

Deka-EZB-Kompass: Salomitaktik

■ Der Deka-EZB-Kompass hat über die Sommermonate ein wenig nachgegeben und erreichte im August ein Niveau von 43,1 Punkten. Ein negativer Impuls kam erneut von den Inflations- und Kostenindikatoren. Für die nächsten Monate rechnen wir mit weiteren, wenn auch nur leichten Rückgängen der Kompasswerte. Das sich dahinter verborgene makroökonomische Umfeld sollte die EZB veranlassen, den geldpolitischen Ausstieg langsam und vorsichtig anzugehen.

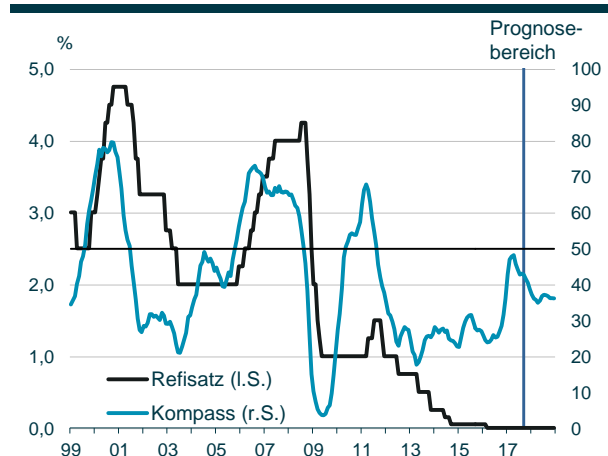
■ Auf dieser und der kommenden Ratssitzung wollen die Notenbanker über Strategien für den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik beraten. Mit konkreten Ergebnissen ist jetzt noch nicht zu rechnen. Jedoch könnte Präsident Draghi darlegen, dass Entscheidungen über eine zukünftige Drosselung der Wertpapierkäufe schrittweise, flexibel und in Einklang mit dem Inflationsausblick getroffen werden. Auf diese Weise würde die EZB dem Risiko vorbeugen, dass die Finanzmärkte unerwünscht heftig auf zukünftige Änderungen am Wertpapierankaufprogramm reagieren.

■ Mit dieser Vorbereitung könnte die EZB auf ihrer Pressekonferenz am 26. Oktober ankündigen, das monatliche Volumen ihrer Wertpapierkäufe ab Januar auf 40 Mrd. Euro zu reduzieren. Anschließend dürfte die EZB erst dann über den nächsten Tapering-Schritt entscheiden, wenn sich der Inflationsausblick in ihren Augen hinreichend stark verbessert hat.

1. Der **Deka-EZB-Kompass** hat sich weiter von seinen zwischenzeitlichen Höchstständen vom Frühjahr entfernt und erreichte im **August 43,1 Punkte**. Wir gehen davon aus, dass er mittelfristig noch etwas weiter nachgeben wird. Denn die gesunkenen Rohstoffpreise und der festere Euro haben gerade erst begonnen, sich auf die Inflations- und Kostenindikatoren auszuwirken. Zudem konnten die realwirtschaftlichen Daten schon seit einiger Zeit – trotz wirtschaftlicher Erholung – nicht ganz den Vorgaben der konjunkturellen Stimmungskennzeichen folgen. Sofern das Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten nicht überraschend noch einen Gang höher schaltet, sollten die Stimmungskennzeichen daher etwas weniger euphorisch ausfallen. **Ein leicht nach unten gerichteter Verlauf des EZB-Kompasses würde nicht zwingend gegen einen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik sprechen.** Denn die von uns vorhergesagten Kompasswerte legen der EZB zwar einen weiterhin grundsätzlich expansiven Kurs, aber nicht unbedingt eine dauerhafte Fortsetzung der Wertpapierkäufe nahe. Dennoch dürfte der makroökonomische Datenkranz, der sich hinter der prognostizierten Entwicklung des Kompasses verbirgt, **die EZB weiter darüber verunsichern, ob tatsächlich mit einer nachhaltigen Konvergenz der Inflation in Richtung des Zielwerts von knapp 2 % zu rechnen ist.** Diese Verunsicherung dürfte zur Folge haben, dass die EZB bei der **Normalisierung ihrer Geldpolitik** vorsichtig vorgehen und sich **schrittweise vorantasten** wird.

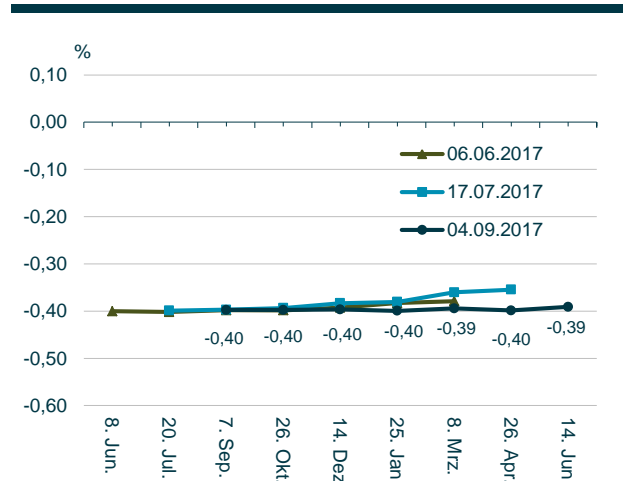
2. Der **Einkaufsmanagerindex** legte im August minimal zu, erreichte aber nicht wieder seine äußerst hohen Niveaus von April und Mai. Demgegenüber kletterte das breiter gefasste **Economic Sentiment** auf den höchsten Wert seit Ausbruch der

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

globalen Finanzkrise. Sofern historische Beziehungen weiterhin Gültigkeit besitzen, deuten die Stimmungsindikatoren auf ein Wirtschaftswachstum von deutlich über 2 % hin. Dies entspricht weder unseren eigenen Prognosen noch den makroökonomischen Projektionen der EZB vom Juni. Dennoch werten die EZB-Ratsmitglieder die optimistischen Aussagen der Stimmungsindikatoren als **Aufwärtsrisiko** in dem Sinne, dass die **derzeitige konjunkturelle Dynamik stärker sein könnte als bislang angenommen**. Dies zeigt, wie sehr sich die Denkweise der Notenbanker in den vergangenen Monaten verändert hat. Auch die sogenannten harten Konjunkturdaten spiegeln eine wirtschaftliche Erholung wider, wenn auch nicht mit der gleichen Vehemenz wie die Stimmungsindikatoren. Die **Industrieproduktion** verzeichnete im Juni sogar einen relativ kräftigen Rückgang im Monatsvergleich. Ihr Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses eingeht, lag zuletzt regelmäßig bei einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von über 2 %. Dies ist im historischen Vergleich leicht überdurchschnittlich, für konjunkturelle Aufschwungphasen jedoch nach wie vor auffallend wenig. Wir haben das erneut kräftige Wirtschaftswachstum von 0,6 % qoq im zweiten Quartal zum Anlass genommen, unsere Schätzungen der **Outputlücke** zu aktualisieren. Sie dürfte sich in den letzten Monaten etwas schneller eingengt haben, als wir bislang unterstellt hatten. Dies unterstützt auch die Einschätzung der meisten EZB-Ratsmitglieder, dass disinflationäre Einflüsse – soweit sie mit wirtschaftlicher Unterauslastung zu tun haben – mittelfristig nachlassen sollten.

	Aktuell Aug 17	Vormonat Jul 17	6M-Prognose Feb 18	18M-Prognose Feb 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	55,8	55,7	54,6	53,5
Economic Sentiment	111,9	111,3	108,9	105,6
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,5	0,5	0,3	0,0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	2,3	2,5	1,4	0,7
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,4	2,2	2,8	3,4
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,9	2,7	1,3	1,8
Importpreise (Dt.) in % yoy	2,4	1,9	-0,9	2,5
Lohnkosten in % yoy	1,3	1,3	1,4	1,6
Inflationserwartungen Consensus	1,3	1,4	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	11,6	11,7	11,6	11,6
Score EZB-Kompass	43,1	42,8	36,1	36,0
Kompassnadel auf X Grad	135	135	180	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die **Kreditvergabe der Banken** bleibt für die EZB eine Medaille mit zwei Seiten. Einerseits ist sie überzeugt, dass die wirtschaftliche Erholung zu einem großen Teil auf günstigen Finanzierungsbedingungen beruht. Hierzu zählt sie auch **niedrige Kreditzinsen und einen allgemein leichten Zugang zu Krediten**. Andererseits kommt diese geldpolitische Unterstützung nicht wirklich in den realisierten Kreditvolumina zum Ausdruck. **Die Jahresrate der Buchkredite fiel im Juli wieder auf 2,2 % zurück** und hat damit seit Ende letzten Jahres nicht mehr zugenommen. Auf ihrer Sitzung im Juli charakterisierten die Mitglieder des EZB-Rats diese Entwicklung als bescheiden. Das mäßige und nicht stärker werdende Wachstum der Kreditaggregate bedeutet nicht notwendigerweise, dass die Maßnahmen der EZB keine Wirkung auf die Realwirtschaft besitzen würden. Mit einer weniger expansiven Geldpolitik, schlechteren Kreditbedingungen und einer deshalb noch schwächeren Kreditvergabe hätte die Notwendigkeit zur Bilanzreduktion im öffentlichen und privaten Sektor einen vermutlich noch stärkeren dämpfenden Einfluss auf das Wirtschaftswachstum gehabt. Die fehlende Aufwärtsdynamik der Kreditvolumina steht jedoch im **Widerspruch zur Einschätzung der EZB, dass ihre Politik im Zuge der wirtschaftlichen Erholung eine stärker werdende Wirkung entfalte**. Eindeutige Belege hierfür hätten es den Notenbankern vermutlich leichter gemacht, mit einem **schrittweisen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik** zu beginnen.

4. Die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen scheinen ihren Zenit vorerst überschritten zu haben. So verzeichneten die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** zwei Rückgänge im Monatsvergleich in Folge und ihre Jahresrate fiel von 4,0 % im April auf 2,7 % im Juli. Die Jahresrate der **deutschen Importpreise** verringerte sich zwischen Februar und Juli von 7,4 % auf nur noch 1,9 %. Hinter dieser Entwicklung steht in erster Linie der **Rückgang der Weltmarktpreise von Öl und anderen Rohstoffen** seit dem Frühjahr. In den nächsten Monaten wird sich aber auch mehr und mehr die **Aufwertung des Euros**

niederschlagen. Diese stellt die EZB vor schwierige Herausforderungen. Bisher äußerten sich die Notenbanker zwar dahingehend, dass die wiedergewonnene Stärke des Euros **verbesserte Fundamentalfaktoren** widerspiegele, wie verringerte politische Risiken und die kraftvolle wirtschaftliche Erholung im Euroraum. Derartige Formulierungen deuten darauf hin, dass der EZB-Rat **keinen unmittelbaren Handlungsbedarf** sieht, um die Richtung des Wechselkurses zu korrigieren. Jedoch war der Mitarbeiterstab der EZB bei seinen **makroökonomischen Projektionen** vom Juni von anderen Voraussetzungen ausgegangen. So unterstellten die Volkswirte der EZB seinerzeit, dass der Wechselkurs des Euros gegenüber dem US-Dollar bis Ende 2019 in etwa bei 1,09 liegen werde. Gleichzeitig gingen sie davon aus, dass der effektive Wechselkurs gegenüber 41 Handelspartnern ungefähr auf dem Durchschnittsniveau des Jahres 2016 verbleibt. Im Vergleich dazu ist der Euro derzeit um fast 5 % teurer. Ohne einen ausgleichenden Einfluss von anderer Seite zwingen die veränderten Währungsannahmen den Mitarbeiterstab, seine Vorhersagen für die Inflation entsprechend zu korrigieren. Vermutlich werden die neuen makroökonomischen Projektionen, die bei dieser Sitzung vorgestellt werden, einen etwas **geringeren Anstieg der Kerninflation in den Jahren 2018 und 2019** beinhalten. Wenn Präsident Draghi diese Revision auf der Pressekonferenz deutlich auf den festeren Euro zurückführt, ist dies auch als **Signal an die Devisenmärkte** zu verstehen. Denn er würde auf diese Weise klarmachen, dass eine weitere Aufwertung ab einem gewissen Punkt die EZB zwingen würde, ihre **Pläne für eine Normalisierung der Geldpolitik vorerst auf Eis zu legen**.

5. Trotz der seit über vier Jahren anhaltenden wirtschaftlichen Erholung gibt es bislang keine Anzeichen dafür, dass ein stärkerer inländischer Preisdruck die dämpfenden Effekte der Euro-Aufwertung ausgleichen könnte. Maße für die Inflationserwartungen sind zuletzt wieder zurückgegangen. So haben von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ihre Prognosen für die Inflation im kommenden Jahr auf 1,3 % nach unten genommen und liegen damit gleichauf mit den Vorhersagen des Mitarbeiterstabs der EZB vom Juni. Auch die **Preiserwartungen der Konsumenten** sind – nach einem sprunghaften Anstieg zu Jahresanfang – zuletzt wieder rückläufig gewesen. Die niedrigeren Inflationserwartungen sowohl der Volkswirte als auch der privaten Haushalte könnten ein Reflex auf den seit dem Frühjahr wieder gesunkenen Rohölpreis und damit temporärer Natur sein. Sie könnten aber auch **grundsätzliche Zweifel an der Fähigkeit der EZB** widerspiegeln, **ihr Inflationsziel auf Dauer zu erreichen**. Im Protokoll der letzten Ratssitzung finden sich hierzu sehr widersprüchliche Aussagen. Einerseits gingen die Notenbanker davon aus, dass die voranschreitende wirtschaftliche Erholung und steigende Auslastungsgrade zu einer Zunahme der Inflation führen werden. Andererseits warnten sie, dass nicht nur im Euroraum eine anhaltende Diskrepanz zwischen wirtschaftlicher Aktivität und Inflation zu beobachten sei. Der Ausblick für die Inflation sei daher mit großer Unsicherheit behaftet. Die Diskussion unter den Notenbankern zeigt, dass sie in einem kräftigen Wirtschaftswachstum allein keinen hinreichenden Grund sehen, den außergewöhnlichen geldpolitischen Stimulus zurückzufahren. **Ab einem gewissen Punkt wird eine weitere Normalisierung der Geldpolitik daher auch nach oben gerichtete Inflationsdaten voraussetzen**.

6. Auf der Pressekonferenz am 20. Juli kündigte Präsident Draghi an, dass sich der **EZB-Rat im Herbst mit Strategien für den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik beschäftigen** wird. Er ließ dabei bewusst offen, ob bereits auf der jetzt anstehenden Sitzung mit Entscheidungen zu rechnen sei. Wir halten dies für eher unwahrscheinlich, denn eine deutliche Mehrheit der Notenbanker sprach bis zuletzt von einem schwachen Trend der zugrundeliegenden Inflation und einem anhaltenden Bedarf an starker monetärer Akkommodierung. Ein weiteres Hindernis für einen zeitnahen Kurswechsel in der Geldpolitik besteht darin, dass sich die **EZB mit ihrer Kommunikation in eine Sackgasse manövriert** hat. Im Protokoll der Juli-Sitzung war von der Sorge der Notenbanker zu lesen, dass vorausschauende Finanzmarktvariablen, insbesondere der Wechselkurs des Euros, auf Signale der EZB überreagieren und eine **unerwünschte Straffung des finanziellen Umfelds** auslösen könnten. Um diesem Risiko aus dem Weg zu gehen, entschied man sich seinerzeit, die Forward Guidance über zukünftige Wertpapierkäufe und Leitzinsen vorerst völlig unverändert zu lassen. Es wurde aber auch festgestellt, dass sich die **EZB zusätzliche Handlungsspielräume erarbeiten müsse, um ihren Kurs bei Bedarf anpassen zu können**.

7. Deshalb dürfte der **Fokus der jetzt anstehenden Pressekonferenz** darauf liegen, den Boden so vorzubereiten, dass spätere Ankündigungen über die Zukunft des Wertpapierankaufprogramms nicht zu ungewollt heftigen Marktreaktionen führen. Zu diesem Zweck sollte Draghi den Marktteilnehmern die Sorge nehmen, dass die EZB sie nach einer der nächsten Ratssitzungen mit einem detaillierten und unverrückbaren Zeitplan für das sogenannte Tapering konfrontieren wird. Stattdessen dürfte Draghi betonen, dass **Entscheidungen über eine Drosselung der Wertpapierkäufe schrittweise, flexibel und in Einklang mit dem Inflationsausblick** getroffen werden. Auch werde die EZB stets darauf achten, dass sich das finanzielle Um-



feld nicht in einer Art und Weise verschlechtert, die das Erreichen des Inflationsziels in Frage stellen würde. Wenn die Akteure auf den Finanzmärkten die Botschaft aufnehmen, dass der erste Schritt des Ausstiegs keinen Automatismus für alle folgenden Schritte in Gang setzt, ist es für die EZB ein kleineres Risiko, auf ihrer Sitzung **im Oktober eine Reduktion der monatlichen Wertpapierkäufe auf beispielsweise 40 Mrd. Euro** zu beschließen. Mit der Ankündigung einer weiteren Verringerung der monatlichen Volumina rechnen wir dann erst im Frühjahr nächsten Jahres, sofern sich bis dahin die Anzeichen für eine Beschleunigung des Preisauftriebs zumindest ein wenig verdichtet haben. Auf den Zeitpunkt für ein **definitives Ende der Wertpapierkäufe** sollte sich die EZB **vorerst nicht festlegen**. Wir erwarten es erst **im späteren Verlauf des kommenden Jahres**.

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	27,5	Jan 14	28,2
Feb 02	28,4	Feb 06	61,4	Feb 10	31,9	Feb 14	27,5
Mrz 02	29,4	Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,9	Mrz 14	26,7
Apr 02	31,8	Apr 06	66,9	Apr 10	47,6	Apr 14	27,5
Mai 02	31,8	Mai 06	71,0	Mai 10	50,5	Mai 14	27,8
Jun 02	31,1	Jun 06	71,9	Jun 10	52,1	Jun 14	26,9
Jul 02	31,4	Jul 06	72,6	Jul 10	53,9	Jul 14	27,3
Aug 02	30,8	Aug 06	73,1	Aug 10	54,3	Aug 14	25,0
Sep 02	30,2	Sep 06	71,7	Sep 10	53,9	Sep 14	24,5
Okt 02	32,2	Okt 06	71,4	Okt 10	53,8	Okt 14	24,4
Nov 02	31,4	Nov 06	70,9	Nov 10	55,6	Nov 14	23,8
Dez 02	29,2	Dez 06	69,8	Dez 10	57,4	Dez 14	22,8
Jan 03	29,1	Jan 07	67,2	Jan 11	62,5	Jan 15	22,7
Feb 03	29,7	Feb 07	65,6	Feb 11	66,3	Feb 15	25,2
Mrz 03	28,3	Mrz 07	65,9	Mrz 11	67,9	Mrz 15	28,0
Apr 03	26,5	Apr 07	64,9	Apr 11	66,3	Apr 15	29,7
Mai 03	23,5	Mai 07	64,9	Mai 11	63,1	Mai 15	30,9
Jun 03	21,2	Jun 07	66,9	Jun 11	58,5	Jun 15	31,5
Jul 03	21,1	Jul 07	65,8	Jul 11	54,7	Jul 15	31,6
Aug 03	22,8	Aug 07	67,4	Aug 11	51,0	Aug 15	29,9
Sep 03	24,7	Sep 07	65,8	Sep 11	45,6	Sep 15	27,9
Okt 03	26,6	Okt 07	65,6	Okt 11	42,0	Okt 15	27,3
Nov 03	31,1	Nov 07	65,9	Nov 11	39,5	Nov 15	27,5
Dez 03	31,5	Dez 07	65,8	Dez 11	37,8	Dez 15	27,1
Jan 04	33,8	Jan 08	64,9	Jan 12	34,8	Jan 16	25,9
Feb 04	35,9	Feb 08	65,1	Feb 12	32,0	Feb 16	24,6
Mrz 04	37,2	Mrz 08	63,7	Mrz 12	31,5	Mrz 16	24,0
Apr 04	41,1	Apr 08	62,0	Apr 12	29,7	Apr 16	24,1
Mai 04	45,3	Mai 08	61,3	Mai 12	27,6	Mai 16	24,8
Jun 04	46,3	Jun 08	59,0	Jun 12	24,2	Jun 16	26,0
Jul 04	49,1	Jul 08	55,3	Jul 12	23,0	Jul 16	25,3
Aug 04	47,4	Aug 08	50,7	Aug 12	25,6	Aug 16	25,5
Sep 04	46,4	Sep 08	45,9	Sep 12	26,9	Sep 16	26,9
Okt 04	47,3	Okt 08	38,4	Okt 12	28,2	Okt 16	28,6
Nov 04	45,9	Nov 08	25,8	Nov 12	27,7	Nov 16	31,7
Dez 04	43,8	Dez 08	15,1	Dez 12	27,4	Dez 16	36,1
Jan 05	44,8	Jan 09	10,4	Jan 13	24,8	Jan 17	42,9
Feb 05	43,1	Feb 09	7,5	Feb 13	21,4	Feb 17	47,0
Mrz 05	41,7	Mrz 09	5,4	Mrz 13	20,5	Mrz 17	47,8
Apr 05	39,6	Apr 09	4,4	Apr 13	17,8	Apr 17	48,2
Mai 05	39,4	Mai 09	3,8	Mai 13	18,5	Mai 17	45,8
Jun 05	41,4	Jun 09	3,7	Jun 13	20,0	Jun 17	44,3
Jul 05	43,4	Jul 09	4,1	Jul 13	21,8	Jul 17	42,8
Aug 05	42,4	Aug 09	5,8	Aug 13	24,6	Aug 17	43,1
Sep 05	47,0	Sep 09	6,5	Sep 13	25,6		
Okt 05	49,8	Okt 09	9,8	Okt 13	25,8		
Nov 05	52,4	Nov 09	14,9	Nov 13	25,4		
Dez 05	56,1	Dez 09	21,6	Dez 13	26,3		

Quelle: DekaBank