkswirt Peter Praet sprach sich allerdings bereits einen Tag später gegen solche Pläne aus, da ihnen die geldpolitische Fundierung fehle. Kritiker weisen zudem darauf hin, dass eine praktische Implementierung im Euroraum schwierig sei.

Nach Berechnungen von Goldman Sachs könnte eine Zinsstaffelung je nach konkreter Ausgestaltung das Nettozinseinkommen der Euroraum-Banken im Durchschnitt um ein bis zwei Prozent und die Gewinne um zwei bis vier Prozent erhöhen. **Am meisten würden die Banken in Deutschland profitieren.** Der Deutschen Bank winkt ein Gewinnplus von sieben bis zwölf, der Commerzbank ein Plus von drei bis fünf Prozent. Ob Draghi auch deshalb mit der Staffelung des Einlagenzinses liebäugelt, weil der Bundesbank dann die Zustimmung zu den längerfristigen EZB-Refinanzierungsgeschäften zur Stützung der Peripheriebanken leichter fällt?

Die Auswirkungen einer Zinsstaffelung auf den gesamten Bankensektor dürften überschaubar bleiben. Wesentlich größer wäre dagegen die **geldpolitische Signalwirkung**, dass die EZB negative Einlagenzinsen als Normalzustand interpretiert. Auch eine Wiederauflage des Anleihenankaufprogramms würde leichter fallen, da der damit verbundene Anstieg der Überschussreserven für die Banken kaum noch negative Folgen hätte. Sogar weitere Zinssenkungen wären möglich. Genau aus diesen Gründen ist die Zinsstaffelung innerhalb der EZB umstritten.

Der **Einfluss einer Staffelung der Einlagenzinsen auf das Zinsniveau** hängt unter anderem davon ab, ob die Geschäftsbanken die Einlagenzinsen für ihre Kunden ebenfalls anpassen. Im Interbankenmarkt könnten die

Zinsen sogar sinken, da sich durch die verbesserte Bankenrentabilität die Gegenparteirisiken verbessern. Auf der anderen Seite würde eine Zinsstaffelung die Kosten der Geldanlage bei der EZB senken und damit weniger Anreiz geben, Gelder an den privaten Sektor zu vergeben, was die Zinsen erhöhen würde. Diese gegenläufigen Effekte dürften dazu führen, dass die Auswirkungen auf das **kurzfristige Zinsniveau** insgesamt begrenzt bleiben.

Größer könnte der Effekt bei den **langfristigen Zinsen** sein. Da eine Zinsstaffelung vom Markt als Signal für ein dauerhaft niedriges Zinsniveau gesehen wird, sollten die langfristigen Zinsen, die die Erwartungen des Markts über die zukünftigen kurzfristigen Zinsen spiegeln, weiter sinken. Dazu passt der jüngste Rückgang der Zinsen langlaufender Bundesanleihen. Aus ähnlichen Gründen dürfte auch der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Mitte März nachgegeben haben.

Wird sich Draghi am Ende seiner Amtszeit einmal mehr im EZB-Rat durchsetzen und die Zinsstaffelung einführen? Vermutlich bedarf es einer weiteren Verschlechterung der konjunkturellen Lage, um die Kritiker in der EZB umzustimmen. **In der Geldpolitik zählen jedoch Worte oftmals genauso viel wie Taten.** Die EZB hat deutlich gemacht, dass ihr die Munition nicht ausgeht und eine noch expansivere Politik möglich ist. Das wird nicht nur die langfristigen Zinsen weiter niedrig halten, sondern auch eine stärkere Aufwertung des Euro verhindern.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2019

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.