

## Alternative zum Kurs der EZB

- Die Zinspolitik kommt in Bewegung. In vielen Ländern der Welt denken die Zentralbanken über höhere Sätze nach.
- Die Europäische Zentralbank hält sich bisher aus dieser Diskussion heraus. Sie hat sich festgelegt, das Thema erst frühestens Mitte nächsten Jahres anzufassen.
- Es gibt eine Alternative zu dem starren Kurs der EZB, der es ihr gleichwohl ermöglicht, das Gesicht zu wahren.

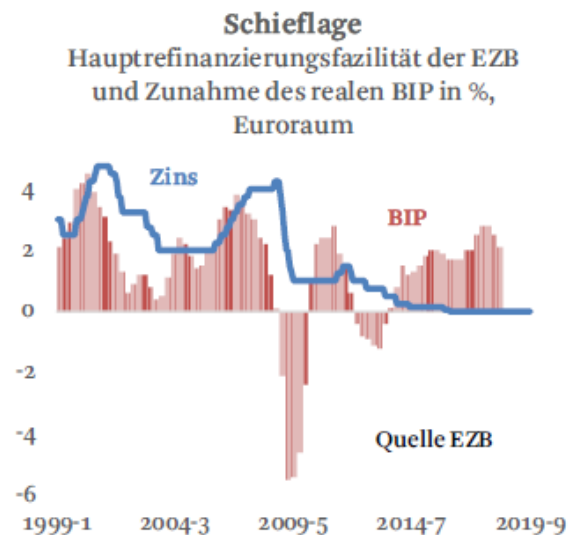
Der erste Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, Otmar Issing, erzählte gerne eine Geschichte aus den ersten Jahren der Währungsunion. Seine Mutter rief ihn damals regelmäßig an, um sich nach seinem Befinden in dem neuen Amt zu erkundigen. Als die EZB den Leitzins eine Zeit lang nicht veränderte, fragte sie ihn unvermittelt: „Sag mal Otmar, arbeitet Ihr denn gar nichts mehr? Ihr habt die Zinsen schon so lange nicht mehr verändert“.

Tatsächlich gehört es zum normalen Verhalten der Notenbanken, dass sie in ihren Board-Sitzungen regelmäßig die gesamtwirtschaftliche Lage analysieren und daraus Schlussfolgerungen für ihre Geldpolitik ziehen. In den ersten zehn Jahren ihrer Existenz hat die EZB über 30 Mal die Zinsen verändert. Das sind im Schnitt drei Mal im Jahr. Das ist normal.

Seit einiger Zeit ist das aber anders. Die letzte Zinsmaßnahme der EZB liegt nun schon mehr als zwei Jahre zurück. Das ist ungewöhnlich lang. Es liegt sicher nicht daran, dass der Governing Council faul geworden ist. Es gibt es dafür vielmehr gute Gründe. Die Wirtschaft brauchte nach dem schweren Einbruch der großen Finanzkrise zuerst einmal Ruhe und

sollte nicht durch dauernde geldpolitische Maßnahmen verunsichert werden. Zudem waren die makroökonomischen Schwankungen nicht so groß, dass sie dauerndes Eingreifen der Notenbank erforderten. Es gab keine größeren Gefahren für die Preisstabilität.

Auch hat sich das Instrumentarium der Notenbank durch die sogenannten „unkonventionellen Maßnahmen“ erweitert. Zinsveränderungen spielten nicht mehr die herausragende Rolle. Vor allem gab es die Wertpapierkäufe der Zentralbank, die in den letzten Jahren eine große Rolle spielten. An dieser Schraube hat die EZB viel gedreht.



Jetzt aber ändert sich die Situation. Die Zinspolitik rückt wieder in den Focus. Das liegt einmal daran, dass die Wertpapierkäufe auslaufen. Damit muss sich die Zentralbank wieder mit ihren traditionellen Instrumenten befassen, also den Zinsen. Hinzu kommt, dass sich das ökonomische Umfeld verändert. Das reale Sozialprodukt wächst wieder. Der Höhepunkt des Zyklus liegt vielleicht sogar schon hinter uns. Die Preissteigerung geht nach oben. Sie liegt derzeit mit 2,1% schon wieder über dem Ziel. Selbst die Arbeitslosigkeit verringert sich. Da stellt sich auch die Frage, ob die Geldpolitik nicht reagieren müsste.

International ändert sich das Zinsklima. In vielen Ländern werden die Leitzinsen derzeit angehoben, oder es wird wenigstens darüber nachgedacht. Am weitesten sind hier die Vereinigten Staaten, die die Fed Funds insgesamt schon fünf Mal erhöht haben. Seit Jahresbeginn haben nach meiner Zählung insgesamt acht größere Zentralbanken ihre Leitzinsen angehoben. Dazu gehören Großbritannien, Kanada, die Tschechische Republik, Indien und Mexiko.

Im Inland wächst der Druck der Anleger, sich beim Sparen und der Altersvorsorge nicht länger mit der Magerkost von Null- und Minuszinsen zufrieden geben zu wollen. Die Lage der Banken, Versicherungen und Versorgungs- und Pensionskassen wird immer schwieriger. Die Regierungen werden zu Hilfen gedrängt, nicht zuletzt zu teuren Rentenreformen. Auch das wirft die Frage der Zinsen auf.

Schließlich und ganz wichtig knebelt sich die EZB selbst. Jeder weiß, dass es irgendwann (vielleicht sogar schon nächstes Jahr) eine Rezession und wieder steigende Arbeitslosigkeit geben wird. Wenn die Zinsen so niedrig bleiben, hat die Notenbank dann keine Munition, um der Konjunktur wieder auf die Beine zu helfen. Die Hauptarbeit der makroökonomischen Stabilisierung fällt in diesem Fall erneut auf die Finanzpolitik mit der Folge entsprechend höherer Staatsverschuldung.

Wie soll die Europäische Zentralbank auf die neue Situation reagieren? An sich wäre es logisch, jetzt auch im Euroraum eine Diskussion über höhere Zinsen anzustoßen. Das hat die EZB bisher aber kategorisch ausgeschlossen. Sie wird nicht müde zu wiederholen, dass die Leitzinsen erst mit entsprechendem zeitlichen Abstand zum Auslaufen der Wertpapierkäufe (Ende des Jahres) angehoben werden können. So entstand an den Märkten in den letzten Wochen eine Geisterdebatte darüber, ob die EZB „schon“ im Sommer 2019 oder erst im Herbst tätig würde. Das mutete schon etwas merkwürdig an.

Es gibt aber eine Alternative, wenn die EZB die Zinsen jetzt partout nicht anheben will. Sie könnte ihr Kommitment zu einem bestimmten Termin für eine Zinserhöhung fallen lassen. Sie sagt dann nicht mehr, dass die Zinsen Mitte nächsten Jahres angehoben werden. Sie sagt einfach nur, dass sie eine Zinserhöhung je nach Datenlage prüfen würde. In der Sprache der Geldpolitiker würde man formulieren: sie verzichtet auf die „Forward Guidance“. Das

öffnet die Diskussion. Es zeigt, dass sich auch die EZB den Realitäten nicht verschließt. Es kann auch hierzulande in Sachen Zinsen etwas passieren. Das verschreckt niemanden. Es zwingt die EZB auch nicht, die Zinsen zu erhöhen, wenn es vielleicht gar nicht in die Landschaft passt.

Für den Anleger: Dies ist ein Gedankenspiel. Ich würde mich freuen, wenn es so geschieht - rechne realistisch gesehen aber nicht damit. Dazu hat sich die EZB zu sehr festgelegt. Wir sollten uns daher darauf einstellen, dass die Geldpolitik komme was wolle so weitergeführt wird wie bisher. Das verringert die Gefahr von größeren Kursverlusten am Rentenmarkt. Aktienkurse werden mit größeren Schwankungen leben müssen, bekommen aber auch keine richtigen Impulse.



Dr. Martin Hüfner  
Volkswirtschaftlicher Berater

BNP Paribas S.A. Niederlassung Österreich  
Hello bank!

Dieser Artikel gibt die Meinung des Autors wieder und stellt in keiner Weise eine Finanzanalyse, eine Anlageberatung, ein Angebot zum Kauf oder eine Empfehlung der Hello bank! dar und kann keine fachliche Beratung durch einen Anlage- und/oder Steuerberater ersetzen. Bitte beachten Sie, dass die dargestellten Finanzinstrumente den allgemeinen Wertpapierrisiken unterliegen, insbesondere auch dem Bonitätsrisiko des Emittenten und dem Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.