

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 34

16. August 2019

Metzler: Das Geldsystem hat seine Grenzen erreicht

Die Finanzmarktakteure erwarten laut Forward-Kurve, dass die EZB in Reaktion auf die schwachen Konjunkturdaten den Einlagesatz reduziert – von derzeit -0,4 % bis auf -0,7 %. Sie würde damit die Profitabilitätsprobleme der europäischen Banken allerdings noch verschärfen, da die Banken gegenwärtig auf den größten Teil der Guthaben ihrer Kunden keine negativen Zinsen erheben können, ihre eigene Liquidität jedoch zu Negativzinsen bei der EZB anlegen müssen. Wahrscheinlich könnte die EZB daher den Einlagesatz nicht über -0,7 % hinaus weiter senken, ohne das europäische Bankensystem in Gefahr zu bringen. Eine Staffelung der Einlagezinsen der Geschäftsbanken bei der EZB würde zwar etwas Erleichterung bringen, das grundsätzliche (Profitabilitäts-) Problem aber nicht lösen. Daher könnte das aktuelle Geldsystem nun an seine Grenzen gestoßen sein.

Nur ein umfangreicher fiskalischer Stimulus in der Eurozone könnte das jetzige System erhalten: Eine Wachstumserholung würde wieder höhere Renditen von Anleihen ermöglichen, sodass die Geschäftsbanken wieder mehr Anlagen mit einer positiven Verzinsung in der Eurozone finden könnten. Insbesondere Deutschland steht hierbei in der Verantwortung und sollte jetzt staatliche Mehrausgaben für Bildung, Infrastruktur sowie Forschung & Entwicklung planen. Je länger Deutschland wartet, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass unter massivem internationalen Druck hektisch sinnlose Ausgabenprogramme auf den Weg gebracht werden müssen. Idealerweise würde Deutschland die Initiative zu einer umfangreichen Deregulierungswelle in Europa ergreifen, um den Anreiz für Investitionen zu erhöhen (siehe folgenden Text zum Brexit). Die Einkaufsmanagerindizes (Donnerstag) werden zeigen, wie stark der Wachstumsschaden in der Eurozone schon jetzt ist.

Bleibt ein umfangreicher fiskalischer Stimulus in der Eurozone aus, müsste das Geldsystem so reformiert werden, dass die Geschäftsbanken negative Zinsen auf alle Kundenguthaben erheben können. Dazu müsste die Verfügbarkeit von Bargeld stark eingeschränkt werden. Der Leitzins in der Eurozone könnte dann unbegrenzt fallen.

Ein größerer Schritt wäre ein Systemwechsel zu Vollgeld: Die Staatsschulden sänten merklich, die Geldpro-

duktion verstetigte sich und das neue Geld käme via Staatsausgaben oder Steuersenkungen in der Realwirtschaft an. Die Abhängigkeit vom monetären Transmissionsmechanismus wäre nicht mehr gegeben, und der Zins könnte sich ohne Eingriff einer Zentralbank frei am Kapitalmarkt bilden. Die EZB könnte das Vollgeld auch als digitale Währung ausgeben.

Interessanterweise scheint China zwar nicht den Weg zum Vollgeld zu gehen, aber eine staatliche digitale Währung einführen zu wollen. Dieser Schritt wird anscheinend schon seit 2014 vorbereitet. Bisher sind die Informationen noch spärlich: Die digitale Währung soll nicht auf dem Blockchain-Verfahren beruhen, da es nicht genügend Transaktionen ermöglicht. Auch sollen sowohl die Geschäftsbanken als auch die Zentralbank die digitale Währung schöpfen können.

Brexit: EU trägt Mitschuld

Im Jahr 2012 veröffentlichten fünf Politiker der britischen Konservativen ein Buch mit dem Titel „Britannia Unchained“. Darin argumentieren sie für eine Politik der Deregulierung und Befreiung der Marktkräfte. Das Buch empfahl Australien, Kanada und asiatische Tigerstaaten wie Singapur als Vorbild für bestimmte Reformen. Vier der Politiker sitzen heute im Kabinett der Regierung Boris Johnson. Aus ihrer Sicht ist die EU zweifellos zu einem Bürokratiemonster verkommen. Die europäische Datenschutz- oder die europäische Verpackungsordnung sind nur zwei jüngste Beispiele dafür. Ein weiteres Beispiel zeigt, dass China europäische Unternehmen beim Bau der Seidenstraße abhängt (Handelsblatt online vom 15.8.2019):

„Die EU investiere in den möglichen Beitrittsländern auf dem Balkan zwar deutlich mehr Geld als China, so Thomas Eder vom Mercator Institute for China Studies (Merics). Aber in der öffentlichen Wahrnehmung dort dominiere China mit seinen Angeboten. Pekings Unternehmen kämen auch deshalb zum Zuge, weil die EU bei den von ihr vorgeschlagenen Projekten zu langsam und bürokratisch sei: ‚Die Ausschreibungsvorgaben sind vielfach zu kompliziert und die Umweltprüfungen zu langwierig, als dass die dortigen Regierungen sie mit ihren Wahlzyklen vereinbaren könnten‘, konstatiert der Experte.“

Europäische Unternehmen scheinen also immer mehr Zeit zur unproduktiven Erfüllung regulatorischer Vorgaben aufwenden zu müssen und immer weniger Zeit für ihre produktive Kernkompetenz zu haben. Die Sorge der Briten ist daher verständlich, dass die EU zunehmend jegliche Wirtschaftsdynamik mit ihrer ausufernden Bürokratie zum Erliegen bringt. Besser wäre eine Einsicht in die eigenen Fehler innerhalb der EU und ein ausgeprägter Reformwillen.

USA: Ungewöhnliche Zeiten

Normalerweise befände sich eine US-Notenbank nicht in einem Leitzinssenkungszyklus, wenn wie im Juli die Kerninflation auf 2,2 % steigt und die Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze von nur 1,4 % im Dezember 2018 auf 3,4 % im Juli 2019 klettert. Die US-Notenbank dürfte jedoch mit ihren voraussichtlichen Leitzinssenkungen im September und Oktober auf die zu erwartende Verlangsamung der Konjunktur in den USA reagieren. So sorgt der erneut eskalierte Handelskonflikt für eine hohe Unsicherheit bei den Unternehmen, was eine große Investitionszurückhaltung in den USA zur Folge haben könnte. Entsprechend fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen seitdem merklich und lag

kurzzeitig sogar unter dem Renditeniveau zweijähriger US-Staatsanleihen. Seit dem Zweiten Weltkrieg war gerade eine negative Renditedifferenz zwischen einer zehnjährigen und einer zweijährigen US-Staatsanleihe der zuverlässigste Frühindikator für eine Rezession. Die Rezessionsrisiken sind somit merklich gestiegen und erfordern daher die erwarteten Leitzinssenkungen der US-Notenbank.

Was würde jedoch passieren, wenn die allgemein erwartete Wachstumsabkühlung nicht eintritt? In diesem Fall wäre der US-Anleihemarkt massiv fehlgepreist. Die kommenden Konjunkturdaten – Einkaufsmanagerindex (Donnerstag) und Neubauverkäufe (Freitag) – werden zeigen, wie stark US-Unternehmen und private Haushalte auf die hohe Unsicherheit reagieren und wie stark die negativen Ansteckungseffekte der globalen Wachstumsabkühlung auf die US-Wirtschaft sind.

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.