

# QE Monitor

„Die Exit-Strategie  
der EZB: Eins nach  
dem anderen“

26. April 2017



Ann-Katrin Petersen  
Global Economics & Strategy

**Allianz**   
Global Investors

Verstehen. Handeln.

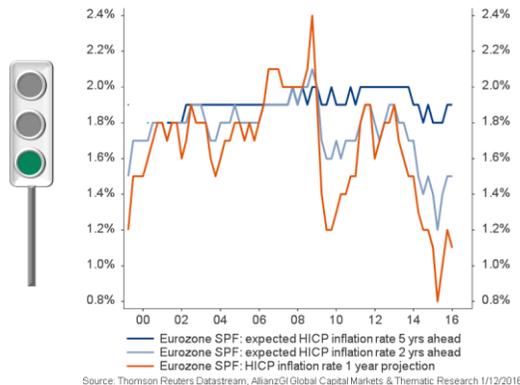
# QE<sup>1</sup> Monitor auf einen Blick

## Wirkkanäle der quantitativen Lockerung

### Gesamtinflationsrate nahe der EZB-Zielmarke – aber für wie lange?



### Längerfristige umfragebasierte Inflationserwartungen verankert



### „Trumponomics“ lässt €-Wechselkurs anhaltend schwächer tendieren

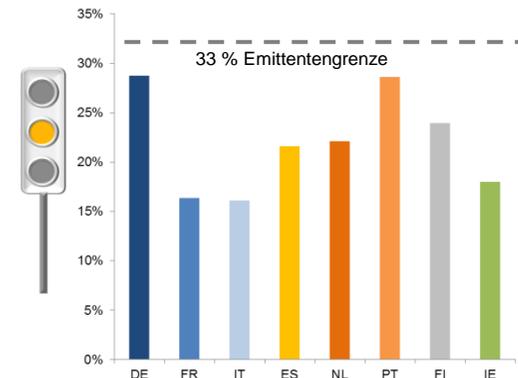


### Graduelle Erholung der Bankkreditvergabe setzt sich fort

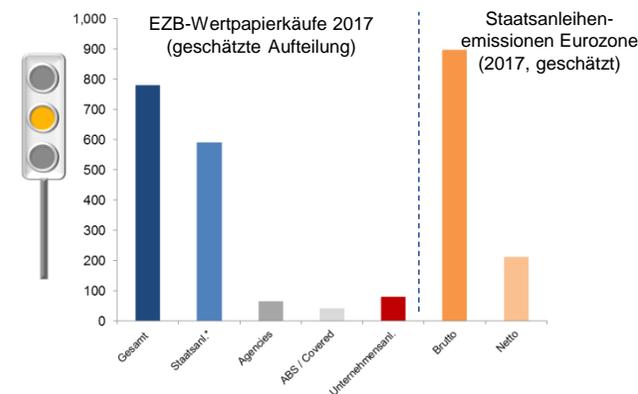


## Die Rolle von Angebot und Nachfrage

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



### Verkaufswillige Investoren sind weiterhin vonnöten



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

„**Wann und wie wird die EZB** aus ihrer Niedrigzinspolitik und der quantitativen Lockerung (QE) **aussteigen?** Eine Frage, die zunehmend in den Marktfokus rückt, denn zweifelsohne sind die Argumente für einen Exit überzeugender geworden. So stehen die Zeichen im Euroraum unverändert auf schrittweise **„Reflationierung“** – und unter rein operativen Gesichtspunkten dürfte die **Emittentenobergrenze** von 33% den Spielraum für eine weitere Verlängerung von QE begrenzen.“

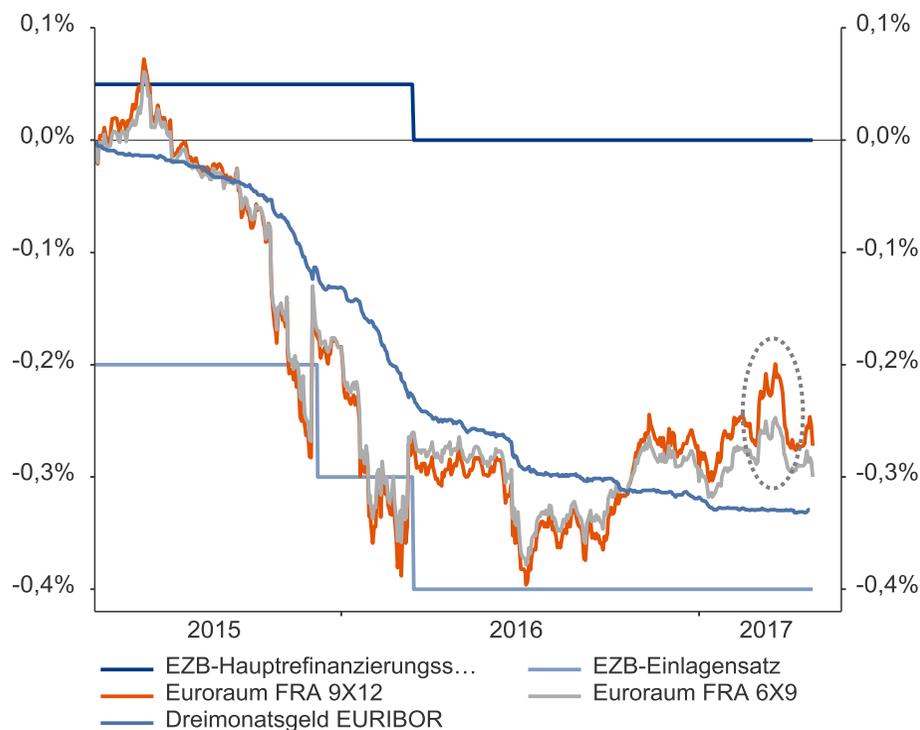
„Insgesamt wird die EZB um einen **behutsamen geldpolitischen Ausstieg** bemüht sein. Während ihr hierzu ein gut gefüllter Werkzeugkasten zur Verfügung steht, wird auch eine sorgfältige **Kalibrierung** zwischen Zinspolitik, Wertpapierkäufen und Kommunikation ausschlaggebend sein.“

„Was die Abfolge der Normalisierung anbelangt, dürfte der EZB-Rat an der derzeitigen ‚Forward Guidance‘ festhalten. **Mit anderen Worten: ‚QE-Exit‘ vor Zinsschritt(en).** Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass die EZB erst **im Jahresverlauf 2018** eine erste Zinserhöhung wagt, nachdem sie ein ‚echtes Tapering‘ eingeleitet haben dürfte.“



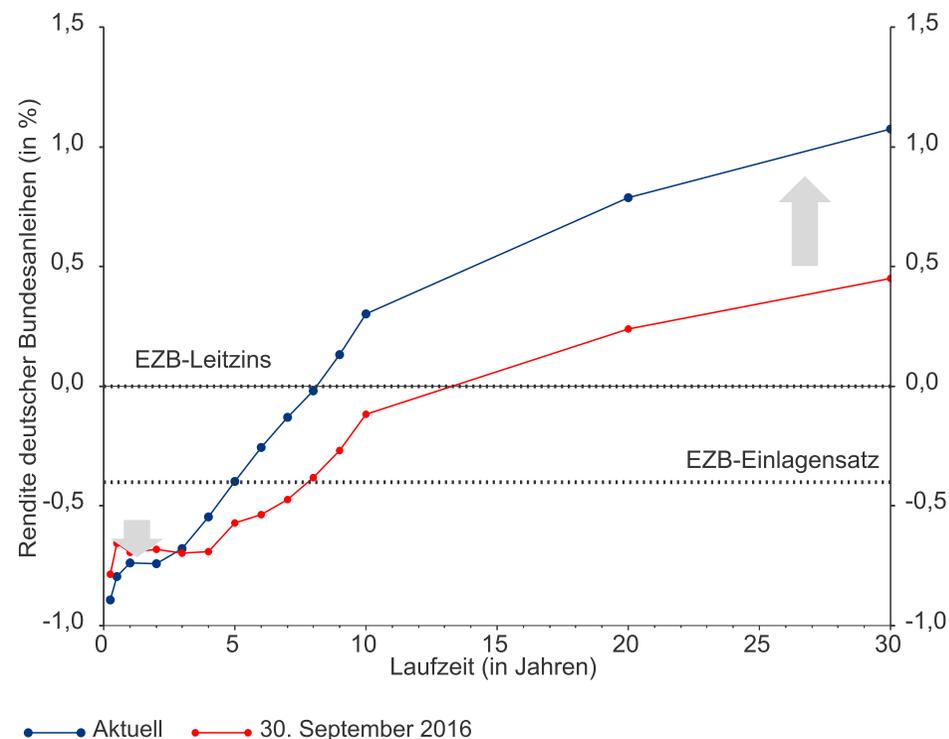
# Frage nach dem geldpolitischen Exit rückt in den Marktfokus: Eins nach dem anderen? Oder weicht die EZB von ihrer „Forward Guidance“<sup>1</sup> ab?

**Zwischenzeitlich aufkommende Markterwartungen über eine Anhebung des Einlagensatzes noch vor Ausstieg aus QE**



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 27.04.2017

**Bundrenditen sind am langen Ende seit September 2016 deutlich angestiegen, am kurzen dagegen gesunken**



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 28.04.2017

<sup>1</sup>) „Forward Guidance“: Kommunikationsstrategie, bei der die Zentralbank die Öffentlichkeit gezielt über die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik informiert. Unter dem Eindruck anhaltend unerwünscht niedriger Teuerungsraten ist die EZB im Juli 2013 zu solch einer gezielten Erwartungssteuerung übergegangen, die allerdings „nicht als unbedingte Zusage über kommende geldpolitische Maßnahmen zu verstehen“ (Bundesbank) ist. Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quellen: Deutsche Bundesbank, Datastream, AllianzGI Global Economics & Strategy.

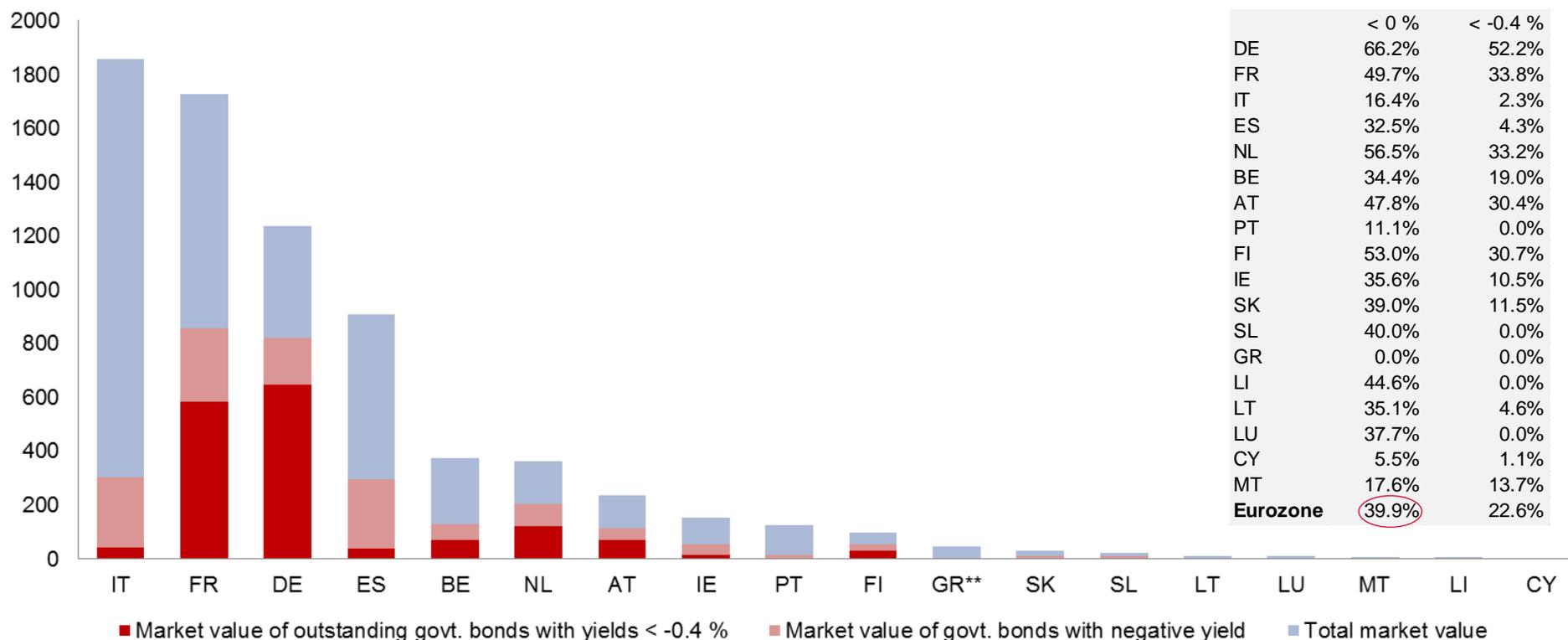
# Staatsanleihenrenditen bewegen sich am kurzen bis mittleren Ende weiterhin in Negativterrain – nicht nur in Europa

## Generische Staatsanleihenrenditen, in %

	3M	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	15J	20J	30J
<b>Deutschland</b>	-0,81	-0,72	-0,69	-0,62	-0,49	-0,34	-0,23	-0,12	0,03	0,18	0,35	0,53	0,80	1,07
<b>Frankreich</b>	-0,52	-0,49	-0,40	-0,38	-0,24	-0,04	0,14	0,30	0,51	0,69	0,84	1,17	1,45	1,76
<b>Italien</b>	-0,35	-0,25	-0,07	0,25	0,41	1,02	1,06	1,39	1,71	1,82	2,19	2,48	2,79	3,21
<b>Niederlande</b>	-0,76		-0,63	-0,53	-0,39	-0,24	-0,05	0,11	0,28	0,42	0,58	0,00		1,15
<b>Belgien</b>	-0,68	-0,59	-0,51	-0,45	-0,30	-0,11	0,01	0,26	0,45	0,60	0,79	1,11	1,17	1,73
<b>Österreich</b>		-0,60	-0,52	-0,42	-0,28	-0,18	-0,09	0,04	0,24	0,35	0,65	1,01		1,45
<b>Finnland</b>		-0,55	-0,62	-0,55	-0,38	-0,14	-0,07	0,11	0,17	0,37	0,45	0,87		1,26
<b>Schweiz</b>		-0,85	-0,84	-0,75	-0,67	-0,55	-0,47	-0,34	-0,21	-0,18	-0,11	0,06	0,14	0,22
<b>Schweden</b>	-0,64	-0,65	-0,60		-0,34	-0,05		0,20			0,62			
<b>Dänemark</b>	-0,54	0,00	-0,57			-0,19					0,66			1,20
<b>Großbritann.</b>	0,32	0,08	0,12	0,22	0,29	0,54	0,64	0,77	0,90		1,09	1,46	1,64	1,71
<b>USA</b>	0,78	0,98	1,24	1,46		1,83		2,12			2,30			2,94
<b>Japan</b>	-0,17	-0,21	-0,21	-0,19	-0,18	-0,16	-0,13	-0,10	-0,06	-0,02	0,02	0,26	0,58	0,78

## Euroraum: Etwa 40 % des gesamten Staatsanleiheuniversums rentiert gegenwärtig unter der Nullmarke

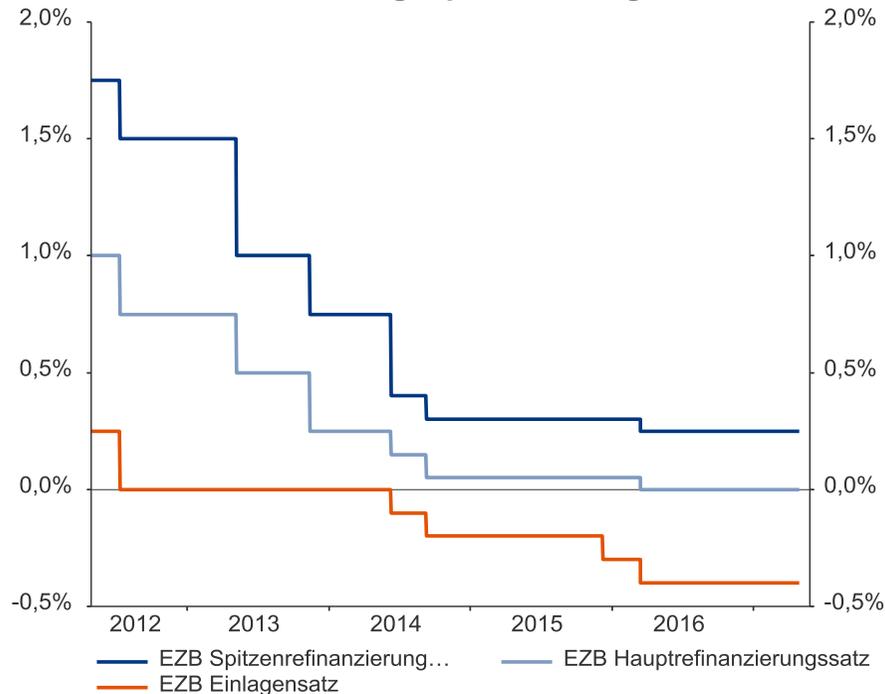
**Marktvolumen der gesamten ausstehenden Staatsschulden\* mit negativer Rendite bzw. Rendite unterhalb des gesenkten Einlagensatzes (in Mrd. EUR)**



\*) 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: 26. April 2017.

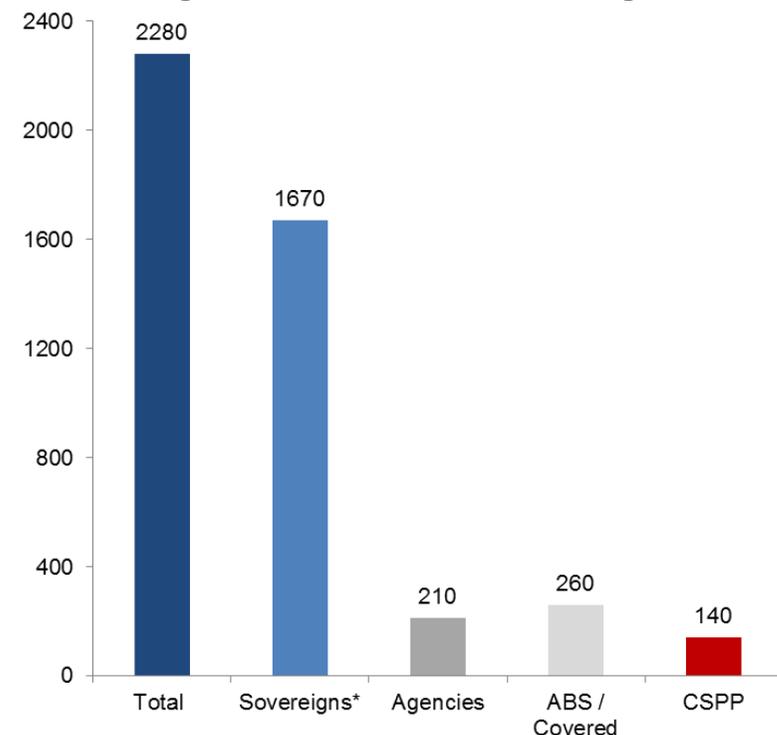
# Ausstieg aus was? Fülle an krisenbedingten Sondermaßnahmen

## Konventionelle Zinspolitik: Leitzinsen auf historischen Tiefständen – Zinssenkungsspielraum begrenzt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 28.04.2017

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



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)<sup>1</sup>, wurde angesichts der anhaltend gedämpften Inflationaussichten schließlich das erweiterte Kaufprogramm für Vermögenswerte (quantitative Lockerung – QE) eingeführt, um die Geldpolitik weiter zu lockern.

<sup>1</sup>) 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) <sup>1</sup>
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? <sup>2</sup>
	QE-Exit: Werden alle vier Wertpapierkaufprogramme gleichzeitig eingestellt? <sup>3</sup>
	Reinvestitionspolitik: Beendigung oder Drosselung der Reinvestition von Tilgungszahlungen für im Rahmen von QE erworbene und fällig werdende Wertpapiere
	Normalisierung der Bilanz (Größe, Zusammensetzung): <b>passives</b> 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, <sup>4</sup>
	...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?

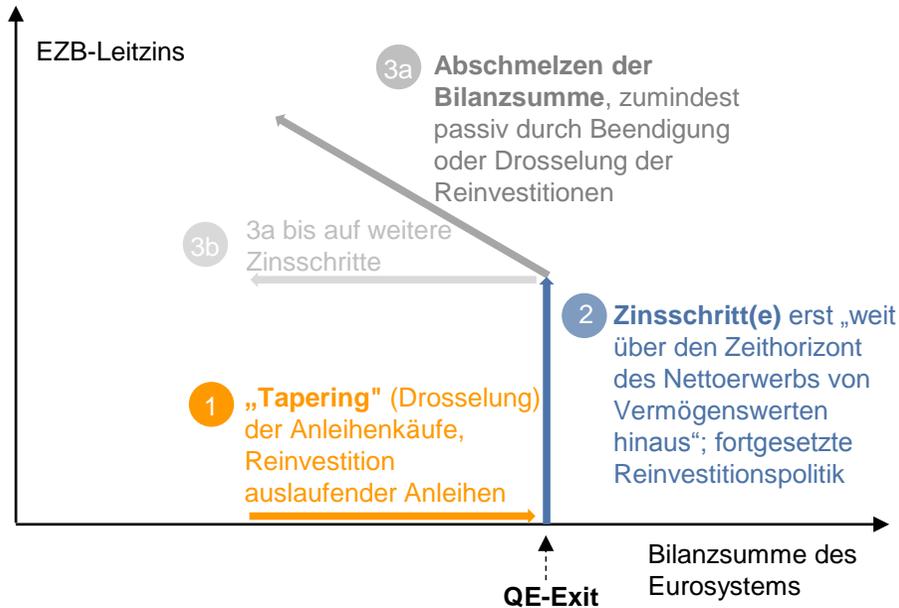


Angesichts der wechselseitigen Ergänzung der geldpolitischen Instrumente dürfte deren sorgfältige Kalibrierung für einen „behutsamen“ Ausstieg ausschlaggebend sein!

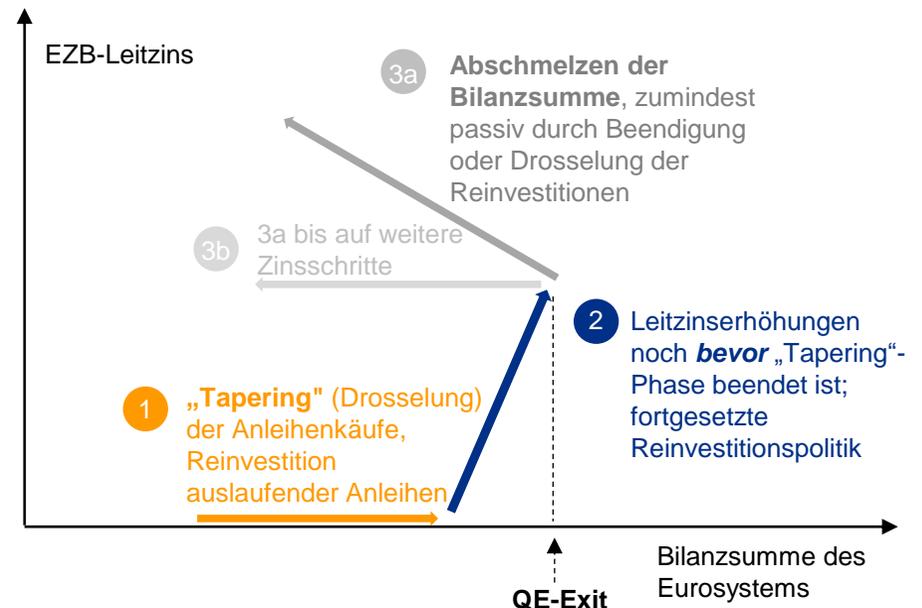
<sup>1</sup> Nach Aussagen der EZB wurde der letzte vierjährige TLTRO im März 2017 durchgeführt. <sup>2</sup> „Tapering“: definiert als (schrittweise) Verringerung des Tempos der monatlichen Wertpapierkäufe. BoJ: Bank of Japan. QE umfasst vier Kaufprogramme: ABSPP, CBPP3, CSPP, PSPP (Public Sector Purchase Programme). <sup>3</sup> „QE-exit“: verstanden als Beendigung des monatlichen Netto-Erwerbs von Vermögenswerten. <sup>4</sup> 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

**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?**

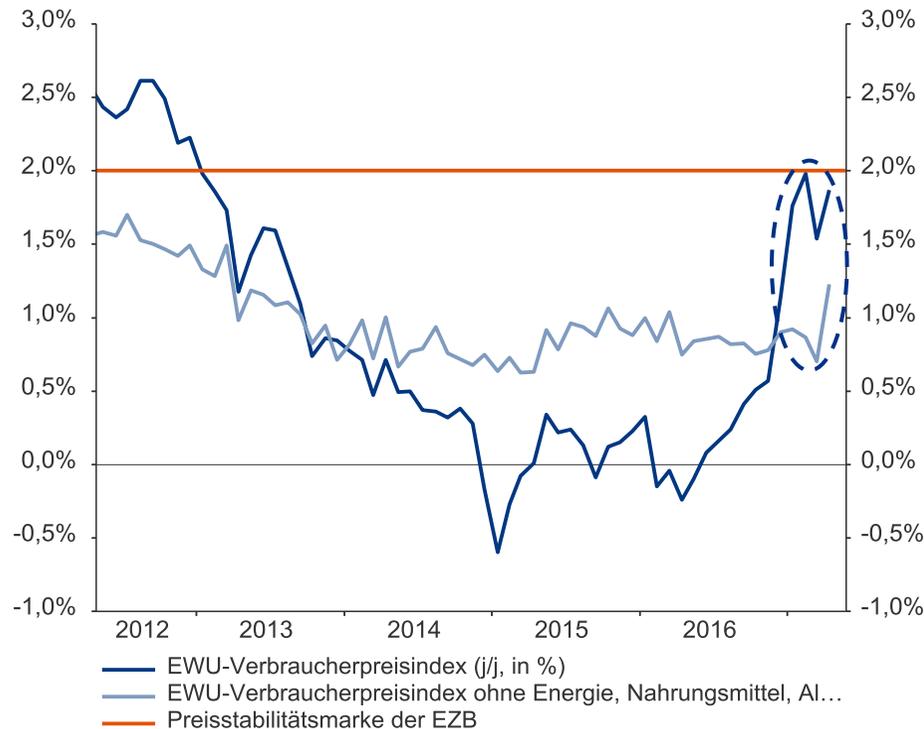


In Bezug auf die Reihenfolge des geldpolitischen Ausstiegs, haben jüngste Aussagen aus Notenbankkreisen<sup>2</sup> insgesamt bekräftigt, dass die EZB an ihrer derzeitigen „Forward Guidance“ festzuhalten gedenkt. Mit anderen Worten: „QE-Exit“ vor Zinsschritt(en) („weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus“<sup>3</sup>). 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.<sup>4</sup> Ein solcher Ausstiegspfad käme überraschend, auch wenn sich der Rat perspektivisch eine gewisse Flexibilität wird bewahren wollen. Bis auf Weiteres bleiben wir bei der Einschätzung, dass die EZB erst im Jahresverlauf 2018 den ersten Zinsschritt wagt, nachdem sie ein „echtes Tapering“ eingeleitet hat.

<sup>1</sup>) In Anlehnung an McCauley, Robert N.: „Exiting from balance sheet policy of central banks“, in: BIS Quarterly Review, 3, 2009, S. 6-7. <sup>2</sup>) Vorträge von Mario Draghi und Peter Praet auf der „The ECB and Its Watchers“-Konferenz am 6. April 2017. <sup>3</sup>) EZB-Pressekonferenz am 9. März 2017. <sup>4</sup>) Wie von Praet am 6. April 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 zuletzt nahe der EZB-Zielmarke von 2% – ein temporäres Phänomen?



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 28.04.2017

### 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.<sup>1</sup>
- 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.**

<sup>1)</sup> 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.

## Verstehen. Gehört QE<sup>1</sup> der Vergangenheit an? Noch nicht.

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



- „Reflation“ anstatt Deflation: Die Stimmen der „Inflationfalken“ werden lauter, da die Gesamtinflationsraten und die marktbasierten langfristigen Inflationserwartungen wieder angestiegen sind.
- Ein Kursrückgang des Euro infolge der „Trumponomics“, die den US-Dollar (zumindest vorübergehend) stützen sollten, dürfte die importierte Inflation im Euroraum mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung steigern.
- 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 wirtschaftspolitischen Reformen flankiert werden. Ein klares Erwartungsmanagement 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.
- Mittelfristig geben Knappheiten erwerbbarer Wertpapiere weiterhin Anlass zur Sorge (Stichwort: Emittentenlimit<sup>2</sup>), auch wenn die jüngste Anpassung technischer Kaufparameter die vormals akute Knappheit beseitigt hat. Eine erneute nennenswerte Verlängerung von QE erfordert gegebenenfalls eine (hochgradig umstrittene) Ausweitung der Palette der erwerbbarer Vermögenswerte.

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

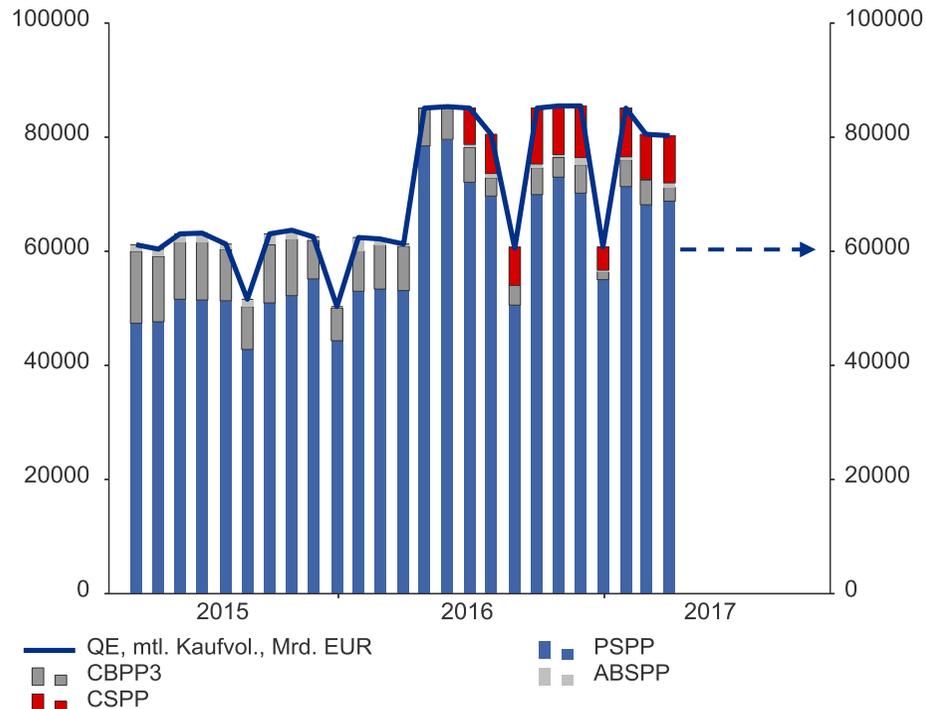


- Zweitrundeneffekte erwünscht! Für die Exit-Strategie der EZB ist es maßgeblich, dass der Zielwert für Preisstabilität in greifbare Nähe rückt. Zwar sind wegen der Ölpreisstabilisierung vorübergehende Basiseffekte zu erkennen, aber der zugrundeliegende Inflationsdruck bleibt verhältnismäßig gedämpft. Ausgehend von einem niedrigen Niveau dürfte die Kerninflationsrate<sup>2</sup> jedoch schrittweise ansteigen. So sollte sich die graduelle Besserung am Arbeitsmarkt nach und nach in moderaten Lohnsteigerungen 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.

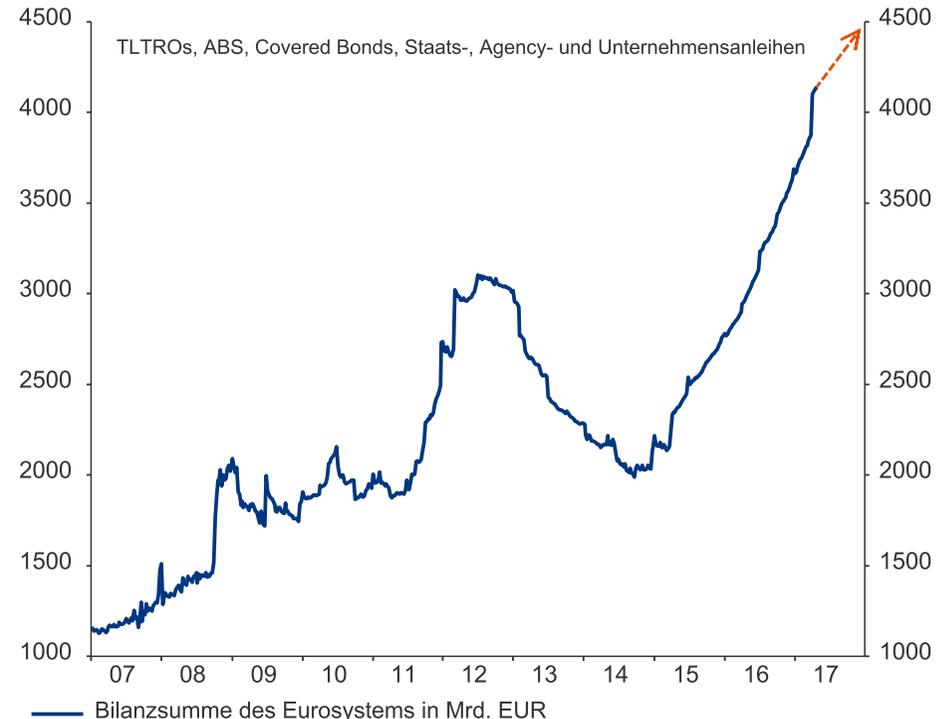
## „Tapering“ mal anders (zumindest vorerst)

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



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 27.04.2017

### Bilanzsumme des Eurosystems ist auf über 4 Billionen EUR gestiegen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research 28.04.2017

Auf seiner Dezember-Sitzung 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 des vorigen Jahres 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. Der Markt für Euro-Staatsanleihen erscheint weiterhin rückschlaggefährdet bzw. 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“)**<sup>1</sup> sind **aus fundamentaler Sicht weiterhin 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 jüngste 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 **erhöhte 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.
  - Dennoch sollten die Anleger fundamentale **Renditetreiber** wie reduzierte EZB-Anleihekäufe seit April, den US-Leitzins-erhöhungszyklus, den Anstieg der marktbasieren Inflationserwartungen im Euroraum, die allmählich anziehenden Inflationsraten und die fortgesetzte Konjunkturerholung **im Blickfeld behalten**.
  - Zudem könnte aus verschiedenen Gründen spätestens im Jahresverlauf 2018 ein **„echtes Tapering“ der monatlichen Käufe** – in Form einer stetigen Reduzierung auf null oder eines **flexibleren Ansatzes** 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.
- 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.

<sup>1</sup>) 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](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

[www.allianzglobalinvestors.de/podcast](http://www.allianzglobalinvestors.de/podcast)

FOLLOW US ON 

[https://twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://twitter.com/AllianzGI_DE)



**Finanzielle Repression**

Begünstigt die lockere Geldpolitik neue wirtschaftliche Ungleichgewichte, insbesondere Kreditblasen?

**Allianz**   
Global Investors

Verstehen. Handeln.

**Regulierung**

## Makroprudenzielle Politik – notwendig, aber kein Allheilmittel



**Ann-Katrin Petersen**  
Assistant Vice President  
Allianz Global Investors

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 Kritik an der Finanzmarktregulierung 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) auf nationaler Ebene. Die Aufgabe ist es, 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<sup>1</sup>. Statt nach dem Platzen einer Finanzmarktblase durch eine lockere Geld- und Kreditpolitik 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 inmitten einer scheinbar ruhigen makroökonomischen Lage (moderate und stabile Inflation und Wachstumsraten) aus.

<sup>1</sup> Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2010), „Makroprudenzielle Politik und Umgang mit Prozyklen“, 30. Jahrestagung, S. 11, [http://www.bis.org/publ/other/ifai10\\_7\\_eng.pdf](http://www.bis.org/publ/other/ifai10_7_eng.pdf).

**Allianz**   
Global Investors

Verstehen. Handeln.

### Erfahren Sie mehr:



**QE Monitor**  
Reporting on Quantitative Easing (in German)

“Given the comprehensive package adopted in March, the ECB’s Governing Council will likely focus on policy implementation for the services, stability of the Capital Markets Union and the Programme.”

“In the next weeks, the ECB will likely continue to monitor the impact of QE on the real economy, and the impact of QE on the real economy will probably be more visible in the next few months.”

“After 11 months of QE, the ECB’s policy stance remains unchanged. Deposit rates, except those at 0%, do not seem to have been lowered. However, 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 Manifest: 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. Laufzeitsfonds, 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 Naumer**  
Global Head of Capital Markets & Thematic Research  
Allianz Global Investors

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

**Stand: 01.02.14**

Aktienindex	Index	Zinsen in %	Zeitraum
DAX	9.187	USA	3 Monate
Stapelfond 50	2.960	2 Jahre	0,17
Stap 100	1.742	10 Jahre	2,67
Nasdaq	3.591	10W	3 Monate
Nikkei 225	14.008	2 Jahre	0,08
Hang Seng	21.398	10 Jahre	1,37
Währungs		Japan	3 Monate
USD/EUR	1,312	2 Jahre	0,09
Rohstoffe		10 Jahre	0,04
Oil (Brent, USD/Baum)	105,6		

**Neue Publikationen**

**Kapitalmarkt** 

„Klug investieren – aktiv Rendite erzielen“

[www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)

Entwicklung 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 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-naumer.com

**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**