



**Dr. Martin W. Hüfner**  
Chief Economist

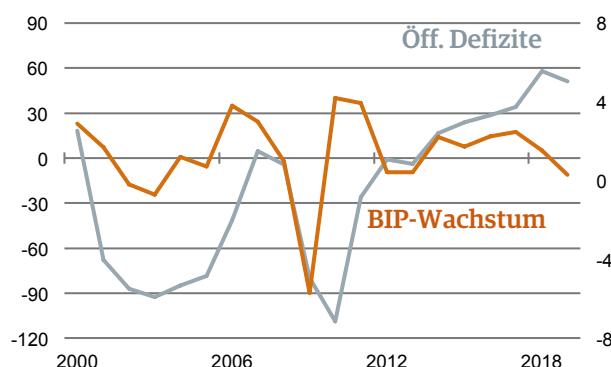
- > Die Meinungen über die weitere Entwicklung der Wirtschaft gehen derzeit zwischen Notenbanken und Finanzministerien weit auseinander.
- > Das führt zu einer Schieflage in der Politik. Die Geldpolitik muss mehr lockern als eigentlich erforderlich.
- > Ein ausgewogener Policy-Mix würde die Wirksamkeit der Stabilisierungspolitik erhöhen und die Kollateralschäden durch Verschuldung und Minuszinsen verringern.

Es kommt selten vor, dass die gesamtwirtschaftliche Situation von offiziellen Stellen so unterschiedlich eingeschätzt wird, wie das derzeit der Fall ist. Die Europäische Zentralbank ist wie die meisten internationalen Organisationen besorgt. Sie sieht eher neue Risiken. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich macht an den Finanzmärkten sogar Parallelen zur großen Krise 2008 aus.

Das deutsche Finanzministerium dagegen – wie auch die entsprechenden Häuser in anderen Ländern – spielt die Probleme eher herunter. Es sieht keine Handlungsnotwendigkeit. Es kümmert sich mehr um Klima als um Konjunktur. Dafür gibt es großzügig das Geld aus, das vielleicht bald für eine Abwehr der Rezession gebraucht werden könnte. Dabei ist die Lage in Deutschland derzeit wesentlich schlechter als im Euroraum.

#### ZÖGERLICHE FINANZPOLITIK

Öffentlich Defizite in EUR Mrd. (ls), BIP-Wachstum in % (rs), Deutschland



Quelle: Ameco

Die unterschiedliche Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Lage ist nicht nur ein Problem der unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Prognostiker. Keiner weiß wie schlimm es werden wird. Jeder ist auf subjektive Urteile angewiesen, die richtig oder falsch sein können. Ich tendiere eher zu der Einschätzung der EZB. Ich vermute, dass die deutsche Regierung nachdenklicher werden wird, wenn im Winter die Zahl der Arbeitslosen ansteigen wird.

Aber unabhängig davon, wer recht hat: Problematisch ist, dass Zentralbank und Finanzminister der Wirtschaft unter-

schiedliche Signale geben. Das verunsichert die Wirtschaft. Sie weiß nicht, ob sie sich auf eine Rezession (mit allen dann folgenden öffentlichen Gegenmaßnahmen) vorbereiten soll oder nicht.

*»Die EZB ist wie ein Rufer in der Wüste, auf den niemand hört.«*

Hinzu kommt, dass sich das Finanzministerium nicht auf einen Einsatz zur Bekämpfung einer Rezession vorbereitet (was ja immer erhebliche Vorarbeiten braucht).

Schließlich führt die unterschiedliche Einschätzung zu einem falschen Policy-Mix zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Derzeit sieht die Arbeitsteilung wie folgt aus. Die Zentralbank hat ein umfangreiches Lockerungsprogramm beschlossen. Es sieht neben Zinssenkungen auch Liquiditätshilfen vor. Gleichzeitig appelliert sie an die Finanzminister, ihrerseits etwas gegen die unbefriedigende Wirtschaftslage zu tun. Die Länder mit niedriger Gesamtverschuldung wie Deutschland sollten ihre öffentlichen Defizite ausweiten. Die anderen sollten durch Umschichtungen im Budget konjunkturstabilisierende Impulse geben.

Das funktioniert aber nicht. Die Finanzminister reagieren nicht auf die Appelle der Zentralbank. Die Zentralbank muss mehr tun, als eigentlich erforderlich ist. Die EZB ist wie ein Rufer in der Wüste, auf den niemand hört.

Richtiger wäre es, gemeinsam zu handeln. Die EZB tritt nicht durch eigene Lockerungsmaßnahmen in Vorlage und fordert die anderen auf, mitzumachen. Sie wendet sich vielmehr an die Gruppe der Finanzminister zu gemeinsamen Beratungen. Sie bietet Maßnahmen an, die sie in einem gemeinsamen Pakt verwirklichen würde. Die Finanzminister legen ihrerseits vor, was sie zu tun gedenken. Die Kunst besteht darin, die Pläne zu einem gemeinsamen Programm zusammenzuführen, das die einzelnen Akteure in eigener Verantwortung umsetzen.

Die EZB würde dabei gewissermaßen als Katalysator wirken. In der Griechenlandkrise hat der Internationale Währungsfonds eine solche Rolle hervorragend ausgefüllt. Es ist sicher kein Nachteil, dass die Chefin des IWF, die das

damals orchestrierte, die neue Präsidentin der EZB sein wird. Sie hat Erfahrung auf dem Gebiet.

Ein solches gemeinsames Vorgehen ist keine neue Erfindung. In Deutschland gab es früher einmal die sogenannte "Konzertierte Aktion". Das war ein runder Tisch, an dem die Bundesbank, das Finanzministerium und die Tarifpartner saßen. Sie tauschten sich über die Beurteilung der Lage aus und verabredeten dann Strategien, die sie dann jeweils in eigener Verantwortung umsetzen. Das war ein vernünftiger Ansatz, auch wenn die "Konzertierte Aktion" später aus anderen Gründen wieder abgeschafft wurde.

Eine solche Zusammenarbeit von Geld- und Finanzpolitik hätte erhebliche Vorteile. Sie erhöht die Wirksamkeit der einzelnen Maßnahmen, da alle auf das gleiche Konto einzahlen. Das ist wichtig, denn die Munition sowohl der Geldpolitik als auch der Finanzpolitik (wegen der hohen Schulden) ist heute begrenzter als früher. Hinzu kommt, dass die Kollateralschäden der expansiven Maßnahmen geringer sind. Die Verschuldung der Staaten steigt nicht so stark an.

Die Zinsen müssen nicht so weit gesenkt werden. Es könnte sogar sein, dass die ärgerlichen Minuszinsen am Kapitalmarkt wieder ins Positive drehen. Was gäbe das für ein Aufatmen bei den Anlegern und an den Finanzmärkten?

Wird durch eine solche Zusammenarbeit die Unabhängigkeit der Notenbank gefährdet? Ich halte solche Befürchtungen für unbegründet. Die 19 Finanzminister sind – gerade weil es so viele sind – kaum in der Lage, die ihnen gegenüberstehende Zentralbank zu dominieren. Zudem ist die neue Chefin der EZB so stark und geschickt, dass sie sich von den Finanzministern sicher nichts sagen lässt.

### Für den Anleger

Für die Kapitalmärkte wäre ein neuer Policy-Mix eine gute Nachricht. Sie wären nicht mehr allein von den monetären Impulsen abhängig. Hinzu kämen positive Impulse von der Finanzpolitik. Eine Verringerung der Minuszinsen wäre in jedem Fall hilfreich.

**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, Genaugigkeit, 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 Meinungsaussagen 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 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 ihres 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.