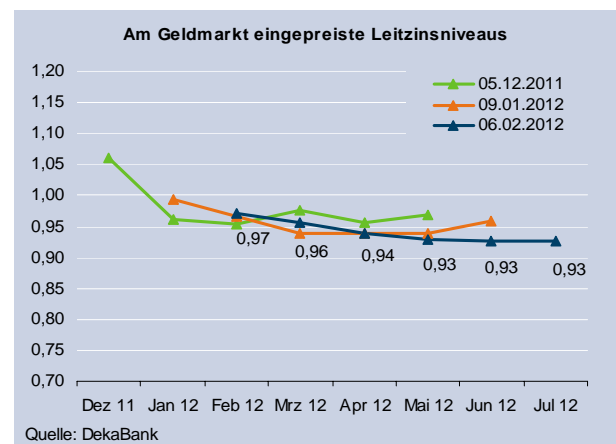
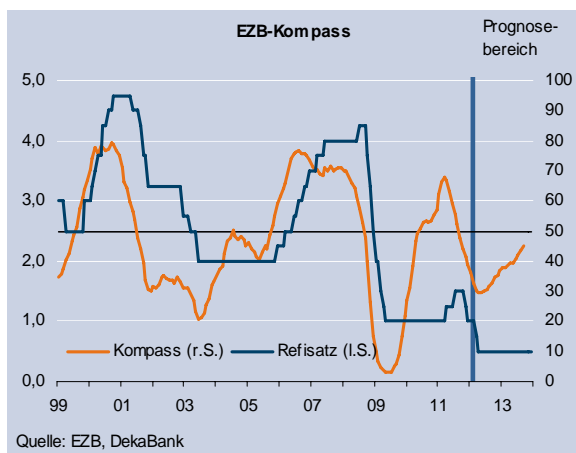


## Deka-EZB-Kompass: Verhindern unkonventionelle Maßnahmen die Kreditklemme?

- Der EZB-Kompass ist im Januar weiter auf 36,5 Punkte gesunken. Ein noch stärkerer Rückgang wurde verhindert durch verbesserte Stimmungsindikatoren. EZB-Präsident Draghi sprach in diesem Zusammenhang auf der Pressekonferenz zum jüngsten Zinsentscheid von Anzeichen einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Die seither veröffentlichten Frühindikatoren dürften ihn in dieser Einschätzung bekräftigen.
- Die in den Kompass einfließenden Preis- und Kostenindikatoren befinden sich zum Teil noch auf erhöhten Niveaus, sind in der Tendenz jedoch rückläufig. Sie unterstützen damit Draghis Aussage, dass die Inflationsrate der Eurozone mittelfristig unter die Marke von 2 % fallen sollte.
- Auf der Pressekonferenz im Januar sah Draghi noch keine Hinweise auf eine wesentliche Beeinträchtigung der Kreditvergabe. Inzwischen haben sich die Bedingungen hier jedoch zum Schlechteren entwickelt. Die Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit haben zweifelsohne die Staatsanleihemärkte der Peripherieländer und andere Wertpapiermärkte unterstützt. Ob sie auch die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen anregen, wird sich allerdings erst mit der Zeit herausstellen. Bleiben diese Wirkungen aus, sollte die EZB ihre Geldpolitik weiter lockern. Ein Signal in diese Richtung erwarten wir nach dieser Ratssitzung aber noch nicht.



1. Der EZB-Kompass ist im Januar weiter auf 36,5 Punkte gesunken, nach einem leicht nach oben revidierten Vormonatswert von 38,9. Wir gehen davon aus, dass sich sein seit April letzten Jahres anhaltender Rückgang auch in den nächsten Monaten weiter fortsetzen wird, bevor der Indikator zur Mitte des Jahres seinen Tiefpunkt erreichen und sich dann allmählich erholen sollte. Unser Scoring-Modell legt der EZB damit weiterhin eine sehr expansive Geldpolitik nahe. Ob dies auch weitere Leitzinssenkungen beinhalten sollte, lässt sich auf Basis des EZB-Kompass allein allerdings kaum beantworten. Denn die Politik der EZB ist derzeit vor allem auf eine Revitalisierung der Finanzmärkte ausgerichtet, und unkonventionelle Maßnahmen spielen dabei eine zunehmend wichtigere Rolle als das Niveau der Leitzinsen.

2. Ein stärkerer Einbruch des EZB-Kompass wurde verhindert durch einen Anstieg der Stimmungsindikatoren. Die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone legten den dritten Monat in Folge zu und auch das breiter gefasste Economic Sentiment verbuchte im Januar seine erste Erholung seit fast einem Jahr, wenngleich sein Wert mit 93,4 Punkten nach wie vor auf eine, wenn auch milde Rezession in der Eurozone hindeutet. Verbesserte Stimmungsindikatoren speziell aus dem Unternehmenssektor sind ein globales Phänomen und waren zuletzt auch in den USA und zahlreichen Emerging Markets zu beobachten. Sie bringen zum Ausdruck, dass sich die Realwirtschaft bemerkenswert robust zeigt gegenüber der Staatsschuldenkrise in der Eurozone und den von ihr ausgehenden Finanzmarktverwerfungen. Dies hob auch EZB-Präsident Draghi auf der Pressekonferenz zum Zinsentscheid am 12. Januar hervor, indem er mit Blick auf die Einkaufsmanagerindizes von „ersten Anzeichen einer Stabilisierung der (wirtschaftlichen) Aktivität auf niedrigem Niveau“ sprach. Anschließend wurde ein weiterer Anstieg verschiedener Stimmungsindikatoren im Januar gemeldet, was Draghi in seiner Einschätzung bekräftigt haben sollte. Insofern dürfte er sich von den konjunkturellen Perspektiven nicht unter Druck gesetzt fühlen, die ohnehin schon außergewöhnlich expansive Geldpolitik noch weiter zu lockern.

	Aktuell	Vormonat	6M-Prognose	18M-Prognose
	Jan 12	Dez 11	Jul 12	Jul 13
Einkaufsmanagerindex (Composite)	50,4	48,3	49,7	53,4
Economic Sentiment	93,4	92,8	91,8	98,2
Outputlücke (abs. 12M-Veränderung)	-0,7	-0,6	-0,9	0,0
Industrieproduktion (ann. 6-Mon.)	-2,2	-0,5	-6,5	1,2
Buchkredite an priv. Sektor in % yoy	0,7	1,0	1,1	2,8
Erzeugerpreise (Kernrate) in % yoy	2,0	2,8	0,7	1,5
Importpreise (Dt.) in % yoy	2,6	3,9	3,2	1,8
Lohnkosten in % yoy	2,6	2,9	1,2	1,7
Inflationserwartungen Consensus	1,9	1,8	1,9	1,9
Preiserwartungen der Konsumenten (Saldo)	26,8	29,2	26,8	26,8
Score EZB-Kompass	36,5	38,9	30,5	41,9
Kompassnadel auf X Grad	180	180	180	135

Quellen: Ecowin, Bloomberg, DekaBank

3. Die Hoffnungsschimmer, die die Frühindikatoren aussenden, müssen allerdings erst noch durch harte Daten bestätigt werden. Hier dominieren weiter die negativen Nachrichten. Die wirtschaftliche Unterauslastung der Eurozone, gemessen an der Outputlücke, hat unseren Schätzungen zufolge zum Anfang des neuen Jahres weiter zugenommen. Die Industrieproduktion war in jedem der letzten drei Berichtsmonate (September bis November 2011) rückläufig. Wir gehen davon aus, dass diese beiden Indikatoren den EZB-Kompass weiter nach unten drücken werden.

4. Die in den Indikator einfließenden Preis- und Kostengrößen unterstützen zwei zentrale Aussagen Draghis zur Inflationsentwicklung: Erstens, die Inflationserwartungen sind gut verankert. So haben die von Consensus Economics befragten Volkswirte ihre Prognose für die Inflationsrate im Jahr 2012 zwar minimal angehoben. Mit 1,9 % entspricht sie jedoch exakt den Zielvorstellungen der EZB. Die Preiserwartungen der privaten Haushalte befinden sich zwar nach wie vor auf einem erhöhten Niveau, waren zuletzt jedoch wieder rückläufig. Zweitens dürfte die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate, die selbst nicht in den EZB-Kompass einfließt, noch einige Monate über 2 % verharren und dann unter diese Marke fallen. So spiegeln die Kernrate der Erzeugerpreise und die Lohnkosten einen nach wie vor bestehenden Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise wider, der in den vergangenen Monaten aber bereits erheblich abgenommen hat. Dies ist

nicht zuletzt der Schwäche der Arbeitsmärkte in den meisten Ländern der Eurozone geschuldet, die Zweitrundeneffekten der in den letzten Jahren gestiegenen Energiepreise keinen Raum lässt.

**5.** Besondere Aufmerksamkeit verdient in diesem Monat die monetäre Analyse, und hier vor allem die Kreditvergabe. Die in den EZB-Kompass eingehende Jahresrate der Buchkredite hat sich im Dezember auf 1,0 % abgeschwächt und dürfte auch in den nächsten Monaten weiter zurückgehen. Dies bringt jedoch nur unvollständig zum Ausdruck, wie sehr die restriktive Kreditvergabepraxis der Banken derzeit die expansive Geldpolitik der EZB konterkariert. So verzeichnete das ausstehende Volumen an Krediten gegenüber Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen im Dezember den stärksten Rückgang im Monatsvergleich seit Beginn der Währungsunion. Umfragen wie der Bank Lending Survey der EZB deuten darauf hin, dass dies in erster Linie auf strengere Kreditbedingungen zurückzuführen ist. Die Banken geben für die Straffung ihrer Konditionen eine Reihe von Gründen an, vom ungünstigen Konjunkturausblick mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Kreditqualität bis hin zu ihrer angespannten Liquiditätssituation und den erschwerten Bedingungen für ihre Refinanzierung am Markt. Die Umfrageteilnehmer schreiben den Dreijahrestendern der EZB zwar eine positive Wirkung zu. Diese allein wird ihrer Einschätzung nach jedoch nicht ausreichen, in den kommenden Monaten eine weitere Verschärfung der Kreditbedingungen zu verhindern.

**6.** Präsident Draghi sprach auf der Pressekonferenz im Januar von einer Moderierung des Kreditwachstums, sah aber keine Hinweise auf eine wesentliche Beeinträchtigung der Kreditversorgung in der Eurozone. Anders als bei den Konjunkturindikatoren, wo einzelne Silberstreifen am Horizont auszumachen sind, haben sich die Bedingungen im Bereich der Kreditvergabe in den letzten Wochen zum Schlechteren entwickelt. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass die EZB dies schon jetzt zum Anlass nehmen wird, eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik zu signalisieren. Vor knapp zwei Wochen argumentierte Draghi, es gäbe noch keine Beweise dafür, dass die Mittel aus dem ersten Dreijahrestender die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen anregen würden. Derartige Prozesse benötigten Zeit, und man werde daher abwarten müssen. Bislang sei lediglich klar, dass die umfangreiche Bereitstellung von Liquidität eine gravierende Kreditklemme vermieden habe. Die EZB dürfte daher frühestens nach Zuteilung des zweiten Dreijahrestenders Ende Februar darüber entscheiden, ob sie ihre Geldpolitik weiter lockern sollte. Eine hohe Nachfrage nach Zentralbankliquidität, von der auch Draghi selbst ausgeht, wäre dabei wünschenswert aber noch nicht beruhigend. Denn die Banken haben die Mittel des ersten Tenders vor allem zur Ablösung fälliger Verbindlichkeiten und für Engagements auf den Wertpapiermärkten, insbesondere den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer, genutzt. Dies begrenzt systemische Risiken im Bankensystem und mildert die Auswirkungen der Staatschuldenkrise auf andere Finanzmärkte. Die Dreijahrestender schaffen damit auch günstigere Voraussetzungen für die Kreditvergabe der Banken. Dies aber nur indirekt und möglicherweise zu langsam, um den konjunkturellen Abwärtsrisiken in der Eurozone ausreichend entgegenzuwirken. Wir rechnen daher mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik, sollten sich die Anzeichen für eine Kreditklemme in den nächsten Monaten verdichten. Den Anfang würden dabei zwei Zinsschritte von je 25 Basispunkten machen, gegebenenfalls ergänzt von neuen unkonventionellen Maßnahmen, die die Kreditvergabe der Banken direkter stimulieren als langfristige Refinanzierungsgeschäfte.

### Datenhistorie EZB-Kompass

Jan 99	34,6	Jan 03	30,9	Jan 07	71,7	Jan 11	62,3
Feb 99	35,9	Feb 03	31,0	Feb 07	70,1	Feb 11	66,3
Mrz 99	37,1	Mrz 03	29,0	Mrz 07	70,3	Mrz 11	68,0
Apr 99	40,3	Apr 03	26,7	Apr 07	69,0	Apr 11	66,7
Mai 99	42,5	Mai 03	23,4	Mai 07	68,6	Mai 11	63,4
Jun 99	46,7	Jun 03	20,9	Jun 07	70,9	Jun 11	59,0
Jul 99	48,9	Jul 03	21,3	Jul 07	69,8	Jul 11	55,6
Aug 99	51,5	Aug 03	23,0	Aug 07	71,3	Aug 11	52,5
Sep 99	57,4	Sep 03	25,6	Sep 07	69,9	Sep 11	47,8
Okt 99	61,0	Okt 03	27,5	Okt 07	70,3	Okt 11	43,9
Nov 99	63,8	Nov 03	32,0	Nov 07	71,0	Nov 11	41,3
Dez 99	66,8	Dez 03	33,0	Dez 07	70,9	Dez 11	38,9
Jan 00	70,4	Jan 04	35,0	Jan 08	70,1	Jan 12	36,5
Feb 00	73,9	Feb 04	37,1	Feb 08	69,8	Feb 12	
Mrz 00	77,8	Mrz 04	38,6	Mrz 08	67,7	Mrz 12	
Apr 00	75,9	Apr 04	42,3	Apr 08	65,8	Apr 12	
Mai 00	78,3	Mai 04	46,6	Mai 08	64,5	Mai 12	
Jun 00	77,8	Jun 04	47,7	Jun 08	61,8	Jun 12	
Jul 00	76,6	Jul 04	50,2	Jul 08	57,6	Jul 12	
Aug 00	77,2	Aug 04	48,2	Aug 08	53,1	Aug 12	
Sep 00	79,1	Sep 04	47,2	Sep 08	47,9	Sep 12	
Okt 00	78,8	Okt 04	48,2	Okt 08	40,0	Okt 12	
Nov 00	76,6	Nov 04	46,9	Nov 08	26,5	Nov 12	
Dez 00	75,0	Dez 04	44,9	Dez 08	15,0	Dez 12	
Jan 01	71,0	Jan 05	46,0	Jan 09	9,6		
Feb 01	66,5	Feb 05	44,2	Feb 09	6,6		
Mrz 01	64,0	Mrz 05	42,8	Mrz 09	4,7		
Apr 01	59,7	Apr 05	41,3	Apr 09	3,6		
Mai 01	56,6	Mai 05	40,5	Mai 09	3,0		
Jun 01	53,8	Jun 05	42,9	Jun 09	2,9		
Jul 01	47,8	Jul 05	45,0	Jul 09	3,3		
Aug 01	44,2	Aug 05	44,3	Aug 09	5,0		
Sep 01	39,2	Sep 05	48,5	Sep 09	5,7		
Okt 01	33,7	Okt 05	51,7	Okt 09	8,8		
Nov 01	30,5	Nov 05	55,1	Nov 09	15,1		
Dez 01	29,9	Dez 05	59,1	Dez 09	21,6		
Jan 02	31,7	Jan 06	61,5	Jan 10	27,2		
Feb 02	30,9	Feb 06	64,4	Feb 10	31,1		
Mrz 02	31,9	Mrz 06	65,9	Mrz 10	38,1		
Apr 02	34,7	Apr 06	69,8	Apr 10	46,8		
Mai 02	35,0	Mai 06	74,3	Mai 10	49,0		
Jun 02	34,3	Jun 06	75,7	Jun 10	50,9		
Jul 02	33,9	Jul 06	76,3	Jul 10	52,7		
Aug 02	33,6	Aug 06	76,7	Aug 10	53,6		
Sep 02	32,4	Sep 06	75,8	Sep 10	53,1		
Okt 02	34,5	Okt 06	75,4	Okt 10	53,3		
Nov 02	33,4	Nov 06	74,9	Nov 10	55,3		
Dez 02	31,3	Dez 06	73,7	Dez 10	56,9		

Quelle: DekaBank