

Deka-EZB-Kompass: Volle Flexibilität voraus!

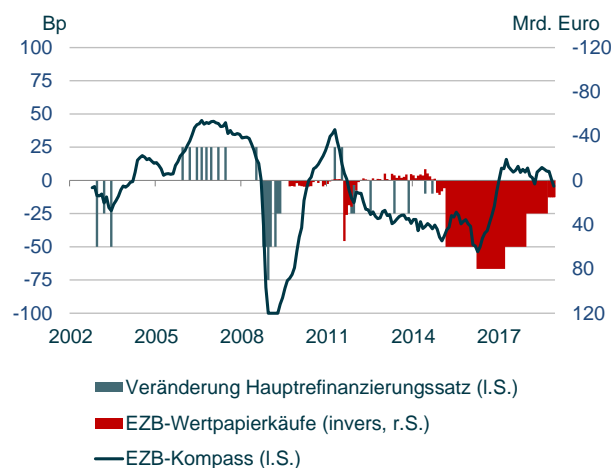
■ Der Deka-EZB-Kompass ist im Dezember auf -4,4 Punkte gesunken. Zum ersten Mal seit Herbst 2014 notieren alle drei Säulen des Kompasses im negativen Bereich. Sein Signal ist zwar noch zu schwach, um über eine erneute Lockerung der Geldpolitik, zum Beispiel eine Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe, nachzudenken. Auf jeden Fall legt er der EZB jedoch nahe, alle Pläne für die Normalisierung ihrer Geldpolitik vorerst auf Eis zu legen.

■ Ein zentrales Thema dieser Ratssitzung wird sein, inwieweit sich der wirtschaftliche Ausblick für den Euroraum nachhaltig eingetrübt hat. Im Dezember hat die EZB ihre makroökonomischen Projektionen nur in einem sehr geringen Ausmaß nach unten korrigiert. Die Diskussion unter den Notenbankern war seinerzeit von einer Kontroverse zwischen schwachen Konjunkturdaten und einem günstigen fundamentalen Umfeld geprägt. Seitdem haben die Datenveröffentlichungen weiter enttäuscht.

■ Die auffallende Verschlechterung des makroökonomischen Datenkranzes, die Risiken unter anderem im Zusammenhang mit globalen Handelskonflikten und dem Brexit sowie die erhöhte Volatilität auf den Finanzmärkten machen die Kommunikation der EZB zu einer heiklen Angelegenheit. Einerseits wird sie sich nicht zu früh auf eine noch längere Phase niedriger Leitzinsen oder eine andere Form der Lockerung festlegen wollen. Andererseits sollte sie weiterhin bemüht sein, das finanzielle Umfeld gegen das erhöhte Ausmaß an Unsicherheit abzuschirmen. Um beides unter einen Hut zu bekommen, dürfte Präsident Draghi auf der Pressekonferenz betonen, dass die EZB flexibel auf alle unvorhergesehenen Entwicklungen reagieren wird.

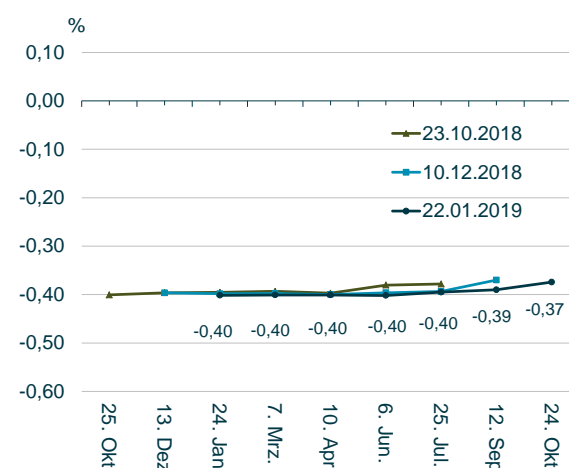
1. **In den vergangenen zwei Monaten hat der Deka-EZB-Kompass deutlich nach unten gedreht.** Zuerst musste der Wert für **November** um mehr als vier Punkte revidiert werden, weil einige Datenveröffentlichungen erheblich schwächer ausgefallen sind, als wir im Vorfeld der letzten EZB-Sitzung erwartet hatten. Anschließend gab der Kompass noch weiter nach und fiel mit **-4,4 Punkten im Dezember** wieder knapp unter die Nulllinie. Seine Abwärtsbewegung ging vor allem von schwächeren Konjunkturdaten aus, aber auch die Finanzierungsbedingungen haben sich verschlechtert und der Preisauftrieb hat nachgelassen. Rückblickend betrachtet ist das **derzeitige Niveau des Kompasses immer noch kompatibel mit der Einstellung der Nettowertpapierkäufe zum Jahresende**, das heißt, es legt der EZB noch nicht eine erneute Lockerung ihrer Geldpolitik nahe. Mit Blick auf die Zukunft wirft der scharfe Rückgang der Kompasswerte dennoch Fragen auf: Wie groß ist die **Gefahr, dass sich die Wachstumsdynamik im Euroraum nachhaltig abgeschwächt hat** und nicht mehr mit dem Erreichen des Inflationsziels in Einklang steht? Wie sollte die EZB in diesem Fall reagieren? Hierauf dürfte Präsident Draghi auf der bevorstehenden Pressekonferenz noch keine definitiven Antworten geben können. Denn viele Entwicklungen sind im Fluss, und die Ratsmitglieder werden sich auch bei einigen weiteren Sitzungen mit diesen Themen beschäftigen müssen. Solange ihre Diskussion vor allem auf Abwärtsrisiken gerichtet ist, rückt der geldpolitische Ausstieg jedoch in den Hintergrund. **Wir erwarten eine erste Anhebung des Einlagensatzes daher nicht mehr in diesem Jahr.**

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. Seit der letzten EZB-Sitzung am 13. Dezember hat sich die Serie schwacher Konjunkturdaten fortgesetzt. Ein besonders auffälliger Datenpunkt war dabei die **Industrieproduktion im November** mit einem **Rückgang um -3,3 % im Jahresvergleich**. Allein deshalb musste der Wert des EZB-Kompasses um mehr als drei Punkte nach unten revidiert werden. Einbrüche der Industrieproduktion in dieser Größenordnung sind außerhalb von Rezessionen eher selten. Einerseits dürfte der Übergang zu strengeren Zulassungskriterien gemäß **WLTP zu massiven Behinderungen in der Autoindustrie geführt** haben, die aller Voraussicht nach aber nur temporärer Natur sind. Zudem dürfte speziell in Deutschland und einigen Nachbarländern das **Niedrigwasser den Schiffsverkehr beeinträchtigt** haben, mit ebenfalls temporären Auswirkungen auf Unternehmen, die auf diesen Transportweg angewiesen sind. Auch Mitglieder des EZB-Rats wiesen in letzter Zeit oft darauf hin, dass länder- und sektorspezifische Schocks zur Schwäche der Wirtschaftsdaten beigetragen hätten. Andererseits war der **Rückgang der Industrieproduktion im November breit basiert über Länder und Güterkategorien**. Wir rechnen daher für **Dezember** mit einer **nur teilweisen Erholung**, die die in den EZB-Kompass einfließende Jahresrate lediglich auf -2,0 % anheben wird.

3. Bei der Ratssitzung im Dezember äußerten einige Mitglieder die Einschätzung, dass die nun **seit geraumer Zeit herrschenden Unsicherheiten** – unter anderem im Zusammenhang mit globalen Handelskonflikten, dem Brexit und politischen Unwägbarkeiten im Euroraum – **auf der Stimmung von Unternehmen lasten** und dadurch ihre **Investitionstätigkeit bremsen** würden. Seitdem sind die konjunkturellen Stimmungsindikatoren noch weiter zurückgegangen. Während das **Economic Sentiment** nach wie vor mit einer relativ kräftigen konjunkturellen Dynamik in Einklang steht, deutet der **Einkaufsmanagerindex** auf ein weiterhin positives, aber nur noch unterdurchschnittliches Wachstum hin. Gleichzeitig haben die makroökonomischen Risiken in den letzten Wochen nicht wirklich abgenommen. Im Handelskonflikt gab es zwar erneute Anzeichen für eine Annäherung zwischen den USA und China, jedoch ist der Brexit wieder stärker in den Vordergrund gerückt. Bereits auf ihrer Dezember-Sitzung bezeichneten die Notenbanker diesen ständigen Wechsel an Themen als **„Risiko-Rotation“**. Ihre Sorge, dass diese anhaltende Präsenz gravierender Risiken – selbst wenn sie am Ende gar nicht eintreten – zu einer **Belastung für das Wirtschaftswachstum** wird, dürfte daher nicht geringer geworden sein.

	Aktuell Dez 18	Vor einem Jahr Dez 17		Aktuell Dez 18	Vor einem Jahr Dez 17
Einkaufsmanagerindex (Composite)	51,1	58,1	Gesamtinflationsrate in % yoy	1,6	1,4
Economic Sentiment	107,3	115,2	Kerninflationsrate in % yoy	1,0	0,9
Industrieproduktion in % yoy	-2,0	5,0	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	1,5	1,9
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,3	0,7	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	2,3	0,2
Konjunktursäule	-5,7	50,2	Inflationsprognose Consensus	1,6	1,4
Außenfinanzierungskosten in %*	4,1	3,5	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)		
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,8	2,6		15,5	13,5
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	-0,6	-0,5	Inflationssäule	-1,5	-12,6
Finanzierungssäule	-9,5	2,9	Score EZB-Kompass	-4,4	6,2

*Absolute Abweichung vom Hauptrefinanzierungssatz **Straffung der Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

4. Die **Finanzierungssäule** des EZB-Kompasses fiel bereits im Oktober in den negativen Bereich und hat seitdem weiter nachgegeben, deutet also im historischen Vergleich eher strenge Finanzierungsbedingungen an. Dennoch heben die Mitglieder des EZB-Rats das finanzielle Umfeld regelmäßig als einen Faktor hervor, der das Wachstum im Euroraum auch weiterhin unterstützen wird. Diese unterschiedlichen Einschätzungen dürften zum Teil darauf beruhen, dass **aus der finanziellen Sphäre der Volkswirtschaft derzeit widersprüchliche Signale** kommen. Die **Kreditvergabe der Banken** verzeichnete bis zuletzt kontinuierliche Anstiege, jedoch hat die in den EZB-Kompass einfließende Jahresrate der Buchkredite seit dem Sommer ein wenig abgenommen. Dies dürfte in erster Linie eine konjunkturell bedingt schwächere Kreditnachfrage widerspiegeln und weniger Beschränkungen des Kreditangebots. Hierauf deuten die Ergebnisse des jüngsten **Bank Lending Surveys** der EZB hin. Dort gab eine knappe Mehrheit der im Dezember befragten Banken an, die Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen



unverändert gelassen oder sogar weiter gelockert zu haben. Lediglich Institute aus Italien sprachen von einer Straffung, sodass man hierfür eher lokale Ursachen unterstellen kann. Gleichzeitig berichteten Banken aus weiten Teilen des Euroraums, dass die Kreditnachfrage langsamer wachse oder sogar nachlasse. Daten zu den **Zinsen für Bankkredite** reichen nur bis November, zeigen bislang aber keinerlei Tendenz nach oben. Dennoch haben die **Außenfinanzierungskosten der Unternehmen in den letzten Monaten deutlich zugenommen**. Wichtigste Triebfeder hierfür waren die ausgeprägten **Kursverluste auf den Aktienmärkten**. Denn die niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnisse implizieren, dass die Aufnahme neuen Eigenkapitals für die Unternehmen derzeit sehr kostspielig wäre. Auch die **Renditen von Unternehmensanleihen sind gestiegen**. Die EZB wird das finanzielle Umfeld in den kommenden Monaten aufmerksam beobachten. Sie muss dabei ihre derzeitige **Arbeitshypothese** überprüfen, dass **niedrige Leitzinsen** und die **Wiederanlage von Rückflüssen** aus fällig werdenden Anleihen in ihrem Portfolio bereits ausreichen, um **weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen** für die Realwirtschaft sicherzustellen.

5. Seit Mitte 2018 notierte die **Inflationssäule** des EZB-Kompasses im positiven Bereich und unterstützte damit die Zuversicht des EZB-Rats, dass die Inflation nachhaltig in Richtung ihres Zielwerts konvergieren wird. Im Dezember fiel die Inflationssäule allerdings **wieder knapp unter die Nulllinie**, was vor allem dem **gesunkenen Ölpreis** geschuldet war. So ging die Gesamtinflationsrate spürbar zurück und von Consensus Economics befragte Volkswirte haben ihre Inflationsprognosen für dieses Jahr nach unten revidiert. Geht man davon aus, dass der Ölpreis seinen Tiefpunkt bereits im Dezember durchschritten hat, sollten sich negative Zweitrundeneffekte auf den allgemeinen Trend der Teuerung in Grenzen halten. Hierfür sprechen unter anderem die **immer noch stabilen Preiserwartungen von Unternehmen und privaten Haushalten**. Die größere Gefahr für den mittelfristigen Inflationsausblick hängt mit den Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum zusammen. Dabei ist es gar nicht einmal notwendig, dass die Arbeitslosenquote wieder ansteigt. Allein die **permanente Unsicherheit über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung** könnte zur Folge haben, dass die **Lohnforderungen von Arbeitnehmern bescheidener werden oder Unternehmen auf Preiserhöhungen verzichten**. Trotz der deutlichen Beschleunigung der Lohnentwicklung im vergangenen Jahr würde die Argumentation der EZB, dass eine höhere Kapazitätsauslastung mit der Zeit auch zu höheren Inflationsraten führt, wieder ins Wanken geraten.

6. Trotz des schlechten Tenors der Konjunkturdaten und des Eindrucks, dass sich die erhöhte Unsicherheit nachteilig auf das Verhalten der Unternehmen auswirke, betrachten die Mitglieder des EZB-Rats ihr **makroökonomisches Basisszenario** als **weiterhin in Kraft**. Dieses ist von **günstigen fundamentalen Bedingungen** gekennzeichnet: Kontinuierliche Zuwächse der Beschäftigung und der Löhne bilden die Grundlage für einen weiter steigenden privaten Konsum. Gleichzeitig regen niedrige Kreditkosten, eine hohe Kapazitätsauslastung und eine steigende Profitabilität der Unternehmen ihre Investitionstätigkeit an. Aber trotz dieser vorteilhaften Umschreibung hat sich das makroökonomische Basisszenario der EZB im Laufe der Zeit verschlechtert. Zwar hat sie ihre **Projektionen für das Wirtschaftswachstum** im Dezember nur marginal nach unten korrigiert. Allerdings war dies schon die **dritte Abwärtsrevision in Folge**, und für den März ist schon jetzt abzusehen, dass der Mitarbeiterstab der EZB seine Vorhersagen nochmals leicht nach unten nehmen wird. In den vergangenen Wochen hoben Präsident Draghi und andere Ratsmitglieder auffallend deutlich hervor, dass sie trotz der derzeitigen Wachstumsverlangsamung nicht mit einer Rezession rechneten. Auch dies bringt zum Ausdruck, wie tief die Notenbanker die Messlatte für die Konjunkturdaten bereits gelegt haben. Auf der bevorstehenden **Pressekonferenz** dürfte Draghi für die nähere Zukunft ein eher **bescheidenes Konjunkturbild** zeichnen. Dennoch dürfte er **keine klaren Konsequenzen für die Geldpolitik** andeuten.

7. Im Vorfeld dieser Ratssitzung sagte der **französische Notenbankpräsident Villeroy de Galhau**, vor dem Frühjahr bestehe für die EZB keine Notwendigkeit, neue Signale über ihre zukünftige Geldpolitik zu geben. Auch wir gehen davon aus, dass sie ihre **Forward Guidance**, die **unveränderte Leitzinsen mindestens bis zum Sommer** in Aussicht stellt, vorerst beibehalten wird. Erstens sind die Markterwartungen ohnehin sehr niedrig, sodass die EZB diese nicht notwendigerweise noch weiter nach unten korrigieren muss. Zweitens gibt es Widerstand in Teilen des EZB-Rats, sich für zu lange Zeiträume auf einen bestimmten geldpolitischen Kurs festzulegen. Dies dürfte besonders in Phasen gelten, in denen das wirtschaftliche Geschehen stark von temporären Sonderfaktoren beeinflusst wird und sich die Auswirkungen makroökonomischer Risiken nur vage abschätzen lassen. Einige Ratsmitglieder werden daher verhindern wollen, dass die EZB in dieser Situation mit einer zu weitreichenden Forward Guidance überreagiert. Aus ähnlichen Gründen dürften die Notenbanker an ihrer Einschätzung festhalten, dass die **Risiken für das Wirtschaftswachstum in etwa ausgeglichen** seien, vermutlich erneut mit dem ergänzenden Hinweis, dass sich der Saldo der Risiken derzeit nach unten bewege. Zwar ließe sich ohne weiteres begründen, dass Abwärtsrisiken



mittlerweile die Oberhand gewonnen hätten. Mit einer solchen Aussage würde die EZB aber möglicherweise **Erwartungen einer erneuten geldpolitischen Lockerung hervorrufen, die sie später nicht erfüllen kann oder will**. Solange die EZB mit einem derart breiten Spektrum an möglichen makroökonomischen Szenarien konfrontiert ist, können weit in die Zukunft gerichtete Aussagen zu ihrer Geldpolitik nur bedingter Natur sein. Beispielsweise enthalten die Eingangsstatements der Pressekonferenzen schon seit Längerem eine Formulierung, in der der EZB-Rat seine Bereitschaft unterstreicht, bei Bedarf alle geldpolitischen Instrumente anzupassen. Auf diesem **Easing Bias** könnte Draghi aufbauen, um seinen Zuhörern zu versichern, dass die EZB **flexibel auf alle unvorhergesehenen Entwicklungen reagieren** wird. Die Zielsetzung einer solchen Beruhigungspille wäre, dass sich **die wirtschaftliche Stimmung und die Finanzierungsbedingungen nicht noch weiter verschlechtern**. Dieses Kalkül wird allerdings nur aufgehen, wenn die Notenbanker ihren **Wunsch nach einer geldpolitischen Normalisierung vorerst hinten anstellen**.

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	-11,7	Jan 07	44,5	Jan 11	27,1	Jan 15	-45,6
Feb 03	-10,2	Feb 07	43,4	Feb 11	33,1	Feb 15	-41,8
Mrz 03	-17,0	Mrz 07	42,9	Mrz 11	35,1	Mrz 15	-37,4
Apr 03	-12,4	Apr 07	40,5	Apr 11	38,2	Apr 15	-35,2
Mai 03	-20,5	Mai 07	40,8	Mai 11	29,4	Mai 15	-26,5
Jun 03	-22,8	Jun 07	43,4	Jun 11	22,6	Jun 15	-27,7
Jul 03	-18,0	Jul 07	35,3	Jul 11	12,2	Jul 15	-23,9
Aug 03	-15,3	Aug 07	37,6	Aug 11	5,3	Aug 15	-26,4
Sep 03	-11,9	Sep 07	34,8	Sep 11	0,9	Sep 15	-32,8
Okt 03	-7,2	Okt 07	34,5	Okt 11	-7,5	Okt 15	-30,8
Nov 03	-4,2	Nov 07	35,3	Nov 11	-13,5	Nov 15	-29,6
Dez 03	-5,1	Dez 07	34,6	Dez 11	-16,8	Dez 15	-32,8
Jan 04	-3,7	Jan 08	31,9	Jan 12	-8,7	Jan 16	-34,6
Feb 04	-1,5	Feb 08	32,3	Feb 12	-9,6	Feb 16	-48,5
Mrz 04	-0,9	Mrz 08	32,6	Mrz 12	-9,8	Mrz 16	-49,4
Apr 04	6,1	Apr 08	31,5	Apr 12	-16,3	Apr 16	-53,8
Mai 04	15,2	Mai 08	27,3	Mai 12	-21,7	Mai 16	-50,1
Jun 04	17,1	Jun 08	22,8	Jun 12	-22,1	Jun 16	-43,5
Jul 04	18,7	Jul 08	16,4	Jul 12	-25,7	Jul 16	-39,7
Aug 04	17,6	Aug 08	12,8	Aug 12	-23,6	Aug 16	-37,9
Sep 04	15,5	Sep 08	0,5	Sep 12	-27,1	Sep 16	-31,8
Okt 04	16,4	Okt 08	-33,9	Okt 12	-28,7	Okt 16	-26,0
Nov 04	14,5	Nov 08	-80,6	Nov 12	-28,4	Nov 16	-19,2
Dez 04	12,9	Dez 08	-100,0	Dez 12	-23,5	Dez 16	-8,3
Jan 05	13,4	Jan 09	-100,0	Jan 13	-22,6	Jan 17	0,7
Feb 05	11,3	Feb 09	-100,0	Feb 13	-26,5	Feb 17	9,2
Mrz 05	8,7	Mrz 09	-100,0	Mrz 13	-25,8	Mrz 17	8,8
Apr 05	3,8	Apr 09	-100,0	Apr 13	-32,6	Apr 17	15,9
Mai 05	4,8	Mai 09	-93,2	Mai 13	-31,4	Mai 17	10,3
Jun 05	5,1	Jun 09	-88,5	Jun 13	-29,3	Jun 17	8,2
Jul 05	4,6	Jul 09	-81,2	Jul 13	-27,3	Jul 17	6,3
Aug 05	5,0	Aug 09	-75,5	Aug 13	-26,3	Aug 17	7,6
Sep 05	11,2	Sep 09	-73,7	Sep 13	-26,1	Sep 17	10,6
Okt 05	14,1	Okt 09	-70,9	Okt 13	-29,3	Okt 17	6,0
Nov 05	18,3	Nov 09	-65,7	Nov 13	-28,7	Nov 17	8,3
Dez 05	20,3	Dez 09	-53,4	Dez 13	-32,4	Dez 17	6,2
Jan 06	22,5	Jan 10	-42,6	Jan 14	-29,4	Jan 18	9,3
Feb 06	26,4	Feb 10	-35,7	Feb 14	-29,5	Feb 18	3,3
Mrz 06	29,7	Mrz 10	-15,1	Mrz 14	-37,9	Mrz 18	2,0
Apr 06	34,4	Apr 10	-6,6	Apr 14	-31,2	Apr 18	-2,7
Mai 06	39,6	Mai 10	0,1	Mai 14	-36,3	Mai 18	6,2
Jun 06	41,9	Jun 10	2,4	Jun 14	-34,7	Jun 18	7,9
Jul 06	42,7	Jul 10	8,7	Jul 14	-32,6	Jul 18	9,7
Aug 06	45,1	Aug 10	9,9	Aug 14	-34,1	Aug 18	8,4
Sep 06	42,3	Sep 10	12,2	Sep 14	-36,5	Sep 18	7,0
Okt 06	43,6	Okt 10	15,3	Okt 14	-33,7	Okt 18	6,8
Nov 06	42,8	Nov 10	18,4	Nov 14	-36,7	Nov 18	0,9
Dez 06	44,3	Dez 10	22,3	Dez 14	-42,8	Dez 18	-4,4