



Deka-EZB-Kompass: Erhöhte Alarmbereitschaft

■ Der Deka-EZB-Kompass ist im Mai auf -10,3 Punkte zurückgegangen und steht damit in Einklang mit den Signalen der EZB, die auf die Möglichkeit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik hindeuten. Die Inflationssäule des Kompasses ist zuletzt noch weiter unter die Nulllinie gefallen, während die Finanzierungssäule nach den Verbesserungen der letzten Monate wieder ein wenig nachgab. Die Konjunktursäule entwickelte sich auf niedrigem Niveau seitwärts.

■ Wir gehen nicht davon aus, dass die EZB den Einlagensatz in den nächsten Monaten noch weiter ins Negative senken wird. Dennoch dürfte Präsident Draghi auf der bevorstehenden Pressekonferenz diesbezüglichen Markterwartungen nicht eindeutig widersprechen, denn sie helfen ihm, für ein akkommodierendes finanzielles Umfeld zu sorgen. Einen erneuten Vorstoß, potenzielle Nebenwirkungen des negativen Einlagensatzes abzumildern, erwarten wir nicht.

■ Wir sehen Spielraum für die EZB, die neuen Langfristender des Programms TLTRO-III so zu gestalten, dass sie in den Kernländern der Eurozone keine zusätzlichen Risiken für die Finanzmarktstabilität hervorrufen, in den Peripherieländern aber den monetären Stimulus erhöhen. Unseres Erachtens sind die Störungen im monetären Transmissionsprozess nicht stark genug, um noch günstigere Konditionen zu rechtfertigen, die auch für die Banken in den Kernländern attraktiv wären. Falls sich die EZB dennoch für diesen Weg entscheiden sollte, kann der Grund hierfür nur in ihrer tiefen Besorgnis über den wirtschaftlichen Ausblick liegen.

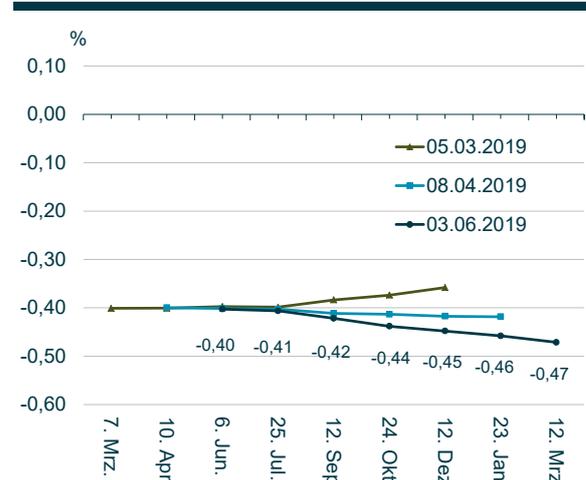
1. Nach einer kurzen Erholung im April ist der **Deka-EZB-Kompass im Mai wieder auf -10,3 Punkte gefallen**. Wie schon im März hatte die Kerninflationssäule einen stark negativen Einfluss. Aufgrund saisonaler Störungen im Zusammenhang mit dem in diesem Jahr späten Osterfest schwankte sie zuletzt außergewöhnlich stark (siehe Kommentar zur Inflationssäule in Absatz 4). Aber selbst wenn man von diesen vermutlich transitorischen Effekten abstrahiert, bleibt das Gesamtbild beunruhigend: **Der EZB-Kompass liegt seit nunmehr sechs Monaten kontinuierlich im negativen Bereich und zeigt keine erkennbare Tendenz nach oben**. Dies wirft die Frage auf, ob die Geldpolitik ausreichend expansiv ist oder noch einmal gelockert werden sollte. Die Entscheidung hierüber hängt allerdings nicht allein vom makroökonomischen Datenkranz ab, der im EZB-Kompass zusammengefasst wird. Mindestens ebenso wichtig sind die Erwartungen der Notenbanker für die Zukunft: Wird das Wachstum wieder an Fahrt aufnehmen, wenn temporäre Belastungen – wie beispielsweise in der Automobilindustrie – sukzessive an Bedeutung verlieren? Oder wird die neueste Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China auch im Euro-Raum die Konjunktur abwürgen? Und würde eine Fortsetzung des moderaten Wachstums überhaupt genügen, um die Inflationsrate nachhaltig in Richtung der Zielmarke von 2 % zu bewegen? Mit Antworten auf diese Fragen hielten sich die Ratsmitglieder im Vorfeld dieser Sitzung auffallend zurück. In der Folge herrscht eine **große Unsicherheit über die geldpolitischen Absichten und Möglichkeiten der EZB**. Die Kommentare Draghis werden daher mit großer Spannung erwartet.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. Mit Werten knapp unter null deutet die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** nach wie vor ein **leicht unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum** an. Insofern ist die Ausgangssituation keine wesentlich andere als bei der Ratssitzung im März, als der Mitarbeiterstab der EZB seine letzten **makroökonomischen Projektionen** veröffentlichte. Seither sind die EZB-Volkswirte vom Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,4 % qoq im ersten Quartal überrascht worden. Wir gehen dennoch nicht davon aus, dass sie ihre Vorhersage für das Gesamtjahr von zuletzt 1,1 % entsprechend nach oben korrigieren werden. Die weltweite Schwäche des verarbeitenden Gewerbes ist noch nicht vorüber, und konjunkturelle Stimmungsindikatoren lassen keine zeitnahe Belebung erwarten. Zudem dürften Präsident Draghi und seine Ratskollegen die **Risiken für das Wirtschaftswachstum weiterhin als nach unten gerichtet** bezeichnen. Bereits auf ihrer Sitzung am 10. April wurden Zweifel am makroökonomischen Basisszenario geäußert, das eine Zunahme des Wachstums in der zweiten Jahreshälfte vorsieht. Anschließend hat US-Präsident Trump im Handelsstreit zusätzliches Öl ins Feuer gegossen, woraufhin China mit Vergeltungsmaßnahmen drohte. Selbst wenn die Eurozone gar kein unmittelbar Beteiligter an einem Handelskrieg wäre, dürfte sie sich den weltweiten Folgen nicht entziehen können. **Die erhöhten politischen Risiken auf globaler Ebene schmälern deshalb bereits im Voraus den Wert der jetzt zur Veröffentlichung anstehenden makroökonomischen Projektionen.**

| | Aktuell Mai 19 | Vor einem Jahr Mai 18 | | Aktuell Mai 19 | Vor einem Jahr Mai 18 |
|--------------------------------------|-------------------|--------------------------|--|-------------------|--------------------------|
| Einkaufsmanagerindex (Composite) | 51,6 | 54,1 | Gesamtinflationsrate in % yoy | 1,4 | 2,0 |
| Economic Sentiment | 105,1 | 111,5 | Kerninflationsrate in % yoy | 0,9 | 1,2 |
| Industrieproduktion in % yoy | -0,6 | 2,7 | Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy | 0,9 | 1,4 |
| Outputlücke (abs. 12M-Veränderung) | -0,4 | 0,4 | Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy | 0,0 | 0,8 |
| Konjunktursäule | -3,4 | 26,3 | Inflationsprognose Consensus | 1,4 | 1,5 |
| Außenfinanzierungskosten in %* | 3,5 | 3,6 | Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo) | 14,3 | 15,6 |
| Buchkredite an priv. Sektor in % yoy | 2,7 | 3,1 | Inflationssäule | -18,8 | -1,6 |
| EZB-Bank Lending Survey (Saldo)** | 0,0 | -3,4 | Finanzierungssäule | 3,0 | 6,3 |
| | | | Score EZB-Kompass | -10,3 | 7,7 |

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Nach kontinuierlichen Verbesserungen seit Ende letzten Jahres gab die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** zuletzt wieder etwas nach. Ausschlaggebend hierfür waren die **Kursrückgänge auf den Aktienmärkten**, die die Außenfinanzierungskosten der Unternehmen in die Höhe trieben. Demgegenüber blieben die **Zinssätze von Bankkrediten** sowie die **Renditen von Unternehmensanleihen** auf ihren sehr niedrigen Niveaus. Zudem hat sich der **Anstieg der Kreditvergabe im April beschleunigt**, vor allem im konjunkturell wichtigen Bereich der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen. Letzteres ist aus zwei Gründen ermutigend. Erstens bildet die starke Kreditvergabe ein Gegengewicht zu den schwachen Stimmungsindikatoren. Sie deutet darauf hin, dass den Unternehmen trotz erheblicher wirtschaftlicher Unsicherheit die Lust am Investieren noch nicht völlig vergangen ist. Zweitens belegen die steigenden Kreditaggregate, dass die expansive Geldpolitik tatsächlich in der Realwirtschaft ankommt. Mit einem Wert knapp über null spiegelt die Finanzierungssäule Bedingungen wider, die etwas günstiger sind als im historischen Durchschnitt. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die EZB mit dem derzeitigen Zustand zufrieden sein muss. Präsident Draghi und seine Ratskollegen werden nicht müde zu betonen, dass eine **weiterhin stark akkommodierende Geldpolitik notwendig** sei, um für **günstige Finanzierungsbedingungen** zu sorgen. Aus ihrer Sicht wären noch etwas höhere Werte der Finanzierungssäule also durchaus zu begrüßen.

4. Wieder einmal hat die **Inflationssäule am stärksten zum Rückgang des EZB-Kompasses beigetragen**. Nachdem die **Kerninflationsrate** im April auf 1,3 % sprang, deuten vorläufige Daten aus Deutschland und anderen Mitgliedsländern auf einen sehr schwachen Preisauftrieb im Mai hin. Hintergrund hierfür dürfte gewesen sein, dass sich durch das in diesem Jahr **späte Osterfest** saisonbedingte Preiserhöhungen bei Pauschalreisen, Hotelübernachtungen, Flugtickets und anderen Dienstleistungen im Bereich Tourismus außergewöhnlich stark auf den Monat April konzentriert haben. Dies führt in den Frühjahrsmonaten zu **heftigen Ausreißern der Kerninflationsrate nach oben wie nach unten**, die in Bezug auf die Inflationssäule



nicht überbewertet werden sollten. Ihre übrigen Komponenten entwickelten sich zuletzt uneinheitlich. Die **nur noch geringen Anstiege der Erzeuger- und Einfuhrpreise** spiegeln die weltweite Schwäche des verarbeitenden Gewerbes wider, die sich für einige Zeit dämpfend auch auf die Verbraucherpreise in der Eurozone auswirken wird. Demgegenüber haben sich einige **Maße für die Inflationserwartungen zuletzt ein wenig verbessert**. Von Consensus Economics befragte Volkswirte haben ihre Inflationsprognose für dieses Jahr leicht angehoben und von der EU-Kommission befragte Konsumenten rechnen für die nächsten zwölf Monate mit einem eher kräftigen Preisauftrieb. Dies sind beruhigende Zeichen angesichts des **Rückgangs der an den Kapitalmärkten eingepreisten Inflationserwartungen**. Diesen hatten die Ratsmitglieder bereits auf ihrer Sitzung am 10. April besorgt zur Kenntnis genommen, wie das in der vorletzten Woche veröffentlichte Protokoll zeigte. Neben konjunkturellen Abwärtsrisiken könnte **fehlendes Vertrauen in die solide Verankerung der Inflationserwartungen** den Ausschlag dafür geben, die **Geldpolitik lieber noch etwas weiter zu lockern**.

5. **Spekulationen, dass die EZB den Einlagensatz noch tiefer ins negative Terrain senken könnte**, haben in den letzten Wochen noch weiter zugenommen. Die EONIA-Swapsätze deuten eine Wahrscheinlichkeit von über 50 % an, dass die EZB diesen unteren Eckzins bis zum nächsten Frühjahr um weitere 10 Basispunkte reduzieren wird. Neben schwachen Wirtschaftsdaten und notorisch niedrigen Inflationsraten hat auch die Rhetorik der EZB zu diesen Markterwartungen beigetragen. Präsident Draghi und andere Ratsmitglieder unterstrichen ihre Bereitschaft, **bei Bedarf alle geldpolitischen Instrumente in geeigneter Weise anzupassen**. Eine Einschränkung, dass der negative Einlagensatz eine Ausnahme sei, machten sie dabei nicht. Zudem haben die **öffentlichen Überlegungen der Notenbanker über einen gestaffelten Einlagensatz** Zweifel hervorgerufen, dass das derzeitige Niveau von -0,40 % tatsächlich das Ende der Fahnenstange ist. Denn falls die EZB Maßnahmen treffen sollte, um die unerwünschten Nebenwirkungen des negativen Einlagensatzes auf das Bankensystem abzumildern – so die Logik vieler Marktteilnehmer – würde sich neuer Spielraum für weitere Senkungen ergeben. Die erneute Diskussion über einen gestaffelten Einlagensatz wurde im Vorfeld der April-Sitzung von Präsident Draghi in Gang gesetzt. Seither äußerten sich einige andere Ratsmitglieder eher skeptisch und sahen keinen unmittelbaren Handlungsbedarf. Selbst Frankreichs Notenbankpräsident **Villeroy de Galhau**, der seit langem als Kritiker der Negativzinspolitik galt, relativierte zuletzt seine Bedenken. Auch zwei vom Mitarbeiterstab der EZB verfasste Arbeitspapiere bescheinigten dem **negativen Einlagensatz eine gute makro-ökonomische Wirkung bei vergleichsweise geringen Ertragseinbußen für die Banken**. Vor diesem Hintergrund wird an den Finanzmärkten zwar nicht mehr damit gerechnet, dass die EZB zu einem gestaffelten Einlagensatz übergehen wird. Eine erneute Senkung dieses wichtigen Leitzinses wird aber nach wie vor für möglich gehalten.

6. Bei der bevorstehenden Ratssitzung dürfte die EZB an ihrer bisherigen **Forward Guidance** festhalten, **die Leitzinserhöhungen bis Ende dieses Jahres quasi ausschließt**. De facto gehen die meisten Akteure auf den Finanzmärkten davon aus, dass die Straffung der Geldpolitik noch sehr viel später beginnen wird. Die Notenbanker zerstreuen diese Erwartungen bewusst nicht, denn über niedrige Marktzinsen tragen sie dazu bei, das finanzielle Umfeld zu lockern, ohne dass die EZB sich dafür auf einen bestimmten geldpolitischen Kurs festlegen muss. Eine ähnliche Logik könnte für die Möglichkeit einer erneuten Senkung des Einlagensatzes gelten. Selbst wenn der EZB-Rat einen solchen Schritt nicht beabsichtigt, braucht er sich nicht unbedingt große Mühe zu geben, die Marktteilnehmer hiervon zu überzeugen. Denn solange eine positive Wahrscheinlichkeit für eine erneute Zinssenkung eingepreist wird, hat dies ein günstigeres Finanzmarktumfeld zur Folge, was die EZB ausdrücklich begrüßt. Auch **Kannibalisierungseffekte auf die ab September anstehenden Langfristtender vom Typ TLTRO-III sind nicht zu befürchten**. Denn anders als bei den beiden vorangegangenen Programmen TLTRO-I und TLTRO-II aus den Jahren 2014 und 2016 wird die EZB den Banken langfristige Refinanzierung nicht zu einem festen, sondern zu einem variablen Zinssatz anbieten. Finanzinstitute, die hiervon Gebrauch machen, würden also auch von einer zukünftigen Leitzinssenkung profitieren. Die derzeitigen Spekulationen über eine erneute Reduktion des Einlagensatzes sollten für sie daher kein Hindernis darstellen, billiges Geld von der EZB in Anspruch zu nehmen. Im Umkehrschluss brauchen sich die Notenbanker bei der Festlegung der Konditionen von TLTRO-III keine allzu großen Gedanken über die herrschenden Leitzinserwartungen zu machen.

7. **Die exakten Bedingungen des Programms TLTRO-III könnten die wichtigste Entscheidung dieser Ratssitzung werden**. Wie die Zusammenfassung des Treffens vom 10. April gezeigt hat, war die Diskussion im EZB-Rat seinerzeit noch nicht allzu weit fortgeschritten. Die Mitglieder waren noch uneins, ob die neuen Langfristtender einer **allgemeinen Lockerung der Geldpolitik** dienen **oder** lediglich eine **vorsorgliche Maßnahme gegen potenzielle zukünftige Finanzmarktverwerfungen** sein sollen. Beide Zielesetzungen würden eine unterschiedliche Preisgestaltung durch die EZB verlangen. Bei

einer breit angelegten Lockerung müssten die Konditionen von TLTRO-III für die Masse der Banken attraktiv sein. Zudem sollte es einen starken Anreizmechanismus geben, die geliehenen Mittel für eine umfangreichere Kreditvergabe einzusetzen. Demgegenüber sollte sich ein präventives Instrument ausschließlich an Banken mit erhöhten Refinanzierungskosten richten. Die Zinsen sollten also etwas höher sein, während Anreize für die Kreditvergabe eine untergeordnete Rolle spielen. Bislang steht lediglich fest, nach welchen **Kriterien** sich der EZB-Rat für eine dieser beiden Marschrichtungen entscheiden wird. Ein ausschlaggebender Faktor ist der **wirtschaftliche Ausblick**. Je geringer das Wirtschaftswachstum, mit dem die EZB für die nächsten Jahre rechnet, oder je größer die konjunkturellen Abwärtsrisiken, desto eher werden die Notenbanker geneigt sein, die neuen Langfristender mit sehr günstigen Konditionen zu versehen, um das finanzielle Umfeld auf breiter Front zu verbessern. Darüber hinaus wird der Mitarbeiterstab der EZB eine **umfassende Analyse des bankbasierten Transmissionsprozesses** vornehmen. Je mehr Anzeichen für Störungen sich hier ergeben, desto generöser sollte TLTRO-III ausgestattet sein, um dafür zu sorgen, dass die niedrigen Leitzinsen auch tatsächlich in der Realwirtschaft ankommen.

8. Störungen im monetären Transmissionsprozess sind zumindest nicht offenkundig. Nicht nur sind die **Zinsen für Bankkredite im historischen Vergleich äußerst niedrig**. Auch sind die **Zinsunterschiede zwischen den Mitgliedsländern** viel geringer als in den Jahren 2014 und 2016, als die EZB die Programme TLTRO-I und TLTRO-II aufgelegt hatte. Allenfalls bei den Refinanzierungskosten der Banken lassen sich gewisse Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern feststellen. Geldhäuser nicht nur in Italien, sondern auch in anderen Peripherieländern zahlen für eine Mittelaufnahme am Geld- oder Kapitalmarkt etwas mehr als ihre Pendanten aus den Kernländern, was sich perspektivisch in schlechteren Kreditbedingungen für die Realwirtschaft niederschlagen könnte. Die **Unterschiede in den Refinanzierungskosten haben sich in den letzten Monaten wieder ein wenig eingeebnet**, möglicherweise in Erwartung des Programms TLTRO-III. Wenn die EZB diesen Zustand erhalten oder sogar noch weiter verbessern will, dürfen die Konditionen der neuen Langfristender natürlich nicht enttäuschen.

9. Während die Kreditkonditionen in den meisten Mitgliedsländern relativ ähnlich sind, unterscheidet sich die Entwicklung der Kreditvolumina erheblich. **In Teilen der Eurozone wachsen die Kreditaggregate rapide**, und die nationalen Aufsichtsbehörden sind bemüht, die Banken zu bremsen. In **Deutschland** hat der Ausschuss für Finanzstabilität vor kurzem die **Aktivierung des sogenannten antizyklischen Kapitalpuffers** empfohlen. Demnach sollen Banken ihre Aktivitäten, insbesondere die Kreditvergabe, mit zusätzlichem Eigenkapital unterlegen. Denn nach Auffassung des Ausschusses führen der lange Aufschwung und die niedrigen Zinsen dazu, dass Kreditrisiken tendenziell unterschätzt werden. Auch in Frankreich tritt ab dem 1. Juli der antizyklische Kapitalpuffer in Kraft, und die nationalen Behörden haben bereits für das nächste Frühjahr eine Anhebung auf 0,5 % der risikogewichteten Aktiva angekündigt. Bisher handelt es sich dabei vorwiegend um Symbolpolitik, denn die allermeisten Banken verfügen über das notwendige Eigenkapital und werden daher nicht wirklich in ihrer Kreditvergabe beschränkt. Dennoch ist dieser Schritt ein Zeichen dafür, dass **in diesen Ländern eine noch stärker wachsende Kreditvergabe nicht unbedingt gutgeheißener würde. Gleichwohl könnten die dort tätigen Banken am stärksten von TLTRO-III profitieren**. Denn aufgrund der kräftigen Kreditnachfrage dürfte es ihnen leicht fallen, die im Anreizmechanismus geforderten Kriterien für die Kreditvergabe zu erfüllen, sodass sie sich für die günstigsten Finanzierungsbedingungen qualifizieren. Nimmt die EZB die Bedenken der Bankenaufsichter ernst, sollte sie die Verzinsung von TLTRO-III nicht niedriger ansetzen als das, was deutsche und französische Banken ohnehin am Kapitalmarkt für zweijährige Mittel aufwenden müssen. **Selbst für Banken, die in großem Umfang Kredite vergeben, sollten die Zinsen der Langfristender daher nicht unter null fallen**.

10. Demgegenüber sind die **Kreditvolumina in anderen Mitgliedsländern immer noch massiv rückläufig**. Angesichts der günstigen Kreditkonditionen ist dies **nicht unbedingt ein Beweis für Störungen im monetären Transmissionsprozess**. Ursächlich dürften vielmehr das schwache wirtschaftliche Umfeld und die noch nicht abgeschlossene Korrektur der Bilanzen in der Realwirtschaft sein. Aber auch in diesen Fällen könnte es Sinn machen, den monetären Stimulus in diesen Ländern zu erhöhen. Potenzial hierfür wäre durchaus vorhanden, denn Banken in Italien, Spanien und Portugal müssen am Markt etwas höhere Zinsen zahlen als ihre Pendanten aus den Kernländern. Die EZB könnte daher **Langfristender anbieten, die in etwa den üblichen Marktkonditionen in den Peripherieländern entsprechen**. Gleichzeitig müsste sie den Banken eine **Reduktion des Zinssatzes** in Aussicht stellen, **wenn sie bestimmte Schwellenwerte bei der Kreditvergabe übertreffen**. Aufgrund der in der Eurolandperipherie eher schwachen Kreditnachfrage darf die Messlatte dabei allerdings nicht zu hoch liegen. Beispielsweise hat die EZB im Programm TLTRO-II Banken, deren Kreditvergabe im Vorfeld rückläufig gewesen ist, den güns-

tigsten Zins bereits dann gewährt, wenn sie das Tempo des Deleveraging ein wenig gedrosselt haben.

11. Auf diese Weise würde die EZB ein **anreizkompatibles Gesamtpaket** schnüren. Für die meisten Banken in den Kernländern wären die neuen Langfristtender uninteressant, sodass sie dort **etwaige Fehlanreize durch negative Zinsen zumindest nicht verstärken**. Gleichzeitig würde die **Kreditvergabe in den Peripherieländern angeregt** und dort dem Risiko vorgebeugt, dass die sukzessiven Fälligkeiten von TLTRO-II ab Juni nächsten Jahres zu einer Liquiditätsklemme im Bankensystem führen. **Die Gefahr, dass die von der EZB geliehenen Mittel am Ende nur in die Staatsanleihenmärkte fließen, hält sich in Grenzen**. Lediglich in Italien, Griechenland und Zypern sind die Renditen kurzlaufender Staatsschuldtitel hoch genug, um derartige Arbitragegeschäfte zu erlauben. Aber gerade italienische Banken dürften in den Jahren 2016 und 2017 bereits größtmöglichen Gebrauch vom Programm TLTRO-II gemacht haben. Da ihre Kreditvergabe und damit ihr Zugang zu langfristiger Zentralbank-Liquidität seitdem zurückgegangen sind, werden sie trotz der neuen Langfristtender per Saldo Geld an die EZB zurückzahlen müssen. Insofern wird durch TLTRO-III kein Spielraum für den Kauf zusätzlicher Staatsanleihen geschaffen.

12. Grundsätzlich können wir uns allerdings auch vorstellen, dass die EZB die **langfristigen Refinanzierungsgeschäfte zu noch günstigeren Konditionen** anbietet, sodass Banken, die im ausreichenden Umfang Kredite vergeben, erneut mit einem negativen Zins belohnt werden. Ein solcher Schritt ließe sich unseres Erachtens aber **nicht überzeugend durch etwaige Störungen im monetären Transmissionsprozess begründen**. Eine Lockerung der Geldpolitik auf breiter Front würde nur dann Sinn machen, wenn die EZB den **wirtschaftlichen Ausblick** als noch schlechter einschätzt als in ihren letzten makroökonomischen Projektionen vom März. In diesem Fall sollte sie das Programm TLTRO-III so kalibrieren, dass es auch für Banken in den Kernländern der Eurozone attraktiv wird. Die Bedenken der nationalen Aufsichtsbehörden wegen einer zu stark pro-zyklischen Kreditvergabe scheinen für die EZB kein definitiver Hinderungsgrund zu sein. So gibt sie in ihrem aktuellen **Financial Stability Review** zu verstehen, dass sie die größten Risiken für die Finanzmarktstabilität nicht im niedrigen Zinsniveau, sondern in einem potenziellen Konjunkturreinbruch sieht. Zudem fordert sie die nationalen Bankenaufsichter dort geradezu auf, den antizyklischen Kapitalpuffer in den nächsten Jahren sukzessive anzuheben. Eine **expansive Geldpolitik zur Stimulierung der Kreditvergabe und gleichzeitige makroprudenzielle Maßnahmen zu ihrer Drosselung** stellen aus Sicht der Notenbanker offensichtlich **keinen Widerspruch** dar. Sofern sie die wirtschaftliche Entwicklung sehr pessimistisch einschätzen, könnten sie versuchen, die **Wirkung des negativen Einlagensatzes noch zu verstärken**, indem sie den Banken auch **längerfristige Refinanzierung** zu diesen Konditionen zur Verfügung stellen.

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 überprüfbaren, 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 04 | -3,5 | Jan 08 | 31,9 | Jan 12 | -8,9 | Jan 16 | -34,7 |
| Feb 04 | -1,2 | Feb 08 | 32,3 | Feb 12 | -9,9 | Feb 16 | -47,8 |
| Mrz 04 | -0,8 | Mrz 08 | 32,6 | Mrz 12 | -10,0 | Mrz 16 | -49,5 |
| Apr 04 | 6,3 | Apr 08 | 31,3 | Apr 12 | -16,6 | Apr 16 | -55,0 |
| Mai 04 | 15,5 | Mai 08 | 27,2 | Mai 12 | -22,4 | Mai 16 | -50,9 |
| Jun 04 | 17,2 | Jun 08 | 22,2 | Jun 12 | -22,4 | Jun 16 | -44,8 |
| Jul 04 | 18,9 | Jul 08 | 15,9 | Jul 12 | -25,9 | Jul 16 | -39,8 |
| Aug 04 | 17,9 | Aug 08 | 12,4 | Aug 12 | -23,5 | Aug 16 | -38,4 |
| Sep 04 | 15,8 | Sep 08 | 0,3 | Sep 12 | -27,1 | Sep 16 | -32,4 |
| Okt 04 | 16,8 | Okt 08 | -33,8 | Okt 12 | -28,7 | Okt 16 | -26,1 |
| Nov 04 | 14,5 | Nov 08 | -80,6 | Nov 12 | -28,2 | Nov 16 | -18,9 |
| Dez 04 | 13,3 | Dez 08 | -100,0 | Dez 12 | -24,0 | Dez 16 | -8,9 |
| Jan 05 | 13,5 | Jan 09 | -100,0 | Jan 13 | -22,3 | Jan 17 | 0,0 |
| Feb 05 | 11,6 | Feb 09 | -100,0 | Feb 13 | -26,6 | Feb 17 | 8,9 |
| Mrz 05 | 8,9 | Mrz 09 | -100,0 | Mrz 13 | -25,7 | Mrz 17 | 8,5 |
| Apr 05 | 4,0 | Apr 09 | -100,0 | Apr 13 | -32,8 | Apr 17 | 16,0 |
| Mai 05 | 4,9 | Mai 09 | -93,3 | Mai 13 | -31,6 | Mai 17 | 9,9 |
| Jun 05 | 5,1 | Jun 09 | -88,5 | Jun 13 | -29,7 | Jun 17 | 8,8 |
| Jul 05 | 4,8 | Jul 09 | -81,3 | Jul 13 | -28,1 | Jul 17 | 7,2 |
| Aug 05 | 5,2 | Aug 09 | -75,2 | Aug 13 | -27,2 | Aug 17 | 8,5 |
| Sep 05 | 11,3 | Sep 09 | -73,5 | Sep 13 | -26,7 | Sep 17 | 11,1 |
| Okt 05 | 14,2 | Okt 09 | -71,0 | Okt 13 | -29,8 | Okt 17 | 5,9 |
| Nov 05 | 18,4 | Nov 09 | -66,1 | Nov 13 | -29,1 | Nov 17 | 8,3 |
| Dez 05 | 20,5 | Dez 09 | -53,5 | Dez 13 | -33,0 | Dez 17 | 5,9 |
| Jan 06 | 23,0 | Jan 10 | -42,7 | Jan 14 | -30,1 | Jan 18 | 8,7 |
| Feb 06 | 26,6 | Feb 10 | -35,9 | Feb 14 | -29,8 | Feb 18 | 2,9 |
| Mrz 06 | 30,1 | Mrz 10 | -15,1 | Mrz 14 | -38,6 | Mrz 18 | 3,2 |
| Apr 06 | 34,8 | Apr 10 | -6,9 | Apr 14 | -31,7 | Apr 18 | -3,6 |
| Mai 06 | 39,9 | Mai 10 | 0,1 | Mai 14 | -36,7 | Mai 18 | 7,7 |
| Jun 06 | 42,2 | Jun 10 | 2,3 | Jun 14 | -35,4 | Jun 18 | 8,3 |
| Jul 06 | 43,0 | Jul 10 | 8,3 | Jul 14 | -33,0 | Jul 18 | 10,4 |
| Aug 06 | 45,4 | Aug 10 | 9,5 | Aug 14 | -34,5 | Aug 18 | 9,7 |
| Sep 06 | 42,5 | Sep 10 | 11,7 | Sep 14 | -36,8 | Sep 18 | 7,6 |
| Okt 06 | 43,8 | Okt 10 | 15,0 | Okt 14 | -34,2 | Okt 18 | 8,4 |
| Nov 06 | 43,1 | Nov 10 | 18,0 | Nov 14 | -37,2 | Nov 18 | 1,0 |
| Dez 06 | 44,4 | Dez 10 | 21,8 | Dez 14 | -42,9 | Dez 18 | -6,3 |
| Jan 07 | 44,5 | Jan 11 | 26,6 | Jan 15 | -46,2 | Jan 19 | -6,0 |
| Feb 07 | 43,4 | Feb 11 | 32,9 | Feb 15 | -43,0 | Feb 19 | -5,4 |
| Mrz 07 | 42,9 | Mrz 11 | 34,5 | Mrz 15 | -37,7 | Mrz 19 | -10,7 |
| Apr 07 | 40,6 | Apr 11 | 37,9 | Apr 15 | -29,8 | Apr 19 | -5,1 |
| Mai 07 | 40,7 | Mai 11 | 28,9 | Mai 15 | -20,4 | Mai 19 | -10,3 |
| Jun 07 | 43,5 | Jun 11 | 22,1 | Jun 15 | -20,9 | | |
| Jul 07 | 35,1 | Jul 11 | 11,9 | Jul 15 | -16,8 | | |
| Aug 07 | 37,4 | Aug 11 | 5,0 | Aug 15 | -19,0 | | |
| Sep 07 | 34,8 | Sep 11 | 0,6 | Sep 15 | -25,6 | | |
| Okt 07 | 34,6 | Okt 11 | -8,0 | Okt 15 | -23,7 | | |
| Nov 07 | 35,4 | Nov 11 | -13,6 | Nov 15 | -30,4 | | |
| Dez 07 | 34,6 | Dez 11 | -16,7 | Dez 15 | -32,4 | | |