

Deka-EZB-Kompass: Noch keine klaren Signale zu erwarten

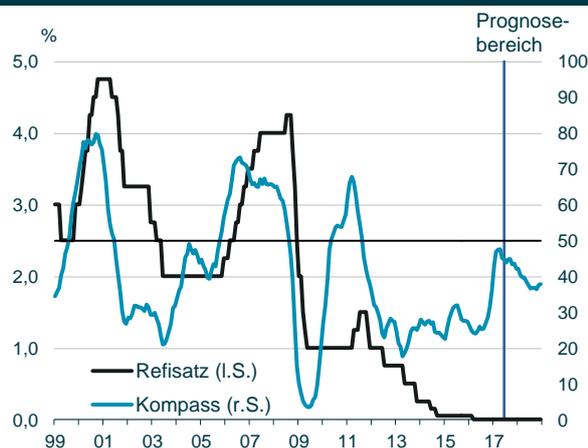
■ Der steile Anstieg des Deka-EZB-Kompasses ist zunächst zu Ende gegangen. Im Mai fiel er auf ein Niveau von 45,1 Punkten. Der Rückgang war breit basiert und dürfte sich aufgrund der wieder gesunkenen Rohstoffpreise und der Aufwertung des Euros in den nächsten Monaten noch etwas weiter fortsetzen. Dies wäre kein Hindernis für eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik, sofern die Kerninflation endlich auf einen nach oben gerichteten Pfad einschwenkt.

■ Auf der jetzt anstehenden Pressekonferenz dürfte Präsident Draghi die Risiken für das Wirtschaftswachstum als ausgeglichen bezeichnen und nicht mehr auf die Möglichkeit noch niedrigerer Leitzinsen hinweisen. Derartige Änderungen an der Kommunikation der EZB sind notwendig, um sie in Einklang mit dem sich bessernden makroökonomischen Umfeld zu halten und damit ihre Glaubwürdigkeit zu wahren. Gleichzeitig wird Draghi aber auch hervorheben, dass eine Änderung der Geldpolitik vorerst nicht zu erwarten ist. Dazu gehört die Ankündigung, die Wertpapierkäufe mindestens bis zum Jahresende fortzusetzen und die Leitzinsen auch einige Zeit darüber hinaus nicht anzuheben. Um diese Botschaft zu unterstreichen, dürfte Draghi auf die wieder gesunkene Kerninflation verweisen. Zudem rechnen wir mit zumindest kosmetischen Abwärtsrevisionen an den Inflationsvorhersagen des EZB-Mitarbeiterstabs.

■ Mit dem eigentlichen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik dürften sich die Notenbanker auf dieser Ratssitzung kaum beschäftigen. Konkrete Signale für eine schrittweise Reduktion der Wertpapierkäufe erwarten wir daher frühestens im September.

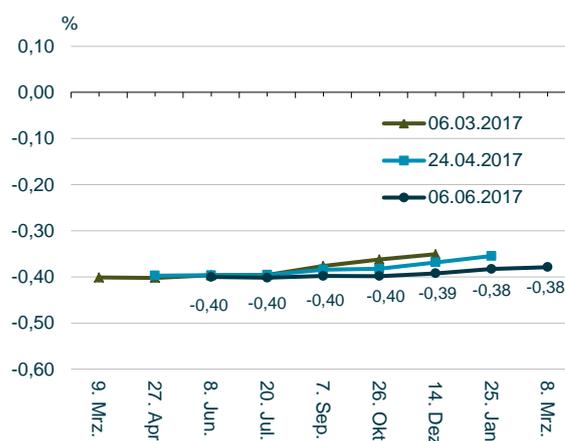
1. Seit Herbst letzten Jahres ist der **Deka-EZB-Kompass** fulminant angestiegen. Allerdings gab er im **Mai** erstmals wieder nach und liegt nun bei **45,1 Punkten**. Der Rückgang war nicht groß, aber breit basiert und dürfte sich in den nächsten Monaten noch ein wenig weiter fortsetzen. Denn erstens gehen wir davon aus, dass die konjunkturellen Stimmungskennzeichen ihre derzeit euphorischen Niveaus nicht auf Dauer halten werden. Zweitens dürften die zuletzt wieder rückläufigen Rohstoffpreise und die Aufwertung des Euros dämpfend auf einige der Inflations- und Kostenindikatoren wirken. **Ein leicht nach unten gerichteter EZB-Kompass wäre kein Drama und auch kein Hindernis für eine Normalisierung der Geldpolitik.** Denn am aktuellen Rand liegt er knapp oberhalb seines langfristigen Durchschnitts seit 1999. Während des gleichen Zeitraums betrug die von der EZB stark beachtete Kerninflation im Durchschnitt 1,4 %. Der langfristige Zusammenhang zwischen dem im EZB-Kompass zusammengefassten makroökonomischen Datenkranz und dem Anstieg der Verbraucherpreise würde daher Kerninflationen um 1,5 % erwarten lassen. Wertpapierkäufe und Negativzinsen sollten dann eigentlich kein Thema sein. **Allerdings blieb der tatsächliche Preisauftrieb schon seit einiger Zeit weit hinter dem zurück, was angesichts des konjunkturellen Umfelds eigentlich zu erwarten wäre.** Solange diese Diskrepanz anhält und die Kerninflation nicht sichtbar ansteigt, dürften die **Mitglieder des EZB-Rats mit einer Normalisierung der Geldpolitik warten.**

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

2. Der **Einkaufsmanagerindex** blieb im Mai unverändert, während sich das breiter gefasste **Economic Sentiment** leicht verringerte. Beide Stimmungsindikatoren liegen aber nach wie vor auf außergewöhnlich hohen Niveaus, die in der Vergangenheit mit einem Wirtschaftswachstum von deutlich über 2 % einhergingen. Auch EZB-Präsident Draghi wertete den freundlichen Tenor der Unternehmens- und Konsumentenbefragungen als Indiz dafür, dass die wirtschaftliche Erholung sogar noch weiter an Kraft gewinnen könnte. Allerdings dürfte sich die EZB ihrer Sache noch nicht sicher genug sein, um zur jetzt anstehenden Sitzung ihre **makroökonomischen Projektionen für das Wirtschaftswachstum** weiter anzuheben. Denn die meisten harten Konjunkturdaten bestätigen die Aussagen der Stimmungsindikatoren bislang noch nicht. Die **Industrieproduktion** verzeichnete im März erneut einen leichten Rückgang im Monatsvergleich. Ihr mittelfristiger Trend über sechs Monate, der in die Berechnung des EZB-Kompasses einfließt, dürfte im Mai bei einer annualisierten Rate von 1,7 % gelegen haben. Diese Zeitreihe war in den vergangenen Jahren ausgesprochen volatil und ließ auch zuletzt keinen klar nach oben gerichteten Trend erkennen. Aber auch wenn das Tempo der konjunkturellen Erholung nicht weiter zunimmt, reicht es zumindest aus, um die wirtschaftliche Unterauslastung schrittweise abzubauen. Hierauf deutet die von uns geschätzte **Outputlücke** hin. Insofern sollte es nur eine Frage der Zeit sein, bis sich der Aufschwung auch in höheren Inflationsraten niederschlägt.

	Aktuell Mai 17	Vormonat Apr 17	6M-Prognose Nov 17	18M-Prognose Nov 18
Einkaufsmanagerindex (Composite)	56,8	56,8	55,5	54,7
Economic Sentiment	109,2	109,7	108,3	106,1
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,3	0,3	0,2	0,0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	1,7	3,0	1,9	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,3	2,2	2,8	3,2
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	3,8	4,0	3,8	2,0
Importpreise (Dt.) in % yoy	4,8	6,1	3,7	2,3
Lohnkosten in % yoy	1,3	1,3	1,2	1,4
Inflationserwartungen Consensus	1,4	1,4	1,4	1,4
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	12,8	13,9	12,8	12,8
Score EZB-Kompass	45,1	47,6	43,6	37,7
Kompassnadel auf X Grad	90	90	135	180

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Prognosen DekaBank

3. Die EZB betrachtete die Kreditvergabe der Banken weiterhin als wichtigen Indikator dafür, inwieweit ihre äußerst expansive Politik in der Realwirtschaft ankommt. Im April gingen die Ausleihungen an den Privatsektor leicht zurück und die **Jahresrate der Buchkredite**, die in den EZB-Kompass eingeht, verringerte sich auf 2,2 %. Der EZB dürfte zu denken geben, dass insbesondere die nichtfinanziellen Unternehmen trotz eines überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums und außergewöhnlich niedriger Zinsen kein Interesse an einer stärkeren Kreditaufnahme zeigen. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass der **Aufschwung doch noch nicht selbsttragend** ist und ohne starken monetären Stimulus an Kraft verlieren würde. Insofern dürfte die EZB auch aus der zuletzt trägen Entwicklung der Kreditaggregate die Schlussfolgerung ziehen, dass ein **geldpolitischer Kurswechsel verfrüht** wäre.

4. Der steile 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 nach wie vor auf überdurchschnittlich hohen Niveaus. Es zeichnet sich mittlerweile aber eine Trendwende ab, denn im April sind die Erzeugerpreise von Vorleistungsgütern im Monatsvergleich kaum noch angestiegen, während die deutschen Importpreise sogar leicht rückläufig waren. Wir führen dies vor allem auf die **Weltmarktpreise von Öl und anderen Rohstoffen** zurück, die sich seit ihrem Tiefpunkt Anfang letzten Jahres zwar spürbar erholt haben, zuletzt aber wieder nach unten gerichtet waren. In den nächsten Monaten dürfte zudem **der wieder stärkere Euro** dämpfend auf die Erzeuger- und Einfuhrpreise wirken. Wir gehen deshalb davon aus, dass ihre Jahresraten innerhalb der kommenden zwölf Monate erheblich zurückgehen werden. Die Preise auf vorgelagerten Produktionsstufen würden damit zum Ausdruck bringen, dass globale Faktoren wie **Rohstoffpreise und Wechselkurse nicht wesentlich zu einer steigenden Inflation im Euroraum beitragen**.

5. Längerfristig betrachtet sind ohnehin die inländischen Triebfedern der Inflation ausschlaggebend, allen voran die Lohnentwicklung. Auf ihrer **Sitzung Ende April** führte der **EZB-Rat** eine umfangreiche Diskussion darüber, dass die **Arbeitslosigkeit in den letzten Jahren zwar spürbar zurückgegangen, ein Anstieg der Löhne aber weitgehend ausgeblieben** ist. Eine der ins Feld geführten Erklärungen beruht darauf, dass die tatsächliche Unterbeschäftigung durch die offiziellen Arbeitslosenquoten nicht vollständig gemessen wird, weil es zu jedem Zeitpunkt Personen gibt, die zwar nicht arbeitslos gemeldet sind, aber grundsätzlich bereit wären, eine Tätigkeit aufzunehmen. Auch Personen, die nur eine Teilzeitbeschäftigung finden, aber gerne mehr arbeiten würden, gelten offiziell nicht als arbeitslos. Sofern dieser **verborgene Teil der Unterbeschäftigung** in den letzten Jahren langsamer zurückgegangen ist als die amtlichen Arbeitslosenzahlen wäre die Konsequenz ein entsprechend langsamer Anstieg der Löhne. Andere Überlegungen gehen davon aus, dass strukturelle Veränderungen am Lohnfindungsprozess stattgefunden haben, etwa durch **wirtschaftspolitische Reformen, die die Verhandlungsposition von Arbeitnehmern schwächten**. Wir wollen diese Ursachen für geringe Lohnanstiege nicht ausschließen, sehen den wichtigsten Einflussfaktor jedoch in den seit langem **niedrigen Inflationserwartungen**. Arbeitnehmer sind mit kleineren Lohnerhöhungen zufrieden, wenn sie mit einer nur geringen Teuerung rechnen. Gleichzeitig zeigen sich Arbeitgeber wenig spendabel, wenn sie von einer schlechten Entwicklung ihrer Absatzpreise ausgehen. Insofern haben niedrige Inflationserwartungen zur Folge, dass sich beide Parteien auf relativ geringe Lohnzuwächse verständigen können, selbst wenn die Arbeitslosigkeit sinkt. Vor diesem Hintergrund deuten die zuletzt wieder rückläufigen **Preiserwartungen der Konsumenten** darauf hin, dass eine deutliche Belebung der Lohnentwicklung zumindest nicht unmittelbar bevorsteht.

6. Im Mittelpunkt der **Pressekonferenz** dürften **Aussagen der EZB** sowohl zu den **Risiken für das Wirtschaftswachstum** als auch zur **zukünftigen Geldpolitik** stehen. In den letzten Wochen hatten einige Ratsmitglieder zu verstehen gegeben, dass sie die Risiken nicht mehr als nach unten gerichtet, sondern als weitgehend ausgeglichen ansehen. Aber gerade Präsident Draghi scheint eine Änderung dieser Formulierung schwer zu fallen und er will sie deshalb unter anderem von den neuen makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs abhängig machen. Bereits auf ihrer Sitzung im März haben die Notenbanker darüber diskutiert, den Hinweis auf potenzielle weitere Leitzinssenkungen fallenzulassen. Am Ende entschieden sie sich jedoch, die Forward Guidance in unveränderter Form beizubehalten, weil sie befürchteten, dass auch kleine Änderungen im Wortlaut missverstanden werden und eine unerwünschte Verschlechterung des finanziellen Umfelds auslösen könnten. Von ähnlichen Erwägungen ließen sie sich auf ihrer Sitzung im April leiten. Gleichzeitig waren sich die Ratsmitglieder aber auch bewusst, dass sie auf diese Weise nicht unbegrenzt fortfahren können. Denn die Aussagen der EZB würden an Glaubwürdigkeit verlieren, wenn sie trotz einer offenkundigen Verbesserung des makroökonomischen Datenkranzes ausschließlich von Abwärtsrisiken spricht und einseitig nur auf die Möglichkeit einer weiteren Lockerung hinweist. Deshalb gehen wir davon aus, dass Präsident Draghi auf der bevorstehenden Pressekonferenz die **Wachstumsrisiken als ausgeglichen bezeichnen und potenzielle Leitzinssenkungen aus der Forward Guidance streichen** wird. Um zu verhindern, dass diese Änderungen an der Kommunikation überinterpretiert werden und ungewollte Marktreaktionen auslösen, dürfte er umso deutlicher hervorheben, dass er eine Fortsetzung der derzeitigen Geldpolitik bis auf weiteres für unverzichtbar hält. Dazu gehört die **Ankündigung, die Wertpapierkäufe bis mindestens Ende des Jahres fortzusetzen und die Leitzinsen auch einige Zeit darüber hinaus nicht anzuheben**. Zur Begründung dieses Kurses wird Draghi erneut darauf hinweisen, dass die „zugrundeliegende Inflation“ nach wie vor keinen erkennbaren Trend nach oben ausweist. Die zuletzt wieder auf 0,9 % gesunkene Kerninflation unterstreicht diese Feststellung. Zudem könnte die EZB **zumindest kosmetische Abwärtskorrekturen an ihren Inflationsvorhersagen** vornehmen, um den Finanzmärkten zu signalisieren, dass für die nähere Zukunft nicht mit einer Straffung der Geldpolitik zu rechnen ist. Den makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs, die dem EZB-Rat auf seiner Sitzung am 9. März vorlagen, lagen Daten zu Ölpreisen und Wechselkursen vom 14. Februar zugrunde. Seitdem ist der Ölpreis um mehr als zehn Prozent gefallen und der effektive Wechselkurs des Euros hat etwa drei Prozent aufgewertet. Dies schafft Raum, die Inflationsvorhersagen nach unten zu revidieren. Die Projektionen des EZB-Mitarbeiterstabs könnten sich damit den **Prognosen der von Consensus Economics befragten Volkswirte** annähern. Diese erwarten für das Jahr 2018 im Durchschnitt lediglich eine Inflationsrate von 1,4 %.

7. Aber auch wenn die EZB ihre Kommunikation in der von uns beschriebenen Art und Weise anpasst, sollte man daraus keine allzu weitreichenden Schlussfolgerungen ziehen. Denn **der EZB-Rat verfügt bislang über keinen konkreten Plan für den geldpolitischen Ausstieg** und wird diesen zumindest in Kürze auch nicht beschließen. Festzustehen scheint lediglich die



Reihenfolge der geldpolitischen Normalisierung, das heißt es werden erst die Wertpapierkäufe eingestellt und dann die Leitzinsen angehoben. Zudem kann man davon ausgehen, dass sich die EZB an ihre derzeitige Forward Guidance halten und die Wertpapierkäufe nicht vor Ende des Jahres reduzieren wird. Alle weiteren Details der Exit-Strategie sind aber noch offen. Wie aus der Zusammenfassung der Ratssitzung vom 26. und 27. April hervorging, wollen die **Notenbanker beim jetzt anstehenden Termin lediglich über Änderungen an der Forward-Guidance entscheiden und sich erst zu einem späteren Zeitpunkt mit der Art und Weise des geldpolitischen Ausstiegs befassen**. Bundesbankpräsident Weidmann machte zuletzt noch einmal Druck, dieses Thema nicht auf die lange Bank zu schieben. Zwar unterstütze er aufgrund der niedrigen Inflation eine grundsätzlich expansive Ausrichtung der Geldpolitik. Jedoch warnt er, insbesondere den Ankauf von Staatsanleihen in absehbarer Zeit zu beenden. Da im EZB-Rat eine ernsthafte Diskussion hierüber aber noch nicht stattgefunden hat und bei dieser Sitzung wohl auch nicht stattfinden wird, sollte man auf der anschließenden Pressekonferenz nicht zu sehr versuchen, Hinweise auf ein bevorstehendes **Tapering** auszumachen. **Wir erwarten derartige Signale frühestens im September.**

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

Quelle: DekaBank