

Economic Briefing

10. Oktober 2019

EZB-Protokoll zeigt Zwist im EZB-Rat

In dem heute veröffentlichten Bericht der letzten Sitzung des EZB-Rates im September heißt es, dass eine klare Mehrheit der Ratsmitglieder ein Paket von Lockerungsmaßnahmen unterstützt hat. Es zeigte sich jedoch auch, dass die Meinungsverschiedenheiten zwischen den Ratsmitgliedern sehr groß waren, insbesondere in Bezug auf Anleihenkäufe und Staffelnzins.

Zeit zum Handeln...

Nach dem Bericht der letzten EZB-Ratssitzung im September sahen die meisten EZB-Ratsmitglieder ein Maßnahmenpaket aufgrund dann zu erwartender Synergieeffekte insgesamt als den geeigneten Ansatz an. Es wurde argumentiert, dass der Rat mit einer anhaltenden Verlangsamung der Konjunktur im Euroraum, anhaltenden Abwärtsrisiken und einem Inflationsausblick konfrontiert war, der weiterhin hinter dem EZB-Inflationsziel zurückblieb: Seit Dezember 2018 hatte die EZB "aufeinanderfolgende und deutliche Abwärtsrevisionen der Inflationsprognosen" vorgenommen, wodurch die Inflationsprognose für 2021 von 1,8 % auf 1,5 % gesenkt wurde.

Gleichzeitig zeigte das Protokoll, dass es recht starke Vorbehalte gegen einzelne Elemente des vorgeschlagenen Pakets gegeben hatte. Die Beschreibung der Uneinigkeit zwischen den Ratsmitgliedern nahm etwa ein Viertel des Protokolls ein und damit viel mehr als üblich.

Bei einigen Instrumenten fielen die Meinungsverschiedenheit allerdings eher gering aus. So stimmte beispielsweise eine "sehr große Mehrheit" der Ratsmitglieder einer Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,50% zu. Und eine "große Mehrheit" der Mitglieder befürwortete eine Änderung der Modalitäten der neuen Langfristender (TLTRO III). Darüber hinaus kritisierten nur "wenige" Mitglieder die Entscheidung, in der Forward Guidance nicht mehr zu signalisieren, bis zu welchem Datum die Zinsen mindestens nicht angehoben werden dürften.

... aber Vorbehalte gegenüber QE ...

Dem Protokoll zufolge stimmte eine "klare Mehrheit" der Mitglieder zu, die Nettokäufe wieder aufzunehmen. Während dies auf den ersten Blick nach ziemlich viel klingt, bedeutet die Unterscheidung der EZB zwischen einer "sehr großen", einer "großen" und einer "klaren" Mehrheit, dass Nachrichtenberichte, denenzufolge etwa zehn Ratsmitglieder die Wiederaufnahme von Anleihenkäufen nicht unterstützt haben, korrekt sein könnten. Schließlich würden dann die anderen 15 Ratsmitglieder QE unterstützt haben - was als "klare" Mehrheit angesehen werden kann.

Auf jeden Fall war die Liste der kritischen Bemerkungen im Protokoll gegen die Wiederaufnahme von Nettoanleihenkäufen lang: Eine Reihe von Mitgliedern bewertete die Argumente für erneute Käufe als nicht ausreichend stark, entweder weil sie sie angesichts der sehr niedrigen Laufzeitprämien für ein weniger effizientes Instrument hielten, oder weil sie sie für ein Instrument hielten, das nur im Falle schwerwiegenderer Entwicklungen eingesetzt werden sollte. Da wir erwarten, dass sich die Wachstumsprognose der EZB als viel zu optimistisch erweisen wird (wir prognostizieren ein Wachstum von 0,7 % im Jahr 2020, die EZB von 1,2 %), gehen wir aber davon aus, dass die Vorbehalte gegen QE in den kommenden Quartalen zurückgehen dürften.

Dem Protokoll zufolge wurde auch darauf hingewiesen, dass die Entscheidungen des EZB-Rates auf der Wirksamkeit der Maßnahmen und nicht auf deren Signalwirkung auf die Märkte beruhen sollten. Einige Bedenken wurden hinsichtlich der negativen Nebenwirkungen auf die Finanzintermediation - z.B. auf Versicherungen und Pensionsfonds - geäußert, die mit einer Abflachung am langen Ende der Zinskurve und erhöhten Risiken für die Finanzstabilität zusammenhängen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass eine unbefristete Ankündigung erneuter Nettokäufe zu Forderungen der Marktteilnehmer nach höheren monatlichen Käufen führen könnte, solange es keine überzeugenden Beweise für eine Verbesserung der Inflationsaussichten gibt. Dann könnte die Ankaufsobergrenze überschritten werden, die als wichtig erachtet wurde, um sicherzustellen, dass die Grenze zwischen Geld- und Finanzpolitik nicht verwischt.

Autor

Dr Michael Schubert

Senior Economist

+49 69 136 23700

michael.schubert@commerzbank.com

Interessanterweise äußerten einige wenige Mitglieder sogar die Bereitschaft, eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 20 Basispunkte in Betracht zu ziehen, sofern ein Paket beschlossen würde, das Nettonanleihenkäufe ausschließen würde.

... und gegenüber dem Staffelizeins

Nicht zuletzt stimmte nur eine "Mehrheit" der Mitglieder der vorgeschlagenen Einführung eines zweistufigen Staffelizeins zu. Es wurden eine Reihe von Vorbehalten geäußert: Es wurde argumentiert, dass die geldpolitische Transmission zum jetzigen Zeitpunkt gut zu funktionieren schien. Darüber hinaus würden die Banken von den TLTRO III profitieren, das ihnen sehr günstige Kreditkonditionen bot, und von einem deutlichen Rückgang der Renditen für Bankanleihen. Schließlich könnte ein zweistufiges System, wenn es nicht ordnungsgemäß kalibriert würde, die Marktzinsen erhöhen.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 10/10/2019 15:34 CEST fertiggestellt und am 10/10/2019 15:34 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkuratere Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb

des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren oder akkreditierten Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin erörterten Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen sowie von Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit im Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen besteht, entgegengenommen werden.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2019. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY	225 Liberty Street, 32nd floor, New York, NY 10281-1050	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895	15th Floor, Lee Garden One 33 Hysan Avenue, Causeway Bay Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988