



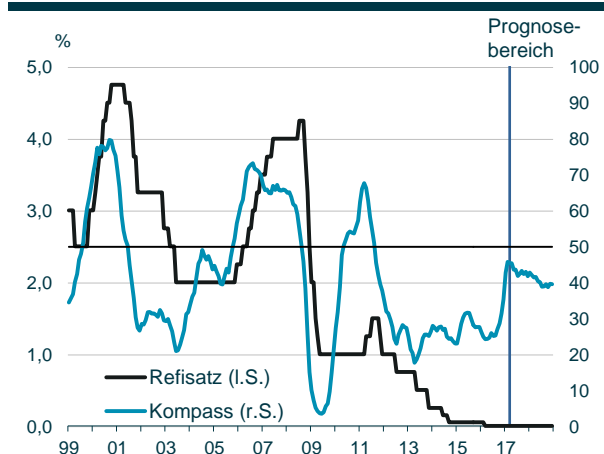
## Deka-EZB-Kompass: Wie viel Inflation ist genug?

■ In den ersten beiden Monaten dieses Jahres hat sich die Aufwärtsbewegung des Deka-EZB-Kompasses erheblich beschleunigt. Im Februar erreichte er ein Niveau von 45,8 Punkten und hat damit innerhalb eines halben Jahres über 20 Punkte aufgeholt. Sein Anstieg ging von allen Teilbereichen aus, am stärksten jedoch erneut von den Inflations- und Kostenindikatoren. Unseres Erachtens sind diese infolge des wieder gestiegenen Ölpreises und damit einhergehender Basiseffekte derzeit jedoch etwas nach oben verzerrt. Wir gehen deshalb davon aus, dass der EZB-Kompass mittelfristig wieder ein wenig nachgeben wird.

■ Die wieder höheren Werte des EZB-Kompasses werfen die Frage auf, wann für die EZB der richtige Zeitpunkt gekommen ist, um mit einem Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik zu beginnen. Auf der Pressekonferenz am Donnerstag dürfte dieses Thema im Kontext mit den neuen makroökonomischen Projektionen des EZB-Mitarbeiterstabs diskutiert werden. Weiterhin optimistische Wachstumserwartungen und vor allem deutlich nach oben revidierte Vorhersagen für die Inflation sprechen auf den ersten Blick dafür, den monetären Stimulus schneller zu reduzieren. Hierüber scheint es im EZB-Rat jedoch sehr unterschiedliche Auffassungen zu geben. So argumentiert Präsident Draghi, dass der Anstieg der Inflation nachhaltig und selbsttragend sein müsse, ehe die EZB an einen Ausstieg denken könne. Demgegenüber wäre Bundesbankpräsident Weidmann bereit, Verfehlungen des Inflationsziels nach unten auch für längere Zeit zu tolerieren. Wir erhoffen uns von der bevorstehenden Pressekonferenz etwas mehr Hinweise darauf, von welchen Kriterien die EZB Zeitpunkt und Tempo einer Normalisierung ihrer Geldpolitik abhängig machen wird.

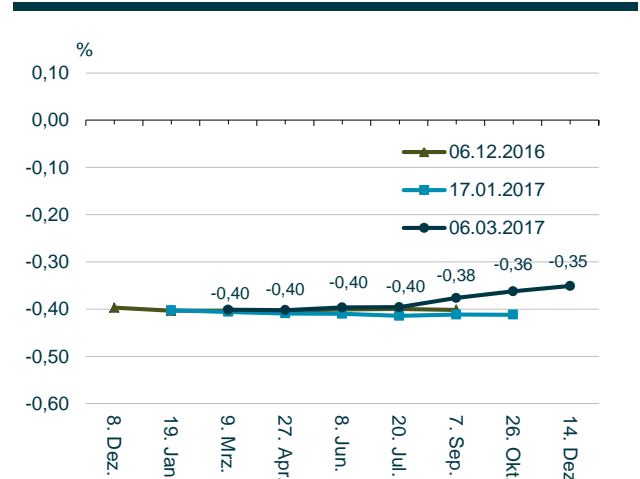
1. Der **Deka-EZB-Kompass** ist in den letzten Monaten auf einen **fulminanten Aufwärtkurs** geschwenkt. Seit der letzten Ausgabe musste der Wert für **Dezember** um knapp einen Punkt auf **35,4** nach oben revidiert werden, weil die Konjunktur- und Inflationsdaten in der Summe besser ausgefallen sind als wir seinerzeit erwartet hatten. Im **Januar** folgte ein kräftiger Sprung auf **42,8 Punkte**. Anschließend dürfte der Kompass weiter auf **45,8** gestiegen sein, auch wenn für den Monat **Februar** noch nicht allzu viele Daten vorliegen. Alles in allem hat der Indikator damit **innerhalb eines halben Jahres über 20 Punkte gutgemacht**, viel mehr als wir noch vor kurzem erwartet hatten. Er bringt damit zum Ausdruck, dass die Geldpolitik zwar immer noch expansiv sein sollte, aber nicht mehr im gleichen Ausmaß wie in den vergangenen Jahren. Der Kompass spricht damit die Frage an, die die EZB derzeit am meisten beschäftigen sollte, nämlich wann der richtige Zeitpunkt gekommen ist, um mit einem **Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik** zu beginnen. Diese Entscheidung hängt jedoch nicht nur vom aktuellen makroökonomischen Datenkranz ab, sondern auch davon, was man für die Zukunft erwartet und welche Risiken man sieht. Wir gehen davon aus, dass sich der **EZB-Kompass in den nächsten zwölf Monaten wieder ein wenig nach unten bewegen wird**. Aufgrund des wieder gestiegenen Ölpreises und damit einhergehender Basiseffekte scheinen einige Inflations- und Kostenindikatoren derzeit nach oben verzerrt. Zudem haben wir weiterhin Zweifel, dass das Wirtschaftswachstum wirklich so stark ausfällt, wie es die teils euphorischen Stimmungsindikatoren andeuten. Diese beiden Einschätzungen dürften auch in

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank:

den neuen makroökonomischen Projektionen des EZB-Mitarbeiterstabs zum Ausdruck kommen. Draghi und seine Ratskollegen werden hieraus erneut die Schlussfolgerung ziehen, dass ein **Ausstieg verfrüht** wäre, zumal sie zumindest für die nähere Zukunft keine allzu schädlichen Nebenwirkungen ihrer sehr expansiven Geldpolitik befürchten.

2. Die in den EZB-Kompass einfließenden realwirtschaftlichen Daten haben sich in den ersten beiden Monaten dieses Jahres weiter verbessert. Dies gilt ganz besonders für die konjunkturellen Stimmungsindikatoren. Der **Einkaufsmanagerindex** und das breiter gefasste **Economic Sentiment** erreichten im Februar die höchsten Werte seit Frühjahr 2011. Seinerzeit lag das Wirtschaftswachstum bei weit über 2 %. Mit einer derart kräftigen Erholung würde sich auch die negative **Outputlücke**, das von uns geschätzte Maß für die wirtschaftliche Auslastung der Eurozone, spürbar schneller einengen. Bislang ging die Unterauslastung lediglich im Schneckentempo zurück, sodass auch der Abwärtsdruck auf die Preise nur ganz allmählich nachlässt. Für die geldpolitischen Überlegungen der EZB schmälert dies ein wenig die Relevanz der schon seit längerer Zeit auffallend hohen Stimmungsindikatoren. Daten zur **Industrieproduktion** reichen nur bis Dezember, als sie einen regelrechten Einbruch um 1,6 % mom verzeichnete. Dieser dürfte aber mit der ungewöhnlich hohen Zahl an Ferientagen rund um Weihnachten zu tun gehabt haben und daher durch umso kräftigere Anstiege im Januar und Februar ausgeglichen werden. Ihren mittelfristigen Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, taxieren wir daher im Augenblick relativ hoch mit einer annualisierten Rate von fast 3 %. Dieses Tempo dürfte sie auf Dauer jedoch nicht aufrechterhalten können.

	Aktuell Feb 17	Vormonat Jan 17	6M-Prognose Aug 17	18M-Prognose Aug 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	56,0	54,4	55,9	55,8
Economic Sentiment	108,0	107,9	106,7	105,9
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,2	0,2	0,1	0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	2,9	3,4	-0,1	-0,3
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,1	2,2	3,2	3,3
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,8	2,1	3,3	2,3
Importpreise (Dt.) in % yoy	7,0	6,0	6,0	2,4
Lohnkosten in % yoy	1,2	1,2	1,4	2,0
Inflationserwartungen Consensus	1,5	1,4	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	14,5	14,5	14,5	14,5
<b>Score EZB-Kompass</b>	<b>45,8</b>	<b>42,8</b>	<b>42,4</b>	<b>39,0</b>
<b>Kompassnadel auf X Grad</b>	<b>90</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>180</b>

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die **Jahresrate der Buchkredite** kletterte im Dezember auf 2,2 % und verharrte im Januar auf diesem Niveau, insbesondere weil die Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen zuletzt nicht mehr ganz so stark zugenommen hat. Dies wird die insgesamt positive Einschätzung seitens der EZB jedoch nicht in Frage stellen. Sie wertet die Erholung der Kreditvergabe in den vergangenen drei Jahren als **Beweis für die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik**. Bei aller Zufriedenheit hierüber sollte man jedoch nicht aus den Augen verlieren, dass der Anstieg der Kreditaggregate weiterhin erheblich schwächer ist, als es in konjunkturellen Aufschwungphasen eigentlich üblich wäre. Zudem sind sich die Mitglieder des EZB-Rats unsicher, in welchem Ausmaß das Wachstum der Kreditvergabe noch zunehmen wird. Wie das Protokoll ihrer Januar-Sitzung zeigte, argumentierte Chefvolkswirt Praet, dass die **Unternehmen erhebliche Fortschritte im Deleveraging-Prozess gemacht** hätten, da sie ihre Verschuldung im Verhältnis zu ihren Aktiva abgebaut haben. Zu einer anderen Einschätzung käme man jedoch, wenn man die Verschuldung der Unternehmen nicht zu ihren Vermögenswerten ins Verhältnis setzt, sondern zu ihren Gewinnen oder Umsätzen. Es sei daher unklar, ob die Unternehmen wirklich in einer verbesserten Ausgangslage sind, um von den günstigen Kreditbedingungen Gebrauch zu machen und mehr zu investieren. Folglich kann die EZB nicht mit Gewissheit davon ausgehen, dass ihre Politik in Zukunft besser greifen wird als in der Vergangenheit. Auch dies spricht dafür, **vorerst am sehr expansiven Kurs festzuhalten**.

4. Der stärkste Beitrag zum Anstieg des EZB-Kompasses kam erneut von den Inflations- und Kostenindikatoren. Waren die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** und die **deutschen Importpreise** vor kurzem noch rückläufig, verzeichnen beide

mittlerweile wieder deutlich positive Jahresraten. Wir führen diesen abrupten Richtungswechsel vor allem auf globale Faktoren zurück, wie die **Erholung der Rohstoffpreise und die Stabilisierung vieler Emerging Markets-Währungen**. Diese Entwicklungen dürften sich zwar nicht wieder umkehren. Sie sollten sich aber auch nicht mit dem gleichen Tempo fortsetzen wie in den vergangenen zwölf Monaten; sprich: die Preise von Rohstoffen dürften langsamer steigen und die Währungen der Emerging Markets nicht kontinuierlich aufwerten. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich die Jahresraten der Erzeuger- und Importpreise mittelfristig wieder auf etwas niedrigeren Niveaus einpendeln werden. Der Einfluss der globalen Faktoren auf die Verbraucherpreise der Eurozone bliebe dann zeitlich befristet und im Umfang begrenzt. Auf lange Sicht wichtiger sind ohnehin die inländischen Triebfedern der Inflation, und hier allen voran die **Lohnentwicklung**. Diese ist nach wie vor schwach und weist bislang keinen nach oben gerichteten Trend auf. So diskutierten die Mitglieder des EZB-Rats auf ihrer letzten Sitzung im Januar auch darüber, dass das wahre Ausmaß an Unterbeschäftigung schwer zu messen sei und es einige Zeit dauern könnte, bis die wieder höheren Inflationsraten zu positiven Rückkopplungseffekten auf die Lohnentwicklung führen. Die Notenbanker scheinen also weiterhin davon auszugehen, dass eine **breit basierte Beschleunigung des Preisauftriebs zumindest nicht unmittelbar bevorsteht**.

5. Indikatoren für die Inflationserwartungen entwickelten sich zuletzt uneinheitlich. Von **Consensus Economics** befragte Volkswirte haben ihre Prognose für die Inflation in diesem Jahr auf 1,6 % angehoben. Hierbei scheint es sich aber in erster Linie um eine verspätete Reaktion auf den wieder gestiegenen Ölpreis gehandelt zu haben. Denn für das Jahr 2018 gehen die Volkswirte weiter davon aus, dass das Inflationsziel mit 1,4 % deutlich unterschritten wird. **Demgegenüber rechnen die privaten Haushalte nicht mehr mit außergewöhnlich niedrigen Inflationsraten**. Ihre Preiserwartungen liegen mittlerweile wieder in der Nähe historischer Durchschnittswerte. Diese Diskrepanz zwischen den Inflationserwartungen von Volkswirten und privaten Haushalten ist für die Geldpolitik der EZB derzeit aber von untergeordneter Bedeutung. Denn Draghi konstatierte bereits auf der Pressekonferenz im Dezember, dass Deflationsrisiken weitgehend verschwunden wären. **Negative Zweitundeneffekte aufgrund zu niedriger Inflationserwartungen stellen für die EZB daher keine große Gefahr mehr da**.

6. Die zu erwartende Diskussion über den angemessenen Expansionsgrad der Geldpolitik und den richtigen Zeitpunkt des Ausstiegs dürfte rund um die **neuen makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs der EZB** angesiedelt werden. Auf ihrer Sitzung im Januar stellten die Mitglieder des EZB-Rats fest, dass einige Konjunkturdaten tatsächlich stärker ausgefallen seien als erwartet. Da die EZB ohnehin schon ein optimistisches Konjunkturbild vertrat, dürften eventuelle Aufwärtsrevisionen des vorhergesagten Wirtschaftswachstums jedoch eher semantischer Natur sein. Demgegenüber besteht bei den Projektionen für die Inflation deutlich mehr Spielraum nach oben. **Bundesbankpräsident Weidmann** hat bereits zu verstehen gegeben, dass er für das Jahr 2017 eine Aufwärtsrevision um 0,5 Prozentpunkte für angemessen halten würde. Wir teilen diese Einschätzung, denn mit 1,8 % würde die EZB dann genau auf unserer eigenen, ebenfalls gerade erst nach oben revidierten Inflationsprognose landen. Genau wie wir geht aber auch Weidmann davon aus, dass die Inflation vorerst wieder nachlässt. Es bleibt damit eine **Zielverfehlung nach unten, die eine grundsätzlich expansive Geldpolitik rechtfertigt**.

7. Unserer Einschätzung nach liegen Draghi und Weidmann gar nicht so weit auseinander in ihrer Vorstellung darüber, wie sich die Inflation in den nächsten Jahren entwickeln wird. Vielmehr ziehen sie aus der erwarteten Inflationsentwicklung **sehr unterschiedliche Schlussfolgerungen für die Geldpolitik**. So erläuterte **Draghi** auf der Pressekonferenz im Januar, dass die **Beschleunigung des Preisauftriebs nachhaltig und selbsttragend** sein müsse, ehe die EZB den Stimulus zurückfahren kann. Diese sehr strengen Kriterien für einen Ausstieg sind dominiert von der Sorge, dass die Inflation dauerhaft zu niedrig ausfallen könnte. Demgegenüber betonte **Weidmann** in einer Rede vor vier Wochen die Mittelfristigkeit des geldpolitischen Ansatzes der EZB. Seiner Ansicht nach sollte man gerade nach einer schweren Krise **akzeptieren, dass es etwas länger dauern könnte, bis sich die Inflation wieder den Zielvorstellungen angepasst hat**. Hinter dieser Argumentation verbirgt sich nicht in erster Linie die Angst vor einer letztlich zu stark steigenden Inflation als vielmehr die Sorge vor unerwünschten Nebenwirkungen unkonventioneller geldpolitischer Instrumente. So könnte die **EZB ihre politische Unabhängigkeit einbüßen**, wenn sie im großen Umfang Staatsanleihen kauft, oder langfristig **Risiken für die Finanzmarktstabilität** entstehen.

8. **Die Ansichten Draghis und Weidmanns dürften die beiden Pole innerhalb des EZB-Rats definieren**, sodass ein Kompromiss dazwischen zu erwarten ist. Die EZB dürfte weder die quantitative Lockerung fortsetzen, bis auch die Kerninflation auf 2 % gestiegen ist, noch ist mit einer zeitnahen Einstellung der Käufe zu rechnen. Vielmehr dürfte es ein **gewisses Niveau**



**der Kerninflation** geben, **ab dem es die meisten Mitglieder des EZB-Rats für angemessen halten, den monetären Stimulus langsam zurückzufahren**. Selbstverständlich werden sich die Notenbanker nicht vorab auf einen bestimmten Schwellenwert festlegen, denn dieser hängt auch von den allgemeinen Umständen ab. So könnte sich die EZB in einem günstigen Konjunktur- und Finanzmarktumfeld auch mit einem weniger starken Anstieg der Kerninflation zufrieden geben und mit einer Drosselung ihrer Wertpapierkäufe beginnen, weil sie darauf vertraut, dass der Preisauftrieb auch später noch weiter zunehmen wird. Umgekehrt müsste sie in einem ungünstigen Finanzmarktumfeld und bei unsicheren Wachstumsaussichten umso länger mit der quantitativen Lockerung fortfahren, selbst wenn die Kerninflation bereits angestiegen ist. Zwar dürfte der geldpolitische Ausstieg für die EZB zumindest auf Sicht der nächsten Monate keine ernsthafte Politikoption darstellen. Dennoch wäre es hilfreich, wenn Präsident Draghi schon auf dieser Pressekonferenz etwas genauer darlegen könnte, **von welchen Kriterien die EZB den Beginn und das Tempo ihrer Exit-Strategie abhängig machen wird**. Dies würde die **Finanzmärkte vor potenziellen Irritationen bewahren** und damit zur Zielsetzung der EZB beitragen, die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft stabil zu halten.

## 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 02	28,6	Jan 06	58,9	Jan 10	27,4	Jan 14	28,0
Feb 02	28,4	Feb 06	61,4	Feb 10	31,8	Feb 14	27,4
Mrz 02	29,6	Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,7	Mrz 14	26,7
Apr 02	31,8	Apr 06	67,0	Apr 10	47,7	Apr 14	27,6
Mai 02	31,9	Mai 06	71,0	Mai 10	50,4	Mai 14	27,8
Jun 02	31,4	Jun 06	72,2	Jun 10	52,1	Jun 14	26,9
Jul 02	31,5	Jul 06	72,8	Jul 10	53,7	Jul 14	27,2
Aug 02	31,1	Aug 06	73,2	Aug 10	54,2	Aug 14	25,0
Sep 02	30,5	Sep 06	71,6	Sep 10	53,9	Sep 14	24,4
Okt 02	32,4	Okt 06	71,3	Okt 10	53,7	Okt 14	24,6
Nov 02	31,5	Nov 06	70,8	Nov 10	55,4	Nov 14	23,8
Dez 02	29,5	Dez 06	69,8	Dez 10	57,3	Dez 14	23,1
Jan 03	29,3	Jan 07	67,2	Jan 11	62,5	Jan 15	23,1
Feb 03	29,9	Feb 07	65,7	Feb 11	66,1	Feb 15	25,5
Mrz 03	28,2	Mrz 07	65,9	Mrz 11	67,7	Mrz 15	28,6
Apr 03	26,5	Apr 07	64,9	Apr 11	66,3	Apr 15	30,3
Mai 03	23,6	Mai 07	64,8	Mai 11	62,9	Mai 15	31,4
Jun 03	21,0	Jun 07	66,9	Jun 11	58,3	Jun 15	31,7
Jul 03	21,2	Jul 07	65,8	Jul 11	54,5	Jul 15	31,6
Aug 03	22,8	Aug 07	67,2	Aug 11	51,0	Aug 15	30,0
Sep 03	24,8	Sep 07	65,7	Sep 11	45,5	Sep 15	28,2
Okt 03	26,8	Okt 07	65,6	Okt 11	42,1	Okt 15	27,6
Nov 03	31,3	Nov 07	65,9	Nov 11	39,6	Nov 15	27,7
Dez 03	31,8	Dez 07	65,7	Dez 11	37,8	Dez 15	27,7
Jan 04	33,9	Jan 08	65,0	Jan 12	34,8	Jan 16	26,3
Feb 04	36,1	Feb 08	65,2	Feb 12	32,0	Feb 16	25,0
Mrz 04	37,2	Mrz 08	63,8	Mrz 12	31,5	Mrz 16	24,3
Apr 04	41,1	Apr 08	61,8	Apr 12	29,7	Apr 16	24,4
Mai 04	45,3	Mai 08	61,3	Mai 12	27,7	Mai 16	24,7
Jun 04	46,4	Jun 08	59,0	Jun 12	24,4	Jun 16	26,0
Jul 04	49,1	Jul 08	55,0	Jul 12	23,0	Jul 16	25,2
Aug 04	47,4	Aug 08	50,4	Aug 12	25,5	Aug 16	25,3
Sep 04	46,4	Sep 08	45,9	Sep 12	26,8	Sep 16	27,1
Okt 04	47,4	Okt 08	38,5	Okt 12	28,2	Okt 16	28,7
Nov 04	45,8	Nov 08	25,6	Nov 12	27,7	Nov 16	31,5
Dez 04	43,7	Dez 08	15,1	Dez 12	27,4	Dez 16	35,4
Jan 05	44,7	Jan 09	10,2	Jan 13	24,9	Jan 17	42,8
Feb 05	43,2	Feb 09	7,3	Feb 13	21,5	Feb 17	45,8
Mrz 05	41,8	Mrz 09	5,3	Mrz 13	20,5		
Apr 05	39,7	Apr 09	4,3	Apr 13	17,8		
Mai 05	39,5	Mai 09	3,7	Mai 13	18,7		
Jun 05	41,9	Jun 09	3,6	Jun 13	20,1		
Jul 05	43,9	Jul 09	4,0	Jul 13	21,8		
Aug 05	42,8	Aug 09	5,7	Aug 13	24,6		
Sep 05	47,1	Sep 09	6,4	Sep 13	25,6		
Okt 05	49,9	Okt 09	9,7	Okt 13	25,6		
Nov 05	52,3	Nov 09	14,9	Nov 13	25,2		
Dez 05	56,5	Dez 09	21,6	Dez 13	26,4		

Quelle: DekaBank