



Finanzmarktkolumne

Basel, 31. Oktober 2017

Ein allmählicher Ausstieg aus der starken geldpolitischen Unterstützung

Von Florian Weber, Fixed Income Strategie, Bank J. Safra Sarasin AG

Die Europäische Zentralbank (EZB) kündigte an, ihre Anleihekäufe ab Januar 2018 auf €30 Mia. pro Monat zu reduzieren. Das Programm wurde ohne festes Enddatum um weitere 9 Monate verlängert. Angesichts der Marktreaktion ist unserer Meinung nach der EZB gelungen, den Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm zu beginnen, ohne ein weiteres «Taper Tantrum» zu verursachen. Dennoch glauben wir, dass die Realität des Ausstiegs aus der starken monetären Unterstützung der letzten Jahre mit der Zeit in den Markt einsickern wird. Die Bilanzausweitung der Zentralbanken dürfte von rund \$2Bio. Ende 2017 auf \$0,6Bio. Ende 2018 fallen.

Die EZB beschloss, ihre Leitzinsen unverändert zu belassen (0% Repo und 0,4% Einlagenzins) und ihre Anleihekäufe ab Januar 2018 auf 30 Mia./Monat zu senken. Dies ist die zweite Reduzierung des monatlichen Kauftempo. Die erste wurde im April 2017 durchgeführt, als das Tempo von 80 Mia./Monat auf 60 Mia./Monat gesenkt wurde. Die Einkäufe laufen bis Ende September 2018, wenn wir damit rechnen, dass sie gänzlich zurückgefahren werden. Die EZB behielt ihre Lockerungsbemühungen bei, indem sie darauf hinwies, dass «der EZB-Rat bereit ist, das APP im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten, sollte sich der Ausblick eintrüben.»

Neben der Entscheidung über das Tempo der Anleihekäufe hat die EZB zwei weitere geldpolitische Entscheidungen getroffen. «Das Eurosystem wird die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen.» Daher sollte die Überschussliquidität auf aussergewöhnlichen Niveaus bleiben. Die EZB wird auch in den nächsten Jahren ein wesentlicher Teilnehmer am Anleihemarkt des Euroraums bleiben, selbst wenn die Nettokäufe im nächsten Jahr reduziert werden.

Das hohe Liquiditätsumfeld sollte auch durch die Entscheidung der EZB gestützt werden, «die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019, weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.» Dies bedeutet, dass die Geldmarktsätze bis Ende 2019 innerhalb der Bandbreiten der Einlage und des Repo-Satzes bleiben sollten.

Dass die Liquidität reichlich bleiben wird, wird besonders deutlich, wenn man die Grösse der Bilanzen der wichtigsten Zentralbanken (Fed, EZB, BoJ, BoE und SNB) betrachtet, die zusammen bei fast \$17Bio. US-Dollar liegen. Wir gehen davon aus, dass die Bilanzen trotz der Entscheidung der Fed, ihre Bilanz zu reduzieren, bis zum Jahresende 2020 über \$15Bio. bleiben. Dies bedeutet,



dass die Durations-Knappheit an den Anleihemärkten und das günstige Umfeld für die Aktienmärkte bestehen bleiben sollten.

Jedoch zeigt sich auch eine signifikante Veränderung. Seit Anfang 2014 haben sich die Bilanzen der fünf Zentralbanken auf 12-Monatsbasis um \$1 bis \$2Bio. erweitert (siehe Abbildung 3). Der Rückgang Anfang 2015 auf der dunkelblauen Linie ist der Effekt eines schwächeren EUR, was bedeutet, dass die Bilanz der EZB in USD geschrumpft ist. Anhand der Wechselkurse per Ende September 2017 wird deutlich, welche signifikante Verschiebung 2018 eintreten wird. Das rollierende 12-Monate-Tempo der Bilanzerweiterung wird voraussichtlich von rund \$2Bio. zum Jahresende 2017 auf \$0,6Bio. zum Jahresende 2018. Wir gehen dann davon aus, dass die Bilanzsumme der Zentralbanken zum ersten Mal seit der Finanzkrise 2009 schrumpfen wird.

Die angekündigten Änderungen waren das Basisszenario für den Markt. Die Risiken wurden jedoch auf der Falkenseite gesehen, daher reagierte der Markt mit einer leichten Rally bei deutschen Anleihen und einem schwächeren Euro. Draghis Aussage während der Pressekonferenz, dass die Käufe nicht plötzlich enden, war eine dovische Innovation. Es deutet darauf hin, dass das Kaufprogramm bis zum Jahresende laufen könnte. Angesichts der Forward Guidance der EZB, dass die Leitzinsen erst weit nach Ende der Nettozukaufe erhöht werden sollten, ist es derzeit wahrscheinlich, dass die erste Zinsanhebung erst im 2. Halbjahr 2019 erfolgen wird.

Angesichts der Marktreaktion ist unserer Meinung nach der EZB gelungen, den Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm zu beginnen, ohne ein weiteres «Taper Tantrum» zu verursachen. Dennoch glauben wir, dass die Realität des Ausstiegs aus der starken monetären Unterstützung der letzten Jahre mit der Zeit in den Markt eintreten wird. Daher sehen wir weiterhin einen allmählichen Anstieg der Anleiherenditen bis zum Jahresende 2017 und im Verlauf des Jahres 2018. Dies sollte zunächst durch eine höhere Laufzeitprämie und eine steilere Zinsstrukturkurve geschehen. Aber Ende 2018 sollte sich dies ändern, wenn der Markt beginnt, einen Zinserhöhungszyklus einzupreisen.

Weitere Auskünfte:

Florian Weber | Fixed Income Strategist

T: +41 (0)58 317 31 14 | E-Mail: florian.weber@jsafrasarasin.com

Media Relations

T: +41 (0)58 317 40 88 | E-Mail: media@jsafrasarasin.com

J. Safra Sarasin Gruppe – Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

Die internationale, der Nachhaltigkeit verpflichtete Bankengruppe ist an mehr als 25 Standorten in Europa, Asien, dem Mittleren Osten und Lateinamerika vertreten. Die J. Safra Sarasin Gruppe steht weltweit für ihre Private-Banking- und Wealth-Management-Tradition, hohe Sicherheit und für ihr gut geführtes konservatives Wachstum im besten Sinne ihrer Kunden. Per Ende Juni 2017 betreute die Gruppe ein Kundenvermögen von rund CHF 156 Mia., beschäftigte rund 2 200 Mitarbeitende und verfügte über ein Eigenkapital von CHF 4,5 Mia.

**J. Safra Gruppe**

Die J. Safra Gruppe (die «Gruppe») mit einem verwalteten Kundenvermögen von insgesamt mehr USD 208 Mia. und aggregierten Eigenmitteln von USD 17,4 Mia. wird von der Familie von Joseph Safra geführt. Die Gruppe besteht aus Privatbanken unter dem Namen Safra sowie Investmentbeteiligungen und Asset-basierenden Geschäftsbereichen wie Immobilien- und Agrarwirtschaft. Zu den Banken der Gruppe, die weltweit an über 165 Standorten vertreten sind, gehören: J. Safra Sarasin mit Sitz in Basel, Schweiz, Banco Safra mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, und die Safra National Bank of New York mit Sitz in New York City; alle sind bei einer konsolidierten Aufsicht unabhängig voneinander. Der Immobilienbestand umfasst weltweit mehr als 200 hochwertige Gewerbeimmobilien, Wohnobjekte, Einzelhandelsimmobilien und Landwirtschaftsflächen, so beispielsweise den Bürokomplex in New York City an der 660 Madison Avenue und Londons berühmtes Bauwerk «Gherkin». Zu Investitionen in anderen Bereichen gehören unter anderen Agrarbeteiligungen in Brasilien und an Chiquita Brands International, Inc. Enge Beziehungen in Märkten weltweit ermöglichen es der Gruppe, den Wert ihrer Unternehmen erheblich zu steigern. Die J. Safra Gruppe beschäftigt mehr als 29 000 Mitarbeitende.

Rechtlicher Hinweis

Diese Medienmitteilung der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) (nachfolgend «Bank») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die Bank hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens der Bank für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die Bank noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der J. Safra Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Medienmitteilung lediglich eine Synopsis eines Researchberichts der Bank darstellt, jedoch keine komplette Zusammenfassung desselben und der darin enthaltenen Empfehlungen. Der erwähnte Researchbericht sollte vollständig gelesen werden, bevor allfällige Entscheidungen betreffend darin enthaltene Anlageempfehlungen getroffen werden.

Dieses Dokument richtet sich an Medien und Medienschaffende in denjenigen Ländern, in welchen die J. Safra Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.



J. SAFRA SARASIN



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.