



Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Das große Konjunkturpaket der EZB hat nicht die erwünschten Wirkungen gebracht.
- > Bei der Diskussion über die Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe gab es eine tiefgreifende Spaltung im Rat. Das schadet dem Euro.
- > Die neue Präsidentin der EZB wird die Mitglieder der Währungsunion wieder auf eine einheitliche Stabilitätslinie einschwören müssen.

Zum Abschied hätte sich Mario Draghi sicher etwas anderes gewünscht. In der vorletzten Sitzung des Governing Council der Europäischen Zentralbank, die er präsidierte, wollte er noch einmal einen Kontrapunkt setzen und zeigen, wie kraftvoll er gegen die schwache Konjunktur und die niedrige Preissteigerung vorgehen kann. Er war alles andere als eine "Lame Duck", wie man sich Amtsinhaber normalerweise zum Ende ihrer Amtszeit vorstellt.

*»Die Trennung von Nord und Süd in der Gemeinschaft kennen wir schon lange.«*

Im Gegenteil, er lieferte einen "Big Bang", der an den "Whatever it takes"-Moment von 2012 erinnerte. Damals versprach er, alles zu tun, um den Euro zu retten. Diesmal fuhr er alle Geschütze auf, um die Handlungsfähigkeit der EZB zu beweisen. Es war ein Programm aus Zinssenkungen, Staffelnzinsen, gezielten Liquiditätsspritzen für die Banken und der Ankündigung von zeitlich nicht begrenzten Wertpapierkäufen.

Und was passierte? Statt einen großen Coup zu landen, geschah genau das Gegenteil. Draghi bekam von allen Seiten Gegenwind. An den Märkten haben sich die monetären Bedingungen nicht gelockert, sondern verschärft. Die Zinsen sind in allen Laufzeitbereichen gestiegen.

In der Öffentlichkeit gab es viel Aufregung und Kritik an den Beschlüssen, weil die Minuszinsen das Sparen noch unattraktiver machen. Die deutsche Bild-Zeitung veröffentlichte eine bössartige Karikatur, in der sie Draghi als einen blut-saugenden Dracula darstellte. Die Überschrift lautete "So saugt Graf Draghila unsere Konten leer". Die Financial Times druckte das mit Häme ab.

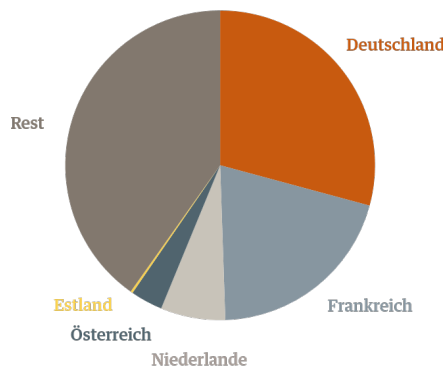
Und als ob das alles nicht genug war, äußerten sich nach der Sitzung auch die Notenbankpräsidenten, die gegen die Ausweitung der Wertpapierkäufe gestimmt hatten, außerordentlich kritisch zu den Beschlüssen. Auch das war ungewöhnlich. Ich kann mich nicht erinnern, dass es bei der amerikanischen Federal Reserve oder der früheren Bundesbank je zu so einem kommunikativen Desaster gekommen war.

Das ist ungut. Es schadet der Glaubwürdigkeit der Zentralbank. Letztlich geht es um das Vertrauen der Bürger in den Euro. Es ist ein wichtiges Gut. Es darf nicht aufs Spiel gesetzt werden.

Dabei hatte Draghi in der Pressekonferenz noch den Eindruck zu erwecken versucht, die Beschlüsse seien in größter Eintracht gefasst worden. Nur bei den Wertpapierkäufen habe es abweichende Meinungen gegeben. Sie seien aber nicht so zahlreich gewesen, dass man formell hätte abstimmen müssen. Tatsächlich waren es mindestens fünf Gegenstimmen: Von Deutschland, den Niederlanden, Frankreich, Österreich und Estland. Gerüchteweise sollen es sogar noch mehr gewesen sein, allerdings in keinem Fall eine Mehrheit. Insofern hatte Draghi formaljuristisch recht.

Das Problem ist aber, dass die abweichenden Meinungen aus den größten Ländern der Währungsunion kamen. Sie machen beim Bruttoinlandsprodukt 60 % des Euroraumes aus (Grafik). Wenn man nicht nach Köpfen abgestimmt hätte, sondern nach wirtschaftlichem Gewicht, dann wäre das Projekt abgelehnt worden. Wenn man die Stimmen mit der dahinter stehenden Bevölkerung gewichtet hätte (wie das bei einigen Abstimmungen im Europäischen Rat der Fall ist), hätte es ein Patt gegeben. 50 % wären für die Wertpapierkäufe gewesen, 50 % dagegen.

**DIE STABILITÄTSFRONT**  
Anteile der Länder am Euroraum BIP



Quelle: Ameco

Nun kann man sagen, dass das eine einmalige Konstellation war. Mir ist nicht bekannt, dass es in der EZB bei Abstimmungen je so knappe Mehrheitsverhältnisse gab. Andererseits ist das Schisma im Rat aber auch nicht zufällig. Es sind vor allem die stabilitätsorientierteren "Nord"-Länder, die gegen die Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe stimmten. Die "Süd"-Länder waren samt und sonders dafür. Die Trennung von Nord und Süd in der Gemeinschaft kennen wir schon lange. Sie hat bei vielen Projekten eine Rolle gespielt und eine Einigung erschwert.

Was kann man tun, dass sich so etwas nicht wiederholt? Das Einfachste ist natürlich, die Abstimmungsregeln im Rat zu ändern und die Stimmen nach wirtschaftlicher Bedeutung der Länder zu gewichten. Freilich kann ich mir nicht vorstellen, dass die Südländer hier so einfach klein begeben. Sie wären immer die Verlierer, solange Frankreich sich auf die Seite der Nordländer stellt. Zudem würde das an sich vernünftige Prinzip der Abstimmung nach Köpfen verletzt. Im Rat sollten eigentlich die Qualität und die Argumente der Gouverneure entscheiden. So hatte man ursprünglich das Prinzip der Abstimmung nach Köpfen begründet.

Am Ende läuft alles darauf hinaus, den Rat wieder auf eine gemeinschaftliche Stabilitätsphilosophie einzuschwören. Das wird nicht leicht sein.

Denn die Interessen und die Kulturen der einzelnen Mitglieder der Währungsunion sind nach wie vor sehr unterschiedlich. Die Differenzen haben zuletzt sogar noch zugenommen. Andererseits funktioniert keine Gemeinschaftswährung, wenn sich die dahinter stehenden Mitglieder in zentralen Fragen der Stabilität nicht einig sind. Das würde der Markt schnell merken. Der Euro würde zum Leichtgewicht. Allerdings ist die Einigung auf eine gemeinsame Philosophie nicht unmöglich. Es ist bei den Verhandlungen zur Gründung des Euro entgegen allen Erwartungen gelungen, sich auf eine gemeinsame Linie zu verständigen. Warum sollte das diesmal nicht möglich sein?

## Für den Anleger

Es ist erstaunlich, wie wenig der Devisenmarkt auf die Dissonanzen im Governing Council der EZB reagiert hat. Es zeigt, dass der Euro fest etabliert ist und dass die neue Präsidentin Lagarde mit Vorschusslorbeeren empfangen wird. Zudem ist der US-Dollar derzeit auch nicht ohne Probleme. Trotzdem ist für den Anleger Vorsicht geboten. Das Gleichgewicht bei den Wechselkursen ist nicht stabil.

**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 Werbemittelung 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 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.