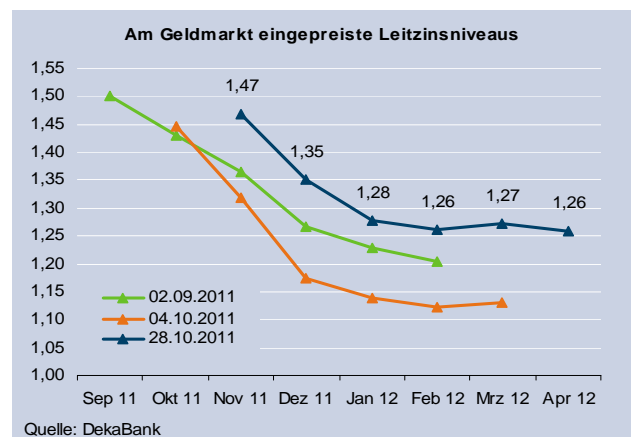
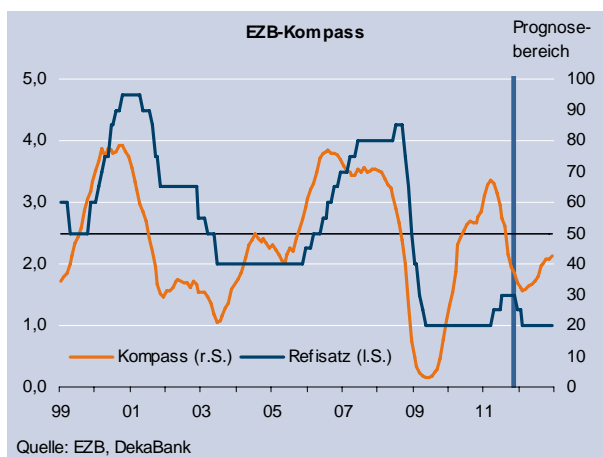


## Deka-EZB-Kompass: Lockerungssignale für den neuen Mann auf der Brücke

- *Hinter dem erneuten Rückgang des EZB-Kompasswert stehen aktuelle Prognosen, die auf nachlassenden Inflationsdruck sowie eine sich weiter abkühlende Wirtschaftsaktivität in Euroland hinweisen. Solch ein Umfeld eröffnet der EZB Zinssenkungsspielräume.*
- *Die EZB hat seit diesem Monat einen neuen Mann auf der Brücke: Mario Draghi wird nicht zögern, bei schwachen Konjunktur- und Inflationsausblicken zum Zinshebel zu greifen. Wir rechnen weiterhin mit Leitzinssenkungen in den kommenden Monaten. Bei anderen Themen wird es sich der neue Präsident nicht so einfach machen: Staatsanleihekäufe in so großem Stil, wie es an den Kapitalmärkten gewünscht wird, wird auch der Italiener Draghi nicht umsetzen. Zu gefährlich sind die Anreizwirkungen in einer zersplitterten europäischen Finanzpolitik, in der eine solche Zentralbankpolitik desaströse Anreizwirkungen für Konsolidierungen zur Folge hätte.*
- *Ansonsten wird sich mit dem neuen Präsidenten einiges ändern, etwa in der Kommunikation von Zentralbankentscheidungen. Hier wird die Pressekonferenz am Donnerstag erste Hinweise geben.*



**1. Im Oktober fällt der EZB-Kompass auf 39,2 Punkte** und damit um weitere 4,1 Punkte gegenüber seinem September-Stand. Je weiter sich der Kompass von der neutralen 50-Punkte-Marke nach unten entfernt, umso stärker spricht das makroökonomische Umfeld Eurolands für expansive Reaktionen der EZB. Die 50-Punkte-Marke, der Übergang zum Zinserhöhungsbedarf, dürfte auch noch länger außer Reichweite bleiben. Denn die aktuellen Daten und Prognosen sprechen für nachlassenden Inflationsdruck sowie eine sich weiter abkühlende Wirtschaftsaktivität in Euroland. Solch ein Umfeld eröffnet der EZB Zinssenkungsspielräume, um die Konjunktur zu unterstützen. Entsprechend lassen wir in unsere Prognose je einen Zinsschritt im Dezember und Februar auf dann 1,0 % einfließen. Dies unterstützt unter anderem die Trendwende der Kompassentwicklung im Februar 2012, was gegen ein Rezessionsszenario spricht.

2. Unter den **monetären Komponenten**, die in die Kompassberechnung eingehen, zeigen in den kommenden sechs Monaten die Importpreise den stärksten Rückgang (von aktuell 6,7 % auf 1,9 % im April). Hierfür sind unter anderem die auslaufenden Basiseffekte der Preiserhöhungen bei Rohstoffen in 2011 verantwortlich. Aber auch die Kernrate der Erzeugerpreise, der Preise des Industriesektors ohne die volatilen Komponenten Bau und Energie, dürfte bis April 2012 deutlich sinken (von aktuell 2,1 % auf dann 1,4 %). Damit wäre auch seitens der Produzentenpreise kein Preisdruck auf die Inflation in Sicht. Die ersten vier Indikatoren in der nachfolgenden Tabelle erfassen das **realwirtschaftliche Umfeld** Eurolands. Die Stimmung der Einkaufsmanager sowie das Wirtschaftsvertrauen der Konsumenten und Unternehmen (Economic Sentiment) haben sich im Oktober gegenüber September weiter verschlechtert, was die Rückgänge bei beiden Indikatoren zum Ausdruck bringen. Eine Stimmungsaufhellung sehen wir in sechs Monaten derzeit nur beim Einkaufsmanagerindex, während der Rezessionskurs einiger Randstaaten Eurolands das Economic Sentiment der Euroländer wohl weiter auf dann 92,1 Punkte drücken dürfte. Noch deutlicher wird die erwartete Konjunkturlangsamung bei der Entwicklung der Industrieproduktion. Hier erwarten wir einen starken Rückgang der annualisierten Sechsmonatsveränderung im April auf -4,8 %. Mit nachlassender Konjunktur geht nachlassender Inflationsdruck einher, so dass die Inflationsrate Eurolands im nächsten Jahr wieder unter 2 % fallen dürfte.

	Aktuell	Vormonat	6M-Prognose
	Okt 11	Sep 11	Apr 12
Einkaufsmanagerindex (Composite)	47,2	49,1	50,3
Economic Sentiment	94,8	95,0	92,1
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,2	0,0	-0,5
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	0,2	2,0	-4,8
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	2,6	2,5	2,5
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,1	2,4	1,4
Importpreise (Dt.) in % yoy	6,7	6,9	1,9
Lohnkosten in % yoy	2,5	2,6	2,6
Inflationserwartungen Consensus	1,8	1,8	1,8
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	24,0	25,3	24,0
Score EZB-Kompass	39,2	43,3	32,7
Kompassnadel auf X Grad	180	135	180

Quellen: Ecwin, Bloomberg, DekaBank

3. Zeitenwende bei der EZB. Die kommende Sitzung wird die erste unter Leitung des neuen Präsidenten Draghi sein. Große Neugier stellt sich bei Marktbeobachtern und der interessierten Öffentlichkeit ein. Wird er die Positionierung der EZB innerhalb der Euro-Schuldenkrise verändern? Wird er durch seine Herkunft aus einem unter großen Kapitalmarktdruck stehenden Land besonderen geldpolitischen Puritanismus an den Tag legen? Wie wird er in praktischen Fragen agieren? Wie wird sich die Kommunikation der Bank ändern? Mario Draghi ist kein EZB-Neuling: Seit 2006 steht er an der Spitze der italienischen Notenbank und hat damit die gesamte Zeit der Finanzmarktkrise aus EZB-Sicht verfolgt. Wir rechnen nicht damit, dass Draghi die EZB auf einen völlig neuen Kurs in der Staatsschuldenproblematik führen wird. Weiterhin wird gelten, dass die EZB zwar als „letzter Mann“ die Finanzmarktstabilität verteidigen muss, und damit gezwungen ist, für die mangelnde Fähigkeit der europäischen Finanzpolitik zum Schuldenabbau einzustehen. Es wird allerdings nicht zu einer geldpolitischen „Staubsaugerpolitik“ wie in den USA oder im Vereinigten Königreich kommen, wo die Notenbanken in ungleich größerem Ausmaß Staatsanleihen aus dem Markt nehmen, um den

ebenso hoch verschuldeten Staaten Zeit zur Konsolidierung zu erkaufen. Seine Äußerungen vom 26. Oktober, dass die EZB das Anleiheprogramm weiterführen würde, war in der Öffentlichkeit bereits fast zu einem Kurswechsel der EZB stilisiert worden, bevor am Wochenende der scheidende Präsident Trichet klarstellte, dass Draghi lediglich eine bekannte Position der EZB wiedergegeben hätte. Draghi ist wohl so gut wie sonst kein EZB-Ratsmitglied geeignet, Druck auf die italienische Politik auszuüben. Bei der Zinspolitik gilt Draghi weder als Falke noch als Taube; wir rechnen hier nicht mit Zurückhaltung bei Zinssenkungen, wenn es die Lage erfordert, wie dies in den kommenden Monaten der Fall sein kann. Bei der Kommunikationspolitik kann man zurzeit wenig sagen. Es spricht einiges dafür, dass die vollkommen präsidentenzentrierte Kommunikation der Trichet-Ära nicht unbedingt Draghis Stil ist, es mag also ab dieser Woche auch der Vizepräsident in der Pressekonferenz zu Wort kommen. Ob Draghi die Codewörter seines Vorgängers zur Signalisierung von Zinsschritten übernimmt, darf bezweifelt werden, hier haben die beiden bisherigen Präsidenten ihre eigenen Akzente gesetzt.

**4.** Wir rechnen aufgrund der abnehmenden Wirtschafts- und Inflationsdynamik in Euroland weiterhin mit zwei Zinssenkungen in den kommenden drei Monaten. Zwar haben die jüngsten Wirtschaftsdaten, insbesondere aus den USA, die Furcht vor einem Lehman-ähnlichen Absturz der Konjunktur besänftigen können. Das ändert allerdings nichts daran, dass die Zeichen in Euroland auf eine deutliche Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik ab dem vierten Quartal stehen, nachdem das dritte Quartal noch einmal überraschend stark ausgefallen sein dürfte. Sollten sich die teilweise recht spontan zu aktuellen Gipfelterminen ausgefallenen finanzpolitischen Konsolidierungspläne in einer Reihe von EU-Mitgliedsstaaten tatsächlich konkretisieren, so haben wir im kommenden Jahr mit einem deutlicheren negativen Fiskalimpuls zu rechnen als bislang angenommen. Dies erfordert eine expansivere geldpolitische Begleitung durch die EZB, ohne dass sie hierbei auf die außergewöhnlichen Maßnahmen der Staatsanleihekäufe zurückgreifen kann. Diese sind aufgrund der Anreizwirkungen für den Club von 17 sparunwilligen Finanzministern für die Währungsunion eine zu gefährliche geldpolitische Droge.

Dr. Ulrich Kater, Tel. 069/7147-2381, E-Mail: [ulrich.kater@deka.de](mailto:ulrich.kater@deka.de)

Dr. Marina Lütje, E-Mail: [marina.luetje@deka.de](mailto:marina.luetje@deka.de)

### Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 99	34,4	Jan 03	30,9	Jan 07	71,7	Jan 11	62,0
Feb 99	35,7	Feb 03	30,8	Feb 07	70,1	Feb 11	65,5
Mrz 99	36,9	Mrz 03	29,2	Mrz 07	70,0	Mrz 11	67,2
Apr 99	40,2	Apr 03	27,0	Apr 07	68,8	Apr 11	66,2
Mai 99	42,4	Mai 03	23,5	Mai 07	68,6	Mai 11	63,1
Jun 99	46,7	Jun 03	21,1	Jun 07	71,0	Jun 11	59,0
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	52,2
Sep 99	57,3	Sep 03	25,4	Sep 07	69,9	Sep 11	43,3
Okt 99	60,9	Okt 03	27,4	Okt 07	70,4	Okt 11	39,2
Nov 99	63,8	Nov 03	32,0	Nov 07	71,0	Nov 11	
Dez 99	66,7	Dez 03	33,1	Dez 07	70,8	Dez 11	
Jan 00	70,3	Jan 04	35,1	Jan 08	70,1	Jan 12	
Feb 00	73,5	Feb 04	37,0	Feb 08	69,6	Feb 12	
Mrz 00	77,2	Mrz 04	38,6	Mrz 08	67,6	Mrz 12	
Apr 00	75,1	Apr 04	42,3	Apr 08	65,8	Apr 12	
Mai 00	77,3	Mai 04	46,4	Mai 08	64,4	Mai 12	
Jun 00	76,8	Jun 04	47,7	Jun 08	62,0	Jun 12	
Jul 00	75,8	Jul 04	50,0	Jul 08	57,8	Jul 12	
Aug 00	76,3	Aug 04	48,2	Aug 08	53,2	Aug 12	
Sep 00	78,4	Sep 04	47,3	Sep 08	47,9	Sep 12	
Okt 00	78,5	Okt 04	48,1	Okt 08	40,2	Okt 12	
Nov 00	76,3	Nov 04	46,8	Nov 08	26,6	Nov 12	
Dez 00	74,9	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	54,1	Jun 05	43,0	Jun 09	2,9		
Jul 01	48,2	Jul 05	45,0	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	9,0		
Nov 01	30,2	Nov 05	54,5	Nov 09	15,2		
Dez 01	29,4	Dez 05	58,5	Dez 09	21,5		
Jan 02	31,3	Jan 06	60,9	Jan 10	26,8		
Feb 02	31,2	Feb 06	64,1	Feb 10	30,6		
Mrz 02	32,1	Mrz 06	65,9	Mrz 10	37,3		
Apr 02	34,4	Apr 06	69,9	Apr 10	46,3		
Mai 02	34,7	Mai 06	74,5	Mai 10	48,7		
Jun 02	34,3	Jun 06	75,8	Jun 10	50,8		
Jul 02	33,9	Jul 06	76,5	Jul 10	52,7		
Aug 02	33,6	Aug 06	77,1	Aug 10	53,7		
Sep 02	32,5	Sep 06	76,1	Sep 10	53,3		
Okt 02	34,4	Okt 06	75,8	Okt 10	53,1		
Nov 02	33,3	Nov 06	75,3	Nov 10	55,3		
Dez 02	30,9	Dez 06	74,0	Dez 10	56,7		

Quelle: DekaBank