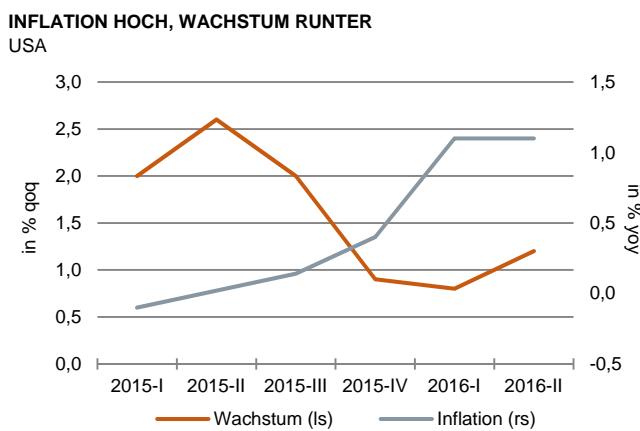


- › In der Frage der Zinserhöhung lässt die US-Notenbank derzeit die notwendige Führung vermissen. Das bringt Unsicherheit und belastet die Weltwirtschaft.
- › Wenn man den Worten der Fed nicht glauben kann, muss man sich an die Fakten der wirtschaftlichen Entwicklung halten.
- › Angesichts der Wachstumsschwäche in Amerika spricht viel dafür, dass es auf absehbare Zeit keine Zinserhöhung in den USA geben wird.

Auch Bankvolkswirte haben ein Berufsethos. Eine der ungeschriebenen Regeln besagt: Kritisiere nie die Zentralbanken. Sie sind der Fels in der Brandung der Finanzmärkte. Sie geben Halt und Sicherheit. Wer sie tadeln, gefährdet die Stabilität des Systems. Ganz abgesehen davon spielen sie eine wichtige Rolle in der Aufsicht der Banken, weshalb gerade die Kreditwirtschaft mit Kritik vorsichtig ist. In den letzten zwei Jahren hat sich bei mir aber so viel Frust aufgestaut, dass ich im Folgenden gegen diese Regel verstößen werde.

Das, was die amerikanische Federal Reserve seit Auslaufen der Wertpapierkäufe im Oktober 2014 tat, ist, um das Mindeste zu sagen, schwer verständlich. Von Sitzung zu Sitzung verkündete sie die Absicht, die Zinsen wieder auf ein Normalniveau anheben zu wollen. Immer wieder hat sie das Vorhaben dann aber doch abgeblasen. Die Gründe, die sie dafür anführte, waren wenig überzeugend. Mal waren es vorübergehend schlechte Arbeitsmarktzahlen, mal waren es Befürchtungen hinsichtlich China und anderer Schwellen- und Entwicklungsländer. Im Sommer war es die Entscheidung der Briten aus der EU auszutreten.



Quelle: Fred

Die Fed nennt diese Politik "Data Driven", also von den Marktdaten abhängig. Sicher kann die Geldpolitik nicht im luftleeren Raum operieren. Sie muss auf das Umfeld Rücksicht nehmen. Sie darf sich aber nicht von den jeweils kurzfristigen Daten tyrannisieren lassen. Sie muss immer auch das langfristige Ziel der Normalisierung der Liquidität und

der Zinsen im Auge haben und den Märkten glaubhaft vermitteln. Daran fehlt es.

Gefühlt, das heißt in den Prognosen der Märkte, gab es in den letzten zwei Jahren mindestens zehn Zinserhöhungen. Alle haben Wirtschaft und Märkte belastet und zu einem Attentismus geführt. In der Realität ist der amerikanische Leitzins aber nur einmal um lächerliche 25 Basispunkte angehoben worden. Dazu hat sich der Aufwand der vielen Diskussionen weiß Gott nicht gelohnt. Der Hedge-Fonds-Manager Stephen Jen brachte es auf den Punkt als er sagte: "Fed watching, in retrospect, has been the single biggest waste of my time in the past two years" (*Rückblickend war die Beschäftigung mit der Fed bei mir die größte Zeitverschwendun*g der letzten zwei Jahre).

»Sicher kann die Geldpolitik nicht im luftleeren Raum operieren. Sie darf sich aber nicht von den jeweils kurzfristigen Daten tyrannisieren lassen.«

Was ich der Federal Reserve vorwerfe, ist Führungsschwäche. Sie hat nicht den Mut, eine einmal beschlossene Politik auch gegen Zweifel am Markt durchzusetzen. Das ist das Gegenteil von dem, was eine an sich schon unsichere und wachstumsschwache Weltwirtschaft braucht. Selbst der bisherige Chef der indischen Notenbank Raghuram Rajan (dessen Land unter einer amerikanischen Zinserhöhung leiden würde) sagte einmal: "Just do it".

Nun kann man das alles beklagen, ändern kann man es nicht. An was sollen sich die Märkte unter solchen Umständen orientieren? Mein Rat: Vergessen Sie das Sprech der Geldpolitiker. Das ändert sich zu oft. Das wird auch für die Reden auf der hochrangigen geldpolitischen Tagung in Jackson Hole in dieser Woche gelten. Worauf es ankommt, sind die Fakten, konkret um Preisstabilität und Vollbeschäftigung. Bei beiden Zielen sieht es derzeit gut aus. Die Verbraucherpreise steigen um 1,2 %. Da gibt es keine Deflationsgefahren mehr. Am Arbeitsmarkt werden jeden Monat im Schnitt rund 140.000 Stellen geschaffen. Das reicht. Von daher steht einer Zinserhöhung nichts im Weg.

Wo das Problem liegt, ist beim Wachstum. Es schwächelt. In den letzten drei Quartalen lag es unter 1 %. Die Federal Reserve muss zwar nicht hohes Wachstum anstreben.

Wenn die Expansion des BIP aber zu gering ist, dann wird sich das auf längere Sicht negativ auf Arbeitsmarkt und Preise auswirken. Eine so gegenläufige Entwicklung von Wachstum und Preisen, wie wir sie in der Vergangenheit hatten, kann es auf die Dauer nicht geben (siehe Grafik). Dann kann die Fed auch nicht die Zinsen anheben.

Ich rechne in der Tat mit solch einem Szenario. Die Prognosen für das Wachstum im dritten Quartal sind derzeit zwar gut. Ob damit aber wieder ein anhaltend höherer Wachstumspfad erreicht wird, erscheint mir unsicher. Es hat sich in den letzten Monaten immer wieder gezeigt, dass die kurzfristigen Wachstumsvorhersagen wenig zuverlässig sind und oft nach unten revidiert werden mussten.

Wenn diese Annahme richtig ist, dann ergibt sich daraus, dass es in diesem Jahr keine Zinserhöhung mehr geben wird. Dafür sprechen auch andere Überlegungen. In den nächsten beiden Sitzungen der Federal Reserve im September und Anfang November läuft noch der Präsidentschaftswahlkampf. Da kann die Fed ohnehin keine Maßnahmen ergreifen. Im Dezember könnte sie theoretisch die Zinsen erhöhen. Ich kann mir jedoch nicht vorstellen, dass

sich bis dahin die gesamtwirtschaftliche Konstellation in den USA so verbessert, dass dann eine Zinserhöhung angebracht wäre. Zudem warten dann alle, was der neue Präsident tun wird (was ja auch für die Geldpolitik wichtig ist). Das ist also auch kein guter Zeitpunkt. Eine Zinserhöhung wird es aus meiner Sicht also frühestens im nächsten Jahr geben, vorausgesetzt das Wachstum wird besser.

Für den Anleger

Schreiben Sie also die Erwartungen einer Zinserhöhung in den USA zunächst einmal ab. Das bedeutet auch, dass die Zinsen in der übrigen Welt auf längere Zeit niedrig bleiben. Auch die negativen Zinsen werden nicht so schnell verschwinden. Es könnte unter diesen Umständen sogar sein, dass man mit Bonds noch einmal zinsbedingte Kursgewinne erzielen kann. Aktien würden unter einer Verschlechterung des Wachstums in den USA leiden. Sie profitieren jedoch wie bisher von den niedrigen Zinsen.

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, 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 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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 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 US 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. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. 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. 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. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. 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.