

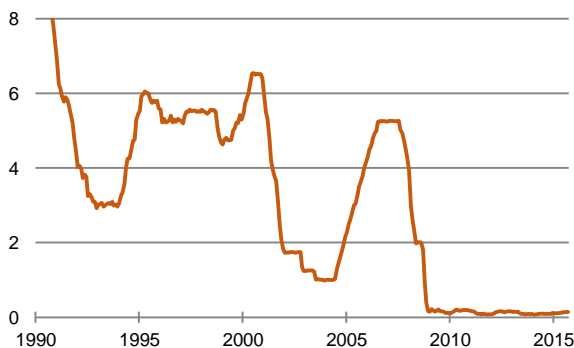
## Frau Yellen als Mutter Courage?

22. Oktober 2015

- Im Vergleich mit früheren Zinszyklen ist das jetzige Zögern der amerikanischen Notenbank, die Leitzinsen zu erhöhen, ungewöhnlich.
- Die Gründe dafür liegen weniger im ökonomischen Bereich als in politisch institutionellen Gegebenheiten.
- Letztlich hat die Federal Reserve der Mut verlassen, den sie bei der Bekämpfung der großen Finanzkrise bewiesen hatten. Das ist schade.

Seit nunmehr zweieinhalb Jahren bemüht sich die amerikanische Notenbank, bei der Geldpolitik den Krisenmodus zu verlassen und wieder normale Verhältnisse herzustellen. 2013 hat sie das angekündigt. 2014 hat sie die Wertpapierkäufe ("Q/E") in einem langwierigen Verfahren zurückgeführt. In diesem Jahr hätte der dritte Schritt folgen sollen, die Erhöhung der Zinsen. Da stockt es. Die Federal Reserve findet nicht den richtigen Zeitpunkt. Sie verschiebt den Termin von Sitzung zu Sitzung. Warum ist die Anhebung der Leitzinsen so schwer?

LEITZINSEN USA  
In %



Quelle: Fred

Wenn man sich die Grafik des Auf- und Abs der Leitzinsen in der Vergangenheit anschaut, könnte man den Eindruck gewinnen, als sei das alles ganz unproblematisch. In regelmäßigen Abständen gingen die Zinsen nach oben und nach unten. Das ist aber nicht richtig. Zinserhöhungen waren für die Notenbank (nicht nur in den USA) noch nie ein Kinderspiel. Es gab immer schwierige Entscheidungsprozesse und Verzögerungen. Im Jahr 1992 warf der damalige Präsident Bush der Notenbank vor, sie habe mit einer Zinserhöhung seine Wiederwahl verhindert. Finanzminister haben immer gegen Zinserhöhungen opponiert, damit die Kreditaufnahme des Staates nicht zu teuer wird.

Gemessen an diesen Zeiten befindet sich die Federal Reserve heute in einer komfortablen Situation. Sicher wird auch auf sie Druck ausgeübt. Er hält sich aber in Grenzen. Der US-Präsident kann nicht wiedergewählt werden. Der

Finanzminister hat die Budgetdefizite stark zurückgeführt und ist daher nicht mehr so zinsabhängig. Die Federal Reserve könnte sich allenfalls selbst im Wege stehen. Sie hat große Wertpapierbestände und würde bei einer Zinserhöhung Kursverluste erleiden. Das ginge zu Lasten des Gewinns. Aber niemand zwingt sie Gewinne zu erwirtschaften. Eine größere Wirtschaftsabschwächung in den USA als Folge einer Anhebung der Leitzinsen fürchten auch Pessimisten nicht. Selbst die am stärksten Betroffenen, die Schwellen- und Entwicklungsländer, raten der Federal Reserve inzwischen: "Just do it". Die Unsicherheit durch das Nichtstun ist für sie schlimmer als eine Zinserhöhung.

Warum macht sie es dann also nicht? Wenn ich es recht sehe, dann weniger aus ökonomischen als aus politisch-institutionellen Erwägungen. Erstens gibt es anders als in früheren Zinserhöhungsphasen keine unmittelbaren und dringlichen Gefahren, die die Notenbank zum Handeln zwingen. Die Preissteigerung ist nach wie vor mäßig. Der Arbeitsmarkt steht nicht vor einer Überhitzung. Wenn die Notenbank noch ein oder zwei Monate wartet, passiert keine Katastrophe. Das macht es für die Chefin des geldpolitischen Gremiums schwer, die Mitglieder zusammenzuhalten und sie zum Handeln zu bringen. Es ist ein bisschen so wie mit den Reformen in Wirtschaft und Gesellschaft. Sie werden normalerweise erst dann in Angriff genommen, wenn "die Hütte brennt" und es gar nicht mehr anders geht. Ich dachte, die Zentralbanken hätten aus den Fehlern gelernt. Das ist aber offenbar nicht der Fall.

Wo ein unmittelbarer Druck herkommt, ist zweitens von den anomalen Verhältnissen auf den Geld- und Kapitalmärkten. Die Blasen bei Aktien, Renten und anderen Asset-Klassen, die durch die Nullzinsen und die unbegrenzte Liquidität entstanden sind, können jederzeit platzen. Wer damit nicht rechnet, kann nicht leugnen, dass die Nullzinsen die Sparer belasten. Sie führen zu einer Vernachlässigung der Altersvorsorge, die in den letzten Jahren so wichtig geworden ist. Sie schwächen das marktwirtschaftliche System, das ohne knappes Geld und Zinsen, die Präferenzen der Gesellschaft zwischen Zukunft und Gegenwart widerspiegeln, nicht ordentlich funktionieren kann. Investoren haben keine Kriterien, welche Projekte langfristig sinnvoll sind und welche nicht. Das führt zu Fehlallokationen und letztlich niedrigerem Wachstum, über das sich in den USA derzeit alle

## Frau Yellen als Mutter Courage?

22. Oktober 2015

beklagen. Es gibt nur eine Institution, die das alles reparieren könnte. Das ist die Notenbank. Und warum tut sie es nicht? Weil sie dafür kein explizites politisches Mandat hat. Sie müsste aus eigener Verantwortung handeln, was natürlich schwerer ist (was sie in der Krisenbekämpfung freilich häufiger getan hat).

Wenn diese Situation in Zukunft häufiger vorkommen sollte, müsste man sich überlegen, ob man das Mandat der Notenbanken nicht erweitert. Man könnte zum Beispiel festlegen, dass die "unkonventionellen Maßnahmen" der Geldpolitik, die wir derzeit haben, nur eine begrenzte Zeit dauern dürfen. Sie werden in Krisen gebraucht, dürfen aber nicht zu Dauereinrichtungen werden.

Drittens und wahrscheinlich das Wichtigste:

---

»Eine klare in die Zukunft gerichtete Geldpolitik braucht mutige Frauen und Männer, die sich hinstellen und den richtigen Kurs überzeugend vorgeben.«

---

Die Notenbanker bewiesen in der Krisenbekämpfung außerordentliche Führungsqualitäten. Sie avancierten zu den "heimlichen Herrschern" der Welt. Jetzt plötzlich scheint sie die Courage verlassen zu haben. Das "Federal Open Market Committee", das für die geldpolitischen Entscheidungen zuständig ist, fällt auseinander. Das dürfte die Vorsitzende, Janet Yellen, eigentlich nicht zulassen. Hier rächt sich ihr konsensorientierter Stil.

## Für den Anleger

An sich sind Leitzinserhöhungen Gift für die Finanzmärkte. Sie führen sowohl bei Aktien als auch bei Renten zu Kursverlusten. In den letzten Wochen scheint sich die Einschätzung jedoch zu drehen. Für die Finanzmärkte wird das Zögern der Federal Reserve zunehmend zu einer Belastung. Ich rechne daher damit, dass eine Zinserhöhung – wie auch immer die aktuellen Daten in den USA und der Weltwirtschaft sind – ein Befreiungsschlag wäre, auf den die Märkte positiv reagieren würden. Sie darf aber nicht zu lange warten. Dies umso mehr, als die Notenbank im nächsten Jahr wegen des dann laufenden Präsidentschaftswahlkampfes nur noch begrenzt handlungsfähig ist.

**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, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

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 u. U. 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen 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, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 einschlägiger Verkaufsunterlagen (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen 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 Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. 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, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.