



Die Angst der Notenbanken vor höheren Zinsen

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

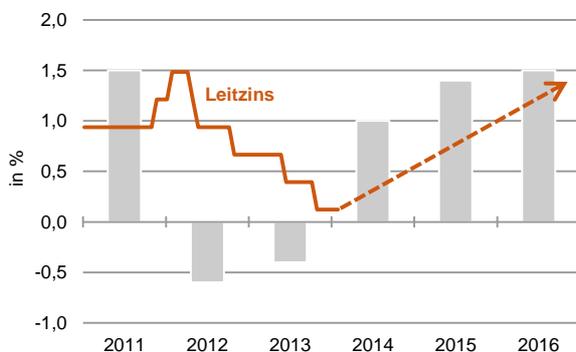
- **Wenn die Konjunktur in den Industrieländern jetzt an Fahrt gewinnt, werden die Notenbanken auch über Zinserhöhungen reden müssen.**
- **Ihre Angst davor ist nicht gerechtfertigt.**
- **Für die Volkswirtschaften ist es besser, wenn die Zinsen frühzeitig, dafür aber langsam und maßvoll angehoben werden.**

Ich möchte mal wider den Stachel in der Geldpolitik löcken. Passt das, was die Europäische Zentralbank derzeit tut, zur Konjunktur? Normalerweise folgen die Notenbanken dem Auf und Ab der Wirtschaft. Wenn sich das Wachstum verlangsamt, senken sie die Zinsen. Wenn es wieder nach oben geht, dann erhöhen sie sie. In den vergangenen Jahren hatten sie die Zinsen weltweit drastisch herunter genommen.

Jetzt erholt sich die Konjunktur. An sich müssten die Zentralbanken nun darüber nachdenken, die Zinsen wieder anzuheben. Die Grafik zeigt wie die Leitzinsen entsprechend der gesamtwirtschaftlichen Erholung nach oben gehen müssten (gestrichelte Linie).

Zinsen folgen der Konjunktur

Leitzins und Wachstum im Euroraum



Quelle: EZB, IWF

Damit tun sich die Notenbanken aber außerordentlich schwer. Sie haben sich sogar ein eigenes Instrumentarium geschaffen, mit dem sie allen Spekulationen über höhere Zinsen entgegen treten. Das ist die "Forward

Guidance". Es ist das Versprechen, die Zinsen noch für einen längeren Zeitraum niedrig zu halten. Die Europäische Zentralbank hält sich sogar die Option offen, ihre Sätze nicht doch noch einmal zu senken oder andere Lockerungsmaßnahmen zu ergreifen.

Es sind zwei Gründe, die die Notenbanken für ihre Haltung anführen. Zum einen fürchten sie, dass die Konjunktur noch nicht ausreichend gefestigt und die Eurokrise noch nicht überwunden ist. Zum anderen weist vor allem die EZB darauf hin, dass sie nicht auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu achten hat, sondern auf die Erhöhung der Preise. Von dort geht derzeit aber keine Gefahr aus.

Beides ist aus meiner Sicht nicht stichhaltig.

Was die Konjunktur betrifft, so ist sie so stabil wie selten. Sie beruht nicht nur auf zyklischen Faktoren oder auf staatlichen Nachfrage-Impulsen. Sie ist vielmehr das Ergebnis struktureller Anpassungen und Korrekturen nach der großen Krise. Die Wirtschaft ist heute gesünder als damals. Sicher kann man über das Ausmaß der Erholung streiten. Ich kenne jedoch keine Prognose, die daran zweifelt, dass es in den USA und in Europa 2014/15 deutlich nach oben geht. Nur im Falle eines großen Crashes in China oder einer drastischen Verschärfung der weltpolitischen Lage weit über das bisher erkennbare Maß hinaus, wäre die Konjunktur gefährdet.

Die Notenbanken müssen zudem Rechnung tragen, dass sie durch ein Festhalten an der ultralockeren Geldpolitik die Risiken der Weltwirtschaft nicht verringern sondern eher noch vergrößern. Das Sparen der privaten Haushalte wird entmutigt. Dadurch stehen nicht genügend langfristige Mittel für Investitionen zur Verfügung. Die Stabilität von Banken und Versicherungen leidet. Es gibt Blasen an den Kapital- und Immobilienmärkten.

Hinzu kommt, dass die Zentralbanken bei Leitzinsen von nahe Null zahnlose Tiger sind. Sie haben keine Instrumente, um bei einem erneuten Absturz der Wirtschaft wirkungsvoll gegensteuern zu können. Es ist daher notwendig, dass sie die gute Konjunktur nutzen, um wieder "Munition" für eine aktive Geldpolitik anzusammeln. Dies muss bald geschehen, denn die Geldpolitik ist so weit vom Gleichgewicht entfernt, dass es eine geraume Zeit dauert, bis sie wieder auf einen Normalzustand kommt. Von Zinsniveaus, die die wirtschaftliche Aktivität bremsen könnten, ist sie noch Meilen entfernt. Wenn die EZB



jetzt über höhere Sätze reden würde, wäre das keine Restriktion, sondern eine Normalisierung.

Was die Preisentwicklung angeht, so ist diese nichts, was die Notenbank bekämpfen könnte und sollte. Die niedrige Geldentwertung beruht nicht auf einer schwachen Wirtschaftsentwicklung. Ihre Gründe sind – zumindest in Europa – vielmehr die Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen in den großen Schuldnerländern. Diese sollen aber bewusst nicht gebremst oder gemildert werden, um den Gesundungsprozess der Volkswirtschaften nicht zu gefährden. Ein anderer Grund für die niedrige Preissteigerung sind die sinkenden Energiepreise. Auch das hat nichts mit Geldpolitik zu tun.

Bei den Preisen gilt wie bei der Konjunktur, dass das Herauszögern einer Zinserhöhung die Situation nicht verbessert, sondern eher verschlechtert. Wenn die Konjunktur in den Industrieländern so weiter läuft, wird es früher oder später zu Kapazitätsengpässen in einigen Ländern kommen, die dann die Zeit niedriger Geldentwertung beendet. Wo freilich ein Risiko liegt: Wenn die Europäische Zentralbank erste Anzeichen erkennen lässt, dass die Zinsen nach oben gehen könnten, käme es zu einer weiteren Aufwertung des Eurokurses, der

dann die Preisentwicklung noch stärker dämpft. Das ist negativ.

Aus meiner Sicht ist es an der Zeit, dass die Notenbanken die Diskussion über höhere Zinsen anstoßen. Ich weiß, dass das nicht dem Konsens der Ökonomen entspricht. Aber so etwas muss man auch einmal sagen. Ich plädiere nicht für eine sofortige Erhöhung der Leitzinsen. Das würde Unternehmen und Finanzakteure verschrecken. Nötig ist aber, die Märkte vorsichtig darauf vorzubereiten, dass sie nicht ewig mit so niedrigen Sätzen rechnen können.

Für den Anleger

Glauben Sie den Notenbanken nicht, wenn sie Ihnen jetzt versprechen, dass die Zinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben werden. Diese Politik werden sie nicht durchhalten können. Sie passt nicht zu dem fundamentalen Umfeld einer beginnenden konjunkturellen Erholung. Nur wenn die wirtschaftliche Erholung aus einem jetzt nicht absehbaren Grund abrechen sollte, wird es keine Zinserhöhung geben.

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

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. 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, Assenagon Client Service GmbH, München 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, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) 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.