

Deka-EZB-Kompass: In kleinen Schritten zum Ausgang

■ Wir haben die Berechnung des Deka-EZB-Kompasses umfassend überarbeitet. Demnach ist er im August leicht auf 7,7 Punkte gesunken. Sein Rückgang war breit basiert, allerdings liegen seine Konjunktursäule, seine Finanzierungssäule und seine Inflationssäule weiterhin über der neutralen Marke von null. Der EZB-Kompass deutet damit an, dass das Wertpapierkaufprogramm mittlerweile redundant geworden ist. Für eine zeitnahe Anhebung der Leitzinsen ist sein Signal jedoch immer noch zu schwach.

■ Auf der Pressekonferenz dürften sowohl die generelle Zuversicht der EZB für die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum als auch die derzeit erhöhten makroökonomischen Risiken zur Sprache kommen. Vor diesem Hintergrund sollte die EZB ihre Geldpolitik nur in kleinen Schritten anpassen. Sie dürfte zwar die Reduktion der monatlichen Wertpapierkäufe auf 15 Mrd. Euro ab Oktober verbindlich beschließen, die komplette Einstellung des Programms zum Jahresende aber weiterhin unter den Vorbehalt eines ausreichend guten Inflationsausblicks stellen. Auch die Aussage, die Leitzinsen voraussichtlich bis Sommer nächsten Jahres auf ihren derzeitigen Niveaus zu belassen, dürfte sie in unveränderter Weise wiederholen. Wir würden aus einem taubenhaften Tonfall dieser Pressekonferenz nicht die Schlussfolgerung ziehen, dass die EZB die Geldpolitik noch langsamer normalisieren wird als angekündigt. Vielmehr betont sie ihre Flexibilität im geldpolitischen Ausstiegsprozess, um es den Finanzmärkten etwas leichter zu machen, die derzeit erhöhten Risiken zu ertragen.

1. Nach mehr als zehn Jahren haben wir den **Deka-EZB-Kompass umfassend überarbeitet**. Er beruht nun auf 13 Einzelindikatoren, die wir in drei Säulen zusammenfassen: der **Konjunktursäule**, der **Finanzierungssäule** und der **Inflationssäule**. Alle drei Säulen sind auf den Bereich von -100 bis 100 normiert, wobei der Wert von 100 das stärkste Strafungssignal darstellt. Der neue EZB-Kompass ergibt sich als gewichtetes geometrisches Mittel der drei Säulen. Er wies in den vergangenen 15 Jahren eine **enge Korrelation mit Veränderungen der Geldpolitik** auf, also mit Leitzinserhöhungen und -senkungen sowie mit Wertpapierkäufen. Er trifft aber keine Aussage darüber, mit welchem **Niveau** der Leitzinsen in den nächsten Jahren zu rechnen ist. Eine ausführliche **methodische Erläuterung** des neuen EZB-Kompasses findet sich auf den Webseiten der DekaBank.

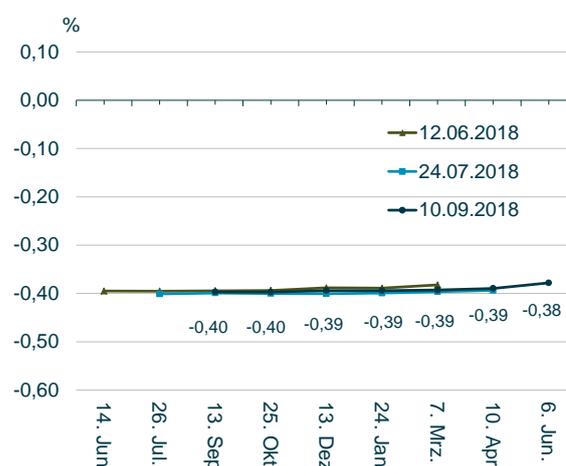
2. **Bereits seit Anfang letzten Jahres liegt der neue EZB-Kompass nahezu ununterbrochen knapp über der Nulllinie**. Kompasswerte von null deuten darauf hin, dass die Geldpolitik weder gestrafft noch gelockert werden sollte. Das bedeutet, es sind weder Änderungen der Leitzinsen noch weitere Wertpapierkäufe erforderlich. Insofern steht die stufenweise Reduktion der monatlichen Anleihekäufe durch die EZB seit April 2017 in Einklang mit dem Verlauf des Kompasses. Sofern der Kompass in den nächsten Monaten nicht erheblich zurückgeht, sollte die EZB den eingeschlagenen Kurs fortsetzen und ihre **Nettowertpapierkäufe wie angekündigt zum Jahresende auslaufen lassen**. Mit **7,7 Punkten im August** deutet der EZB-Kompass im Prinzip sogar eine darüber hinaus gehende Straffung der Geldpolitik an. Allerdings ist sein **Signal noch zu**

Deka-EZB-Kompass



Quelle: EZB, DekaBank

Am Geldmarkt eingepreiste Einlagensätze



Quelle: Bloomberg, DekaBank

schwach für eine erste Anhebung der Leitzinsen. Die makroökonomischen Projektionen des Mitarbeiterstabs der EZB gehen für die kommenden Jahre von einer leichten Abflachung des Wirtschaftswachstums und einer nur allmählich zunehmenden Kerninflation aus. Unter diesen Umständen sollte sich der EZB-Kompass nur langsam weiter nach oben bewegen. Dies rechtfertigt die Aussage der EZB, dass sie **bis Sommer nächsten Jahres keine Erhöhung der Leitzinsen** erwartet.

3. Die **Konjunktursäule** des Deko-EZB-Kompasses erreichte ihren **Zenit bereits Ende vergangenen Jahres**. Anschließend gab sie spürbar nach, vor allem infolge schwächerer Stimmungsindikatoren. Im **August** hat sich ihr Rückgang jedoch nicht mehr weiter fortgesetzt, und mit **20,1 Punkten** liegt sie weiterhin in einem Bereich, der auf ein **überdurchschnittlich starkes Wirtschaftswachstum** hindeutet. Dies entspricht auch der Auffassung des EZB-Rats. Nach Einschätzung der Notenbanker stellte die **Wachstumsverlangsamung in der ersten Hälfte dieses Jahres** lediglich ein **Zurückschalten nach einer längeren Phase außergewöhnlich starken Wachstums** dar. Ursächlich hierfür waren eine etwas langsamere Gangart der Weltwirtschaft sowie vorübergehende Störeinflüsse, wie die ungünstige Witterung und Streiks. Im historischen Vergleich lägen sowohl die Dauer als auch das Ausmaß dieses Aufschwungs immer noch deutlich unter dem Durchschnitt. Er sollte sich daher noch für einige Jahre fortsetzen, angetrieben unter anderem durch kontinuierliche Einkommenszuwächse und günstige Finanzierungsbedingungen. Diese Überzeugungen dürften auch in **weitgehend unveränderten makroökonomischen Projektionen** zum Ausdruck kommen. Der Mitarbeiterstab der EZB erwartet für die kommenden Jahre zwar eine allmähliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Es dürfte aber noch mindestens bis in das Jahr 2020 über der sogenannten Potenzialgeschwindigkeit liegen. Die Auslastung der produktiven Kapazitäten nimmt also allmählich zu, was mit der Zeit auch zu einem stärkeren Preisauftrieb führen sollte. Deshalb ist die optimistische Einschätzung der konjunkturellen Perspektiven ein wesentlicher Grund für die **steigende Zuversicht im EZB-Rat, dass mittelfristig auch die Inflation in Richtung ihres Zielwerts von knapp 2 % konvergieren wird**.

	Aktuell Aug 18	Vor einem Jahr Aug 17		Aktuell Aug 18	Vor einem Jahr Aug 17
Einkaufsmanagerindex (Composite)	54,5	55,7	Gesamtinflationsrate in % yoy	2,0	1,5
Economic Sentiment	111,6	111,6	Kerninflationsrate in % yoy	1,0	1,2
Industrieproduktion in % yoy	0,8	4,2	Erzeugerpreise ohne Energie in % yoy	1,7	2,2
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0,1	0,8	Deutsche Einfuhrpreise ohne Öl in % yoy	2,3	1,7
Konjunktursäule	20,1	37,3	Inflationsprognose Consensus	1,6	1,4
Außenfinanzierungskosten in %*	3,6	3,4	Preiserwartungen von Unternehmen und Konsumenten (Saldo)		
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	3,1	2,4		14,3	9,6
EZB-Bank Lending Survey (Saldo)**	0,0	-1,2	Inflationssäule	2,5	-6,3
Finanzierungssäule	3,2	6,4	Score EZB-Kompass	7,7	7,8
*Absolute Abweichung vom Hauptrefinanzierungssatz **Straffung der Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen					

Quellen: Bloomberg, Macrobond, EZB, Prognosen DekaBank

4. Bereits seit Längerem betont die EZB, dass ihre expansiven Maßnahmen seit Mitte 2014 zu einer erheblichen Verbesserung des finanziellen Umfelds geführt und dadurch ganz wesentlich zur wirtschaftlichen Erholung beigetragen hätten. Die **Finanzierungssäule** des EZB-Kompasses gibt ihr in dieser Hinsicht Recht. Sie lag bis 2014 tief im negativen Bereich, spiegelte also sehr restriktive Bedingungen wider, stieg dann aber steil an. Seit Anfang des Jahres hat die Finanzierungssäule allerdings sukzessive wieder nachgegeben und lag im **August** mit **3,2 Punkten** nur noch knapp über der Nulllinie. Zwar ist die Jahresrate der Buchkredite im Juli wieder auf 3,0 % geklettert und die Zinsen, die Unternehmen für Bankkredite zahlen müssen, liegen nahe ihrer historischen Tiefstände. Jedoch haben die nachgebenden Aktienmärkte die Außenfinanzierungskosten der Unternehmen in die Höhe getrieben, und auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen haben sich ausgeweitet. Zudem ist davon auszugehen, dass der im Oktober erscheinende Bank Lending Survey anzeigen wird, dass die Finanzinstitute die Kreditkonditionen im dritten Quartal nicht mehr im gleichen Ausmaß gelockert haben wie in der ersten Jahreshälfte. Die Mitglieder des EZB-Rats unterstreichen regelmäßig, dass sie **auch nach der vermutlichen Einstellung der Nettowertpapierkäufe zum Jahresende eine stark expansiv wirkende Geldpolitik** für erforderlich halten. In diesem Zusammenhang wies Präsi-

dent **Draghi** bereits auf der Pressekonferenz im Juni darauf hin, dass das **Risiko einer dauerhaft erhöhten Finanzmarktvolatilität** im Auge behalten werden müsse, und wiederholte diese Warnung sechs Wochen später. Wir schließen hieraus, dass der avisierte **Kurs eines graduellen geldpolitischen Ausstiegs zumindest unterbrochen** werden könnte, **sollte die Finanzierungssäule in den nächsten Monaten deutlich unter null fallen**.

5. Auch die **Inflationssäule** des EZB-Kompasses gab im **August** leicht nach, hielt sich mit **2,5 Punkten** aber den zweiten Monat in Folge im positiven Bereich. Sie bringt damit zum Ausdruck, dass der derzeitige Datenkranz auf längere Sicht mit Inflationsraten von knapp 2 % in Einklang steht. Insofern liefert auch die **deutliche Zunahme der Inflationssäule seit dem Frühjahr** eine Begründung dafür, dass der **EZB-Rat in den vergangenen Monaten zuversichtlicher geworden ist, sein Inflationsziel letztlich zu erreichen**. Im Augenblick wirken zwei einander entgegengesetzte Kräfte auf die Verbraucherpreise im Euroraum. Auf der einen Seite sind die **Rohstoffpreise mit Ausnahme von Öl in den vergangenen Monaten deutlich gesunken und der Euro hat gegenüber einem breiten Währungskorb weiter aufgewertet**. Der dämpfende Einfluss dieser globalen Faktoren ist schon jetzt in den Preisen auf vorgelagerten Produktionsstufen zu erkennen. Zwar haben die Jahresraten der Erzeugerpreise ex Energie und der deutschen Einfuhrpreise ohne Öl im Juli nochmals leicht zugelegt. Dies war jedoch ausschließlich Basiseffekten geschuldet; im Monatsvergleich sind die Erzeugerpreise kaum noch gestiegen, die Einfuhrpreise sogar gesunken. Auf der anderen Seite verdichten sich die **Hinweise, dass der im Inland generierte Preisauftrieb zunimmt**. Neben der **gestiegenen wirtschaftlichen Auslastung** tragen dazu auch die **nach oben gerichteten Inflationserwartungen** bei. Gemäß Umfrage der EU-Kommission haben sowohl die Unternehmen als auch die Konsumenten ihre Preisexpectationen im August nochmals leicht nach oben korrigiert. Dreh- und Angelpunkt für den mittelfristigen inflationsausblick ist jedoch die Entwicklung der Löhne. Bereits auf der Pressekonferenz am 26. Juli wies Präsident Draghi darauf hin, dass die **zuletzt etwas kräftigeren Lohnanstiege** vor allem auf der tariflichen Komponente beruhen. Sie könnten sich daher als nachhaltiger erweisen, als dies in den vergangenen Jahren der Fall gewesen ist. Die anschließend veröffentlichten Daten für das zweite Quartal erhärten Draghis Argumentation. Mit 2,2 % legten die Tariflöhne so stark zu wie zuletzt im Jahr 2012. Alles in allem stehen die Vorzeichen gut, dass sich die **Inflationssäule des EZB-Kompasses auch weiterhin oberhalb der Nulllinie** bewegen wird. Sie würde damit **grünes Licht für eine behutsame Normalisierung der Geldpolitik** geben.

6. Die **bevorstehende Pressekonferenz** könnte **einen leicht widersprüchlichen Charakter** annehmen. Denn einerseits entspricht die **reine Datenlage** in etwa den Erwartungen der EZB und deutet darauf hin, dass sie ihrem Inflationsziel allmählich näher kommen wird. Andererseits sind die makroökonomischen Risiken derzeit außergewöhnlich groß. Es lässt sich kaum vorhersagen, wie sich die **globalen Handelsstreitigkeiten** weiterentwickeln werden, die Sorge um die finanzielle Stabilität einiger **Emerging Markets** hat zugenommen und der zuletzt versöhnlichere Tonfall der italienischen Regierung ist keine Garantie dafür, dass **politische Querelen im Euroraum** fortan ausbleiben werden. Vor diesem Hintergrund erscheint es ratsam, die **Geldpolitik nur in kleineren Schritten anzupassen**. Die bereits im Juni angedeutete **Reduktion der Anleihekäufe auf 15 Milliarden Euro im Monat ab Oktober** dürfte der EZB-Rat auf dieser Sitzung verbindlich beschließen. Die komplette Einstellung der Nettokäufe zum Jahresende dürfte er jedoch weiterhin unter den Vorbehalt stellen, dass die bis dahin veröffentlichten Daten mit dem derzeitigen Inflationsausblick in Einklang stehen. Wir würden aus der Beibehaltung dieser Formulierung nicht die Schlussfolgerung ziehen, dass eine Fortsetzung der EZB-Wertpapierkäufe im kommenden Jahr eine hohe Wahrscheinlichkeit besitzt. Vielmehr bringt die EZB mit diesem permanenten Easing Bias zum Ausdruck, dass sie den **geldpolitischen Ausstieg mit Augenmaß** betreiben und flexibel auf unvorhergesehene Umstände reagieren wird. Dies macht es den Finanzmärkten leichter, die oben angesprochenen Risiken zu ertragen, und **ebnet damit den Weg für die nächsten kleinen Schritte der geldpolitischen Normalisierung**.

7. Nach dem voraussichtlichen Ende des Wertpapierkaufprogramms im Dezember werden die Leitzinsen wieder zum zentralen Instrument der Geldpolitik. Mit der im Juni angepassten **Forward Guidance** hat die EZB **Leitzinserhöhungen bis Mitte nächsten Jahres quasi ausgeschlossen**. Die Zusammenfassung der anschließenden Ratssitzung vom 26. Juli zeigt, dass die Notenbanker mit der Wirkung dieser Formulierung sehr zufrieden waren. De facto deuten Geldmarktfutures auf eher noch langsamer steigende Leitzinsen hin. Dem dürfte Draghi auf der bevorstehenden Pressekonferenz jedoch nicht explizit widersprechen. Denn bereits vor sechs Wochen stellte er klar, dass derartige Markterwartungen nicht darauf beruhen würden, dass Marktteilnehmer die Kommunikation der EZB falsch verstanden hätten. Vielmehr seien sie die Folge einer erhöhten makroökonomischen Unsicherheit. Wir gehen davon aus, dass die EZB die derzeitige Forward Guidance, die Leitzinsen voraussichtlich bis



Makro Research
Dienstag, 11. September 2018

Sommer nächsten Jahres auf ihren aktuellen Niveaus zu belassen, unverändert bis in das Frühjahr beibehalten wird. Entwickelt sich das wirtschaftliche Umfeld in etwa wie erwartet, dürfte sie **im September nächsten Jahres die erste Anhebung des Einlagensatzes** vornehmen.

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