



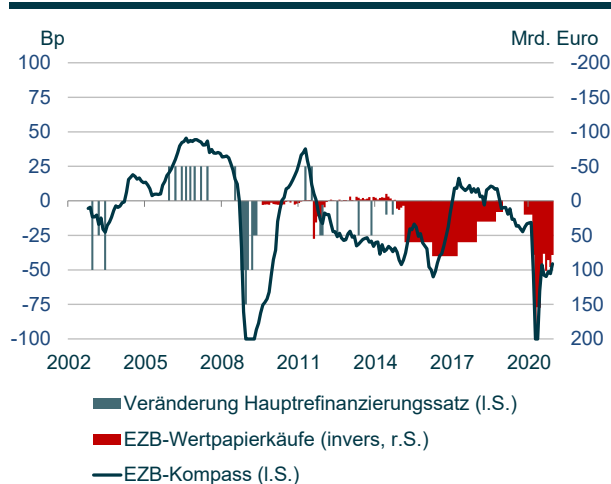
Deka-EZB-Kompass: Von der Ersten Hilfe zur Langfristtherapie

■ Der Deka-EZB-Kompass ist im Dezember auf -45,5 Punkte gestiegen, nachdem sein Wert für November nach oben revidiert werden musste. Über die letzten drei Monate haben sich alle drei Säulen des EZB-Kompasses per Saldo verbessert. Damit einhergehend sollte sich der Fokus der EZB von den unmittelbaren Krisenmaßnahmen zu den etwas längerfristigen Implikationen der Corona-Pandemie verschieben.

■ Mit ihren Entscheidungen vom Dezember hat die EZB die geldpolitischen Weichen für die nähere Zukunft gestellt, und einige Ratsmitglieder gaben zu verstehen, dass sie durch den für dieses Jahr zu erwartenden Anstieg der Inflation mehr oder weniger hindurchblicken wollen. Auf etwas längere Sicht sind die Absichten der EZB aber noch mit gewissen Fragezeichen behaftet. So äußerten sich einzelne Notenbankler zuletzt unterschiedlich über die Möglichkeit, das Inflationsziel vorübergehend zu überschreiten. Zwar bestand auf der Dezember-Sitzung ein breiter Konsens im EZB-Rat, die wirtschaftliche Erholung ausreichend lange mit günstigen Finanzierungsbedingungen zu unterstützen. Allerdings scheint dieses Versprechen selbst unter den Mitgliedern unterschiedlich interpretiert zu werden. Bei dieser und den folgenden Ratssitzungen dürfte es darum gehen, den längerfristigen Erwartungen über die Geldpolitik der EZB etwas mehr Orientierung zu geben.

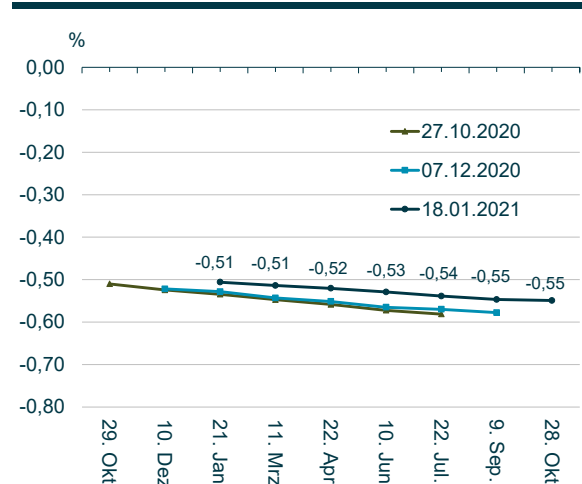
1. **Der Deka-EZB-Kompass ist im Dezember auf -45,5 Punkte gestiegen**, sein bislang höchstes Niveau seit Ausbruch der Corona-Pandemie. Zudem musste der Wert für November ein Stück nach oben korrigiert werden, weil einige erst nach der letzten Ausgabe veröffentlichte Daten besser ausgefallen sind als wir erwartet hatten. Aber trotz seines nun etwas höheren Verlaufs steht der EZB-Kompass **nach wie vor in Einklang mit den umfangreichen Wertpapierkäufen, die die EZB in den letzten Monaten getätigt hat** (siehe Grafik unten links). Mit ihren Beschlüssen vom Dezember ging es der EZB weniger darum, ihren geldpolitischen Kurs noch weiter zu lockern. Vielmehr wollte sie die Voraussetzungen dafür schaffen, ihn noch für längere Zeit beibehalten zu können. Gleichzeitig wollte sie sich aber auch nicht zu verbindlich festlegen. So hob Präsidentin Lagarde hervor, dass der angehobene Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) von 1.850 Milliarden Euro nicht notwendigerweise voll ausgeschöpft werden müsse, falls sich das finanzielle Umfeld günstig entwickelt. Die Konditionen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO-III) wurden zwar erheblich verbessert. Dennoch bieten die drei zusätzlichen Tender den Banken nur bis zum Jahresende einen Anreiz, mehr Kredite zu vergeben. Dieses eher **vorsichtige Vortasten der EZB** beruht im Wesentlichen auf zwei Gründen: Erstens herrschen unter den Notenbankern **unterschiedliche Auffassungen darüber, welche Rolle die Geldpolitik bei der Bewältigung der Corona-Pandemie spielen sollte**. Zweitens besteht noch sehr **große Unsicherheit über die längerfristigen wirtschaftlichen Implikationen des Coronavirus**. Vor diesem Hintergrund muss die Kommunikation der EZB über ihre zukünftige Geldpolitik einem Kompromiss folgen. Statt des konkreten Instrumenteneinsatzes stellt sie ihre allgemeinen Absichten in den Vordergrund, nämlich **für ausreichend lange Zeit die wirtschaftliche Erholung durch günstige Finanzierungsbedingungen zu unterstützen**. Allerdings lässt diese Formu-

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

lierung sowohl an den Finanzmärkten als auch in der breiteren Öffentlichkeit erheblichen Spielraum für Interpretationen. Deshalb wird es bei dieser und den folgenden Ratsitzungen darum gehen, **den Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik eine klarere Orientierung zu geben.**

2. Die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** bewegte sich in den vergangenen Monaten unter teils heftigen Schwankungen nach oben. Dennoch spiegelt ihr Niveau immer noch einen starken wirtschaftlichen Einbruch wider, und auch ihr **ansteigender Trend sollte nicht ohne Weiteres extrapoliert werden.** So beruht die Aufwärtsrevision des EZB-Kompasses im November vor allem auf einem unerwartet starken Anstieg der **Industrieproduktion**, die damit kaum noch unter ihrem Vorjahresniveau liegt. Diese vermeintliche Erholung kam aber vor allem deshalb zustande, weil aus **Irland** ein Zuwachs der Produktion um über 50 % gegenüber dem Vormonat gemeldet wurde, was erhebliche **Zweifel an der Datenqualität** aufkommen lässt. Im Dezember haben vor allem die **Stimmungsindikatoren** der Konjunktursäule Auftrieb verliehen. Hier ist allerdings unklar, inwieweit darin die **neuen Lockdowns** und die **anlaufenden Impfungen** bereits verarbeitet sind. Die Mehrheit der Analysten geht davon aus, dass die Einkaufsmanagerindizes im Januar zunächst wieder etwas schwächer ausfallen werden. Auf ihrer **Sitzung am 10. Dezember** gelangten die Mitglieder des EZB-Rats zu der Einschätzung, dass einerseits die **wieder gestiegenen Neuinfektionen die wirtschaftliche Aktivität in der näheren Zukunft belasten** werden, andererseits sich die **Aussicht auf eine anschließende Erholung aber verbessert** habe. In den vergangenen Wochen hoben verschiedene Notenbanker hervor, dass sie die im Dezember veröffentlichten makroökonomischen Projektionen nach wie vor als realistisch ansehen. Präsidentin Lagarde fügte jedoch die Warnung hinzu, dass **nach Ende März fortbestehende Lockdowns Anlass zur Sorge geben würden.** Insofern bleibt die Entwicklung des Infektionsgeschehens eine zentrale Triebfeder für den wirtschaftlichen Ausblick und damit letztlich auch für die Geldpolitik.

	Aktuell Dez 20	Vor einem Jahr Dez 19		Aktuell Dez 20	Vor einem Jahr Dez 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	49,1	50,9	Gesamtinflationsrate in % yoy	-0,3	1,3
Economic Sentiment	90,4	100,9	Kerninflationsrate in % yoy	0,2	1,3
Industrieproduktion in % yoy	-0,4	-3,3	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	-0,1	0,6
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-5,3	-0,7	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	-0,9	-1,9
Konjunktursäule	-49,7	-19,5	Inflationsprognose Consensus	0,9	1,2
Außenfinanzierungskosten in %*	2,5	2,9	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	9,5	11,3
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	4,7	3,4			
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	18,6	1,2	Inflationssäule	-57,8	-25,9
Finanzierungssäule	16,8	18,5	Score EZB-Kompass	-45,5	-16,5

*Absolute Abweichung vom Hauptrefinanzierungssatz **Straffung der Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** hat sich in den letzten beiden Monaten deutlich verbessert und liegt damit auf einem ähnlich hohen Niveau wie vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie. Wichtige Triebfedern hierfür waren die **Erholung an den Aktienmärkten** und die **gesunkenen Renditen von Unternehmensanleihen.** Diese freundliche Entwicklung auf den Finanzmärkten führten die Notenbanker bei ihrer jüngsten Sitzung auf Fortschritte bei der Entwicklung eines Impfstoffs sowie die Aussicht auf weitere geldpolitische Maßnahmen der EZB zurück. Gleichzeitig warnte Chefvolkswirt Lane jedoch, dass die **Transmission der Geldpolitik über das Bankensystem weiterhin fragil** sei. Denn der **Bank Lending Survey** hatte bereits im dritten Quartal verschlechterte Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen angezeigt. Die neuesten Ergebnisse dieser Bankenumfrage werden am heutigen Dienstag veröffentlicht. Dabei ist fraglich, inwieweit sich die attraktiveren Konditionen der TLTROs, die die EZB im Dezember beschlossen hat, bereits in einem leichteren Zugang zu Bankkrediten niedergeschlagen haben. Auf mittlere Sicht werden sich die Salden des Bank Lending Surveys aber spürbar verbessern müssen. Andernfalls stünden sie **im Widerspruch zum Versprechen, günstige Finanzierungsbedingungen für die gesamte Volkswirtschaft zu gewährleisten,** und würden die EZB damit unter Druck setzen.

4. Seit ihrem Tiefpunkt im September hat sich die **Inflationssäule des EZB-Kompasses** Monat für Monat in kleinen Schrit-



ten nach oben bewegt. Die **Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen** scheinen ihre Talsohle durchschritten zu haben, einhergehend damit, dass sich das verarbeitende Gewerbe weltweit schneller erholt als andere Teile der Wirtschaft. Selbst die **Aufwertung des Euros**, die von einigen Notenbankern als Abwärtsrisiko für den Inflationsausblick hervorgehoben wird, konnte nicht verhindern, dass die deutschen Einfuhrpreise unter Ausschluss von Öl zwischen August und November eine Serie teilweise kräftiger Anstiege im Monatsvergleich verzeichneten. Allerdings sollte man nicht aus dem Auge verlieren, dass sich die Einfuhr- und Erzeugerpreise damit lediglich von dem Einbruch erholen, den sie in der Frühphase der Corona-Krise erlitten haben. Inwieweit sich ihre Aufwärtsbewegung auch danach fortsetzt, bleibt abzuwarten. Darüber hinaus haben auch etwas höhere **Inflationserwartungen** von Volkswirten, Unternehmen und privaten Haushalten zum Anstieg der Inflations säule beigetragen. Dies dürfte jedoch kaum ausreichen, um im EZB-Rat die Sorgen zu lindern, dass sich die **Inflationserwartungen langfristig vom Inflationsziel entkoppeln** könnten. Auf seiner jüngsten Sitzung wurde darauf hingewiesen, dass die Inflation ein Jahrzehnt lang mit nur kurzen Unterbrechungen unterhalb ihres Zielwerts gelegen haben wird, sofern die aktuellen Projektionen bis 2023 eintreffen. Vor diesem Hintergrund könne die **EZB mit dem Inflationsausblick nicht zufrieden** sein.

5. Aus verschiedenen Gründen ist davon auszugehen, dass die **Inflation im Verlauf dieses Jahres relativ deutlich zunehmen** wird. Zum Jahresanfang wurden in Deutschland die **Mehrwertsteuer** wieder auf ihr ursprüngliches Niveau angehoben und **neue Abgaben auf Energiegüter** eingeführt. Hinzu kommen die Auswirkungen des **gestiegenen Ölpreises**, und möglicherweise werden die außergewöhnlichen Preissenkungen des vergangenen Jahres in den Bereichen Tourismus, Verkehr und Bekleidung nach dem Ende der Lockdowns wieder rückgängig gemacht. Anschließend werden **Basiseffekte** zu vorübergehend höheren Teuerungsraten im Jahresvergleich führen. All **diesen eher kurzfristigen Einflussfaktoren steht jedoch ein sehr gedämpfter mittelfristiger Inflationsausblick gegenüber**. Zwar vermitteln die bisher verfügbaren Daten noch kein klares Bild darüber, wie sich die Corona-Pandemie auf den **Arbeitsmarkt** und die **Lohnentwicklung** niederschlagen wird. Die Notenbanker lassen aber keinen Zweifel daran, dass sie für einige Zeit mit sehr geringen Lohnanstiegen und einem deshalb verhaltenen Preisauftrieb rechnen. In einer im jüngsten Wirtschaftsbericht der EZB veröffentlichten Umfrage geben Unternehmen an, dass sie als **längerfristige Auswirkungen der Corona-Krise** weniger stark steigende Absatzpreise, einen niedrigeren Bedarf an Arbeitskräften und verminderte Lohnzuwächse erwarten. Vor diesem Hintergrund haben verschiedene **Mitglieder des EZB-Rats** zu verstehen gegeben, dass sie **dem für dieses Jahr absehbaren Anstieg der Inflationsraten keine große Bedeutung beimessen** und sich stärker am **mittelfristigen Ausblick** orientieren werden.

6. Wie die EZB auf längere Sicht mit wieder ansteigenden Inflationsraten umgehen würde, hängt auch davon ab, wie sie ihre Zielsetzung definiert. Bundesbankpräsident **Weidmann** räumte vor kurzem ein, dass die derzeitige Formulierung **„Raten unter, aber nahe 2 Prozent“** im Sinne einer Obergrenze missverstanden werden könnte, was auf Dauer zu niedrige Inflationserwartungen zur Folge hätte. Er sprach sich deshalb für ein explizit symmetrisches Inflationsziel aus. Darüber hinaus gebe die mittelfristige Orientierung der EZB jedoch genügend Flexibilität, um auf Änderungen am makroökonomischen Datenkranz nicht überreagieren zu müssen. Sein französischer Amtskollege **Villeroy de Galhau** geht etwas weiter. Er will ausdrücklich erlauben, das **Inflationsziel temporär zu überschreiten**, ohne die Geldpolitik zwangsläufig straffen zu müssen. Im Vergleich zum Ansatz Weidmanns würde dies der EZB den Spielraum eröffnen, länger an einer expansiven Ausrichtung festzuhalten. Die Diskussion über die Formulierung des Inflationsziels ist nicht neu und soll im Rahmen der **Strategieüberprüfung** abgeschlossen werden. Präsidentin **Lagarde** betonte in der vergangenen Woche die Bedeutung eines einheitlichen Verständnisses des Inflationsziels im gesamten Eurosystem. Gleichzeitig wollte sie der Strategieüberprüfung jedoch nicht vorgreifen, deren **Ergebnisse erst ab Mitte des Jahres** bekanntgegeben werden sollen. **Bis dahin fehlt den längerfristigen Erwartungen über die Geldpolitik der EZB eine wesentliche Leitplanke**.

7. Indem die EZB **für längere Zeit günstige Finanzierungsbedingungen** in Aussicht stellt, will sie bei Unternehmen, privaten Haushalten und Regierungen **die Unsicherheit über die zukünftigen Finanzierungskosten reduzieren** und so letztlich **zusätzliche Ausgaben** anregen. Inwieweit dieses Kalkül aufgeht, hängt unter anderem auch davon ab, als wie verbindlich dieses Versprechen der EZB wahrgenommen wird. Im EZB-Rat scheinen allerdings unterschiedliche Auffassungen darüber zu herrschen, wie es in die Tat umgesetzt werden soll. So argumentierte Chefvolkswirt Lane auf der Sitzung am 10. Dezember, dass die expansive Wirkung der Geldpolitik mit der Zeit zunehmen könnte, wenn sich die Wachstumsaussichten bessern und die Inflationserwartungen ansteigen, die EZB aber dennoch für weiterhin niedrige Finanzierungskosten Sorge. Wenig später äußerten andere Ratsmitglieder demgegenüber die Vorstellung, dass sich **die angemessenen Finanzierungsbedingungen**



sehr wohl mit dem wirtschaftlichen Ausblick ändern können. Einige von ihnen scheinen damit den Wunsch zu verbinden, insbesondere die **Nettowerpapierkäufe des PEPP etwas schneller zurückfahren zu können.** Diese Unterschiede spielen im aktuellen Kontext noch keine gravierende Rolle, werden aber zunehmend wichtiger, je weiter die wirtschaftliche Erholung voranschreitet und je näher das potenzielle Ende des PEPP im Frühjahr 2022 rückt. Um zu verhindern, dass sich die Markterwartungen dann in einer unerwünschten Weise entwickeln, sollte die EZB frühzeitig beginnen, ihre längerfristigen Absichten etwas genauer darzulegen. Dies beinhaltet insbesondere, **inwieweit sie es zulassen wird, dass sich Verbesserungen des makroökonomischen Umfelds in weniger generösen Finanzierungsbedingungen niederschlagen.**

Autor:

Kristian Tödtmann
Tel.: 069/7147-3760, E-Mail: kristian.toedtmann@deka.de

Disclaimer: Diese Informationen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Auch eine Übersendung dieser Information stellt kein Angebot, Einladung oder Empfehlung dar. Diese Information ersetzt nicht eine (Rechts-, Steuer- und / oder Finanz-)Beratung. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.

Es handelt sich bei dieser Information um unsere im Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuellen Einschätzungen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen oder beruhen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich etwaiger rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen.

Diese Information inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Datenhistorie EZB-Kompass							
Jan 05	13,5	Jan 09	-100,0	Jan 13	-22,0	Jan 17	0,3
Feb 05	11,5	Feb 09	-100,0	Feb 13	-26,4	Feb 17	9,2
Mrz 05	8,9	Mrz 09	-100,0	Mrz 13	-25,5	Mrz 17	9,1
Apr 05	3,7	Apr 09	-100,0	Apr 13	-32,5	Apr 17	16,3
Mai 05	4,7	Mai 09	-93,3	Mai 13	-31,4	Mai 17	10,4
Jun 05	4,9	Jun 09	-88,5	Jun 13	-29,6	Jun 17	8,9
Jul 05	4,6	Jul 09	-81,3	Jul 13	-28,0	Jul 17	7,5
Aug 05	4,9	Aug 09	-75,3	Aug 13	-27,1	Aug 17	8,8
Sep 05	11,3	Sep 09	-73,5	Sep 13	-26,7	Sep 17	11,1
Okt 05	14,1	Okt 09	-71,0	Okt 13	-29,8	Okt 17	6,3
Nov 05	18,3	Nov 09	-66,0	Nov 13	-29,1	Nov 17	8,8
Dez 05	20,4	Dez 09	-53,3	Dez 13	-33,0	Dez 17	6,3
Jan 06	22,9	Jan 10	-42,6	Jan 14	-30,1	Jan 18	8,9
Feb 06	26,6	Feb 10	-35,6	Feb 14	-29,8	Feb 18	3,1
Mrz 06	30,0	Mrz 10	-14,9	Mrz 14	-38,6	Mrz 18	3,4
Apr 06	34,8	Apr 10	-6,2	Apr 14	-31,7	Apr 18	-3,0
Mai 06	39,8	Mai 10	0,3	Mai 14	-36,7	Mai 18	8,0
Jun 06	42,2	Jun 10	2,4	Jun 14	-35,4	Jun 18	9,0
Jul 06	42,9	Jul 10	8,7	Jul 14	-32,9	Jul 18	10,6
Aug 06	45,5	Aug 10	9,7	Aug 14	-34,4	Aug 18	10,0
Sep 06	42,5	Sep 10	11,9	Sep 14	-36,8	Sep 18	8,4
Okt 06	43,8	Okt 10	15,1	Okt 14	-34,1	Okt 18	8,8
Nov 06	43,0	Nov 10	18,2	Nov 14	-37,2	Nov 18	1,6
Dez 06	44,3	Dez 10	21,9	Dez 14	-42,8	Dez 18	-5,6
Jan 07	44,4	Jan 11	26,8	Jan 15	-46,1	Jan 19	-4,9
Feb 07	43,3	Feb 11	33,0	Feb 15	-43,0	Feb 19	-4,7
Mrz 07	42,6	Mrz 11	34,8	Mrz 15	-37,7	Mrz 19	-9,7
Apr 07	40,4	Apr 11	37,7	Apr 15	-29,6	Apr 19	-5,7
Mai 07	40,5	Mai 11	29,1	Mai 15	-20,3	Mai 19	-13,4
Jun 07	43,4	Jun 11	22,3	Jun 15	-20,9	Jun 19	-13,4
Jul 07	35,0	Jul 11	11,8	Jul 15	-16,8	Jul 19	-18,3
Aug 07	37,2	Aug 11	5,2	Aug 15	-19,0	Aug 19	-17,9
Sep 07	34,6	Sep 11	0,8	Sep 15	-25,6	Sep 19	-20,4
Okt 07	34,5	Okt 11	-7,6	Okt 15	-23,7	Okt 19	-22,4
Nov 07	35,1	Nov 11	-13,3	Nov 15	-30,4	Nov 19	-18,9
Dez 07	34,4	Dez 11	-16,4	Dez 15	-32,4	Dez 19	-16,5
Jan 08	31,8	Jan 12	-8,8	Jan 16	-34,8	Jan 20	-15,9
Feb 08	32,0	Feb 12	-9,9	Feb 16	-47,9	Feb 20	-15,6
Mrz 08	32,5	Mrz 12	-9,9	Mrz 16	-50,0	Mrz 20	-53,4
Apr 08	31,1	Apr 12	-16,6	Apr 16	-55,1	Apr 20	-100,0
Mai 08	27,1	Mai 12	-22,3	Mai 16	-51,0	Mai 20	-100,0
Jun 08	22,3	Jun 12	-22,3	Jun 16	-44,8	Jun 20	-65,2
Jul 08	15,7	Jul 12	-25,9	Jul 16	-39,7	Jul 20	-46,2
Aug 08	12,2	Aug 12	-23,4	Aug 16	-38,3	Aug 20	-53,8
Sep 08	0,2	Sep 12	-26,9	Sep 16	-32,3	Sep 20	-54,8
Okt 08	-34,3	Okt 12	-28,6	Okt 16	-26,0	Okt 20	-51,2
Nov 08	-80,2	Nov 12	-28,1	Nov 16	-18,8	Nov 20	-52,6
Dez 08	-100,0	Dez 12	-23,8	Dez 16	-8,7	Dez 20	-45,5