

14. August 2019



Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Entgegen manchen Vermutungen hat die Europäische Zentralbank noch eine Reihe von Instrumenten, um der niedrigen Inflation gegenzusteuern.
- > Der Spielraum für weitere Lockerungen ist aber nicht mehr sehr groß. Zudem gibt es erhebliche Kollateralschäden.
- > Anleger sollten sich nicht zu stark auf die Geldpolitik verlassen. Sie könnten enttäuscht werden.

Jetzt tritt das ein, was wir schon seit langem befürchtet hatten. Über Jahre wurde diskutiert, was wohl passieren würde, wenn sich die Konjunktur abschwächt und die Zentralbanken dann keine Munition mehr hätten, um gegenzusteuern. Müssen dann andere die Stabilisierungsaufgabe übernehmen oder rauschen wir mit Vollgas in die Rezession?

Die Zentralbanken haben das Risiko stets geleugnet. Sie behaupteten mit dem Brustton der Überzeugung, sie hätten trotz der niedrigen Zinsen und der hohen Liquidität genügend Möglichkeiten, um eine zu starke Verringerung der Inflation zu verhindern. Aber was sie wirklich in der Tasche hätten, haben sie nicht gesagt.

Nun ist es soweit. Die Konjunktur geht in den Keller. Wenn es schlecht kommt (wenn die Amerikaner zum Beispiel Zölle auf deutsche Auto-Exporte verhängen), müssen wir uns auf eine Rezession einstellen. Der Leitzins, gemessen am Einlagensatz der EZB, beträgt jetzt schon minus 0,4. Die Wertpapierkäufe der vergangenen Jahre belaufen sich auf EUR 2.600 Mrd. Ist da noch mehr möglich?

Wenn man länger nachdenkt, kommt man in der Tat auf eine Reihe von Handlungsmöglichkeiten, die die EZB noch hat. Drei Gebiete bieten sich an. Erstens kann sie die Zinsen weiter senken. Bei der Einlagenfazilität hat sie das schon angedeutet. Zusätzlich kommen aber auch die Hauptrefinanzierungsfazilität (derzeit 0 %) und die Spitzenrefinanzierungsfazilität (derzeit 0,25 %) in Frage.

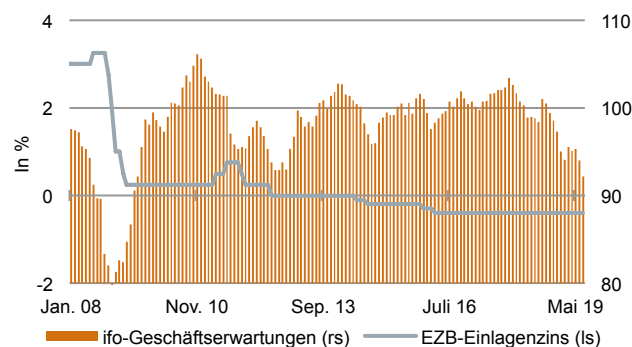
### »Irgendwann ist die Geduld der Menschen am Ende.«

Darüber hinaus kann sie den Einlagenszins für verschiedene Banken beziehungsweise Bankengruppen differenzieren, um die Belastungen zu verringern. Sie kann beispielsweise den Satz für kleinere Kreditinstitute niedriger ansetzen als für große. Das ist in letzter Zeit unter dem Namen "Tiering" diskutiert worden. Sie kann aber auch die Banken je nach Einlagenstruktur unterschiedlich belasten. Denkbar etwa ist, Banken mit vielen Klein-Einlagen zu schonen. Hintergedanke ist, dass solche Banken bei einer Überwälzung der Kosten auf die Kunden eine größere Unruhe in der Bevölkerung

auslösen könnten. Im Extremfall könnte es zu einem Run kommen, den man in jedem Fall vermeiden will.

Zweitens kann die EZB die Wertpapierkäufe wieder aufnehmen. Auch hier hat sie mehrere Möglichkeiten. Sie kann wie bisher Staatsanleihen und Unternehmensanleihen kaufen. Denkbar ist auch, dass sie Bankschuldverschreibungen erwirbt, wobei sich hier allerdings Interessenkollisionen mit ihrer Funktion als oberster Bankenaufseher ergeben können. Darüber hinaus kann sie auch Aktien kaufen. Die Schweiz und Japan haben damit gute Erfahrungen gemacht. Denkbar ist auch, dass die EZB die Kredite an Banken zur Refinanzierung ihres Kreditgeschäfts (die sogenannten TLTROs) noch stärker ausweitet.

#### NOCH RAUM NACH UNTEN?



Quelle: EZB, ifo

Dritter Ansatzpunkt für eine weitere Lockerung der Geldpolitik, der für den Extremfall einer tiefen Rezession diskutiert wird, ist das "Helikoptergeld". Es wurde von dem früheren amerikanischen Notenbankpräsidenten Ben Bernanke ins Gespräch gebracht. Seine Idee: Wenn alle Stricke reißen, lässt man von Hubschraubern willkürlich Geldscheine auf das Land abwerfen. Die Menschen, die solche Scheine finden, werden damit einkaufen und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbeln. Das klingt verrückt. Man kann das aber auch etwas diskreter machen, indem die Notenbank jedem Kontoinhaber eine bestimmte Summe überweist und damit die Geldmenge erhöht.

# assenagon

## Hüfners Wochenkommentar

### Was die EZB noch in der Tasche hat

19-32

14. August 2019

Insgesamt kann die Zentralbank bei der ultralockeren Geldpolitik also durchaus noch zulegen. Aber Vorsicht. Unproblematisch ist das Ganze nicht. Zum einen ist der Spielraum für die Expansion nicht mehr so groß ist. 2008 hat die EZB den Einlagenzins in einem halben Jahr um 3 Prozentpunkte reduziert. 2011 ging es noch einmal um drei Viertel Prozentpunkte nach unten. So viel ist jetzt – außer vielleicht bei Helikoptergeld – nicht mehr drin.

Zum anderen werden die negativen Wirkungen auf die Banken und die Finanzmärkte umso größer, je weiter die EZB mit ihren Maßnahmen geht. Schon jetzt leiden die Gewinne (und damit die Möglichkeiten zur Kapitalbildung). Es besteht die Gefahr, dass Depositen abgezogen werden, wenn die Minuszinsen an die Kunden weitergegeben werden. Die Wertpapierkäufe der Zentralbank verzerren die Zinsverhältnisse an den Bondmärkten.

Das Wichtigste schließlich ist das Vertrauensproblem. Man kann Geld nicht beliebig instrumentalisieren, um den Geldwert und die Konjunktur zu stabilisieren. Das Vertrauen in das Geld hat schon durch die lange Periode niedriger Zinsen und hoher Liquidität gelitten. Die Zentralbank sollte die

Geduld der Menschen nicht noch weiter strapazieren. Irgendwann ist sie am Ende. Sie reagieren dann nicht mehr auf die Impulse der Zentralbank und – noch schlimmer – sie weichen auf Gold, Kryptowährungen oder ähnliches aus. Das ist besonders für eine so junge Währung wie den Euro gefährlich.

Die Zentralbank tut daher gut daran, sich mit dem Einsatz zusätzlicher Instrumente zurückzuhalten. Sie darf die Welt nicht zu Tode stabilisieren.

## Für den Anleger

Die Märkte verlassen sich im Augenblick sehr stark auf die Geldpolitik als positives Gegengewicht gegen die Belastungen aus den Handelsstreitigkeiten und der konjunkturellen Verschlechterung. Die Zentralbanken können zwar noch einiges bewirken. Ihre Macht wird derzeit meines Erachtens aber überschätzt. Das gilt selbst für die amerikanische Fed, die noch mehr Spielraum für Zinssenkungen hat.

**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 Investitionsentscheidung 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 veröffentlicht haben, 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.