

Was bewegt die Anleger?

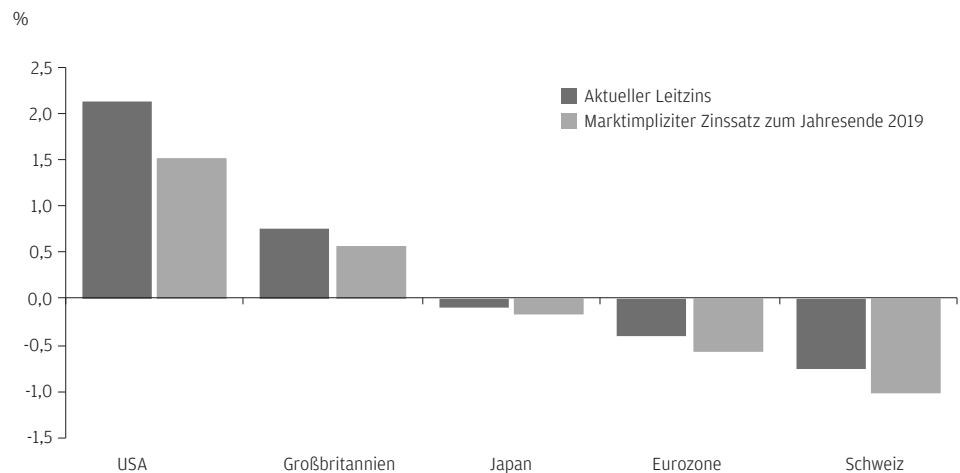
September 2019

Negativzinsen: Wie lange werden sie andauern? Was bedeuten sie für Sparer?

Ein Finanzanalyst, der vor nur 10 bis 15 Jahren Negativzinssätze vorausgesagt hätte, wäre vom Großteil seiner Kollegen für verrückt erklärt worden. Und doch sind Negativzinssätze heutzutage ein Hauptpfeiler der Geldpolitik in zahlreichen Marktwirtschaften von Industrieländern, in denen Verbraucher, Unternehmen und Regierungen von den Zentralbanken zum Ausgeben und nicht zum Sparen angehalten werden.

Bei weltweit nachlassendem Wachstum und einer Inflation unter dem Zielniveau in zahlreichen Regionen haben mehrere Zentralbanken für die kommenden Monate weitere Zinssenkungen angedacht. In manchen Fällen bedeutet dies, die Zinsen noch weiter ins negative Territorium zu senken. Während sich die Preisgebung in einigen Märkten aufgrund ihres unersättlichen Appetits nach quantitativer Lockerung unaufhaltsam dem Ende der Machbarkeitsskala nähert, sehen wir bereits deutlich, wohin die Reise geht (siehe **Abbildung 1**).

ABBILDUNG 1: AKTUELLE LEITZINSSÄTZE UND MARKTIMPLIZITE ZINSSÄTZE ZUM JAHRESENDE 2019



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Marktimplizite Zinssätze werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 22. August 2019.

AUTOREN



Hugh Gimber
Global Market Strategist



Jai Malhi
Market Analyst

Welchen Zweck verfolgen die Zentralbanken mit der Senkung der Zinssätze?

Das Ziel von negativen Zinssätzen unterscheidet sich nicht von dem der konventionellen Zinspolitik - Haushalte, Unternehmen und Regierungen sollen ermutigt werden, Geld auszugeben anstatt zu sparen und dadurch das Wirtschaftswachstum unterstützen. Negativzinsen haben jedoch einen Haken, da theoretisch jeder Sparer, der Geld auf dem Konto hat, mit ansehen muss, wie seine Ersparnisse nach und nach angeknabbert werden.

Eine Zentralbank, die ihre Zinsen rascher senkt als die Zentralbanken anderer Länder, rechnet zudem mit einer Schwächung ihrer Währung, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte des Landes gestärkt wird. Es ist wenig überraschend, dass die Entscheidungsträger diese Zielsetzung aufgrund ihrer „Beggar-thy-Neighbour“ („den Nachbarn ausplündern“)-Tendenz nicht an die große Glocke hängen. Doch das Ziel, eine Währung zu schwächen, erklärt in der Tat den derzeitigen Wettlauf nach unten in Bezug auf die Zinssätze, da Entscheidungsträger weltweit verhindern wollen, dass ihre eigene Währung infolge einer Zinssenkung im Ausland gestärkt wird. Selbst ein Vorstandsmitglied der US-Notenbank Fed hat nun die Idee von Negativzinsen befürwortet.

Welche Auswirkungen haben Negativzinsen und wie lange können sie andauern?

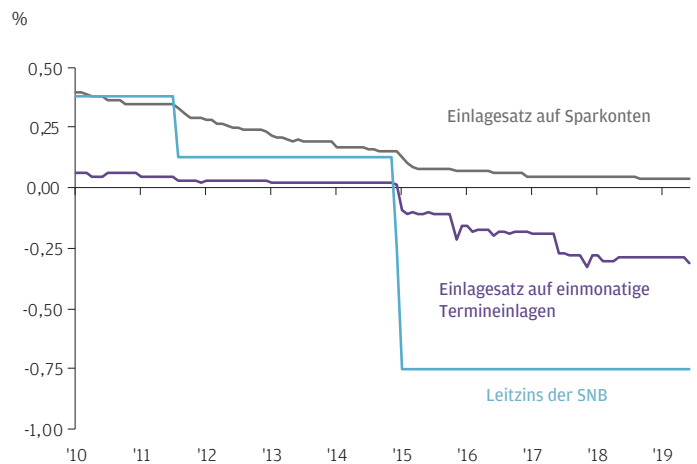
Negativzinsen sind theoretisch eine klare Sache, aber in der Praxis sieht das anders aus. In einem auf Papiergeld basierenden System haben Haushalte die Möglichkeit, Salden abzuziehen und Ersparnisse in physischer Form aufzubewahren - das „Geld unter der Matratze“-Szenario. Das erschwert das Leben der Geschäftsbanken, denen ein Negativzinssatz (tatsächlich eine Gebühr) auf ihre Einlagen bei der Zentralbank berechnet wird, den sie jedoch nicht auf kleine Sparer umwälzen können, da sie fürchten müssen, dass diese ihre Mittel abziehen. Dementsprechend fungieren Negativzinsen nur als Steuer auf die Rentabilität der Bank. Tatsächlich könnte sich diese Politik als kontraproduktiv erweisen, wenn die Banken mit einer Erhöhung der Kreditgebühren oder, noch schlimmer, mit einer Verringerung der Kreditvergabe reagieren.

Die Schweizer Zentralbank steht mit einem Leitzins von derzeit -0,75 % an der Spitze der Negativzinspolitik. Bisher haben die Banken dies nicht generell an die Verbraucher weitergegeben - der durchschnittliche Zinssatz auf (typischerweise von Haushalten genutzte) Sparkonten ist nicht unter Null gesunken. Einige Schweizer Banken haben kürzlich angekündigt, dass sie

noch in diesem Jahr damit beginnen werden, ihren wohlhabendsten Kunden, die hohe Einlagen halten, Gebühren in Rechnung zu stellen, obwohl dies noch keine gängige Praxis ist.

Banken haben mehr Flexibilität bei der Weitergabe negativer Zinsen an Firmenkunden, da es für Unternehmen unpraktisch, wenn nicht gar unmöglich ist, ihr Bargeld in physischer Form zu halten (sie bräuchten viel größere Matratzen). Dies wird durch den Rückgang der Zinssätze für einmonatige Termineinlagen deutlich, die überwiegend von Unternehmen und nicht von privaten Haushalten genutzt werden (siehe **Abbildung 2**).

ABBILDUNG 2: LEITZINSEN UND ZINSSÄTZE IN DER SCHWEIZ



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB), Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Vor 2015 bezieht sich der SNB-Leitzinssatz auf den Mittelpunkt der SNB-Zielbandbreite für den Dreimonats-LIBOR. Daten zum 22. August 2019.

Die Vertreter der Zentralbanken sind sich der Probleme bewusst, die Negativzinsen insbesondere für den Bankensektor verursachen, haben aber bisher entschieden, dass die Nettoauswirkungen positiv sind. Irgendwann werden die Zinsen so niedrig sein, dass die Vorteile die Nachteile nicht mehr überwiegen; dies wird als „Zinswende“ bezeichnet.

Eine Strategie, die versucht, die Auswirkungen von Negativzinsen auf den Finanzsektor zu mildern, ist das sogenannte „Tiering“. Bei der Anwendung des Tierings werden den Geschäftsbanken nur für einen Teil ihrer bei der Zentralbank gehaltenen Reserven negative Zinssätze berechnet, während auf den verbleibenden Teil ein höherer (oder weniger negativer) Zinssatz angewendet wird.

In der Schweiz und Japan ist Tiering bereits im Einsatz. Die Europäische Zentralbank hat öffentlich erklärt, dass sie die Strategie aktiv als Zukunftsoption betrachtet, was dazu beigetragen hat, die Wahrnehmung des Marktes, wie niedrig die Zinsen der Eurozone werden können, nach unten zu drücken.

Im Falle von Japan und der Schweiz hat das Tiering jedoch nur dazu beigetragen, die negativen Auswirkungen auf die Rentabilität der Banken zu dämpfen, nicht aber zu beseitigen.

Eine radikale Lösung wäre der Übergang zu einer völlig bargeldlosen Gesellschaft, die es den Banken ermöglichen würde, negative Zinsen direkt an die Haushalte weiterzugeben, ohne Kapitalflucht befürchten zu müssen. Ein solcher Ansatz wäre politisch äußerst umstritten, aber wie im Falle des „verrückten“ Finanzanalysten, der Zinssätze unter Null voraussagt, sollte in Zukunft nichts ausgeschlossen werden.

Welche Auswirkungen gibt es für Sparer und Anleger?

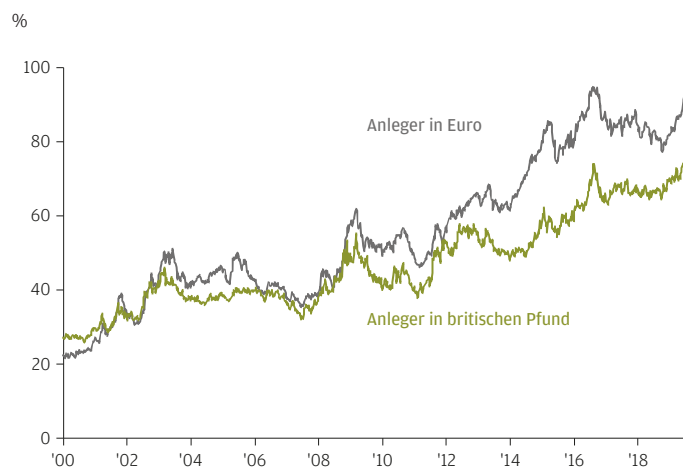
Eine Welt der Negativzinsen stellt ein trostloses Umfeld für risikoscheue Sparer dar, denen risikoarme Ertragsmöglichkeiten aus traditionellen Sparprodukten fallen weg.

Anleger sollten den Grundsatz von „kein Risiko, keine Rendite“ nicht über Bord werfen. Für diejenigen, die jedoch bereit sind, eine gewisse Kapitalvolatilität und/oder Illiquidität in Kauf zu nehmen, bestehen Möglichkeiten, auch weiterhin Erträge zu generieren. Höher verzinsliche Unternehmens- oder Schwellenmarktanleihen bieten attraktive Erträge, doch bedarf es unbedingt einer Qualitätsprüfung, um Emittenten mit übermäßiger Verschuldung zu vermeiden, die empfindlich reagieren könnten, wenn das globale Wachstum zum Stillstand kommen sollte.

Ebenso können höhere Dividenden ausschüttende Aktien-Benchmarks für Anleger mit längeren Zeithorizonten, die eine gewisse Kapitalvolatilität in Kauf nehmen können, eine passende Alternative darstellen. In einem Aktien-/Anleihen-Portfolio mit gleicher Gewichtung werden für einen Anleger in britischen Pfund nunmehr rund 80 % der Erträge aus Aktien generiert und für einen eurobasierten Anleger 100 % (siehe **Abbildung 3**). Regional gesehen stellt der FTSE All-Share einen der Aktienindizes mit den höchsten Dividendenauszahlungen dar, obwohl die Unsicherheit über den Brexit die Entscheidung für eine Zuteilung in britischen Aktien derzeit erschwert. Für Anleger, die ein Illiquiditätselement verkraften können, verdienen auch Infrastrukturanlagen eine Erwägung als zuverlässige Ertragsquelle.

Zumindest in Europa sieht die langfristige Prognose für Barerträge düster aus. Eine langfristige Planung und ein Verständnis für die verschiedenen Risiken, die den verschiedenen Anlageklassen innewohnen, sind unerlässlich, damit Sparer ihre Anlageziele erreichen.

ABBILDUNG 3: ANTEIL DER ERTRÄGE AUS AKTIEN IN EINEM AKTIEN-/ANLEIHEN-PORTFOLIO MIT GLEICHER GEWICHTUNG



Quelle: Bloomberg Barclays, FTSE, iBoxx, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Linien stellen den Anteil der Gesamteinnahmen in einem Portfolio mit 50 % Aktien und 50 % Anleihen dar. Für Anleger in britischen Pfund werden der FTSE All-Share sowie iBoxx £ Overall als Indizes verwendet. Für Anleger in Euro werden der MSCI Europe ex-UK und Bloomberg Barclays Euro Aggregate als Indizes herangezogen. Aktienerträge basieren auf Dividendenerträgen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 22. August 2019.

Das "Market Insights" Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück.

Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.

Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Führichgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM52262 | 08/19 | 0903c02a826bce92