

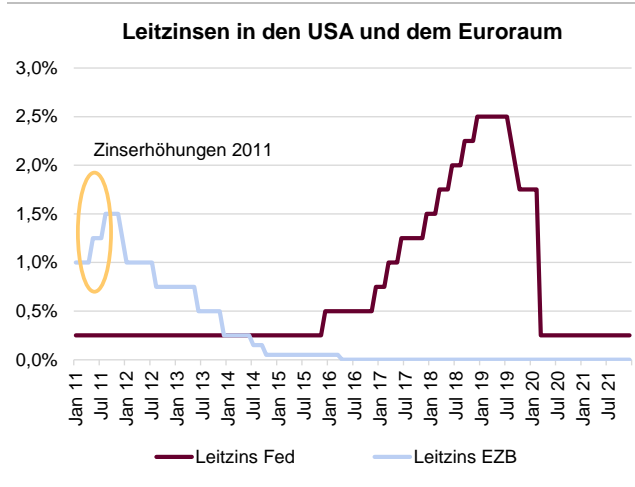
WARUM SICH DIE EZB MIT DER ZINSWENDE SO SCHWER TUT

Die Europäische Zentralbank stemmt sich gegen die Zinswende. Weltweit ist sie eine der wenigen Zentralbanken, die nicht auf den Anstieg der Inflationsraten reagiert. Um diese Haltung zu verstehen, ist ein Blick in die Vergangenheit nötig. Jean-Claude Trichet, der die EZB von 2003 bis 2011 führte, hatte im Jahr 2011 angesichts steigender Inflationsraten die Leitzinsen zweimal erhöht. Das erwies sich im Nachhinein als falsch, da die Verschärfung der Euro-Krise die EZB bald zu einer radikalen Kehrtwende zwang. Einen ähnlichen Fehler will EZB-Chefin Lagarde in der aktuellen Situation unbedingt vermeiden, doch der geldpolitische Alleingang der EZB birgt auch Gefahren.

Wer zwischen 2003 und 2011 am Sonntagabend im italienischen Lokal La Divina in der Frankfurter Feldbergstraße zu Gast war, konnte dort häufig **Jean-Claude Trichet** treffen. Es war das Lieblingslokal des französischen Politikers, der in dieser Zeit das Amt des Präsidenten der Europäischen Zentralbank innehatte. Auf seinem Tisch stand allerdings nie ein französischer Rotwein, sondern stets ein frischgezapftes Bier. Nicht von ungefähr lautete sein Spitzname "Der Deutsche".

Auch in geldpolitischer Hinsicht wurde Trichet diesem Namen gerecht. In den 1980er Jahren blickten viele Franzosen mit Respekt auf die deutsche Zentralbank, die unabhängig von der Regierung den Ton der europäischen Geldpolitik vorgab. Wenn die Bundesbank die Zinsen erhöhte, mussten die anderen europäischen Notenbanken folgen, um keinen Einbruch ihrer Währungen zu riskieren. Trichet war damals Leiter des Schatzamts, das die französische Geldpolitik prägte. Eine **unabhängige Zentralbank** gab es in Frankreich noch nicht. Das änderte sich erst 1993, als Trichet zum Präsidenten der Banque de France ernannt wurde, die Notenbank in die Unabhängigkeit führte und sich dabei auch am deutschen Vorbild orientierte. Wegen seiner engen Zusammenarbeit mit dem damaligen Bundesbankpräsidenten Hans Tietmeyer wurde er auch "Hans-Claude Trichmeyer" genannt.

Etwas weniger freundlich war die Bezeichnung "Ayatollah du Franc fort", die ihm **französische Kritiker** verpassten (und die damit sowohl auf den starken französischen Franc ("franc fort") als auch auf den Sitz der Bundesbank ("Francfort") anspielten). Trichet hat sehr lebhaft geschildert, wie er damals angegriffen wurde und wie verdutzt die Politiker auf seine Dickhäutigkeit als Notenbanker reagierten. Er konnte sich aber durchsetzen und stemmte sich mit Erfolg gegen den hohen Preisdruck in Frankreich, was eine Aufwertung der französischen Währung zur Folge hatte.



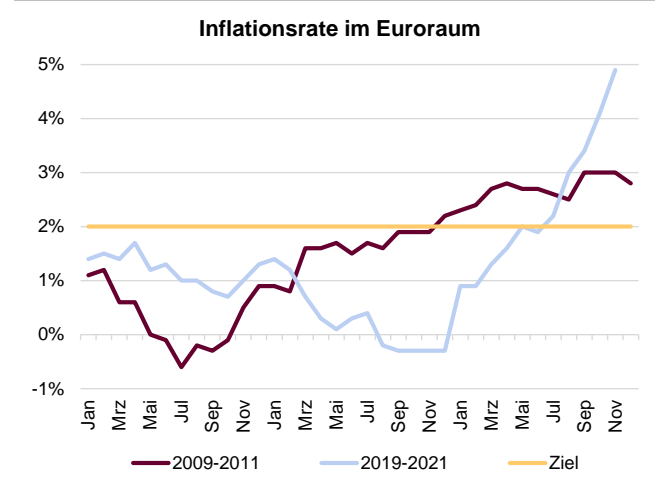
Dass Trichet sich in Frankreich als unabhängiger Geldpolitiker bewährt hatte, machte es Deutschland leichter, ihn als Präsidenten der Europäischen Zentralbank und Nachfolger von Wim Duisenberg zu akzeptieren. Er übernahm dieses Amt vier Jahre nach Einführung des Euro im Jahr 2003, als die Nachwirkungen des Börsencrashes von 2001 noch zu spüren waren. Unter seiner Leitung erhöhte die EZB die Leitzinsen sukzessive von zwei Prozent Ende 2005 auf 4,25 Prozent im Sommer 2008. Während der dann einsetzenden **Lehman-Krise** senkte die EZB die Zinsen deutlich und kaufte das erste Mal Staatsanleihen in großem Stil auf. Damit hatte Trichet aus Sicht mancher Kritiker die Büchse der Pandora geöffnet.

Die rasche Erholung der Wirtschaft und der Finanzmärkte ab 2009 kann jedoch als Beleg dafür gelten, dass die EZB in der Krise die richtigen Maßnahmen ergriffen hatte. Zum Ende seiner Amtszeit im Jahr 2011 musste Trichet dann allerdings mit einem **Inflationsproblem** kämpfen. Die Jahresinflationsrate der Verbraucherpreise, die 2009 noch negativ war, erreichte 2011 einen Wert von drei Prozent. Die EZB nahm dies zum Anlass, die Leitzinsen kurz vor dem Ende von Trichets Amtszeit zweimal um je 25 Basispunkte zu erhöhen. Dieser geldpolitische Alleingang

der EZB (die Leitzinsen der US-amerikanischen Fed lagen von Dezember 2008 bis November 2015 unverändert bei 0,25 Prozent) erwies sich im Nachhinein als Fehler. Die Euro-Krise eskalierte in der zweiten Hälfte des Jahres 2011, so dass die erste Amtshandlung von Trichets Nachfolger Mario Draghi eine Leitzinssenkung war, der noch viele weitere folgen sollten. Mit seiner berühmten "Whatever it takes"-Rede im Sommer 2012 fand Draghi dann die richtigen Worte, um die Krise zu beenden und als Euro-Retter in die Geschichte einzugehen.

Obwohl Jean-Claude Trichet während der Lehman-Krise richtig reagierte, wurde seine Bilanz im letzten Jahr seiner Amtszeit getrübt. Er muss sich die Kritik gefallen lassen, die Inflationsgefahren im Jahr 2011 überschätzt und durch Leitzinserhöhungen die Euro-Krise noch verschärft zu haben. Diese Kritik ist besonders deutlich aus Frankreich zu vernehmen, wo die Inflations Sorgen in der Regel weniger stark ausgeprägt sind als in Deutschland. Für Christine Lagarde stellt dies durchaus eine **Hypothek** dar.

Vor diesem Hintergrund muss man auch die **Strategieänderung der EZB** verstehen, die das Inflationsziel von zwei Prozent nicht mehr als Obergrenze interpretiert, sondern als symmetrisches Ziel. "Wir haben aus der Geschichte gelernt und beobachtet, was funktioniert hat und was nicht", sagte Christine Lagarde, als sie die Ergebnisse der Strategie-Überprüfung vorstellte. Gemeint hat sie damit in erster Linie die Erfahrungen von 2011. Gemäß der alten Strategie hatte der dauerhafte Anstieg der Inflationsrate über zwei Prozent praktisch automatisch eine Leitzinserhöhung zur Folge. Das ist nach der neuen Strategie nicht mehr der Fall.



Das Jahr 2011 wirft also immer noch seine Schatten und beeinflusst die aktuelle Politik der EZB. Unterstützt vom EZB-Chefvolkswirt Philip Lane hat Lagarde bisher alle **Forderungen nach einer Verschärfung der Geldpolitik** zurückgewiesen. Angesichts einer Teuerungsrate von fast fünf Prozent muss allerdings die Frage erlaubt sein, wie stark die Inflation noch werden muss, um die EZB zum Handeln zu zwingen. Der Druck durch internationale Institutionen wie dem IWF oder der Weltbank nimmt zu. Im vergangenen Jahr gab es weltweit mehr als 100 Zinserhöhungen, denen 2022 noch weitere folgen werden. Ähnlich wie 2011 stellt die aktuelle geldpolitische Strategie der EZB einen Alleingang dar, allerdings mit umgekehrten Vorzeichen. Sollte die EZB die Lage falsch einschätzen, wären eine dauerhaft hohe Inflation und ein schwacher Euro die Folgen. Bei dem Versuch, Trichets Fehler nicht zu wiederholen, besteht daher die große Gefahr, einen neuen Fehler zu begehen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2022

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.