

QE Monitor

„Die Exit-Strategie
der EZB: Immer
mit der Ruhe“

14. Juli 2017



Ann-Katrin Petersen
Global Economics & Strategy

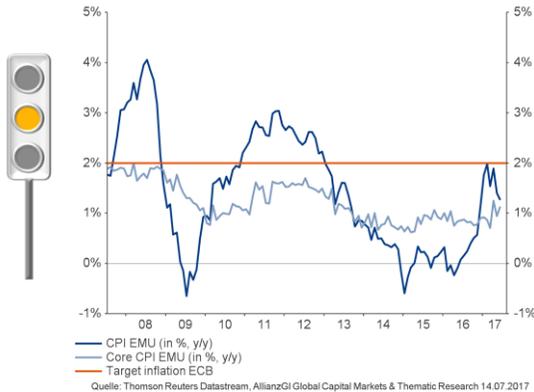
Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.

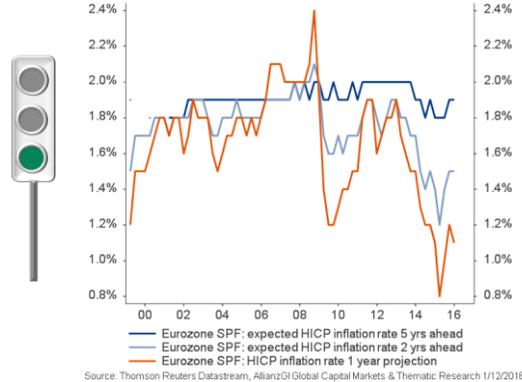
QE¹ Monitor auf einen Blick: Steigende Zugkraft der EZB-Geldpolitik

Wirkanäle der quantitativen Lockerung

Gesamtinflationenrate noch nicht im Einklang mit dem EZB-Preisstabilitätsziel



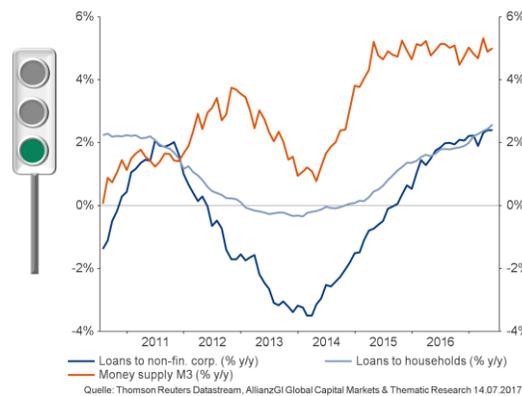
Längerfristige umfragebasierte Inflationserwartungen verankert



Aussicht auf Anpassung der EZB-Politik lässt €-Wechselkurs fester tendieren

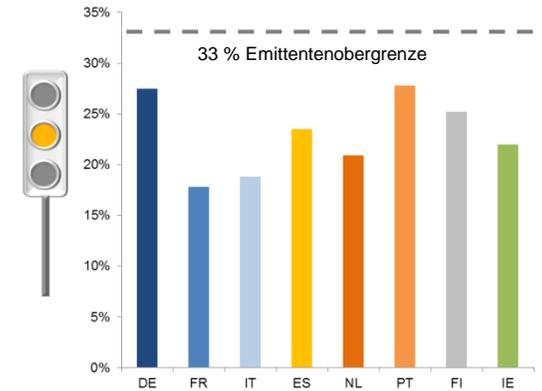


Erholung der Bankkreditvergabe an den Privatsektor setzt sich fort

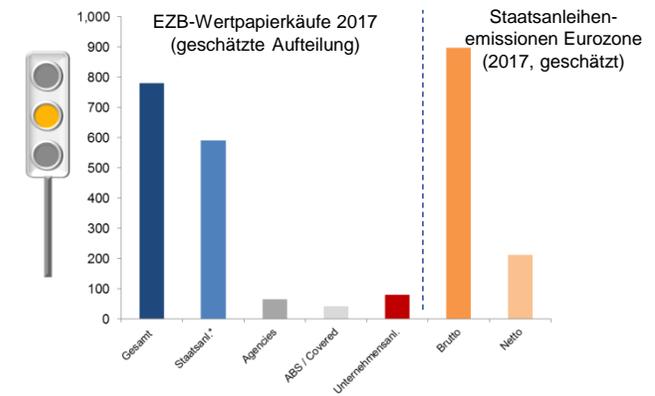


Die Rolle von Angebot und Nachfrage

Akute Knappheit durch gelockerte Parameter adressiert, aber naht die Emittentengrenze?



Verkaufswillige Investoren sind weiterhin vonnöten



¹QE: Programm der quantitativen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB). Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.
 Quellen: Bloomberg, Datastream, EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy. Stand: Juli 2017.

„Die **Frage nach dem Ausstieg** der EZB aus ihrer Niedrigzinspolitik und der quantitativen Lockerung (QE) rückt zunehmend in den Marktfokus. Allein unter rein operativen Gesichtspunkten dürfte die **Emittentenobergrenze** von 33% den Spielraum für eine weitere Verlängerung von QE begrenzen.“

„Und tatsächlich bewegt sich die EZB **in Trippelschritten** in Richtung einer **Normalisierung** ihrer Geldpolitik, etwa durch die sich abzeichnende schrittweise Drosselung des Wertpapierkauftempo (,Tapering‘) ab dem Jahr 2018.“

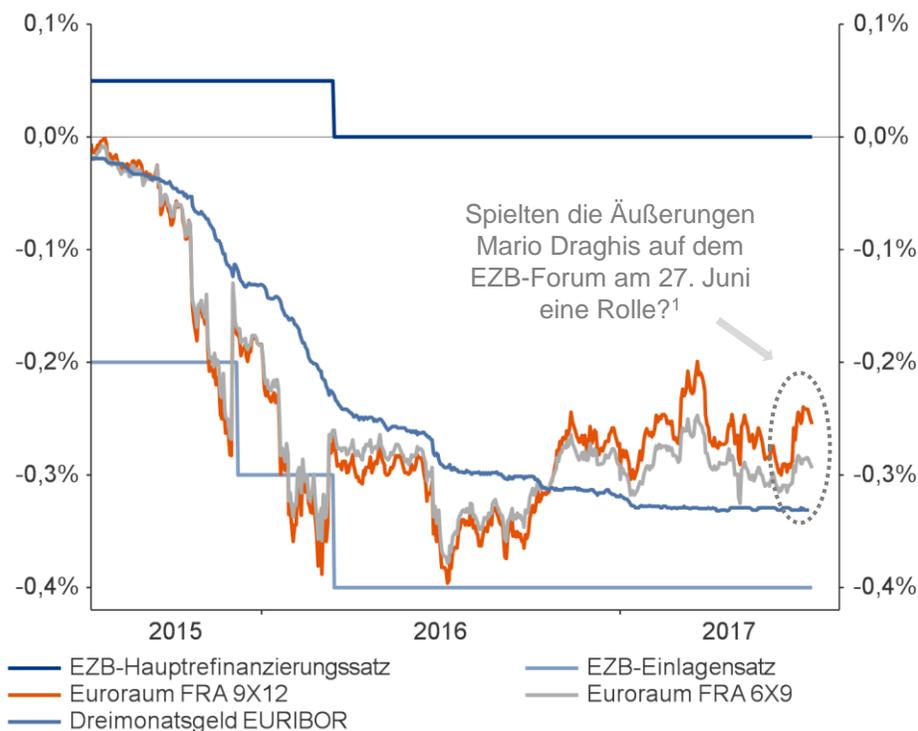
„Eine solch behutsame Rekalibrierung der bestehenden Maßnahmen – schon allein, um den Stimulus angesichts des Konjunkturaufschwungs im Euroraum ,weitgehend unverändert‘ zu lassen – ist jedoch **nicht zu verwechseln mit einer geldpolitischen Straffung.**“

„**Immer mit der Ruhe!**“, scheint vielmehr das Gebot der Stunde zu lauten – zumindest, sofern der EZB der kommunikative **Balanceakt** gelingt, ein Tapering anzukündigen (voraussichtlich im September) und gleichzeitig verfrühte Zinserhöhungserwartungen **einzufangen.**“



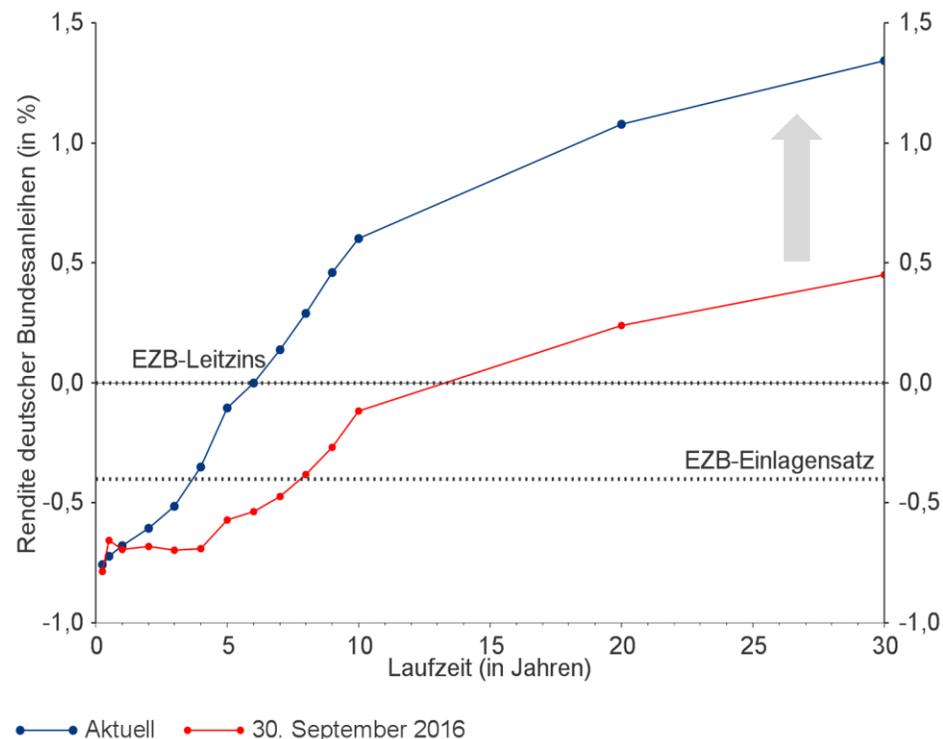
Frage nach dem Exit rückt in den Marktfokus – Zuversicht der EZB in die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik ebnet Weg für Kursanpassung

Ein kommunikativer Balanceakt: EZB bewegt sich in Trippelschritten in Richtung geldpolitische Normalisierung



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

Rückführung der Wertpapierkäufe in Sicht? Bundrenditen sind am langen Ende seit September 2016 deutlich angestiegen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

¹) Siehe „Accompanying the economic recovery“, Rede des EZB-Präsidenten Mario Draghis anlässlich des „ECB Forum on Central Banking“, Sintra, 27. Juni 2017. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Deutsche Bundesbank, Datastream, AllianzGI Global Economics & Strategy.

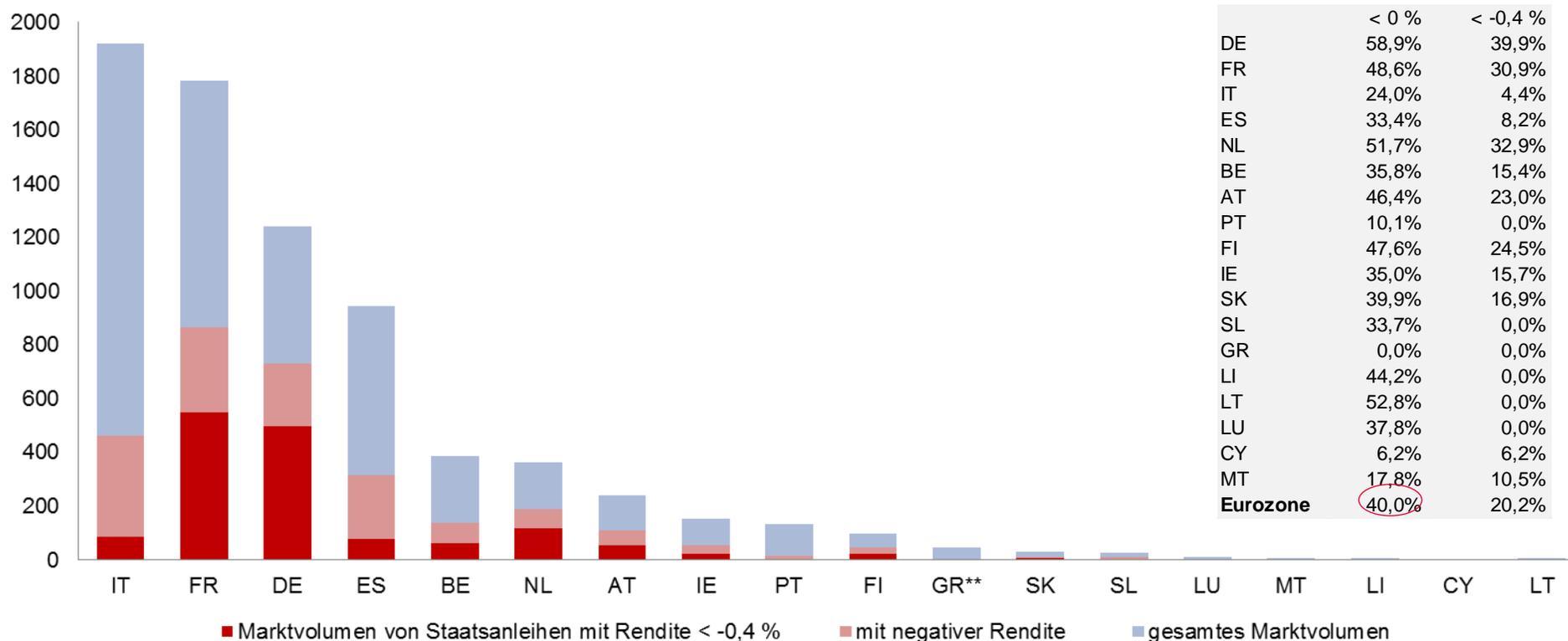
Staatsanleihenrenditen bewegen sich am kurzen bis mittleren Ende weiterhin in Negativterrain – nicht nur in Europa

Generische Staatsanleihenrenditen, in %

	3M	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	15J	20J	30J
Deutschland	-0.65	-0.67	-0.62	-0.48	-0.30	-0.13	-0.03	0.11	0.26	0.43	0.57	0.77	1.05	1.31
Frankreich	-0.57	-0.56	-0.40	-0.37	-0.21	-0.02	0.14	0.31	0.52	0.69	0.84	1.22	1.51	1.89
Italien	-0.39	-0.36	-0.16	0.28	0.53	0.89	1.20	1.62	1.87	2.07	2.26	2.81	2.93	3.37
Niederlande	-0.60		-0.59	-0.46	-0.31	-0.18	0.05	0.22	0.39	0.54	0.69			1.37
Belgien	-0.58	-0.55	-0.50	-0.38	-0.23	-0.05	0.10	0.32	0.52	0.67	0.85	1.22	1.28	1.84
Österreich		-0.51	-0.52	-0.37	-0.22	-0.11	-0.02	0.12	0.32	0.46	0.74	1.17		1.65
Finnland		-0.25	-0.64	-0.56	-0.37	-0.11	-0.04	0.15	0.24	0.46	0.55	1.02		1.47
Schweiz		-0.82	-0.77	-0.66	-0.56	-0.45	-0.37	-0.24	-0.14	-0.05	0.00	0.27	0.35	0.46
Schweden	-0.75	-0.65	-0.67		-0.33	-0.02		0.25			0.68			0.00
Dänemark	-0.63		-0.58			-0.20					0.69			1.20
Großbritann.	0.29	0.30	0.30	0.38	0.44	0.66	0.80	0.91	1.03		1.25	1.62	1.78	1.87
USA	1.03	1.19	1.35	1.54		1.87		2.13	0.00		2.31			2.87
Japan	-0.10	-0.09	-0.11	-0.09	-0.06	-0.04	-0.03	0.01	0.03	0.06	0.08	0.31	0.61	0.86

Euroraum: Noch immer rentiert etwa 40 % des gesamten Staatsanleiheuniversums unter der Nullmarke

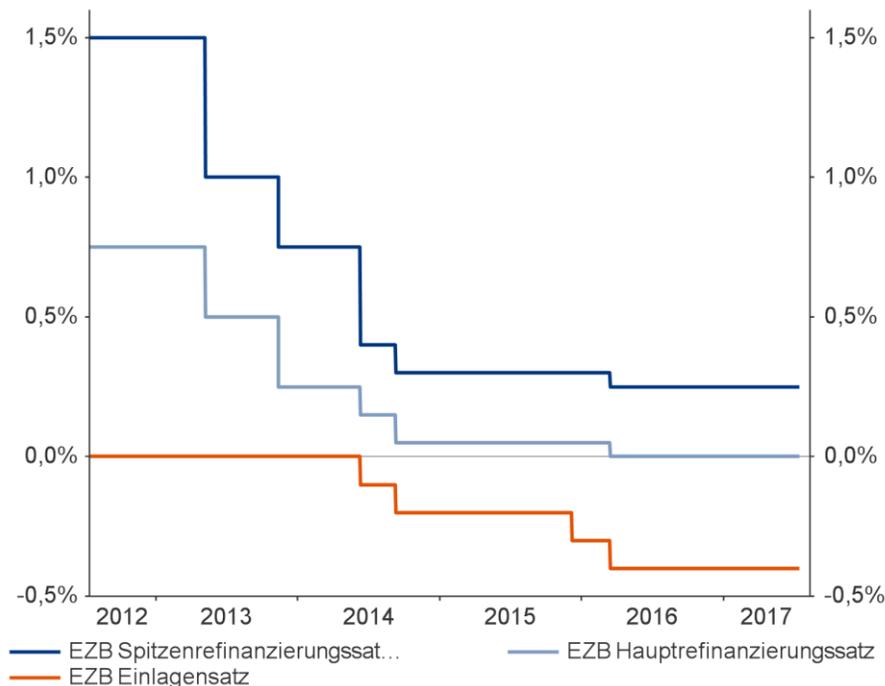
Marktvolumen der gesamten ausstehenden Staatsschulden* mit negativer Rendite bzw. Rendite unterhalb des gesenkten Einlagensatzes (in Mrd. EUR)



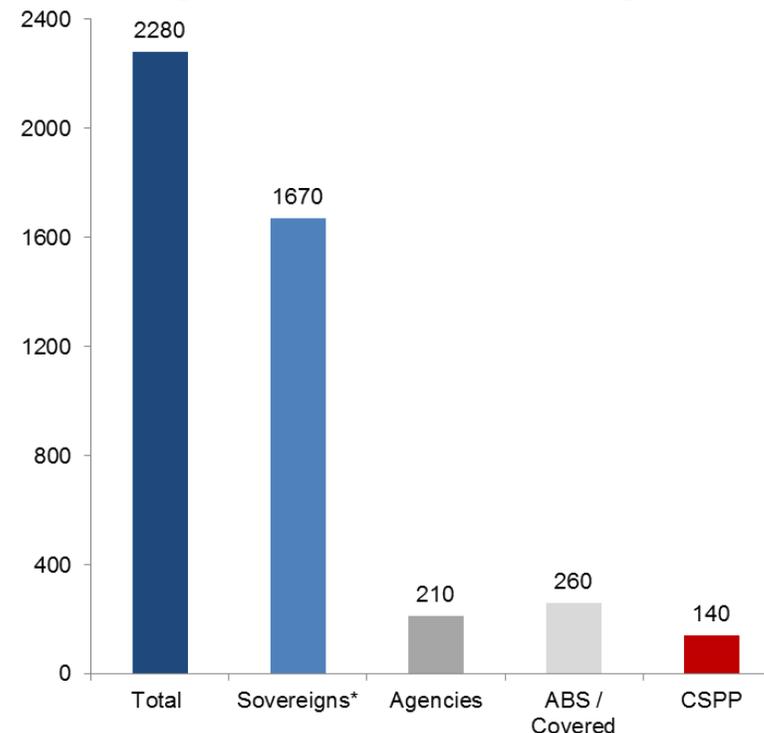
*) inkl. Inflation-linked Bonds **) inkl. von EZB und EIB gehaltener Bestände griechischer Staatsanleihen. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Bloomberg, AllianzGI Global Economics & Strategy. Stand: 14. Juli 2017.

Ausstieg aus was? Fülle an krisenbedingten Sondermaßnahmen

Konventionelle Zinspolitik: Leitzinsen auf historischen Tiefständen – Zinssenkungsspielraum begrenzt



Unkonventionelle Wertpapierkäufe: QE, gesamte Kaufvolumina bis Dez. 2017, geschätzte Zusammensetzung, Mrd. EUR



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

In „normalen“ Zeiten verfolgt die EZB ihr Preisstabilitätsmandat vor allem über die Steuerung der Zinssätze „am kurzen Ende des Marktes“ (Leitzinspolitik). Seit Ausbruch der Finanzkrise hat die EZB ergänzend eine Reihe von „unkonventionellen“ Maßnahmen ergriffen. Während zunächst im Vordergrund stand, eine funktionierende Übertragung geldpolitischer Impulse sicherzustellen (z.B. Liquiditätsbereitstellung für Banken) bzw. diese zu verbessern (weitere Maßnahmen zur Kreditlockerung seit Juni 2014, z.B. TLTROs, negativer Einlagensatz, ABSPP, CBPP3)¹, wurde angesichts der anhaltend gedämpften Inflationsschaussichten schließlich das erweiterte Kaufprogramm für Vermögenswerte (quantitative Lockerung – QE) eingeführt, um die Geldpolitik weiter zu lockern.

¹) TLTRO: gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. CBPP3: Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen. ABSPP: Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Datastream, EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy.

Wie? Werkzeugkasten für geldpolitische Normalisierung ist gut gefüllt – sorgfältige Kalibrierung ausschlaggebend

Werkzeugkasten der EZB für eine Normalisierung ihres geldpolitischen Kurses

Konventionelle Zinspolitik	Leitzinsanhebungen: Timing, Geschwindigkeit, Hinweis auf „endgültige“ Leitzinsniveaus?
	Zinskorridor: Anpassung der Struktur / Breite des Korridors aus Einlagen-, Hauptrefinanzierungs- und Spitzenrefinanzierungssatz?
Unkonventionelle Liquiditätsmaßnahmen	Tenderverfahren: von unorthodoxer „Vollzuteilungspolitik“ zurück zu einer beschränkten Bereitstellung von Liquidität an Geschäftsbanken?
	Sicherheitenrahmen: Verschärfung der Anforderungen an die von Geschäftsbanken zu hinterlegenden notenbankfähigen Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte
	Längerfristige Liquidität: Verringerung des Anteils der längerfristigen Liquidität am gesamten Refinanzierungsvolumen; keine zusätzlichen gezielten längerfr. Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) ¹
Unkonventionelle Bilanzpolitik (QE)	„Tapering“: stetige Reduzierung des Kauftempos auf null oder flexiblerer Ansatz, z.B. datenabhängig und/oder nach dem Vorbild der BoJ? Proportionale Verringerung über alle Kaufprogramme hinweg? ²
	QE-Exit: Werden alle vier Wertpapierkaufprogramme gleichzeitig eingestellt? ³
	Reinvestitionspolitik: Beendigung oder Drosselung der Reinvestition von Tilgungszahlungen für im Rahmen von QE erworbene und fällig werdende Wertpapiere
	Normalisierung der Bilanz (Größe, Zusammensetzung): passives Abschmelzen durch Auslaufen gehaltener Wertpapiere versus aktiver Abbau durch Verkauf von Beständen im Sekundärmarkt
Kommunikation und „Forward Guidance“	„Forward Guidance“ über zukünftige Ausrichtung der Zinspolitik und des Netto-Erwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des QE-Programms (Zeithorizont, Volumen, Zusammensetzung),...
	...im Hinblick auf die Reihenfolge des Ausstiegs, welche idealerweise die wechselseitige Ergänzung zwischen den einzelnen konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen berücksichtigt, ⁴
	...sowie auf die zukünftige Rolle und das Verhältnis von Bilanzpolitik zu Leitzinsanhebungen. Werden die Märkte aus der Entwicklung der Bilanzsumme ein Signal für den Zinspfad ableiten?



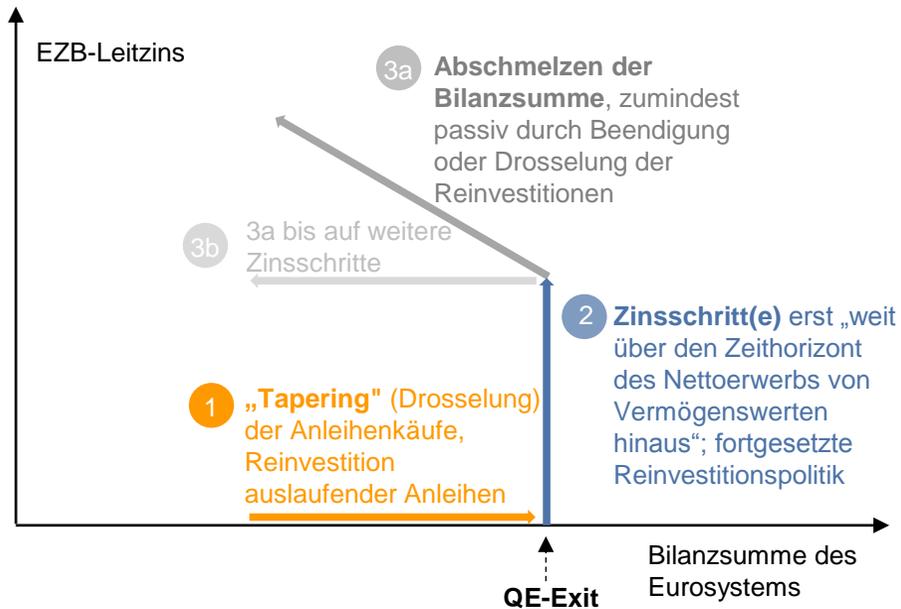
Angesichts der wechselseitigen Ergänzung der geldpolitischen Instrumente dürfte deren sorgfältige Kalibrierung für einen „behutsamen“ Ausstieg ausschlaggebend sein!

¹ Nach Aussagen der EZB wurde der letzte vierjährige TLTRO im März 2017 durchgeführt. ² „Tapering“: definiert als (schrittweise) Verringerung des Tempos der monatlichen Wertpapierkäufe. BoJ: Bank of Japan. QE umfasst vier Kaufprogramme: ABSPP, CBPP3, CSPP, PSPP (Public Sector Purchase Programme). ³ „QE-exit“: verstanden als Beendigung des monatlichen Netto-Erwerbs von Vermögenswerten. ⁴ Siehe auch: „Calibrating unconventional monetary policy“, Speech by Peter Praet at The ECB and Its Watchers XVIII Conference, Frankfurt am Main, 6. April 2017.
Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB, UBS, AllianzGI Global Economics & Strategy.

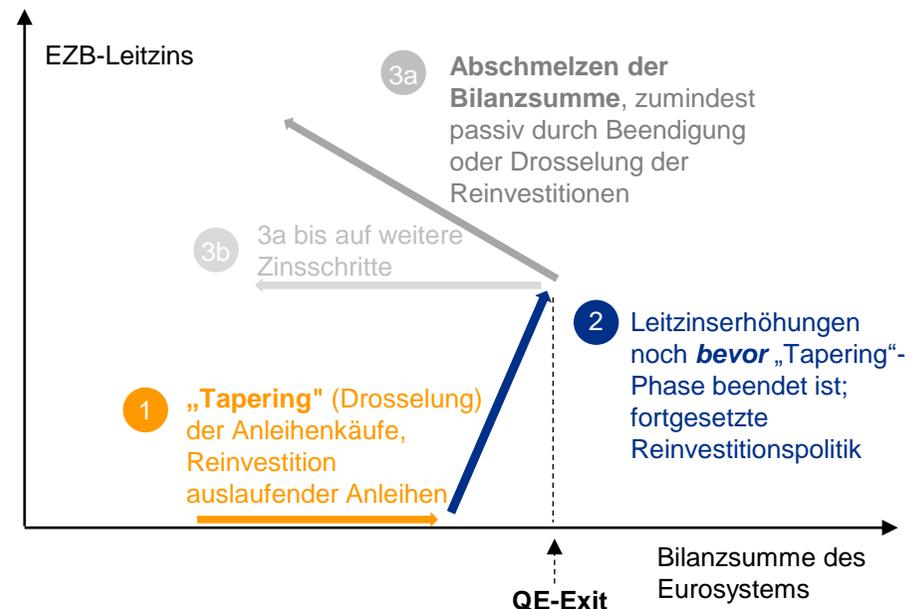
Sequencing matters!

Auch für die Exit-Strategie der EZB: Eins nach dem anderen

Stilisierte Exit-Strategie im Einklang mit der derzeitigen „Forward Guidance“ der EZB: „QE-Exit“ vor Zinsschritt(en)



Davon abweichende stilisierte Exit-Strategie: Wirkung von QE teilweise neutralisiert – widersprüchliche Signale?

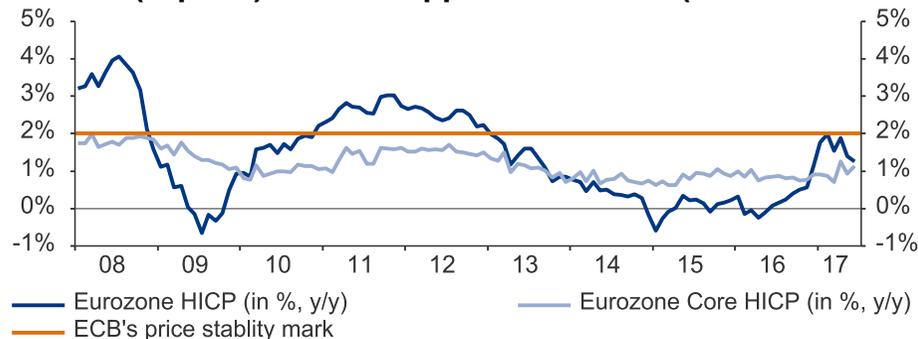


In Bezug auf die Reihenfolge des geldpolitischen Ausstiegs dürfte die EZB bis auf Weiteres an ihrer derzeitigen „Forward Guidance“ festhalten. Mit anderen Worten: „QE-Exit“ vor Zinsschritt(en) („weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus“²). Ein frühzeitiger Zinsanstieg – und damit verbunden steilerer Pfad erwarteter Kurzfristzinsen – könnte dem durch die Wertpapierkäufe herbeiführten Abwärtsdruck auf die Laufzeitenprämien entgegenwirken. Die Wirkung von QE würde, zumindest teilweise, neutralisiert.³ Ein solcher Ausstiegspfad käme überraschend, auch wenn sich der Rat perspektivisch eine gewisse Flexibilität wird bewahren wollen. Wir bleiben bei der Einschätzung, dass die EZB erst im späteren Jahresverlauf 2018 den ersten Zinsschritt wagen könnte, nachdem sie ein „echtes Tapering“ eingeleitet hat.

¹) In Anlehnung an McCauley, Robert N.: „Exiting from balance sheet policy of central banks“, in: BIS Quarterly Review, 3, 2009, S. 6-7. ²) EZB-Presskonferenz am 8. Juni 2017. ³) Wie von Peter Praet auf der „The ECB and Its Watchers“-Konferenz am 6. April 2017 skizziert. Quellen: BIZ, EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy.

Wann? Für die Exit-Strategie der EZB ist es maßgeblich, dass der Zielwert für Preisstabilität in greifbare Nähe rückt

Gesamtinflationsrate im Euroraum zwischen temporären Effekten (Ölpreis) und schleppenden Trends (Lohnwachstum)



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

Makro-Projektionen: Inzwischen „ausgewogenen“ Konjunkturrisiken steht anhaltend schwacher Preisauftrieb gegenüber¹

	2017	2018	2019
BIP-Wachstum	1,9 (1,8)	1,8 (1,7)	1,7 (1,6)
Inflationsrate	1,5 (1,7)	1,3 (1,6)	1,6 (1,7)
Kernrate	1,1 (1,1)	1,4 (1,5)	1,7 (1,8)

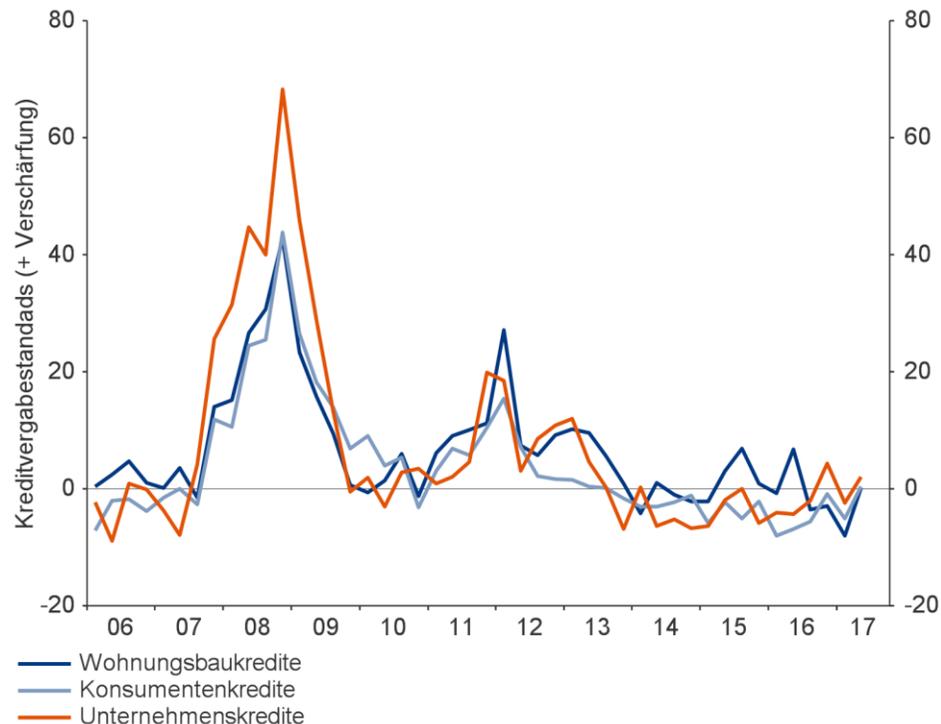
Vier Bedingungen für eine Inflationsentwicklung im Einklang mit dem EZB-Preisstabilitätsziel

- Um es mit den Worten des ehemaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet auszudrücken: Die Begründung für den Ausstieg aus einem vorherigen geldpolitischen Kurs steht in einem **inversen Verhältnis zur Begründung für die Implementierung** eben dieses Kurses.²
- Auf der Ratssitzung am 19. Januar 2017 formulierte EZB-Präsident Mario Draghi vier Bedingungen für eine Inflationsentwicklung im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel:
 1. **mittelfristiger Preisauftrieb**, d.h. vorübergehende Änderungen sind außer Acht zu lassen,
 2. **nachhaltig**, d.h. nicht allein dank energiepreisbezogener Basiseffekte,
 3. **selbsttragend**, d.h. andauernd auch bei einer Rücknahme der ungewöhnlich lockeren Geldpolitik,
 4. Preisstabilität **bezogen auf den Währungsraum als Ganzes**.

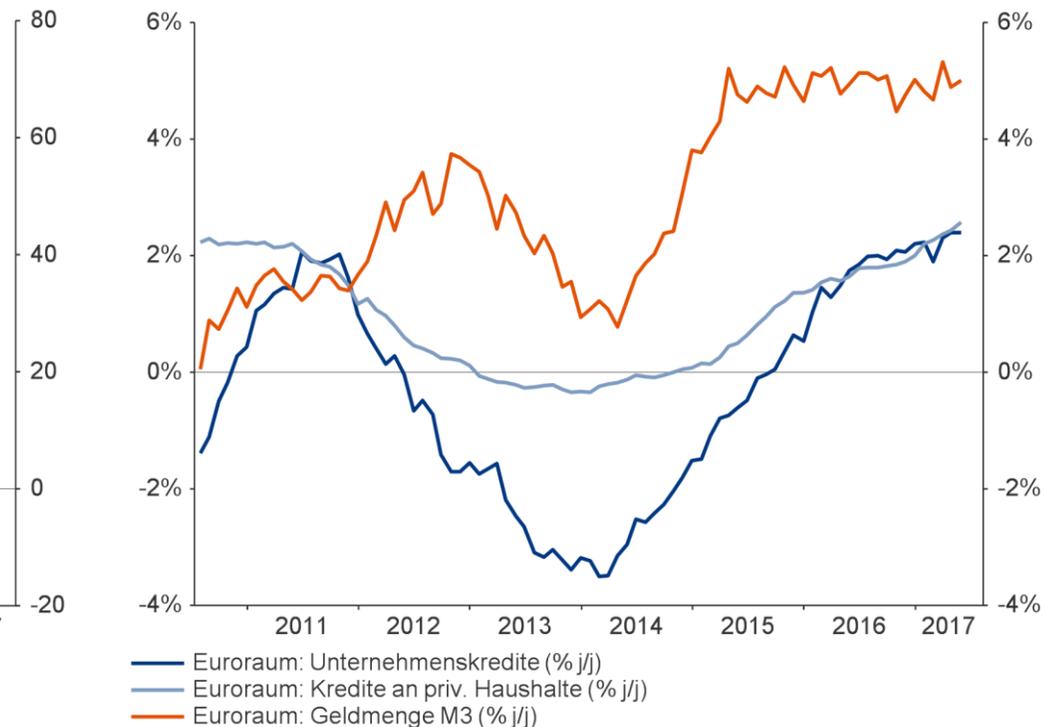
¹ Juni-Projektionen der Experten des Eurosystems für den Euroraum (Veränderung ggü. Vorjahr) vs. März-Projektionen der EZB-Experten. Auf der EZB-Ratssitzung am 8. Juni 2017 bezeichnete Präsident Mario Draghi die Risiken für den Wachstumsausblick erstmals seit langem als „ausgewogen“ und verzichtete auf den Hinweis einer grundsätzlich möglichen weiteren Zinssenkung („easing bias“). ² Siehe Jean-Claude Trichet: „The ECB's Exit Strategy“, Speech at the ECB Watchers Conference, Frankfurt, 4. September 2009. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Datastream, Eurostat, EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy.

Monetäre Indikatoren untermauern die Zuversicht der EZB in die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik

Bank Lending Survey* signalisiert leicht straffere Kreditvergabestandards für das zweite Quartal 2017



Erholung der Kreditvergabe des Bankensektors an den nichtfinanziellen Privatsektor schreitet fort



Die Entwicklung monetärer Indikatoren, darunter die fortgesetzte Erholung der Buchkredite an den Privatsektor, untermauert die Zuversicht der EZB in die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik. Insgesamt bereitet die steigende Zugkraft der Geldpolitik den Weg für eine künftige Kursanpassung – schon allein, um die Akkomodierung „weitgehend unverändert“ zu belassen, wie von Präsident Draghi auf dem EZB-Forum in Sintra eruiert. Im Klartext: Ein „echtes“ Tapering Anfang 2018 bleibt auf der Agenda. Als Signal für eine rasche Normalisierung der Geldpolitik sind Draghis Äußerungen jedoch nicht zu werten.

*) Vierteljährliche Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft der Banken. Ein negativer Wert bedeutet, dass die Summe des Prozentsatzes der expansiven Antworten die Summe des Prozentsatzes der restriktiven Antworten übersteigt. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Datastream, AllianzGI Global Economics & Strategy.

Verstehen. Gehört QE¹ der Vergangenheit an? Noch nicht.

Argumente für „Tapering“ und/oder „QE-Exit“

- **„Reflation“ anstatt Deflation:** Die ölpreisbedingten Basiseffekte laufen erwartungsgemäß aus, das Reflationierungsszenario bleibt jedoch prinzipiell intakt (sich schließende Produktionslücken). Die marktbasieren Inflationserwartungen steigen tendenziell wieder an.
- **Operative Hürde:** Die Emittentenobergrenze von 33%², die für einige Länder unter den geltenden Rahmenbedingungen in greifbare Nähe gerückt zu sein scheint, schränkt den Spielraum für eine weitere Verlängerung von QE im Jahr 2018 ein.
- **Mittelfristig geben Knappheiten erwerbbarer Wertpapiere weiterhin Anlass zur Sorge,** auch wenn die erfolgte Anpassung technischer Kaufparameter³ die vormals akute Knappheit beseitigt hat. Eine nennenswerte QE-Verlängerung erforderte u.U. eine (hochgradig umstrittene) Ausweitung der Palette erwerbbarer Vermögenswerte.
- **Sorgen wegen möglicher unerwünschter Nebenwirkungen** von QE, z.B. Druck auf die Rentabilität der Banken und Risiken für die Finanzstabilität, nehmen zu.
- **Die Herausforderungen im Euroraum lassen sich nicht allein durch Liquiditätsinstrumente beheben,** sondern müssen von wirtschafts-politischen Reformen flankiert werden. Ein klares Erwartungs-management in Bezug auf einen QE-Ausstieg in absehbarer Zeit könnte deutlich machen, dass zur Stärkung der Wachstumskräfte auch Maßnahmen in anderen politischen Bereichen auf nationaler und europäischer Ebene erforderlich sind.
- **Mehr fiskalische Impulse?** Möglicherweise werden die Staatsausgaben (moderat) erhöht, was Spielraum für eine weniger expansive Geldpolitik eröffnen könnte.



Argumente gegen „Tapering“ und/oder „QE-Exit“

- **Zweitrundeneffekte erwünscht!** Für die Exit-Strategie der EZB ist es maßgeblich, dass der Zielwert für Preisstabilität in greifbare Nähe rückt. Bislang ist der zugrundeliegende **Kosten- und Inflationsdruck** im Euroraum, etwa über steigende Löhne, verhältnismäßig **gedämpft** ausgefallen. Ausgehend von einem niedrigen Niveau dürfte die Kerninflationsrate⁴ jedoch schrittweise ansteigen. So sollte sich die graduelle Besserung am Arbeitsmarkt nach und nach in einem moderaten Lohnwachstum niederschlagen.
- **Risiken für die Tragbarkeit der Verschuldung?** Bei einem QE-Exit würden die Refinanzierungskosten (und die Renditeaufschläge gegenüber Bunds) für die hoch verschuldeten Mitgliedsstaaten ansteigen, die ohnehin zum Teil bereits mit politischen Risiken und/oder einem Mangel an Reformen zu kämpfen haben. Die EZB scheint weiterhin wegen der strukturellen Anfälligkeiten und der entsprechenden Finanzstabilitätsrisiken besorgt zu sein.
- **Glaubwürdigkeit der Zentralbankkommunikation:** Zum jetzigen Zeitpunkt würden sowohl ein abrupter Ausstieg aus QE als auch eine schrittweise Reduzierung der Käufe auf null den jüngsten Äußerungen von EZB-Vertretern zuwiderlaufen.

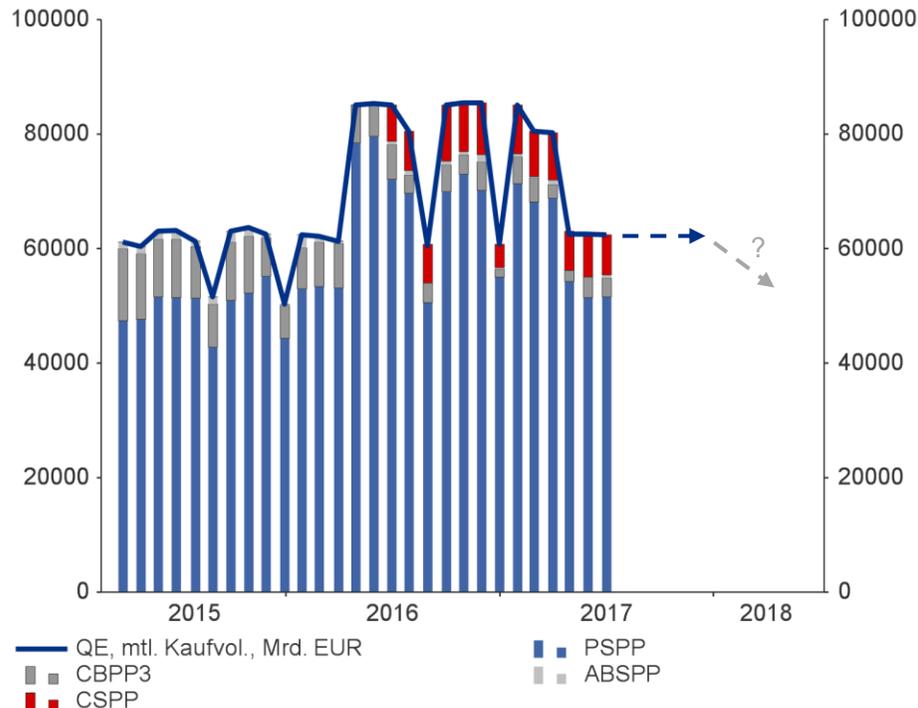


Inzwischen gibt es zwar überzeugendere Argumente für ein „echtes Tapering“, der EZB-Rat dürfte die Käufe von Vermögenswerten aber voraussichtlich nicht vor dem Jahr 2018 schrittweise drosseln.

¹ QE: quantitative Lockerungspolitik der EZB. ² Maximal 33 % der ausstehenden Schuldtitel eines Emittenten dürfen erworben werden, um zu verhindern, dass das Eurosystem eine beherrschende Gläubigerposition einnimmt. ³ Das monatliche Kaufvolumen beläuft sich seit April 2017 auf 60 statt 80 Mrd. EUR, das Laufzeitspektrum zugelassener Wertpapiere wurde erweitert und Käufe unterhalb des Einlagesatzes „im erforderlichen Umfang“ erlaubt. ⁴ d.h. ohne Nahrungsmittel und Energie. Quelle: AllianzGI Global Economics & Strategy.

„Tapering“ mal anders (zumindest vorerst)

QE: Monatliche Kaufvolumina und ihre Zusammensetzung, in Mrd. EUR



Bilanzsumme des Eurosystems ist auf über 4,2 Billionen EUR gestiegen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 14.07.2017

Auf seiner Sitzung im Dezember 2016 entschied der EZB-Rat, das Volumen der Wertpapierkäufe ab April 2017 um 20 Mrd. auf monatlich 60 Mrd. Euro drosseln und QE um neun Monate verlängern zu wollen. Erst im April 2016 hatte die EZB das Kauftempo von 60 auf 80 Mrd. EUR erhöht. Präsident Mario Draghi wurde nicht müde zu betonen, die EZB beabsichtige kein „Tapering“ – im Sinne einer schrittweisen Reduzierung der Kaufvolumina auf null – sondern habe lediglich eine Kalibrierung von QE vorgenommen.

Anmerkungen: PSPP: Ankaufprogramm für Wertpapiere des öffentlichen Sektors (seit 03/2015), CBPP3: Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen (10/2014), ABSPP: Ankaufprogramm für Asset-Backed-Securities (11/2014), CSPP: Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen (06/2016) *) inkl. Schuldtitel regionaler/lokaler Gebietskörperschaften Quellen: Datastream, EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Handeln. Die EZB ist um einen behutsamen Ausstieg bemüht, der Markt für Euro-Staatsanleihen erscheint aber weiterhin schwankungsanfällig.

- Unbestritten tragen die immensen Anleihekäufe und die entsprechend umfangreichen Positionen („Crowded Trades“) zu einer **Verzerrung der Preise** am gesamten Euro-Rentenmarkt bei. Insbesondere **deutsche Bundesanleihen („Bunds“)**¹ sind aus **fundamentaler Sicht weiterhin moderat teuer**. Bei Staatsanleihen mit hoher Bonität scheinen **negative Renditen** im kurzen und mittleren Laufzeitbereich durch die ultralockere Geldpolitik zur „Norm“ geworden zu sein.
- Aus Anlegerperspektive setzt sich das **„Tauziehen“** an den Anleihemärkten des Euroraums fort:
 - Fundamentale Faktoren spielten lange Zeit kaum eine Rolle. Der Kursrückgang im Frühjahr 2015 und die im Herbst 2016 eingesetzte Korrektur am Rentenmarkt haben jedoch deutlich gezeigt, dass **die Auswirkungen von QE auf die Anleihemärkte** (d.h. ein stetiger Renditerückgang) **nicht als Einbahnstraße zu verstehen sind**.
 - Im derzeitigen Umfeld sollten die **kontinuierliche Nachfrage** des Eurosystems und die fortbestehende **politische Unsicherheit** weiterhin Abwärtsdruck auf die Renditen ausüben. Ergänzend könnte die begonnene Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen von QE erworbene und fällig werdende Wertpapiere die (Brutto-)Impulse verstärken.
 - Allerdings könnte aus verschiedenen Gründen ein **„echtes Tapering“ der monatlichen Käufe** mit Beginn des Jahres 2018 – in Form einer **stetigen Reduzierung** auf null oder eines **flexibleren Ansatzes**, etwa datenabhängig oder nach dem Vorbild der Kursänderung der Bank of Japan – erwogen werden. Ob und in welchem Maße es dadurch zu erhöhten Marktschwankungen kommt, hängt dabei insbesondere von einem **sorgfältigen Erwartungsmanagement der EZB im Hinblick auf ihre Exit-Strategie** ab.
 - Auch über reduzierte EZB-Anleihekäufe hinaus gehende fundamentale **Renditetreiber** wie den US-Leitzinserhöhungszyklus, die Entwicklung der marktbasieren Inflationserwartungen im Euroraum, die allmählich anziehenden Inflationsraten und den Konjunkturaufschwung im Währungsgebiet sollten Anleger **im Blickfeld behalten**. Nicht zuletzt aufgrund der „Crowded Trades“ dürfte der moderate Renditeanstieg eher **„stufenweise“** und nicht gleitend erfolgen.
- **„Es ist nicht vorbei bis es vorbei ist“ – das Renditeniveau dürfte niedrig bleiben**. Der Markt für Euro-Staatsanleihen erscheint angesichts des Tauziehens verschiedener Kräfte weiterhin **rückschlaggefährdet bzw. schwankungsanfällig**. Dennoch dürfte der Effekt der **finanziellen Repression** eine Wiederannäherung der Anleiherenditen an die nominalen Wachstumsraten – und damit **„neutrale“ Niveaus** – noch für längere Zeit verhindern.

¹) Dies ist keine Empfehlung oder Aufforderung zum Erwerb oder Veräußerung einzelner Wertpapiere. Quellen: EZB, AllianzGI Global Economics & Strategy.

QE Monitor – extended version (English)

www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse

www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

www.allianzglobalinvestors.de/podcast

FOLLOW US ON 

https://twitter.com/AllianzGI_DE

Erfahren Sie mehr:



QE Monitor
Reporting on
Economic
Outlook
(1st issue)

“Given the comprehensive package adopted in March, the ECB’s Governing Council will likely focus on policy implementation for the recovery, ready at its Corporate Governance Review Programme.”

“In the six weeks since the ECB’s policy reaction, capital markets, equity purchases of corporate bonds will probably experience a period of volatility as the market digests the implications of the ECB’s policy reaction.”

“After 11 months of policy uncertainty, along with negative deposit rates, more than 25% of the euro area governments bond issuance is expected to be in the form of a 10-year bond, the impact of QE on the real economy shows a mixed picture.”

Februar 2014

Kapitalmarktbrief

Klug investieren

Bei unserem jüngsten Investment Forum, bei dem unsere Chief Investment Officer aller Regionen zusammenkamen, wurde uns noch einmal bewusst, welche wichtigen Entscheidungen wir während der letzten Jahre in diesem Rahmen getroffen hatten. Hier stellen wir zum ersten Mal das Phänomen der „Finanziellen Repression“ aus, welches bis zum heutigen Tag das Verstehen und letztendlich das Handeln in einem Niedrigzinsumfeld der Kapitalmärkte bestimmt. Dazu unser Manus: Das größte Risiko ist es, kein Risiko einzugehen. – Beim Investment Forum „beschlossen“ wir auch, dass die Europäische Währungsunion weiter besprochen würde. Damals war das alles andere als eindeutig.

Mit Blick ins neue Jahr können wir nicht nur diese Leitlinien bestätigen, auch unser Konjunkturszenario erwies sich als fortüberrisikoreicher, dafür aber stabiler Wachstumsprognose, bei dem aktuell weder Inflations- noch Deflationssorgen angebracht sind.

Angesichts dieses makroökonomischen Szenarios muss die Suche nach Risiken mit der Bereitschaft einhergehen, Risiken klug einzugehen.

Auf der untersten Stufe der Risikotreppe sind Investitionen in Anleihen mit einem geringen Durationsrisiko für Anleger naheliegend. Laufzeitskizzen, z. B. auf der zweiten Stufe, können Unternehmensanleihen – einschließlich Hochrisikoreihen, also Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität – folgen. Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ist weiterhin hoch. Und angesichts der wirtschaftlichen



Hans-Jörg Neumeier
Global Head of
Capital Markets &
Thematic Research
Allianz Global Investors

**Aktuell sind weder
Inflations- noch
Deflationssorgen
angebracht.**

Stand: 01.02.14

Aktienindizes	Zinsen in %
DAX	0,107
S&P 500	2,960
Nikkei 225	1,742
Hang Seng	2,591
US 10YR	14,008
US 30YR	21,398
Kaufkraft	1,332
CF (Intern. USD/Bund)	105,6

Neue Publikationen

Kapitalmarkt 

„Klug investieren – aktiv Rendite erzielen“

www.allianzglobalinvestors.de

Erneuerung und des Gewinnwachstums dürfen sich die Unternehmensbilanzen weiter verbessern. Trotz ihrer bisherigen guten Entwicklung sollten auch Aktien im Blickfeld bleiben. Die Dividendenrenditen sprechen immer noch für Aktien, und hier insbesondere für europäische Titel. Bei Aktien aus entwickelten Ländern hat allerdings bereits eine Neubewertung stattgefunden, die zu einer Bewertungsparadoxie führen. Ein weiterer Kursanstieg muss jetzt vom Gewinnwachstum gestützt werden und dürfte daher eher bei Einzelaktien als über die gesamte Breite des Marktes hinweg stattfinden. Active Management ist wichtig.

Trends: In einem Umfeld mit niedrigen Zinsen und geringer Inflation bieten sich Chancen auf Renditen – sofern die Bereitschaft besteht, Risiken klug einzugehen.

mailto:hr@hans-jorg.neumeier



Finanzielle Repression

Begünstigt die lockere Geldpolitik neue wirtschaftliche Ungleichgewichte, insbesondere Kreditblasen?

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.

Regulierung

Makroprudenzielle Politik – notwendig, aber kein Allheilmittel



Die Sorge vor neuen Spekulationsblasen ist angesichts einer ultralockeren Geldpolitik „hinter der Kurve“ weit verbreitet. Mit neuen Methoden wollen Zentralbanker und Finanzminister Vermögenspreislagen frühzeitig eindämmen. Aber wie – und wie erfolgreich lassen sich Systemrisiken für die Finanzstabilität managen?

Verstehen

Makroprudenzielle Politik – was steht dahinter und warum ist sie wichtig?

Seit der Finanzmarktkrise 2007/2008 haben sich das Verständnis und der Umgang mit Finanzstabilitätsrisiken grundlegend gewandelt. Nicht nur links an der Finanzmarktkette ist „sachfähig“ geworden. Um es mit den Worten des Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann zu formulieren: „Sollte es überhaupt so etwas wie einen Krisenweiser geben, dann wäre das wahrscheinlich das Wort „makroprudenziell“.“

Noch vor der Krise als eigenes Politikfeld praktisch unbekannt, wurden unter der Überschrift „makroprudenzielle Überwachung“ neue Institutionen geschaffen wie der Finanzstabilitätsrat (FSR) (Financial Stability Board) auf globaler Ebene oder der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) (European Systemic Risk Board) und neue Instrumente entwickelt, zu denen prominentesten Vertretern sicherlich die Basel-III Eigenkapitalpuffer für Banken zählen.

Oberstes Ziel einer makroprudenziellen Politik ist der **Erhalt von Finanzstabilität durch die Begrenzung systemischer Risiken** – der Gefahr also, dass Verwerfungen im Finanzsystem die gesamte Wirtschaft destabilisieren könnten“. Statt nach dem Platzen einer Finanzmarktblase durch eine lockere Geld- und Fiskalpolitik die „Scherven aufzuheben“, überwiegt heute die Auffassung, bereits dem Aufbau von makrofinanzialen Ungleichgewichten ein entgegenwirken zu müssen (Krisenprävention).

Zwei Lehren aus der Finanzkrise
Die Notwendigkeit einer übergeordneten, systemweiten (makro) Aufsicht (prudenzial) ist nicht zuletzt Einfluss zweier zentraler Lehren aus der weltweiten Finanzkrise: Erstens, dass **Preisstabilität eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für wirtschaftliche Stabilität** ist, sondern auch der Stabilität des Finanzsystems Rechnung getragen werden muss. Denn die Krise brach in einem eher scheinbar ruhigen makroökonomischen Lage (moderate und stabile Inflation und Wachstumsraten) aus.

*Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2010): „Makroprudenzielle Politik und Umgang mit Praxistests“ (80. Jahresbericht, S. 101, <http://www.bis.org/publ/bispr0107.pdf>).

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.

TACK

GRAZIE

MERCI ARIGATÔ

HVALA

谢谢 (xièxiè)

SPASIBA

DANK U WEL

THANK YOU

CHOKRANE

VIELEN DANK

BEDANKT

TAK GRACIAS OBRIGADO

ขอบคุณครับ

Hinweis

Dieses Material ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch und rein zu Informationszwecken erstellt worden. Jede Form der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts durch nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig.

Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die in der Präsentation enthaltenen Angaben und Mitteilungen dienen ausschließlich der Information und stellen keine Anlageberatung dar. Diese Präsentation ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung. Sofern beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag anfällt, kann dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt werden; die genaue Höhe des Betrages wird durch den Vertriebspartner im Rahmen der Anlageberatung mitgeteilt. Dies gilt auch für die eventuelle Zahlung einer laufenden Vertriebsprovision aus der Verwaltungsvergütung von der KAG an den Vertriebspartner.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch - ohne Mitteilung hierüber - ändern. Wir haften nicht für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit und die Genauigkeit des Materials wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden, soweit dies nicht unmittelbar durch unser eigenes, vorsätzliches Fehlverhalten oder grobe Fahrlässigkeit verursacht wurde. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in dieser Präsentation enthalten sind, wurde vorausgesetzt, nicht aber unabhängig überprüft. Der Inhalt dieser Präsentation ist nicht rechtsverbindlich, es sei denn, sie oder Teile davon werden schriftlich entsprechend bestätigt. Aussagen gegenüber dem Adressaten unterliegen den Regelungen des ggf. zugrunde liegenden Angebots bzw. Vertrags.

Angaben zur bisherigen Entwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft. Es kann nicht zugesichert werden, dass ein Portfolio die dargestellten Gewinne oder Verluste erzielen oder dass ein Portfolio denselben Grad an Genauigkeit früherer Projektionen erreichen wird.

Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen; es kommt ihnen somit nur eine begrenzte Aussagekraft zu. Da Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es zu einer nur unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren, wie etwa fehlender Liquidität, kommen.

Diese Präsentation stellt eine Werbung im Sinne des § 31 Abs. 2 WpHG dar.

Die aktuellen Verkaufsprospekte sowie Jahres- und ggf. Halbjahresberichte als alleinverbindliche Grundlage für den Kauf von Anteilen an Investmentvermögen erhalten Sie bei Allianz Global Investors Europe GmbH, Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt am Main.

Allianz

Global Investors