



Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Die Europäische Zentralbank lockert die Geldpolitik - trotzdem steigen die Renditen am Kapitalmarkt an.
- > Der EZB ist es offenbar nicht gelungen, das nötige Vertrauen bei den Marktteilnehmern aufzubauen.
- > Befindet sich die Geldpolitik in einem "schwarzen Loch"?

Geldpolitik ist keine Wissenschaft, wie viele meinen. Sie ist eher eine Kunst. Sie erfordert nicht nur die richtige Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Lage und der weiteren Entwicklung. Sie muss auch die Psychologie der Märkte erspüren und bei ihren Handlungen berücksichtigen. Sie muss ihre Intentionen den Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit überzeugend erklären, damit diese dann auch entsprechend reagieren können.

*»Niemand soll sich wundern, dass so etwas die Märkte verunsichert.«*

Meistens erfüllen die Zentralbanken die Voraussetzungen. Blickt man zurück auf die Geldpolitik in der Nachkriegszeit, so hat sie insgesamt gesehen einen guten Job gemacht. Seit den Wirren mit den ersten Ölpreiserhöhungen in den 70er und 80er Jahren ging die Geldentwertung kontinuierlich zurück. Sie liegt jetzt in den Industrieländern bei 2 % oder darunter. Eine Deflation mit sinkenden Preisen gab es zu keiner Zeit. Insofern können wir zufrieden sein.

Es gibt aber auch Pannen. Eine erleben wir gerade beim Euro. Angesichts der geringen Inflation (derzeit im Euro-Raum 0,8 %), des nachlassenden gesamtwirtschaftlichen Wachstums und der Gefahr eines Abgleitens in die Rezession wäre eigentlich eine Erhöhung der monetären Expansion mit niedrigeren Zinsen und einer Ausweitung der Liquidität angebracht. So hatte das EZB-Präsident Draghi in vielen Reden auch angekündigt. Tatsächlich sind die Renditen am Kapitalmarkt seit Jahresbeginn kontinuierlich zurückgegangen. Das passte zusammen.

Anfang Januar rentierten 10-jährige Bundesanleihen noch mit plus 0,2 %. Im April fielen sie auf unter Null. Anfang September wurde dann der Tiefpunkt mit minus 0,6 % erreicht. Das war für die Sparer nicht angenehm. Es war angesichts der gesamtwirtschaftlichen Konstellation aber logisch. Vor allem kam es ohne Zutun der Zentralbank zustande.

Doch dann kam der Knacks. Am 12. September beschloss die EZB ein besonders umfangreiches Lockerungsprogramm. Es fiel mit dem Beschluss, die Wertpapierkäufe am Markt wieder aufzunehmen sogar noch größer aus als von

manchen erwartet. Und was passierte am Markt? Etwas ganz Komisches. Die Renditen gingen als Folge der Lockerung nicht weiter zurück. Sie stiegen im Gegenteil an. Sie liegen inzwischen mit minus 0,37 % um über 20 Basispunkte über dem Stand von vor den Beschlüssen der EZB. Mit allem hätte ich gerechnet, aber damit nicht.

Nun soll man kurzfristige Marktbewegungen nicht überschätzen. Hier spielen oft ganz unterschiedliche Faktoren eine Rolle. In den letzten vier Wochen knarzte es in der Weltwirtschaft ganz gehörig. Schlechte und gute Nachrichten wechselten sich fast im Minutentakt ab. Bei den amerikanisch-chinesischen Handelsverhandlungen, beim Brexit und nach dem Drohnenangriff auf saudi-arabische Ölförderanlagen gab es ein Wechselbad der Gefühle. Und weil das alles nicht genug war, wurde der Markt durch viele schlechte Nachrichten von der Konjunktur diesseits und jenseits des Atlantiks verunsichert. Die Anleger verlangten in dieser Situation einen Risikozuschlag auf die Renditen.

**DER MARKT GEHT SEINEN EIGENEN WEG**

Rendite 10-jährige Bunds



Quelle: Bundesbank

Es gab aber auch andere Gründe für die Zinserhöhung. Sie lagen in der Geldpolitik selbst. Die Maßnahmen wurden von vielen als außerordentlich weitgehend empfunden. Das ließ den Verdacht aufkommen, dass die EZB über zusätzliche Informationen verfügte, dass die konjunkturelle Lage vielleicht doch noch schlechter war als dies aus den Zahlen erkennbar war.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Märkte durch die Minuszinsen generell verunsichert sind. Sie stellen das monetäre Weltbild auf den Kopf. Sie haben vielerlei negative Wirkungen. Sie sind vor allem für die Finanzwirtschaft eine starke Belastung. Wenn diese Zinsen noch weiter in den negativen Bereich verschoben werden sollten, wie das die EZB mit ihrem Maßnahmenpaket tat, dann ist das für die Märkte keine Ermutigung Bonds zu kaufen, sondern die Botschaft, dass die verqueren Verhältnisse noch länger andauern.

Besonders verunsicherte der Beschluss, die Wertpapierkäufe wieder aufzunehmen, die erst Ende letzten Jahres beendet worden waren. Denn die bisherigen Erfahrungen mit diesem Instrument waren nicht unbedingt ermutigend. Obwohl die EZB in den letzten vier Jahren Wertpapiere im Wert von über zwei Billionen Euro gekauft hatte, hat sich die Situation bei der Preissteigerung kaum verändert. Hinzu kam, dass die neuen Wertpapierkäufe auch in der EZB selbst umstritten waren. Wichtige Ratsmitglieder waren dagegen. Das interne Monetary Policy Committee hatte sich gegenüber Präsident Draghi ausdrücklich gegen neue Wertpapierkäufe ausgesprochen.

Niemand soll sich wundern, dass so etwas die Märkte verunsichert und zu dem Zinsanstieg beigetragen hat. Draghi ist zwar ein erfahrender Zentralbankpräsident, der selbst

auch an den Märkten gearbeitet hat. Aber eine besondere Sensibilität für die Stimmung der dort handelnden Menschen hat ihn bisher nicht ausgezeichnet. Im Augenblick wird viel über die Qualifikationen von Zentralbankpräsidenten gesprochen, nachdem sowohl der Chef der Federal Reserve als auch die neue Chefin der EZB Juristen sind. Das muss kein Nachteil sein. Andererseits sind Juristen zwar bekannt dafür, dass sie Institutionen gut führen können, aber nicht dafür, dass sie ein besonderes Gespür für die Märkte haben. Es wird die Aufgabe von Frau Lagarde sein, die Märkte vom Gegenteil zu überzeugen.

### Für den Anleger

Man sollte die Zinserhöhung der letzten Wochen nicht überschätzen. Angesichts der schwachen Konjunktur, der niedrigen Preissteigerung und der Entschlossenheit der Zentralbanken rund um den Globus zu weiteren geldpolitischen Lockerungen können die Bondzinsen auch wieder zurückgehen. Andererseits sollten Sie den Notenbanken in dieser Situation nicht zu viel vertrauen. Sie haben viel von ihrem Charisma verloren. Der US-Ökonom Larry Summers sprach dieser Tage von der "Geldpolitik in einem schwarzen Loch".

**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 veröffentlichen 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.