



Deka-EZB-Kompass: Rekalibrierung statt Ausstieg

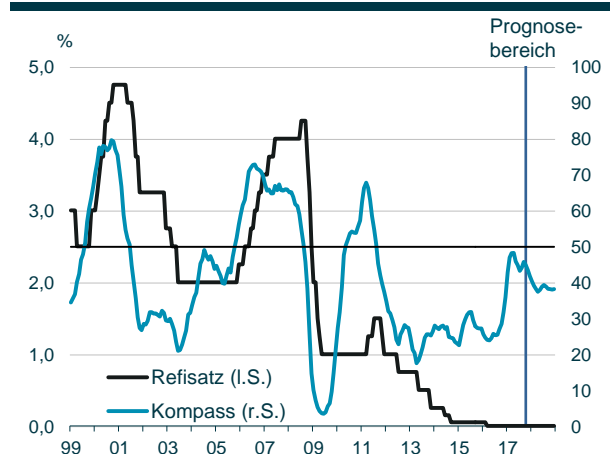
■ Der Deka-EZB-Kompass hat im September einen relativ kräftigen Sprung auf 45,8 Punkte gemacht. Zudem wurde sein Vormonatswert nach oben revidiert. Der jüngste Anstieg war breit basiert, jedoch liegen die Kompasswerte immer noch unterhalb der Niveaus vom Frühjahr. Zudem rechnen wir mittelfristig eher mit leichten Rückgängen. Insgesamt legt der Kompass der EZB zwar eine Normalisierung ihrer Geldpolitik nahe, mahnt dabei aber nicht unbedingt zur Eile.

■ Für diese Sitzung hat Präsident Draghi wichtige Entscheidungen zur Zukunft des Wertpapierkaufprogramms in Aussicht gestellt. Kommentare der meisten Ratsmitglieder deuten jedoch auf einen eher langsamen Kurswechsel hin. So betonten sie die Notwendigkeit eines weiterhin kräftigen monetären Stimulus. Zudem sprachen sie dabei nicht vom beginnenden Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik, sondern lediglich von einer Rekalibrierung des Instrumenteneinsatzes. Von daher dürften die jetzt zu erwartenden Ankündigungen das gleiche Format aufweisen wie die beiden Verlängerungen des Wertpapierkaufprogramms im Dezember 2015 und Dezember 2016: Die EZB dürfte ihre Käufe noch bis September 2018 fortsetzen, die monatlichen Beträge ab Januar aber auf 30 Mrd. Euro halbieren.

■ Auch die übrigen Bestandteile der Forward Guidance dürften auf eine noch für längere Zeit expansive Ausrichtung der EZB hindeuten. Denn trotz einer signifikanten Verlängerung des Ankaufprogramms wird sie vermutlich an der Aussage festhalten, dass die Leitzinsen weit über das Ende der Nettokäufe hinaus nicht angehoben werden. Zudem dürfte sie sich weiterhin die Option offenhalten, die Wertpapierkäufe bei Bedarf wieder aufzustocken oder nochmals zu verlängern. Zudem wird sie erneut ihre Absicht unterstreichen, bis auf weiteres Rückflüsse aus fällig werdenden Anleihen zu reinvestieren.

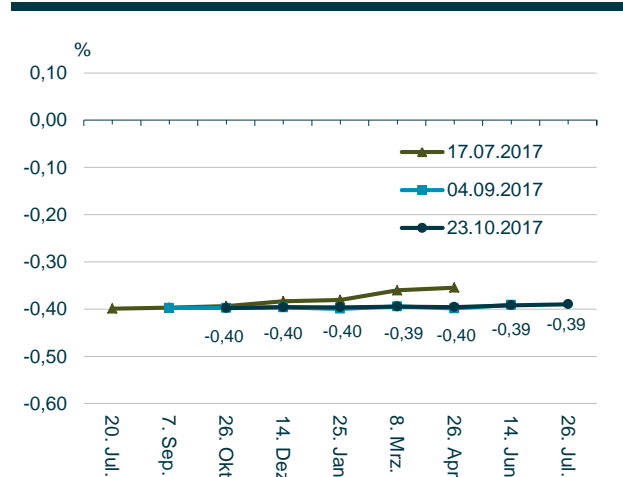
1. Nach einer kurzen Flaute über die Sommermonate hat der **Deka-EZB-Kompass** zuletzt wieder zugelegt. Im **September** kletterte er auf **45,8 Punkte**, liegt damit aber immer noch unter den Niveaus, die er im Frühjahr bereits erreicht hatte. Zudem gehen wir mittelfristig wieder von leichten Rückgängen aus. Denn erstens halten wir es für wenig wahrscheinlich, dass die konjunkturellen Stimmungsindikatoren ihre derzeitigen, geradezu euphorischen Werte auf Dauer beibehalten. Zweitens wirkt das globale Umfeld eher dämpfend auf die Inflation im Euroraum: Über die vergangenen zwölf Monate hat der Euro deutlich aufgewertet, während sich die Rohstoffpreise lediglich auf niedrigem Niveau seitwärts entwickelten. Aus dem Verlauf des EZB-Kompasses lassen sich **zwei nicht voneinander zu trennende Schlussfolgerungen für die Geldpolitik** ableiten. Einerseits hat der Kompass seit Anfang 2015, als die EZB das erweiterte Wertpapierkaufprogramm auf den Weg brachte, erheblich zugenommen. Er deutet damit auf einen **weniger großen Bedarf an monetärem Stimulus** hin. Andererseits ist seit Anfang dieses Jahres – trotz des jüngsten Anstiegs – kein nach oben gerichteter Trend der Kompasswerte mehr zu erkennen. Dies bringt zum Ausdruck, dass ein **zu schneller geldpolitischer Ausstieg das Erreichen des Inflationsziels aufs Spiel setzen** könnte. In diesem Spannungsfeld haben die Notenbanker über die Zukunft des Wertpapierkaufprogramms zu entscheiden. Das

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

Ergebnis dürfte ein **Kompromiss** sein, das **monatliche Volumen der Wertpapierkäufe zwar beträchtlich zu reduzieren, sie aber noch eine ganze Weile fortzusetzen.**

2. Sowohl der **Einkaufsmanagerindex** als auch das breiter gefasste **Economic Sentiment** sind im September wider Erwar- ten nochmals angestiegen. Wir haben an dieser Stelle bereits des Öfteren vor voreiligen Schlussfolgerungen aus diesen Stim- mungsindikatoren gewarnt und darauf hingewiesen, dass ihr Zusammenhang mit dem Wirtschaftswachstum nicht mehr der gleiche ist wie vor der globalen Finanzkrise. Gleichwohl schenken die Mitglieder des EZB-Rats Einkaufsmanagerindex und Eco- nomic Sentiment eine hohe Aufmerksamkeit, wie die Zusammenfassungen ihrer Sitzungen regelmäßig belegen. Sie leiten aus diesen Indikatoren zwar keine konkreten Prognosen für das Wirtschaftswachstum ab. Sie werten die gute Stimmung von Un- ternehmen und Konsumenten aber als Beleg dafür, dass die wirtschaftliche Erholung breiter basiert und selbsttragender gewor- den ist. Sie scheint zunehmend auch die Industrie zu erfassen, die den übrigen Teilen der Wirtschaft lange Zeit hinterherhinkte. Im August kletterte die **Industrieproduktion** um stattliche 1,4 % im Monatsvergleich und auch ihr Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, hat sich sichtbar beschleunigt. Gleichwohl engt sich die von uns berechne- te **Outputlücke** weiterhin in einem Tempo ein, das für einen konjunkturellen Aufschwung ungewöhnlich langsam ist. Die wirtschaftliche Unterauslastung dürfte daher noch für einige Zeit einen dämpfenden Einfluss auf die Inflation ausüben.

	Aktuell Sep 17	Vormonat Aug 17	6M-Prognose Mrz 18	18M-Prognose Mrz 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	56,7	55,7	55,0	54,3
Economic Sentiment	113,0	111,9	110,6	107,3
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,5	0,5	0,2	0,0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	2,8	3,3	1,7	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,5	2,5	2,8	3,3
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	3,2	3,0	1,3	1,9
Importpreise (Dt.) in % yoy	2,4	2,1	-0,3	2,0
Lohnkosten in % yoy	1,6	1,6	1,9	1,9
Inflationserwartungen Consensus	1,3	1,3	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	14,2	11,6	14,2	14,2
Score EZB-Kompass	45,8	44,2	38,3	38,3
Kompassnadel auf X Grad	90	135	180	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die **zentrale Leitlinie für die Geldpolitik der EZB bleibt der Wunsch, für ein günstiges Finanzierungsumfeld zu sorgen**, das die wirtschaftliche Erholung weiter vorantreibt. Eine Größe, die Chefvolkswirt Praet dabei regelmäßig in den Mit- telpunkt rückt, sind die Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen. Diese setzen sich zusammen aus den ge- schätzten Kosten für eine Eigenkapitalaufnahme am Aktienmarkt, den Renditen von Unternehmensanleihen sowie den **Zinsen von Bankkrediten**. Letztere liegen **nahe ihrer historischen Tiefstände**, worin die EZB eine Bestätigung sieht, dass ihre ex- pansive Politik auf die Realwirtschaft durchwirkt. Die Kreditvolumina untermauern diesen Eindruck jedoch nur bedingt. Im Au- gust kletterte die **Jahresrate der Buchkredite** zwar wieder auf 2,5 %. Gerade in dem für die konjunkturelle Entwicklung wichtigen Bereich der **Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen** ist der **Aufwärtstrend jedoch nach wie vor beschei- den**. Dies ist ein Spiegelbild der bis dato immer noch zurückhaltenden Investitionstätigkeit der Unternehmen. Zwar spricht im Augenblick einiges für **zunehmende Investitionsabsichten** der Unternehmen, unter anderem die Stimmungsindikatoren und andere Umfragen. Der Eintritt in diese nächste Stufe der wirtschaftlichen Erholung **muss jedoch noch durch harte Daten be- legt werden**, unter anderem durch eine stärker steigende Kreditvergabe.

4. Auf der Pressekonferenz am 7. September betonte Präsident Draghi, dass einige **Maße der zugrundeliegenden Infla- tion leicht nach oben gedreht** hätten. Auch aufgrund dieser Beobachtungen sind die **Mitglieder des EZB-Rats zuversicht- licher geworden, dass die Inflation mittelfristig in Richtung des Zielwerts konvergieren wird**, wie die Zusammenfas- sung dieser Sitzung zeigte. Dieser verhaltende Optimismus wurde durch anschließende Datenveröffentlichungen weiter unter- mauert. Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen, wie die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** und die **deutschen**



Importpreise, zeigten im August wieder etwas stärkere Anstiege im Jahresvergleich. Zudem wurde für das zweite Quartal eine leichte Beschleunigung der **Lohnentwicklung** gemeldet. Man sollte diese Nachrichten jedoch noch nicht als endgültigen Durchbruch feiern. Erzeuger- und Importpreise erhielten zuletzt Schub vom wieder gestiegenen Ölpreis, der aber nicht auf Dauer anhalten wird. Gleichzeitig dürften das immer noch niedrige Niveau anderer Rohstoffpreise und vor allem der starke Euro noch ihren Tribut fordern. Wir gehen daher auf Sicht von sechs Monaten von deutlich geringeren Anstiegen der Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen aus. Zudem ist die Lohnentwicklung, trotz ihrer jüngsten Belebung, nach wie vor schwach gemessen am starken Rückgang der Arbeitslosigkeit. Lohnzuwächse von immer noch deutlich unter 2 % reichen kaum aus, um die Kerninflation nachhaltig über ihr derzeitiges Niveau von 1,1 % zu heben. Trotz der zuletzt günstigen Datenveröffentlichungen ist somit davon auszugehen, dass der **Trend des Preisauftriebs eher langsam zunehmen** wird. Deshalb sehen die Mitglieder des EZB-Rats die Notwendigkeit einer „**geduligen und ausdauernden**“ Geldpolitik.

5. Indikatoren für die Inflationserwartungen entwickelten sich zuletzt uneinheitlich. Von **Consensus Economics** befragte Volkswirte haben ihre Inflationsprognosen für das Jahr 2018 im Oktober unverändert bei 1,3 % belassen. Sie gehen scheinbar davon aus, dass die deutliche Zunahme des Ölpreises in den vergangenen Monaten durch andere Faktoren, wie etwa den festeren Euro, ausgeglichen wird. Im Gegensatz dazu haben die **Preiserwartungen der Konsumenten** zuletzt spürbar zugenommen. Alles in allem betrachtet die EZB die Inflationserwartungen als weitgehend stabil. Sie ist daher weniger besorgt, dass fallende Inflationserwartungen eine deflationäre Abwärtsspirale nach sich ziehen könnten. Gleichwohl sieht sie in dem immer noch niedrigen Niveau der Inflationserwartungen ein Hindernis für eine schnellere Belebung des tatsächlichen Preisauftriebs, unter anderem aufgrund des dämpfenden Einflusses auf die Lohnentwicklung.

6. Auf der jetzt anstehenden **Pressekonferenz** ist mit **wichtigen Ankündigungen zum Umfang der Wertpapierkäufe ab Anfang nächsten Jahres** zu rechnen. Von Interesse ist dabei nicht nur, wie stark die EZB die monatlichen Volumina reduzieren wird, sondern auch, wie weit in die Zukunft sie sich schon jetzt festlegen wird. Wir waren bislang davon ausgegangen, dass die EZB ihre Käufe schrittweise auslaufen lassen und über jeden einzelnen dieser Tapering-Schritte separat entscheiden wird. Dies erschien uns als die beste Möglichkeit, der großen Unsicherheit über die Inflation in den kommenden Jahren Rechnung zu tragen. Unsere übergeordnete Annahme war dabei, dass die EZB grundsätzlich einen Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik beabsichtigt und diesen vorantreiben will, soweit der wirtschaftliche Ausblick und das Finanzmarktumfeld dies zulassen. Die Herangehensweise der Notenbanker scheint jedoch eine andere zu sein. Eine deutliche Mehrheit der Ratsmitglieder sprach bis zuletzt nicht von einem geldpolitischen Ausstieg. Vielmehr betonten sie die **Notwendigkeit einer weiterhin stark stimulierenden Geldpolitik** und stellten lediglich eine **Rekalibrierung des Instrumenteneinsatzes** in Aussicht. Dies deutet bereits rein sprachlich darauf hin, dass die jetzt anstehenden Ankündigungen das gleiche Format haben werden wie die beiden Verlängerungen des Wertpapierkaufprogramms im Dezember 2015 und Dezember 2016: Die EZB dürfte ein bestimmtes Volumen an monatlichen Käufen festlegen, die über eine bestimmte Anzahl an Monaten durchgeführt werden. Wir rechnen mit einer **Reduktion auf 30 Mrd. Euro ab Januar und einer Fortsetzung der Käufe bis mindestens September 2018**.

7. Die Logik für eine **deutliche Verringerung der monatlichen Beträge** ist gradlinig: Deflationsgefahren sind weitgehend verschwunden und die sukzessive Verknappung bestimmter Staatsanleihen macht die Umsetzung der quantitativen Lockerung zunehmend schwieriger. Dass die EZB ihr **Wertpapierkaufprogramm gleichzeitig signifikant verlängern** dürfte, liegt in ihrer Sorge begründet, dass Marktteilnehmer einen zu schnellen Kurswechsel der Geldpolitik antizipieren könnten. Dies würde zu einer **unerwünschten Straffung des finanziellen Umfelds** führen, die die wirtschaftliche Erholung und das Erreichen des Inflationsziels gefährdet. Wie Chefvolkswirt Praet bei verschiedenen Gelegenheiten erläuterte, hilft eine ausreichend lange Fortsetzung der Käufe der EZB dabei, die **Markterwartungen unter Kontrolle zu halten**. Erstens könnten die Marktteilnehmer die längerfristigen Auswirkungen auf die Rentenmärkte besser abschätzen und einpreisen, wenn die EZB ein Gesamtpaket aus monatlichen Käufen und einer Anzahl an Monaten ankündigt. Dies verbessere die Transmission der Geldpolitik. Zweitens würden fortgesetzte Wertpapierkäufe die expansiven Absichten der EZB unterstreichen und damit auch ihrer **Forward Guidance in Bezug auf die Leitzinsen zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen**. Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB auch nach der erneuten Verlängerung des Wertpapierkaufprogramms an der Aussage festhalten wird, dass die **Leitzinsen deutlich über das Ende der Nettokäufe hinaus auf ihren derzeitigen Niveaus** belassen werden.



Makro Research
Dienstag, 24. Oktober 2017

8. Die Ankündigung einer bestimmten Anzahl an Monaten, in denen Wertpapiere gekauft werden sollen, wird oft auch als **Zugeständnis an das Falkenlager** im EZB-Rat gewertet. Denn wenn das avisierte Ende des Programms näher rückt, müssten die Befürworter weiterer Wertpapierkäufe ihre Position erneut begründen, was den Falken einen Vorteil in der Diskussion verschafft. Wir würden diesen Effekt jedoch nicht überbewerten. Denn die jetzt anstehende dritte Verlängerung der Käufe unterstreicht, dass kein einmal genanntes Enddatum in Stein gemeißelt ist. **Die EZB dürfte sich erneut die Tür offen halten, die monatlichen Käufe aufzustocken oder das Programm nochmals zu verlängern**, falls sich das wirtschaftliche oder finanzielle Umfeld schlechter entwickeln als erwartet.

9. Alles in allem dürfte die EZB damit **auch über den Jahreswechsel hinaus auf einem sehr expansiven Kurs** bleiben. Ihre bisherigen Aussagen zu den zukünftigen Leitzinsen und zur Wiederanlage der Rückflüsse aus fälligen Anleihen werden durch die signifikante Verlängerung des Wertpapierkaufprogramms in ihrer Wirkung umso stärker. Dies gleicht den Effekt der verminderten monatlichen Käufe zu einem gewissen Grad aus. Wir halten es weiterhin für **wahrscheinlich, dass die EZB ihre Wertpapierkäufe vor Ende des Jahres 2018 komplett einstellen wird**. Auf der jetzt anstehenden Pressekonferenz dürfte Draghi hierzu jedoch keine deutlichen Hinweise geben. **Weite Teile des geldpolitischen Ausstiegs bleiben damit offen**.

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

Quelle: DekaBank