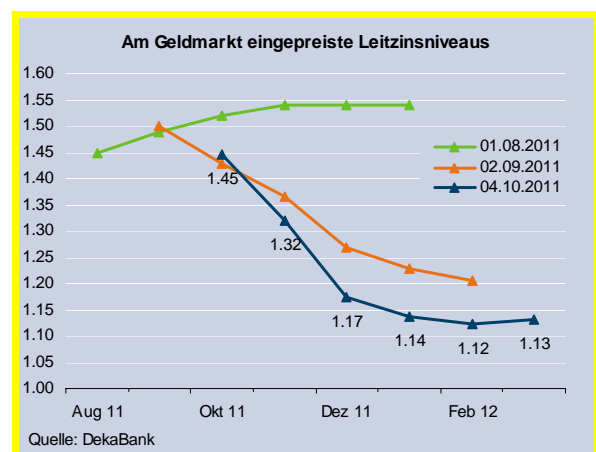
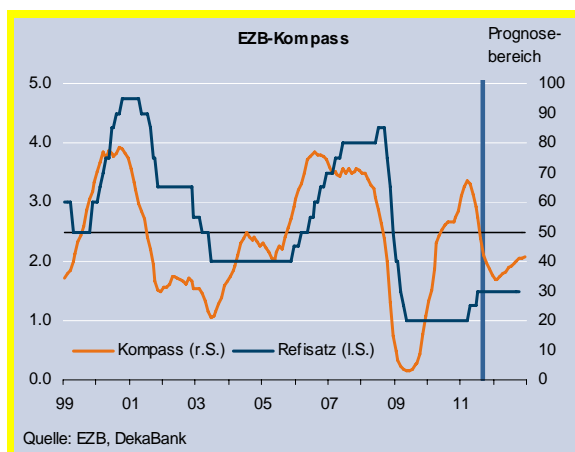


## Deka-EZB-Kompass: Weiter abwärts

- Weiterhin mehren sich die Zeichen für eine Trendwende bei den europäischen Leitzinsen. Der EZB-Kompass der DekaBank sank zum sechsten Mal in Folge und liegt nun deutlich unter der neutralen 50-Punkte-Marke. Nachlassende Konjunktur- und Inflationsindikatoren sind hierfür verantwortlich.
- Der Konjunktur- und Inflationsausblick wurde bereits in der Septembersitzung nach unten genommen. In der letzten EZB-Ratsitzung unter Präsident Trichet wird es unserer Meinung nach keine Zinssenkung geben, allerdings in Gestalt eines neuen 1-Jahres Tenders weitere Liquiditätsmaßnahmen für das angeschlagene europäische Bankensystem. Ferner wird Trichet die Risiken für den weiteren Konjunkturverlauf noch stärker anstreichen, jedoch seinem Nachfolger Draghi keine Zinssenkung für die kommende Sitzung vorbereiten. Allerdings steht dieser Ausblick unter erheblichem Ereignisvorbehalt. Die für heute Nachmittag einberufene Pressekonferenz der europäischen Politik könnte zur Ankündigung weiterer Maßnahmen gegen die europäische Schuldenkrise dienen. In diesem Umfeld könnte auch die EZB in Maßnahmen einbezogen werden.
- Aus Marktsicht sind daher eher Enttäuschungen vorprogrammiert, denn die Erwartungen sind vereinzelt bereits auf eine morgige Absenkung des Leitzinsniveaus eingestellt. Allerdings wird die EZB die Tür für eine Zinssenkung auf keinen Fall zufallen lassen.



1. Der EZB-Kompass der DekaBank geht weiter zurück. Der Wert fiel im Oktober im Vergleich zum Vormonat um 5,3 auf 42,2 Punkte. Der Kompass fasst wichtige geldpolitische Entscheidungsvariablen der EZB zu einer Größe zusammen, um Änderungsbedarf bei der Zinspolitik für den Euroraum zu ermitteln. In den vergangenen Monaten waren die Kompasswerte stetig zurückgegangen und dabei auch unter die wichtige Marke von 50 Punkten gefallen. Unterhalb dieser Marke ist die Zinspolitik expansiv auszugestalten. Zwar ist die Geldpolitik bei einem Niveau des Refi-Satzes von 1,5 Prozent immer noch expansiv, allerdings stellt sich bei weiteren Rückgängen die Frage, ob nicht doch bald wieder Zinssenkungen auf der Tagesordnung stehen, zumal der Geldmarkt bereits für den Dezember eine Zinssenkung einpreist. Rein aus den fundamentalen Daten wäre dieser Frage gegenwärtig noch

mit nein zu beantworten, denn nach unseren Prognosen sollte der Kompasswert in den kommenden Monaten nicht unter 37 Punkte fallen und ab Februar wieder ansteigen. Gelingt es der Wirtschaftspolitik jedoch nicht, den Druck auf die Kapitalmärkte zu entlasten, dann könnte dieser Ausblick Makulatur werden, denn dann würde die Konjunktur noch weiter negativ beeinflusst werden. Dies würde dann die EZB im kommenden Jahr veranlassen, selbst die Mini-Erhöhung aus diesem Jahr wieder rückgängig zu machen. Ähnliches gilt, sollte tatsächlich ein weitergehender default Griechenlands als bislang verhandelt, durchgeführt werden.

**2.** Verantwortlich für den erneuten Rückgang war fast die gesamte Breite der einbezogenen Daten. So bildeten die realwirtschaftlichen Datenreihen der Einkaufsmanagerindizes, des Economic Sentiments sowie der Industrieproduktion die nachlassende Konjunkturdynamik ab. Aber auch die monetären Reihen aus Erzeugerpreisen, Importpreisen und Inflationserwartungen zeigten nachlassende Tendenz. Für alle Indikatoren gilt jedoch, dass die Niveaus zur Zeit nicht auf einen Absturz der Eurozone in die Rezession hindeuten.

**3.** Daneben stellt sich allerdings die Frage, ob die Zinspolitik gegenwärtig überhaupt von den Fundamentaldaten beeinflusst wird, oder ob nicht die sich gegenwärtig zuspitzende Krise der Staatsfinanzen und des Zusammenhalts des Euros wichtiger ist für die Bestimmung des Notenbankzinsens. Bislang hatte die EZB immer unterschieden zwischen außergewöhnlichen Maßnahmen an den Märkten und der Zinspolitik. Das eine war der Finanzkrise und des daraus folgenden außerordentlichen Liquiditätsbedarfs der europäischen Kreditinstitute geschuldet, das zweite war als Instrument zur Bewahrung der Preisniveaustabilität gedacht.

**4.** In den vergangenen Monaten nun hat sich die Liquiditätskrise der europäischen Kreditinstitute wieder außerordentlich verschärft. Abgestuft nach Herkunftsland und Bankentyp haben Institute teilweise erhebliche Schwierigkeiten, an Liquidität zu gelangen, einige sind vom Markt gänzlich abgeschnitten und auf die Kurzfristfinanzierung der EZB angewiesen. Der Geldmarkt selber ist wieder eingefroren, das gilt auch für längerfristige Refinanzierungen, etwa über den Markt für Unternehmensanleihen. Hintergrund sind die immer stärkeren Ängste vor einer weiter als bisher bekannten Umschuldung Griechenlands und den damit verbundenen Folgen für das europäische oder gar weltweite Bankensystem. Nachdem immer deutlicher wurde, dass politisch in den Mitgliedsländern kaum noch weitere Maßnahmen zur Erhöhung der finanziellen Stabilisierung schwacher EWU-Länder durchzusetzen sind, liegt die Interpretation nahe, dass auch die Politik entgegen ihren bisherigen Beteuerungen keinen weiteren Ausweg als einen weitergehenden Schuldenschnitt bei griechischen Staatsverbindlichkeiten sieht. Die Furcht vor unzulänglichen Begleitmaßnahmen hat nicht nur die Interbankenmärkte, sondern auch Aktienmärkte und Rentenmärkte fest im Griff, mit teilweise weltweiten Auswirkungen.

**5.** Die von der EZB zu erwartende Antwort liegt unserer Meinung nach zunächst hauptsächlich in weiteren Liquiditätsmaßnahmen, so etwa in der Wiederaufnahme des Jahrestenders oder sogar einer Wiederaufnahme des covered bond Programms. Vom Ausblick auf Konjunktur und Inflation her betrachtet halten wir die Markterwartungen an das Treffen am Donnerstag für übertrieben. Weder hat die EZB bei ihrer letzten Sitzung ausreichend starke Besorgnis geäußert über den konjunkturellen Ausblick, noch haben sich die Inflationswerte weiter beruhigt. Im Gegenteil: eine Zinssenkung bei einer Inflationsrate von drei Prozent im Euroraum würde gegenwärtig als ein weiteres Zeichen für die Einbindung der EZB in die Finanzpolitik gesehen werden. Da Präsident Trichet in diesem Punkt be-

reits viel Kritik einstecken musste, würde er mit einer Zinssenkung auf der letzten Sitzung seiner Amtszeit nicht nur eingestehen, dass die Zinserhöhungen der ersten Jahreshälfte ein Fehler gewesen sind, sondern sich auch in den Widerspruch zu seinen Äußerungen bei der letzten Pressekonferenz im September stellen, wo er die Preisstabilität als herausragende Errungenschaft der EZB auch unter seiner Amtszeit herausstellte. Angesichts der hohen Erwartungen, die die Märkte bereits wieder an das Oktobertreffen aufgebaut haben, erachten wir das Enttäuschungspotenzial als hoch.

Allerdings steht dieser Ausblick unter erheblichem Ereignisvorbehalt. Die für heute Nachmittag einberufene Pressekonferenz der europäischen Politik könnte zur Ankündigung weiterer Maßnahmen gegen die europäische Schuldenkrise dienen. In diesem Umfeld könnte auch die EZB in Maßnahmen einbezogen werden. Sollte bereits eine weitergehende Umstrukturierung der griechischen Staatsschuld bekannt gegeben werden, ist auch eine Zinssenkung vorstellbar.

	<b>Aktuell</b>	<b>Vormonat</b>	<b>6M-Prognose</b>
	<i>Sep 11</i>	<i>Aug 11</i>	<i>Feb 12</i>
Einkaufsmanagerindex (Composite)	49.2	50.7	49.3
Economic Sentiment	95.0	98.3	91.7
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	0.2	0.3	0.0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	0.0	1.8	-3.7
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2.7	2.6	2.7
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2.4	2.5	1.4
Importpreise (Dt.) in % yoy	6.3	6.6	1.0
Lohnkosten in % yoy	2.7	2.8	3.1
Inflationserwartungen Consensus	1.8	1.9	1.8
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	26.0	26.0	25.0
Score EZB-Kompass	42.2	47.5	34.9
Kompassnadel auf X Grad	135	90	180

Quellen: Ecowin, Bloomberg, DekaBank

Dr. Ulrich Kater, Tel. 069/7147-2381, E-Mail: ulrich.kater@deka.de

### Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 99	34.2	Jan 03	30.9	Jan 07	71.7	Jan 11	62.1
Feb 99	35.7	Feb 03	30.8	Feb 07	70.0	Feb 11	65.2
Mrz 99	36.9	Mrz 03	29.2	Mrz 07	70.2	Mrz 11	67.1
Apr 99	40.2	Apr 03	26.8	Apr 07	69.0	Apr 11	66.0
Mai 99	42.4	Mai 03	23.3	Mai 07	68.7	Mai 11	62.7
Jun 99	46.7	Jun 03	21.1	Jun 07	71.2	Jun 11	58.6
Jul 99	48.8	Jul 03	21.6	Jul 07	69.8	Jul 11	55.0
Aug 99	51.6	Aug 03	23.2	Aug 07	71.5	Aug 11	47.5
Sep 99	57.3	Sep 03	25.4	Sep 07	69.9	Sep 11	42.2
Okt 99	60.9	Okt 03	27.5	Okt 07	70.4	Okt 11	
Nov 99	63.8	Nov 03	32.0	Nov 07	71.1	Nov 11	
Dez 99	66.7	Dez 03	33.2	Dez 07	70.8	Dez 11	
Jan 00	70.1	Jan 04	35.1	Jan 08	69.9	Jan 12	
Feb 00	73.4	Feb 04	37.0	Feb 08	69.6	Feb 12	
Mrz 00	77.1	Mrz 04	38.6	Mrz 08	67.7	Mrz 12	
Apr 00	74.9	Apr 04	42.3	Apr 08	65.8	Apr 12	
Mai 00	77.2	Mai 04	46.4	Mai 08	64.4	Mai 12	
Jun 00	76.6	Jun 04	47.7	Jun 08	61.7	Jun 12	
Jul 00	75.5	Jul 04	50.0	Jul 08	57.6	Jul 12	
Aug 00	76.2	Aug 04	48.2	Aug 08	52.9	Aug 12	
Sep 00	78.4	Sep 04	47.3	Sep 08	47.7	Sep 12	
Okt 00	78.2	Okt 04	48.1	Okt 08	40.2	Okt 12	
Nov 00	76.3	Nov 04	46.8	Nov 08	26.4	Nov 12	
Dez 00	74.7	Dez 04	45.0	Dez 08	15.1	Dez 12	
Jan 01	71.1	Jan 05	45.9	Jan 09	9.6		
Feb 01	66.5	Feb 05	44.4	Feb 09	6.6		
Mrz 01	64.1	Mrz 05	43.0	Mrz 09	4.7		
Apr 01	59.7	Apr 05	41.2	Apr 09	3.6		
Mai 01	56.9	Mai 05	40.7	Mai 09	3.0		
Jun 01	54.3	Jun 05	43.0	Jun 09	2.9		
Jul 01	48.2	Jul 05	45.2	Jul 09	3.4		
Aug 01	44.0	Aug 05	44.1	Aug 09	5.0		
Sep 01	39.1	Sep 05	48.3	Sep 09	5.8		
Okt 01	33.5	Okt 05	51.3	Okt 09	8.9		
Nov 01	30.5	Nov 05	54.5	Nov 09	15.2		
Dez 01	29.6	Dez 05	58.5	Dez 09	21.6		
Jan 02	31.3	Jan 06	61.0	Jan 10	26.7		
Feb 02	31.1	Feb 06	64.1	Feb 10	30.3		
Mrz 02	32.4	Mrz 06	65.9	Mrz 10	37.3		
Apr 02	34.7	Apr 06	69.9	Apr 10	46.0		
Mai 02	34.9	Mai 06	74.5	Mai 10	48.7		
Jun 02	34.3	Jun 06	75.6	Jun 10	50.6		
Jul 02	33.9	Jul 06	76.5	Jul 10	52.4		
Aug 02	33.5	Aug 06	77.0	Aug 10	53.5		
Sep 02	32.5	Sep 06	76.1	Sep 10	53.2		
Okt 02	34.4	Okt 06	75.8	Okt 10	53.1		
Nov 02	33.3	Nov 06	75.3	Nov 10	55.1		
Dez 02	30.9	Dez 06	74.3	Dez 10	56.8		

Quelle: DekaBank