

71. Finanzreport 2017 Absolute Return

SIND NEGATIVE ZINSEN NORMAL?

Jede Generation neigt dazu, das Zinsniveau mit dem sie aufgewachsen ist, als normal zu empfinden, schrieben die amerikanischen Ökonomen Homer und Sylla in ihrem klassischen Werk „A History of Interest Rates“. Durch Gewöhnung werden nun immer mehr Menschen negative Zinsen als normal empfinden.

Im historischen Vergleich sind negative Zinsen allerdings alles andere als normal, denn bisher sind negative Zinsen in der Geschichte der Menschheit noch nicht vorgekommen. Laut Homer und Sylla, welche die Zinsentwicklung bis zum Beginn menschlicher Aufzeichnungen vor 5000 Jahren zurückverfolgten, war der bisher niedrigste Zins mit 0,01 Prozent in New York im zwanzigsten Jahrhundert immer noch positiv. Negative Zinsen, welche die Schweiz in den 1970er Jahren zur Abwehr spekulativer Kapitalzuflüsse einführte, werden in ihrem Werk zu Recht nicht genannt. Dabei handelt es sich offensichtlich um einen Sonderfall, welcher nicht den Preis für die Geldleihe einer gesamten Volkswirtschaft betraf.

Homer und Sylla nennen zahlreiche Beispiele für das was an Zinsen in den fünf Jahrtausenden ihrer Untersuchung bezahlt wurde. So verliehen die Priester des Gottes Samash in Babylon im zweiten Jahrtausend vor Christus Silber zu einem Zinssatz von 6,25 Prozent. Sie merken an, dass dieser Zinssatz für die damalige Zeit so extrem niedrig war, dass er als Akt göttlicher Barmherzigkeit angesehen wurde. Dem Leser wird auffallen, wie nah dieser Zinssatz an dem ist, was die Finanzbehörden heutzutage berechnen.

Bevor wir den historischen Extremfall negativer Zinsen durch reine Gewöhnung als normal empfinden, sollten wir die Frage der Normalität im Sinne ihrer Angemessenheit stellen. Sind negative Zinsen normal in dem Sinne, dass die Argumente für ihre Einführung angebracht sind?

Die EZB strebt ein Inflationsziel von zwei Prozent an. Zu diesem Zweck setzt sie ihren Einlagensatz seit 2014 negativ an und tätigt umfangreiche Anleihenkäufe, aktuell EUR 60 Mrd. im Monat. Nach eigenem Bekunden wurde das angestrebte Ziel dadurch bisher nicht erreicht.

Laut ihren Statuten ist die EZB einzig und alleine der Preisstabilität verpflichtet. Indem die EZB Preisstabilität mit einer Inflationsrate von zwei Prozent gleichsetzt, hält sie ihren Auftrag rein definitorisch ein. Hier stellt sich ganz offenkundig die Frage, woher denn gerade die zwei Prozent kommen, die Preisstabilität darstellen sollen und inwieweit das mit dem allgemeinen Verständnis von Stabilität in Einklang ist?

Stabil bedeutet nach Wikipedia eine Gleichgewichtslage, in dem Sinne, dass das System, hier die Preise, nach einer Störung wieder an den Ausgangspunkt zurückkommt. In der Neuzeit war diese Bedingung über Jahrhunderte weitgehend erfüllt. Vom siebzehnten bis zur Mitte des zwanzigsten Jahrhunderts kam es während der napoleonischen Kriege und im Gefolge des amerikanischen Bürgerkriegs zu steigenden Preisen, jeweils wiederum gefolgt von Preisrückgängen, welche das Preisniveau wieder in die Ausgangslage brachten.

Im Gefolge des Ersten Weltkriegs kam es in Mitteleuropa zur Hyperinflation und während der Weltwirtschaftskrise kam es weltweit zu fallenden Preisen bei extrem hoher Arbeitslosigkeit, zur Deflation. Die Deflation der Weltwirtschaftskrise spielt eine besondere Rolle in der Argumentation der EZB ebenso wie bei der Fed. Es dürfe auf keinen Fall zu fallenden Preisen kommen, so heißt es, denn sonst könne sich das in einem Teufelskreis verfestigen wie bei der Weltwirtschaftskrise. Diese Argumentation übersieht, dass nicht jede Phase fallender Preise in der Krise enden muss. So war beispielsweise der Trend zu fallenden Preisen nach dem amerikanischen Bürgerkrieg bis Ende des neunzehnten Jahrhunderts von einem insgesamt stürmischen Wirtschaftswachstum begleitet. Die Weltwirtschaftskrise kam unter den besonderen Bedingungen einer schuldenfinanzierten Überspekulation am amerikanischen Aktien- und Wohnungsmarkt, dem Abbruch von Handelsbeziehungen durch Zollmauern und dem kriegs- und schuldengeschwächten Europa zustande. Es waren diese Fehlentwicklungen und historischen Umstände, welche zur Deflation, also fallenden Preisen bei extrem hoher Arbeitslosigkeit geführt haben und nicht die fallenden Preise per se.

Die Zollmauern der Weltwirtschaftskrise und andere Handelshemmnisse, die nach dem Zweiten Weltkrieg nur schrittweise abgebaut wurden, führten zu einer neuen Art der Inflation, der schleichenden Inflation, mit jährlich wiederkehrenden mittleren und hohen einstelligen Inflationsraten bis in die neunziger Jahre. Sie war das Ergebnis fehlenden Wettbewerbs. Gewerkschaften und Unternehmen konnten steigende Löhne und Preise durchsetzen ohne befürchten zu müssen, aus dem Markt gedrängt zu werden. In dieser Zeit kam in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion das Inflationsziel von zwei Prozent auf. Bei fehlendem Wettbewerb sind die Preise einzelner Güter und Dienste nach unten starr. Sie fallen nicht, weil sie nicht vom Wettbewerb dazu gezwungen werden. Andererseits müssen sich die Preise einzelner Güter aber untereinander anpassen. Die begehrten Güter müssen relativ zu den weniger begehrten teurer werden. Das geht bei starren Preisen am besten, indem die begehrten Güter 4 Prozent im Preis steigen und die Preise der weniger begehrten nicht steigen und im Ergebnis die Inflation bei 2 Prozent liegt. Würde die Zentralbank in dieser Situation Preisstabilität anstreben, also Null Prozent Inflation, so würde sie das Unmögliche versuchen, nämlich dass die Preise der weniger begehrten Güter fallen und beim Versuch des Unmöglichen dem Wirtschaftswachstum schaden.

Das alles gilt in der Situation fehlenden Wettbewerbs und diese Situation hat sich grundlegend gewandelt. Der weltweite Wettbewerb ist extrem hoch, die Preise einzelner Güter sind auch wieder flexibel nach unten und die schleichende Inflation ging in den neunziger Jahren weltweit über in niedrige Inflationsraten. Genau diese Entwicklung hat Roger Bootle in seinem Werk „The End Of The Inflationary Era“ von 1994 vorhergesagt und er hat Recht behalten. Die Inflationsraten sind seither niedrig geblieben, den „Bemühungen“ der Zentralbanken zum Trotz.

Somit lässt sich Inflationsziel von zwei Prozent weder mit dem Argument der Deflation mit Hinweis auf die Weltwirtschaftskrise noch mit dem Wachstumsargument im Hinblick auf die schleichende Inflation der Nachkriegszeit rechtfertigen.

Und wie geht's weiter? Die Weltwirtschaft schwächt sich ab. Zeichen kommen vor allem aus den USA, aber auch aus China. Beispielsweise stagniert nun die Fahrzeugproduktion in China, nach Wachstumsraten von 20 Prozent in letzten Jahr. Sollte es zu einer Rezession in den USA kommen, so wird die Fed die Geldschleusen erneut öffnen und es wird zu einer schnellen Einigung über ein fiskalisches Konjunkturprogramm kommen. Eine Gruppe von amerikanischen Ökonomen sorgt schon vor. Sie forderte Anfang Juni ein Anheben des Inflationszieles der Fed von 2 auf 3 Prozent. Damit könnte die Fed im Rezessionsfall noch radikaler expansiv werden als bisher und sich die Umverteilung vom Gläubiger zum Schuldner beschleunigen. Die Renditen von Anleihen werden auf die konjunkturelle Entwicklung vorerst noch mit einem Rückgang reagieren, bei Einsetzen der staatlichen Maßnahmen aber mit einem massiven Anstieg. Ebenso die Aktienkurse.

25. Juni 2017

Walter Naggl

DR. WALTER NAGGL

Berufserfahrung Universität

- 1975–76 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften, Bundeswehruniversität München.
- 1976–91 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Ökonometrie sowie am Lehrstuhl für Statistik, Universität München.
- 1980 Promotion zum Thema „Konjunkturmodell auf der Basis von Ifo-Daten“.
- 1991 Habilitation zum Thema „Effizienz des Devisenmarktes“. Bis 2001 Vorlesungen an der Universität München zu den Themen Ökonometrie, Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse.

Berufserfahrung Hypo-Bank und Hypo-Vereinsbank

- 1992 Aufbau des internationalen Bondresearch. Entwicklung und Herausgabe einer Quartalsbroschüre zur Analyse internationaler Rentenmärkte.
- 1993 Leiter Quantgruppe des Research. Analyse und Prognose internationaler Rentenmärkte. In der Quantgruppe wurden unter anderem technische Anlagestrategien für das Portfoliomanagement der Bank entwickelt.
- 1994–95 Aufbau und Leitung der Strategiegruppe des Portfoliomanagement der Bank mit den Aufgaben, Prognosevorgaben für das Portfoliomanagement zu erarbeiten und Marktanalysen für Kunden des Portfoliomanagement zu erstellen. Integration hochqualifizierter Mitarbeiter aus London und dem universitären Bereich in die Gruppe.
- 1995 Beförderung zum „Abteilungsleiter“ der Hypo-Bank.
- 1996–98 Fachposition im Unternehmensbereich Geld-, Devisen und Wertpapiergeschäft der Hypo-Bank, später Hypo-Vereinsbank. Analyse und Prognose der fundamentalen Rahmenbedingungen der Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkte. Beratung der Kunden des Auslandssales.
- 1999 Bondmarkt-Analyst

Berufserfahrung Selbständigkeit

- seit 2000 selbständige Beratung im Portfoliomanagement mit dem Markennamen rrm, Resarch und Risikomanagement.
- seit 2000 Beratung bei der Steuerung des BFG-Publikumsfonds „Trend-System Renten“ unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2001 Beratung der BFG, spätere SEB, bei der Steuerung von 5 Anleihen-Spezialfonds unter Zuhilfenahme eines mathematischen Modells der Rentenmärkte.
- seit 2002 Beratung von Versicherungen in München bei der Steuerung von drei gemischten Fonds.
- seit 2000 Erstellung von wöchentlichen Marktanalysen, seit 2006 monatlich. Bis 2004 wurden die Marktanalysen gegen Entgelt weitergegeben. Seit 2005 werden sie den Kunden unentgeltlich zu Informationszwecken überlassen.
- seit 2009 Kooperation mit der PT Asset Management GmbH und SwAM Swiss Asset Management AG

» Für den chancenorientierten Anleger

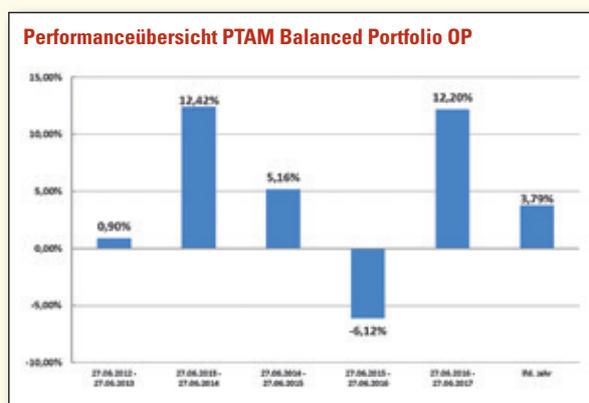
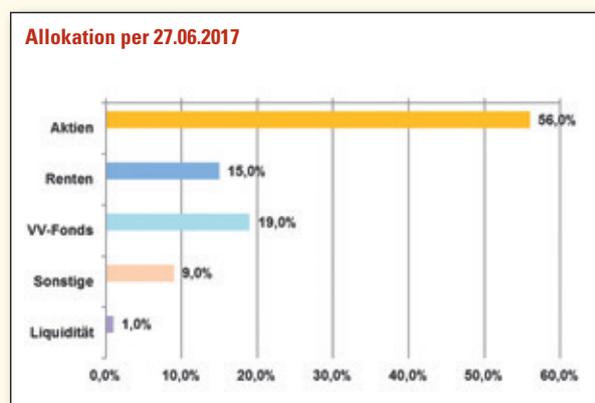
PTAM Balanced Portfolio

WKN: 987725

Fondsberater: PT Asset Management GmbH – Martin Eininger/ Steffen Müller

- » Vermögensverwaltender Mischfonds mit breiter Diversifikation
- » Investition in ETF's, Einzelwerte und Alternativeanlagen
- » Flexible Aktienquoten (Aktives Markthedging)

Die Performance auf 1 Jahr beträgt 12,20 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 10,77 %.



» Für den sicherheitsorientierten Anleger

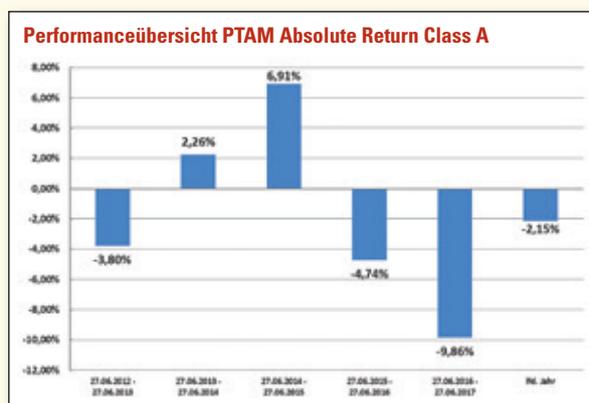
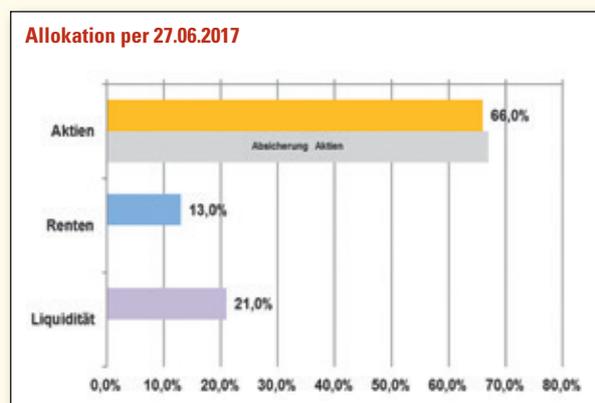
PTAM Absolute Return

WKN: A0M2JL (A-Tranche) WKN: A1JRP0 (B-Tranche)

Fondsberater: Dr. Walter Naggl

- » Vermögensverwaltender Mischfonds
- » Investition in Aktien und Anleihen
- » Absicherungsquote Aktien – Aktien zwischen 70 und 130 Prozent

Die Volatilität auf 1 Jahr beträgt 3,23 % und über einen Zeitraum von 3 Jahren 3,97 %. Dies entspricht einer sehr moderaten Schwankungsbreite.



Stand: 27.06.2017

Haftungsausschluss: Diese Druckschrift enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Etwaige Unrichtig- oder Unvollständigkeiten dieser Information begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden. Insbesondere haftet nicht die PT Asset Management GmbH oder die SwAM Swiss Asset Management AG für die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen. Diese Broschüre darf nicht als Aufforderung zum Kauf eines Fondsanteils verstanden werden. Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei der Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kursverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen.