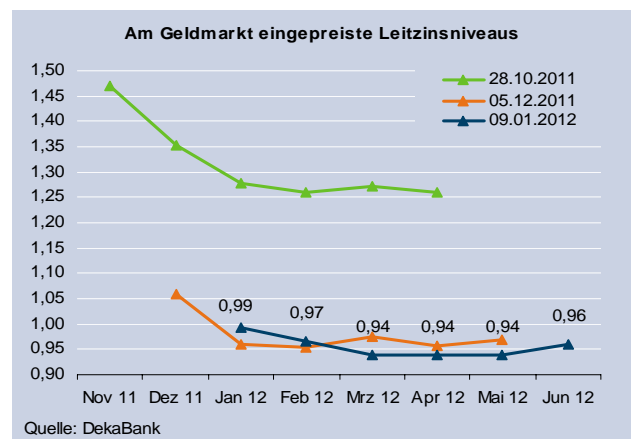
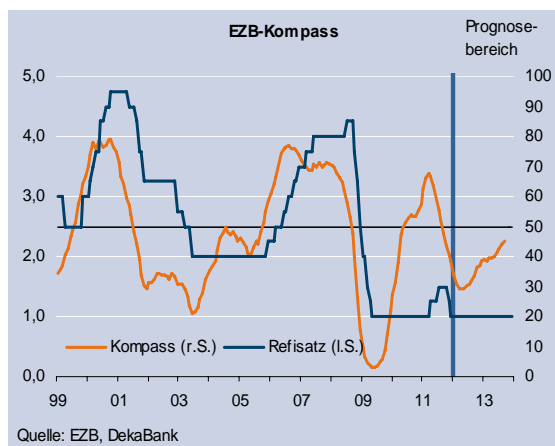


Deka-EZB-Kompass: Konjunktur- und Inflationsausblick rechtfertigen weiterhin ultra-expansiven Zinskurs

- Der EZB-Kompass sinkt weiter unter die neutrale 50-Punkte-Marke und verbleibt dort auch im Prognosebereich. Dies bestätigt den Bedarf an expansiver Geldpolitik, wie sie die EZB derzeit auch praktiziert. Unser Konjunkturbild für Euroland bleibt trüb, mit milder Rezession in 2012 und allmählicher Konjunkturaufhellung in 2013. Entsprechend rechnen wir mittelfristig mit abnehmendem Inflationsdruck und damit mit weiterhin ultra-expansivem Zinskurs der EZB.
- Nachdem im Dezember bereits weitreichende Liquiditätsmaßnahmen (Supertender, Erweiterung der Sicherheiten) beschlossen worden waren, rechnen wir für die kommende Sitzung lediglich mit einigen Nacharbeiten, etwa zur Ausgestaltung des Sicherheitenrahmens. In den wesentlichen Positionen, etwa zur Staatsfinanzierung, wird sich die EZB – trotz Neubesetzung im Direktorium – bedeckt halten und nicht mit neuen Strategien in die laufenden Verhandlungen innerhalb der europäischen Regierungen eingreifen.
- Auch bei der Zinspolitik rechnen wir zumindest mit einer Atempause. Der Ausstiegsversuch aus der Ultra-Leichtpolitik ist mit der Zinssenkung vom Dezember erst einmal wieder beendet. Noch ist unserer Meinung nach der Konjunktur- und Inflationsausblick nicht so weit nach unten verbogen, dass die EZB nicht noch einiges Pulver trocken halten könnte.



1. Im Dezember sinkt der EZB-Kompass weiter auf 38,5 Punkte, nach revidierten 40,5 Punkten im November. Die Kompasswerte liegen auch im gesamten Prognosezeitraum 2012-2013 unterhalb der neutralen 50-Punkte-Marke, wobei wir in dieser Zeit mit einem Leitzins von 1,0 % rechnen. Das bedeutet, dass unser Scoring-Modell zur Beurteilung angemessener EZB-Leitzinsen mittelfristig weder seitens monetärer noch realwirtschaftlicher Entwicklung einen Inflationsdruck signalisiert, auf den die EZB restriktiv reagieren sollte. Im Gegenteil, das Gesamtbild, das die zehn in den Kompass eingehenden Indikatoren für die kommenden zwei Jahre zeichnen, spricht weiterhin für einen expansiven geldpolitischen Kurs.

2. Der Konjunkturausblick für die Eurozone bleibt trüb: Sowohl die Stimmung der Einkaufsmanager (im Dezember mit 47,9 Punkten unter der Expansionsschwelle von 50 Punkten) als auch das Wirtschaftsvertrauen der Konsumenten und der Unternehmen in Euroland (Economic Sentiment mit 93,3 Punkten unter dem langjährigen Mittelwert von 100) legen auch noch Mitte 2012 ein mildes Rezessionszenario nahe. Dafür spricht auch der kräftige Rückgang der Industrieproduktion (annualisierte 6-Monatsveränderung von -8,0 % im Juni 2012). Im Jahr 2013 rechnen wir dann mit allmählicher Konjunkturaufhellung, so dass sich die ersten vier Konjunkturindikatoren in der nachfolgenden Tabelle im Juni 2013 wieder verbessern. Die Kreditvergabe wuchs zuletzt sehr moderat (Jahreswachstumsrate von 1,6 % im Dezember), dürfte sich allerdings mit der von uns erwarteten Konjunkturaufhellung und nachlassenden Verspannungen im Bankensektor dynamischer entwickeln (4,3 % im Juni 2013). Rückläufig zeigen sich im Prognosezeitraum die Kosten der Produzenten: die Kernrate der Erzeugerpreise (Preise des Industriesektors ohne die volatilen Segmente Bau und Energie) sowie auch die Lohnkosten (nach 2,1 % im Dezember 2011 auf 1,4 % im Juni 2012). Diese moderaten Anstiege deuten keine Zweitrundeneffekte an. Die Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer (1,8 % laut der Consensus-Umfrage) liegen unter der EZB-Zielmarke von 2 % und geben damit auch keinen Anlass zur Sorge um die Preisstabilität in der Eurozone. Insgesamt spricht unser 2-Jahresausblick für eine andauernde ultra-expansive Zinspolitik der EZB.

	Aktuell	Vormonat	6M-Prognose	18M-Prognose
	Dez 11	Nov 11	Jun 12	Jun 13
Einkaufsmanagerindex (Composite)	47,9	47,0	48,8	53,3
Economic Sentiment	93,3	93,8	91,0	97,4
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,6	-0,4	-0,9	0,1
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	-0,5	0,2	-8,0	0,7
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	1,6	1,7	2,3	4,3
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	3,0	3,7	0,5	1,5
Importpreise (Dt.) in % yoy	4,9	6,0	4,8	1,8
Lohnkosten in % yoy	2,1	2,5	1,4	1,8
Inflationserwartungen Consensus	1,8	1,8	1,8	1,8
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	29,4	24,5	29,4	29,4
Score EZB-Kompass	38,5	40,5	30,1	41,5
Kompassnadel auf X Grad	180	135	180	135

Quellen: Ecwin, Bloomberg, DekaBank

3. Die EZB bleibt weiterhin unter enormem Druck, bei der Lösung der Eurokrise eine „tragende“ Rolle zu übernehmen. Der Supertender von Mitte Dezember hat zwar zu einer Erhöhung der Bankenliquidität von knapp 500 Mrd. EUR geführt, allerdings sind die Mittel zum großen Teil in den letzten Tagen bei der EZB wieder angelegt gewesen. Die Begründung der EZB, mit dem Tender die Kreditvergabe an die Wirtschaft aufrecht zu erhalten, ist nicht so zu verstehen, dass mittels der neuen Zentralbankeinlagen Kredite für Unternehmen und private Haushalte angekurbelt werden sollen. Vielmehr soll durch die Maßnahme das Vertrauen in den Bankensektor gestärkt werden, dass die anstehenden Refinanzierungsaufgaben bewältigt werden können. Inwieweit Banken die neuen Mittel zu vermehrten Staatsanleihenkäufen nutzen, ist noch nicht absehbar. Es zeichnet sich allerdings ab, dass Mitgliedstaaten bei der Finanzierung ihrer Staatsschuld vermehrt auf das heimische Bankensystem setzen können.

4. Nach dem umfangreichen Maßnahmenpaket vom Dezember erwarten wir von der kommenden Sitzung keine neuen Grundsatzentscheidungen. Für die Erweiterungen des Sicherheitenrahmens fehlen noch Konkretisierungen, die am Donnerstag diskutiert werden sollten. Ferner werden die Journalisten nach dem Revirement im Direktorium auf der anschließenden Pressekonferenz versu-

chen, eine Aufweichung der bisherigen strikten Haltung von Präsident Draghi beim Engagement der EZB in der Staatsfinanzierung („It’s not in the treaty“) zu bewegen. Wir rechnen hier allerdings nicht mit neuen Positionen.

5. Nicht zuletzt ist die Zinspolitik weiter im Fokus der Märkte. Nach zwei schnellen Zinssenkungen hat die EZB ihren Ausstiegsversuch aus der ultraleichten Geldpolitik wieder rückgängig gemacht. Wir rechnen jedoch vorläufig mit einer Zinssenkungspause: Die EZB wird etwas Pulver trocken halten, um im Fall einer weiteren Verschlechterung der Konjunkturlage zunächst mit normalen Instrumenten gegenhalten zu können, bevor auch für Euroland eine Form von „Quantitative Easing“ entwickelt werden müsste.

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

Dr. Marina Lütje, E-Mail: marina.luetje@deka.de

Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 99	34,5	Jan 03	30,9	Jan 07	71,7	Jan 11	62,6
Feb 99	35,8	Feb 03	30,8	Feb 07	70,1	Feb 11	66,3
Mrz 99	37,0	Mrz 03	29,1	Mrz 07	70,0	Mrz 11	67,9
Apr 99	40,3	Apr 03	26,7	Apr 07	68,8	Apr 11	66,8
Mai 99	42,5	Mai 03	23,4	Mai 07	68,5	Mai 11	63,5
Jun 99	46,7	Jun 03	21,1	Jun 07	70,9	Jun 11	59,4
Jul 99	48,9	Jul 03	21,3	Jul 07	69,8	Jul 11	55,4
Aug 99	51,5	Aug 03	23,0	Aug 07	71,4	Aug 11	52,5
Sep 99	57,3	Sep 03	25,4	Sep 07	69,9	Sep 11	47,7
Okt 99	61,0	Okt 03	27,5	Okt 07	70,4	Okt 11	43,7
Nov 99	64,0	Nov 03	32,1	Nov 07	71,1	Nov 11	40,5
Dez 99	66,9	Dez 03	33,1	Dez 07	70,9	Dez 11	38,5
Jan 00	70,4	Jan 04	35,2	Jan 08	70,2	Jan 12	
Feb 00	73,9	Feb 04	37,0	Feb 08	69,7	Feb 12	
Mrz 00	77,8	Mrz 04	38,6	Mrz 08	67,7	Mrz 12	
Apr 00	75,8	Apr 04	42,3	Apr 08	65,9	Apr 12	
Mai 00	78,3	Mai 04	46,3	Mai 08	64,4	Mai 12	
Jun 00	77,9	Jun 04	47,7	Jun 08	61,9	Jun 12	
Jul 00	76,6	Jul 04	49,9	Jul 08	57,7	Jul 12	
Aug 00	77,1	Aug 04	48,2	Aug 08	53,2	Aug 12	
Sep 00	79,1	Sep 04	47,3	Sep 08	47,9	Sep 12	
Okt 00	78,8	Okt 04	48,1	Okt 08	40,0	Okt 12	
Nov 00	76,6	Nov 04	46,8	Nov 08	26,8	Nov 12	
Dez 00	75,0	Dez 04	45,0	Dez 08	15,2	Dez 12	
Jan 01	71,2	Jan 05	46,0	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	56,8	Mai 05	40,6	Mai 09	3,0		
Jun 01	54,0	Jun 05	42,9	Jun 09	2,9		
Jul 01	48,0	Jul 05	44,9	Jul 09	3,4		
Aug 01	44,1	Aug 05	44,3	Aug 09	5,0		
Sep 01	39,1	Sep 05	48,4	Sep 09	5,8		
Okt 01	33,7	Okt 05	51,4	Okt 09	8,9		
Nov 01	30,2	Nov 05	54,8	Nov 09	15,2		
Dez 01	29,4	Dez 05	58,7	Dez 09	21,9		
Jan 02	31,4	Jan 06	61,2	Jan 10	27,3		
Feb 02	31,2	Feb 06	64,1	Feb 10	31,2		
Mrz 02	32,1	Mrz 06	65,9	Mrz 10	38,2		
Apr 02	34,6	Apr 06	70,1	Apr 10	47,0		
Mai 02	34,6	Mai 06	74,6	Mai 10	49,2		
Jun 02	34,1	Jun 06	75,9	Jun 10	51,2		
Jul 02	33,8	Jul 06	76,5	Jul 10	52,9		
Aug 02	33,3	Aug 06	77,0	Aug 10	53,8		
Sep 02	32,3	Sep 06	76,1	Sep 10	53,4		
Okt 02	34,2	Okt 06	75,8	Okt 10	53,5		
Nov 02	33,4	Nov 06	75,3	Nov 10	55,5		
Dez 02	31,0	Dez 06	74,0	Dez 10	57,2		

Quelle: DekaBank