

markt:aktuell

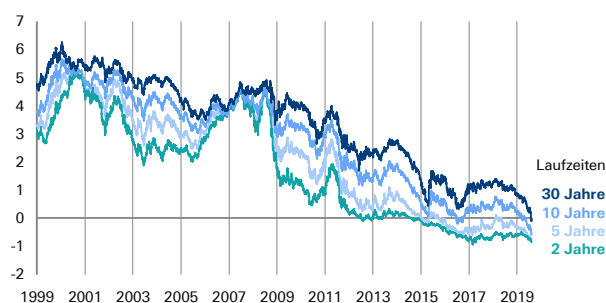
Kapitalmarktausblick KW 33

9. August 2019

Metzler: Negativzinsen sind neues Regime an den Finanzmärkten

Im August fiel nun auch die Rendite einer 30-jährigen Bundesanleihe ins Negative. Den Tiefpunkt erreichte sie bei -0,15 %. Das heißt: Anleger zogen lieber den sicheren Verlust ihrer Anlage von 4,5 % über 30 Jahre vor, als ihre Ersparnisse in andere Finanzwerte anzulegen. Dass nunmehr alle ausstehenden Bundesanleihen negativ verzinst sind, ist ein Anzeichen für ein neues Regime an den Finanzmärkten. Grundsätzlich gibt es dazu zwei entgegengesetzte Meinungen.

Neues Regime: Negativzinsen über alle Laufzeiten Renditen von Bundesanleihen, in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 8. August 2019

Laut dem ehemaligen Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds, Kenneth Rogoff, muss das Wirtschaftssystem nun so reformiert werden, dass der Zins völlig frei fallen kann. Dazu müsste vor allem die Nutzung von Bargeld abgeschafft oder stark eingeschränkt werden. Die Zentralbanken könnten dann in der nächsten Rezession den Leitzins auf -3,0 % oder sogar noch tiefer senken, und kein Sparer könnte sich dem Negativzins mehr entziehen, da die Banken dann diesen Zins auf alle Bankeinlagen anwenden könnten. Aus Sicht von Kenneth Rogoff beeinflusst dabei vor allem der Realzins die Wirtschaftsaktivität, also der Nominalzins abzüglich der Deflation. Es ist dann völlig unerheblich, ob ein negativer Realzins dadurch erreicht wird, dass der nominale Leitzins bei 3,0 % und die Inflation bei 6,1 % liegt (wie im September 1972 in Deutschland) oder ob der nominale Leitzins -3,0 % beträgt und die Inflation 0,0 % (wie es in der nächsten Rezession sein könnte).

Laut Vertretern der österreichischen Schule reflektiert der Zins dagegen die Zeitpräferenz der privaten Haus-

halte. Haben die privaten Haushalte eine geringe Präferenz für Gegenwartskonsum und eine hohe Präferenz für Konsum in der Zukunft, steigen die Ersparnisse, und der Zins fällt. Er kann jedoch in diesem Denkmodell nie unter 0 % fallen. Die gegenwärtigen Negativzinsen wären demnach eine Verzerrung des Zinsniveaus durch die Zentralbanken, um insolvente Unternehmen, Banken und Staaten künstlich am Leben zu erhalten – mit dem Nebeneffekt, Blasen an den Finanz- und Immobilienmärkten zu verursachen. Die Lösung wäre, das Geldsystem zu reformieren. Bisher produzierten die Geschäftsbanken neues Bar- und Buchgeld mit der Vergabe von Krediten. Die Banken erhielten dabei den Ertrag der Geldschöpfung als Gegenleistung für die effiziente Allokation des Sparkapitals. Die Finanzmarktkrise sowie die rekordhohe Verschuldung weltweit zeigen jedoch, dass die Banken oft zu einer exzessiven Kreditvergabe neigen. Dementsprechend sollte die Geldproduktion wieder an den Staat zurückgehen. Die Zentralbanken sollten daher eine staatliche Kryptowährung ausgeben, die zu 100 % durch Staatsanleihen gedeckt ist. Die Zentralbank würde wahrscheinlich die Geldmenge jedes Jahr um einen bestimmten Prozentsatz anheben und das neue Geld dem Staat zur Verfügung stellen. Die Zinssteuerung der Zentralbank entfielen dann, da sie nicht mehr die Geldproduktion der Geschäftsbanken steuern müsste. Der Zins würde sich dann frei an den Kapitalmärkten bilden und dann wieder ins Positive zurückkehren – sofern die Theorie der Zeitpräferenz zutrifft. Neben einem (wahrscheinlich) stabilen Geld hätte der Übergang zum neuen Geldsystem den angenehmen Nebeneffekt, dass die Staatsverschuldung merklich sänke.

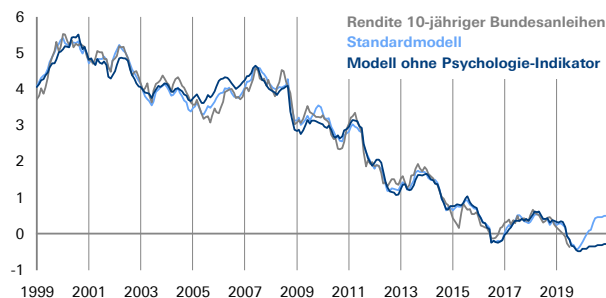
Zurück zur aktuellen Situation: Die Vermutung liegt nahe, dass zunächst der Weg in Richtung negative Zinsen weiterverfolgt wird und eine Reform des Geldsystems erst einmal Plan B bleibt. Eine Reform des Geldsystems wäre mit vielen Unwägbarkeiten verbunden. Es könnte hilfreich sein, wenn erst einmal ein kleines Land wie Neuseeland oder die Schweiz eine solche Reform ausprobieren würde.

Der Reformdruck auf das Geldsystem wird auch von der weiteren Zinsentwicklung abhängen. So verwenden wir schon seit vielen Jahren ein Prognosemodell, dass

die Renditeentwicklung auch im neuen Regime gut erklären zu können scheint. Auf Basis unserer Prognosen signalisiert das Modell einen Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis auf 0,5 % im nächsten Jahr. Die Prognose eines Renditeanstiegs hängt jedoch nur von einem Faktor ab – von der Psychologie. So haben wir in einer Variablen die Zinserwartungen der Finanzmarktakteure berücksichtigt. In der Vergangenheit erwarteten die Finanzmarktakteure in der Mehrheit überwiegend steigende Renditen und waren wahrscheinlich entsprechend positioniert, sodass sie überrascht wurden und ihre Positionierung anpassen mussten. Derzeit gibt es jedoch eine rekordhohe Zahl unter den Finanzmarktakteuren, die fallende Renditen erwarten – geradezu eine Euphorie. Sie könnten im kommenden Jahr überrascht werden, sodass sie ihre Positionierung anpassen müssten und somit zu einem Renditeanstieg beitragen könnten. Die Frage ist nur, ob die Psychologie die gleiche Rolle im neuen Regime spielt wie in der Vergangenheit. Hätte die Psychologie ihre Einflusskraft verloren, würde die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen voraussichtlich bis Ende 2020 nur seitwärts tendieren.

Könnte die große Zinseuphorie für eine Trendwende im nächsten Jahr sorgen?

in %



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31. Juli 2019

Europa: Deutschland in der Rezession, Brexit, Neuwahlen in Italien

Das BIP (Mittwoch) in Deutschland dürfte im zweiten Quartal geschrumpft sein und könnte damit den Auftakt zu einer Rezession signalisieren, zumal der ifo-Index und die Einkaufsmanagerindizes ebenfalls anhaltend schwach sind. Auch der ZEW-Index (Dienstag) dürfte fallen und so untermauern, dass die Risiken für die Wirtschaft gestiegen sind. Hinzu kommt, dass sich die

Arbeitsmarktdaten immer weiter verschlechtern und ein Anstieg der Zahl der Arbeitslosen schon jetzt zunehmend erkennbar wird. Langsam scheint auch die deutsche Politik aufzuwachen und immerhin über staatliche Mehrausgaben zu diskutieren.

Seit dem Amtsantritt Boris Johnsons sind die Umfragewerte für die Konservativen von etwa 20 % Ende Mai auf zuletzt über 30 % gestiegen – zulasten der Brexit-Partei von Nigel Farage, aber auch zulasten der Labour-Partei. Nach Berechnungen von JP Morgan könnten die Konservativen damit bei Neuwahlen etwa 329 Sitze gewinnen und mit einer Mehrheit von 13 Sitzen alleine regieren. Es wäre ein großer Wahlerfolg für Boris Johnson – und er hätte die Legitimation für einen harten Brexit. Die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit haben wir demnach auf etwa 50 % angehoben.

Lange wurde darüber spekuliert – jetzt geht der italienische Innenminister Salvini den Weg zu Neuwahlen, die er laut Umfragen haushoch gewinnen könnte. Bis es soweit ist, könnte es jedoch Frühjahr 2020 werden.

USA: Stabile Wirtschaft

Im Vergleich zum Rest der Welt entwickelt sich die US-Wirtschaft sehr stabil mit einem starken Arbeitsmarkt und ordentlichen Wachstumsraten. Der Philadelphia Fed Index (Donnerstag), die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) sowie die Industrieproduktion (Donnerstag) dürften die relative Stärke der US-Wirtschaft unterstreichen. Die USA glänzen sogar mit einer normalen Inflationsrate (Dienstag).

China: Schwächelnde Konjunktur

Die Industrieproduktion (Mittwoch), die Einzelhandelsumsätze (Mittwoch) und die Arbeitsmarktdaten (Mittwoch) dürften zeigen, dass die chinesische Konjunktur eine Schwächephase durchläuft. Die Regierung hat jedoch genug Spielraum, um gegenzusteuern.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.