



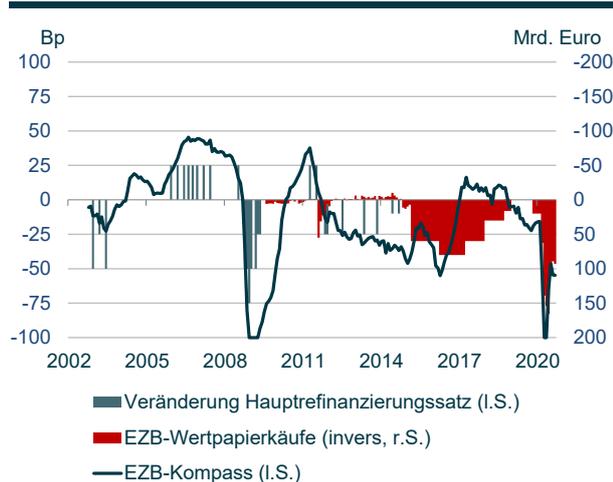
Deka-EZB-Kompass: Schwierige Konsensbildung

■ Mit -54,8 Punkten blieb der Deka-EZB-Kompass im September nahezu unverändert und spiegelt weiterhin die Notwendigkeit einer stark expansiven Geldpolitik wider. Dennoch signalisierten verschiedene Ratsmitglieder, die Entscheidung über eine weitere Lockerung auf die Sitzung im Dezember verschieben zu wollen. Diese Vorgehensweise ist mit den Teilbereichen des EZB-Kompasses weitgehend vereinbar. Aufgrund des großen Umfangs der laufenden Maßnahmen und der nach wie vor positiven Finanzierungssäule kann sich die EZB etwas Zeit lassen. Die stark negativen Werte der Konjunktur- und Inflationsssäule deuten aber darauf hin, dass eine erneute Anpassung des Kurses wahrscheinlich unumgänglich sein wird. Wir rechnen weiterhin mit einer Aufstockung und Verlängerung des Wertpapierkaufprogramms PEPP im Dezember.

■ Die meisten Notenbanker begründen ihre abwartende Haltung damit, dass die Unsicherheit über den wirtschaftlichen Ausblick in den nächsten Wochen abnehmen und eine besser fundierte Entscheidung erlauben werde. Einige Ratsmitglieder stehen einer weiteren Lockerung aber auch grundsätzlich skeptisch gegenüber, weil sie der Geldpolitik keine zu große Rolle bei der Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie aufbürden wollen. Vor diesem Hintergrund ist wichtig, dass Präsidentin Lagarde bei der bevorstehenden Sitzung und Pressekonferenz Einigkeit im EZB-Rat herstellt und nach außen zu erkennen gibt.

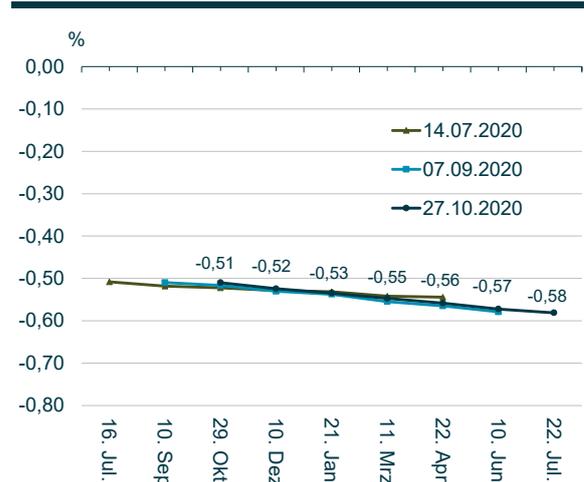
1. Der **Deka-EZB-Kompass** blieb im **September** nahezu unverändert gegenüber seinem nach unten revidierten Wert für August. Mit seinem niedrigen Niveau von **-54,8 Punkten** deutet er nach wie vor auf die **Notwendigkeit einer stark expansiven Geldpolitik** hin. Diese Einschätzung wurde in den vergangenen Wochen von zahlreichen Ratsmitgliedern geteilt. Gleichzeitig gaben sie aber auch zu verstehen, **bei dieser Sitzung noch keine neuen Maßnahmen** beschließen zu wollen. Die meisten begründeten ihre abwartende Haltung damit, dass die Unsicherheit über den wirtschaftlichen Ausblick derzeit außergewöhnlich hoch sei, über den Herbst aber vermutlich abnehmen und eine besser fundierte Entscheidung erlauben werde. Sie lenkten das Augenmerk damit auf ihr **Treffen im Dezember**, wenn dem EZB-Rat unter anderem **neue makroökonomische Projektionen** zur Verfügung stehen werden. Aufgrund der umfangreichen Lockerung seit dem Frühjahr sei der monetäre Stimulus im Augenblick ausreichend hoch, was der EZB die Möglichkeit gebe, bis zur nächsten Sitzung zu warten. Äußerungen einiger Notenbanker lassen sich aber auch dahingehend verstehen, dass sie eine **engere Sichtweise darüber** haben, **welche Rolle die Geldpolitik bei der Bewältigung der Corona-Krise spielen sollte**. So warnte Bundesbankpräsident Weidmann in der *Börsen-Zeitung*, dass die Zentralbank nicht ständig neue Maßnahmen nachlegen könne und keine überzogenen Erwartungen hervorrufen sollte. Vor diesem Hintergrund wird die **bevorstehende Pressekonferenz** für Präsidentin Lagarde zu einer **schwierigen Aufgabe der Kommunikation**. Denn einerseits muss sie erklären, warum die EZB trotz steigender konjunktureller Abwärtsrisiken und äußerst niedriger Inflationsraten ihren Kurs nicht weiter lockert. Andererseits darf sie keine Zweifel darüber aufkommen lassen, dass der EZB-Rat einmütig genug ist, um rechtzeitig und in einem ausreichenden Umfang zu handeln.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. Das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone dürfte im dritten Quartal einen großen Teil seines Corona-bedingten Einbruchs vom Frühjahr wieder aufgeholt haben. Von Bloomberg befragte Analysten rechnen mit einem Anstieg um über 9 % gegenüber dem Vorquartal. Gleichzeitig hat sich die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** in den Monaten Juli bis September aber lediglich auf niedrigem Niveau seitwärts bewegt. In einem Interview mit der *Le Monde* sagte **Präsidentin Lagarde** in der vergangenen Woche, die wirtschaftliche Erholung drohe an Dynamik zu verlieren. Bereits zuvor erläuterte **Chefvolkswirt Lane** gegenüber dem *Wall Street Journal*, dass nun der schwierigere Teil des Aufschwungs beginne. Denn der kräftige Wiederanstieg der wirtschaftlichen Aktivität im dritten Quartal sei eine mehr oder weniger mechanische Reaktion auf die Aufhebung des Lockdowns und damit vergleichsweise einfach zu prognostizieren gewesen. Die weitere Entwicklung hänge aber wieder stärker vom Verhalten der Konsumenten und Unternehmen sowie vor allem von der Unterstützung durch die Fiskalpolitik ab. Neben die allgemeine Unsicherheit über diese Faktoren treten die **zuletzt wieder stark gestiegenen Corona-Neuinfektionen**, deren Auswirkungen in den Konjunkturdaten bis September noch gar nicht enthalten sind. Einen ersten Anhaltspunkt liefern die **vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für Oktober**. Diese zeigen eine weitere Stimmungseintrübung bei den Dienstleistern, die schon im Frühjahr die größten Leidtragenden des Lockdowns gewesen sind.

	Aktuell Sep 20	Vor einem Jahr Sep 19		Aktuell Sep 20	Vor einem Jahr Sep 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	50,4	50,1	Gesamtinflationsrate in % yoy	-0,3	0,8
Economic Sentiment	91,1	101,1	Kerninflationsrate in % yoy	0,2	1,0
Industrieproduktion in % yoy	-6,2	-1,3	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	-0,4	0,4
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-7,3	-0,5	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	-2,0	-1,6
Konjunktursäule	-59,7	-14,9	Inflationsprognose Consensus	0,9	1,3
Außenfinanzierungskosten in % *	2,6	3,0	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	6,0	10,6
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	4,7	3,2	Inflationssäule	-66,4	-34,6
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	18,6	-1,9	Score EZB-Kompass	-54,8	-20,4
Finanzierungssäule	13,3	17,6			

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** musste für die Monate Juli und August ein Stückweit nach unten revidiert werden. Grund hierfür war der **Bank Lending Survey der EZB**, demzufolge die Banken im dritten Quartal die **Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen gestrafft** haben. Damit scheint einzutreten, was die selbe Umfrage bereits vor drei Monaten angedeutet hatte: Die Banken gehen davon aus, dass Garantien und andere staatliche Maßnahmen in absehbarer Zeit auslaufen, und werden deshalb vorsichtiger bei der Kreditvergabe. Darüber hinaus zeigt der Bank Lending Survey, dass sich die Kreditnachfrage der Unternehmen abflacht, was angesichts der starken Expansion im Frühjahr und der unsicheren konjunkturellen Aussichten aber auch nicht anders zu erwarten war. Das tatsächliche Volumen der Buchkredite hat im September zwar noch einmal zugelegt. Der Rückgang im Monatsvergleich bei den Unternehmenskrediten erhärtet jedoch die warnenden Signale des Bank Lending Surveys. Die EZB wird nicht müde zu betonen, dass **günstige Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft im Augenblick der Dreh- und Angelpunkt ihrer Geldpolitik** sind. Die nach wie vor positiven Werte der Finanzierungssäule und das enorme Ausmaß der laufenden Stimulusmaßnahmen geben ihr **etwas Zeit, mit einer weiteren Lockerung zu warten**. Dennoch sollten Lagarde und ihre Ratskollegen schon jetzt glaubhaft machen, dass sie **auf eine weitere Verschlechterung des finanziellen Umfelds entschlossen reagieren** werden.

4. Die **Inflationssäule des EZB-Kompasses** hat im September nochmals leicht nachgegeben. Ihr deutlicher Rückgang seit dem Corona-Ausbruch beruhte vor allem auf der Entwicklung der **Verbraucherpreise**, die aber **von erheblichen Sondereffekten gekennzeichnet** und deshalb schwierig zu interpretieren ist. Ausgeprägte Preisrückgänge im Jahresvergleich in Bereichen wie Pauschalreisen und Bekleidung sind sicher darauf zurückzuführen, dass Kontaktbeschränkungen die Geschäftstätigkeit behindern. Für das beträchtliche Ausmaß dieser Bewegungen dürften aber auch saisonale Einflüsse eine Rolle gespielt haben, wie Schulferien oder Kollektionswechsel. Es besteht daher zumindest die Möglichkeit, dass der regelrechte Einbruch der



Kerninflation in den Monaten August und September die Situation etwas dramatischer zeichnet als sie tatsächlich ist. Auf der Sitzung am 10. September sprach **Chefvolkswirt Lane** auch nur von einer „**moderaten Abschwächung**“ der zugrundeliegenden Inflation. Zur gleichen Zeit warnten einige Ratsmitglieder aber auch, dass sie die **Projektionen des Mitarbeiterstabs für die Inflation in den kommenden Jahren für zu optimistisch** hielten. Im Augenblick scheinen die Notenbanker ihre Arbeitshypothese zu hinterfragen, dass die Corona-Pandemie vorwiegend zeitlich begrenzte Auswirkungen auf das Inflationsgeschehen haben wird. Auch wenn sie sich mit einer Entscheidung noch Zeit lassen können, spricht der schwache Preisauftrieb dafür, dass sie letztlich nicht ohne eine weitere Lockerung der Geldpolitik auskommen werden.

5. Auf ihrer **Sitzung am 10. September** kamen die Ratsmitglieder zu unterschiedlichen Einschätzungen über die Risiken des wirtschaftlichen Ausblicks. Einige hoben hervor, dass ihr Vertrauen in das makroökonomische Basisszenario weiter zugenommen habe, während andere die bis dahin zügige wirtschaftliche Erholung nicht fortschreiben wollten. **Abwärtsrisiken wurden vor allem im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie gesehen**, wobei das Basisszenario allenfalls lokal begrenzte Neuausbrüche vorsah. **Aufwärtsrisiken gingen in erster Linie von der Fiskalpolitik aus**, zumal die makroökonomischen Projektionen den EU-Wiederaufbaufonds noch nicht berücksichtigt hatten. Zwar betrachteten die Notenbanker die Summe dieser Risiken schon im September als nach unten gerichtet, seither scheint sich ihr Saldo aber deutlich verschlechtert zu haben. Noch in der ersten Oktoberhälfte argumentierten einige Ratsmitglieder, dass die derzeitigen Maßnahmen der Pandemiebekämpfung zielgerichteter und weniger schädlich für die Wirtschaft seien als der allgemeine Lockdown im Frühjahr. Mit den steigenden Neuinfektionen und Beschränkungen des öffentlichen Lebens nahmen die Warnungen vor Wachstumseinbußen aber zu. Entsprechend äußerten sich unter anderem Präsidentin Lagarde und Chefvolkswirt Lane in Fernsehinterviews in Frankreich und Deutschland. Auch wenn sich die konjunkturellen Auswirkungen der zweiten Pandemiewelle noch nicht beziffern lassen, scheint ein Wachstum von über 3 % im vierten Quartal, wie es die makroökonomischen Projektionen vom September unterstellt hatten, nicht mehr realistisch. **Die sich abzeichnende Verschlechterung des wirtschaftlichen Ausblicks relativiert auch die Argumente, mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zu warten.** Es entsteht der Eindruck, dass es hierfür auch andere Gründe gibt, als allein die Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung.

6. Anfang vergangener Woche betonte **Bundesbankpräsident Weidmann** die **Wichtigkeit einer expansiven Geldpolitik** angesichts der niedrigen Inflation und der Gefahr, dass Störungen im Finanzsystem die Krise verstärken könnten. Zugleich warnte er aber auch, dass die **Möglichkeiten einer Zentralbank in dieser Situation begrenzt** seien. Sie könne lediglich dort helfen, wo zu geringe Liquidität oder zu hohe Zinsen das Problem sind. Sie sei aber nicht in der Lage, die Einkommensverluste auszugleichen, die sich aus den Beschränkungen des öffentlichen und wirtschaftlichen Lebens ergeben. Dazu habe die Fiskalpolitik die geeigneteren Instrumente, zumal die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie ungleichmäßig verteilt sind. **Der Ruf nach einer ausreichend expansiven Fiskalpolitik wird im EZB-Rat unisono geteilt.** Insbesondere Präsidentin Lagarde wies mehrfach auf das **Risiko von Klippeneffekten** hin, sollten die Regierungen Kreditgarantien, Kurzarbeiterregelungen und andere Maßnahmen zu früh auslaufen lassen. Im Gegensatz zu Weidmann sehen viele andere Notenbanker in der derzeit hervorgehobenen Bedeutung der Fiskalpolitik aber keinen Grund dafür, dass sich die EZB mit weiteren Maßnahmen zurückhalten sollte. **Präsidentin Lagarde** räumte ein, dass es **unter den Ratsmitgliedern unterschiedliche Auffassungen über die Aufgabenverteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik** gebe. Sie zeigte sich aber auch zuversichtlich, **dass es am Ende gelingen werde, sich auf eine gemeinsame Linie zu verständigen.**

7. Neben der grundsätzlichen Bereitschaft, den konjunkturellen Abwärtsrisiken und der niedrigen Inflation mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zu begegnen, kommt es vor allem darauf an, inwieweit die EZB über die hierfür notwendigen Mittel verfügt. Auf ihrer Sitzung im September bezeichneten die Ratsmitglieder das **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** als **das zentrale Instrument**, um den geldpolitischen Kurs anzupassen, während eine Senkung der Leitzinsen oder Änderungen an den Langfristendern TLTRO-III ebenfalls in Frage kämen. Chefvolkswirt Lane erläuterte gegenüber dem *Wall Street Journal* die Überlegenheit des PEPP gegenüber niedrigeren Leitzinsen, wenn es darum geht, einen temporären Stimulus zu erzeugen. Denn angesichts der Erwartung einer kraftvollen wirtschaftlichen Erholung hätten Wertpapierkäufe einen stärkeren Effekt auf die langfristigen Zinsen als Leitzinssenkungen. Diese Argumentation verliert jedoch an Validität, wenn man davon ausgehen muss, dass sich **die wirtschaftlichen Belastungen durch die Corona-Pandemie länger hinziehen** als bislang angenommen. Dann wird der Druck auf die EZB steigen, entweder die **flexiblen Regeln des PEPP etwas länger in Anspruch zu nehmen**, was konservative Notenbanker kritisch sehen, oder aber den **Einlagensatz noch weiter zu senken**, was



mit Risiken für die Finanzmarktstabilität und die Transmission der Geldpolitik einhergehen würde. Als Kompromiss könnte die EZB die **langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III noch attraktiver machen**. Beispielsweise könnte sie die Zeitspanne verlängern, in der für Banken mit ausreichender Kreditvergabe ein extrem niedriger Zins von bis zu -1 % gilt. Oder sie könnte gleich eine neue Serie solcher Langfristender ankündigen, bei denen die Banken aber wieder etwas ambitioniertere Ziele für die Kreditvergabe erreichen müssten. Dies würde dem auf der September-Sitzung geäußerten Wunsch entgegenkommen, dass **ein möglichst großer Teil der zusätzlichen Liquidität in die Realwirtschaft und nicht in die Vermögenspreise fließen soll**. Alles in allem scheinen die **Möglichkeiten der EZB bei weitem noch nicht erschöpft**. Allerdings wird mit jeder zusätzlichen Maßnahme der Trade-Off zwischen Wirkungen und Nebenwirkungen ungünstiger, was **Konfliktpotenzial unter den Notenbankern** birgt.

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 rechtlicher 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	8,8
Apr 05	3,8	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	9,2
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	11,4
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	26,5	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	8,0
Jun 06	42,2	Jun 10	2,4	Jun 14	-35,4	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	15,0	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	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	33,1	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	-29,6	Apr 19	-5,5
Mai 07	40,5	Mai 11	29,1	Mai 15	-20,3	Mai 19	-13,7
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	-25,7	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	31,8	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	-15,7
Mrz 08	32,5	Mrz 12	-9,9	Mrz 16	-49,5	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	-65,0
Jul 08	15,7	Jul 12	-25,9	Jul 16	-39,7	Jul 20	-46,5
Aug 08	12,2	Aug 12	-23,4	Aug 16	-38,3	Aug 20	-54,6
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		
Nov 08	-80,2	Nov 12	-28,1	Nov 16	-18,8		
Dez 08	-100,0	Dez 12	-23,8	Dez 16	-8,7		