

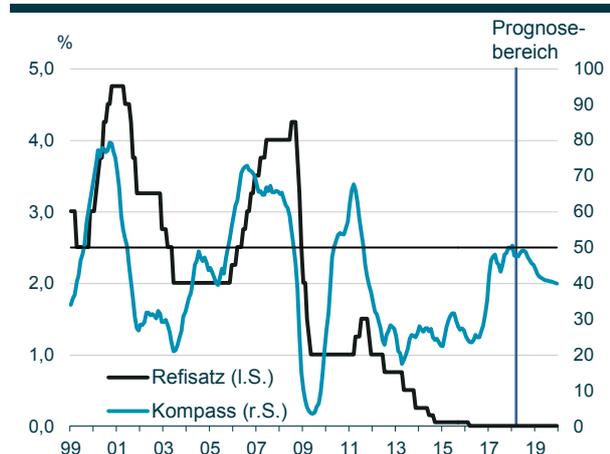
## Deka-EZB-Kompass: Geduld und Ausdauer

■ Der Deka-EZB-Kompass ist in der zweiten Hälfte vergangenen Jahres stärker gestiegen, als wir bislang angenommen hatten und übertraf im Januar erstmals seit 2011 die neutrale Marke von 50 Punkten. Im Februar fiel er jedoch wieder deutlich auf 47,7 Punkte. Sein Rückgang war breit basiert und beruhte sowohl auf schwächeren Konjunkturdaten als auch auf nachlassenden Inflations- und Kostenindikatoren. Während das Niveau des Kompasses immer noch für eine zeitnahe Normalisierung der Geldpolitik spricht, warnt sein wieder nach unten gerichteter Verlauf die EZB, ihren Kurs nicht zu abrupt zu ändern.

■ Unseres Erachtens wird die EZB ihre Kommunikation zum Wertpapierkaufprogramm erst dann anpassen, wenn sie zugleich Fortschritte in Richtung des Inflationsziels vermelden kann. Allerdings ließen auch die jüngsten Inflationsdaten keine Trendwende erkennen und für den Mitarbeiterstab der EZB besteht derzeit kein Anlass, seine Inflationsprojektionen nach oben zu revidieren. Wir rechnen daher mit einer unveränderten Forward Guidance, die weiterhin die Möglichkeit einer Fortsetzung der Wertpapierkäufe über September hinaus offen lässt. Gleichzeitig könnte Präsident Draghi auf der Pressekonferenz etwas genauer darauf eingehen, was die Entwicklung der Leitzinsen in den kommenden Jahren bestimmen wird. Indem er den diesbezüglichen Erwartungen eine andere Orientierung bietet als allein die Dauer der Nettowertpapierkäufe, würde er auch die Grundlage dafür legen, die Politik der quantitativen Lockerung auslaufen lassen zu können, ohne zu heftige Marktreaktionen hervorzurufen.

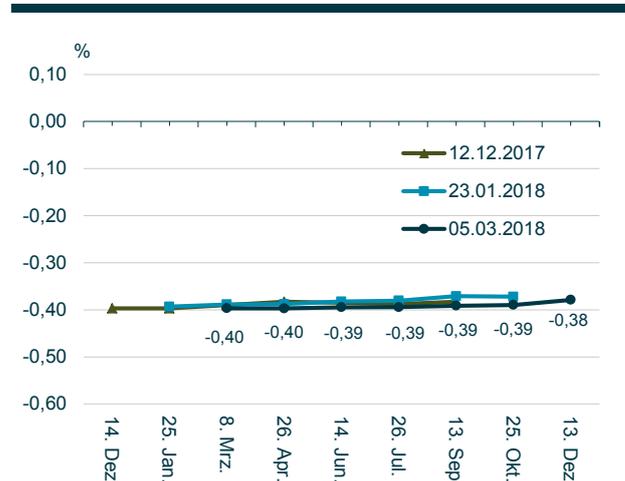
1. Ende letzten Jahres lag der **Deka-EZB-Kompass** auf einem höheren Niveau, als wir im Vorfeld der Januar-Ratssitzung angenommen hatten. Die seither veröffentlichten Konjunktur- und Inflationsdaten hatten zur Folge, dass der Kompass im Januar erstmals seit 2011 über die Marke von 50 Punkten kletterte. Langfristig würde er der EZB damit eine neutrale Ausrichtung ihrer Geldpolitik nahelegen. Allerdings folgte im **Februar** wieder ein deutlicher Rückgang auf nur noch **47,7 Punkte**. Auch mittelfristig erwarten wir einen leicht nach unten gerichteten Verlauf. Denn erstens sollte sich eine steigende Auslastung der wirtschaftlichen Kapazitäten früher oder später in geringeren Wachstumsraten niederschlagen. Zweitens dürfte im Bereich der Inflation ein allmählich zunehmender Lohndruck vorerst von der Aufwertung des Euros überlagert werden. Somit wird der EZB-Kompass vermutlich auch in den kommenden beiden Jahren auf die **Notwendigkeit einer grundsätzlich expansiven Ausrichtung der Geldpolitik** hindeuten. Allerdings halten wir seine Niveaus trotz des prognostizierten Rückgangs für **zu hoch, um eine weitere Fortsetzung der Wertpapierkäufe zu begründen**. Die zentrale Frage bleibt somit, wann die EZB den Zeitpunkt als gekommen ansieht, um die Finanzmärkte auf ein Ende der quantitativen Lockerung einzustimmen. Wie das Protokoll der Januar-Sitzung zeigte, hielten die meisten Ratsmitglieder gravierende Änderungen an der Kommunikation seinerzeit für verfrüht. Wir denken, dass die Notenbanker ihre Einschätzungen seither nicht wesentlich revidiert haben und erwarten daher eine **unveränderte Forward Guidance**, mit der sich die EZB die **Möglichkeit offen hält, ihr Wertpapierkaufprogramm über September hinaus zu verlängern**.

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. Der kräftige Anstieg des EZB-Kompasses seit Juli letzten Jahres ging zu mehr als der Hälfte auf die verbesserten Konjunkturdaten zurück. Er spiegelt damit auch die Wahrnehmung der Ratsmitglieder wider, denn auf ihrer Sitzung am 25. Januar sprachen sie über die Möglichkeit, dass sie das aktuelle Wirtschaftswachstum immer noch unterschätzen. Anschließend hat sich die Serie kontinuierlich nach oben überraschender Datenveröffentlichungen jedoch nicht weiter fortgesetzt. Dies gilt allen voran für die Stimmungsindikatoren, die die Notenbanker seit längerem als Beleg für die Kraft und das breite Fundament des wirtschaftlichen Aufschwungs interpretieren. Sowohl der **Einkaufsmanagerindex** als auch das breiter gefasste **Economic Sentiment** gingen im Februar ein Stückweit zurück, liegen aber nach wie vor auf Niveaus, die in der Vergangenheit mit einem überdurchschnittlich starken Wirtschaftswachstum einhergingen. Daten zur **Industrieproduktion** reichen nur bis Dezember, als ihr auf das Jahr hochgerechneter Zuwachs über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, mit 5,5 % den höchsten Wert seit 2011 erreichte. Nicht zuletzt wegen der Stimmungsindikatoren gehen wir davon aus, dass die Dynamik der Industrieproduktion zuletzt etwas nachgelassen hat, im historischen Vergleich aber immer noch kräftig bleibt. In Einklang damit sollte sich die **Outputlücke**, das von uns geschätzte Maß für die wirtschaftliche Auslastung im Euroraum, vorerst weiterhin mit einer hohen Geschwindigkeit einengen. Alles in allem deuten die Konjunkturdaten, trotz ihrer jüngsten Abschwächung, immer noch darauf hin, dass der **zyklisch bedingte Preisauftrieb mit der Zeit zunehmen** wird.

3. Auch die Volkswirte der EZB dürften aus den zuletzt etwas schwächeren Stimmungsindikatoren keine allzu gravierenden Schlussfolgerungen ziehen. Einkaufsmanagerindex und Economic Sentiment liegen annähernd auf den gleichen Niveaus wie im November, also im Vorfeld der letzten Runde der **makroökonomischen Projektionen**. Es ist sogar denkbar, dass der Mitarbeiterstab das derzeit kräftige Wachstum noch ein wenig weiter fortschreibt und seine **Vorhersagen für 2019 und 2020** anhebt. Solange die EZB an der Einschätzung festhält, dass sich die Outputlücke in diesem Jahr vollständig schließen wird, ist der **Spielraum für weitere Aufwärtsrevisionen jedoch begrenzt**.

	Aktuell Feb 18	Vormonat Jan 18	6M-Prognose Aug 18	18M-Prognose Aug 19
Einkaufsmanagerindex (Composite)	57,1	58,8	55,7	54,3
Economic Sentiment	114,1	114,9	110,7	106,8
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,7	0,8	0,4	-0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	3,4	3,6	2,5	1,3
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	3,0	3,0	3,8	3,2
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,4	2,8	3,0	2,0
Importpreise (Dt.) in % yoy	0,2	0,7	4,1	1,9
Lohnkosten in % yoy	2,2	2,1	2,6	2,5
Inflationserwartungen Consensus	1,5	1,5	1,5	1,5
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	18,0	19,6	18,0	18,0
<b>Score EZB-Kompass</b>	<b>47,7</b>	<b>50,5</b>	<b>48,7</b>	<b>40,6</b>
<b>Kompassnadel auf X Grad</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>135</b>

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

4. Bei einer Anhörung vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europaparlaments in der vergangenen Woche argumentierte Präsident Draghi, dass die **kräftvolle wirtschaftliche Erholung zu einem großen Teil auf die Maßnahmen der EZB zurückzuführen** sei. Von zentraler Bedeutung seien dabei günstige Kreditbedingungen für private Haushalte sowie kleine und mittlere Unternehmen. Die kurz darauf veröffentlichten Daten zur Kreditvergabe der Banken unterstützen Draghis These. Nach einem kurzen Einbruch zum Jahresende, der vermutlich mit Bilanzkosmetik der Unternehmen zu tun hatte, stieg das ausstehende Volumen an Bankkrediten im Januar wieder kräftig. Ein Großteil der ausgereichten Mittel floss dabei an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen. **Die in den EZB-Kompass eingehende Jahresrate der Buchkredite kletterte auf 3,0 %**. Aber selbst wenn man Draghis Sichtweise teilt, dass die expansive Politik der EZB die Kreditvergabe erleichtert und dadurch die konjunkturelle Erholung vorangetrieben hat, bedeutet dies nicht, dass dieser Kurs auf Dauer angemessen bleibt. Auf ihrer Sitzung im Januar diskutierten die Ratsmitglieder zum wiederholten Male darüber, dass eine **gleichbleibende Geldpolitik in einem sich bessernden makroökonomischen Umfeld eine zunehmend expansivere Wirkung** entfalte.



Das Wachstum der Kreditvergabe, das sich seit Mitte letzten Jahres noch einmal deutlich beschleunigt hat, könnte ein Beleg für diese sich selbst verstärkenden Effekte sein. Sollte sich dieser Eindruck erhärten, könnte die **EZB ihren Instrumenteneinsatz schrittweise zurückfahren, selbst wenn ein nach oben gerichteter Trend der Inflation noch nicht zu erkennen ist.**

5. Auf vorgelagerten Produktionsstufen hat sich der Anstieg der Preise in den letzten Monaten verlangsamt. Die dämpfende Wirkung der **Euro-Aufwertung** zeigt sich am deutlichsten an den **deutschen Importpreisen**. Unter Ausschluss von Energiegütern lagen sie im Januar unter dem Vorjahresniveau. Demgegenüber verzeichnen die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** immer noch eine überdurchschnittlich hohe Jahresrate. Steigende Preise in dieser Kategorie sind ein weit verbreitetes Phänomen, das sich weltweit in den Erzeuger- und Importpreisen beobachten lässt. Vorleistungsgüter sind zumeist homogener als Konsum- und Investitionsgüter. Ihre Preise reagieren daher stärker und schneller auf Schwankungen in der globalen Kapazitätsauslastung. Nach deutlichen Rückgängen in den Jahren 2013 bis 2016 sind sie daher jetzt wieder stärker nach oben gerichtet. Für im Euroraum ansässige Unternehmen wird dieser Trend durch die Euro-Aufwertung zwar abgemildert, aber nicht vollkommen ausgeschaltet. Alles in allem gibt es **für den Mitarbeiterstab der EZB jedoch wenig Anlass, seine Vorhersagen für die Inflation zu ändern**. Verglichen mit den technischen Annahmen der makroökonomischen Projektionen vom Dezember ist der effektive Wechselkurs des Euros per Saldo noch etwas weiter gestiegen, während sich Öl und andere Rohstoffe in Dollar gerechnet leicht verteuert haben. Die EZB-Volkswirte dürften daher an dem Bild festhalten, dass der **Preisaufrtrieb erst ab 2020 in nennenswertem Umfang zunimmt**.

6. Ein Dauerthema im EZB-Rat bleibt die Frage, warum die **deutlichen Verbesserungen am Arbeitsmarkt noch nicht zu stärkeren Lohnanstiegen geführt** haben. Eine Mehrheit der Ratsmitglieder geht davon aus, dass nach wie vor ein hohes Ausmaß an Unterbeschäftigung besteht. Diese zeige sich zum einen darin, dass die aktuelle Arbeitslosigkeit immer noch deutlich über gängigen Schätzungen zur langfristigen gleichgewichtigen Arbeitslosenquote liegt. Letztere beziffern beispielsweise die Teilnehmer des Survey of Professional Forecasters nur noch mit 7,5 %. Zum anderen gebe es verdeckte Formen von Unterbeschäftigung, wie etwa unfreiwillige Teilzeitarbeit oder ein hohes Ausmaß an befristeten Arbeitsverträgen. Bei seinem Auftritt vor dem Europaparlament zeigte sich auch Draghi überzeugt, dass der **Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation grundsätzlich intakt** sei. Er habe sich aber vorübergehend verlangsamt, was zum Teil auf die Stärke der makroökonomischen Schocks der vergangenen zehn Jahre und zum Teil auf strukturelle Einflüsse wie Demografie, Globalisierung und Digitalisierung zurückzuführen sei. Die EZB rechne deshalb mit einer nur allmählichen Zunahme der Inflation, was von ihrer Geldpolitik **„Geduld und Ausdauer“** verlange.

7. Die Zuversicht der EZB, ihr Inflationsziel mittelfristig zu erreichen, wird sicherlich weiter zunehmen, sobald stärkere Lohnanstiege zu beobachten sind. Auslöser hierfür kann nicht nur eine weiter steigende Beschäftigung sein, sondern auch wieder höhere **Inflationserwartungen**. Denn diese waren in den vergangenen Jahren phasenweise so niedrig, dass sie mit hoher Wahrscheinlichkeit **dämpfende Rückkopplungseffekte auf die Lohnentwicklung** hervorgerufen haben. Anschließend erholten sich verschiedene Indikatoren der Inflationserwartungen in unterschiedlichem Ausmaß, und auch in den letzten Monaten entwickelten sie sich uneinheitlich. So haben von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ihre Prognose für die Inflation im kommenden Jahr auf 1,5 % gesenkt, das heißt sie erwarten vorerst keine wesentliche Zunahme des Preisaufrtriebs. Demgegenüber kletterten die **Preiserwartungen der Konsumenten** im Januar auf den höchsten Stand seit fünf Jahren und gaben im Februar nur geringfügig nach.

8. Schon seit einiger Zeit konkurrieren **zwei gegensätzliche Sichtweisen darüber, was den zukünftigen Kurs der EZB bestimmen sollte**. Die eine setzt an den **Politikmaßnahmen** an. Mit umfangreichen Wertpapierkäufen und Negativzinsen sind diese zweifellos außergewöhnlich und sollten daher für außergewöhnliche Umstände vorbehalten bleiben. Nachdem die Staatsschulden- und Bankenkrise überwunden, das Wachstum wiederhergestellt und Deflationsgefahren abgewendet sind, ergibt sich die eindeutige Forderung, **möglichst bald mit einer Normalisierung der Geldpolitik zu beginnen**. Die andere Argumentationslinie orientiert sich strikt am **Inflationsziel**. Solange die EZB dieses nachhaltig unterschreitet, erfülle sie ihr Mandat nicht und könne daher nicht in ihren Anstrengungen nachlassen. Präsident Draghi und eine Mehrheit der Ratsmitglieder scheinen eher dem zweiten Ansatz zu folgen, denn sie stellen das Inflationsziel in den Vordergrund. Insbesondere haben sie angekündigt, die **Wertpapierkäufe erst dann einzustellen, wenn eine „nachhaltige Anpassung des Inflationpfads“** zu erkennen ist. Solange diese komplexe Bedingung nicht erfüllt ist, wird die EZB auch ihre Kommunikation über zu-



künftige Wertpapierkäufe nicht ändern können, also insbesondere auch die Möglichkeit einer Verlängerung des Programms über September hinaus nicht fallenlassen. Prinzipiell könnte eine „nachhaltige Anpassung des Inflationspfads“ auch allein in den **makroökonomischen Projektionen** zum Ausdruck kommen. Draghi erläuterte auf der letzten Pressekonferenz, dass der EZB-Rat prognostizierte Verläufe der Inflation für alternative makroökonomische Szenarien betrachte. Nur wenn sich diese verschiedenen Pfade hinreichend stark annäherten, könne man sicher sein, dass sich die Inflation auf einem nach oben gerichteten Trend befindet. Doch leider musste die EZB ihre Inflationsvorhersagen in den vergangenen Jahren immer wieder nach unten korrigieren. Zum Teil lag die Ursache hierfür in neuen makroökonomischen Schocks, zum Teil hat der Mitarbeiterstab den zyklisch bedingten Preisauftrieb aber auch systematisch überschätzt. Aufgrund dieser eher durchwachsenen Bilanz dürfte der EZB-Rat substanzielle Fortschritte in Richtung des Inflationsziels erst dann konstatieren, wenn sie nicht nur in den makroökonomischen Projektionen, sondern zu einem gewissen Grad auch in den harten Inflationsdaten zum Ausdruck kommen. Dies war bislang nicht der Fall, sodass wir für **diese Sitzung** mit einer **allenfalls geringfügig veränderten Forward Guidance** rechnen.

9. Auch auf der **Pressekonferenz** dürfte Präsident Draghi an der Darstellung festhalten, dass sich **der EZB-Rat noch nicht intensiv mit der Frage beschäftigt, wann die Nettowertpapierkäufe definitiv enden sollen**. Demgegenüber könnte er etwas genauer darauf eingehen, dass Leitzinserhöhungen noch einige Zeit entfernt sind. Denn bereits im Januar gab er zu verstehen, dass im Verlauf des wirtschaftlichen Aufschwungs die relative Bedeutung der Forward Guidance über die Leitzinsen zunehmen wird. Indem Draghi den **Leitzinserwartungen eine andere Orientierung** bietet **als allein die Dauer der Nettowertpapierkäufe**, könnte er kurzfristig freundliche Marktreaktionen hervorrufen. Er würde damit jedoch zugleich die Grundlage dafür legen, bei **einer späteren Ratssitzung die Kommunikation über das Wertpapierkaufprogramm zurückfahren** zu können, ohne zu heftige Marktreaktionen befürchten zu müssen.

## 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 03	29,2	Jan 07	67,3	Jan 11	62,3	Jan 15	22,4
Feb 03	29,8	Feb 07	65,5	Feb 11	66,0	Feb 15	25,1
Mrz 03	28,4	Mrz 07	65,7	Mrz 11	67,6	Mrz 15	27,9
Apr 03	26,5	Apr 07	64,7	Apr 11	66,1	Apr 15	29,7
Mai 03	23,4	Mai 07	64,7	Mai 11	62,8	Mai 15	30,9
Jun 03	21,0	Jun 07	66,8	Jun 11	58,0	Jun 15	31,6
Jul 03	21,3	Jul 07	65,7	Jul 11	54,2	Jul 15	31,6
Aug 03	22,7	Aug 07	67,2	Aug 11	50,6	Aug 15	29,6
Sep 03	24,7	Sep 07	65,4	Sep 11	45,2	Sep 15	28,0
Okt 03	26,6	Okt 07	65,4	Okt 11	41,9	Okt 15	27,0
Nov 03	30,8	Nov 07	65,8	Nov 11	39,4	Nov 15	27,4
Dez 03	31,9	Dez 07	65,6	Dez 11	37,5	Dez 15	26,9
Jan 04	33,8	Jan 08	64,9	Jan 12	34,7	Jan 16	25,2
Feb 04	35,9	Feb 08	65,3	Feb 12	32,1	Feb 16	24,2
Mrz 04	37,3	Mrz 08	63,5	Mrz 12	31,3	Mrz 16	23,6
Apr 04	40,8	Apr 08	61,8	Apr 12	29,4	Apr 16	23,5
Mai 04	45,1	Mai 08	61,0	Mai 12	27,4	Mai 16	24,2
Jun 04	46,3	Jun 08	58,8	Jun 12	24,1	Jun 16	25,6
Jul 04	48,9	Jul 08	54,6	Jul 12	22,8	Jul 16	24,9
Aug 04	47,2	Aug 08	50,4	Aug 12	25,5	Aug 16	24,9
Sep 04	46,2	Sep 08	45,7	Sep 12	26,7	Sep 16	26,6
Okt 04	47,2	Okt 08	38,5	Okt 12	28,3	Okt 16	28,3
Nov 04	45,7	Nov 08	25,7	Nov 12	27,8	Nov 16	31,4
Dez 04	43,6	Dez 08	15,2	Dez 12	27,3	Dez 16	35,2
Jan 05	44,3	Jan 09	10,4	Jan 13	25,0	Jan 17	42,2
Feb 05	43,1	Feb 09	7,3	Feb 13	21,1	Feb 17	46,4
Mrz 05	41,7	Mrz 09	5,4	Mrz 13	20,5	Mrz 17	47,5
Apr 05	40,0	Apr 09	4,3	Apr 13	17,5	Apr 17	48,0
Mai 05	39,5	Mai 09	3,7	Mai 13	18,6	Mai 17	45,8
Jun 05	41,6	Jun 09	3,6	Jun 13	20,0	Jun 17	45,2
Jul 05	44,1	Jul 09	4,0	Jul 13	21,7	Jul 17	43,2
Aug 05	42,7	Aug 09	5,6	Aug 13	24,5	Aug 17	45,2
Sep 05	46,9	Sep 09	6,4	Sep 13	25,6	Sep 17	48,0
Okt 05	49,7	Okt 09	9,6	Okt 13	25,3	Okt 17	48,5
Nov 05	52,4	Nov 09	14,9	Nov 13	24,9	Nov 17	50,0
Dez 05	55,9	Dez 09	21,6	Dez 13	26,1	Dez 17	49,7
Jan 06	58,5	Jan 10	27,2	Jan 14	28,0	Jan 18	50,5
Feb 06	61,6	Feb 10	31,7	Feb 14	27,1	Feb 18	47,7
Mrz 06	63,1	Mrz 10	38,8	Mrz 14	26,5		
Apr 06	66,9	Apr 10	47,5	Apr 14	27,4		
Mai 06	70,7	Mai 10	50,1	Mai 14	27,5		
Jun 06	71,9	Jun 10	51,9	Jun 14	26,6		
Jul 06	72,5	Jul 10	53,5	Jul 14	27,3		
Aug 06	72,8	Aug 10	54,0	Aug 14	24,9		
Sep 06	71,6	Sep 10	53,7	Sep 14	24,2		
Okt 06	71,3	Okt 10	53,6	Okt 14	24,5		
Nov 06	70,7	Nov 10	55,4	Nov 14	23,6		
Dez 06	69,7	Dez 10	57,2	Dez 14	22,6		

Quelle: DekaBank