



Deka-EZB-Kompass: In kleinen Schritten aus dem Krisenmodus

■ Der Deka-EZB-Kompass kletterte im August auf einen neuen historischen Höchststand von 55,9 Punkten, zeigte dabei aber uneinheitliche Entwicklungen in seinen Teilbereichen, was seine Interpretation erschwert. Einem weiteren starken Anstieg der Inflationssäule steht mittlerweile ein Rückgang der Konjunktursäule gegenüber. Die Finanzierungssäule hat sich auf hohem Niveau leicht verbessert.

■ Äußerungen verschiedener Ratsmitglieder deuten darauf hin, dass die EZB bei dieser Sitzung ein etwas geringeres Tempo der Wertpapierkäufe des PEPP in Aussicht stellen wird. Sie dürfte sich dabei jedoch nach wie vor nicht auf ein bestimmtes monatliches Volumen festlegen, sondern die Käufe weiterhin am Erfordernis ausreichend günstiger Finanzierungsbedingungen ausrichten. Grundsätzliche Entscheidungen über Dauer und Umfang dieses Programms erwarten wir frühestens bei der übernächsten Ratssitzung am 16. Dezember.

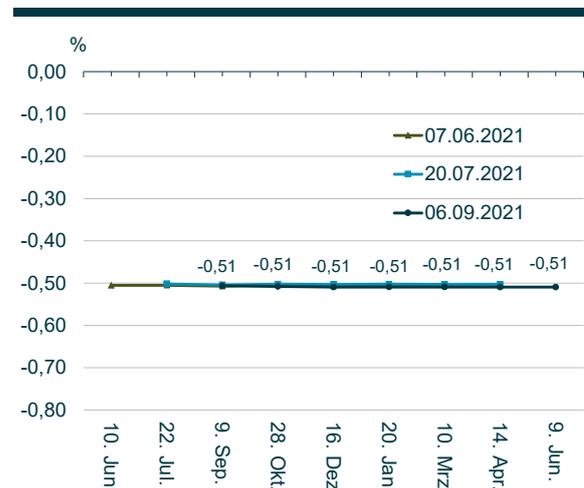
1. Seit Ausbruch der Corona-Pandemie war der **Deka-EZB-Kompass** außergewöhnlich starken Schwankungen unterworfen. So fiel er im Frühjahr 2020 auf seine technische Untergrenze von -100 Punkten und legte der EZB einen größtmöglichen Stimulus nahe. Inzwischen hat er sich aber nicht nur erholt, sondern ist im **August** auf einen neuen **historischen Höchststand** von **55,9 Punkten** geklettert. Über den gleichen Zeitraum hat die EZB jedoch keine nennenswerten Änderungen an ihrer stark expansiven Ausrichtung vorgenommen. Insofern deutet der EZB-Kompass einerseits auf einen **erheblichen Anpassungsbedarf für die Geldpolitik** hin. Welche Schlussfolgerungen man aus den hohen Kompasswerten ziehen sollte, hängt andererseits aber auch davon ab, als wie nachhaltig man die Entwicklungen in seinen Teilbereichen einstuft. So ist seine **Konjunktursäule** seit Jahresanfang fulminant nach oben geschneilt, hat in den vergangenen beiden Monaten aber wieder ein gutes Stück nachgegeben. Dabei ist noch nicht ersichtlich, ob dies ein Einpendeln auf hohen Niveaus darstellt oder Vorbote einer deutlicheren Wachstumsverlangsamung ist. Die **Finanzierungssäule** zeigt schon seit längerem sehr günstige Bedingungen an. Dennoch kann man nicht mit Gewissheit vorhersagen, wie sie reagieren würde, falls die EZB ihre Wertpapierkäufe abrupt zurückfährt oder die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik unerwartet stark strafft. Vor allem aber lässt sich darüber streiten, inwieweit die mittlerweile sehr hohen Werte der **Inflationssäule** in Einklang mit den eher niedrigen Inflationsprojektionen der EZB stehen, die ihr gerade mit der neuen Strategie zu einer weiterhin stark expansiven Geldpolitik raten. Insofern besteht auch in einem verbesserten makroökonomischen Umfeld immer noch ein **hohes Ausmaß an Unsicherheit**. Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, **Anpassungen der Geldpolitik nur in kleinen Schritten** vorzunehmen. So signalisierten verschiedene Ratsmitglieder, dass sie bei der bevorstehenden Sitzung über das **Tempo der Wertpapierkäufe des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** beraten wollen. Grundsätzliche Entscheidungen sowohl zur Zukunft des PEPP als auch zur quantitativen Lockerung im Allgemeinen wollen sie jedoch auf einen späteren Zeitpunkt vertagen.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank



2. Ausgehend von äußerst hohen Werten zur Jahresmitte ist die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** zuletzt etwas zurückgegangen. **Einkaufsmanagerindizes** und **Economic Sentiment** deuten zwar nach wie vor auf ein weit überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum hin. Demgegenüber verzeichnete die **Industrieproduktion** im Mai und Juni Rückgänge im Monatsvergleich, und ihre in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließende Jahresrate dürfte sich weiter abflachen. Hier machen sich **Lieferengpässe bei wichtigen Vorleistungsgütern** bemerkbar, für die **EZB-Chefvolkswirt Lane** bei der Ratssitzung am 22. Juli davon ausging, dass sie sich noch bis in das kommende Jahr fortsetzen werden. Aus diesem Grund wies Bundesbankpräsident **Weidmann** zuletzt auch darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum in Deutschland im Jahresdurchschnitt 2021 etwas geringer ausfallen könnte als im Juni vorhergesagt. Demgegenüber stellte sein Amtskollege **Villeroy de Galhau** für Frankreich eine Aufwärtsrevision in Aussicht, weil Lockerungen der Kontaktbeschränkungen dort einen stärkeren Einfluss hätten als die Lieferengpässe. Mit Blick auf den Euroraum bezeichnete **Lane** die Projektionen vom Juni als noch weitgehend zutreffend. Einem unerwartet starken zweiten Quartal stünden **Belastungen im späteren Jahresverlauf durch Lieferengpässe, eine schwächere Weltwirtschaft und die Delta-Variante des Corona-Virus** gegenüber. Aufgrund der Impfung eines Großteils der Bevölkerung rechnen die meisten Notenbanker trotz der wieder gestiegenen Infektionszahlen mit **weniger strengen Verhaltensbeschränkungen als in den vorherigen Wellen**. Einige betonen jedoch, dass andere Teile der Welt, und hier vor allem die Emerging Markets, anfälliger für eine Ausbreitung des Virus seien, was sich wiederum über den **globalen Handel** auch auf das wirtschaftliche Geschehen im Euroraum auswirken würde.

	Aktuell Aug 21	Vor einem Jahr Aug 20		Aktuell Aug 21	Vor einem Jahr Aug 20
Einkaufsmanagerindex (Composite)	59,0	51,9	Gesamtinflationsrate in % yoy	3,0	-0,2
Economic Sentiment	117,5	89,1	Kerninflationsrate in % yoy	1,6	0,4
Industrieproduktion in % yoy	4,1	-7,0	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	7,5	-0,3
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	4,1	-7,1	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	13,7	-2,0
Konjunktursäule	73,5	-61,3	Inflationsprognose Consensus	1,7	0,9
Außenfinanzierungskosten in % *	2,8	2,7	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	34,2	7,5
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	3,0	4,6	Inflationssäule	62,1	-64,2
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	-1,3	18,6	Score EZB-Kompass	55,9	-53,9
Finanzierungssäule	20,6	12,5			

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** bewegte sich in den vergangenen Monaten unter nur geringen Schwankungen auf hohem Niveau seitwärts. Auf der Ratssitzung am 22. Juli äußerten sowohl Direktoriumsmitglied **Isabel Schnabel** als auch **Chefvolkswirt Lane** den Eindruck, dass die Finanzierungsbedingungen im Großen und Ganzen unverändert geblieben seien. Gesunkenen Renditen langlaufender Staatsanleihen stand eine etwas stärkere Risikoaversion infolge der Ausbreitung der Delta-Variante gegenüber. In der Diskussion unter den Ratsmitgliedern wurde hervorgehoben, dass das Risiko steigender Unternehmensinsolvenzen und dadurch strengerer Kreditbedingungen in den Hintergrund getreten sei. Die weiterhin sehr niedrigen Zinsen für Bankkredite und die zuletzt wieder nach oben gerichtete Kreditaufnahme der Unternehmen unterstreichen, dass die **expansive Geldpolitik in der Realwirtschaft ankommt**.

4. Die Aufwärtsbewegung der **Inflationssäule des EZB-Kompasses** hat im August erneut an Fahrt aufgenommen. Zum Anstieg der **Gesamtinflationsrate** auf 3,0 % haben zwar auch vermutlich temporäre Sondereinflüsse beigetragen, wie Preiserhöhungen bei Energiegütern und unverarbeiteten Lebensmitteln sowie Abweichungen der Sommerschlussverkäufe von Bekleidungsartikeln vom üblichen Saisonmuster. Aber auch die Weitergabe gestiegener Kosten für Rohstoffe und Vorleistungsgüter dürfte eine Rolle gespielt haben. Die hohen Jahresraten der **Erzeuger- und Einfuhrpreise** belegen, dass der Druck von dieser Seite immens ist. Bereits auf ihrer Juli-Sitzung betonten die Ratsmitglieder den unerwartet starken Anstieg der Verbraucherpreise von Industriegütern unter Ausschluss von Energie. Die Risiken rund um die im Juni erstellten Inflationsprojektionen betrachteten sie deshalb als zunehmend nach oben gerichtet. Dies gelte vor allem für die nähere Zukunft, während der mittel-



fristige Ausblick mit mehr Unsicherheit behaftet sei. Jedoch war die Vorhersage von nur 1,4 % Inflation im Jahr 2023 bereits auf der Ratssitzung im Juni unter den Notenbankern umstritten, weil sie auf der Annahme bis dahin sinkender Weltmarktpreise für Öl und andere Rohstoffe basierte. Eine **leichte Aufwärtsrevision der Inflationsprojektionen für 2022 und 2023** in die Region von 1,6 % hätte gemäß der neuen geldpolitischen Strategie zwar keine unmittelbaren Implikationen für die zukünftigen Leitzinsen. Sie würde aber den Eindruck vermitteln, dass **von der Corona-Pandemie kein dämpfender Einfluss mehr auf die Inflationsentwicklung ausgeht**. Eine zentrale Aufgabe des **PEPP** wäre damit erfüllt, sodass eine **Diskussion über eine Drosselung dieser Wertpapierkäufe** beginnen könnte.

5. Im Vorfeld dieser Ratssitzung plädierten verschiedene Mitglieder dafür, **das Tempo der Wertpapierkäufe des PEPP zurückzunehmen**, und nannten hierfür unterschiedliche Gründe. Bundesbankpräsident **Weidmann** stellte die Befristung dieses Programms in den Vordergrund, weshalb die EZB frühzeitig mit einer graduellen Reduktion der Käufe beginnen sollte, um später keine abrupten Anpassungen vornehmen zu müssen. Der französische Notenbankpräsident **Villeroy** verwies demgegenüber auf die aus seiner Sicht günstigeren Finanzierungsbedingungen im Vergleich zur Juni-Sitzung. Dass große Teile des EZB-Rats das PEPP in den vergangenen Monaten lieber nicht antasten wollten, beruhte vor allem auf ihrer Sorge, dass stark steigende Renditen auf den Staatsanleihemärkten zu einer Verschlechterung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen führen könnten. Diese Bedenken scheinen nun aber abgenommen zu haben, wozu auch die neue geldpolitische Strategie der EZB beigetragen haben dürfte. Denn indem sie mittels ihrer Forward Guidance den Markterwartungen über die zukünftigen Leitzinsen eine starke Orientierung gibt, mindert sie auch die Gefahr, dass Anleger und Analysten aus kleinen Änderungen am PEPP zu weitreichende Schlussfolgerungen über den allgemeinen Kurs der Geldpolitik ziehen. Auch die Zusammenfassung der Ratssitzung vom 22. Juli enthält Überlegungen, dass **mit einer klareren Forward Guidance möglicherweise weniger umfangreiche Wertpapierkäufe notwendig** seien. Insofern könnte die neue geldpolitische Strategie günstigere Voraussetzungen für die Notenbanker geschaffen haben, um sich mit dem PEPP zu beschäftigen. Auch Chefvolkswirt **Lane** zeigte sich offen für eine solche Diskussion. Er hob hervor, dass die gesamten Wertpapierkäufe der EZB auch im ersten Quartal dieses Jahres im historischen Vergleich sehr hoch gewesen sind. Man kann diesen Hinweis dahingehend verstehen, dass die EZB die **seit März gebräuchliche Formulierung eines „signifikant höheren Tempos“ der Anleihekäufe des PEPP fallenlassen** wird. Lane relativierte aber auch die Bedeutung eines solchen Schritts. Es handele sich lediglich um eine „lokale Anpassung“, die zukünftigen Entscheidungen zum PEPP nicht vorgreifen soll. Außerdem wird sich die EZB nach wie vor **nicht auf ein konkretes monatliches Volumen festlegen**, sondern die Käufe weiterhin am Erfordernis **ausreichend günstiger Finanzierungsbedingungen** ausrichten.

6. Eine mögliche Verringerung im Tempo der Anleihekäufe ist zu trennen von der **grundsätzlichen Entscheidung über Dauer und Umfang des PEPP**. Auch hier zeigten sich verschiedene Ratsmitglieder weitgehend einig, dass der **Zeitpunkt für diese Weichenstellung noch nicht gekommen** sei. Lane erinnerte in diesem Zusammenhang an das Versprechen der EZB, während der gesamten Krisenphase der Corona-Pandemie für günstige Finanzierungsbedingungen zu sorgen. Nach seinem Verständnis müsse das **PEPP daher fortgesetzt werden, solange vom Coronavirus erhebliche wirtschaftliche Abwärtsrisiken ausgehen**. Auch hält er es nicht für erforderlich, die Finanzmärkte mit langem Vorlauf auf ein Ende des PEPP vorzubereiten. Wir erwarten eine derartige **Ankündigung daher frühestens bei der Ratssitzung am 16. Dezember**. Zudem dämpfte Lane Spekulationen, dass die mittelfristig wegfallenden Käufe des PEPP zumindest teilweise und vorübergehend durch höhere Volumina in einem anderen Programm ausgeglichen werden könnten. Ob nach Auslaufen des PEPP die derzeit 20 Mrd. Euro pro Monat im Rahmen des APP ausreichen, hänge dann ausschließlich vom Inflationsausblick ab. Ähnlich wie Weidmann ist auch Lane skeptisch, die weniger strengen Regeln des PEPP auf das unbefristete APP auszuweiten. Beide sind der Auffassung, dass die **besondere Flexibilität des PEPP nur in Ausnahmesituationen wie der Pandemie gerechtfertigt** ist. Darüber hinaus wird die EZB in absehbarer Zeit ihre **Kommunikation zum APP** überprüfen. Da die Dauer dieses Programms bislang explizit an den Leitzinspfad gekoppelt ist, könnte die **neue Forward Guidance** dahingehend ausgelegt werden, dass **auch für längere Zeit mit Wertpapierkäufen zu rechnen** sei. Hiermit waren auf der Ratssitzung am 22. Juli jedoch nicht alle Mitglieder einverstanden. Angesichts der in den kommenden Monaten relativ vollen Agenda gehen wir allerdings davon aus, dass sich die Notenbanker erst dann mit diesem Thema befassen werden, wenn sie etwas mehr Klarheit zum PEPP geschaffen haben.



Makro Research
Dienstag, 7. September 2021

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