

## Deka-EZB-Kompass: Realitätscheck

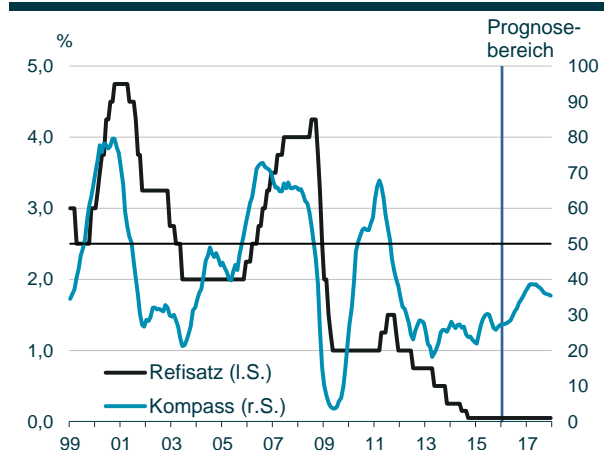
■ Der Deka-EZB-Kompass ist im Dezember zum zweiten Mal in Folge angestiegen und erreichte 27,1 Punkte. Dies beruhte jedoch vorwiegend auf einer weiteren Verbesserung der Stimmungsindikatoren, deren Aussagegehalt angezweifelt werden darf, sowie auf positiven Basiseffekten bei einigen Inflationsindikatoren nach dem massiven Rückgang des Ölpreises vor einem Jahr. Insofern ist es kein Widerspruch, dass trotz der jüngsten Stabilisierung des EZB-Kompasses wieder stärker über eine weitere Lockerung der Geldpolitik diskutiert wird.

■ Bei der jetzt anstehenden Ratssitzung ist jedoch nicht mit konkreten Maßnahmen zu rechnen, und Präsident Draghi dürfte in erster Linie bemüht sein, die Geschlossenheit des EZB-Rats zu unterstreichen. Das weitere Vorgehen der EZB wird davon abhängen, inwieweit sie an ihrem verhalten optimistischen wirtschaftlichen Ausblick festhalten kann. Die konjunkturelle Schwäche in vielen Emerging Markets, die niedrigen Rohstoffpreise und die Unruhe auf den globalen Finanzmärkten könnten sie veranlassen, bei den im März erscheinenden makroökonomischen Projektionen ihre Vorhersagen für Wirtschaftswachstum und Inflation nach unten zu korrigieren. Dabei würden bereits relativ kleine Revisionen genügen, um die Tür für eine erneute Lockerung der Geldpolitik weit aufzustoßen.

1. **Der Deka-EZB-Kompass ist im Dezember zum zweiten Mal in Folge gestiegen** und erreichte ein Niveau von **27,1 Punkten**. Allerdings hat er damit nur einen kleinen Teil seiner Abwärtsbewegung aus der zweiten Jahreshälfte 2015 wieder wettgemacht. Insofern liefert der EZB-Kompass auch **keine eindeutige Antwort auf die Frage, ob die Lockerung der Geldpolitik im Dezember ausreichend gewesen ist**. Unseres Erachtens ist es weniger das Niveau des EZB-Kompasses am aktuellen Rand als vielmehr die Aussicht auf einen nur mäßigen Anstieg in den kommenden zwei Jahren, der für eine noch expansivere Geldpolitik spricht. Denn der vorhergesagte Verlauf des EZB-Kompasses, der unsere Prognosen für die zehn Einzelindikatoren zusammenfasst, spiegelt den wichtigsten Grund dafür wider, dass die EZB ihren Kurs im Dezember noch einmal gelockert hat. Wie das in der vergangenen Woche veröffentlichte Protokoll dieser Sitzung nochmals unterstrichen hat, waren die Notenbanker in erster Linie darüber besorgt, dass es **vermutlich noch sehr lange dauern wird, bis die Inflationsrate wieder auf ihren Zielwert von knapp 2 % ansteigt**. Eine solche Entwicklung berge aber die Gefahr in sich, dass die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen mit der Zeit verloren geht, wodurch der EZB das Erreichen des Inflationsziels weiter erschwert würde. An dieser Ausgangssituation hat sich durch die jüngste Stabilisierung des EZB-Kompasses nichts Wesentliches geändert. Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass angesichts einer **schwachen weltwirtschaftlichen Entwicklung und fallender Rohstoffpreise** die **Erwartungen in Richtung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zuletzt wieder zugenommen** haben.

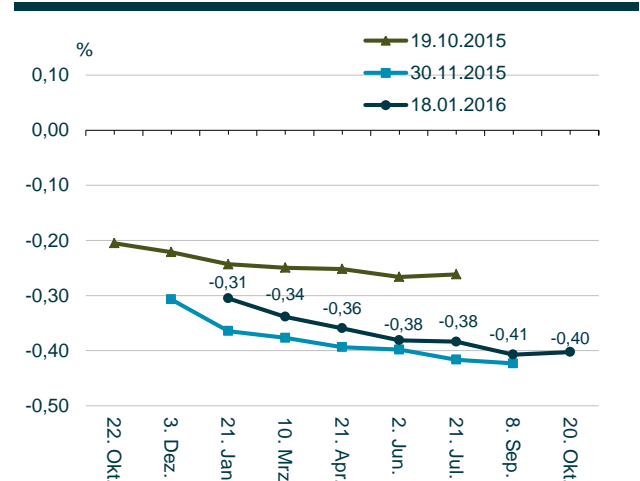
2. Eine Triebfeder für die Aufwärtsbewegung des EZB-Kompasses in den vergangenen zwei Monaten waren die konjunkturel-

Deka-EZB-Kompass



Quelle :EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle :Bloomberg, DekaBank:

len Stimmungsindikatoren. Sowohl der **Einkaufsmanagerindex** als auch das breiter gefasste **Economic Sentiment** lagen zuletzt noch etwas höher als im Oktober. Allerdings haben wir an dieser Stelle schon mehrfach hinterfragt, ob aus den euphorischen Werten der Stimmungsindikatoren wirklich auf ein bald anziehendes Wirtschaftswachstum geschlossen werden darf oder ob sich diese Indikatoren **von der realwirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt** haben. Derartige Gedanken scheinen auch die **Mitglieder des EZB-Rats** zu beschäftigen. Denn auf ihrer Sitzung am 3. Dezember machten sie die **anhaltende Unsicherheit und die fehlende Zuversicht im Unternehmenssektor** für ihr enttäuschendes Investitionsverhalten verantwortlich. Sollte sich die Stimmung der Unternehmen in den nächsten Monaten nicht verbessern, gäbe dies Anlass zur Sorge. Insofern schenken die Notenbanker den Einkaufsmanagerindizes und dem Economic Sentiment derzeit keinen allzu großen Glauben und ihr positiver Effekt auf den EZB-Kompass sollte mit Vorsicht interpretiert werden. Die harten Konjunkturdaten hinken den Stimmungsindikatoren ohnehin schon lange hinterher. Die **Industrieproduktion** schwankt von Monat zu Monat heftig, zuletzt sank sie im November um 0,7 % mom. Ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in den EZB-Kompass einfließt, ist mit einer annualisierten Rate von 0,4 % weiterhin außergewöhnlich schwach für eine wirtschaftliche Erholung.

3. Erfreulicher entwickelte sich demgegenüber die **Kreditvergabe der Banken**. Wenn Präsident Draghi oder andere Ratsmitglieder die Erfolge ihrer unkonventionellen Geldpolitik belegen wollen, verweisen sie oft auf Daten aus der Kreditsphäre, wie etwa die gesunkenen Kreditzinsen und die verbesserten Kreditbedingungen. Es deutet sich immer mehr an, dass sich die geldpolitischen Impulse mittlerweile weiter fortgepflanzt und nun auch die Kreditvolumina erreicht haben. In den Monaten Oktober und November legten die Buchkredite an den Privatsektor kräftig zu, und die entsprechende Jahresrate erhöhte sich auf 1,3 %. Ein Großteil dessen scheint in der Realwirtschaft anzukommen, denn anders als es lange Zeit der Fall war nehmen vor allem nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte mehr Kredite auf. Insofern dürfen die Notenbanker darauf hoffen, dass **Störungen im monetären Transmissionsprozess allmählich an Bedeutung verlieren** und die sehr expansive Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfaltet. Dies spricht dafür, **mit weiteren Maßnahmen zunächst zu warten**.

	Aktuell Dez 15	Vormonat Nov 15	6M-Prognose Jun 16	18M-Prognose Jun 17
Einkaufsmanagerindex (Composite)	54,3	54,4	54,9	54,4
Economic Sentiment	106,8	106,1	107,7	107,4
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,4	0,4	0,4	0,3
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	0,4	0,4	0,6	0,8
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	1,4	1,3	2,5	3,6
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	-1,7	-2,0	-2,1	1,9
Importpreise (Dt.) in % yoy	-2,5	-3,5	-3	2,6
Lohnkosten in % yoy	1,2	1,1	1,5	2,2
Inflationserwartungen Consensus	1,0	1,1	1,5	1,5
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	3,6	3,7	3,6	3,6
<b>Score EZB-Kompass</b>	<b>27,1</b>	<b>26,5</b>	<b>29,7</b>	<b>38</b>
<b>Kompassnadel auf X Grad</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

4. Auch die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen trugen in den letzten beiden Monaten ein wenig zum Anstieg des EZB-Kompasses bei. Man sollte sich hiervon jedoch nicht irreführen lassen: Sowohl die **Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern** als auch die **deutschen Importpreise** sinken von Monat zu Monat. Nur ihre Jahresraten, die in den EZB-Kompass eingehen, werden **temporär durch sogenannte Basiseffekte angehoben**, weil der derzeitige Rückgang des Ölpreises bislang bei weitem nicht so stark ist wie der rund um den Jahreswechsel 2014/2015. Allerdings haben solche Basiseffekte eine kurze Lebensdauer. Sollten die Preise von Öl und anderen Rohstoffen auf ihren derzeitigen Niveaus verharren, dürften die Jahresraten der Erzeuger- und Importpreise schon im Frühjahr wieder deutlich fallen und damit auch den EZB-Kompass nach unten ziehen. Ganz allgemein bringen die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen das **Risiko** zum Ausdruck, dass globale Entwicklungen – wie **die niedrigen Rohstoffpreise und die Abwertung zahlreicher Emerging Market-Währungen** – den von der EZB gewünschten **Anstieg der Kerninflation zunichtemachen**.

5. Blickt man weiter nach vorne, besteht das größte Risiko für den Inflationsausblick sicherlich in einer potenziellen Entkopplung der langfristigen Inflationserwartungen, also einem schwindenden Vertrauen darauf, dass die EZB ihr Inflationsziel jemals erreichen wird. Kürzlich unterstrich **Chefvolkswirt Peter Praet** in einem Gastbeitrag in der Süddeutschen Zeitung, dass auch unter den derzeit ungünstigen Umständen **Abstriche beim Inflationsziel nicht in Frage kämen**. Trotz seiner grundsätzlichen Bedenken, dass die ölpreisbedingt niedrigen Inflationsraten Zweitrundeneffekte, z.B. in Form niedrigerer Lohnabschlüsse, hervorrufen könnten, dürfte er mit einer gewissen Beruhigung beobachten, dass sich die Indikatoren für die Inflationserwartungen derzeit einigermaßen stabil entwickeln. Zwar haben von **Consensus Economics** befragte Volkswirte ihre Prognose für die Inflation im Jahr 2016 mittlerweile auf nur noch 0,8 % gesenkt. Die mit der Umfrage im Januar zum ersten Mal erhobene Prognose für 2017 liegt mit 1,5 % jedoch deutlich höher. Dies deckt sich mit der Beobachtung, dass die an den Finanzmärkten eingepreisten Inflationserwartungen in den letzten Wochen weniger nachgegeben haben als im Zuge des Ölpreisrückgangs Ende 2014. Anders als seinerzeit blieben auch die **Preiserwartungen der Konsumenten** im Dezember auf niedrigem Niveau stabil. Alles in allem kann die EZB die **langfristigen Inflationserwartungen** als **einigermaßen gut verankert** betrachten. Dies verschafft ihr Zeit, die **Konjunktur- und Inflationsindikatoren noch eine Weile zu beobachten** und erst **dann über eventuelle weitere Schritte zu entscheiden**.

6. **Bei der jetzt anstehenden Ratssitzung ist ohnehin nicht mit konkreten Maßnahmen zu rechnen**. Denn die Senkung des Einlagensatzes um nur 10 Basispunkte und lediglich eine Verlängerung des Wertpapierankaufprogramms im Dezember haben die seinerzeit sehr euphorischen Markterwartungen deutlich enttäuscht. Anschließend kamen Gerüchte auf, Präsident Draghi habe im Vorfeld bewusst die Markterwartungen nach oben getrieben, um den EZB-Rat zu einer möglichst beherzten Lockerung zu drängen. Dieser habe Draghis Ambitionen dann aber ausgebremst. Diesen Eindruck wird er auf der Pressekonferenz am Donnerstag verwischen wollen. Deshalb dürfte er erstens darlegen, dass die Entscheidungen vom 3. Dezember in großer Einmütigkeit getroffen wurden. Zweitens sollte er die Überzeugung des EZB-Rats unterstreichen, dass das beschlossene Maßnahmenpaket sehr wirkungsvoll und völlig ausreichend sei. Insofern **zwingt die Kommunikations-Panne nach der Dezember-Sitzung Draghi nun zu einer abwartenden Haltung**.

7. Auf der Pressekonferenz dürfte aber auch die **entscheidende Frage** angesprochen werden, **ob der von der EZB im Dezember formulierte wirtschaftliche Ausblick noch gültig ist oder aufgrund globaler Entwicklungen nach unten angepasst werden muss**. Damit richtet sich das Augenmerk schon jetzt auf die makroökonomischen Projektionen, die der Mitarbeiterstab der EZB zur übernächsten Sitzung am 10. März vorlegen wird. Bisher ging die EZB mit großer Zuversicht davon aus, dass sich die wirtschaftliche Erholung im Euroraum trotz der Abschwächung in den Emerging Markets fortsetzen wird. Die erhöhten konjunkturellen Risiken dieser Länder und die Anspannung auf den weltweiten Finanzmärkten könnten die EZB jedoch zwingen, ihre Wachstumsvorhersagen auch für den Euroraum nach unten zu korrigieren. Ebenso könnten die Volkswirte der EZB selbst bei unveränderten Wachstumsannahmen von einem geringeren Anstieg der Kerninflation ausgehen, da die Preise der meisten Rohstoffe in den letzten Wochen weiter gesunken sind. In beiden Fällen würden **bereits relativ kleine Abwärtsrevisionen genügen, um den Ausschlag für eine weitere Lockerung der Geldpolitik zu geben**.

## 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 überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich etwaiger rechtlicher 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 00	70,3	Jan 04	34,2	Jan 08	65,2	Jan 12	35,1
Feb 00	73,8	Feb 04	36,3	Feb 08	65,4	Feb 12	32,3
Mrz 00	77,7	Mrz 04	37,3	Mrz 08	64,1	Mrz 12	31,7
Apr 00	75,8	Apr 04	41,0	Apr 08	62,1	Apr 12	29,9
Mai 00	78,3	Mai 04	45,3	Mai 08	61,4	Mai 12	27,6
Jun 00	77,8	Jun 04	46,5	Jun 08	59,0	Jun 12	24,5
Jul 00	76,8	Jul 04	49,0	Jul 08	55,0	Jul 12	23,1
Aug 00	77,5	Aug 04	47,3	Aug 08	50,7	Aug 12	25,6
Sep 00	79,6	Sep 04	46,3	Sep 08	46,0	Sep 12	27,0
Okt 00	79,5	Okt 04	47,4	Okt 08	38,6	Okt 12	28,5
Nov 00	77,1	Nov 04	45,9	Nov 08	25,9	Nov 12	28,3
Dez 00	75,6	Dez 04	43,9	Dez 08	15,1	Dez 12	27,8
Jan 01	71,2	Jan 05	44,7	Jan 09	10,3	Jan 13	25,4
Feb 01	66,7	Feb 05	43,2	Feb 09	7,4	Feb 13	21,8
Mrz 01	58,9	Mrz 05	42,1	Mrz 09	5,3	Mrz 13	21,0
Apr 01	54,8	Apr 05	40,1	Apr 09	4,2	Apr 13	18,2
Mai 01	52,0	Mai 05	39,7	Mai 09	3,7	Mai 13	19,2
Jun 01	50,3	Jun 05	42,1	Jun 09	3,6	Jun 13	20,4
Jul 01	44,8	Jul 05	44,1	Jul 09	4,1	Jul 13	22,1
Aug 01	40,4	Aug 05	42,6	Aug 09	5,7	Aug 13	25,1
Sep 01	35,5	Sep 05	47,0	Sep 09	6,6	Sep 13	25,8
Okt 01	30,3	Okt 05	49,6	Okt 09	9,8	Okt 13	25,7
Nov 01	27,2	Nov 05	52,5	Nov 09	14,9	Nov 13	25,2
Dez 01	26,7	Dez 05	55,9	Dez 09	21,8	Dez 13	26,5
Jan 02	28,6	Jan 06	58,5	Jan 10	27,5	Jan 14	28,1
Feb 02	28,3	Feb 06	61,6	Feb 10	31,9	Feb 14	27,0
Mrz 02	29,4	Mrz 06	63,1	Mrz 10	39,2	Mrz 14	26,3
Apr 02	32,0	Apr 06	66,9	Apr 10	47,9	Apr 14	27,2
Mai 02	32,1	Mai 06	71,1	Mai 10	50,5	Mai 14	27,3
Jun 02	31,5	Jun 06	72,0	Jun 10	52,2	Jun 14	26,4
Jul 02	31,7	Jul 06	72,6	Jul 10	53,9	Jul 14	26,7
Aug 02	31,3	Aug 06	72,8	Aug 10	54,4	Aug 14	24,5
Sep 02	31,0	Sep 06	71,6	Sep 10	53,9	Sep 14	23,8
Okt 02	32,8	Okt 06	71,2	Okt 10	53,8	Okt 14	23,9
Nov 02	32,0	Nov 06	70,9	Nov 10	55,6	Nov 14	23,0
Dez 02	29,8	Dez 06	69,9	Dez 10	57,4	Dez 14	22,4
Jan 03	29,5	Jan 07	67,4	Jan 11	62,4	Jan 15	21,9
Feb 03	30,0	Feb 07	65,8	Feb 11	66,1	Feb 15	24,5
Mrz 03	28,5	Mrz 07	65,8	Mrz 11	67,8	Mrz 15	27,2
Apr 03	26,7	Apr 07	64,8	Apr 11	66,3	Apr 15	28,8
Mai 03	23,6	Mai 07	64,8	Mai 11	62,9	Mai 15	29,9
Jun 03	21,2	Jun 07	67,0	Jun 11	58,2	Jun 15	30,3
Jul 03	21,5	Jul 07	65,6	Jul 11	54,6	Jul 15	30,0
Aug 03	22,8	Aug 07	67,3	Aug 11	51,2	Aug 15	28,0
Sep 03	24,8	Sep 07	65,7	Sep 11	45,8	Sep 15	26,4
Okt 03	26,8	Okt 07	65,6	Okt 11	42,5	Okt 15	25,8
Nov 03	31,3	Nov 07	66,0	Nov 11	40,1	Nov 15	26,5
Dez 03	32,0	Dez 07	65,9	Dez 11	38,1	Dez 15	27,1