

## EIN EZB-GESCHENK MIT MANCHEN TÜCKEN

Kommt der Freibetrag, um Banken vom Negativzins zu entlasten? Das wär's dann erstmal mit der geldpolitischen Normalisierung.



Johannes Müller  
Head of Macro Research

IN A NUTSHELL

- \_ In der heutigen EZB-Presskonferenz war der Freibetrag für die negativ rentierenden Überschussreserven der Banken erneut ein Thema.
- \_ Vor allem deutsche und französische Banken würden von der Entlastung profitieren. Gleichzeitig würde die Aussicht auf weiter niedrige Zinsen den Sektor nicht befügeln.
- \_ Wir glauben, dass die Einführung eines solchen Freibetrags bedeuten könnte, dass die EZB länger am Negativzins festhält als bisher erwartet.

### WARTET DIE EZB BALD MIT EINEM WEITEREN UNORTHODOXEN INSTRUMENT AUF?

"Wir haben im EZB-Rat nicht darüber diskutiert, ob die Einführung eines Freibetrags uns die Möglichkeit eröffnen würde, den Einlagensatz länger niedrig zu halten" antwortete Mario Draghi auf eine entsprechende Frage in der Pressekonferenz am Mittwoch, 10. April. Wir interpretieren das lediglich als Umschreibung der Vermutung, dass man es wohl bald schon diskutieren werde. Um zu verstehen, warum das Thema aktuell ist, sollte man einen Blick in die Vorgeschichte werfen: Am 11. Juni 2014 betrat die Europäische Zentralbank (EZB) Neuland: Erstmals wurden in der Eurozone negative Zinsen eingeführt. Zunächst senkte sie den Einlagensatz auf -0,10 Prozent, es folgten weitere kleine Anpassungen, und seit März 2016 liegt der Satz nun bei -0,40 Prozent. Trotz dieses "Strafzinses" halten Banken im großen Umfang Einlagen bei der EZB. Zuletzt lag die Überschussreserve bei knapp 2000 Milliarden Euro. Bei dem aktuellen Zinssatz ergeben sich daraus Belastungen für den Bankensektor in Höhe von rund 8 Milliarden Euro pro Jahr. Da auf deutsche, französische und niederländische Banken der Großteil dieser Einlagen entfällt, ist die Belastung des Bankensektors innerhalb der Eurozone ungleich verteilt. Bei ohnehin schmalen Zinsmargen wird dies von vielen als eine zusätzliche Belastung für die Profitabilität des Bankensektors angesehen. In der Vergangenheit wurden vor allem von der EZB die positiven Aspekte der negativen Zinsen herausgestellt – schließlich wurden sie eingeführt, um für erleichterte Finanzierungsbedingungen zu sorgen und die Erwartung

auf weiterhin niedrige Zinsen zu verankern. Doch zuletzt warnte der französische Notenbankpräsident vor den Konsequenzen: ein zu langes Festhalten an negativen Zinsen könne die Profitabilität beeinträchtigen und negative Effekte für die Übertragung des geldpolitischen Stimulus haben.<sup>1</sup>

Auch innerhalb des EZB-Rats scheint sich ein Umdenken einzustellen. Ende März 2019 signalisierte EZB-Präsident Mario Draghi, man untersuche Optionen, um die Nachteile der negativen Zinsen abzumildern. Dies hat an den Kapitalmärkten für Spekulationen um die Einführung eines Freibetrags (auch der Begriff "Staffelung" wird hierfür verwendet) für den negativen Einlagensatz geschürt.<sup>2</sup> Dies würde ein starkes Signal an die Kapitalmärkte senden, sagt Ulrike Kastens, DWS Volkswirtin: "Die Einführung eines Freibetrags würde es der EZB ermöglichen, noch sehr viel länger am negativen Einlagensatz festzuhalten. Die Normalisierung wäre damit erst mal vom Tisch."

### GIBT ES BEREITS VORBILDER?

Negative Zinsen wurden in Europa in den letzten Jahren in Schweden, der Schweiz, in Dänemark und in der Eurozone eingeführt. Für die kleineren Länder war der Negativzins vor allem aus Wechselkursüberlegungen relevant. Gleichzeitig wollten sie aber auch eine zu starke Belastung des Bankensektors vermeiden. Damit kam ein Freibetrag ins Spiel, der von der Schweiz und Dänemark angewendet wird. In Dänemark werden für jede Bank individuelle Kontokorrent-Limits festgelegt. Bei Überschreitung des Grenzbetrags wird dann

<sup>1</sup> Francois Villeroy de Galhau in einem Interview vom 27. Februar 2019: "Wenn sie zu lange aufrechterhalten werden, könnten sie die Rentabilität der Finanzintermediation negativ beeinflussen, mit möglichen negativen Folgen für die reibungslose Übertragung der Geldpolitik."

<sup>2</sup> Laut Reuters gaben zwei Quellen der EZB an, dass die EZB Optionen zur Senkung der negativen Auswirkungen negativer Zinssätze untersucht. Ausdrücklich erwähnten sie einen gestaffelten Einlagensatz).

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.04.2019

der Einlagensatz von derzeit -0,65 Prozent fällig. In der Schweiz dagegen gilt zunächst ein Freibetrag von mindestens 10 Millionen Schweizer Franken, für mindestreservepflichtige Girokontoinhaber (inländische Banken) entspricht der Freibetrag dem 20fachen des Mindestreserve-Solls.<sup>3</sup> Auch Japan nutzt ein Freibetrag-System.

### MOTIVE DER EZB: STÄRKUNG DER PROFITABILITÄT DER BANKEN?

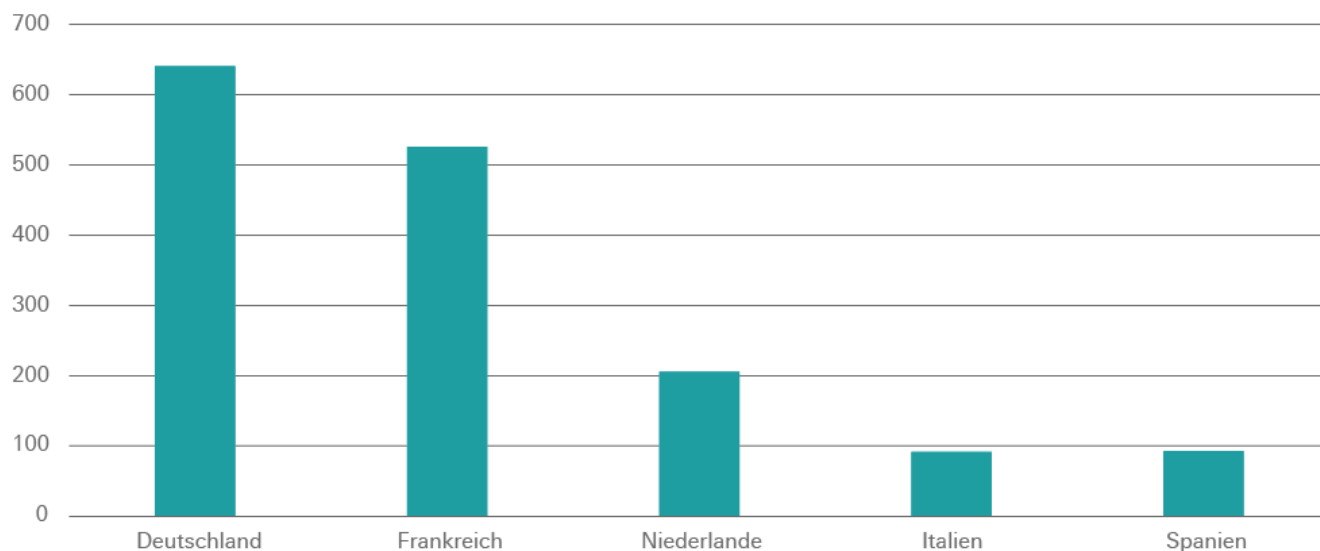
Noch auf der letzten Pressekonferenz hat Draghi klar gemacht, dass der negative Einlagensatz ein wesentliches geldpolitisches Element ist, das in der Vergangenheit gut funktioniert hat, ohne den Handlungsspielraum der Banken wirklich einzuschränken. So weist aktuell nämlich die Kreditvergabe an Unternehmen in Deutschland und in Frankreich die höchsten Wachstumsraten in der Eurozone aus, obwohl diese Banken über die höchsten Überschussreserven verfügen. Ohnehin sei es natürlich Aufgabe der Banken selbst, für ein profitables Bankensystem zu sorgen. So stellte Draghi auf der letzten ECB-Watcher-Konferenz<sup>4</sup> fest, dass die Banken der Eurozone, die die höchste Eigenkapitalrendite erzielen, über drei wesentliche Merkmale verfügen: 1. Eine geringe Kostenquote (im Verhältnis zu den Einnahmen); 2. Hohe IT-Investitionen; 3. Vom niedrigen Zinsumfeld unabhängige, diversifizierte Einkommensquellen. Zudem ist die

Profitabilität der Banken zusammengenommen zwar niedriger als in den USA, aber nicht wesentlich geringer als in Großbritannien und in Japan.

Insgesamt hängt es sicherlich von der jeweiligen Bank und dem jeweiligen Geschäftsfeld ab, wie stark der Einfluss des negativen Zinses auf das Geschäftsergebnis ist. In einer EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im April 2019 gaben 73 Prozent der befragten Banken an, ihr Nettozinsergebnis sei negativ vom Negativzins beeinflusst, während es im Oktober 2018 noch 68 Prozent waren.<sup>5</sup> Unabhängig davon scheint auch die EZB zunehmend besorgt, dass vor allem das schwächere wirtschaftliche Wachstum die Profitabilitätsaussichten des Bankensektors schmälern könnte. Zusammen mit den Belastungen des Negativzinses könnte sich dies dämpfend auf die Kreditvergabe in der Eurozone auswirken, obwohl die EZB nach wie vor umfangreiche geldpolitische Stimuli gibt. Mit der Einführung eines Freibetrags beim Einlagensatz könnten diese Effekte gemildert werden. Es wäre quasi eine Subvention für den Bankensektor, ähnlich wie die weitere Ankündigung von gezielten Langfristendern (TLTROs) ab September 2019 mit dem Ziel, den "Refinanzierungsdruck" der betroffenen Banken lindern zu wollen.

## ERTRAGLOSES GELD: BEI DER EZB HINTERLEGTE ÜBERSCHUSSRESERVEN

Milliarden Euro



### ■ Überschussreserven\*

Quellen: Thomson Reuters Datastream, DWS Investment GmbH; Stand: 09.04.2019

\* Einlagen auf Girokonten und Einlagen in der Einlagefazilität der Banken bei der Europäischen Zentralbank

<sup>3</sup> Für ausländische Banken legt die Schweizer Nationalbank fixe Freibeträge fest. Für denjenigen Teil des Girokontoguthabens, der jeweils am Ende eines jeden Kalendertages den Freibetrag übersteigt, wird auf täglicher Basis der Einlagenzins berechnet, der derzeit bei -0,75 Prozent liegt.

<sup>4</sup> Eintägige Konferenz, bei der sich EZB-Mitglieder mit Ökonomen, Strategen und jenen Journalisten, die für die EZB-Berichterstattung verantwortlich sind, austauschen.

<sup>5</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.bissurvey2019q1~25cd122664.en.html#toc25](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.bissurvey2019q1~25cd122664.en.html#toc25)

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.04.2019

## MÖGLICHE ALTERNATIVEN DER EZB

– Warum erhöht die EZB nicht den Einlagensatz? In der Tat wäre dies auf den ersten Blick eine sehr einfache Lösung, um die Belastung des Einlagensatzes zu mindern. Dazu muss man wissen, dass der Einlagensatz derzeit Teil der geldpolitischen "Forward Guidance" ist, also der verbalen Lenkung der Märkte. Zudem ist der Einlagensatz der Anker für den Geldmarkt. Eine Anhebung des Satzes würde damit die Geldmarktkurve verschieben, mit Rückwirkungen auf die Rentenmärkte, was zu einer leichten Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen führen könnte. Außerdem wäre es eine kommunikative Herausforderung, klarzumachen, dass es sich bei der Anhebung des Einlagensatzes um eine einmalige Erhöhung handelt. Unser Eindruck ist, dass die EZB sich vor diesem Kommunikationsrisiko scheut.

– Warum hat die EZB in der Vergangenheit keinen Freibetrag eingeführt? In der Frage- und Antwortrunde nach der EZB-Sitzung im März 2016 hat sich EZB-Präsident Draghi explizit zu den Auswirkungen der negativen Zinsen auf das Bankensystem geäußert. Damals antwortete er mit einem klaren "Nein" auf die Frage, ob die Zinsen so negativ sein können wie man wolle, ohne dass dies Konsequenzen für das Bankensystem hätte. Um zu signalisieren, dass die Zinsen nicht tiefer fallen könnten als die EZB es wolle, hatte sich der EZB-Rat damals gegen einen Freibetrag entschieden.<sup>6</sup> Hinzu kommt, dass die Einführung eines Freibetrags komplex ist. Angesichts der ungleichen Verteilung der bei der EZB gehaltenen Einlagen zwischen den einzelnen Ländern könnte ein Freibetrag zudem den Eindruck erwecken, er würde einzelne Banken aus einzelnen Ländern bevorzugen.

## WARUM KOMMT DER FREIBETRAG JETZT WIEDER AUF DIE TAGESORDNUNG?

Auf den ersten Blick erscheint es charmant. Gerade mit der Einführung eines Freibetrags wie beispielsweise in der Schweiz könnten die Banken entlastet werden. Doch dies hat gravierende Auswirkungen auf die weitere geldpolitische Ausrichtung der EZB. Zum einen signalisiert die EZB damit, dass die Zinsen noch länger niedrig bleiben könnten. Denn wenn ohnehin eine Zinserhöhung des Einlagensatzes im kommenden Jahr anstünde, bräuchte sie dieses System nun nicht einführen. Im Prinzip ist dies eine Absage an die geldpolitische Normalisierung, an der die Kapitalmärkte in den letzten Wochen und Monaten ohnehin mehr und mehr gezweifelt haben. Zum anderen aktiviert sie damit wieder den negativen Einlagensatz als weiteres geldpolitisches Instrument. Im Gegensatz zum Statement im März 2016 eröffnet sie sich damit die Möglichkeit, den Einlagensatz noch weiter zu senken, ohne dass dies gleichzeitig gravie-

rende Effekte für den Bankensektor hätte. Denn durch die Freibeträge würde der negative Effekt abgemildert. In einem Umfeld, in dem die Geldpolitik mit ihren bisherigen Maßnahmen (Zinspolitik und Nicht-Standard-Maßnahmen) ohnehin an ihre Grenzen stößt – die Grenze der Ankäufe von Bundesanleihen im Rahmen eines neuen Anleihekaufprogramms ist erreicht –, ergäbe sich bei einer weiteren deutlichen konjunkturellen Abschwächung zumindest die Möglichkeit, mit einer weiteren Absenkung des Negativzins kleine geldpolitische Impulse zu setzen. Dies ist für uns das Hauptargument für eine Einführung. Zwar steckt die Diskussion darüber derzeit noch in den Kinderschuhen, spätestens nach der Sommerpause sollte die EZB unserer Meinung nach einen solchen Freibetrag für den Einlagensatz jedoch ankündigen.

Insgesamt ist dies allerdings ein wenig ermutigendes Zeichen für die weitere geldpolitische Ausrichtung. Mit der Veränderung der Forward Guidance und der erneuten Auflage von gezielten Langfristendern (TLTROs) – auch wenn sie in den Konditionen nicht mehr ganz so günstig sind und maximal bis 2023 reichen – wurde bereits im März 2019 ein sehr expansives Signal gesetzt. Eine Einführung eines Freibetrags würde dieses Signal verstärken. Zwar hatten auch wir keine wirkliche Normalisierung der Geldpolitik erwartet, sondern nur eine graduelle Straffung. Doch damit wird selbst ein Zurückführen der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen wenig realistisch. Als Fazit bleibt nur: Eine Normalisierung der Geldpolitik rückt in sehr weite Ferne und die Geldpolitik in der Eurozone bleibt auf absehbare Zeit mehr als expansiv.

## AUSWIRKUNGEN AUF AKTIEN UND ANLEIHEN

**Anleihen:** Die Diskussionen um die Einführung eines Freibetrags passen in unser grundsätzlich vorsichtiges Bund-Szenario. Bis März 2020 erwarten wir nur sehr moderate Zinserhöhungen auf der ganzen Renditekurve – die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen etwa sehen wir bis dahin nur auf 0,3 Prozent steigen. Auch die Zinskurve dürfte nur leicht steiler werden. Oliver Eichmann, DWS Co-Head Rates EMEA, fasst die Situation so zusammen: "Die Einführung eines Freibetrags dürfte von den Marktteilnehmern als Signal verstanden werden, dass die EZB die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau belässt, es eventuell sogar Spielraum für weitere Senkungen des Einlagensatzes gibt. Zinserhöhungserwartungen würden damit für die nächste Zeit zerstreut, Bundesanleihen sollten davon (ceteris paribus) profitieren."

**Aktien:** Die Diskussion um den Freibetrag würde sich erwartungsgemäß am stärksten auf die Banktitel der Eurozone auswirken. Auch hier gilt es, beide Facetten einer möglichen Entscheidung zu berücksichtigen. Einerseits die Aussicht auf den Wegfall der gewinnmindernden Zinszahlungen an die EZB. Andererseits aber auch die Aussicht auf weiterhin niedrige Zinsen sowohl bei kurzen wie auch lan-

<sup>6</sup> Mario Draghi, 10. März 2016: "Aber lassen Sie mich Ihnen sagen: Bedeutet das, dass jeder negative Kurs positiv sein wird? Bedeutet das, dass wir so negativ werden können, wie wir wollen, ohne Auswirkungen auf das Bankensystem zu haben? Die Antwort ist nein. Und Sie wissen wahrscheinlich, dass wir seit einiger Zeit über die Möglichkeit eines Tiering-Systems, also eines Ausnahmesystems für diese Operation, diskutiert haben, und am Ende hat der EZB-Rat beschlossen, es nicht zu tun, gerade um nicht zu signalisieren, dass wir so tief gehen können, wie wir wollen. Obwohl der EZB-Rat die bisherigen Erfahrungen positiv bewertet, ist er sich daher zunehmend der Komplexität dieser Maßnahme bewusst."

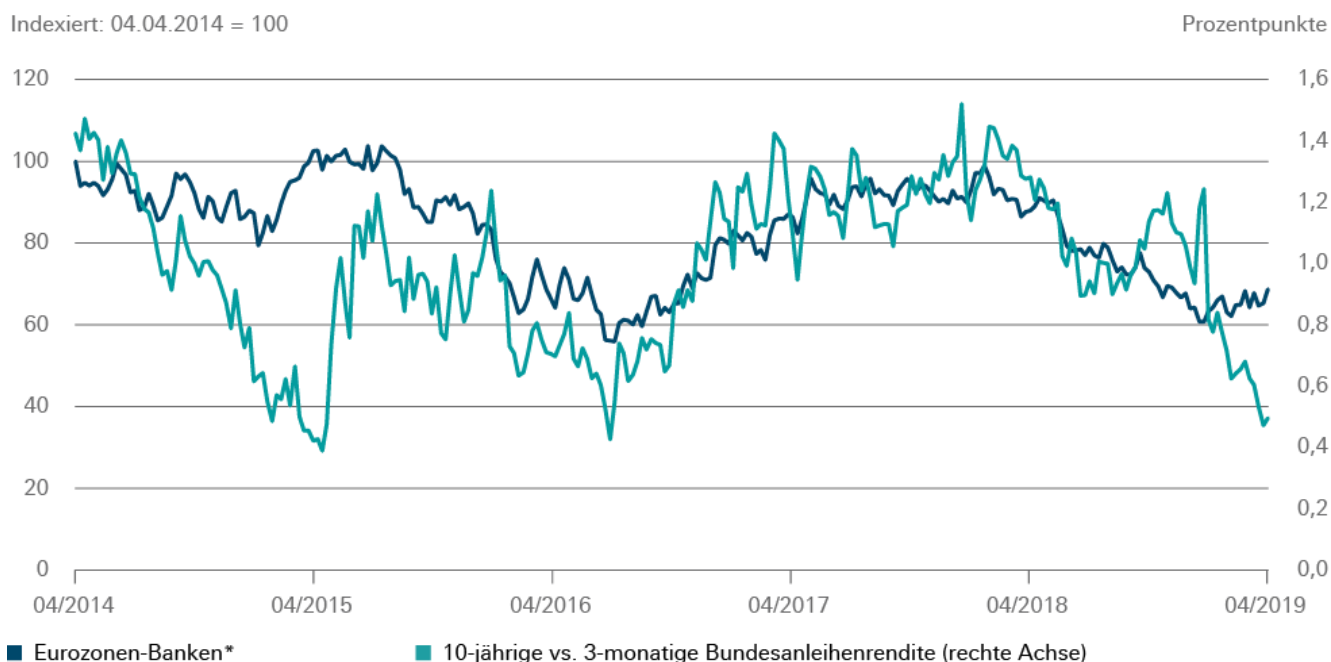
Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.04.2019

gen Laufzeiten (die jüngsten Wachstums- und Inflationszahlen sprechen ja ebenfalls nicht für einen Renditeanstieg am langen Ende der Zinskurve). Für den Bankensektor ist letzteres keine ermutigende Perspektive wie die Grafik zeigt. Hier sieht man das Zusammenspiel zwischen dem Euro-Bankenindex und der Zinskurve der Bundesanleihen, gemessen an der Differenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen Papieren. Der positive Effekt der Entlastung mittels Freibeträgen ist allerdings auch nicht vernachlässigbar. Anhand der Überschussreserven, welche die Banken der einzelnen Länder bei der EZB geparkt haben, lässt sich errechnen, wie hoch die aktuelle Ergebnisbelastung ist: Acht Milliarden Euro für alle Banken der Eurozone, allein

auf Deutschland und Frankreich entfällt etwas mehr als die Hälfte. Da die deutschen Banken gleichzeitig zu den ertragsschwächsten in Europa zählen, wäre hier der Hebel am größten, gefolgt von Frankreich und den Niederlanden. Aus globaler Sicht haben wir derzeit als einzigen Sektor den Finanzsektor übergewichtet, allerdings mit Fokus in der Breite auf US-Banken, während wir in Europa sehr selektiv engagiert sind. "Kaum ein lokaler Markt in der Eurozone hat derzeit nicht mit Partikularproblemen zu kämpfen. Im Vergleich am besten positioniert sehen wir derzeit die Bankinstitute der Benelux-Staaten" sagt Tim Friebertshäuser, DWS-Experte für Finanztitel.

## DIE ZINSKURVE DER BUNDESANLEIHEN WEIST EUROPAS BANKAKTIEN KEINEN VIELVERSPRECHENDEN WEG



Quellen: Thomson Reuters Datastream, DWS Investment GmbH; Stand: 09.04.2019

\* MSCI EMU Banks Index

## GLOSSARY

### Bunds

Häufig verwendete Bezeichnung für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren

### Eigenkapitalrendite

Nachsteuergewinn im Verhältnis zum Eigenkapital

### Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

### Forward Guidance

Hinweise der Notenbank auf den nach eigener Einschätzung wahrscheinlichen Pfad der künftigen Leitzinsanpassungen

### Geldpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

### Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

### MSCI EMU Banks Index

Aktienindex, der große und mittelgroße Aktien aus 10 Industrieländern der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion abbildet, welche der Bankenbranche zugeordnet werden

### Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)

Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die darauf abzielen, zusätzliche und längerfristige Refinanzierungen für den Finanzsektor bereitzustellen. TLTROs sind dazu gedacht, die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors anzuregen

### Zinskurve

Grafische Darstellung der annualisierten Verzinsungen von Rentenzinsscheinen über verschiedene Laufzeiten

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.04.2019

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2019

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland