



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

- > Auch wenn sich die gesamtwirtschaftliche Situation zuletzt etwas verbessert hat, glauben wenige daran, dass die Leitzinsen wieder steigen könnten.
- > Hier ein Gedankenspiel, was passieren muss, dass es anders kommt.
- > Bei einer expansiveren Finanzpolitik könnten die geldpolitischen Impulse zurückgenommen werden.

Noch wird in den Banken unter Hochdruck an den Zinsprognosen für 2020 gearbeitet. Ein Konsensus ist noch nicht erkennbar. Aber wenn ich eine Wette abgeben dürfte, dann wäre es die: Die meisten rechnen damit, dass die Leitzinsen im Euro auch noch in einem Jahr negativ sein werden, vielleicht sogar tiefer als jetzt. Bei Bundesanleihen dürfte das Bild nicht so eindeutig aussehen. Sie werden sich bis Ende 2020 mal über, mal unter null bewegen.

»Die Zinsen könnten - glauben Sie es oder nicht - steigen(!)«

Die Geißel der Nullzinsen mit all ihren Wirkungen auf die Altersvorsorge, die Produktivität der Wirtschaft und die Überlebensfähigkeit des Finanzsektors bleibt also bestehen. Japan war immer das Menetekel der westlichen Industrieländer. So wollten wir nie werden. Jetzt sieht es so aus, als werde es hierzulande noch schlechter als in Fernost.

Allerdings: Wenn es eine so große Einigkeit über die weitere Entwicklung der Zinsen gibt, dann ist das gefährlich. Es sieht so aus, als seien wir am Ende der Geschichte. So ist die Welt aber nicht. In der Realität kommt es immer wieder vor, dass etwas Unvorhergesehenes passiert und am Ende etwas ganz Anderes herauskommt.

Was müsste geschehen, dass die Zinsen wieder steigen? Hier einige Argumente. **Das erste:** Die historische Entwicklung. In den letzten 150 Jahren waren die Zinsen häufig niedrig, sie sind aber nie auf dem niedrigen Niveau geblieben. Die Grafik, die auf Zahlen der Macrohistory Database der Universität Bonn beruhen, zeigt die Entwicklung zehnjähriger US-Treasury-Zinsen. Man kann eine zyklische Entwicklung erkennen: Dreißig Jahre gingen die Sätze nach unten. Dann blieben sie zeitweise auf dem niedrigen Niveau. Danach ging es aber – zum Teil als Folge großer weltwirtschaftlicher und -politischer Umwälzungen – wieder nach oben. Warum soll ein Umschwung nicht jetzt wieder kommen? An disruptiven Entwicklungen auf globaler Ebene fehlt es derzeit weiß Gott nicht.

Ein zweites Argument: Die Preissteigerung. Sie ist derzeit sehr niedrig und nichts deutet darauf hin, dass sie steigen könnte. Aber wir wissen, dass wir uns hier auf dünnem Eis

bewegen. Vor allem auf den Rohstoffmärkten kann sich der Wind sehr schnell drehen. Das drastischste Beispiel war die starke Erhöhung der Ölpreise vor vierzig Jahren, die die Zinsen auch in Deutschland bis auf über 10 % nach oben schießen ließ. In der Finanzkrise 2008 gingen die Zinsen wegen höherer Ölpreise in Deutschland bis auf 5 %. Auch so etwas ist angesichts der labilen weltpolitischen Konstellation nicht auszuschließen.

Ein drittes Argument: Die Konjunktur. Sie dümpelt nun schon eine Reihe von Jahren ohne größere Dynamik vor sich hin. Es gibt keine Engpässe, die an der einen oder anderen Stelle einen größeren Kreditbedarf mit der Notwendigkeit höherer Zinsen entstehen lassen könnten. Die Unternehmen sind mit viel Cash ausgestattet. Aber muss das so bleiben? Überall gibt es bedingt durch die Digitalisierung neue Aktivitäten. Es gibt einen riesigen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen. Es muss nur irgendwo eine Initialzündung geben und schon könnte die Hütte brennen.

30-JÄHRIGER ZINSZYKLUS? Rendite von US-Treasuries in %



Quelle: Uni Bonn

So etwas könnte durch populistische Regierungen ausgelöst werden, die auf Verschuldungsgrenzen keine Rücksicht nehmen. Ich hatte das schon im vorigen Jahr nach der massiven Steuersenkung des amerikanischen Präsidenten Trump erwartet. Da waren wir auch nahe dran. Der Impuls wurde dann durch die Zölle abgewürgt. Das muss in Zukunft aber nicht immer so sein.

All diese Gründe mögen weit hergeholt erscheinen. Es gibt aber einen, der unmittelbar sehr naheliegt. Mit dem Wechsel von Mario Draghi zu Christine Lagarde an der Spitze der EZB bleibt zwar die expansive Grundausrichtung der Geldpolitik sicher bestehen. Alles andere stünde auch nicht im Einklang mit der gesamtwirtschaftlichen Lage. Ich vermute aber, dass sich bei der Durchführung Änderungen ergeben. Draghi hatte die ganze Last der Stabilisierungspolitik auf die eigene Schulter genommen. Er wollte die Welt – zumindest Europa – retten. Umso stärker musste die Dosierung der geldpolitischen Lockerung ausfallen. Die Zinsen mussten niedriger sein, als sie es sonst gewesen wären.

Ich vermute, bei Lagarde wird das anders. Sie hat eine größere Affinität zur Fiskalpolitik. Sie wird darauf drängen, dass die Finanzminister eine stärkere Rolle bei der Stabilisierung übernehmen und die Geldpolitik sich eher zurücknimmt. Die Zinsen könnten – glauben Sie es oder nicht – steigen (!) oder jedenfalls nicht so stark weiter sinken. Das werden keine dramatischen Veränderungen sein, die einen neuen Zinszyklus einleiten.

Der Einlagensatz der EZB kann auch in einem Jahr noch negativ sein. Die Richtung ändert sich aber, und das ist für die Erwartungen wichtig.

Das wäre ein Ritt über den Bodensee. Es würde die Akzeptanz von Frau Lagarde in der Öffentlichkeit erhöhen. Der Zusammenhalt im Governing Council der EZB könnte wieder stärker werden. Auf den Devisenmärkten würde sich der Euro stärken (was weiteren Spielraum für Zinserhöhungen gäbe). Negativ ist, dass die Finanzpolitik höhere Schulden machen muss. Da muss man aufpassen, dass man nicht über die Stränge schlägt. Wichtig ist vor allem, dass Italien richtig eingebunden wird.

Für den Anleger

Verlassen Sie sich nicht darauf, dass die Zinsen negativ bleiben. Eine Zinserhöhung durch die EZB in den nächsten Monaten auf wieder minus 0,4 % ist zwar unwahrscheinlich. Sie käme einem Paukenschlag gleich. Aber wenn man sie richtig begründet und ausgestaltet, könnte sie ein Befreiungsschlag sein. Ich schließe das nicht aus.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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 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 zu verwenden. 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.