

markt:aktuell

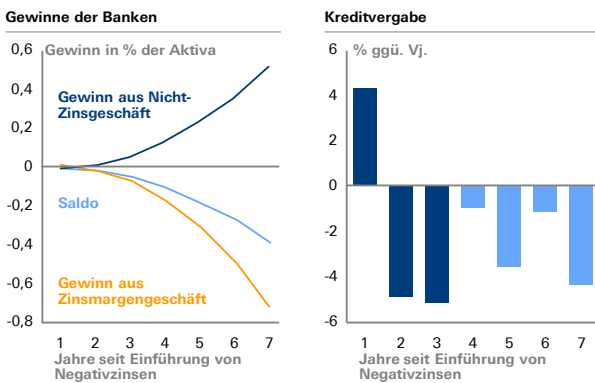
Kapitalmarktausblick KW 44

23. Oktober 2020

Sind Negativzinsen nun schädlich für die Wirtschaft oder nicht?

Eine Studie der US-Notenbank¹ vom September dieses Jahres hat die Auswirkungen von Negativzinsen auf das Bankensystem und die Kreditvergabe untersucht. Dabei wurden 5.300 Banken in 28 Ländern betrachtet. Das Ergebnis: Im ersten Jahr nach Einführung von negativen Leitzinsen verzeichnen die Banken noch steigende Gewinne aufgrund gestiegener Kurse von Anleihen in ihrem Bestand. Schon ab dem zweiten Jahr sinkt der Gewinn, da die Zinsmarge schrumpft und dieses Schrumpfen nicht mit Gewinnen aus Nicht-Zinsmargengeschäften ausgeglichen werden kann. Dementsprechend steigt die Kreditvergabe typischerweise im ersten Jahr von Negativzinsen, fällt dann aber ab dem zweiten Jahr. Die Schlussfolgerung der Studie ist daher, dass negative Leitzinsen kontraproduktiv sind – das Ziel der Geldpolitik einer Konjunkturstimulierung würde somit verfehlt.

Negativzinsen bedeuten laut US-Notenbank schrumpfende Kreditvergabe



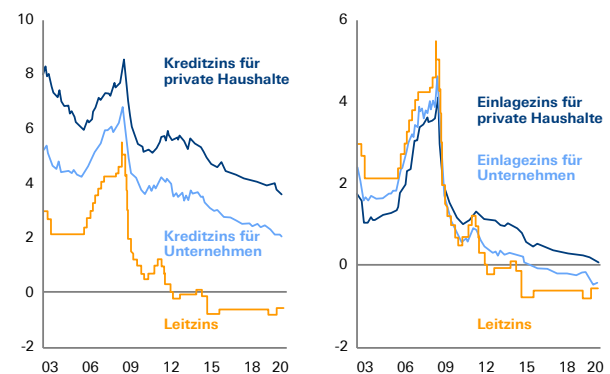
Quellen: Federal Reserve Bank of San Francisco, Metzler

Im Oktober veröffentlichten Volkswirte der dänischen Zentralbank dann eine Analyse über die Erfahrungen Dänemarks mit Negativzinsen. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, dass Zinssenkungen im negativen Bereich genauso wirken wie Zinssenkungen im positiven Bereich. So sind im Einklang mit den Leitzinssenkungen die Kreditzinsen für Unternehmen und Konsumenten gesunken. Die Sorge, dass Banken die Kreditzinsen anheben könnten, um ihre Zinsmarge zu schützen, bestä-

tigte sich nicht. Auch konnten die Banken die Einlagezinsen für Konsumenten und Unternehmen zunehmend in Richtung des negativen Bereichs senken. Interessanterweise reagierten die Unternehmen laut der Studie mit höheren Investitionsausgaben auf die Negativzinsen für ihre Einlagen.

Negativzinsen funktionieren dagegen in Dänemark nach den Wünschen der Zentralbank

Zinsen in %



Quellen: <https://voxeu.org/article/negative-interest-rates-danish-experience>, Metzler

Die spannende Frage ist nun, wer Recht hat. Die Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zeigen, dass die Kreditvergabe in Dänemark in den vergangenen Jahren moderat gewachsen ist. Ein Schrumpfen der Kreditvergabe war somit nicht zu beobachten. Das könnte damit zusammenhängen, dass die dänischen Banken schon früh negative Einlagezinsen für Unternehmen erhoben haben. Negativzinsen scheinen somit aus makroökonomischer Perspektive dann erfolgreich zu sein, wenn der Bankensektor seine Zinsmarge schützen kann, indem er die Negativzinsen zunehmend an die privaten Haushalte und Unternehmen weitergibt. Auch in der Eurozone sind ein Rückgang der Kredit- und Einlagezinsen sowie eine dynamisch wachsende Kreditvergabe (Dienstag) zu beobachten, sodass die EZB (Donnerstag) keinen Druck fühlen dürfte, das Experiment mit den negativen Zinsen bald zu beenden – zumal eine Bereinigung des Bankenmarktes in Europa politisch gewünscht zu sein scheint

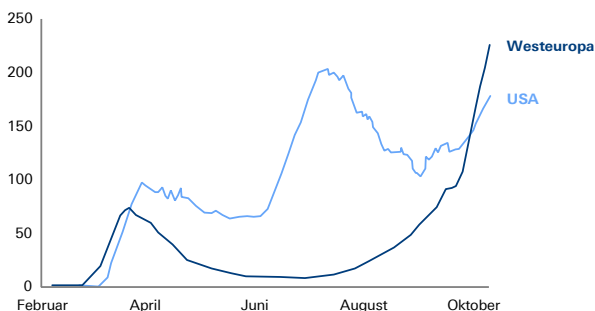
¹ <https://mailchi.mp/sf.frb.org/frbsf-economic-letter-1569088?e=facea59635>

und in den vergangenen Wochen die Fusionsphantasie in Europa zugenommen hat. Die Wirtschaftspolitik dürfte vor diesem Hintergrund nichts unternehmen, was die Banken vom Profitabilitätsdruck entlasten könnte. Auch haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven in der Eurozone aufgrund der zweiten Welle der Covid-Pandemie in den vergangenen Wochen merklich verschlechtert. Was also wird die EZB tun, um die Konjunktur in der Eurozone zu stabilisieren? Eine Aufstockung des PEPP-Programms erscheint derzeit am wahrscheinlichsten. Da die Banken in der Eurozone die Einlagen bisher nur vorsichtig reduziert haben, wäre es wahrscheinlich zu früh für weitere Leitzinssenkungen.

Europa managt die Covid-19-Pandemie schlechter als Donald Trump

Seit Anfang Oktober sind höhere Zahlen an Neuinfektionen in Europa als in den USA zu beobachten. Nachdem Europa die Pandemie lange Zeit sehr gut gemanagt hat, ist sie in den vergangenen Wochen außer Kontrolle geraten. Es drohen somit weitere Lockdown-Maßnahmen, die die europäische Konjunktur empfindlich belasten dürften.

Schlechtes Management der Pandemie in Europa Neue Infektionen pro eine Millionen Einwohner, gleitender Durchschnitt über sieben Tage



Quellen: Our World in Data, J.P. Morgan, Metzler

Die Konjunkturperspektiven haben sich somit merklich eingetrübt. Immerhin scheint die Industrie trotz Corona von der Erholung des Welthandels zu profitieren und anhaltend wachsen zu können. Für den Dienstleistungssektor hat sich die Perspektive jedoch erheblich verschlechtert. Immerhin könnte die gute Entwicklung in der Industrie den voraussichtlichen Fall des ifo-Index

(Montag) und des Geschäftsklimaindex der EU (Donnerstag) zumindest etwas bremsen.

Europa war eigentlich schon auf einem guten Weg, den Wachstumseinbruch vom Frühjahr wieder aufzuholen, was die BIP-Daten (Freitag) vom dritten Quartal mit einem Anstieg von knapp 10 % zum Vorquartal eindrücklich belegen dürften. Auch die Inflation (Freitag) dürfte im Oktober negativ geblieben sein.

US-Dollar profitiert nicht mehr von guten Konjunkturdaten und von den Perspektiven auf ein zweites großes Konjunkturpaket

In dieser Woche war auffallend, dass der US-Dollar nicht positiv auf gute US-Konjunkturdaten und verbesserte Konjunkturperspektiven reagierte. Die Konjunkturdaten versprechen auch in der kommenden Woche solide zu bleiben: Das dürften Neubauverkäufe (Montag), Auftragseingänge (Dienstag) und das Konsumentenvertrauen (Dienstag) zeigen. Auch in den USA war das dritte Quartal stark; es wird ein Anstieg des BIP (Donnerstag) von etwa 8 % zum Vorquartal erwartet.

Die Schwäche des US-Dollars könnte damit zusammenhängen, dass das sogenannte „Zwillingsdefizit“ zurückkehrt. So befeuern die staatlichen Einkommenshilfen für die privaten Haushalte den Konsum. Viele Konsumgüter werden jedoch importiert, und die Handelsbilanz (Mittwoch) verschlechtert sich derzeit erheblich. Die Regierung in China hingegen half überwiegend den Unternehmen fiskalisch und kaum dem inländischen Konsum. Gleichzeitig explodieren in den USA die staatlichen Defizite zur Finanzierung der fiskalischen Konjunkturlösungen. Der US-Dollar könnte somit perspektivisch zur Schwäche neigen – zumal viele asiatische Länder derzeit in erheblichem Ausmaß am Devisenmarkt intervenieren. Das geschieht weniger über die Zentralbank, sondern überwiegend über das heimische Bankensystem, sodass die Statistik der Devisenreserven politisch besser aussieht.

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.