

Volkswirtschaft Aktuell

BLICK AUF VOLKSWIRTSCHAFTLICHE EREIGNISSE

WWW.OPPENHEIM.DE



JANUAR 2016

Ausblick: EZB bleibt auf expansivem Kurs ohne Aktionismus

Auf der EZB-Sitzung in dieser Woche erwarten wir keine geldpolitischen Änderungen, aber die Notenbank wird ihre Bereitschaft, über März 2017 hinaus eine sehr expansive Geldpolitik zu verfolgen, weiter bekräftigen.

Der anhaltende Rückgang der Ölpreise wird die Projektionen für die weitere Entwicklung der Inflationsrate unter Druck setzen. Wir gehen dennoch davon aus, dass die Projektionen 2017 und 2018, die im März 2016 veröffentlicht werden, aber perspektivisch einen Anstieg der Inflationsrate in Richtung der Zielmarke von 2 % aufzeigen werden.

Zwar sind Risiken in der konjunkturellen Entwicklung nicht zu verleugnen, aber vor allem die leichte Belebung des Kreditgeschäfts und der bisher ausgebliebene Rückgang der Inflationserwartungen auf Niveaus von Anfang 2015 ist für uns nicht Grund genug, in den kommenden Monaten eine erneute geldpolitische Adjustierung der EZB zu erwarten.

GÜNSTIGE FINANZIELLE RAHMENBEDINGUNGEN, KREDITE BELEBEN SICH, INFLATION WEITER UNTER ZIEL

Wenige Tage vor der ersten EZB-Sitzung in diesem Jahr gibt es bereits Spekulationen über Veränderungen der weiteren geldpolitischen Ausrichtung. Der Grund: weiter fallende Ölpreise verbunden mit der Sorge, dass die Inflationsraten noch länger als bisher gedacht unter der 2%-Marke verharren könnten. Dies ist für uns Anlass genug, die Wirksamkeit der bisherigen Maßnahmen auf Wachstum und Inflation zu betrachten.

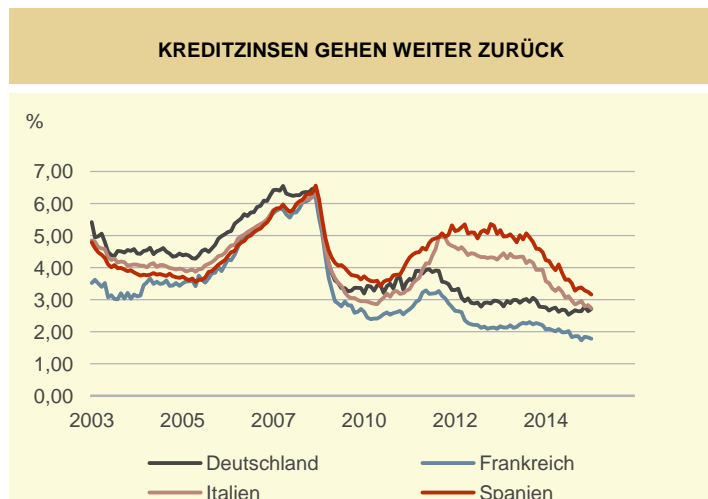
1. Finanzielle Rahmenbedingungen

Die finanziellen Rahmenbedingungen haben sich im Verlauf des letzten Jahres kontinuierlich verbessert. Gerade in den Peripheriestaaten sind die Kreditzinsen für kleinere Unternehmen um rund 100 BP in Spanien und um 60 BP in Italien gefallen. Mittlerweile liegt das Zinsniveau für solche Kredite in Italien bereits auf dem Stand Deutschlands. Auch die langfristigen Kapitalmarktzinsen befinden sich immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau. Seit der letzten EZB-Sitzung sind die Renditen für 10-jährige Bunds sogar leicht gefallen. Sicherlich wäre der Notenbank auch eine weitere Abwertung der heimischen Währung willkommen gewesen, denn bisher hat der Euro in handelsgewichteter Rechnung nur um rund 6 % im Jahresverlauf 2015 abgewertet. Doch vor allem gemessen an den Kreditzinsen sind die finanziellen Rahmenbedingungen für die Wirtschaft in der Eurozone weiterhin sehr günstig zu bewerten.

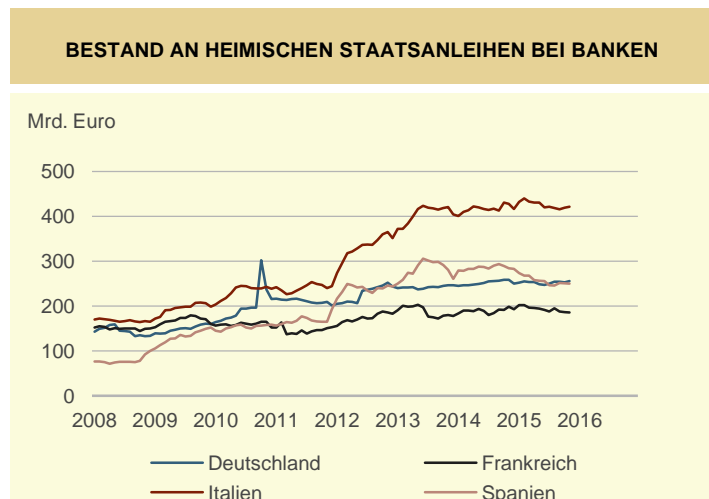
2. Wirtschaftliches Umfeld

Nach wie vor bestehen Abwärtsrisiken für die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone. Die Gefahren kommen vor allem aus den Schwellenländern, die zum Teil nicht nur mit dem Verfall der Rohstoffpreise, sondern mit hausgemachten strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Dennoch ist die Stimmung der Unternehmen bisher nicht eingebrochen. Doch es klafft eine Lücke zwischen dem, was die Stimmungsindikatoren signalisieren und was in der Realwirtschaft ankommt. Im dritten Quartal ist die Wirtschaft in der Eurozone mit einer Jahresrate von 1,6 % gewachsen. Ein ähnliches Wachstum erwarten wir auch in den kommenden Monaten. Dabei ist es vor allem der Konsum, der in vielen Ländern die konjunkturelle

Entwicklung trägt. Das Wachstum in der Eurozone ist sicherlich alles andere als überschäumend, aber ein „Durchrutschen“ der Konjunktur ist aktuell auch nicht in Sicht.



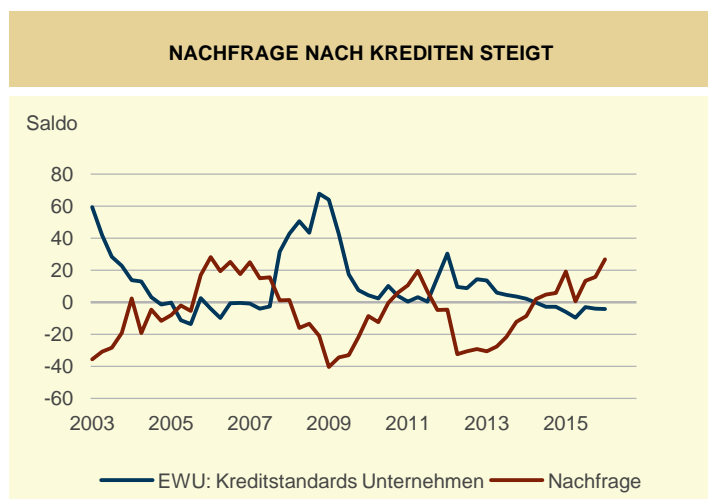
Quelle: Haver Analytics, Unternehmen bis 1 Mio. Euro Umsatz, Stand: Nov. 2015



Quelle: EZB, eigene Zusammenstellung

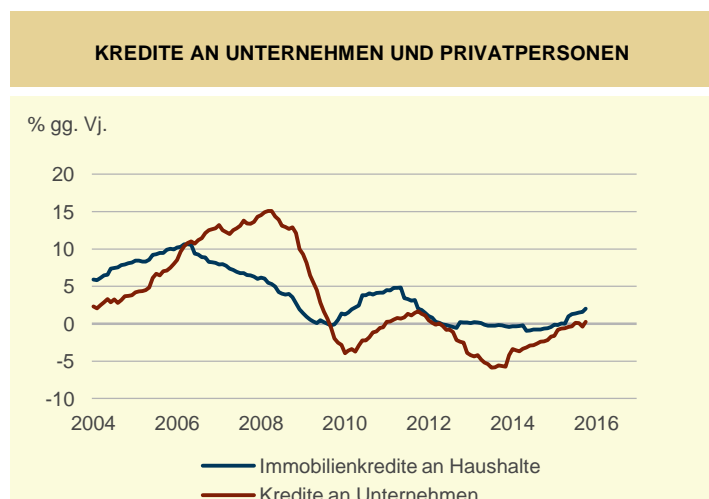
Stand: November 2015

Ein wesentliches Ziel des Wertpapierankaufprogramms ist es, den geldpolitischen Impuls besser in die Realwirtschaft zu übertragen, um über eine höhere Kreditvergabe einen Anstieg der Inflationserwartungen und der Inflationsrate zu erreichen. Gerade in den letzten Monaten wurden erste Anzeichen einer leichten Belebung der Kreditvergabe erkennbar. Mit dem Wertpapierankaufprogramm sollen Staatsanleihen aus dem Bestand der Banken verkauft werden, um freiwerdende Mittel für die Kreditvergabe zu erreichen. Bis jetzt haben Banken aber nicht im großen Stil verkauft. Im Gegenteil in den „Accounts“ (Zusammenfassung der EZB-Sitzung) vom 14. Januar 2016 wurde noch einmal explizit daraufhin gewiesen, dass der Großteil der Verkäufe von Nicht-EWU-Investoren kam. Dennoch nimmt die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, wieder zu. Die heute veröffentlichten Kreditstandards, die eine Orientierung darüber liefern, ob die Kreditkonditionen aus Sicht der Bank verschärft oder gelockert wurden, bestätigen dieses Bild. Vor allem die Nachfrage nach Unternehmenskrediten hat sich in allen Ländern sehr gut entwickelt, und die Kreditkonditionen von Seiten der Banken liegen auf dem Stand des letzten Quartals 2015. Dies spricht dafür, dass der moderate Anstieg der Kredite an Unternehmen auch in den kommenden Monaten nicht abreißen wird. Gemessen an der Entwicklung in der Vergangenheit sind die Zuwachsraten zwar sehr niedrig, doch da die Banken ihren Entschuldungsprozess immer noch nicht abgeschlossen haben, sind selbst kleine Verbesserungen schon ein Erfolg.



Quelle: Haver Analytics auf Basis der Bankenumfrage

Stand: Januar 2016



Quelle: EZB

Stand: November 2015

3. Inflationsentwicklung

Mit jedem Tag, an dem der Ölpreis fällt, kommt die Inflationsrate weiter unter Druck. Bereits jetzt liegt der Konsens für den Anstieg der Lebenshaltungskosten für 2016 nur noch bei 0,8 %. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich bei einer Stabilisierung des Ölpreises, wie es auch in den Markterwartungen zu sehen ist, mittelfristig ein moderater Anstieg der Lebenshaltungskosten einstellen wird, sodass in Richtung 2018 das Inflationsziel der EZB wieder erreicht werden könnte. Trotz des deutlichen Ölpreisverfalls sind die Inflationserwartungen (fünf Jahre in fünf Jahren) bis jetzt zwar gefallen, aber nicht auf die Tiefstände des vergangenen Jahres. Und auch die Kernrate (ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittelpreise) hat sich um die 1%-Marke stabilisiert. Angesichts der konjunkturellen Perspektiven halten wir zudem das Risiko einer tatsächlichen Entankerung der Inflationserwartungen für relativ begrenzt.

Insofern steht die Ampel für die finanziellen Rahmenbedingungen ganz klar auf „Grün“, während die wirtschaftlichen Aussichten aufgrund der Risiken nur auf „Gelb“ stehen. „Rot“ signalisiert dagegen immer noch die Inflationsentwicklung.

WIE GEHT ES WEITER?

Auf der EZB-Sitzung in dieser Woche erwarten wir keine Veränderungen der geldpolitischen Ausrichtung. Auch die Wortwahl in Hinblick auf weitere mögliche Maßnahmen dürfte unverändert bleiben. Die Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung dürften abwärtsgerichtet gesehen werden und die Inflationsrate wird zu lange zu niedrig bleiben. Der Verfall der Ölpreise wirft dabei schon jetzt seine Schatten für die Veröffentlichung der Projektionen im März 2016 voraus und heizt damit die Spekulation um weitere geldpolitische Stimuli an. Zumal die EZB in den vergangenen Monaten die Projektionen mit dem Erfolg des quantitativen Lockerungsprogramms verknüpft hat. Bei vielen Marktteilnehmern löst eine Rücknahme der Projektionen die Erwartung weiterer geldpolitischer Lockerungen aus.

Es ist jedoch klar, dass die Notenbank den Ölpreis, der hauptsächlich für die niedrigen Teuerungsraten verantwortlich ist, nicht beeinflussen kann. Inflationsraten werden 2016 niedriger ausfallen als in den Projektionen im Dezember erwartet. Die EZB rechnete im Dezember für das Jahr 2016 mit einer Rate von 1,0 %. Insofern dürfte sie in den kommenden Monaten vermehrt ihr Augenmerk auf die Entwicklung der Kerninflationsrate legen. Bleibt sie stabil, oder zeigen sich bereits negative Zweitrundeneffekte, weil durch den Ölpreisverfall auch nachgelagerte Sektoren (wie zum Beispiel das Transportwesen) einen geringeren Preisauftrieb zeigen? Angesichts der von uns erwarteten moderaten konjunkturellen Erholung in der gesamten Eurozone sollte sich kein breiter Preisrückgang einstellen und wir rechnen mit einer relativ stabilen Kernrate.

Nicht zu vergessen ist zudem, dass der gesunkene Ölpreis die realen Einkommen erhöht und damit auch für die Belebung des Konsums verantwortlich ist. Da die Inflationserwartungen zudem nicht auf die Tiefstände des letzten Jahres zurückgefallen sind und Kreditstandards auf eine weitere Belebung der Kredite schließen lassen, besteht aus unserer Sicht in den kommenden Monaten kein akuter Handlungsbedarf, am monatlichen Volumen und an der zeitlichen Dauer des Ankaufprogramms etwas zu ändern. Gegen ein zeitnahes Eingreifen der EZB spricht zudem auch, dass expansive geldpolitische Maßnahmen lange brauchen, bis sie ihren Impuls in der Realwirtschaft entfalten. Dies gilt besonders nach Finanzkrisen, wenn der Wirkungsmechanismus besonders träge ist. Ein zu schnelles Agieren von Seiten der Notenbank würde unserer Meinung nach die Diskussion über geldpolitischen Aktionismus weiter intensivieren und die positiven Effekte des Wertpapierankaufprogramms in den Hintergrund rücken.

Handlungsbedarf entstände unserer Meinung nach nur dann, wenn auch die mittelfristigen Projektionen eine systematische Zielverfehlung aufweisen und die Risiken einer deflationären Entwicklung ansteigen würden. Eine solche Entwicklung könnte durch eine mögliche Entankerung der Inflationserwartungen bei gravierenden konjunkturellen Problemen (Schwellenländerproblematik) aufkommen und dann eine weitere geldpolitische Lockerung rechtfertigen. Beides wären im Prinzip schlechte Signale für die wirtschaftliche Situation in der Eurozone. Dies ist aber derzeit nicht zu erkennen.

Autorin

Ulrike Kastens
ulrike.kastens@oppenheim.de
Telefon: (0221) 145-2348

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmten Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die **Informationen** wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen; ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands, sowie an US Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.