



Macroadvisors

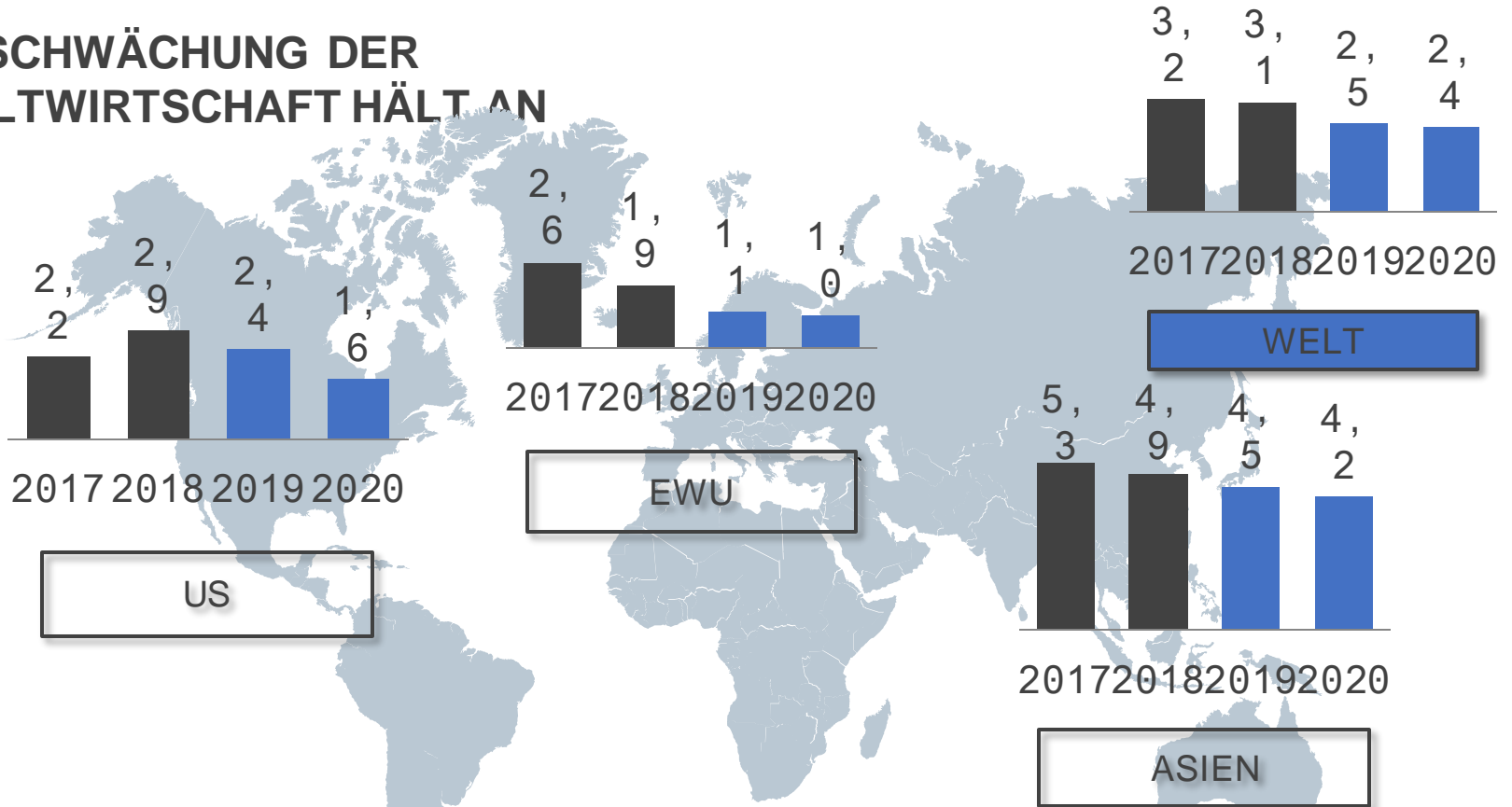


KÜNFTIGE GELDPOLITIK IM
EURORAUM: NEUBEGINN ODER
WEITER WIE GEHABT?

DEUTSCHE BUNDESBANK / HACHENBURG/
DEZEMBER 2, 2019
DR MICHAEL
HEISE

KONJUNKTURABSCHWÄCHUNG FORDERT NOTENBANKEN

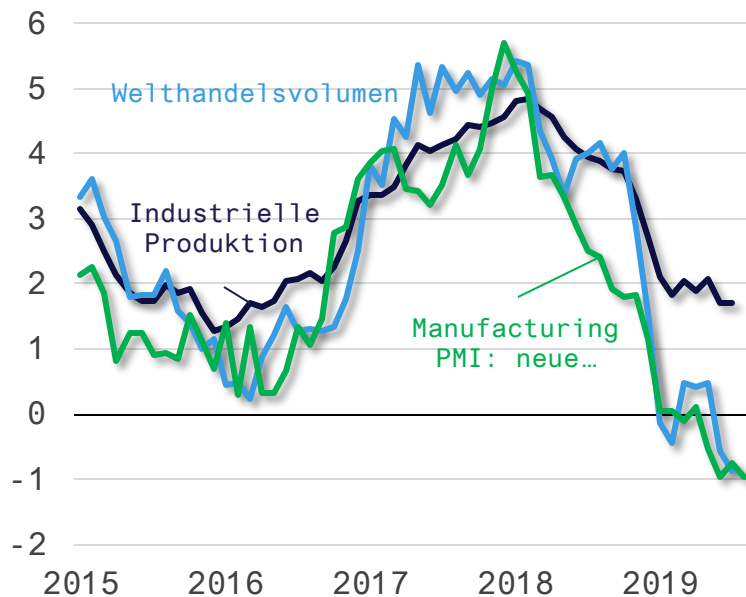
ABSCHWÄCHUNG DER WELTWIRTSCHAFT HÄLT AN



Quelle: Refinitiv

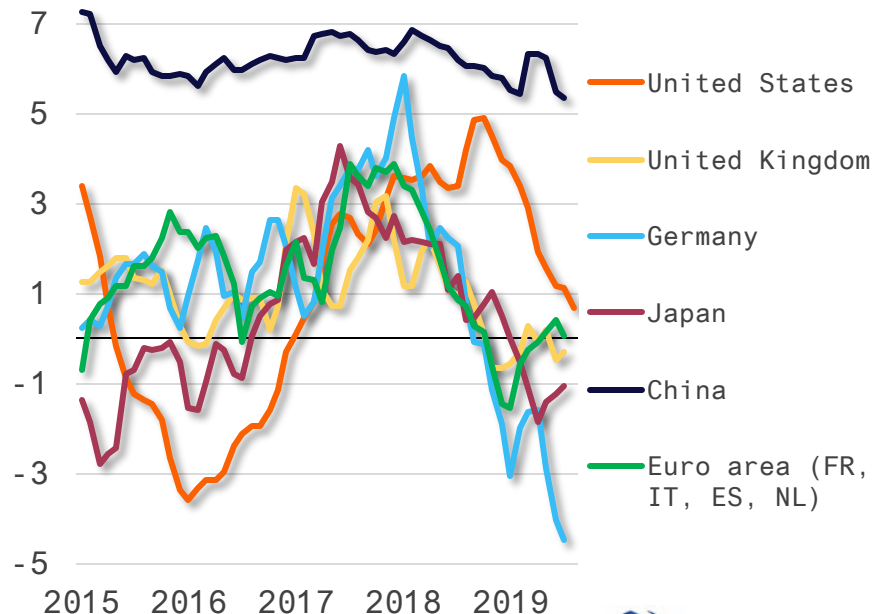
WELTHANDEL UND INDUSTRIEPRODUKTION ABWÄRTS GERICHTET

WELTHANDEL, INDUSTRIEPRODUKTION
UND FERTIGUNG PMI
(Abweichungen von 50 für Manufacturing PMI)

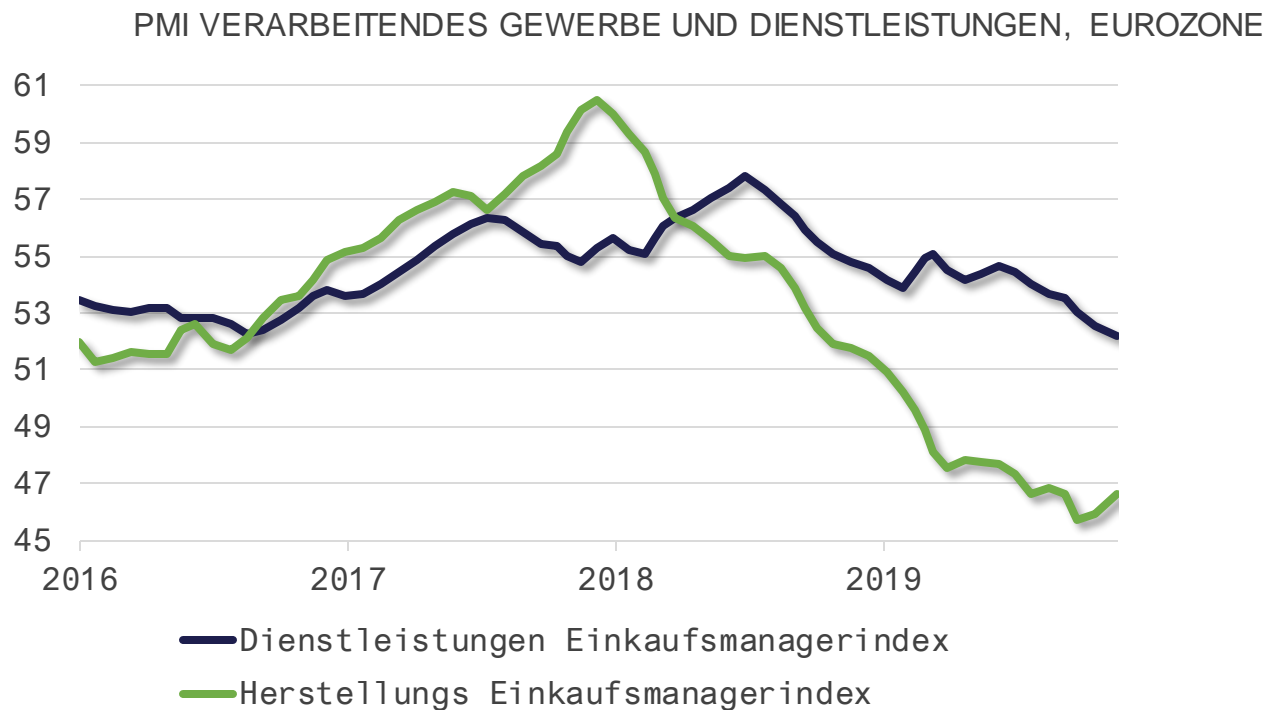


Quelle: IWF

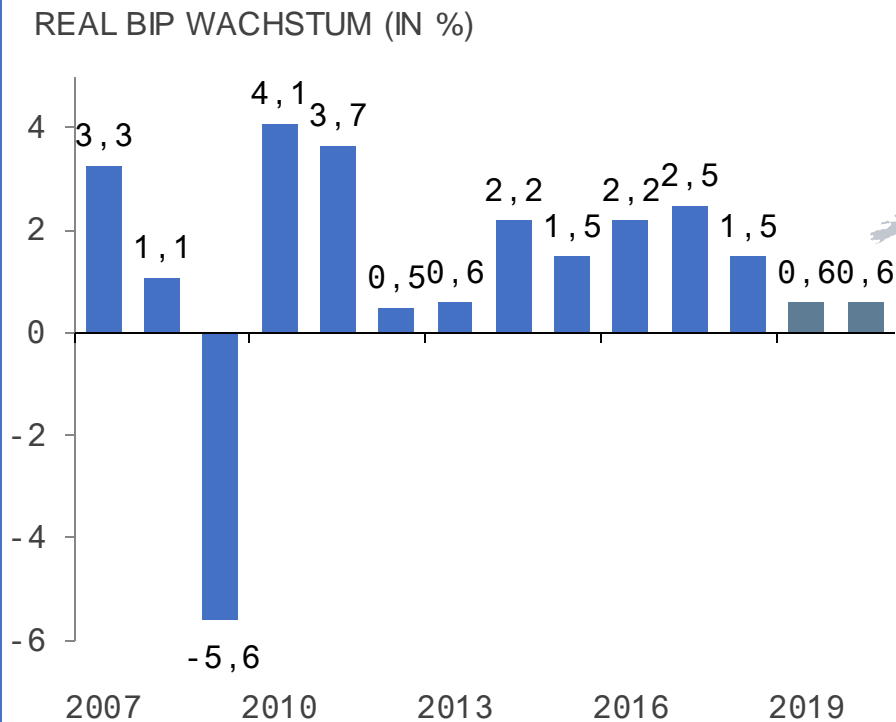
INDUSTRIEPRODUKTION
(Dreimonatsdurchschnitt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr
in Prozent)



EUROZONE: INDUSTRIE SCHWACH, DIENSTLEISTUNGEN NOCH RELATIV ROBUST



DEUTSCHLAND: SCHWÄCHSTES WACHSTUM SEIT DER EURO SCHULDENKRISE



Quelle: Refinitiv.



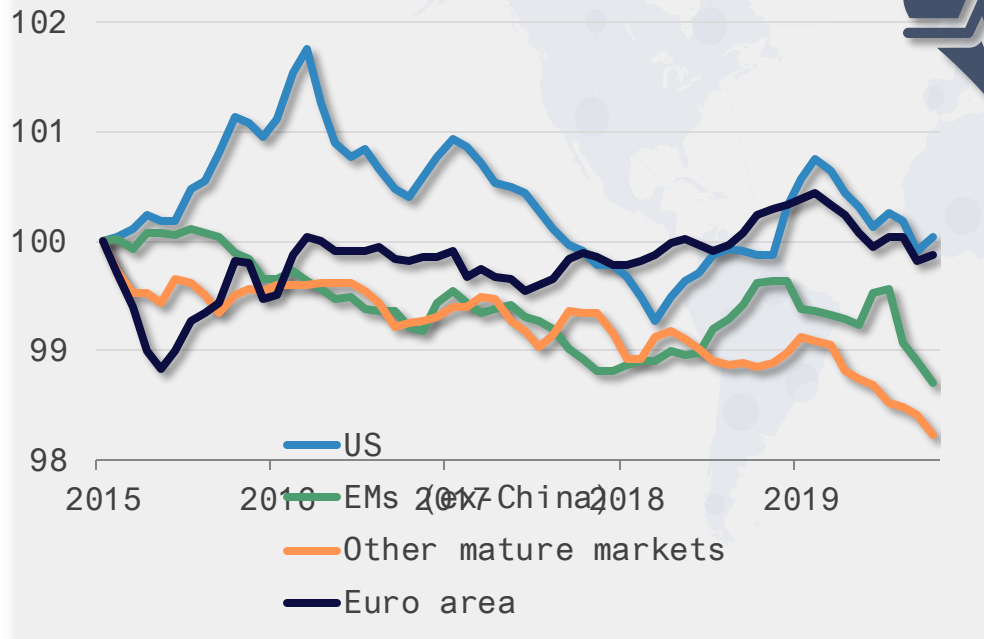
SCHLÜSSELRIKEN FÜR KONJUNKTUR UND FINANZMÄRKTE



DIE REAKTION DER GELDPOLITIK

DIE NOTENBANKEN LOCKERN WEITER

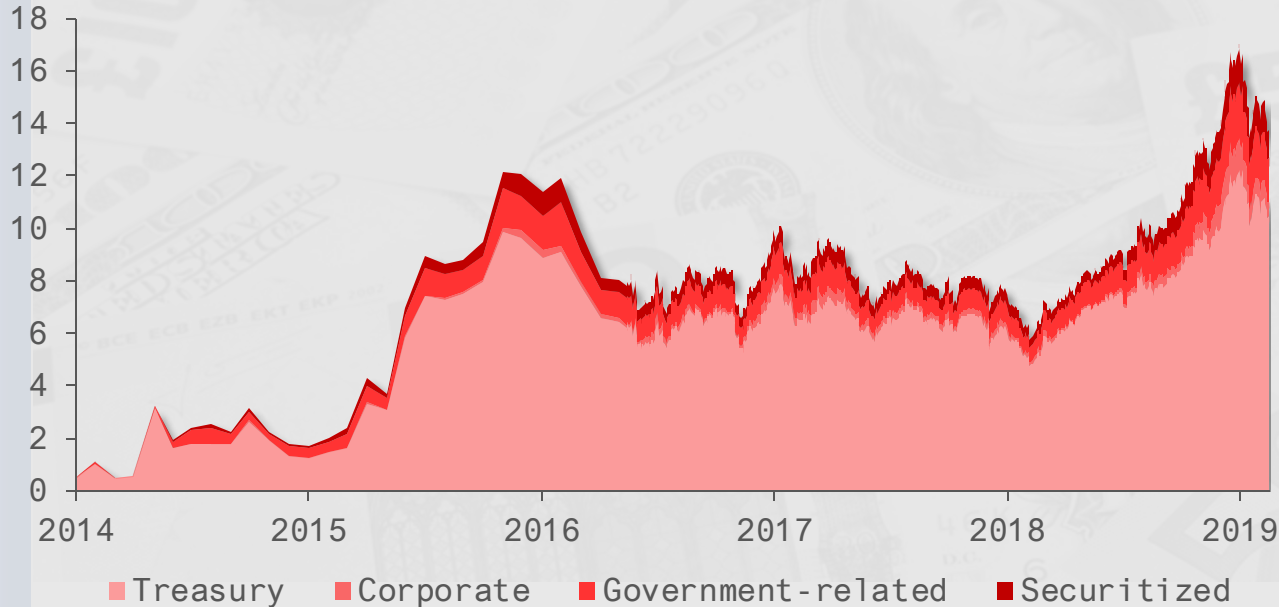
FINANCIAL CONDITIONS INDEX, DEZ. 2014 = 100



Quelle: IIF, Bloomberg.

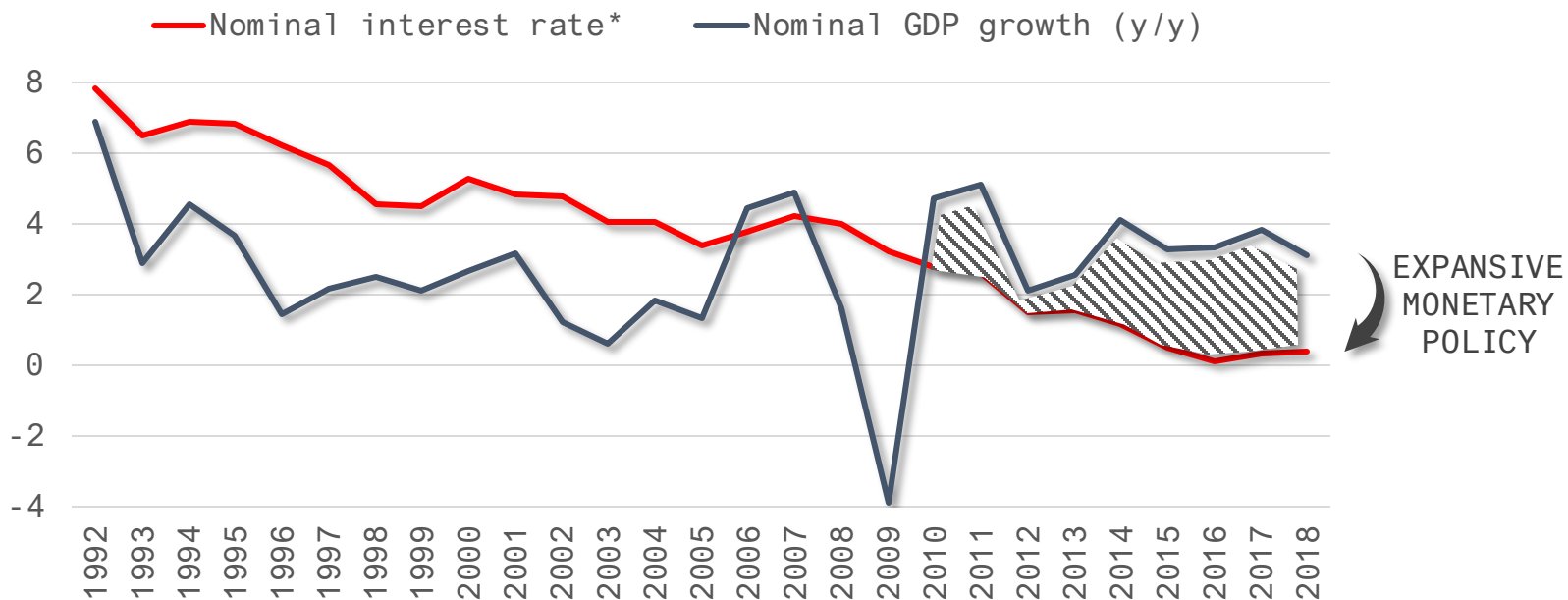
MEER AUS ROT: WER HAT DEN ZINS GEKILLT ?

Globale Anleihen mit negativer Rendite, Marktwerte, in USD Billionen (BBG Barclays Index)



Quelle: FT, Bloomberg, Allianz Research.

DEUTSCHLAND: ANLEIHERENDITEN UNTERSCHREITEN NOMINALES BIP-WACHSTUM



* Yields on 10-year government bonds.

INFLATION IN DER EUROZONE WENIG BEEINDRUCKT VON UNKONVENTIONELLER GELDPOLITIK



FRFA: Vollzuteilungsverfahren mit festem Zinssatz (Okt. 2008)

CBPP: Covered Bond Kaufprogramm (Jul. 2009)

SMP: Wertpapiermarktprogramm (Mai 2010)

LTRO: Langfristige Refinanzierungsgeschäfte (Dez. 2011, Feb. 2012)

Quelle: Eurostat, Macroadvisors.

OMT: Outright Monetary Transactions (Sep. 2012)

TLTRO: Gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (Jun. 2014)

APP: Anlagenkaufprogramm (Jan. 2015)

SINTRA: EZB-Forum über Zentralbanken in Sintra (Jun. 2019)

STARKE NEBENEFFEKTE DER EXPANSIVEN GELDPOLITIK

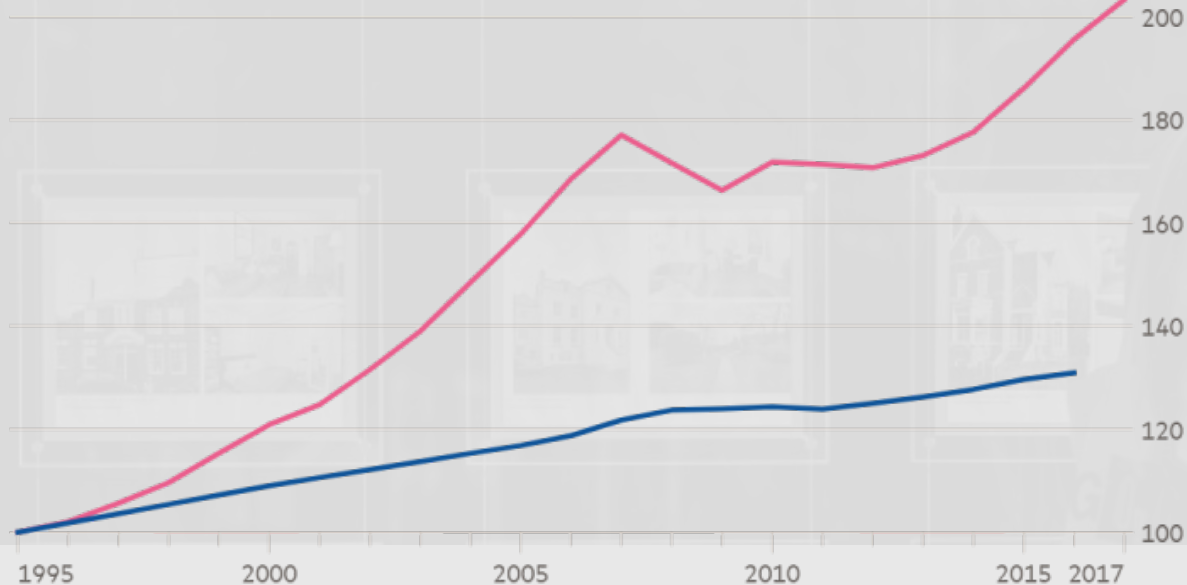
- Hohe Risikotoleranz der Anleger
- Lücken in der Altersvorsorge
- Mehr Ungleichheit
- Zombieunternehmen



IMMOBILIENPREISE STEIGEN SCHNELLER ALS EINKOMMEN

OECD-DURCHSCHNITT; INDIZES ANGEPASST

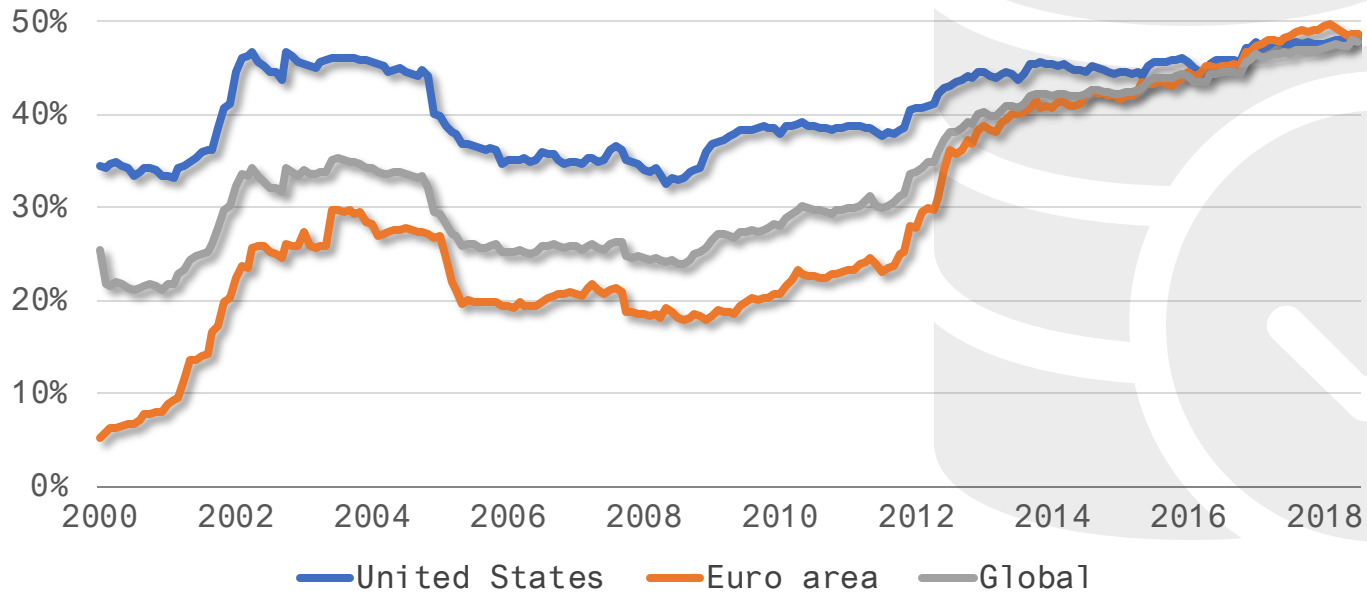
— Median income — House prices



Quelle: OECD, FT, Bloomberg.

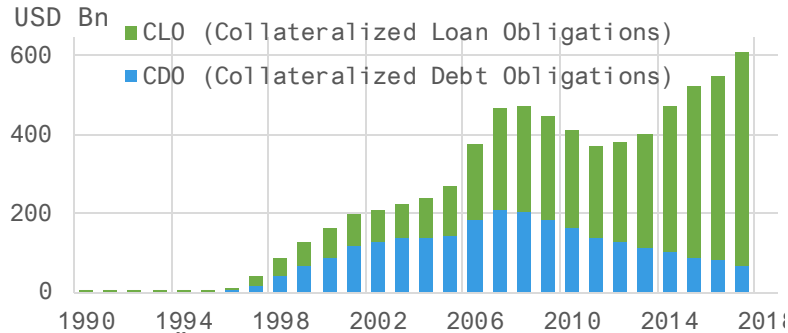
ANLEIHEMÄRKTE MIT HÖHEREN RISIKEN

QUALITÄTSSTRUKTUR DES INVESTMENT GRADE INDEX
(Prozentualer Anteil der BBB ratings im Index)

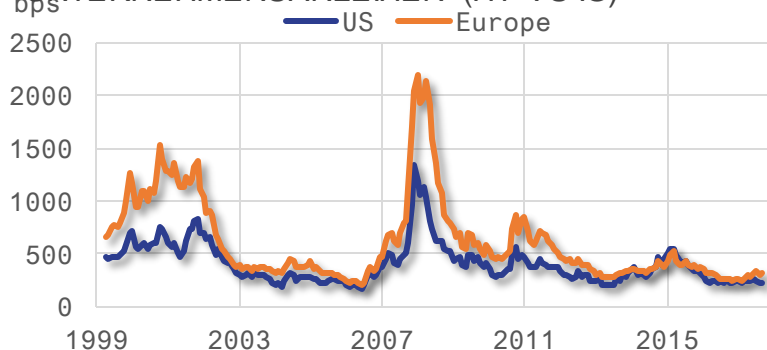


NEUE RISIKOSEGMENTE AN FINANZMÄRKTEN

US CDOS & CLOS (AUSSTEHENDES VOLUMEN)

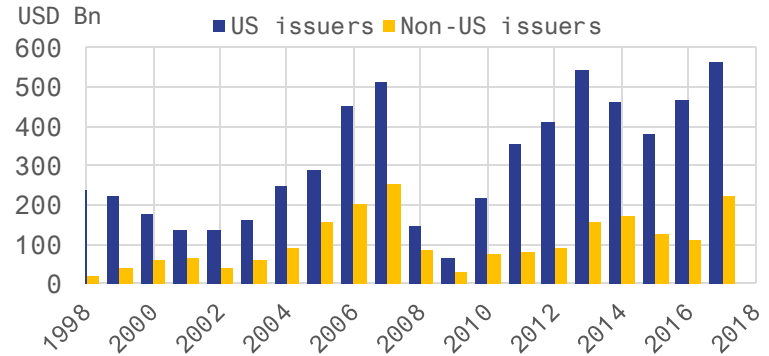


RISIKOPRÄMIEN BEI UNTERNEHMENSANLEIHEN (HY VS IG)

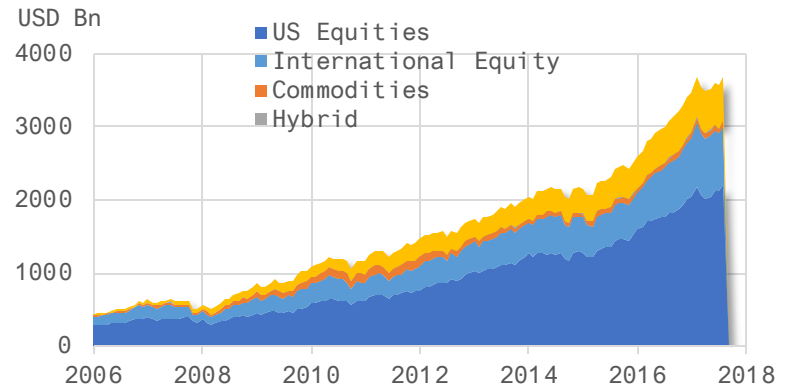


Quelle: Sfima, Allianz Research, S&P, LSTA, ICI.

EMISSIONSVOLUMEN GLOBAL LEVERAGED LOAN

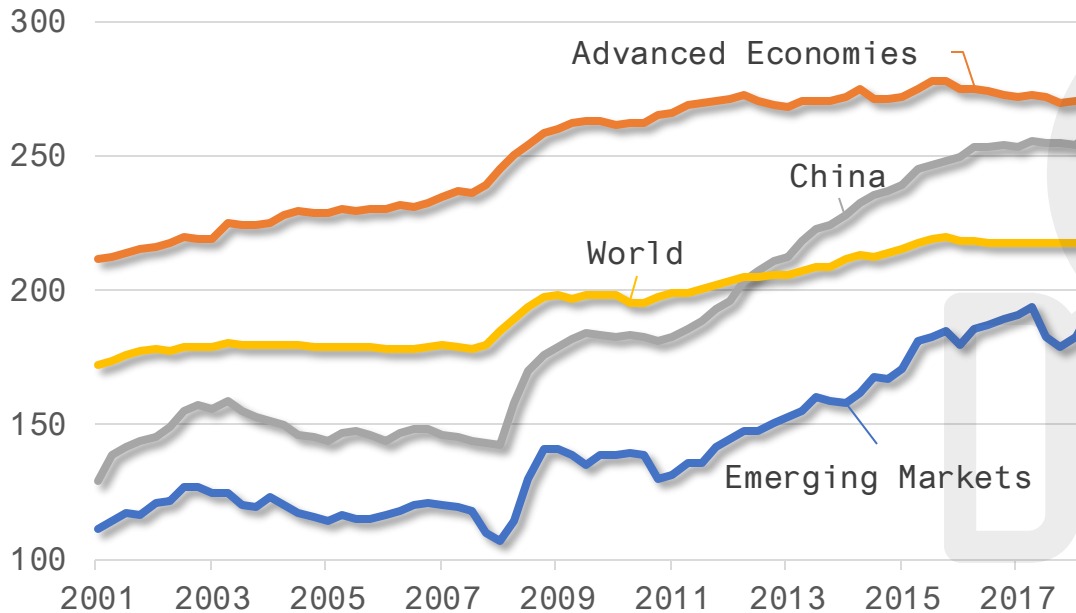


US ETF MARKT (NACH ETF-KLASSE)



DER UNAUFHALTSAME ANSTIEG DER SCHULDEN

WELTWEITE PRIVATE UND ÖFFENTLICHE SCHULDEN (OHNE FINANZSEKTOR) IN RELATION ZUM BIP

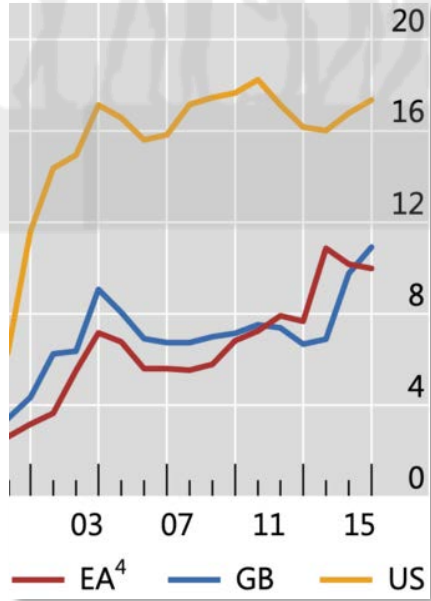


Quelle: BIS, Macroadvisors.

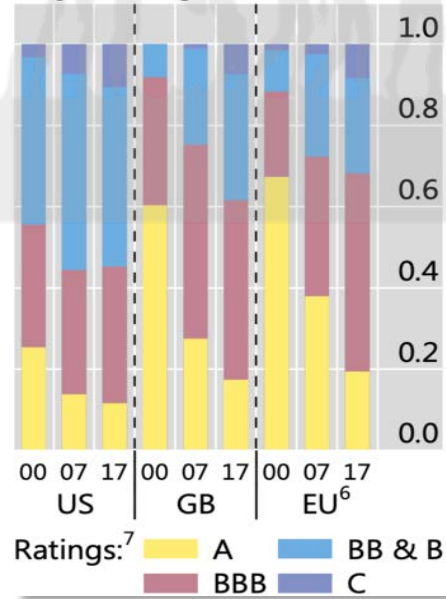
ZOMBIFIZIERUN

G

ANTEIL DER ZOMBIE-FIRMEN, %



RATINGVERTEILUNGEN, PROZENTPUNKTE



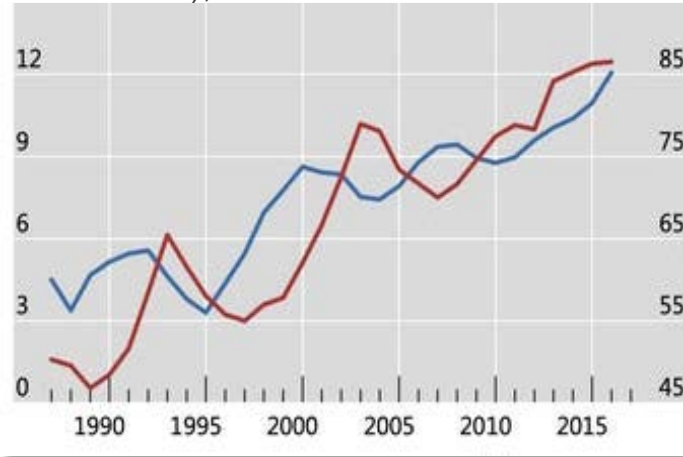
⁴ BE, DE, ES, FR, IT and NL.

⁷ A = Aaa-A3; BBB = Baa1-Baa3; BB and B = Ba1-B3; C = Caa1-C.

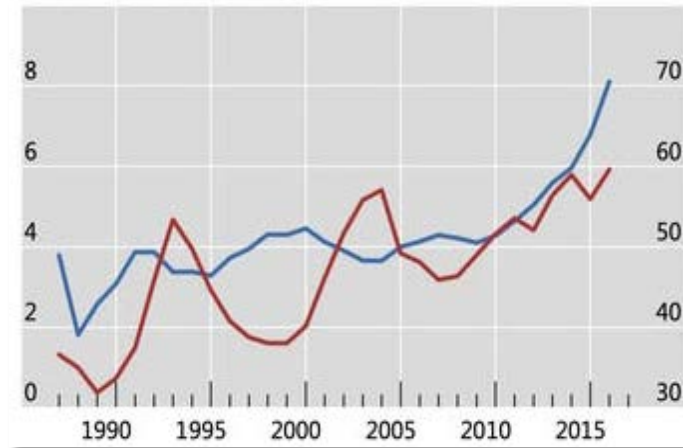
Quelle: BIS.

ZOMBIFIZIERUN G

ANTEIL DER ZOMBIE-FIRMEN (BREITE DEFINITION), %



ANTEIL DER ZOMBIE-FIRMEN (ENGE DEFINITION), %



Zombie-Aktien (lhs)

Wahrscheinlichkeit, ein Zombie zu bleiben (rhs)

ZUR ÜBERPRÜFUNG DER GELDPOLITIK: VORSCHLAG FÜR EINE ZWEIFLEISIGE STRATEGIE

1

INFLATIONSZIEL NEU KALIBRIEREN

- **Preisstabilitätsziel** auch mit Kerninflation, Eigenheimkosten und Inflationserwartungen definieren
- **Korridore** für die Inflation (z.B. 0-3%), alternativ Verlängerung des Zielzeitrahmens (3-4 Jahre)

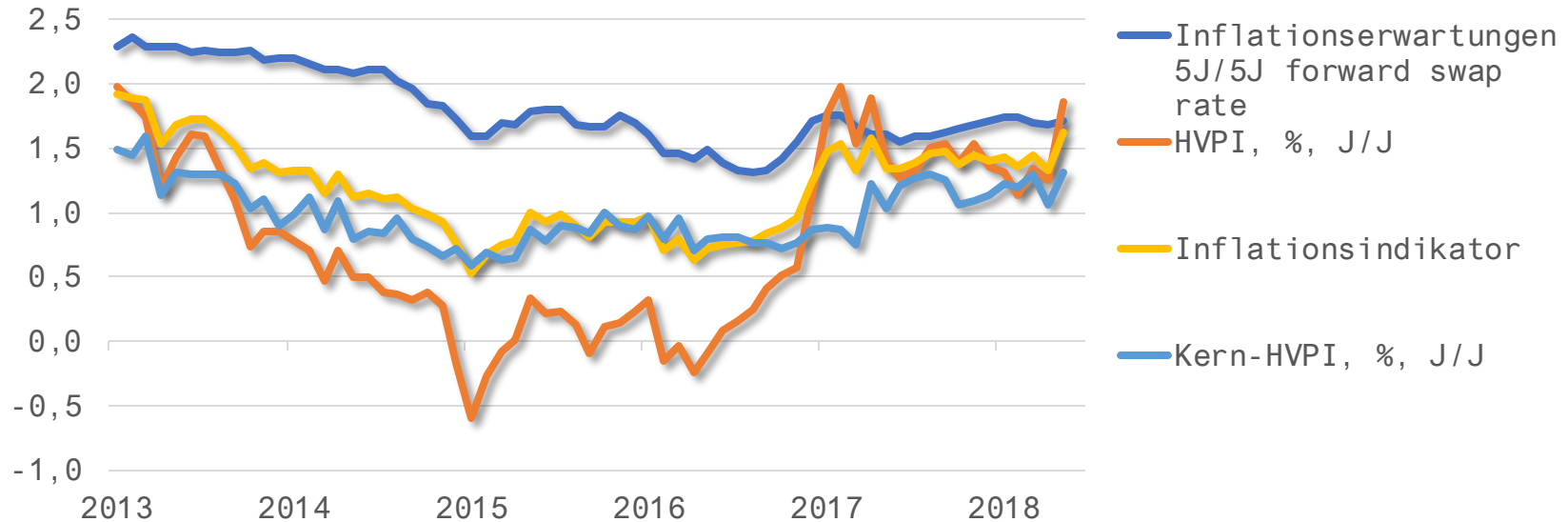
2

STÄRKERE BEACHTUNG VON NEBENEFFEKTEN AUF DIE FINANZSTABILITÄT

- **Gegen den Wind** leihen verbessert die mittelfristige Wachstumschancen
- **Kredit/BIP-Quote** als wichtiges Element des Finanzzyklus - stärker integrieren

EIN VORSCHLAG ZUR DEFINITION VON STABILITÄT

HVPI, KERNINFLATION UND INFLATIONSERWARTUNGEN IN EINEM INFLATIONSINDIKATOR



WAS PASSIERT, WENN DIE KONJUNKTUR WEITER NACHLÄSST?

QUANTITATIVE LOCKERUNG UND
NEGATIV- ZINSEN ALS NEUE
NORMALITÄT

„INTEGRATION“ VON GELD- UND
FINANZPOLITIK
(HELICOPTER MONEY)

UNABHÄNGIGKEIT VON
ZENTRALBANKEN IN GEFAHR

EINE WELT OHNE ZINSEN: VERMÖGENSPREISE DÜRFTEN SICH MITTELFRISTIG (3-4 JAHRE) WEITER (ÜBER-)STEIGERN

Risikotoleranz



Nachfrage nach Risikoaktiva bleibt hoch:
Aktien, PE, Unternehmensanleihen, Immobilien

Vermögenspreise



Vermögenspreisinflation dürfte bei hoher
Volatilität anhalten

Kreditwachstum



Der Kreditzyklus geht weiter



DANKE

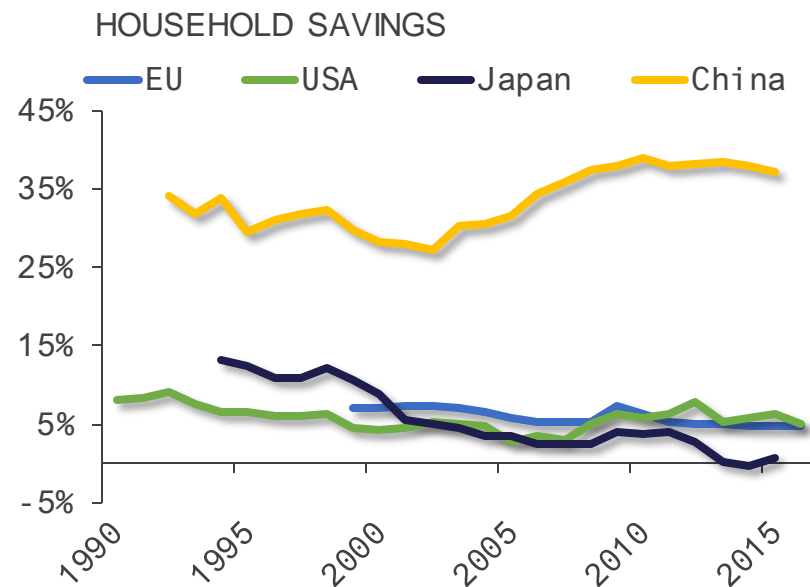
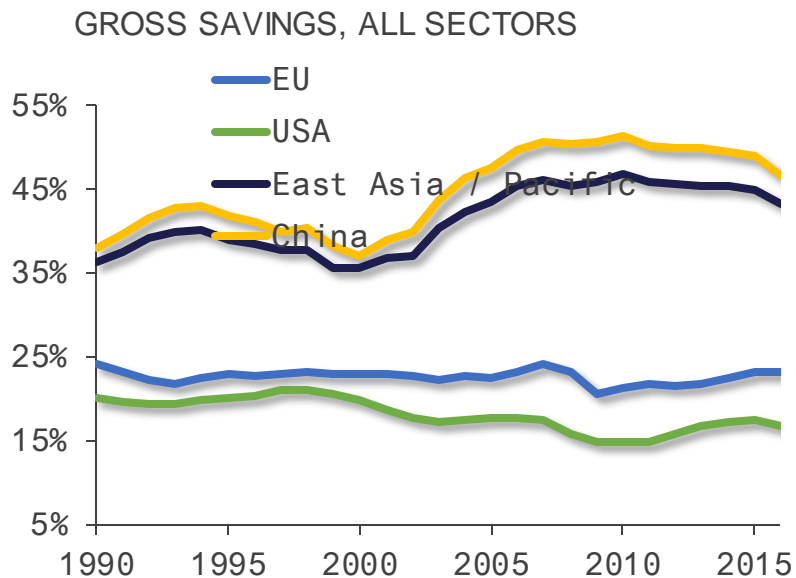
Prof.(hon). Dr. Michael Heise
heise@macroadvisors.de
twitter.com/mhheise
macroadvisors.de



Macroadvisors

APPENDIX

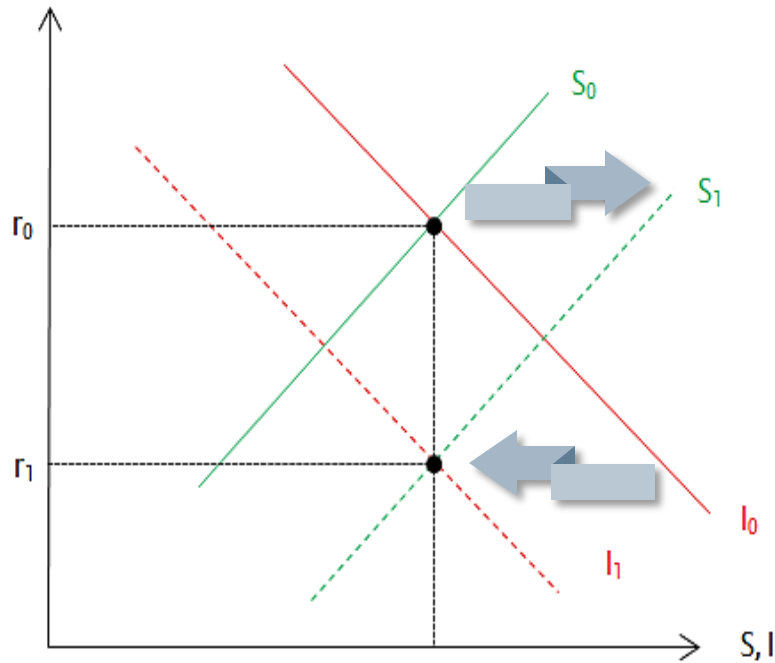
SAVINGS RATES BY GEOGRAPHY



Japan: It is the only large country that presents a secular decline in the savings rate. Its population has been slowing since the mid-1970 and the ageing of the society set in earlier and more forcefully compared to other countries. The growing number of elderly Japanese has an average lower saving rate than active workers and partly even draw down their wealth – a reminder of how much demography affects savings and how the retirement of baby boomers will decline our saving rate, particularly in the years after 2020.

Source: World Bank, OECD.

SHIFT IN SAVINGS AND INVESTMENT CURVE



r = real interest rate (global equilibrium interest rate)

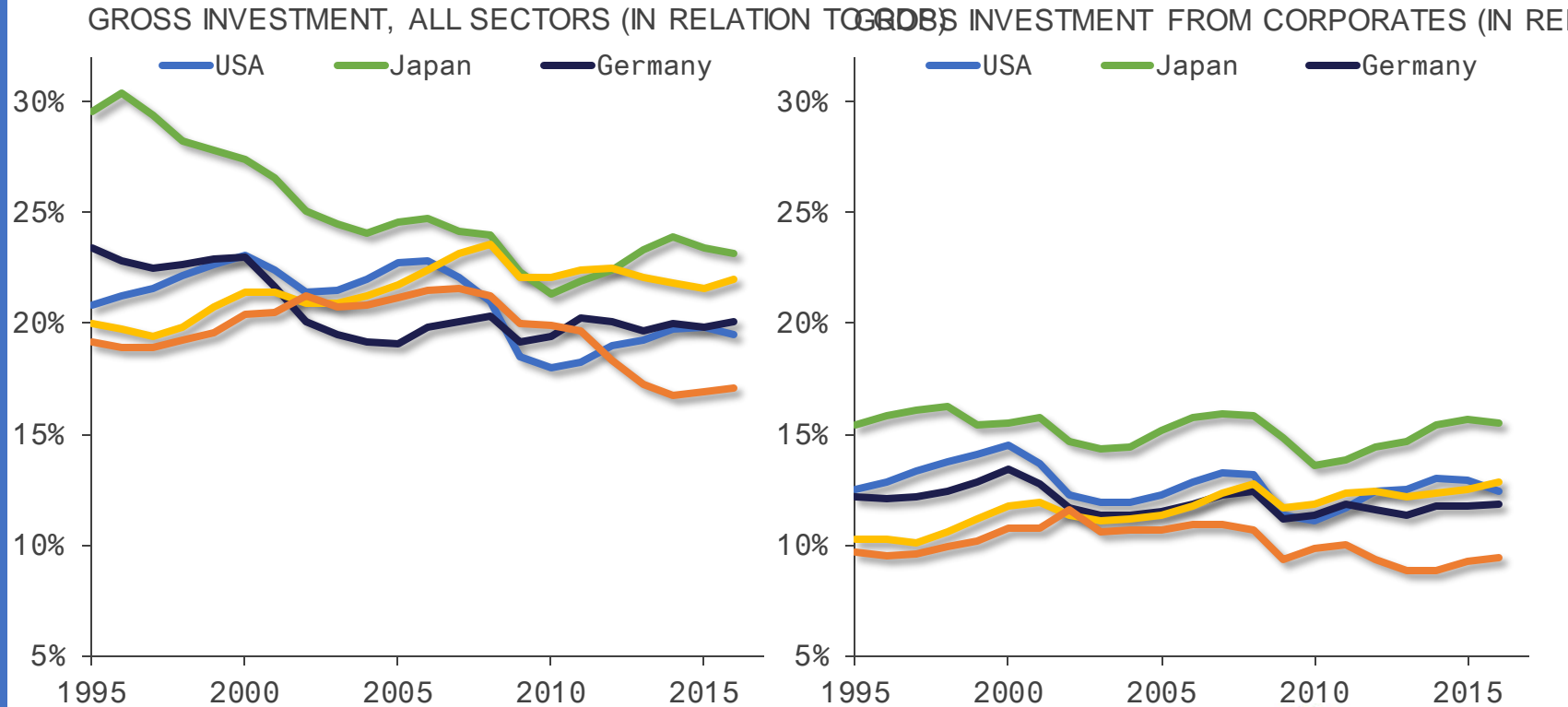
RIGHT SHIFT IN SAVINGS CURVE:

- Emerging markets
- Demography
- Income distribution

LEFT SHIFT IN INVESTMENT CURVE:

- Uncertainty
- Deleveraging
- Decline in public-sector investment
- Falling relative price of investment goods

INVESTMENT RATIOS IN INDUSTRIALIZED COUNTRIES



Source: World Bank, Eurostat.

WHERE ARE GLOBAL REAL INTEREST RATES HEADING IN THE LONG-TERM?

DRIVING FACTORS	IMPACT ON REAL INTEREST RATE: SLIGHTLY UP
Shift in saving curve <ul style="list-style-type: none"> • Demography: rising proportion of older people • Lower savings in emerging markets 	Upward
Shift in investment curve <ul style="list-style-type: none"> • Pressure from private sector deleveraging eases • Public-sector investment rises slightly • Importance of intangible investment remains high 	Slightly upward
Portfolio shifts <ul style="list-style-type: none"> • Little change of regulatory preference for government bonds • Preference for safe assets on the side of investors remains? 	Unchanged?
Productivity growth <ul style="list-style-type: none"> • Positive impact of information and 	Slightly upward