



Deka-EZB-Kompass: Selbstreflexion

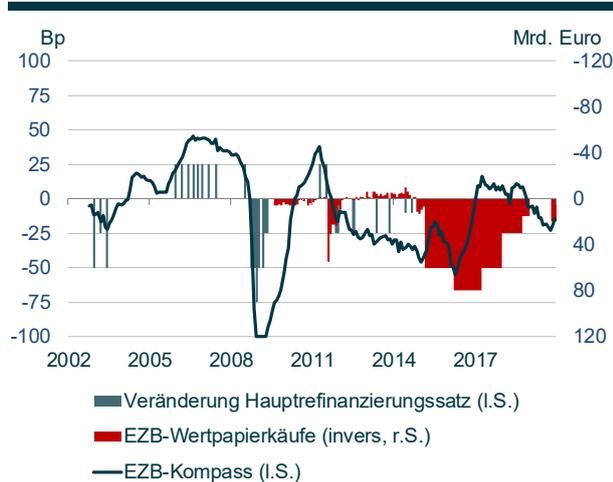
■ Der Deka-EZB-Kompass ist zum zweiten Mal in Folge gestiegen und kletterte im Dezember auf -14,5 Punkte. Alle drei Säulen haben zur Zunahme beigetragen. Die nach wie vor negativen Werte der Konjunktur- und der Inflationssäule bringen zum Ausdruck, dass die Wirtschaft des Euroraums nur mäßig wächst und die EZB noch weit vom Erreichen ihres Inflationsziels entfernt ist. Ihre deshalb stark expansive Geldpolitik spiegelt sich in hohen Werten der Finanzierungssäule wider.

■ Auf der Pressekonferenz dürfte Präsidentin Lagarde den Ausblick für Wirtschaftswachstum und Inflation etwas freundlicher umschreiben, gleichzeitig aber keinen Zweifel daran lassen, dass sie für noch einige Zeit eine stark expansive Geldpolitik als notwendig erachtet.

■ Die EZB sollte bei dieser Ratssitzung darlegen, warum sie ihre geldpolitische Strategie überprüfen und gegebenenfalls anpassen will: Strukturelle Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld hatten zur Folge, dass der Handlungsspielraum der Geldpolitik in den letzten Jahren immer kleiner geworden ist. Zudem werden die Aufgaben und die Fähigkeiten der EZB von Teilen der breiten Öffentlichkeit nicht gut verstanden. Von der Ankündigung der Strategieüberprüfung erwarten wir noch keine deutlichen Signale, welche Änderungen an ihren geldpolitischen Konzeptionen die EZB ins Auge fasst.

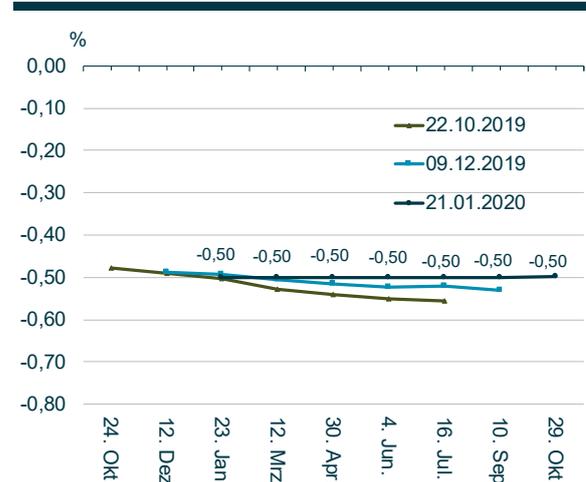
1. **Der Deka-EZB-Kompass hat sich zuletzt wieder ein Stückweit nach oben bewegt.** Mit **-14,5 Punkten** im **Dezember** bringt er zwar immer noch die **Notwendigkeit einer stark expansiven Geldpolitik** zum Ausdruck. Er **drängt aber nicht mehr so sehr auf eine weitere Lockerung** wie noch rund um die Ratssitzung im September, als die EZB eine erneute Senkung des Einlagensatzes und eine Wiederaufnahme ihrer Wertpapierkäufe beschlossen hat. Unterdessen sind auf den Finanzmärkten die Erwartungen über die Entwicklung der Leitzinsen in den kommenden Jahren etwas nach oben korrigiert worden. Dies hatte bislang jedoch keine nachteiligen Auswirkungen auf das finanzielle Umfeld, sodass die EZB nicht zu einer Reaktion gezwungen ist. Sie dürfte bei der bevorstehenden Sitzung ihre **Forward Guidance** unverändert lassen und weiterhin die Absicht andeuten, **mit einer stark expansiven Ausrichtung fortzufahren, bis wesentliche Fortschritte in Richtung ihres Inflationsziels erkennbar sind.** Weite Teile der Ratssitzung und der Pressekonferenz dürften der **Überprüfung der geldpolitischen Strategie** gewidmet werden. Einer Meldung der Nachrichtenagentur Bloomberg zufolge hat Präsidentin Lagarde die Mitglieder des EZB-Rats in einem Brief gebeten, sich mit Äußerungen zur Strategieüberprüfung zurückzuhalten, bis dieser Prozess formell angekündigt ist. Diese Bitte spiegelt wider, dass eine **öffentliche Debatte über Grundsatzfragen der Geldpolitik für die EZB nicht ohne Risiko ist.** Einerseits soll die Verständigung auf einen gemeinsamen geldpolitischen Rahmen den Konsens unter den Ratsmitgliedern erleichtern und nach außen Geschlossenheit demonstrieren. Andererseits könnte auf dem Weg dorthin ein Eindruck der Zerstrittenheit entstehen, der Zweifel an der Handlungsfähigkeit der EZB aufkommen lässt, die Legitimität ihrer Handlungen in Frage stellt oder falsche Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik hervor-

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

ruff. Um dies zu verhindern, sollte die **Ankündigung der Strategieüberprüfung wohlüberlegt** sein. Sie sollte erklären, warum es notwendig ist, die Strategie der EZB auf den Prüfstand zu stellen, und welche Ziele mit potenziellen Änderungen verfolgt werden. Gleichzeitig sollten die **Formulierungen ergebnisoffen** sein und nicht andeuten, dass die Überlegungen in eine ganz bestimmte Richtung laufen. Denn andernfalls bestünde die Gefahr, dass Teile des EZB-Rats oder der breiten Öffentlichkeit die Schlussfolgerungen aus den Untersuchungen nicht akzeptieren. Dies bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass man bei dieser und den nächsten Ratssitzungen **noch nicht mit deutlichen Signalen rechnen sollte, wie sich die Überprüfung der Strategie auf die konkrete Geldpolitik auswirken wird.**

2. Die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** ist in den vergangenen zwei Jahren erheblich gesunken, konnte im November und Dezember aber zumindest ein paar Punkte aufholen. Die Stimmungsindikatoren haben leicht nach oben gedreht und bei der Industrieproduktion deutet sich eine Bodenbildung an. Die **Unterzeichnung eines ersten Abkommens im Handelsstreit zwischen den USA und China** nährt die Hoffnung auf eine Stabilisierung der Weltwirtschaft. Damit würde auch ein Großteil der Belastungen für das Wachstum im Euroraum wegfallen. Die jüngste Aufwärtsbewegung der Konjunktursäule steht in Einklang mit **optimistischeren Aussagen der Notenbank**. Bereits bei der Ratssitzung am 12. Dezember hoben sie hervor, dass ihr Vertrauen in das makroökonomische Basisszenario der EZB zugenommen hätte. In der vergangenen Woche fügte Direktoriumsmitglied **Mersch** hinzu, dass Abwärtsrisiken nachgelassen hätten und Frankreichs Notenbankpräsident **Villeroys de Galhau** bezeichnete eine Rezession in den USA oder im Euroraum als praktisch ausgeschlossen. Beide wiesen aber auch darauf hin, dass der verbesserte Tenor der Konjunkturdaten **nicht im Widerspruch zu den makroökonomischen Projektionen vom Dezember** stehe, die für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von lediglich 1,1 % vorhersehen. Insofern geben die noch immer stark negativen Werte der Konjunktursäule **keinen Anlass, über eine veränderte Geldpolitik nachzudenken.**

	Aktuell Dez 19	Vor einem Jahr Dez 18		Aktuell Dez 19	Vor einem Jahr Dez 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	50,9	51,1	Gesamtinflationsrate in % yoy	1,3	1,5
Economic Sentiment	101,5	107,4	Kerninflationsrate in % yoy	1,3	0,9
Industrieproduktion in % yoy	-0,3	-4,2	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	0,4	1,3
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,6	-0,3	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	-1,8	1,8
Konjunktursäule	-10,8	-9,8	Inflationsprognose Consensus	1,2	1,6
Außenfinanzierungskosten in %*	2,9	3,8	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	11,2	17,7
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	3,2	2,8	Inflationssäule	-26,5	-5,1
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	1,2	-0,6	Finanzierungssäule	17,0	-1,7
			Score EZB-Kompass	-14,5	-5,9

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Das geldpolitische Paradigma der EZB besteht darin, günstige Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft herbeizuführen, die über ein kräftiges Wirtschaftswachstum letztlich zu einem ausreichenden Preisauftrieb führen sollen. Die hohen Werte der **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** bestätigen, dass zumindest die erste Stufe dieses Transmissionsprozesses gut funktioniert. Allerdings hat sich die Finanzierungssäule in den letzten Monaten **nur noch geringfügig verbessert**. Das Wachstum der Kreditvergabe hat ein wenig nachgelassen und auch der **Bank Lending Survey** der EZB deutet darauf hin, dass die Kreditnachfrage insbesondere der Unternehmen im vierten Quartal rückläufig war. Zudem berichten die Banken von einer leichten Straffung ihrer Konditionen in allen Kreditkategorien. Demgegenüber sind die **Außenfinanzierungskosten der Unternehmen im Dezember auf einen neuen historischen Tiefstand gesunken**. Neben der Wahrnehmung nachlassender Konjunkturrisiken dürften hierzu auch die **Maßnahmen der EZB vom September** beigetragen haben. Dies unterstützt die Einschätzung vieler Ratsmitglieder, dass durch die Senkung des Einlagensatzes auf -0,50 % noch nicht die sogenannte **Reversal Rate** durchbrochen wurde, ab der eine weitere Lockerung der Geldpolitik restriktive Wirkungen auf die Kreditvergabe und die Realwirtschaft hätte. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise waren noch deutlich höhere Werte der Finanzierungssäule zu beobachten. Ihr derzeitiges Abflachen wirft jedoch **Zweifel** auf, **inwieweit die EZB in der Lage wäre, bei Bedarf für ein**



noch wachstumsfreundlicheres finanzielles Umfeld zu sorgen.

4. Die **Inflationssäule des EZB-Kompasses** verzeichnete über die vergangenen zwei Monate den stärksten Anstieg, liegt aber nach wie vor weit im negativen Bereich. Dies korrespondiert auch mit der **Einschätzung der EZB-Ratsmitglieder bei ihrer Sitzung am 12. Dezember**: Einerseits stellten sie fest, dass sich einige **Indikatoren der zugrundeliegenden Inflation auf einem nach oben gerichteten Trend** befänden, andererseits bezeichneten sie den **Inflationsausblick nach wie vor als nicht zufriedenstellend**. Während sich der Anstieg der Verbraucherpreise Ende letzten Jahres beschleunigte, entwickeln sich die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen weiterhin schwach. Ursächlich hierfür sind vor allem **globale Faktoren**, insbesondere die geringe Nachfrage nach Industriegütern und die deshalb träge Expansion des Welthandels. Zudem sind einige Indikatoren für die **Inflationserwartungen**, trotz einer leichten Tendenz nach oben, immer noch sehr niedrig. Von Consensus Economics im Januar befragte Volkswirte prognostizierten selbst für das Jahr 2021 lediglich eine Inflationsrate von 1,4 %. Auch wir gehen nicht davon aus, dass die Inflation deutlich schneller zunehmen wird, als die EZB in ihren makroökonomischen Projektionen vom Dezember vorgezeichnet hat.

5. Bei der **Pressekonferenz am 12. Dezember** enthielt das **Eingangsstatement**, das die Meinungen des gesamten EZB-Rats widerspiegeln soll, **keinerlei Aussagen zur Überprüfung der geldpolitischen Strategie**. Stattdessen erläuterte Präsidentin Lagarde – zwischen dem Verlesen des Eingangsstatements und den Fragen der Journalisten – ihre persönlichen Ansichten zu diesem Thema. Auf inhaltliche Aspekte wollte sie aber nicht eingehen, weil sich der **EZB-Rat noch nicht auf eine Agenda für die Strategieüberprüfung verständigt** hatte. Tatsächlich haben im Vorfeld dieser Ratssitzung einige konservative Zentralbanker rote Linien gezogen und deutlich gemacht, dass sie bestimmte geldpolitische Konzepte nicht in Erwägung ziehen wollen. Dies betrifft insbesondere die Idee eines **Average Inflation Targeting**, über die bei der US-amerikanischen Fed intensiv diskutiert wird. Bei dieser Strategie gleicht eine Zentralbank längere Phasen mit zu niedriger Inflation aus, indem sie ihr Inflationsziel anschließend für eine gewisse Zeit bewusst überschreitet. Average Inflation Targeting und andere Strategien, die ein **temporäres Überschießen des Inflationsziels** beinhalten, haben zumindest in der Theorie den Vorteil, dass sie die **Inflationserwartungen an den Finanzmärkten und in der breiten Öffentlichkeit gut verankern**. Im Idealfall unterstützt dies die Zentralbank bei der Erfüllung ihrer Aufgaben, sodass sie **weniger oft auf unkonventionelle Maßnahmen, wie Wertpapierkäufe, Negativzinsen oder eine ausgiebige Forward Guidance** zurückgreifen muss. Im Prinzip würde dies durchaus den Vorstellungen der geldpolitischen Falken entsprechen. Dennoch lehnen sie derartige Strategien ab, weil sie durch sie einen **systematischen Hang zu einer noch expansiveren Geldpolitik** befürchten.

6. **Eventuelle Änderungen an der geldpolitischen Strategie** müssen nicht nur bessere Ergebnisse in Bezug auf die Inflation versprechen, sondern auch von einer möglichst breiten Mehrheit im EZB-Rat getragen werden. Deshalb dürfte es am Ende auf einen **Kompromiss** hinauslaufen. Einerseits verfolgt man mit der Strategieüberprüfung **das Ziel, der Geldpolitik auch in einer Welt mit sehr niedriger Inflation wieder mehr Schlagkraft zu verleihen**. Andererseits will man die **Geldpolitik nicht überfordern** und den Drang zu einer immer expansiveren Ausrichtung verringern. Einen möglichen Ansatzpunkt für einen solchen Kompromiss bildet der in letzter Zeit häufig geäußerte Vorschlag einer **Zielzone für die Inflation**. Er räumt mit der falschen Vorstellung auf, dass die Geldpolitik die Inflation punktgenau steuern könnte. Zudem würde ein Intervall um den Wert von 2 % den **symmetrischen Charakter des Inflationsziels** unterstreichen, weil Abweichungen nach oben wie nach unten gleichermaßen toleriert werden. Auch dies trägt zur Verankerung der Inflationserwartungen bei. Ein **vorsätzliches Überschießen des Inflationsziels** nach einer längeren Phase zu geringer Teuerung ist bei diesem Konzept nicht zwingend vorgeschrieben, aber **in gewissen Grenzen zulässig**. Beispielsweise könnten sich die Notenbanker entscheiden, die Inflation eine Zeit lang in der oberen Hälfte des Zielbandes schwanken zu lassen, falls sie die herrschenden Inflationserwartungen als zu niedrig ansehen. Sie können auf dieses Überschießen und den dafür notwendigen monetären Stimulus aber auch verzichten, falls sie die Risiken für die Finanzmarktstabilität höher gewichten. Ein **Zielzonenansatz, der den Notenbankern erheblichen Ermessensspielraum belässt**, ist eine der Möglichkeiten, einen Kompromiss über die zukünftige Strategie der EZB zu finden. Aber auch hier wären noch wichtige Detailfragen zu klären, etwa wie breit die Zielzone sein sollte und wie die Zentralbank dafür sorgen könnte, dass sich die Inflationserwartungen an der Mitte und nicht am unteren Rand der angestrebten Spanne orientieren.

7. Während es uns noch zu früh erscheint, die konkreten Implikationen der Strategieüberprüfung vorhersagen zu wollen,



könnte sich schon bald herauskristallisieren, womit man nicht rechnen sollte. **Unseres Erachtens werden die Ergebnisse der Strategieüberlegungen allein nicht zu einer weniger expansiven Geldpolitik führen.** Zahlreiche wichtige Ratsmitglieder haben in letzter Zeit den kräftigen Instrumenteneinsatz verteidigt und dabei auch den Vorwurf zurückgewiesen, die EZB schade der Altersvorsorge. Zudem dürfte die **Idee, das Inflationsziel zu senken**, um einen **weniger expansiven Kurs** verfolgen zu müssen, **wenig Anklang unter den Notenbankern** finden. Auch die akademische Diskussion geht in die genau entgegengesetzte Richtung. Um Probleme mit der effektiven Zinsuntergrenze zu vermeiden, wird dort vorgeschlagen, dass Zentralbanken entweder verstärkt auf unkonventionelle Instrumente zurückgreifen oder ihr **Inflationsziel anheben**. Letzteres soll über **höhere Inflationserwartungen** zu einem **höheren Niveau des neutralen Leitzinses** führen, sodass die Zentralbank in konjunkturellen Abschwungphasen **mehr Spielraum für Leitzinssenkungen** hätte. Allerdings geht eine Änderung des Inflationsziels auch mit Kosten einher. Deshalb wird empfohlen, auf diese Option zu verzichten, solange die unkonventionellen Instrumente ausreichend wirkungsvoll sind. Diese Schlussfolgerung scheint im EZB-Rat geteilt zu werden. Bei seiner Verabschiedung im Dezember erläuterte das ehemalige Mitglied **Benoit Coeuré**, dass **weder eine Senkung noch eine Anhebung des Inflationsziels** eine angemessene Antwort auf die derzeitigen Herausforderungen sei.

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	-3,6	Jan 08	31,8	Jan 12	-9,0	Jan 16	-34,7
Feb 04	-1,2	Feb 08	32,1	Feb 12	-10,0	Feb 16	-47,9
Mrz 04	-0,7	Mrz 08	32,4	Mrz 12	-10,1	Mrz 16	-49,6
Apr 04	6,4	Apr 08	31,2	Apr 12	-16,7	Apr 16	-55,0
Mai 04	15,5	Mai 08	27,1	Mai 12	-22,5	Mai 16	-51,0
Jun 04	17,2	Jun 08	22,2	Jun 12	-22,6	Jun 16	-44,8
Jul 04	18,9	Jul 08	15,6	Jul 12	-26,1	Jul 16	-39,7
Aug 04	17,9	Aug 08	12,2	Aug 12	-23,7	Aug 16	-38,4
Sep 04	15,7	Sep 08	0,2	Sep 12	-27,2	Sep 16	-32,3
Okt 04	16,7	Okt 08	-34,3	Okt 12	-29,0	Okt 16	-26,1
Nov 04	14,4	Nov 08	-80,3	Nov 12	-28,5	Nov 16	-18,8
Dez 04	13,3	Dez 08	-100,0	Dez 12	-24,2	Dez 16	-8,8
Jan 05	13,5	Jan 09	-100,0	Jan 13	-22,4	Jan 17	0,2
Feb 05	11,6	Feb 09	-100,0	Feb 13	-26,6	Feb 17	9,1
Mrz 05	8,9	Mrz 09	-100,0	Mrz 13	-25,7	Mrz 17	8,8
Apr 05	3,9	Apr 09	-100,0	Apr 13	-32,8	Apr 17	16,3
Mai 05	4,8	Mai 09	-93,3	Mai 13	-31,6	Mai 17	10,2
Jun 05	5,1	Jun 09	-88,5	Jun 13	-29,7	Jun 17	9,1
Jul 05	4,7	Jul 09	-81,3	Jul 13	-28,1	Jul 17	7,4
Aug 05	5,1	Aug 09	-75,2	Aug 13	-27,3	Aug 17	8,7
Sep 05	11,3	Sep 09	-73,5	Sep 13	-26,8	Sep 17	11,4
Okt 05	14,2	Okt 09	-71,0	Okt 13	-29,9	Okt 17	6,2
Nov 05	18,3	Nov 09	-66,0	Nov 13	-29,2	Nov 17	8,6
Dez 05	20,5	Dez 09	-53,4	Dez 13	-33,0	Dez 17	6,3
Jan 06	22,9	Jan 10	-42,6	Jan 14	-30,2	Jan 18	9,1
Feb 06	26,6	Feb 10	-35,7	Feb 14	-29,9	Feb 18	3,2
Mrz 06	30,1	Mrz 10	-14,9	Mrz 14	-38,6	Mrz 18	3,5
Apr 06	34,8	Apr 10	-6,5	Apr 14	-31,8	Apr 18	-3,3
Mai 06	39,9	Mai 10	0,2	Mai 14	-36,7	Mai 18	8,0
Jun 06	42,2	Jun 10	2,3	Jun 14	-35,4	Jun 18	8,7
Jul 06	43,0	Jul 10	8,6	Jul 14	-33,0	Jul 18	10,7
Aug 06	45,5	Aug 10	9,5	Aug 14	-34,5	Aug 18	10,0
Sep 06	42,5	Sep 10	11,7	Sep 14	-36,8	Sep 18	8,0
Okt 06	43,8	Okt 10	14,9	Okt 14	-34,1	Okt 18	8,7
Nov 06	43,1	Nov 10	18,0	Nov 14	-37,2	Nov 18	1,5
Dez 06	44,3	Dez 10	21,8	Dez 14	-42,9	Dez 18	-5,9
Jan 07	44,4	Jan 11	26,7	Jan 15	-46,2	Jan 19	-5,6
Feb 07	43,3	Feb 11	32,9	Feb 15	-43,0	Feb 19	-5,1
Mrz 07	42,8	Mrz 11	34,6	Mrz 15	-37,7	Mrz 19	-10,2
Apr 07	40,4	Apr 11	37,6	Apr 15	-29,7	Apr 19	-6,2
Mai 07	40,6	Mai 11	28,9	Mai 15	-20,4	Mai 19	-13,7
Jun 07	43,4	Jun 11	22,1	Jun 15	-20,9	Jun 19	-13,9
Jul 07	35,1	Jul 11	11,7	Jul 15	-16,8	Jul 19	-19,1
Aug 07	37,2	Aug 11	5,1	Aug 15	-19,0	Aug 19	-18,4
Sep 07	34,7	Sep 11	0,7	Sep 15	-25,7	Sep 19	-20,7
Okt 07	34,6	Okt 11	-7,8	Okt 15	-23,7	Okt 19	-23,3
Nov 07	35,2	Nov 11	-13,5	Nov 15	-30,4	Nov 19	-18,9
Dez 07	34,5	Dez 11	-16,6	Dez 15	-32,5	Dez 19	-14,5