

Aktueller Kommentar

Im Kaninchenbau

24. Juni 2015

Derzeit findet man in Finanzmarktkommentaren häufig Ausdrücke wie „verkehrte Welt“ oder „Alice im Wunderland“. Jüngst hat sogar der japanische Notenbankchef Kuroda das notwendige bedingungslose Vertrauen in die Inflationswirkung der japanischen Geldpolitik mit einem Zitat aus Peter Pan beschrieben, in dem Peter sagte, dass man (in seiner Welt) seine Fähigkeit zu fliegen in dem Moment verliert, in dem man anfängt daran zu zweifeln.

Dabei dürfte die zunehmende Verwendung derartiger Metaphern aus der Märchenwelt wohl kein Zufall sein. Vielmehr kommt hierin die verbreitete Ratlosigkeit bei der Erklärung der jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten zum Ausdruck. Diese Verunsicherung griff um sich, als nicht nur die Einlagenzinsen von Notenbanken, sondern auch die Renditen von Staatsanleihen unter 0% fielen und damit in der Tat die Welt – zumindest wie sie den meisten von uns in den volkswirtschaftlichen Einführungskursen erklärt wurde – auf den Kopf stellten. Danach ist der Zins der Preis für das Aufschieben des Konsums. Eine Grundannahme der Konsumtheorie ist allerdings, dass die Menschen den Konsum eines Gutes in der Gegenwart höher einschätzen als den Konsum des gleichen Gutes in der Zukunft, sie also eine Gegenwartspräferenz haben und damit auf keinen Fall bereit sind, für einen Konsumaufschub auch noch Geld zu bezahlen, i.e. negative Zinsen zu akzeptieren. Damit wurde die sogenannte Null-Zins-Schranke für nominal Zinsen begründet. Nun kann es aber durchaus rational sein, dass man mit Blick auf ein zukünftiges Rentnerdasein für die Option, in der Zukunft die finanziellen Mittel für Konsumausgaben zur Verfügung zu haben, eine Prämie zahlt – mit anderen Worten einen negativen Zins akzeptiert. Allerdings kann diese Prämie nicht wesentlich höher ausfallen, als die Kosten der privaten Aufbewahrung und Versicherung des entsprechenden Geldbetrages. Das heißt, es gibt – solange es Bargeld gibt – so etwas wie eine Null-Zins-Schranke, die allerdings leicht unter Null liegen dürfte.

Als aber nach der EZB-Ankündigung von QE die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen in den ersten Monaten des Jahres ihre Talfahrt beschleunigt fortsetzten und in der Spitze die deutsche Renditestrukturkurve bis zu Laufzeiten von 8 Jahren unter die Nulllinie fiel und damit eintrat, was es nach der reinen Theorie nicht geben dürfte, stellte sich trotzdem eine gewisse Ratlosigkeit ein.

Zumal negative Renditen auch kaum mit den Implikationen der neoklassischen Wachstumstheorie in Einklang zu bringen sind, jedenfalls solange man von im Trend positiven Wachstumsraten des BIP ausgeht. Nach der von Edward S. Phelps formulierten goldenen Regel der Akkumulation entspricht im Gleichgewicht die Grenzproduktivität des Kapitals dem Zins und damit auch in etwa der Wachstumsrate des BIP. Wie konnte man dann bei einem mittelfristigen nominalen BIP-Wachstum von 2% bis 3% in Deutschland einen Zehnjahreszins von lediglich 0,08% für deutsche Bundesanleihen(20.04.) erklären?

Eine neue Hypothese war schnell gefunden: Die Liquiditätsflut infolge der EZB-Käufe von monatlich EUR 60 Mrd. Der Widerspruch zur Gegenwartspräferenz konnte vermeintlich dadurch aufgelöst werden, dass bei weiteren Ankäufen durch die Notenbanken bei relativ begrenztem Angebot ein weiteres Absinken der Zinsen erwartet werden könne. Die dadurch entstehenden Kursgewinne wären dann die Entschädigung für den Konsumverzicht. Dies ist eine Variante der Greater Fool-Theorie, bei der die Notenbanken durch ihre Ankaufprogramme quasi die Rolle des Greater Fools übernehmen. Allerdings gibt es bei dieser Interpretation eine Untergrenze bei -0,2%, dem Zinsniveau, das die EZB bei ihren Käufen derzeit aufgrund selbstgesetzter Regeln nicht unterschreiten kann.

Als weitere Erklärungen für weiter ins Negative abrutschende Zinsen wurden Liquiditätsüberlegungen, regulatorische Gründe oder interne Anlagerichtlinien angeführt, die institutionellen Anlegern wie z.B. Banken, Lebensversicherungen oder auch Zentralbanken kaum Alternativen zu weiteren Investitionen in Staatsanleihen böten. Zumal viele Alternative Anlagen durch Herabstufungen der Ratings belastet wurden.

Man könnte auch noch das Argument anführen, dass für ausländische Investoren ein erwarteter Wechselkursgewinn die negative Rendite kompensieren könnte. In der Tat würde man auf Basis der „covered interest rate parity“ eine Aufwertung des Euro gegenüber beispielsweise dem USD erwarten, um einen Investor für die rund 150 Basispunkte niedrigeren Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen im Vergleich zu amerikanischen Staatsanleihen zu entschädigen. Aber dies ist eben mal wieder die Theorie. In der Praxis haben ausländische Investoren die Währungen bei Engagements in der Eurozone meist abgesichert. Sie haben also eher mit einer Abwertung des Euro gerechnet.

Ab Mitte April kam es dann zu einem massiven Rückschlag an den Märkten. Die Renditen stiegen zeitweise auf 1% an. Diesmal wurde – nachdem zuvor die durch die EZB verursachte Liquiditätsflut als Begründung für den Renditeverfall angeführt wurde – auf einmal der Mangel an Liquidität, wenn nicht als Ursache, so doch zumindest als Verstärker des Prozesses angeführt und dies, obwohl niemand ernsthaft glaubte, dass die EZB aufgrund minimal besserer Konjunktur- und Inflationsdaten ihr Kaufprogramm vorzeitig reduzieren würde. Rein ökonomische Erklärungen können diesen Widerspruch nicht auflösen, zumal sich alle Analysten einig sind, dass wir uns auf unbekanntem Terrain befinden und damit die Erfahrungen der Vergangenheit nur sehr begrenzt anwendbar sind. Die Verhaltensökonomie beschreibt diesen Zustand als den Verlust mentaler Modelle. Mentale Modelle braucht der Mensch, um seine Umwelt zu strukturieren und sich in ihr zurechtzufinden. Werden aus diesen Vorstellungen resultierende Erwartungen zu häufig von der Realität widerlegt, sucht der Mensch (Anleger) nach neuer Orientierung und wird damit anfällig für systematische Wahrnehmungsfehler. Dabei spielt der nahezu unwiderstehliche Zwang, für jeden – noch so zufälligen – Prozess eine Erklärung zu finden, eine entscheidende Rolle. Man akzeptiert dann auch eher abstruse Beiträge, die man mit intaktem mentalem Modell zur Seite gewischt hätte. Da dies vielen so geht, werden derartige Erklärungen nicht zuletzt dank Internet und Blogosphäre tausendfach nachgebetet, was die Bereitschaft weiter erhöht, sie als plausibel zu akzeptieren. Hier spielen dann „Isolations- und Bestätigungseffekt“ unserer Wahrnehmung Streiche. Wir fokussieren in unserer (Erklärungs-)Not auf einen – häufig eher nebensächlichen – Aspekt und fühlen uns bestätigt, wenn andere den gleichen Aspekt betonen, obwohl diese letztlich genauso im Nebel stochern wie man selbst. Damit wird an den Märkten Herdenverhalten Tür und Tor geöffnet, keiner möchte – mangels eigener Überzeugung – einen Trend verpassen, wobei die Richtung nahezu beliebig wird. Die zunehmende Neigung dem Trend zu folgen, lässt sich für die Prognostiker sehr gut an der monatlichen Entwicklung der Prognosen für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in drei und zwölf Monaten und der aktuellen Rendite zum Zeitpunkt der Prognoseerhebung erkennen. Bei den Investoren führten Maßnahmen des Regulators und des Risikomanagements, wie Reduktion des Eigenhandels oder Nutzung von value-at-risk-Modellen, dazu, dass keiner mehr – selbst bei entsprechenden Überzeugungen – die Liquidität hat, um sich einem derartigen Trend entgegenstellen zu können, was entgegen dem beabsichtigten Zweck derartiger Maßnahmen die Volatilität zusätzlich erhöhte. Es steht zu befürchten, dass Marktausschläge, wie zuletzt zu beobachten, die Akteure zusätzlich verunsichern und damit die ohnehin wohl eher geringe Transmission von QE in die Realwirtschaft weiter erschweren und letztlich die EZB wohl eher länger im QE-Geschäft halten. Aber auch bei dieser bewusst vorsichtigen Einschätzung könnte der Isolationseffekt zugeschlagen haben.*

* Teile des Textes basieren auf einem am 8. Juni in der FAZ erschienenen Kommentar des Deutsche Bank Chief Economist David Folkerts-Landau mit dem Titel „Kollektiver Irrflug“.



Autor: Stefan Schneider (+49) 69 910-31790

mehr zum Research-Bereich **Makroökonomie**
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.