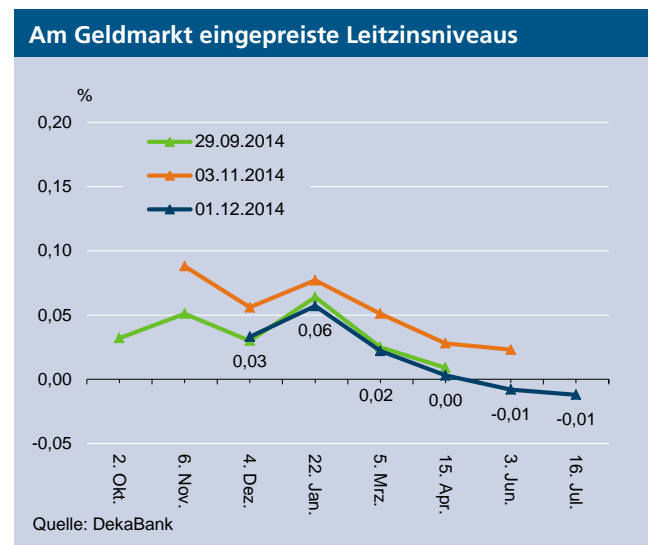
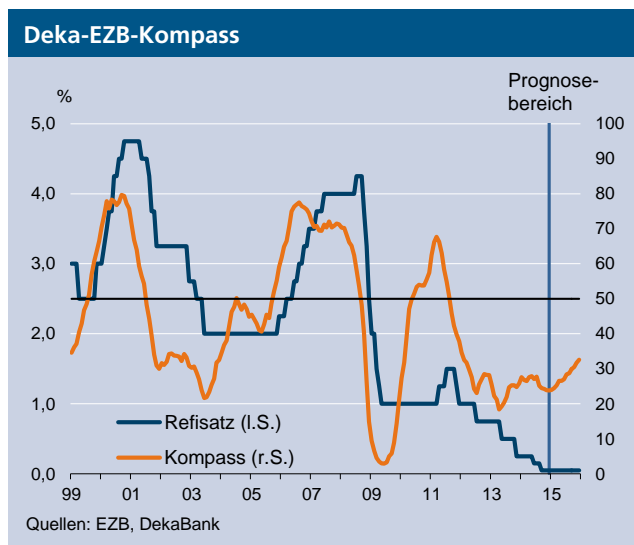


Deka-EZB-Kompass: Vor schweren Entscheidungen

■ Der Deka-EZB-Kompass ist im November auf 23,9 Punkte gesunken. Eine wichtige Triebfeder hierfür waren die schwächeren Einkaufsmanagerindizes. Mit nun vier Rückgängen in Folge spiegelt der EZB-Kompass wider, dass der Druck auf die Zentralbank zunimmt.

■ Dennoch scheint die Einigkeit im EZB-Rat noch nicht groß genug zu sein, um über eine so kontroverse Maßnahme wie den Ankauf von Staatsanleihen zu entscheiden. Die neuen makroökonomischen Projektionen des EZB-Mitarbeiterstabs könnten jedoch eine wichtige Weichenstellung in diese Richtung bringen.

■ Die EZB könnte die Konditionen ihrer gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte nachbessern. Zudem könnte die Pressekonferenz Aufschluss darüber geben, ob zwischen einer quantitativen Lockerung mit Staatsanleihen und dem geldpolitischen Abwarten eine Art Kompromisslinie besteht. Denkbar wäre z.B. der Ankauf von Unternehmensanleihen, ungedeckten Bankschuldverschreibungen sowie der Emissionen von supranationalen Organisationen und nationalen Förderbanken.



1. Der **Deka-EZB-Kompass** befindet sich wieder in einem **leicht nach unten gerichteten Trend**. Im **November** sank er auf **23,9 Punkte**. Zusammen mit der geringfügigen Abwärtsrevision des Vormonatswerts auf 24,3 ergeben sich damit vier Rückgänge in Folge. Insofern hat die erhebliche Lockerung der Geldpolitik seit Juni noch nicht zu einer Verbesserung des makroökonomischen Datenkranzes geführt. Im Gegenteil: Der ernüchternde Verlauf des EZB-Kompasses spiegelt wider, dass der **Druck auf die Zentralbank** wächst, zeitnah **mit weiteren expansiven Maßnahmen nachzulegen**.

2. Im November haben die **Konjunkturdaten** einen **negativen Einfluss auf den EZB-Kompass** ausgeübt. Die **Einkaufsmanagerindizes**, die das ganze Jahr hindurch Anlass zum Optimismus gegeben hatten, sind zuletzt deutlich zurückgegangen. **Präsident Draghi** selbst kommentierte dies dahingehend, dass **auf Sicht der nächsten Monate nicht mit einer Beschleunigung der wirtschaftli-**

chen Erholung zu rechnen sei. Von dieser Einschätzung dürfte ihn auch nicht das breiter gefasste **Economic Sentiment** abgebracht haben, das gegenüber dem Vormonat geringfügig zulegen konnte. Die Daten zur **Industrieproduktion** gleichen schon lange einer Achterbahnfahrt. Im September verzeichnete sie ein recht kräftiges Plus von 0,6 % mom. Ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in den EZB-Kompass einfließt, spiegelte aber lediglich eine knappe Stagnation wider. In den Monaten Oktober und November dürfte er sich noch weiter verschlechtert haben, wenn man den Aussagen der Stimmungsindikatoren Glauben schenkt. Die ganze Misere mündet schließlich darin, dass die wirtschaftliche Auslastung des Euroraums auch anderthalb Jahre nach dem Ende der Rezession kaum zugenommen hat. Unseren Berechnungen zufolge hat sich die **Outputlücke** in den vergangenen zwölf Monaten gerade einmal um 0,3 % des Bruttoinlandsprodukts eingengt. Diese Aussage wird validiert von der Entwicklung der **Arbeitslosenquote**, die selbst nicht in den EZB-Kompass eingeht. Seit ihrem Höhepunkt Mitte letzten Jahres ist die Arbeitslosigkeit nur äußerst schleppend zurückgegangen. Dies bringt zum Ausdruck, dass die wirtschaftliche Unterauslastung nach wie vor extrem hoch ist. Je länger dieser Zustand anhält, desto größer wird der Abwärtsdruck, der auf Löhnen und Preisen lastet.

	Aktuell	Vormonat	6M-Prognose	18M-Prognose
	Nov 14	Okt 14	Mai 15	Mai 16
Einkaufsmanagerindex (Composite)	51,4	52,1	52,5	53,3
Economic Sentiment	100,8	100,7	102,2	105,0
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,3	0,3	0,2	0,4
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	-1,1	-1,4	-0,3	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	-0,9	-1,1	0,5	3,4
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	-0,3	-0,4	0,2	1,8
Importpreise (Dt.) in % yoy	-1,6	-1,2	0,2	2,1
Lohnkosten in % yoy	1,9	2,0	1,6	1,4
Inflationserwartungen Consensus	0,9	1,0	0,9	0,9
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	5,3	5,3	5,3	5,3
Score EZB-Kompass	23,9	24,3	26,6	34,4
Kompassnadel auf X Grad	180	180	180	180

Quellen: Ecowin, Bloomberg, DekaBank

3. Zur Kreditvergabe der Banken äußerte sich Präsident Draghi zuletzt etwas optimistischer. Die monatlichen Nettorückzahlungen hätten im Umfang abgenommen und die Wachstumsrate der Kreditvolumina deshalb ihren Tiefpunkt durchschritten. Aber gleichzeitig seien die Kreditbedingungen nach wie vor im historischen Vergleich überdurchschnittlich streng und die erhebliche Lockerung der Geldpolitik komme nicht bei allen potenziellen Kreditnehmern im gleichen Ausmaß an. Insofern bleibt die Verfügbarkeit von Bankkrediten ein wesentliches Hindernis für die wirtschaftliche Erholung im Euroraum. Genau dies bringt auch die in den EZB-Kompass einfließende **Jahresrate der Buchkredite** zum Ausdruck. Getrieben von Basiseffekten steigt sie langsam an. Mit -0,9 % lag sie im Oktober aber immer noch weit im negativen Bereich. Trotz ihrer allmählichen Verbesserung gehört sie deshalb unverändert zu den Teilindikatoren mit der niedrigsten Bewertung im gesamten EZB-Kompass.

4. Die in den EZB-Kompass eingehenden Inflations- und Kostenindikatoren deuten einhellig auf einen weiterhin sehr geringen Preisauftrieb in der Eurozone hin. Sie liefern jedoch keine eindeutigen Signale darüber, ob die Inflationsraten mittelfristig eher zu- oder abnehmen werden. So ist bei den **Erzeugerpreisen für Vorleistungsgüter** die Jahresrate in den letzten Monaten zwar sukzessive angestiegen. Dies ist aber in erster Linie Basiseffekten geschuldet. Betrachtet man demgegenüber die monat-

lichen Veränderungsrate, ist eine zuletzt wieder stärker werdende Abwärtsdynamik zu erkennen. Genau umgekehrt verhält es sich bei den **deutschen Importpreisen**. Diese werden im Augenblick durch den gesunkenen Ölpreis wieder kräftig nach unten gezogen. Unter Ausschluss von Öl verzeichneten sie in den letzten Monaten aber zum Teil kräftige Anstiege. Es gibt also durchaus Anzeichen dafür, dass die von der EZB initiierte Abwertung des Euro zu einem etwas stärkeren Preisdruck auf vorgelagerten Produktionsstufen beigetragen hat. Es ist beruhigend, dass die **Lohnkosten** trotz der erhöhten Arbeitslosigkeit immer noch relativ stetige Anstiege verzeichnen. Solange dies der Fall ist, sollten auch die Kerninflationen nur noch wenig Spielraum nach unten besitzen. Wie sich die Löhne mittelfristig entwickeln, hängt neben der Situation am Arbeitsmarkt vor allem von den Inflationserwartungen in der breiten Öffentlichkeit ab. Und leider gibt es gerade in diesem Bereich zunehmende Alarmsignale. Von **Consensus Economics** befragte Volkswirte haben ihre Inflationsprognosen für das kommende Jahr ein weiteres Mal auf nur noch 0,9 % nach unten korrigiert. Die **Preiserwartungen der Konsumenten** haben sich in den letzten Monaten auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau festgesetzt.

5. Auch **Präsident Draghi** warnte bei seinen jüngsten öffentlichen Auftritten vor einer gefährlichen Abwärtsspirale, die von fallenden Inflationserwartungen ausgelöst werden könnte. Vor diesem Hintergrund hat er die **Stabilisierung der langfristigen Inflationserwartungen** zur derzeit wichtigsten Aufgabe der Geldpolitik erhoben. Zu diesem Zweck setzt die EZB nicht mehr allein darauf, den Banken günstige Refinanzierungsbedingungen anzubieten. Vielmehr will sie die Ausweitung ihrer Bilanz aktiv vorantreiben. Man sollte diese Ankündigung jedoch nicht als Signal verstehen, dass weitere expansive Maßnahmen, insbesondere Staatsanleihekäufe, bereits eine ausgemachte Sache wären. Denn bisher geht Präsident Draghi davon aus, dass die bereits beschlossenen Schritte, also die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) sowie der Ankauf von Asset Backed Securities und Covered Bonds, genügen werden, um **die Bilanzsumme der EZB wieder auf das Volumen von Anfang 2012 anschwellen zu lassen**.

6. Sollte die EZB die Notwendigkeit sehen, ihre Geldpolitik weiter zu lockern, würde sie sowohl den Umfang als auch das Spektrum ihrer Wertpapierkäufe ausdehnen. **Groß angelegte Staatsanleihekäufe** wären dann eine wichtige Politikoption. Auf diese will die EZB aber nur zurückgreifen, **falls sich entweder der mittelfristige Inflationsausblick weiter verschlechtert oder sich ihre bisherigen unkonventionellen Maßnahmen als nicht ausreichend effektiv erweisen**. Beides scheint in den Augen Draghis bislang aber noch nicht der Fall zu sein. So sprach er auch zuletzt von einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung bei langsam wieder anziehenden Inflationsraten. Zudem hob er bei einer Anhörung vor dem Europaparlament hervor, dass es noch eine Weile dauern könnte, bis die jüngsten Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung zeigen. **Insgesamt scheint die Zeit noch nicht reif zu sein, um einen so kontroversen Schritt wie groß angelegte Staatsanleihekäufe zu beschließen**. Von daher dürften sich die Ratsmitglieder darauf verständigen, diese schwierige Entscheidung auf eines ihrer ersten Treffen im kommenden Jahr zu vertagen.

7. Dennoch können auch bei dieser Ratssitzung **wichtige Weichenstellungen** stattfinden. Die EZB wird die neuen **makroökonomischen Projektionen** ihres Mitarbeiterstabs veröffentlichen. Es ist davon auszugehen, dass sie die Vorhersagen für 2015 sowohl für das Wirtschaftswachstum als auch für die Inflation deutlich nach unten revidieren wird. Eine Schlüsselrolle kommt jedoch den Aussagen zur Inflati-

onsrate im Jahr 2016 bei, denn diese ist vom aktuellen Rückgang des Ölpreises relativ unbeeinflusst. Mit 1,4 % lag die Vorhersage der Inflation im Jahr 2016 schon im September weit unter den Zielvorstellungen der EZB. Sollte sie hier weitere Korrekturen nach unten vornehmen, würde sie damit signalisieren, dass sie sehr wohl den Bedarf für eine expansivere Geldpolitik sieht. Derartige Projektionen des Mitarbeiterstabs würden das Falkenlager im EZB-Rat unter Druck setzen. Das heißt, es würde diesen Notenbankern umso schwerer fallen, bei den nächsten turnusmäßigen Sitzungen überzeugende Einwände gegen eine quantitative Lockerung vorzubringen. **Je niedriger die Inflationsvorhersage für 2016 ausfällt, desto größer ist also die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB in den nächsten Monaten doch auf groß angelegte Staatsanleihekäufe zurückgreifen wird.**

8. Die EZB könnte bei dieser Sitzung **Korrekturen an den Konditionen der TLTROs** vornehmen. Dies betrifft insbesondere den **Zinsaufschlag von 10 Basispunkten** gegenüber dem Hauptrefinanzierungssatz. Dieser ist aus Anreizgründen notwendig, damit nur solche Banken die TLTROs in Anspruch nehmen, die einen langfristigen Bedarf an Liquidität haben. Alle anderen sollen weiterhin auf die günstigeren, laufenden Refinanzierungsgeschäfte zurückgreifen. Diese Selektionswirkung entfällt jedoch nach Zuteilung des letzten TLTROs im Juni 2016. Zudem müssen Banken, die ihre Vorgaben in Bezug auf die Nettokreditvergabe nicht erreicht haben, die von der EZB geliehenen Mittel ohnehin vorzeitig im September 2016 zurückgeben. Von daher könnte die EZB jetzt ankündigen, ab September 2016 auf den Zinsaufschlag zu verzichten. Sie würde damit keine Fehlanreize auslösen und nur diejenigen Banken honorieren, die ihre Kreditvergabe gesteigert haben. Zudem könnte die EZB die **Schwellenwerte für die Nettokreditvergabe** herabsetzen, um insbesondere für Banken in den Peripherieländern das Risiko zu reduzieren, die TLTRO-Mittel vorzeitig zurückzahlen zu müssen. **Derartige Anpassungen, mit denen die Attraktivität der TLTROs gesteigert würde, könnten im EZB-Rat auf breite Zustimmung treffen.** Denn auch diejenigen Notenbankler, die Staatsanleihekäufe ablehnen, dürften ein Interesse daran haben, dass die nächsten TLTRO-Tender in großem Umfang in Anspruch genommen werden. Andernfalls würde es für sie immer schwieriger, sich gegen eine quantitative Lockerung zu stellen.

9. Im Vorfeld der letzten Ratssitzung hatten wir den **Ankauf von Unternehmensanleihen** durch die EZB als unwahrscheinlich eingestuft, weil er weder direkt zur Erleichterung der Kreditbedingungen beitragen noch eine erhebliche Ausweitung der EZB-Bilanz ermöglichen würde. In der Zwischenzeit verwies **Präsident Draghi** auf sogenannte **Portfolioeffekte**. Würde die EZB in großem Stil risikoarme Wertpapiere ankaufen, so seine Argumentation, zwänge sie die Anleger zur Umschichtung ihrer Portfolien. Hierdurch käme es zu einer Reihe expansiv wirkender Marktreaktionen, wie einer Abwertung des Euros, einer Verringerung von Risikoprämien sowie steigenden Vermögenspreisen. Wir sind nach wie vor skeptisch, dass durch den Ankauf von Unternehmensanleihen allein derartige Effekte in einer signifikanten Größenordnung hervorgerufen würden. Mit den angestrebten Portfolioeffekten könnte die EZB aber auch den **Ankauf anderer Kategorien von Anleihen** begründen, wie etwa **ungedeckter Bankschuldverschreibungen sowie der Emissionen von supranationalen Organisationen und nationalen Förderbanken**. Vor diesem Hintergrund könnte die anstehende Pressekonferenz Licht auf die Frage werfen, ob es **zwischen einer quantitativen Lockerung mit Staatsanleihen und dem geldpolitischen Abwarten eine Art Kompromisslinie** gibt. Ein solches, zusätzliches Instrument wäre gerade zum jetzigen Zeitpunkt besonders hilfreich, denn durch die **Rückzahlung der Dreijahrestender** aus dem Jahr 2011 droht im Januar und Februar eine **erhebliche Verkürzung der EZB-Bilanz**.

Autor:

Kristian Tödtmann

Tel.: (0 69) 71 47 – 37 60 / 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. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für ihre Richtigkeit kann aber nicht übernommen werden.

Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 99	34,6	Jan 03	30,3	Jan 07	72,1	Jan 11	62,5
Feb 99	36,2	Feb 03	30,7	Feb 07	70,5	Feb 11	66,2
Mrz 99	37,1	Mrz 03	28,9	Mrz 07	70,8	Mrz 11	67,7
Apr 99	40,5	Apr 03	27,0	Apr 07	69,5	Apr 11	66,3
Mai 99	42,9	Mai 03	23,9	Mai 07	69,4	Mai 11	63,0
Jun 99	46,7	Jun 03	21,7	Jun 07	71,2	Jun 11	58,4
Jul 99	48,5	Jul 03	21,9	Jul 07	70,4	Jul 11	54,8
Aug 99	51,1	Aug 03	23,4	Aug 07	72,1	Aug 11	50,9
Sep 99	56,9	Sep 03	25,4	Sep 07	70,4	Sep 11	45,8
Okt 99	60,7	Okt 03	27,2	Okt 07	70,8	Okt 11	42,3
Nov 99	63,4	Nov 03	31,8	Nov 07	71,5	Nov 11	39,8
Dez 99	66,5	Dez 03	32,5	Dez 07	71,3	Dez 11	37,9
Jan 00	70,4	Jan 04	34,7	Jan 08	70,3	Jan 12	34,7
Feb 00	73,8	Feb 04	36,8	Feb 08	70,2	Feb 12	32,5
Mrz 00	77,9	Mrz 04	38,1	Mrz 08	68,3	Mrz 12	31,8
Apr 00	75,8	Apr 04	42,0	Apr 08	66,1	Apr 12	29,8
Mai 00	78,3	Mai 04	46,3	Mai 08	65,2	Mai 12	27,6
Jun 00	77,9	Jun 04	47,7	Jun 08	62,4	Jun 12	24,3
Jul 00	76,8	Jul 04	50,2	Jul 08	58,3	Jul 12	23,1
Aug 00	77,6	Aug 04	48,4	Aug 08	53,6	Aug 12	25,5
Sep 00	79,7	Sep 04	46,9	Sep 08	48,2	Sep 12	27,0
Okt 00	79,4	Okt 04	48,4	Okt 08	40,0	Okt 12	28,5
Nov 00	77,2	Nov 04	47,0	Nov 08	26,1	Nov 12	28,3
Dez 00	75,7	Dez 04	44,9	Dez 08	14,9	Dez 12	28,2
Jan 01	71,4	Jan 05	45,5	Jan 09	9,5	Jan 13	25,6
Feb 01	66,8	Feb 05	44,3	Feb 09	6,6	Feb 13	22,3
Mrz 01	64,0	Mrz 05	42,9	Mrz 09	4,6	Mrz 13	21,2
Apr 01	59,4	Apr 05	41,0	Apr 09	3,5	Apr 13	18,4
Mai 01	56,5	Mai 05	40,6	Mai 09	3,0	Mai 13	19,3
Jun 01	54,3	Jun 05	42,8	Jun 09	2,9	Jun 13	20,3
Jul 01	48,3	Jul 05	45,5	Jul 09	3,3	Jul 13	22,0
Aug 01	44,3	Aug 05	44,5	Aug 09	5,0	Aug 13	24,7
Sep 01	39,6	Sep 05	48,7	Sep 09	5,8	Sep 13	25,3
Okt 01	34,0	Okt 05	52,2	Okt 09	8,9	Okt 13	25,3
Nov 01	31,0	Nov 05	55,2	Nov 09	14,4	Nov 13	24,8
Dez 01	30,0	Dez 05	59,1	Dez 09	21,5	Dez 13	25,8
Jan 02	31,6	Jan 06	61,8	Jan 10	27,4	Jan 14	27,6
Feb 02	31,1	Feb 06	64,9	Feb 10	31,8	Feb 14	26,8
Mrz 02	32,0	Mrz 06	66,5	Mrz 10	38,9	Mrz 14	26,5
Apr 02	34,2	Apr 06	70,7	Apr 10	47,1	Apr 14	27,6
Mai 02	34,4	Mai 06	75,0	Mai 10	49,7	Mai 14	27,9
Jun 02	33,8	Jun 06	76,3	Jun 10	51,4	Jun 14	27,1
Jul 02	33,7	Jul 06	76,9	Jul 10	53,4	Jul 14	27,8
Aug 02	33,5	Aug 06	77,5	Aug 10	54,0	Aug 14	25,2
Sep 02	32,2	Sep 06	76,5	Sep 10	53,8	Sep 14	24,5
Okt 02	34,2	Okt 06	76,1	Okt 10	53,8	Okt 14	24,3
Nov 02	33,3	Nov 06	75,5	Nov 10	55,5	Nov 14	23,9
Dez 02	30,8	Dez 06	74,4	Dez 10	57,4		

Quelle: DekaBank