



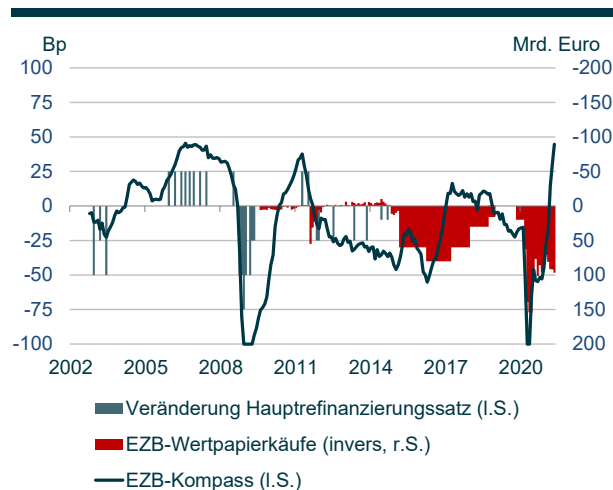
Deka-EZB-Kompass: Die Kommunikation ist entscheidend

■ Der Deka-EZB-Kompass verzeichnete den sechsten Anstieg in Folge und kletterte im Mai auf 44,8 Punkte. Es fällt jedoch nach wie vor schwer, hieraus Aussagen über die zukünftige Geldpolitik abzuleiten. Denn die sehr hohen Werte der Konjunktursäule spiegeln eine wirtschaftliche Erholung wider, die die EZB ausdrücklich unterstützen will. Gleichzeitig führt sie die Anzeichen für einen zunehmenden Preisauftrieb, die sich in der Inflationsssäule niederschlagen, zum größten Teil auf temporäre Einflüsse zurück.

■ Im Vorfeld dieser Ratssitzung haben einige Mitglieder sehr deutlich dafür plädiert, die Wertpapierkäufe des PEPP mit zunächst unverändertem Tempo fortzusetzen, während andere der Diskussion nicht vorgeifen wollten. Wichtiger als diese Entscheidung selbst ist jedoch, wie die EZB sie in ihre allgemeine Kommunikation einbettet. Sie sollte wieder stärker auf die unterschiedlichen Zielsetzungen ihrer Instrumente hinweisen. Während das PEPP befristet und an die Corona-Pandemie gekoppelt ist, sind das Wertpapierkaufprogramm APP und die niedrigen Leitzinsen ausschließlich auf den mittelfristigen Inflationsausblick gerichtet. Mit dieser Klarstellung würde die EZB die Grundlage dafür legen, die Wertpapierkäufe des PEPP in den nächsten Monaten schrittweise reduzieren zu können, ohne übermäßig heftige Marktreaktionen befürchten zu müssen.

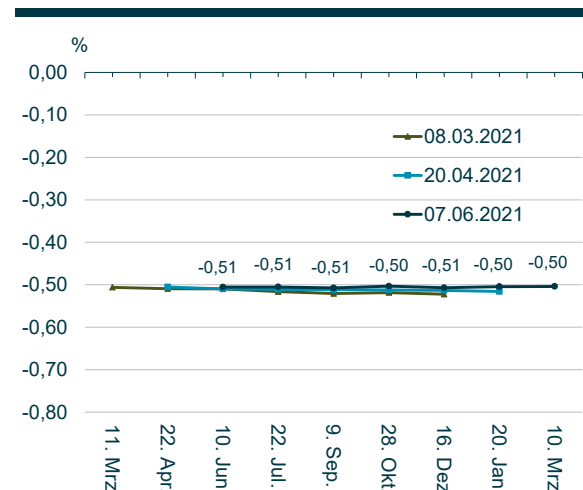
1. Der **Deka-EZB-Kompass** setzte seine steile Aufwärtsbewegung auch im **Mai** fort und kletterte auf **44,8 Punkte**. Ein vergleichbar hohes Niveau verzeichnete er zuletzt im Frühjahr 2011, als die EZB – unter ihrem damaligen Präsidenten Jean-Claude Trichet – zur Überraschung vieler mit Leitzinserhöhungen begann. Kein Wunder also, dass sich die **Akteure an den Finanzmärkten** auf ein **absehbares Ende der äußerst expansiven Geldpolitik** einstellen. Die Notenbanker beobachten die daraus resultierenden Marktentwicklungen allerdings mit Sorge. Zwar sind sie unterschiedlicher Auffassung darüber, inwieweit steigende Renditen von Staatsanleihen ein Risiko für den Aufschwung im Euroraum darstellen. Sie scheinen aber weitgehend einig, dass unrealistische Erwartungen über den zukünftigen Kurs der EZB zu einer **Straffung der Finanzierungsbedingungen** führen könnten, **die den Zielsetzungen der Geldpolitik zuwiderläuft**. Vordergründig steht bei dieser Ratssitzung die Frage im Mittelpunkt, ob die EZB die **Wertpapierkäufe des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** mit dem seit März erhöhten Tempo fortsetzen oder wieder ein wenig drosseln sollte. Im Hintergrund geht es jedoch um viel mehr. Denn die Notenbanker müssen davon ausgehen, dass jede Änderung am PEPP auch auf die Markterwartungen über ihre anderen Instrumente ausstrahlt. Auf diese Weise können **selbst kleine und durchaus begründbare Anpassungen der Geldpolitik unerwünscht große Marktreaktionen** hervorrufen. Um dies zu verhindern, sollte die EZB den Erwartungen der Marktteilnehmer einen möglichst stabilen Halt geben. Dazu gehört zum einen zu erläutern, warum der EZB-Rat – anders als seine Vorgänger im Jahr 2011 – überzeugt davon ist, dass der **derzeitige Inflationsschub lediglich temporärer Natur** sein wird. Zum anderen sollte die EZB die **einzelnen Stufen des geldpolitischen Ausstiegs voneinander entkoppeln**. Wenn klar ist, dass ein sukzessives Auslaufenlassen des PEPP von anderen Erwägungen abhängt als die Beendigung auch der Wertpapierkäufe des

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank



Asset Purchase Programme (APP) und anschließende Leitzinserhöhungen, haben Marktteilnehmer weniger Grund, von der einen Entscheidung auf die andere zu schließen. Indem die EZB die **Voraussetzungen für die verschiedenen Schritte des geldpolitischen Ausstiegs** verständlich darlegt, kann sie die **Gefahr unerwünschter Marktreaktionen reduzieren, ohne sich unnötig die Hände binden zu müssen**.

2. Die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses übertraf im Mai ihren bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2000** und deutet damit scheinbar auf einen regelrechten Boom hin. Die hohen Werte der **Stimmungsindikatoren** untermauern die makroökonomischen Projektionen der EZB, die für das laufende und die nächsten Quartale ein **weit überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum** vorhersagen. Auch zahlreiche Notenbanker betonten, dass sich der wirtschaftliche Ausblick durch die voranschreitenden Impfungen und die Aussicht auf weitere Lockerungen der Kontaktbeschränkungen aufgehellt habe. Sie betrachten diese Entwicklung jedoch auch in einem breiteren zeitlichen Kontext. So verwies **EZB-Chefvolkswirt Lane** vor vier Wochen in einem Zeitungsinterview auf den **niedrigen Startpunkt dieser wirtschaftlichen Erholung**. Das Bruttoinlandsprodukt läge derzeit vier bis fünf Prozent unter dem Niveau des Jahres 2019. Es werde noch etwa ein Jahr dauern, diese Lücke zu schließen, während am Arbeitsmarkt noch deutlich später mit einer Rückkehr zur Normalität zu rechnen sei. Insofern nimmt Lane die starke wirtschaftliche Dynamik, die in der Konjunktursäule zum Ausdruck kommt, zwar erfreut zur Kenntnis. Er sieht in ihr jedoch keinen Grund, die expansive Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik schon jetzt zurückzufahren. In die gleiche Richtung wies **Präsidentin Lagarde** in der vergangenen Woche, indem sie argumentierte, **die Stimulierung müsse bis weit in die Erholung hinein fortgesetzt werden**.

	Aktuell Mai 21	Vor einem Jahr Mai 20		Aktuell Mai 21	Vor einem Jahr Mai 20
Einkaufsmanagerindex (Composite)	57,1	31,9	Gesamtinflationsrate in % yoy	2,0	0,1
Economic Sentiment	114,5	70,2	Kerninflationsrate in % yoy	0,9	0,9
Industrieproduktion in % yoy	21,0	-20,2	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	4,7	-0,7
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	4,4	-10,2	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	7,7	-2,8
Konjunktursäule	81,2	-100,0	Inflationsprognose Consensus	1,5	0,6
Außenfinanzierungskosten in %*	2,5	3,8	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)		
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,9	5,2		26,1	10,2
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	7,0	1,4	Inflationssäule	36,6	-62,6
Finanzierungssäule	19,5	4,6	Score EZB-Kompass	44,8	-100,0

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** spiegelt nach wie vor äußerst günstige Bedingungen wider, hat sich in den letzten Monaten jedoch auf einem etwas niedrigeren Niveau eingependelt als zu Jahresanfang. Während die **Außenfinanzierungskosten der Unternehmen** relativ stabil nahe ihrer historischen Tiefstände notieren, hat sich die **Wachstumsrate der Buchkredite** deutlich abgeflacht. Dies ist zum Teil Basiseffekten infolge der außergewöhnlich starken Kreditvergabe im Frühjahr 2020 geschuldet. Es fällt aber auch auf, dass die Kredite an Unternehmen zuletzt sehr volatil gewesen sind, mit einem starken Anstieg im März, gefolgt von einem Rückgang im April. Möglicherweise haben einige Banken Kreditabschlüsse in den März vorgezogen, weil am Monatsende ein **wichtiger Stichtag** gelegen hat, der für die **Verzinsung der Langfristender TLTRO-III** ausschlaggebend gewesen ist. Unterdessen hat eine Umfrage der EZB gezeigt, dass **kleine und mittlere Unternehmen die Verfügbarkeit finanzieller Mittel derzeit nicht als eines ihrer drängenderen Probleme einstufen**. Die gleiche Umfrage weist aber auch darauf hin, dass sich die **Kreditkonditionen zunehmend zwischen den Größenklassen der Unternehmen unterscheiden**, was oft ein Zeichen für Störungen des bankbasierten Transmissionsprozesses ist. Diese Beobachtungen sowohl über die tatsächliche Kreditvergabe als auch über die Kreditkonditionen könnten die EZB letztlich veranlassen, **im kommenden Jahr weitere TLTROs anzubieten**, wenn auch zu nicht mehr ganz so generösen Konditionen. Verschiedene Ratsmitglieder haben derartige Erwägungen bereits angedeutet. Eine Entscheidung hierüber ist jetzt aber noch nicht zu erwarten.



4. Die **Inflationssäule des EZB-Kompasses** verzeichnete in den vergangenen Monaten einen breit basierten Anstieg. Die Jahresrate der **Verbraucherpreise** erreichte im Mai zum ersten Mal seit Herbst 2018 die **psychologisch wichtige Marke von 2 %**, wofür vor allem Basiseffekte bei den Preisen von Energiegütern verantwortlich sind. Die Erzeuger- und Einfuhrpreise spiegeln eine starke Verteuerung insbesondere von Vorleistungsgütern infolge **globaler Lieferkettenprobleme** wider. Diese Entwicklungen haben sowohl Unternehmen als auch private Haushalte veranlasst, ihre **Preiserwartungen erheblich nach oben zu korrigieren**, während die Inflationsprognosen von Volkswirten in letzter Zeit nur noch geringfügig angehoben wurden. Bisher betrachten die Notenbanker all dies als einen **temporären Inflationsschub**, durch den sie hindurchblicken wollen. Allerdings vertreten sie diese Auffassung mit unterschiedlich starkem Nachdruck. Anfang Mai argumentierte Chefvolkswirt **Lane**, dass dauerhaft höhere Inflationsraten entsprechende Lohnanstiege voraussetzen würden, die er jedoch für äußerst unwahrscheinlich hält. Er rechne deshalb für das kommende Jahr mit einem Rückgang der Inflation in den Bereich von knapp über 1 %. Demgegenüber zeichnete Direktoriumsmitglied **Isabel Schnabel** ein etwas differenzierteres Bild. Auch sie geht im Basisszenario von einer grundsätzlich niedrigen Inflation aus. Gleichzeitig hält sie es aber zumindest für möglich, dass die Unternehmen die derzeitigen Kostensteigerungen in einem größeren Ausmaß auf die Verbraucherpreise überwälzen, als dies in den vergangenen Jahren der Fall gewesen ist. Auch Zweitrundeneffekte mit stärker steigenden Löhnen seien nicht vollkommen ausgeschlossen. Derartige Kommentare von Ratsmitgliedern sind bedeutend, weil die EZB Aussagen zu ihrer zukünftigen Geldpolitik immer mit der Annahme verknüpft, dass die Inflation noch für lange Zeit unter ihrem Zielwert liegen wird. Vor diesem Hintergrund wäre es **fatal, falls Notenbanker und Finanzmärkte von stark unterschiedlichen Inflationsszenarien ausgingen**, denn dann würde die **EZB auch an Fähigkeit verlieren, die längerfristigen Markterwartungen über ihre Geldpolitik zu beeinflussen**. Für die bevorstehende Ratssitzung und Pressekonferenz bedeutet dies, dass die EZB ihre Vorhersage eines nur langsam zunehmenden Preisauftriebs möglichst überzeugend begründen sollte.

5. Im Vorfeld dieser Ratssitzung traten einige Mitglieder der Erwartung entgegen, dass die EZB das **Tempo der Wertpapierkäufe des PEPP schon bald wieder reduzieren** könnte. Frankreichs Notenbankpräsident **Villeroy de Galhau** bezeichnete derartige Überlegungen als „rein spekulativ“. Am weitesten ging Direktoriumsmitglied **Fabio Panetta**, der die Käufe nicht verringern will, ehe die Inflation ihrem Zielwert sehr nahegekommen ist. Andere bemühten sich, potenziellen Änderungen am PEPP keine übertrieben große Bedeutung zukommen zu lassen. **Lane** betonte, dass das **Tempo der Anleihekäufe keinem vorgefertigten Plan folge**, sondern im vierteljährlichen Rhythmus überprüft werde. Es sei für Beobachter daher nicht ratsam, derartige Entscheidungen zu extrapolieren. Auf ähnliche Weise argumentierte **Isabel Schnabel**. Da sich die Käufe an Daten und Marktgegebenheiten ausrichten, sei die **Idee eines „mechanischen Tapering“ auf das PEPP gar nicht anwendbar**. Ihr weiteres Vorgehen will die EZB von zwei Kriterien abhängig machen: der Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und dem mittelfristigen Inflationsausblick. Seit der Ratssitzung im März sind die **Renditen langlaufender Staatsanleihen weiter angestiegen**. Allerdings machte Schnabel hier auf einen wesentlichen Unterschied aufmerksam. In den ersten Monaten des Jahres sei der Renditeanstieg vor allem vom US-Rentenmarkt ausgegangen, worauf die EZB mit höheren Anleihekäufen des PEPP reagierte. Derzeit spiegelten die höheren Renditen aber in erster Linie einen besseren Wachstumsausblick für den Euroraum wider. Schnabel hält die **Finanzierungsbedingungen** daher für **unverändert gut**. Wenn man gleichzeitig davon ausgeht, dass die EZB ihre **Inflations-Projektionen leicht anheben** wird, weil die letzten Datenveröffentlichungen höher ausgefallen sind als erwartet, ergibt sich zumindest ein **kleiner Ermessensspielraum, das Tempo der Wertpapierkäufe wieder ein wenig zu drosseln**. Ob die EZB diesen nutzt, dürfte auch entscheidend davon abhängen, inwieweit sich die Notenbanker zutrauen, einen solchen Schritt in eine **Kommunikation** einzubetten, mit der sie **an den Finanzmärkten keine falschen Erwartungen hervorrufen**.

6. Die Sorge der Notenbanker vor einer **ungewollten Straffung der Finanzierungsbedingungen** hängt zum Teil damit zusammen, dass Marktteilnehmer aus Änderungen an einem geldpolitischen Instrument – in diesem Fall des PEPP – auch auf andere Instrumente schließen, wie die Wertpapierkäufe des APP oder die Leitzinsen. Dem EZB-Rat ist dieses Problem durchaus bewusst. Wie in der Zusammenfassung der Ratssitzung vom 22. April zu lesen ist, empfahl Chefvolkswirt Lane, in der **Kommunikation** darauf hinzuweisen, dass das **PEPP lediglich einer von mehreren Bestandteilen einer stark expansiven Geldpolitik** ist. Und **auch nach seinem Ende sei ein ausreichender monetärer Stimulus erforderlich**. Auf der anschließenden Pressekonferenz war diese Botschaft jedoch nicht wirklich wahrzunehmen. Präsidentin Lagarde hob mehrfach hervor, dass der Rat nicht über ein Auslaufenlassen des PEPP diskutiert habe. Auf die anderen Instrumente ging sie kaum ein. Seitdem



haben verschiedene Ratsmitglieder dies nachgeholt. Sie brachten dabei für die Zeit nach dem PEPP sogar zusätzliche Wertpapierkäufe im Rahmen des APP oder Leitzinssenkungen ins Spiel. Für die jetzt anstehende Ratssitzung und Pressekonferenz wird es darauf ankommen, die **Unterschiede zwischen dem PEPP und den übrigen Instrumenten** stärker zu betonen. Das PEPP ist ausdrücklich temporär und an die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie geknüpft, wobei die Inflation einer von mehreren Aspekten ist. Demgegenüber sind die Wertpapierkäufe des APP und die Leitzinsen ausschließlich auf den mittelfristigen Inflationsausblick gerichtet. Die Hürden für eine Straffung liegen hier deshalb ungleich höher als beim PEPP. Wenn es der EZB gelingt, den Marktteilnehmern dies bewusst zu machen, sollten ihr **kleine und schrittweise Anpassungen des PEPP weniger schwerfallen**.

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	-29,9	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	7,9
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	9,0
Nov 06	43,1	Nov 10	18,2	Nov 14	-37,0	Nov 18	1,7
Dez 06	44,4	Dez 10	22,0	Dez 14	-42,7	Dez 18	-5,4
Jan 07	44,4	Jan 11	27,0	Jan 15	-46,1	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	-9,7
Apr 07	40,4	Apr 11	37,7	Apr 15	-29,6	Apr 19	-5,7
Mai 07	40,5	Mai 11	29,2	Mai 15	-20,3	Mai 19	-13,3
Jun 07	43,4	Jun 11	22,4	Jun 15	-20,9	Jun 19	-13,5
Jul 07	34,9	Jul 11	11,9	Jul 15	-16,8	Jul 19	-18,2
Aug 07	37,1	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	-20,4
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	-18,9
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	0,3	Sep 12	-27,0	Sep 16	-32,2	Sep 20	-54,8
Okt 08	-34,5	Okt 12	-28,6	Okt 16	-26,1	Okt 20	-51,6
Nov 08	-80,2	Nov 12	-28,0	Nov 16	-18,8	Nov 20	-52,8
Dez 08	-100,0	Dez 12	-23,8	Dez 16	-8,7	Dez 20	-44,5
Jan 09	-100,0	Jan 13	-22,1	Jan 17	0,3	Jan 21	-27,7
Feb 09	-100,0	Feb 13	-26,3	Feb 17	9,2	Feb 21	-17,7
Mrz 09	-100,0	Mrz 13	-25,5	Mrz 17	9,1	Mrz 21	14,4
Apr 09	-100,0	Apr 13	-32,6	Apr 17	16,3	Apr 21	30,2
Mai 09	-93,3	Mai 13	-31,4	Mai 17	10,5	Mai 21	44,8
Jun 09	-88,5	Jun 13	-29,6	Jun 17	9,0		
Jul 09	-81,3	Jul 13	-27,9	Jul 17	7,6		
Aug 09	-75,4	Aug 13	-27,1	Aug 17	8,9		
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	-65,9	Nov 13	-29,1	Nov 17	8,8		
Dez 09	-53,3	Dez 13	-33,0	Dez 17	6,4		