

16. August 2018

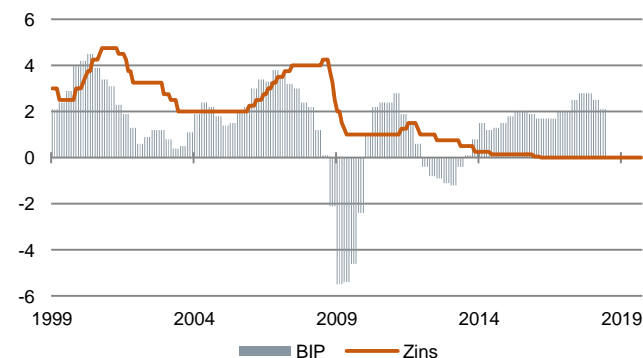
- Die Zinspolitik kommt in Bewegung. In vielen Ländern der Welt denken die Zentralbanken über höhere Sätze nach.
- Die Europäische Zentralbank hält sich bisher aus dieser Diskussion heraus. Sie hat sich festgelegt, das Thema erst frühestens Mitte nächsten Jahres anzufassen.
- Es gibt eine Alternative zu dem starren Kurs der EZB, der es ihr gleichwohl ermöglicht, das Gesicht zu wahren.

Der erste Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, Otmar Issing, erzählte gerne eine Geschichte aus den ersten Jahren der Währungsunion. Seine Mutter rief ihn damals regelmäßig an, um sich nach seinem Befinden in dem neuen Amt zu erkundigen. Als die EZB den Leitzins eine Zeitlang nicht veränderte, fragte sie ihn unvermittelt: "Sag mal Otmar, arbeitet ihr denn gar nichts mehr? Ihr habt die Zinsen schon so lange nicht mehr verändert".

Tatsächlich gehört es zum normalen Verhalten der Notenbanken, dass sie in ihren Board-Sitzungen regelmäßig die gesamtwirtschaftliche Lage analysieren und daraus Schlussfolgerungen für ihre Geldpolitik ziehen. In den ersten zehn Jahren ihrer Existenz hat die EZB über 30 Mal die Zinsen verändert. Das sind im Schnitt drei Mal im Jahr. Das ist normal.

#### SCHIEFLAGE

Hauptrefinanzierungsfazilität der EZB und Zunahme des realen BIPs in %, Euroraum



Quelle: EZB

Seit einiger Zeit ist das aber anders. Die letzte Zinsmaßnahme der EZB liegt nun schon mehr als zwei Jahre zurück. Das ist ungewöhnlich lang. Es liegt sicher nicht daran, dass der Governing Council faul geworden ist. Es gibt dafür vielmehr gute Gründe. Die Wirtschaft brauchte nach dem schweren Einbruch der großen Finanzkrise zuerst einmal Ruhe. Sie sollte nicht durch dauernde geldpolitische Maßnahmen verunsichert werden. Zudem waren die makroökonomischen Schwankungen nicht so groß, dass sie dauerndes Eingreifen der Notenbank erforderten. Es gab keine größeren Gefahren für die Preisstabilität.

Auch hat sich das Instrumentarium der Notenbank durch die sogenannten "unkonventionellen Maßnahmen" erweitert. Zinsveränderungen spielten nicht mehr die herausragende Rolle. Vor allem gab es die Wertpapierkäufe der Zentralbank, die in den letzten Jahren eine große Rolle spielten. An dieser Schraube hat die EZB viel gedreht.

»So entstand an den Märkten in den letzten Wochen eine Geisterdebatte darüber, ob die EZB "schon" im Sommer 2019 oder erst im Herbst tätig würde. Das mutete schon etwas merkwürdig an.«

Jetzt aber ändert sich die Situation. Die Zinspolitik rückt wieder in den Fokus. Das liegt einmal daran, dass die Wertpapierkäufe auslaufen. Damit muss sich die Zentralbank wieder mit ihren traditionellen Instrumenten befassen, also den Zinsen. Hinzu kommt, dass sich das ökonomische Umfeld verändert. Das reale Sozialprodukt wächst wieder. Der Höhepunkt des Zyklus liegt vielleicht sogar schon hinter uns. Die Preissteigerung geht nach oben. Sie liegt derzeit mit 2,1 % schon wieder über dem Ziel. Selbst die Arbeitslosigkeit verringert sich. Da stellt sich auch die Frage, ob die Geldpolitik nicht reagieren müsste.

International ändert sich das Zinsklimate. In vielen Ländern werden die Leitzinsen derzeit angehoben, oder es wird wenigstens darüber nachgedacht. Am weitesten sind hier die Vereinigten Staaten, die die Fed Funds insgesamt schon sieben Mal erhöht haben. Seit Jahresbeginn haben nach meiner Zählung insgesamt acht größere Zentralbanken ihre Leitzinsen angehoben. Dazu gehören Großbritannien, Kanada, die Tschechische Republik, Indien und Mexiko.

Im Inland wächst der Druck der Anleger, sich beim Sparen und der Altersvorsorge nicht länger mit der Magerkost von Null- und Minuszinsen zufrieden geben zu wollen. Die Lage der Banken, Versicherungen und Versorgungs- und Pensionskassen wird immer schwieriger. Die Regierungen werden zu Hilfen gedrängt, nicht zuletzt zu teuren Rentenreformen. Auch das wirft die Frage der Zinsen auf.

Schließlich, und ganz wichtig, knebelt sich die EZB selbst. Jeder weiß, dass es irgendwann (vielleicht sogar schon nächstes Jahr) eine Rezession und wieder steigende Arbeitslosigkeit geben wird. Wenn die Zinsen so niedrig bleiben, hat die Notenbank dann keine Munition, um der Konjunktur wieder auf die Beine zu helfen. Die Hauptarbeit der makroökonomischen Stabilisierung fällt in diesem Fall erneut auf die Finanzpolitik mit der Folge entsprechend höherer Staatsverschuldung.

Wie soll die Europäische Zentralbank auf die neue Situation reagieren? An sich wäre es logisch, jetzt auch im Euroraum eine Diskussion über höhere Zinsen anzustoßen. Das hat die EZB bisher aber kategorisch ausgeschlossen. Sie wird nicht müde zu wiederholen, dass die Leitzinsen erst mit entsprechendem zeitlichen Abstand zum Auslaufen der Wertpapierkäufe (Ende des Jahres) angehoben werden können. So entstand an den Märkten in den letzten Wochen eine Geisterdebatte darüber, ob die EZB "schon" im Sommer 2019 oder erst im Herbst tätig würde. Das mutete schon etwas merkwürdig an.

Es gibt aber eine Alternative, wenn die EZB die Zinsen jetzt partout nicht anheben will. Sie könnte ihr Commitment zu

einem bestimmten Termin für eine Zinserhöhung fallen lassen. Sie sagt dann nicht mehr, dass die Zinsen Mitte nächsten Jahres angehoben werden. Sie sagt einfach nur, dass sie eine Zinserhöhung je nach Datenlage prüfen würde. In der Sprache der Geldpolitiker würde man formulieren: Sie verzichtet auf die "Forward Guidance". Das öffnet die Diskussion. Es zeigt, dass sich auch die EZB den Realitäten nicht verschließt. Es kann auch hierzulande in Sachen Zinsen etwas passieren. Das verschreckt niemanden. Es zwingt die EZB auch nicht, die Zinsen zu erhöhen, wenn es vielleicht gar nicht in die Landschaft passt.

## Für den Anleger

Dies ist ein Gedankenspiel. Ich würde mich freuen, wenn es so geschieht, rechne realistisch gesehen aber nicht damit. Dazu hat sich die EZB zu sehr festgelegt. Wir sollten uns daher darauf einstellen, dass die Geldpolitik, komme was wolle, so weitergeführt wird wie bisher. Das verringert die Gefahr von größeren Kursverlusten am Rentenmarkt. Aktienkurse werden mit größeren Schwankungen leben müssen, bekommen aber auch keine richtigen Impulse.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen, Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.