

Deka-EZB-Kompass: Ausdauer gefragt

■ Nach der kräftigen Erholung über die letzten Monate erfuhr der Deka-EZB-Kompass im August einen Rücksetzer und fiel auf -53,0 Punkte. Ausschlaggebend hierfür war der niedrigere Wert seiner Inflationssäule.

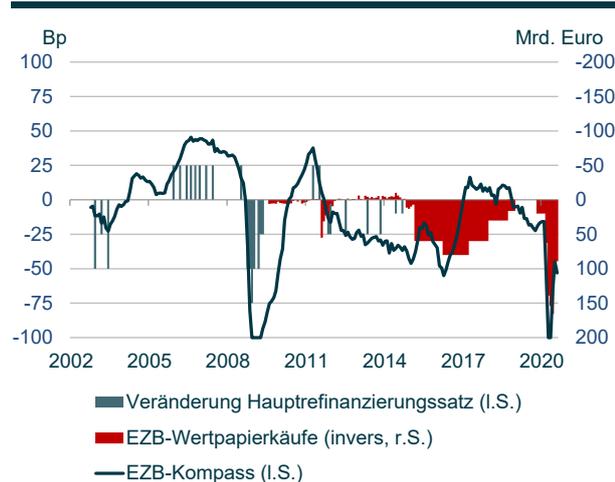
■ Die neuen makroökonomischen Projektionen der EZB dürften nur überschaubare Revisionen beinhalten. In den vergangenen Wochen hatten verschiedene Ratsmitglieder zu verstehen gegeben, dass sich ihr Basisszenario für die wirtschaftliche Entwicklung nicht wesentlich geändert habe. Deshalb ist bei dieser Ratssitzung nicht mit einer Änderung der Geldpolitik zu rechnen.

■ Mit der Zeit dürfte die niedrige Inflation die Notenbanker aber erneut unter Druck setzen. Wir gehen davon aus, dass die EZB bei ihrer Sitzung im Dezember den Zeitrahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) bis zum Jahresende 2021 verlängern und sein Volumen noch einmal um einige hundert Milliarden Euro aufstocken wird.

1. Nachdem der **Deka-EZB-Kompass** im Frühjahr auf seine absolute Untergrenze von -100 Punkten gefallen war, erholte er sich erstaunlich schnell. Zuletzt machte er aber wieder einen deutlichen Rücksetzer mit **-53,0 Punkten im August**. Hinter diesem Verlauf verbergen sich **divergierende Entwicklungen seiner drei Säulen**: Die Finanzierungssäule hat sich in den letzten Monaten auf außergewöhnlich hohen Niveaus stabilisiert, das Aufwärtsmomentum der Konjunktursäule hat jedoch nachgelassen und die Inflationssäule ist per Saldo noch weiter zurückgegangen. Damit reflektieren der EZB-Kompass und seine Bestandteile auch, wie sich die **Themenfelder der Geldpolitik in den vergangenen Monaten verschoben** haben. Kurz nach dem Ausbruch der Pandemie waren die unkonventionellen Maßnahmen der EZB vor allem darauf ausgerichtet, die **Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und die Verfügbarkeit von Krediten aufrechtzuerhalten**. Nachdem diese elementaren Notwendigkeiten fürs Erste gesichert scheinen, richtet sich das Augenmerk der Notenbanker wieder verstärkt auf ihr eigentliches Mandat, den **mittelfristigen Inflationsausblick**. Im Vorfeld dieser Sitzung äußerten sich verschiedene Ratsmitglieder dahingehend, dass die wirtschaftliche Entwicklung über die Sommermonate im Großen und Ganzen mit dem makroökonomischen Basisszenario der EZB in Einklang gestanden habe. Zumindest zu diesem Termin ist daher **nicht mit einer Änderung der Geldpolitik zu rechnen**. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Reaktion der EZB auf den Corona-Schock damit definitiv abgeschlossen wäre. Die **Diskussion darüber, ob die Geldpolitik ausreichend expansiv ausgerichtet ist, wird auch nach dieser Ratssitzung weitergehen**. Im Zentrum des Interesses wird dabei die für die nächsten Jahre zu erwartende Inflationsentwicklung stehen.

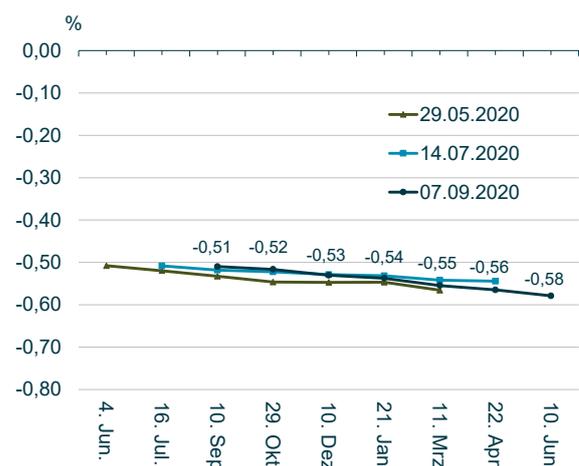
2. Zu dieser Ratssitzung wird der Mitarbeiterstab der EZB **neue makroökonomische Projektionen** erstellen. Bereits bei ihrem Treffen am 16. Juli hoben die Ratsmitglieder hervor, dass sich **einige Konjunkturdaten stärker verbessert** hätten als erwartet. Zudem weiß man mittlerweile, dass das **Bruttoinlandsprodukt mit -12,1 % im zweiten Quartal etwas weniger**

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank



stark zurückgegangen ist, als es in den EZB-Projektionen von Anfang Juni unterstellt worden war. Letzteres relativierte Chefvolkswirt Lane jedoch, indem er darauf hinwies, dass ein weniger starker Konjunkturreinbruch im Frühjahr vermutlich mit einem weniger steilen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität nach Aufhebung des Lockdowns einhergehen wird. Man müsse daher die Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt im zweiten und dritten Quartal gemeinsam betrachten. Darüber hinaus warnten die Ratsmitglieder auf ihrer Sitzung Mitte Juli, aus dem verbesserten Tenor der Konjunkturdaten zu weitreichende Schlussfolgerungen über den gesamten Verlauf der wirtschaftlichen Erholung zu ziehen. Diese werde vermutlich uneinheitlich bleiben und ihre Stärke hänge maßgeblich von den Erfolgen bei der Bekämpfung der Pandemie ab. Auch weil die **Neuansteckungen seit der letzten Ratssitzung wieder zugenommen** haben, dürfte die EZB bei einer vorsichtigen Einschätzung der konjunkturellen Perspektiven bleiben. Sie dürfte ihre **makroökonomischen Projektionen nur in einem geringen Ausmaß anheben**, das keine Änderung ihrer geldpolitischen Absichten andeutet. Dies würde auch den Signalen der **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** entsprechen, die weiterhin tief im negativen Bereich notiert und im August kaum noch angestiegen ist.

	Aktuell Aug 20	Vor einem Jahr Aug 19		Aktuell Aug 20	Vor einem Jahr Aug 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	51,9	51,9	Gesamtinflationsrate in % yoy	-0,2	1,0
Economic Sentiment	87,7	102,6	Kerninflationsrate in % yoy	0,4	0,9
Industrieproduktion in % yoy	-6,0	-2,3	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	-0,4	0,5
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-9,8	-0,5	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	-2,4	-1,9
Konjunktursäule	-59,2	-10,1	Inflationsprognose Consensus	0,9	1,4
Außenfinanzierungskosten in %*	2,7	3,1	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	7,4	11,7
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	4,5	3,5	Inflationssäule	-65,7	-32,4
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	1,4	-1,9	Finanzierungssäule	27,5	16,5
Finanzierungssäule	27,5	16,5	Score EZB-Kompass	-53,0	-17,9

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Als das Coronavirus die Eurozone erreichte, ist die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** zunächst unter die Nulllinie gefallen. Aufgrund der beherzten Reaktion der Geld- und Fiskalpolitik liegt sie seit Juni jedoch auf einem so hohen Niveau wie zuletzt im Vorfeld der globalen Finanzkrise. Auf den **Aktienmärkten** sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse mittlerweile höher als vor dem Corona-Ausbruch, was die Eigenkapitalkosten von Unternehmen reduziert, und die **Renditen von Unternehmensanleihen** sind ebenfalls deutlich gesunken. Die **Zinsen für Bankkredite** sind noch geringfügig höher als zu Jahresanfang. Dies gilt jedoch nicht für **kleinere Kredite bis 250.000 Euro**, die im Regelfall von kleineren Unternehmen aufgenommen werden. Dass die Finanzierungskosten gerade für diese Gruppe zurückgegangen sind, darf die EZB – neben dem **kräftigen Wachstum der Kreditvergabe** – als **Erfolg vor allem der Langfristender TLTRO-III** verbuchen. Dennoch dürften die Notenbanker besorgt bleiben, **dass sich die Finanzierungsbedingungen wieder eintrüben könnten, sobald die umfangreichen staatlichen Garantien auslaufen**. Der im Vorfeld der Juli-Sitzung erhobene Bank Lending Survey hatte genau dies angedeutet. Insofern sollte die EZB aufgrund der derzeit hohen Werte der Finanzierungssäule nicht in ihrem Bemühen nachlassen, die wirtschaftliche Erholung durch ein möglichst wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld voranzutreiben.

4. Der Rückgang des EZB-Kompasses im August beruht auf seiner **Inflationssäule**, und dies vor allem aufgrund der Entwicklung der Verbraucherpreise. Während sich der Anstieg der **Kerninflation** auf 1,2 % im Juli im Nachhinein relativ einfach dadurch erklären lässt, dass saisonal übliche Preissenkungen bei Bekleidung in Frankreich und Italien quasi ausgefallen sind, gibt ihr Rückgang auf ein **Allzeittief von 0,4 %** im August Anlass zur Sorge. Die wenigen bislang vorliegenden nationalen Daten deuten auf einen **nachlassenden Preisaufrtrieb im Bereich Tourismus** hin, also zum Beispiel bei Pauschalreisen, Hotelübernachtungen oder Flug- und Bahntickets. Davon abgesehen gibt es aber **keine Hinweise auf Sondereffekte, die sich rasch wieder umkehren könnten**. Insofern bahnt sich eine noch schwächere Inflationsentwicklung an, als den EZB-Ratsmitgliedern auf ihrer Sitzung am 16. Juli vorschwebte, als sie von einer zugrundeliegenden Inflation von weit unter 1 % in der zweiten Jahreshälfte sprachen. Aus anderen Teilen der Inflationssäule kommen etwas günstigere Signale. So scheint sich der **Abwärtstrend der Erzeuger- und Einfuhrpreise zuletzt abgeschwächt** zu haben, in Einklang mit den globalen Ein-



kaufsmangerindizes, die eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe anzeigen. Die Daten zu den Erzeuger- und Einfuhrpreisen reichen allerdings nur bis in den Juli, sodass sie den **Effekt der Euro-Aufwertung** noch nicht widerspiegeln können. Unseres Erachtens ist ihr Ausmaß auf Basis des effektiven Wechselkurses bislang aber zu gering, um die Inflation im Euroraum maßgeblich zu beeinflussen.

5. Auf dem geldpolitischen Symposium von **Jackson Hole**, das in diesem Jahr nur virtuell stattfand, warnte **EZB-Chefvolkswirt Lane** davor, sich angesichts der Corona-Pandemie mit einer langsameren Konvergenz der Inflation in Richtung ihres Zielwerts zufriedenzugeben. Ein solcher Weg sei nicht nur mit Kosten verbunden, weil er mit höheren Realzinsen und einer langsameren wirtschaftlichen Erholung einhergehe. Vor allem berge er auch das **Risiko, dass die Inflationserwartungen mit der Zeit nachgeben**, sodass das Erreichen des Inflationsziels immer schwieriger wird. Vor diesem Hintergrund wiederholte er sein Plädoyer, das **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** zu nutzen, um mit einem zusätzlichen, aber temporären monetären Impuls die **Inflation wieder auf den Pfad zu hieven, auf dem sie sich vor dem Corona-Ausbruch befunden hat**. Man kann dieses Vorhaben unmittelbar mit den makroökonomischen Projektionen in Verbindung bringen. Bis März ging der Mitarbeiterstab der EZB von einer Inflationsrate von 1,6 % im Jahr 2022 aus. Im Juni musste er diese Schätzung auf 1,3 % nach unten revidieren. Gemäß Lanes Argumentation wäre die Aufgabe des PEPP erst dann erfüllt, wenn die Inflationsvorhersage für das Jahr 2022 wieder bei 1,6 % steht. Dies ist mittlerweile aber nicht mehr realistisch. Bei der bevorstehenden Sitzung ist eher mit einer weiteren Abwärtsrevision zu rechnen. Mit den im Dezember anstehenden Projektionen wird sich der Fokus ohnehin auf das Jahr 2023 verschieben, das dann den neuen Prognosehorizont bildet. Sie dürften zeigen, dass der disinflationäre Einfluss der Corona-Pandemie länger anhält, als es der EZB recht sein kann. Deshalb gehen wir davon aus, dass sie auf ihrer Sitzung **im Dezember den Zeitrahmen des PEPP bis zum Jahresende 2021 verlängern und sein Volumen noch einmal um ein paar hundert Milliarden Euro aufstocken wird**.

6. Wenn die EZB auch für das Jahr 2021 eine stark expansive Ausrichtung als notwendig erachtet, wie es der belgische Notenbankchef Wunsch in der vergangenen Woche angedeutet hat, sind die **Alternativen zum PEPP begrenzt**. Für das unbefristete **Asset Purchase Programme (APP)** gelten strengere Regeln. Trotz stark steigender Neuemissionen von Staatsanleihen wird es daher Mitte nächsten Jahres wahrscheinlich noch keine ausreichend hohen Nettoanleihekäufe zulassen. Eine **erneute Senkung des Einlagensatzes** wäre leichter zu implementieren, in ihrer Wirkung aber fraglich. Ratsmitglied **Isabel Schnabel** wies kürzlich darauf hin, dass das Nutzen-Kosten-Verhältnis einer Einlagensatzsenkung in einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld schlechter ausfalle. Denn eine Verbesserung der Kreditqualität und andere günstige makroökonomische Effekte, durch die die Banken für die Gewinneinbußen durch den Negativzins entschädigt werden, kämen dann nicht richtig zum Tragen. Insofern ist der Einlagensatz für die EZB nach wie vor nicht das Mittel der ersten Wahl, um auf die Herausforderungen der Corona-Pandemie zu reagieren, und am PEPP führt vorerst kein Weg vorbei. Allerdings dürfte sich der Charakter dieses Programms ein wenig ändern. So argumentierte Frau Schnabel, dass **Abweichungen der Anleihekäufe vom Eigenkapital-schlüssel weniger gerechtfertigt** seien, wenn sich die Zielsetzung des PEPP zunehmend von der Stabilisierung der Finanzmärkte zur Stimulierung der Inflation verschiebe.

7. In den vergangenen Monaten haben die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie die Notenbanker voll in Beschlag genommen. Mittlerweile richten sie ihr Augenmerk aber auch wieder auf die **Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie**. Dass **Fed-Chairman Powell** auf der Konferenz von Jackson Hole ein **Average Inflation Targeting** angekündigt hat, war allenfalls vom Zeitpunkt her überraschend, nicht aber vom Ergebnis. Auch bei der EZB wird schon seit längerem über einen solchen Ansatz diskutiert. Die Idee, das Inflationsziel bewusst vorübergehend zu überschreiten, um frühere Zielverfehlungen nach unten auszugleichen, fand dabei nicht nur Zustimmung. In einigen Reden vor dem Corona-Ausbruch räumte **Bundesbankpräsident Weidmann** zwar ein, dass durch derartige Änderungen am Inflationsziel die Inflationserwartungen der breiten Öffentlichkeit beeinflusst werden könnten. Er **bestritt jedoch, dass dadurch der Handlungsspielraum der Geldpolitik erheblich ausgeweitet würde**. Deshalb verteidigte er die aktuelle Vorgehensweise, das Inflationsziel auf mittlere Sicht zu verfolgen, ohne sich zeitlich näher festzulegen. Implizit sagt Weidmann damit, dass er im Falle großer wirtschaftlicher Schocks auch längere Abweichungen vom Inflationsziel tolerieren würde, und widerspricht somit der oben wiedergegebenen Argumentation von EZB-Chefvolkswirt Lane. Allerdings dürfte es Weidmann und anderen Kritikern schwerer fallen, sich im Rahmen der Strategieüberprüfung durchzusetzen, nachdem die Fed den Weg in Richtung Average Inflation Targeting eingeschlagen hat.



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 05	13,4	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	9,1
Mrz 05	8,9	Mrz 09	-100,0	Mrz 13	-25,5	Mrz 17	8,8
Apr 05	3,8	Apr 09	-100,0	Apr 13	-32,6	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	9,2
Jul 05	4,6	Jul 09	-81,3	Jul 13	-28,0	Jul 17	7,5
Aug 05	5,0	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	11,4
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	-29,2	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	-3,3
Mai 06	39,8	Mai 10	0,3	Mai 14	-36,7	Mai 18	7,9
Jun 06	42,2	Jun 10	2,4	Jun 14	-35,3	Jun 18	8,8
Jul 06	42,9	Jul 10	8,7	Jul 14	-32,9	Jul 18	10,6
Aug 06	45,4	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	8,2
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	-37,1	Nov 18	1,6
Dez 06	44,3	Dez 10	22,0	Dez 14	-42,8	Dez 18	-5,6
Jan 07	44,4	Jan 11	26,9	Jan 15	-46,1	Jan 19	-4,9
Feb 07	43,3	Feb 11	33,1	Feb 15	-43,0	Feb 19	-4,6
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	-29,7	Apr 19	-5,5
Mai 07	40,5	Mai 11	29,1	Mai 15	-20,3	Mai 19	-13,6
Jun 07	43,4	Jun 11	22,3	Jun 15	-20,9	Jun 19	-13,6
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	-16,8
Jan 08	31,7	Jan 12	-8,8	Jan 16	-34,8	Jan 20	-15,8
Feb 08	32,0	Feb 12	-9,9	Feb 16	-47,9	Feb 20	-15,7
Mrz 08	32,5	Mrz 12	-9,9	Mrz 16	-49,5	Mrz 20	-53,4
Apr 08	31,0	Apr 12	-16,5	Apr 16	-55,0	Apr 20	-100,0
Mai 08	27,1	Mai 12	-22,3	Mai 16	-51,0	Mai 20	-100,0
Jun 08	22,2	Jun 12	-22,3	Jun 16	-44,8	Jun 20	-65,0
Jul 08	15,7	Jul 12	-25,9	Jul 16	-39,7	Jul 20	-45,0
Aug 08	12,2	Aug 12	-23,4	Aug 16	-38,3	Aug 20	-53,0
Sep 08	0,2	Sep 12	-26,9	Sep 16	-32,3		
Okt 08	-34,3	Okt 12	-28,6	Okt 16	-26,0		
Nov 08	-80,4	Nov 12	-28,1	Nov 16	-18,8		
Dez 08	-100,0	Dez 12	-23,8	Dez 16	-8,7		