



Deka-EZB-Kompass: Lagardes Premiere

■ Einem weiteren Rückgang des Deka-EZB-Kompasses im Oktober folgte ein etwas stärkerer Anstieg auf -18,2 Punkte im November. Ausschlaggebend hierfür waren Schwankungen der Konjunktur- und der Inflationssäule, die aber beide nach wie vor weit unter der Nulllinie liegen. Demgegenüber wird die Finanzierungssäule durch die expansive Geldpolitik immer weiter in den positiven Bereich gehoben.

■ Bei seiner ersten Sitzung mit Christine Lagarde als Präsidentin dürfte der EZB-Rat bemüht sein, Kontinuität in seiner Geldpolitik zu demonstrieren. Die Forward Guidance zu Leitzinsen und Wertpapierkäufen dürfte unverändert bleiben und Lagarde auf der Pressekonferenz Aussagen vermeiden, die die herrschenden Markterwartungen gravierend verändern könnten.

■ Die angekündigte Überprüfung der geldpolitischen Strategie dürfte unter anderem den Umgang mit dem Inflationsziel und die Gefahren einer für lange Zeit stark expansiven Geldpolitik zum Gegenstand haben. Wie das Beispiel der US-amerikanischen Fed zeigt, sollte man jedoch nicht mit schnellen Ergebnissen rechnen. Im äußersten Fall dürfte Lagarde bei der bevorstehenden Pressekonferenz die Fragestellungen der Strategieanalyse etwas eingrenzen und einen groben Zeitplan vorlegen.

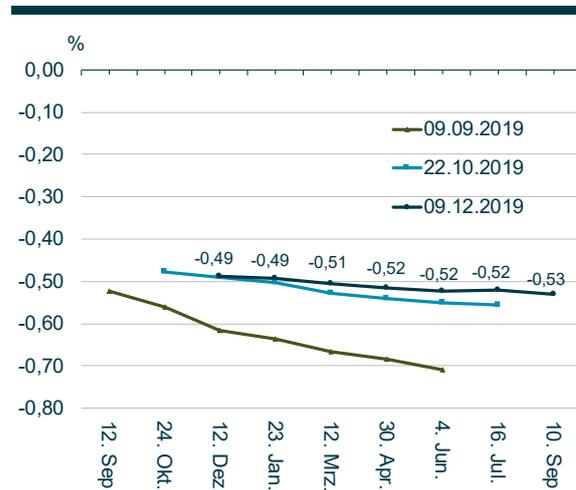
1. Nach einem erneuten Rückgang im Oktober ist der **Deka-EZB-Kompass im November ein gutes Stück angestiegen**. Mit **-18,2 Punkten** liegt er aber nach wie vor auf einem Niveau, das den Bedarf einer stark expansiven Geldpolitik anzeigt und die umstrittene Lockerung vom September weiterhin angemessen erscheinen lässt. Bei ihren **ersten öffentlichen Auftritten als EZB-Präsidentin** äußerte sich **Christine Lagarde** nur rudimentär zur Geldpolitik. Sie verteidigte den aktuellen Kurs der EZB und unterstrich die Bereitschaft, auf eine eventuelle Verschlechterung des wirtschaftlichen Ausblicks zu reagieren. Gleichzeitig sicherte sie jedoch auch zu, wachsam gegenüber schädlichen Nebenwirkungen der stark expansiven Ausrichtung zu sein. Wir sehen im Spagat dieser Aussagen den **Versuch Lagardes, die unterschiedlichen Lager im EZB-Rat hinter sich zu eilen**. Bei der Suche nach dem kleinsten gemeinsamen Nenner könnte auch die **systematische Überprüfung der geldpolitischen Strategie** helfen, die in naher Zukunft beginnen soll. Denn wenn sich die Notenbanker einig darüber wären, welchen Wert für die Inflationsrate sie anstreben, wie sie auf langanhaltende Zielverfehlungen reagieren wollen und wie weit ihr Mitteleinsatz dabei gehen darf, sollte es ihnen auch leichter fallen, sich auf einen konkreten geldpolitischen Kurs zu verständigen. Zwar tritt Präsidentin Lagarde hier auf die Bremse, indem sie betont, dass sich die **EZB für die Überprüfung ihrer Strategie ausreichend Zeit nehmen** müsse. Allerdings ist allen Beteiligten klar, dass die Ergebnisse dieser Untersuchung **wichtige Leitplanken für die geldpolitischen Entscheidungen in den kommenden Jahren** setzen werden. Verschiedene Ratsmitglieder haben sich daher schon jetzt positioniert und ihre Vorstellungen dargelegt. Der **Kampf um die Meinungsführerschaft** hat bereits begonnen.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank



2. Die **Konjunktursäule des EZB-Kompasses** verbesserte sich im November zum ersten Mal seit sechs Monaten, spiegelt aber nach wie vor ein weit unterdurchschnittliches Wachstum wider. Auf ihrer Sitzung am 24. Oktober sahen die Ratsmitglieder das Risiko, dass die **wirtschaftliche Schwächephase länger anhalten könnte als in den makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs vorhergesehen**. Insbesondere waren sie besorgt über Anzeichen dafür, dass die Flaute im verarbeitenden Gewerbe auf die bislang robusten Dienstleistungssektoren ausstrahlen könnte. Anfang Dezember wiederholte Präsidentin Lagarde diese Befürchtung vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europaparlaments, und trotz der Aufwärtsrevision seines November-Wertes gibt der Einkaufsmanagerindex für die Dienstleister in dieser Hinsicht noch keine Entwarnung. Es ist daher **denkbar, dass die Volkswirte des Eurosystems ihre Vorhersagen für das Wirtschaftswachstum erneut ein wenig nach unten korrigieren**. Insbesondere könnten sie die erwartete Wachstumsrate für das Jahr 2020, die bislang bei 1,2 % steht, etwas reduzieren und dadurch besser mit dem aktuellen Datenrand in Einklang bringen. Diese Fortsetzung der langen Serie von Abwärtsrevisionen würde die Finanzmärkte daran erinnern, dass **über eine potenzielle weitere Lockerung der Geldpolitik das letzte Wort noch nicht gesprochen** ist.

	Aktuell Nov 19	Vor einem Jahr Nov 18		Aktuell Nov 19	Vor einem Jahr Nov 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	50,6	52,7	Gesamtinflationsrate in % yoy	1,0	1,9
Economic Sentiment	101,3	109,4	Kerninflationsrate in % yoy	1,3	0,9
Industrieproduktion in % yoy	-1,0	-2,9	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	0,3	1,5
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,6	-0,2	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	-2,3	2,3
Konjunktursäule	-13,5	1,1	Inflationsprognose Consensus	1,2	1,7
Außenfinanzierungskosten in %*	2,9	3,8	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)	10,1	18,5
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	3,3	2,8	Inflationssäule	-32,0	3,3
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	-1,9	-0,6	Score EZB-Kompass	-18,2	1,5
Finanzierungssäule	19,6	-2,5			

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

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

3. Die **Finanzierungssäule des EZB-Kompasses** setzte ihren Aufwärtstrend im November fort und bringt zum Ausdruck, dass die **Unternehmen derzeit so leicht an Geld kommen wie zuletzt im Vorfeld der globalen Finanzkrise**. Eine solche Entwicklung haben die Mitglieder des EZB-Rats aufgrund der im September beschlossenen Maßnahmen durchaus antizipiert, wie die Zusammenfassung ihrer Oktober-Sitzung zeigt. Ende November hob Chefvolkswirt Philip Lane das **kräftige Wachstum der Kreditvergabe** hervor. Es bringe zum Ausdruck, dass die **Transmission der Geldpolitik weiterhin funktioniere** und die EZB noch nicht die sogenannte Reversal Rate erreicht habe, also das Leitzinsniveau, ab dem weitere Senkungen mehr schaden als nutzen. In der Tat entwickelte sich die Kreditvergabe in diesem Jahr auffallend besser, als es realwirtschaftliche Indikatoren, wie etwa die Einkaufsmanagerindizes, hätten erwarten lassen. Man kann dies als Erfolg der expansiven Geldpolitik verbuchen. Allerdings reichen die Daten zu den Geldmengen- und Kreditaggregaten bislang nur bis Oktober, sodass sie die Effekte der jüngsten Lockerung noch nicht im vollen Umfang widerspiegeln können. Die **Diskussion über schädliche Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik** insbesondere auf das Bankensystem dürfte sich daher fortsetzen.

4. Nach erheblichen Rückgängen in den vorangegangenen Monaten erholte sich die **Inflationssäule des EZB-Kompasses** im November ein wenig. Mit -32,0 Punkten deutet sie aber nach wie vor an, dass die EZB vom Erreichen ihres Inflationsziels noch weit entfernt ist. Ihr jüngster Anstieg beruht zu einem großen Teil darauf, dass die **Kerninflationsrate** vorläufigen Schätzungen für November zufolge relativ **deutlich auf 1,3 % zulegte**. Allerdings ist unklar, inwieweit es sich dabei tatsächlich um eine Zunahme des trendmäßigen Preisauftriebs handelt oder nur um einen **statistischen Sondereffekt**. Hintergrund hierfür sind methodische Änderungen bei der **Berechnung der Preise von Pauschalreisen in Deutschland**. Die Bundesbank schätzt, dass die Kernrate des HVPI in Deutschland dadurch im dritten Quartal um 0,6 Prozentpunkte nach unten verzerrt gewesen ist. Im November könnte aber ein erheblicher Messfehler nach oben vorgelegen haben. Auf den Sitzungen des EZB-Rats wurde diese Problematik bereits mehrfach angesprochen. **Die ohnehin schwierige Diskussion über die angemessene**



Geldpolitik wird zusätzlich erschwert, weil die offiziellen Inflationszahlen derzeit mit außergewöhnlich großer Unsicherheit behaftet sind. Die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen sind weiterhin nach unten gerichtet. Bemerkenswert ist, dass die **deutschen Einfuhrpreise** unter Ausschluss von Öl zuletzt knapp unter dem Niveau vom Oktober 2008 lagen. Dies bringt zum Ausdruck, wie stark globale Faktoren den Preisauftrieb im Euroraum in den vergangenen Jahren gedämpft haben. Die Preiserwartungen von Unternehmen und privaten Haushalten gaben im November wieder ein wenig nach. Dies ist eine Entwicklung, die auch Präsidentin Lagarde mit Besorgnis beobachtet. Vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europaparlaments wies sie darauf hin, dass sowohl aus Umfragen gewonnene als auch marktbasierende **Indikatoren für die Inflationserwartungen auf oder nahe ihren historischen Tiefständen** liegen.

5. Bei seiner ersten Sitzung unter der neuen Präsidentin dürfte sich der EZB-Rat bemühen, **Kontinuität** in seiner Geldpolitik zu demonstrieren. Die **Forward Guidance** zu den zukünftigen Leitzinsen und Wertpapierkäufen sollte unverändert bleiben. Das Eingangsstatement dürfte weiterhin auf die **Notwendigkeit einer für längere Zeit stark akkommodierenden Geldpolitik** hinweisen und die Bereitschaft unterstreichen, bei **Bedarf alle verfügbaren Instrumente anzupassen**. Da für die nähere Zukunft keine neuen geldpolitischen Impulse erwartet werden, dürften sich weite Teile der Pressekonferenz jedoch auf andere derzeit prominente Themen konzentrieren. Dies sind unter anderem die angekündigte **Überprüfung der geldpolitischen Strategie** sowie die **Nebenwirkungen der ultra-expansiven Geldpolitik**.

6. Die EZB ist nicht die einzige Zentralbank, die ihre **etablierten Vorgehensweisen auf den Prüfstand** stellt. Anders als beispielsweise die US-amerikanische Fed tut sie dies jedoch **vor dem Hintergrund sehr niedriger Inflationsraten und eines extremen Instrumenteneinsatzes**. Deshalb lässt sich die Diskussion über die angemessene geldpolitische Strategie hierzulande nicht vollkommen vom geldpolitischen Tagesgeschäft trennen. Ein zentrales Element der Strategie ist das **Inflationsziel**. Bei der jetzt anstehenden Überprüfung geht es weniger um das Niveau des Inflationsziels als vielmehr um seinen symmetrischen Charakter und seine Mittelfristigkeit. Zahlreiche Notenbanker fordern ein höheres Maß an **Flexibilität** für die Geldpolitik, meinen damit aber nicht notwendigerweise das Gleiche. Vertreter des Falkenlagers, wie Bundesbankpräsident Weidmann und sein niederländischer Amtskollege Knot, verweisen darauf, dass die Inflation über die letzten Jahrzehnte träger geworden sei, sodass Zielverfehlungen länger anhielten. Die Zentralbank dürfe hierauf jedoch nicht mit einem immer radikaleren Instrumenteneinsatz reagieren, sondern müsse **für das Erreichen des Inflationsziels schlicht mehr Zeit einkalkulieren**. Der wesentliche Kritikpunkt an dieser Sichtweise ist, dass bei einer Dominanz von Zielverfehlungen nach unten mit der Zeit auch die Inflationserwartungen der breiten Öffentlichkeit erodieren werden, was zusätzlichen Abwärtsdruck auf die tatsächliche Preisentwicklung hervorruft. Um diese negativen Rückkopplungseffekte zu vermeiden schlagen andere Notenbanker vor, **das Inflationsziel vorsätzlich für eine gewisse Zeit zu überschreiten**, um vorangegangene Phasen mit einer zu geringen Teuerung auszugleichen. Die Flexibilität besteht hier darin, dass die Zentralbank auf fallende Inflationsraten nicht nur mit ihrem aktuellen Instrumenteneinsatz reagiert, sondern darüber hinaus auch ankündigen kann, den expansiven Kurs selbst bei wieder zunehmendem Preisauftrieb noch für eine Weile beizubehalten. Die dadurch hervorgerufenen Erwartungseffekte sollen den monetären Stimulus in der Gegenwart verstärken. Die Falken halten dies jedoch für wenig aussichtsreich, weil die Inflationserwartungen von privaten Haushalten und Unternehmen nicht ausreichend stark auf Ankündigungen der Zentralbank reagieren würden. Außerdem sei in diesem Ansatz die geldpolitische Reaktionsfunktion, also der systematische Zusammenhang zwischen wirtschaftlichem Umfeld und Instrumenteneinsatz, weniger deutlich zu erkennen, was an den Finanzmärkten die Erwartungsbildung über die zukünftige Geldpolitik erschwere. **Die Diskussion über die bestmögliche geldpolitische Strategie ist noch nicht entschieden und verspricht spannend zu werden**. Allerdings sollte man zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht zu viel erwarten, wie das Beispiel der Fed zeigt. Sie kündigte die Überprüfung ihrer geldpolitischen Vorgehensweise bereits im November 2018 an, aber die Ergebnisse dürften noch einige Monate auf sich warten lassen. **Bei der jetzt anstehenden Pressekonferenz dürfte Präsidentin Lagarde allenfalls die Fragestellungen der bevorstehenden Analysen etwas präzisieren und einen groben Zeitrahmen abstecken**.

7. Strategien, die ein temporäres Überschießen des Inflationsziels vorsehen, werden vom Falkenlager auch deshalb abgelehnt, weil sie die EZB dazu anhalten würden, umso länger an ihrer derzeitigen Geldpolitik festzuhalten. Die Gefahr, dass sich mit der Zeit **Risiken im Finanzsystem aufbauen**, würde mit einer solchen Strategie also umso größer. Die EZB hat in ihrem im November erschienenen **Financial Stability Review** selbst auf den Spagat hingewiesen, den sie im Augenblick betreibt: Expansive Geldpolitik erreicht ihre Effekte auf die Realwirtschaft zu einem großen Teil dadurch, dass sie wirtschaftliche Akteure



zu einer größeren Risikoübernahme animiert. Im Gegenzug steigt dadurch aber die Anfälligkeit des Finanzsystems für externe Schocks. Ex-Präsident Draghi hat derartige Bedenken stets mit dem Verweis auf die **makroprudenzielle Politik** beiseitegeschoben. Mittlerweile scheint bei der EZB jedoch ein Umdenken eingesetzt zu haben, und Ratsmitglieder versprechen bei ihren öffentlichen Auftritten regelmäßig, aufmerksam auf potenzielle Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik zu achten. Dieses Thema wird sicherlich auch bei den strategischen Überlegungen der EZB eine Rolle spielen, duldet jedoch keinen Aufschub, bis die Überprüfung der geldpolitischen Strategie abgeschlossen ist. Die EZB steht vor der Wahl, entweder dafür zu sorgen, dass das makroprudenzielle Instrumentarium ausgebaut und konsequenter eingesetzt wird oder **der finanziellen Stabilität bei ihren geldpolitischen Entscheidungen ein höheres Gewicht einzuräumen.**

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	-44,9
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	9,0	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	9,0
Feb 06	26,6	Feb 10	-35,7	Feb 14	-29,8	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	8,6
Jul 06	43,0	Jul 10	8,5	Jul 14	-33,0	Jul 18	10,7
Aug 06	45,5	Aug 10	9,5	Aug 14	-34,4	Aug 18	10,0
Sep 06	42,6	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	44,4	Dez 10	21,8	Dez 14	-42,9	Dez 18	-5,8
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	40,5	Apr 11	37,6	Apr 15	-29,7	Apr 19	-6,1
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	-19,0
Aug 07	37,2	Aug 11	5,0	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	-23,1
Nov 07	35,2	Nov 11	-13,5	Nov 15	-30,4	Nov 19	-18,2
Dez 07	34,5	Dez 11	-16,6	Dez 15	-32,5		