

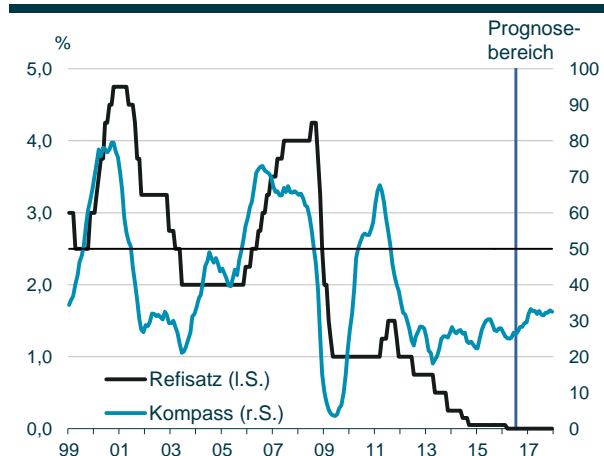
Deka-EZB-Kompass: Wieder auf dem Prüfstand

■ Der Deka-EZB-Kompass verzeichnete im Juni einen relativ kräftigen Anstieg um 1,4 Punkte auf 26,7. Vor allem die Inflations- und Kostenindikatoren haben sich auf niedrigem Niveau verbessert, während die Konjunkturdaten unverändert gute Beurteilungen erfahren. Insofern steht die Aufwärtsbewegung des EZB-Kompasses in Einklang mit der verhalten optimistischen Wahrnehmung der Notenbanker bei ihrer jüngsten Ratssitzung Anfang Juni. Man muss jedoch hinterfragen, inwieweit diese Einschätzung nach dem EU-Referendum im Vereinigten Königreich noch Bestand hat. Prognoseänderungen, die wir seitdem vorgenommen haben, schlagen sich in einem flacheren Verlauf des EZB-Kompasses in den kommenden anderthalb Jahren nieder.

■ Wir hatten schon nach der Pressekonferenz Anfang Juni den Eindruck, dass die EZB eine Verlängerung ihres Wertpapierankaufprogramms über März 2017 hinaus vorbereitet. Gleichwohl rechnen wir mit einer formellen Ankündigung dieses Schritts erst bei der übernächsten Sitzung im September, zumal dann auch wieder neue makroökonomische Stabsprojektionen vorliegen. Bei dem jetzt bevorstehenden Treffen dürften technische Anpassungen an den Regeln des Programms im Vordergrund stehen, mit denen die EZB auf die zunehmende Verknappung der Staatsanleihen einiger Mitgliedsländer reagieren muss. Wir gehen davon aus, dass sie Anleihekäufe auch bei Renditen unterhalb des Einlagensatzes zulassen und die Obergrenze der Käufe pro Anleihe und Emittent von 33 % auf 50 % anheben wird. Dies wäre aus unserer Sicht ein Vorbote für eine bevorstehende Verlängerung des Wertpapierankaufprogramms und zugleich auch eine Absage an radikalere Schritte wie eine Loslösung der Staatsanleihekäufe vom Eigenkapitalschlüssel der EZB oder eine erneute Senkung des Einlagensatzes.

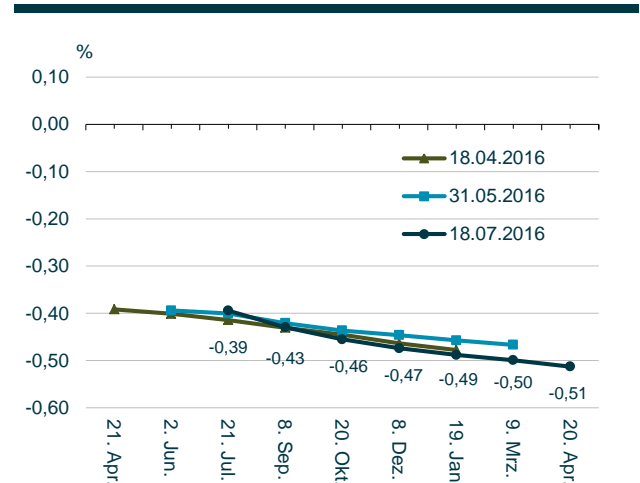
1. Der **Deka-EZB-Kompass** kletterte im **Juni** auf **26,7 Punkte**. Er liegt damit zwar immer noch unter dem Niveau von knapp 28, das er im Durchschnitt des vergangenen Jahres verzeichnet hatte. Sein relativ kräftiger Anstieg im Monatsvergleich steht jedoch **im Einklang mit der Wahrnehmung der Notenbanker**, die im Protokoll ihrer Ratssitzung vom 2. Juni zum Ausdruck kommt. Demnach schreite die **wirtschaftliche Erholung mit moderatem, aber stetigem Tempo** voran, unter anderem gestützt durch die expansive Geldpolitik. Man muss diese verhalten optimistische Einschätzung jedoch hinterfragen, nachdem die Bevölkerung des Vereinigten Königreichs für den Austritt aus der EU votiert hat. Zwar sind die **Auswirkungen des Brexit auf die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum** zum jetzigen Zeitpunkt noch mit sehr großen Fragezeichen behaftet. Forschungsinstitute und Banken beginnen jedoch, ihre Prognosen nach unten zu korrigieren. Gemäß der jüngsten Umfrage von Consensus Economics gehen die Analysten im Durchschnitt für das kommende Jahr von einem Wirtschaftswachstum von nur noch 1,3 % aus. Im Juni lag diese Erwartung noch bei 1,6 %. Auch wir haben Revisionen in einer vergleichbaren Größenordnung vorgenommen, die sich in den prognostizierten Verläufen einiger der Indikatoren niederschlagen, die in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließen. In der Konsequenz **rechnen wir nun für die kommenden anderthalb Jahre mit einem noch geringeren Anstieg des EZB-Kompasses**, als wir ihn im Vorfeld der letzten Ratssitzung Anfang Juni antizipiert hatten. Darin kommt zum Ausdruck, dass der Brexit das vorrangigste Problem der EZB noch weiter verschärfen könnte: Sie un-

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank:

terschreitet seit langem ihr Inflationsziel und abgesehen von den Effekten des wieder gestiegenen Ölpreises gibt es kaum Anzeichen für einen im Trend zunehmenden Preisauftrieb. Deshalb steht die **EZB in den kommenden Monaten erneut vor der Frage, ob sie ihre Geldpolitik noch weiter lockern sollte.**

2. Die Konjunkturdaten entwickelten sich zuletzt eher unauffällig. Der **Einkaufsmanagerindex** bewegt sich seit Jahresanfang stabil seitwärts bei etwa 53 Punkten und das breiter gefasste **Economic Sentiment** gab im Juni nur minimal auf 104,4 nach. Auf diese **Stimmungsindikatoren** wird in den nächsten Monaten ein besonderes Augenmerk gelegt werden, um zu beobachten, ob der sich **anbahnende EU-Austritt des Vereinigten Königreichs** auch in der Eurozone zur **Verunsicherung von Unternehmen und privaten Haushalten** führt. Der von uns prognostizierte Verlauf des EZB-Kompasses unterstellt, dass Einkaufsmanagerindex und Economic Sentiment von ihren überdurchschnittlich hohen Niveaus aus leicht nachgeben, aber keinesfalls einbrechen. Die **Industrieproduktion** verzeichnete im Mai erneut einen kräftigen Rückgang im Monatsvergleich, der aber weniger auf das seinerzeit bevorstehende EU-Referendum im Vereinigten Königreich als vielmehr auf das allgemein schwache weltwirtschaftliche Umfeld zurückgeführt werden muss. Ihre Veränderungsrate über die vergangenen sechs Monate, die in den EZB-Kompass eingeht, lag im Mai bei 1,2 % und damit im Bereich dessen, was man aus jüngerer Vergangenheit gewohnt war. Obwohl dies für eine wirtschaftliche Erholungsphase ohnehin ungewöhnlich wenig ist, rechnen wir auch bei der Industrieproduktion mit einer **vorübergehend weiter abnehmenden Dynamik.**

	Aktuell Jun 16	Vormonat Mai 16	6M-Prognose Dez 16	18M-Prognose Dez 17
Einkaufsmanagerindex (Composite)	53,1	53,1	52,2	52,2
Economic Sentiment	104,4	104,6	103,1	102,7
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,5	0,5	0,2	-0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	1,7	1,2	0,9	0,4
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	1,2	1,1	2,8	3,2
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	-2,7	-2,9	0,2	2,1
Importpreise (Dt.) in % yoy	-4,6	-5,5	1,0	2,3
Lohnkosten in % yoy	1,1	1,1	1,7	1,9
Inflationserwartungen Consensus	1,3	1,2	1,3	1,3
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	5,1	3,4	5,1	5,1
Score EZB-Kompass	26,7	25,3	29,5	32,5
Kompassnadel auf X Grad	180	180	180	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die **Jahresrate der Buchkredite** hat im Mai leicht auf **1,1 %** zugenommen. Allerdings wurde diese Zeitreihe zuletzt oft nach unten revidiert und über die letzten Monate betrachtet ist nicht zu erkennen, dass sich der Anstieg der Kreditaggregate beschleunigt hätte. Die EZB wird weiterhin mit Argusaugen auf die Kreditvergabe schauen. Zwar haben die **Probleme italienischer Banken** mit faulen Krediten und der **Ausgang des EU-Referendums** im Vereinigten Königreich bislang nicht zu einer erheblichen Verschlechterung der Refinanzierungskonditionen für Finanzinstitute aus der Eurozone geführt. Es ist aber nicht auszuschließen, dass die von diesen Entwicklungen ausgehende Verunsicherung die Banken dazu bewegt, sich bei der Gewährung neuer Kredite zurückzuhalten. Zudem ist denkbar, dass ein allgemein nachlassendes Wirtschaftswachstum die Kreditnachfrage dämpft und dadurch der expansiven Geldpolitik den Wind aus den Segeln nimmt. Gleichzeitig dürfte die EZB mit der derzeitigen, eher mäßigen Dynamik der Kreditaggregate alles andere als zufrieden sein. Im Protokoll der Ratssitzung vom 2. Juni war deutlich die Erwartungshaltung der Notenbanker zu erkennen, dass die bereits beschlossenen, aber noch nicht angelaufenen Maßnahmen der Kreditvergabe zusätzlichen Schwung verleihen sollten. Ihr Start war durchaus verheißungsvoll. Das **erste langfristige Refinanzierungsgeschäft des neuen Programms TLTRO II** wurde mit fast 400 Mrd. Euro stark nachgefragt und die EZB konnte in den letzten Wochen mehr **Unternehmensanleihen** kaufen, als viele ihr zugetraut hatten. **Alles andere als eine Beschleunigung der Kreditvergabe wäre aus Sicht der Notenbanker daher eine Enttäuschung.**

4. Die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen weisen zwar immer noch stark negative Jahresraten auf. Bei den **Erzeugerpreisen von Vorleistungsgütern** waren zuletzt aber wieder Anstiege im Monatsvergleich zu beobachten. Gleiches gilt für

die **deutschen Importpreise**, selbst wenn man die Effekte des wieder höheren Ölpreises ausklammert. Beide Kostenindikatoren deuten damit an, dass der dämpfende Einfluss niedriger Rohstoffpreise und schwacher Emerging Markets-Währungen auf die Verbraucherpreise in der Eurozone nachlässt. Der Blick richtet sich damit wieder stärker auf die inländischen Triebfedern der Inflation. Der Anstieg der **Lohnkosten** ist nach wie vor zu schwach, um eine nennenswerte Beschleunigung des Preisauftriebs zu generieren. Zudem herrscht aufgrund der niedrigen Inflationserwartungen die latente Gefahr, dass sich der Trend von Löhnen und Preisen aufgrund von Zweitrundeneffekten noch weiter abschwächt. Zwar haben von **Consensus Economics** befragte Volkswirte im Juni und Juli ihre Prognosen für die Inflationsrate im Jahr 2017 unverändert bei 1,3 % belassen und die **Preiserwartungen der Konsumenten** haben in den letzten Monaten auf niedrigen Niveaus leicht zugenommen. Marktbasierte Maße der langfristigen Inflationserwartungen fielen nach dem EU-Referendum im Vereinigten Königreich jedoch zwischenzeitlich auf neue Tiefstände.

5. Schon lange vor dem Referendum waren wir zu der Überzeugung gelangt, dass die **EZB ihre Wertpapierkäufe letztlich über März 2017 hinaus fortsetzen** wird, weil der Preisauftrieb bis dahin nicht ausreichend an Kraft gewinnt. Dennoch braucht die EZB die Ankündigung eines solchen Schritts weiterhin nicht zu überstürzen, da der sich anbahnende Brexit keine nachhaltigen Schockwellen auf den globalen Finanzmärkten ausgelöst hat und die wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Eurozone noch sehr unsicher sind. Es entspräche daher der Tradition der EZB, eine **Entscheidung über die Verlängerung des Wertpapierankaufprogramms auf die nächste Ratssitzung am 8. September zu vertagen**, zumal dann neue makroökonomische Projektionen des Mitarbeiterstabs vorliegen, die eine Einschätzung der Brexit-Folgen beinhalten werden. Dennoch dürften die Notenbanker bei **dem jetzt anstehenden Meeting** nicht untätig bleiben, denn eine Fortführung der Wertpapierkäufe bedarf einiger **Anpassungen an den Regeln des Programms**. Diese sind nach dem EU-Referendum sogar noch dringlicher geworden, denn der erneute Rückgang der Renditen auf den Staatsanleihemärkten hat zur Folge, dass in Deutschland, den Niederlanden und Finnland das zum Ankauf in Frage kommende Anleiheuniversum nur noch für wenige Monate reicht. Es gibt für die EZB grundsätzlich mehrere Möglichkeiten, mit dieser Verknappung von Staatsanleihen umzugehen.

6. Die wohl wirkungsvollste Rekalibrierung des Wertpapierankaufprogramms bestünde darin, die **Staatsanleihekäufe des Eurosystems vom Eigenkapitalschlüssel zu lösen** und fortan nach anderen Kriterien, wie etwa den ausstehenden Marktvolumina, auf die Mitgliedsländer zu verteilen. Dadurch würde die EZB nicht nur die Knappheit von Bundesanleihen umgehen, die die Umsetzung des Programms vor immer größere Probleme stellt. Sie würde ihre Wertpapierkäufe auch dahin umlenken, wo sie die potenziell größten Effekte entfalten. Denn auf den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer sind noch Spreads vorhanden, deren Einengung sich günstig auf die wirtschaftliche Aktivität auswirken könnte. Dennoch betrachten wir die **Hürden für einen solchen Schritt als sehr hoch**. Die EZB wird froh sein, die Rechtsprechungen des Europäischen Gerichtshofs und des Bundesverfassungsgerichts zu den Outright Monetary Transactions (OMT) weitgehend unbeschadet überstanden zu haben. Würde sie jetzt die Regeln ihres Wertpapierankaufprogramms zugunsten der Peripherie ändern, würde sie sich gleich wieder dem Verdacht aussetzen, ihre Geldpolitik in den Dienst einzelner Mitgliedsländer zu stellen. Wir schließen eine Loslösung der Staatsanleihekäufe vom Eigenkapitalschlüssel damit nicht für alle Zeiten kategorisch aus. Für realistisch halten wir sie jedoch nur als **Notlösung für den Fall, dass wieder massive Sorgen vor einem Auseinanderbrechen der Währungsunion auftreten** und die Risikoprämien auf den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer ähnlich stark ansteigen wie zu Zeiten der Eurokrise. In dem vergleichsweise ruhigen Fahrwasser, in dem sich die Finanzmärkte der Eurozone derzeit befinden, würde eine solche Maßnahme jedoch weitaus weniger Sinn machen.

7. Andere wichtige Parameter des Programms sind die **Kaufobergrenzen von jeweils 33 % der ausstehenden Volumina einer einzelnen Anleihe bzw. eines Emittenten**. Die ursprüngliche Intention, die die EZB mit diesen Regelungen verfolgte, bestand darin zu verhindern, dass die jeweilige nationale Notenbank im Fall einer Restrukturierung der Staatschulden eine **Sperrminorität in Bezug auf die Collective Action Clauses** in den Anleiheverträgen erhalten würde. Dieses Risiko ist für die sichersten Staatsanleihen, insbesondere deutsche Bundesanleihen, aber sehr überschaubar. Von daher dürfte es die EZB nicht daran hindern, so vorzugehen, wie sie es im März bei den Anleihen supranationaler Organisationen getan hat. Als die Käufe dieser Papiere aufgrund eines zu knappen Angebots ins Stocken zu geraten drohten, hat sie die Kaufobergrenzen von 33 % auf 50 % angehoben. Dieser Schritt allein dürfte jedoch nicht genügen, um den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB hinreichend auszuweiten. Denn mit einer Anhebung der Kaufobergrenzen allein wäre sie immer noch nicht in der Lage, die quantitative Lockerung bei Bedarf auch weit über März 2017 hinaus fortzusetzen. Deshalb ist es mindestens ebenso wichtig,



Makro Research
Dienstag, 19. Juli 2016

dass die **EZB die Regel lockert, die Käufe von Anleihen mit Renditen unterhalb des Einlagensatzes von derzeit -0,40 % verbietet**. Dies würde insbesondere der Bundesbank erlauben, einen Teil ihrer Käufe von Bundesanleihen wieder in den kurzen und mittleren Laufzeitbereichen vorzunehmen. Mit der Zinsuntergrenze auf dem Niveau des Einlagensatzes will die EZB verhindern, dass die nationalen Zentralbanken mit ihren Anleihekäufen Verluste machen. Ausschlaggebend hierfür ist jedoch eher die durchschnittliche Rendite des gesamten Portfolios als die einer einzelnen Staatsanleihe. Gerade die **Bundesbank** könnte durchaus bereit sein, Verluste auf einzelne Anleihen in Kauf zu nehmen, wenn sie dafür vom **Zwang entbunden** wäre, **einen immer größeren Teil ihrer Käufe in die langen und sehr langen Laufzeitbereiche zu verlagern**. Denn genau hier vermutet sie die **stärksten Marktverzerrungen** und andere schädliche Nebenwirkungen der quantitativen Lockerung.

8. Es ist nicht auszuschließen, dass die EZB schon bei dieser Ratssitzung beschließt, ihre Wertpapierkäufe auch nach März 2017 zumindest noch für einige Monate fortzusetzen. Aber selbst wenn sie diese Entscheidung vorerst vertagen sollte, würden die beschriebenen **Änderungen an den Regeln des Programms ein klares Signal** liefern, wohin die Reise in den nächsten Monaten gehen wird. Sie wären zugleich aber auch eine zumindest vorläufige **Absage an radikalere Maßnahmen** wie eine **Loslösung der Staatsanleihekäufe vom Eigenkapitalschlüssel** oder eine **erneute Senkung des Einlagensatzes**.

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 01	71,1	Jan 05	44,5	Jan 09	10,3	Jan 13	25,3
Feb 01	66,5	Feb 05	43,1	Feb 09	7,3	Feb 13	21,7
Mrz 01	58,7	Mrz 05	41,8	Mrz 09	5,3	Mrz 13	21,1
Apr 01	54,5	Apr 05	39,8	Apr 09	4,2	Apr 13	18,1
Mai 01	52,0	Mai 05	39,6	Mai 09	3,7	Mai 13	19,1
Jun 01	50,6	Jun 05	41,9	Jun 09	3,5	Jun 13	20,2
Jul 01	44,9	Jul 05	44,2	Jul 09	4,0	Jul 13	22,2
Aug 01	40,5	Aug 05	42,7	Aug 09	5,7	Aug 13	24,9
Sep 01	35,8	Sep 05	46,9	Sep 09	6,5	Sep 13	25,7
Okt 01	30,4	Okt 05	49,6	Okt 09	9,8	Okt 13	25,7
Nov 01	27,5	Nov 05	52,5	Nov 09	15,0	Nov 13	25,3
Dez 01	26,8	Dez 05	56,4	Dez 09	21,7	Dez 13	26,5
Jan 02	28,8	Jan 06	58,5	Jan 10	27,4	Jan 14	28,2
Feb 02	28,5	Feb 06	61,6	Feb 10	31,8	Feb 14	27,1
Mrz 02	29,6	Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,9	Mrz 14	26,5
Apr 02	32,0	Apr 06	67,0	Apr 10	47,5	Apr 14	27,2
Mai 02	31,9	Mai 06	71,1	Mai 10	50,3	Mai 14	27,4
Jun 02	31,3	Jun 06	72,1	Jun 10	52,1	Jun 14	26,4
Jul 02	31,6	Jul 06	72,8	Jul 10	53,7	Jul 14	26,7
Aug 02	31,0	Aug 06	73,0	Aug 10	54,2	Aug 14	24,2
Sep 02	30,3	Sep 06	71,7	Sep 10	53,8	Sep 14	23,8
Okt 02	32,5	Okt 06	71,3	Okt 10	53,8	Okt 14	24,2
Nov 02	31,6	Nov 06	70,9	Nov 10	55,5	Nov 14	23,3
Dez 02	29,3	Dez 06	69,9	Dez 10	57,4	Dez 14	22,4
Jan 03	29,3	Jan 07	67,3	Jan 11	62,5	Jan 15	22,3
Feb 03	30,0	Feb 07	65,8	Feb 11	66,1	Feb 15	25,0
Mrz 03	28,3	Mrz 07	66,0	Mrz 11	67,7	Mrz 15	27,5
Apr 03	26,6	Apr 07	64,8	Apr 11	66,2	Apr 15	29,0
Mai 03	23,6	Mai 07	64,8	Mai 11	63,1	Mai 15	30,0
Jun 03	21,1	Jun 07	66,9	Jun 11	58,4	Jun 15	30,4
Jul 03	21,4	Jul 07	65,8	Jul 11	54,7	Jul 15	30,4
Aug 03	22,8	Aug 07	67,4	Aug 11	51,2	Aug 15	28,9
Sep 03	24,8	Sep 07	65,7	Sep 11	45,8	Sep 15	27,4
Okt 03	26,7	Okt 07	65,6	Okt 11	42,4	Okt 15	27,1
Nov 03	31,2	Nov 07	66,0	Nov 11	39,9	Nov 15	27,8
Dez 03	31,9	Dez 07	65,6	Dez 11	38,3	Dez 15	27,9
Jan 04	33,9	Jan 08	65,0	Jan 12	35,1	Jan 16	26,9
Feb 04	36,3	Feb 08	65,3	Feb 12	32,2	Feb 16	25,7
Mrz 04	37,2	Mrz 08	64,0	Mrz 12	31,7	Mrz 16	25,1
Apr 04	41,0	Apr 08	62,1	Apr 12	29,9	Apr 16	25,0
Mai 04	45,2	Mai 08	61,6	Mai 12	27,6	Mai 16	25,3
Jun 04	46,5	Jun 08	59,0	Jun 12	24,5	Jun 16	26,7
Jul 04	49,0	Jul 08	55,1	Jul 12	23,1		
Aug 04	47,3	Aug 08	50,6	Aug 12	25,5		
Sep 04	46,1	Sep 08	46,0	Sep 12	26,9		
Okt 04	47,4	Okt 08	38,6	Okt 12	28,4		
Nov 04	46,0	Nov 08	25,6	Nov 12	28,3		
Dez 04	43,7	Dez 08	15,1	Dez 12	27,8		

Quelle: DekaBank