

## Deka-EZB-Kompass: Zeit des Abwartens

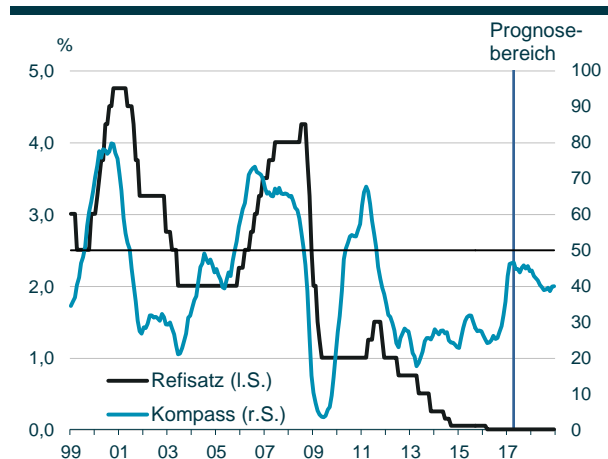
■ Nach seinem rasanten Anstieg über die letzten Monate hat der Deka-EZB-Kompass auch im März noch einmal leicht auf 46,4 Punkte zugelegt. Der größte Beitrag hierzu kam erneut von den Inflations- und Kostenindikatoren. Aber genau diese sollten in den nächsten Monaten wieder etwas nachgeben, weil der Einfluss gestiegener Rohstoffpreise und Emerging Markets-Währungen allmählich abebbt. Wir erwarten daher mittelfristig leichte Rückgänge des EZB-Kompasses.

■ Auf den verbesserten makroökonomischen Datenkranz, den der EZB-Kompass zum Ausdruck bringt, haben die Notenbanker bislang kaum reagiert. Sie sehen die wirtschaftliche Erholung weiterhin von Abwärtsrisiken bedroht und wollen zudem sichergehen, dass das kontinuierliche Wirtschaftswachstum tatsächlich zu der gewünschten Belebung des Preisauftriebs führt. Von daher kann sich ihre Forward Guidance zur zukünftigen Geldpolitik nur langsam ändern. Am Donnerstag dürfte Draghi an der Aussage festhalten, dass Wertpapierkäufe bis zum Jahresende vorgesehen sind und die Leitzinsen voraussichtlich noch für einige Zeit darüber hinaus niedrig bleiben werden.

■ Im späteren Jahresverlauf ist jedoch mit gravierenden Änderungen an der Forward Guidance zu rechnen. Für die EZB wird dies zu einer schwierigen kommunikativen Aufgabe. Denn einerseits muss sie Anleger und breite Öffentlichkeit rechtzeitig auf einen bevorstehenden Kurswechsel der Geldpolitik vorbereiten. Andererseits darf sie es nicht dazu kommen lassen, dass die Finanzmärkte eine unangemessen schnelle Straffung einpreisen.

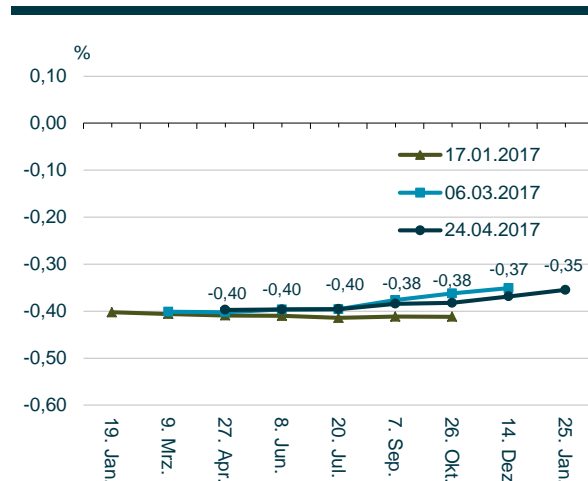
1. Nach seinem rasanten Anstieg in den vergangenen Monaten hat sich der **Deka-EZB-Kompass** im **März** auf solidem Niveau stabilisiert. Mit **46,4 Punkten** dürfte er seinen vorläufigen Zenit jedoch weitgehend erreicht haben und mittelfristig rechnen wir mit zumindest leichten Rückgängen. Denn erstens gehen wir davon aus, dass die konjunkturellen Stimmungsindikatoren ihre derzeit euphorischen Niveaus auf Dauer nicht ganz halten können. Zweitens dürfte der Einfluss der wieder gestiegenen Öl- und sonstigen Rohstoffpreise auf die Inflations- und Kostenindikatoren ein wenig nachlassen. Dieser realisierte und erwartete Verlauf des EZB-Kompasses bringt zum Ausdruck, welchen Einflüssen die geldpolitischen Entscheidungsträger derzeit ausgesetzt sind. Seine kräftige Aufwärtsbewegung spiegelt eine **breit basierte Verbesserung des makroökonomischen Umfelds** wider, **auf die die EZB bisher jedoch kaum reagiert hat**. Auf der Pressekonferenz im März unterstrich Präsident Draghi, dass die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Lockerung abgenommen hätte, aber er und die meisten seiner Ratskollegen sind bisher kaum auf die Notwendigkeit einer geldpolitischen Normalisierung eingegangen. Denn sie sehen die wirtschaftliche Erholung nach wie vor von Abwärtsrisiken bedroht und wollen vor allem sichergehen, dass das Wirtschaftswachstum auch zu der gewünschten Belebung des Preisauftriebs führt. **Sofern sich der EZB-Kompass wie von uns vorhergesagt nur leicht abschwächt, sollten die Notenbanker das makroökonomische Umfeld als hinreichend gut einstufen, um mit dem Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik beginnen zu können.** Allerdings dürfte es noch einiger Monate an

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

Konjunktur- und Inflationsdaten bedürfen, ehe sich eine Mehrheit im EZB-Rat ihrer Sache ausreichend sicher ist. Bis dahin dürfte die **Annäherung an das Thema geldpolitische Normalisierung weiterhin in kleinen Schritten** erfolgen.

2. Die konjunkturellen Stimmungsindikatoren notieren nach wie vor in der Näher mehrjähriger Höchststände. Vorläufigen Schätzungen zufolge konnte der **Einkaufsmanagerindex** im April nochmals zulegen. Demgegenüber gab das breiter gefasste **Economic Sentiment** im März minimal nach, liegt damit seit Ende letzten Jahres jedoch quasi unverändert auf einem weit überdurchschnittlichen Niveau. Wir haben an dieser Stelle schon des Öfteren darauf hingewiesen, dass die sogenannten harten Konjunkturdaten die von den Stimmungsindikatoren geweckten Erwartungen bislang nicht erfüllen konnten. Beispielsweise ging die **Industrieproduktion** im Februar leicht zurück und auch ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, steht mit annualisierten Raten um 2 % nicht im Einklang mit den derzeitigen Aussagen der Stimmungsindikatoren. Dennoch hob Präsident Draghi zuletzt insbesondere den Einkaufsmanagerindex als brauchbaren Frühindikator für das Wirtschaftswachstum hervor. Insofern scheint die derzeit exzellente Stimmung im Unternehmenslager auch der EZB Zuversicht zu vermitteln, dass die wirtschaftliche Erholung anhält und eventuell sogar an Kraft gewinnt. **Weiterhin hohe Werte des Einkaufsmanagerindex und des Economic Sentiment würden es der EZB daher leichter machen, das Thema des geldpolitischen Ausstiegs in Angriff zu nehmen.**

	Aktuell Mrz 17	Vormonat Feb 17	6M-Prognose Sep 17	18M-Prognose Sep 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	56,4	56,0	56,4	56,3
Economic Sentiment	107,9	108,0	107,0	106,1
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,2	0,2	0,2	0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	1,9	2,4	1,2	0,6
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,2	2,0	3,2	3,2
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	3,7	3,3	3,9	2,0
Importpreise (Dt.) in % yoy	6,8	7,4	7,0	2,6
Lohnkosten in % yoy	1,1	1,2	1,4	1,7
Inflationserwartungen Consensus	1,5	1,5	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	15,3	14,5	15,3	15,3
<b>Score EZB-Kompass</b>	<b>46,4</b>	<b>46,2</b>	<b>45,8</b>	<b>39,6</b>
<b>Kompassnadel auf X Grad</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>180</b>

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die **Jahresrate der Buchkredite** hat sich im Februar leicht auf 2,0 % abgeschwächt. Ursächlich hierfür war allerdings ein **harmloser Basiseffekt**: Im Februar letzten Jahres wurden außergewöhnlich viele neue Kredite vergeben. Da diese nun aus dem 12-Monats-Fenster herausfallen, kommt es zu einem einmaligen Rückgang der Jahresrate. Im Februar dieses Jahres lag die Nettokreditvergabe knapp über dem Durchschnitt des Jahres 2016 und insbesondere im konjunkturell wichtigen Bereich der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen war zumindest ein kleines Plus zu verzeichnen. Insofern dürften die jüngsten Daten zu den Kreditaggregaten die EZB nicht nervös gemacht haben. Sie wertet die sukzessive Beschleunigung der Kreditvergabe als **Beleg für die Wirksamkeit ihrer expansiven Geldpolitik**. Besonders wichtig ist ihr dabei, dass sich infolge ihrer unkonventionellen Maßnahmen die Kreditbedingungen unter den Mitgliedsländern der Eurozone angeglichen haben. Dies sei die entscheidende Grundlage dafür gewesen, dass sich die wirtschaftliche Erholung mittlerweile auf die gesamte Eurozone erstreckt. Vor knapp drei Wochen ging Präsident **Draghi** so weit zu behaupten, **dass die Belebung des Wirtschaftswachstums in den vergangenen Jahren etwa zur Hälfte auf das Konto der Geldpolitik ginge**. Diese Einschätzung macht auch klar, warum aus Sicht der EZB weder die voranschreitende wirtschaftliche Erholung noch die im Trend steigenden Kreditaggregate hinreichende Gründe für eine Normalisierung der Geldpolitik darstellen. Denn wenn der **Aufschwung nicht selbsttragend** ist, sondern in einem so großen Ausmaß von der monetären Alimentierung abhängt, würde ihm eine **wichtige Triebfeder fehlen, wenn die EZB zu früh einen Kurswechsel einleitet**. Diese Bedenken erklären ihre bislang auffallend geringe Reaktion auf den verbesserten makroökonomischen Datenkranz.

4. Der fulminante Anstieg des EZB-Kompasses in den letzten Monaten beruhte zu einem großen Teil auf den Inflations- und



Kostenindikatoren. Die Jahresraten sowohl der **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** als auch der **deutschen Importpreise** liegen mittlerweile weit über ihren historischen Durchschnitten. Wir führen dies in erster Linie auf globale Faktoren zurück. Seit ihrem Tiefpunkt Anfang letzten Jahres haben sich nicht nur die **Weltmarktpreise von Öl und anderen Rohstoffen** erholt, sondern auch die **Währungen zahlreicher Emerging Markets** gegenüber dem Euro. All dies hat in der Eurozone zu einer stärkeren Teuerung auf vorgelagerten Produktionsstufen beigetragen. Es deutet sich jedoch bereits an, dass diese Effekte bald auslaufen, denn sowohl die Rohstoffpreise als auch die Emerging Markets-Währungen scheinen in eine grobe Seitwärtsbewegung übergegangen zu sein. Daher sollte auch der Anstieg der Erzeuger- und Importpreise schnell an Kraft verlieren. Der resultierende Impuls auf die Inflation der Verbraucherpreise dürfte also begrenzter Natur bleiben.

5. Auf der Pressekonferenz im März richtete Draghi das Augenmerk auf die **Lohnentwicklung**. Neben der Kerninflation sei sie der zweite wichtige Indikator um einzuschätzen, ob die Belebung des Preisauftriebs nachhaltig ist. Daten zu den Lohnkosten, die lediglich bis Ende letzten Jahres reichen, deuten dies bislang noch nicht an. Im Protokoll zur Ratssitzung im März wurden zwei Gründe hierfür identifiziert: eine **immer noch hohe Unterauslastung am Arbeitsmarkt** und **fehlende Rückkopplungseffekte von den wieder gestiegenen Inflationsraten auf die Löhne**. In seiner bereits erwähnten Rede von Anfang des Monats griff Draghi diese Themen erneut auf und zeigte sich zuversichtlich, dass sich der Anstieg der Löhne mit der Zeit beschleunigen wird. Allerdings könne sich die **EZB** nicht allein auf diese Vorhersage verlassen sondern **benötige klare Beweise dafür, dass die wirtschaftliche Unterauslastung abnimmt und sich dies auf Löhne und Preise auswirkt**. Auch diese Herangehensweise spricht für einen eher langsamen Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik.

6. Da **Deflationsgefahren** aus Sicht der EZB erheblich **nachgelassen** haben, sind auch die **Indikatoren für die Inflationserwartungen etwas in den Hintergrund gerückt**. Statt eine deflationäre Abwärtsspirale zu befürchten, hofft die EZB nun auf positive Zweitrundeneffekte, indem wieder höhere Inflationsraten und Inflationserwartungen insbesondere auch einen stärkeren Anstieg der Löhne nach sich ziehen. Die **Preiserwartungen der Konsumenten** sprechen durchaus für eine solche Entwicklung, denn sie haben sich seit Anfang des Jahres nahe ihrer langfristigen Durchschnittswerte stabilisiert. Demgegenüber haben von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ihre Inflationsprognosen für dieses Jahr wieder leicht auf 1,6 % gesenkt. Für 2018 erwarten sie weiterhin einen verhaltenen Preisaufrtrieb von nur 1,4 %. Genau wie die zuletzt wieder gesunkenen langfristigen Inflationserwartungen an den Kapitalmärkten ist dies ein Indiz dafür, dass das **Inflationsziel der EZB in den Vorstellungen vieler wirtschaftlicher Entscheidungsträger noch nicht wieder vollständig verankert** ist.

7. Eine zentrale Botschaft der bevorstehenden Pressekonferenz dürfte darin bestehen, dass das **Tempo des zukünftigen Ausstiegs aus der außergewöhnlich expansiven Geldpolitik streng an die Entwicklung des Inflationsausblicks gekoppelt** sein wird. Das bedeutet nicht notwendigerweise, dass die EZB ihre Inflationsvorhersagen in den nächsten Monaten noch erheblich weiter nach oben korrigieren muss, ehe sie über eine Normalisierung ihrer Geldpolitik nachdenken kann. Vielmehr benötigt sie eine stärkere Überzeugung, dass der Preisaufrtrieb tatsächlich in der vorhergesagten Art und Weise zunimmt. Diese wird jedoch nicht über Nacht entstehen, sondern muss durch Datenveröffentlichungen insbesondere zu Verbraucherpreisen und Löhnen sukzessive untermauert werden. Folglich kann sich auch die **Kommunikation der EZB zu ihrer zukünftigen Geldpolitik** nicht schlagartig ändern. Daher dürfte Draghi am Donnerstag an den zentralen Aussagen festhalten, dass **Wertpapierkäufe im Volumen von 60 Mrd. Euro pro Monat bis Ende des Jahres vorgesehen sind und die Leitzinsen voraussichtlich noch einige Zeit darüber hinaus niedrig bleiben** werden.

8. Sofern sich die Wirtschaft so entwickelt wie von der EZB erwartet und sich insbesondere die Vorzeichen für einen stärkeren Preisaufrtrieb verdichten, sollte dies mittelfristig erhebliche Konsequenzen für die Geldpolitik haben. Spätestens bis zum Jahresende muss die EZB Farbe darüber bekennen, wie es mit ihren Wertpapierkäufen weitergehen soll. Wenn sie plant, diese im Verlauf des Jahres 2018 schrittweise auslaufen zu lassen – wovon wir mit hoher Wahrscheinlichkeit ausgehen – macht es auch keinen Sinn mehr, Aussagen zu den zukünftigen Leitzinsen an die Dauer des Wertpapierankaufprogramms anzulehnen. **Erhebliche Änderungen an der Forward Guidance der EZB werfen also ihre Schatten voraus**. Auf ihrer letzten Sitzung schreckten die Notenbanker davor zurück, die zentralen Formulierungen anzupassen, da sie befürchteten, falsche Erwartungen an den Finanzmärkten zu wecken und dadurch eine unerwünschte Straffung des finanziellen Umfelds hervorzurufen. Auf Dauer ist es jedoch keine Lösung, die Botschaft eines bevorstehenden Kurswechsels der Geldpolitik in mehrere Portionen aufzuteilen. Wie Ratsmitglied Coeuré kürzlich argumentierte, durschauen die Finanzmärkte früher oder später ein solches Vorgehen.



Makro Research  
Dienstag, 25. April 2017

Dies könne zur Folge haben, dass bereits kleinste Änderungen an der Kommunikation der Zentralbank – beispielsweise, dass sie Risiken nicht mehr als nach unten gerichtet ansieht – erhebliche Marktreaktionen hervorrufen. Denn Beobachter werden davon ausgehen, dass der nur leicht veränderte Tonfall lediglich den Auftakt zu einer groß angelegten Anpassung der Forward Guidance darstellt, und ihre Erwartungen auch über die tatsächliche Geldpolitik entsprechend korrigieren. Um derartige Irritationen zu verhindern, hält Coeuré es für entscheidend, dass die Forward Guidance zu jedem Zeitpunkt mit dem Inflationsausblick in Einklang steht. **In der Praxis bedeutet dies für die EZB einen Drahtseilakt.** Denn einerseits muss sie die Anleger und die breite Öffentlichkeit **rechtzeitig auf eine bevorstehende Normalisierung der Geldpolitik vorbereiten.** Andererseits muss sie **darauf achten, dass die Finanzmärkte keine übertrieben starke Straffung erwarten.** Denn letzteres könnte über schlechtere Finanzierungsbedingungen auf das wirtschaftliche Umfeld zurückwirken und damit den gesamten Plan des Ausstiegs zunichtemachen.

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

Quelle: DekaBank