

Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare

AUSGABE 09/2014 – 27. NOVEMBER 2014



Holger Fahrinkrug, Chefvolkswirt
Meriten Investment Management

QE-Manie

Die Finanzmärkte sind beseelt und besessen von der vermeintlichen Aussicht auf baldige großvolumige Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB, sogenanntes QE („quantitative easing“). Das Thema überstrahlt alle anderen, die für die Entwicklung von Euroland-Renditen, Spreads und Aktienbewertungen Bedeutung haben. Da die Saat der Besessenheit vom EZB-Präsidenten persönlich ausgebracht wurde, kann man von einer „Draghisierung“ der Märkte sprechen.

Wir diskutieren die Hintergründe der QE-Diskussion und des EZB-Dilemmas zwischen ökonomischen Notwendigkeiten und rechtlichen Risiken. Ohne Zweifel hat Mario Draghi mit seiner Rede vom 21. November die Tür für umfängliches QE weit aufgestoßen. Wenn sich das ökonomische Umfeld in der Eurozone nicht bald bessert, könnte er schon bald zumindest einen Fuß hindurch setzen.

Die Saat, die Mario Draghi in den vergangenen Wochen ausbrachte, indem er immer wieder die Bereitschaft der EZB betonte, auch über die bislang beschlossenen Maßnahmen hinaus Wertpapiere am Sekundärmarkt anzukaufen, einschließlich Staatsanleihen von Euroland-Mitgliedsländern, fiel auf fruchtbaren Boden. Die Rentenmärkte der Eurozone haben sie mit immer neuen Rendite- und Spread-Tiefstständen quittiert.

Finanzmarktdaten

	Einheit ¹⁾	Aktuell	1 Woche	1 Monat	3 Monate	1 Jahr	31.12.2013
Leitzinsen							
EZB Hauptrefinanzierungssatz	% / %p	0,05	-	-	-0,10	-0,20	-0,20
Fed Funds Zielsatz	% / %p	0 / 0,25	-	-	-	-	-
Zinsen/Renditen							
3Mo.-Euribor	% / BP	0,08	0	0	-13	-15	-21
5j. Bundesanleihe	% / BP	0,10	0	-5	-20	-55	-82
10j. Bundesanleihe	% / BP	0,71	-7	-23	-44	-97	-122
Spread gegenüber 10j. Bundesanleihe							
Frankreich	BP	30	-5	-4	-8	-17	-33
Italien	BP	141	-15	3	-13	-96	-78
Spanien	BP	122	-12	3	-13	-125	-100
Portugal	BP	217	-23	-5	-28	-202	-203
Credit-Märkte							
ITRAXX - Europe	BP	59	-5	-4	-7	-19	-11
ITRAXX - Crossover	BP	324	-33	67	60	2	38
Aktienmärkte							
EuroStoxx 50	Index / %	3239	5,9	0,4	4,0	5,8	4,2
DAX	Index / %	9974	7,8	5,3	6,0	7,4	4,4
S&P 500	Index / %	2073	1,6	5,1	7,4	15,0	12,1
Nikkei	Index / %	17249	-1,4	6,6	10,4	11,2	5,9
Währungen gegen EUR							
US Dollar	WE / %	1,25	-0,4	-1,3	-6,9	-8,1	-9,2
Japanischer Yen	WE / %	146,5	0,6	5,8	6,5	6,6	1,2
Britisches Pfund	WE / %	0,79	-1,0	1,6	-0,2	-5,5	-4,7
Schweizer Franken	WE / %	1,20	0,0	-0,4	-1,2	-2,3	-2,1

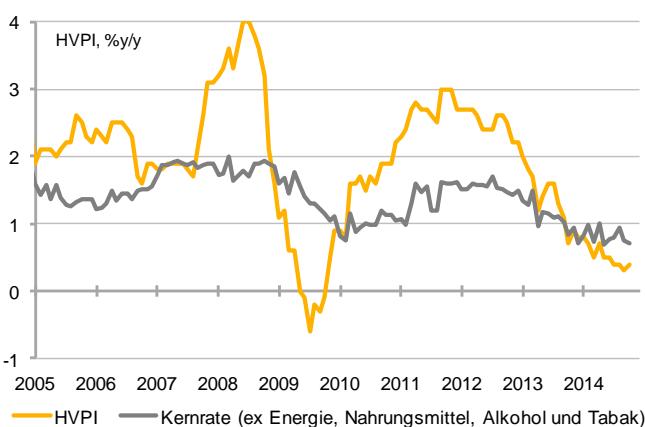
¹⁾ Einheit für aktuellen Wert / Veränderung

Quelle: Bloomberg, Meriten Investment Management, Stand: 27.11.2014 11:40

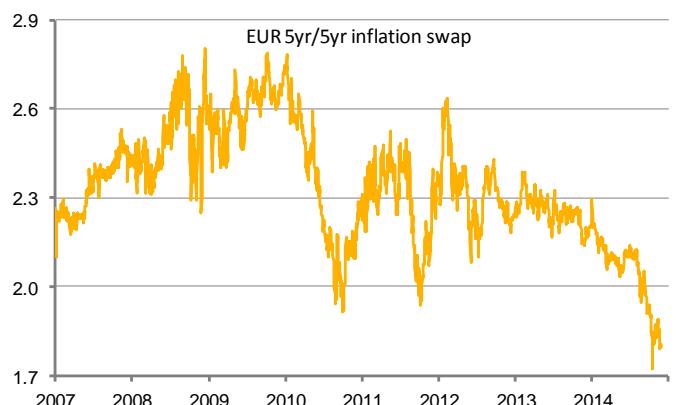
Historische Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung

Die „Drohung“ des EZB-Präsidenten mit zusätzlichem geldpolitischem Stimulus ist glaubwürdig, denn seine dahinter stehende Sorge um den Zustand der Eurozone ist fundamental begründet: Seit 2011 ist das reale Bruttoinlandsprodukt der EWU per saldo geschrumpft. Die Inflationrate ist rückläufig und steht mit 0,4 Prozent nur noch knapp über Null. In etlichen Teilnehmerstaaten ist sie bereits negativ, was bei Mario Draghi und anderen im EZB-Rat die Furcht ausgelöst hat, die langfristigen Inflationserwartungen könnten ihre Verankerung verlieren. Dies würde eine Rückkehr zum offiziellen EZB-Ziel von knapp unter zwei Prozent erschweren und könnte daher einer Deflationsspirale, wie sie Japan durchlebt hat, Vorschub leisten.

Euroland-Inflation: Zu lange zu niedrig?



Inflationserwartungen ohne Verankerung?



Quelle: Macrobond, Bloomberg, Meriten Investment Management, 11/2014

Die Situation wäre weniger prekär, wenn der globale Konjunkturaufschwung mehr Unterstützung für die Eurozone brächte. Allerdings ist er so fragil, dass auch andere Zentralbanken länger als erwartet akkommodieren müssen und Erwartungen einer geldpolitischen Wende in anderen Währungsräumen immer weiter in die Zukunft verschoben werden. Das globale Umfeld trägt also auch zur wachsenden Spekulation um erweiterte QE der EZB bei, namentlich die gerade beschlossene Eskalation der Bilanzausweitung der Bank of Japan, die Aufschiebung von Zinserhöhungen im Vereinigten Königreich und die entspannte Haltung von Janet Yellen, der Vorsitzenden des Zentralbankrates der Federal Reserve, zum Thema Inflationsdruck (bzw. seines Fehlens). Eine solche Erweiterung kann zunächst zum Beispiel Unternehmensanleihen einschließen, die Markterwartung richtet sich allerdings geballt auf EWU-Staatsanleihen.

Wir sind bislang per saldo davon ausgegangen, dass es Mario Draghi bei der „Androhung“ belassen und den (verfassungs-)rechtlich kontroversen tatsächlichen Ankauf von Staatsanleihen vermeiden kann und wird. Dies könnte sich allerdings als zu „deutsche“ Betrachtung der Sachlage erweisen, die sich zu sehr auf rechtliche und ordnungspolitische Bedenken stützt. Die internationale, insbesondere außereuropäische Sicht weicht seit geraumer Zeit davon ab. Organisationen wie IWF und OECD, aber auch

viele angelsächsische Ökonomen fordern oder empfehlen seit langem ein breiteres, auch Staatsanleihen umfassendes, Ankaufprogramm der EZB zur Ankurbelung der Konjunktur und zur Bekämpfung der Gefahr einer Deflation in der Eurozone.

In diesem Umfeld ist eine neue Form des „psychologischen Leverage“ entstanden. Gehebelt werden alle Worte des EZB-Präsidenten, die die implizite Wahrscheinlichkeit von QE höher oder niedriger erscheinen lassen, und mit ihnen die Bewertungen aller Anlageklassen, die Teil eines zukünftig erweiterten Ankaufprogramms sein könnten, das über ABS und Covered Bonds hinaus geht, insbesondere Euro-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen. Dass Mario Draghi eine solche Maßnahme möglicherweise gegen den Widerstand der Deutschen Bundesbank einführen müsste, und trotz der Auffassung des Bundesverfassungsgerichts, dass die EZB damit die Grenzen ihres geldpolitischen Mandats verletzt, tritt angesichts der ökonomischen Probleme der Eurozone in den Hintergrund.

Dies wurde am vergangenen Freitag besonders deutlich, als Draghi erneut die Bereitschaft der EZB betonte, das gerade gestartete Ankaufprogramm (für Covered Bonds und ABS) deutlich auszudehnen. Seine Formulierung klang dabei dringender als sonst, und die Einfügung einer zeitlichen Dimension in die sehr fundamentale ökonomische Argumentation setzte einen neuen Impuls, der die Renditen z. B. von zehnjährigen Bundesanleihen bis heute um weitere acht Basispunkte auf nunmehr 0,72% trieb. Die Schlusspassage seiner Rede ist insofern durchaus lesenswert:

„[...] Wir werden tun, was wir tun müssen, damit die Inflation und die Inflationserwartungen so bald wie möglich steigen, wie es unser Preisstabilitätsmandat von uns fordert.

Wenn unser derzeitiger geldpolitischer Kurs nicht wirkungsvoll genug ist, um dies zu erreichen, oder weitere Risiken für die Inflationsaussichten auftreten, würden wir den Druck erhöhen und die Kanäle, über die wir intervenieren, noch stärker ausweiten – indem wir den Umfang, den Rhythmus und die Zusammensetzung unserer Ankäufe entsprechend ändern.

Mario Draghi, Frankfurt am Main, 21. November 2014

Der Markt hat diese Äußerungen als Erhöhung der Wahrscheinlichkeit von EZB-QE gewertet, und als Zeichen dafür, dass ein solches Programm früher kommen könnte als bisher für möglich gehalten. Im Nachgang zu Draghis Rede stellte sein Vize, Vitor Constancio, am Mittwoch dann eine Überprüfung der Wirksamkeit der bisher beschlossenen EZB-Maßnahmen und gegebenenfalls eine Erweiterung des Ankaufsprogramms im ersten Quartal des kommenden Jahres in Aussicht.

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen, speziell das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, eine hohe Hür-

de für Staatsanleihekäufe der EZB darstellt. Die nochmalige Beschäftigung mit der Haltung des Bundesverfassungsgerichts zum OMT-Programm der EZB hat uns in dieser Einschätzung bestärkt, auch wenn dem EZB-Argument, dass es sich wegen des gestörten monetären Transmissionsmechanismus um eine geldpolitisch motivierte Maßnahme handeln würde, eine gewisse Berechtigung nicht abgesprochen werden kann. Leider ist mit einer Klärung durch den von den Karlsruher Richtern eingeschalteten Europäischen Gerichtshof nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2015 zu rechnen. Dies dürfte Mario Draghi als zu spät erachten, falls sich die ökonomischen Daten nicht vorher verbessern.

Bislang gingen wir davon aus, dass der EZB-Rat QE aus ökonomischen Gründen zwar mehrheitlich unterstützen würde, dass er aber eine tatsächliche Einführung von einer rechtlichen Klärung durch den EuGH abhängig machen würde. Draghis oben zitierte Rede lässt uns nun aber an dieser These zweifeln. Es gab keinen zwingenden Grund für ihn, die Markterwartungen so stark zu befeuern und eine spätere Enttäuschung zu riskieren, die die bisherigen Erfolge der EZB-Politik konterkarieren würde. Möglicherweise ist also angesichts schwacher Konjunkturdaten und weiter fallender Inflationserwartungen für ihn die Entscheidung, QE tatsächlich einzuführen, weit genug gereift, um es auf eine entscheidende Diskussion im EZB-Rat ankommen zu lassen.

Dies muss nicht in einer unmittelbaren Einführung von Staatsanleihekäufen in kürzester Zeit resultieren, könnte den Prozess aber vorbereiten, indem zum Beispiel der technische Rahmen und die Voraussetzungen konkretisiert werden, unter denen QE dann nach dem ersten Quartal starten könnte – möglicherweise auch ohne weitere Ratsentscheidung. Ein solcher „Vorratsbeschluss“ wäre auch unter dem Aspekt hilfreich, dass die geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rates ab 2015 nur noch alle sechs Wochen stattfinden, und würde den Märkten die jederzeitige Einsatzbereitschaft des Instruments signalisieren.

Unabhängig von der EZB-Kommunikation und der Möglichkeit solcher Vorbereitungen, gehen wir davon aus, dass der Startschuss für tatsächliche Staatsanleihekäufe nur dann gegeben wird, wenn sich die Datenlage in den kommenden zwei bis drei Monaten nicht verbessert. Sollten andere Indikatoren die gerade berichtete Verbesserung des deutschen Ifo-Index nachvollziehen, dürfte zumindest die Konjunktur als Argument schwächer werden, denn eine Wachstumsbelebung 2015 dürfte schon allein durch den bisher bereitgestellten Stimulus möglich sein. Sollte sich die Kerninflationsrate stabilisieren oder erhöhen, gilt Entsprechendes für die Deflations-Argumentation. Und ganz entscheidend werden auch die Inflationserwartungen sein, die Mario Draghi wiederholt in den Vordergrund gestellt hat.

Die dürften sich in Abhängigkeit von den beiden erstgenannten Faktoren entwickeln und kaum ein unabhängiges Eigenleben entfalten.

Was sind die Konsequenzen für Finanzmärkte und Investoren? Sie müssen sich zunächst darauf einstellen, dass jeder neue Rekord-Tiefststand bei den Renditen nicht notwendigerweise der letzte sein muss. Wann immer sich in den kommenden Monaten die Daten gegen die Wunschrichtung der EZB entwickeln, wird dies als Signal für eine steigende Wahrscheinlichkeit von QE interpretiert werden. Das kann weitere Rückgänge von Renditen und Euro-Wechselkurs nach sich ziehen. Erst wenn die EZB tatsächlich beginnt, Staatsanleihen zu kaufen, dürfte der Tiefststand zumindest bei Bund-Renditen erreicht sein. Assetklassen wie Credit- und Aktienmärkte dürften sich richtungsmäßig analog entwickeln und von zunehmender Wahrscheinlichkeit von QE profitieren; angesichts des bereits extrem niedrigen Renditeniveaus möglicherweise überproportional zu den Renditen von Staatsanleihen.

Es gibt allerdings auch eine Kehrseite der Medaille. Wenn die Märkte in so hohem Maß durch EZB-Spekulation getrieben sind, sind sie auch sehr verwundbar, falls QE- Erwartungen nicht erfüllt werden – sei es, weil die rechtlichen und/oder politischen Hürden sich doch als zu hoch erweisen, weil Bundesregierung und Bundesbank sich öffentlich dagegen positionieren, oder weil sich die Daten der Eurozone in den kommenden Wochen verbessern. Sollte Mario Draghi also zu irgendeinem Zeitpunkt nicht das liefern können, was der Konsens erwartet, so kann es auch zu Rückschlägen an den Märkten kommen.

Insofern sollten Investoren grundsätzlich überprüfen, wie ihre Portfolien reagieren würden, sollte Mario Draghi eines Tages entzaubert werden. 2014 wäre zuviel Vorsicht in dieser Hinsicht kontraproduktiv gewesen. Stattdessen war eine möglichst aggressive Positionierung im Bezug auf QE die erfolgreichste Strategie. Angesichts mittlerweile weit vorausgeeilter Markterwartungen (QE-Manie) dürfte sich das mit Blick auf 2015 ändern. Selbst im besten aller denkbaren Fällen, erscheint das Performance-Potenzial von Staatsanleihen inzwischen relativ begrenzt.

Der Duden umschreibt den Begriff Manie als „besonders durch Enthemmung und Selbstüberschätzung gekennzeichneten heiter-erregten Gemütszustand“. Dass derartige Gemütszustände nicht nur im menschlichen Leben, sondern auch an Finanzmärkte zu einem Kater führen können, ist hinlänglich bekannt, gerät aber häufig in Vergessenheit.

Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden darf. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkurschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden.

Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fonds volumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

Copyright © 2014 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten und ausgedruckten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltlieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltlieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren.

221Q42014