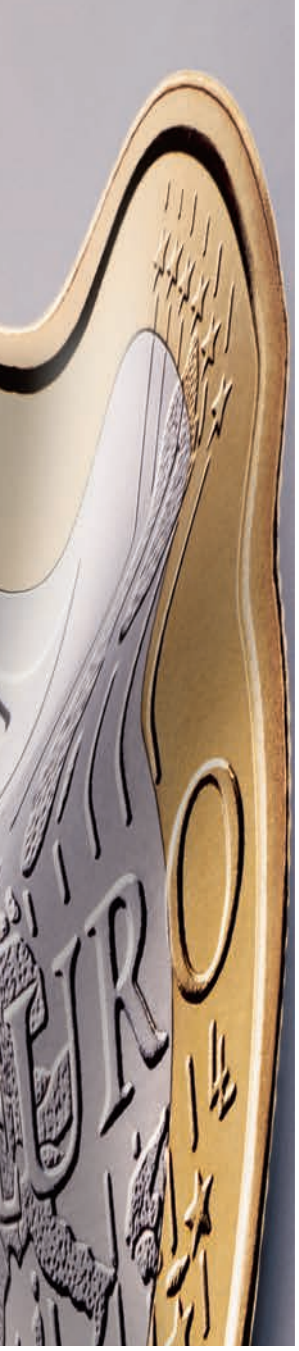
Weich, weicher, Euro



Probleme – wohin man blickt
Die Gasknappheit und die Energiekrise, reißende Lieferketten und ausufernde Inflation, steigende Zinsen und wachsende Staatsschulden: Jedes einzelne Phänomen würde der Wirtschaft schaden. In der Summe deutet vieles auf eine Rezession hin – und auf eine Eskalation der Euro-Krise

Die Zentralbanken haben die Inflation lange unterschätzt. Jetzt müssen sie die Zinsen kräftig anheben, um die Teuerung unter Kontrolle zu bringen. Doch die hohen Staatsschulden stehen dem Kampf gegen die Inflation im Weg. Besonders in Europa. Flammt jetzt die **Euro-Krise** wieder auf?

TEXT MALTE FISCHER, SILKE WETTACH, BERT LOSSE, CHRISTIAN RAMTHUN, DIETER SCHNAAS, CORNELIUS WELP

FOTOS: PLAINPICTURE, GETTY IMAGES, LAIF/SZ PHOTO/JOCHEN ECKEL, LAIF/CONTRASTO/ALBERTO CRISTOFARI, IMAGO IMAGES/MARTIN WAGNER

Ein Routinetermin, viermal jährlich, ein regelmäßiges Gespräch zur Förderung des Austauschs zwischen Parlamentariern und Zentralbankern – das ist die Idee des „geldpolitischen Dialogs“. Doch von Routine und Regelmäßigkeit ist nichts zu spüren, als Bundesbank-Chef Joachim Nagel an diesem Montag Ende Juni den Saal 4.900 im Deutschen Bundestag betritt. Zu allgegenwärtig ist im Regierungsviertel das Inflationsgespenst, zu blank das Entsetzen der Politiker vor explodierenden Energiepreisen, zu groß die Sorge vor einer Rezession,

Und Nagel? Fühlt sich zuständig für die Bekämpfung der Inflation, nicht der Rezession. Geldpolitik sei nur als Geldpolitik glaubwürdig, sagt Nagel, eine versteckte Kritik an der Europäischen Zentralbank (EZB) – denn im Klartext heißt das: Die Zinsen müssen jetzt endlich rauf, und zwar schnell. Der Preisauftrieb in der Euro-Zone liegt inzwischen bei 8,7 Prozent, also meilenweit über dem Zielwert der EZB (zwei Prozent). Ende dieses Monats will die EZB daher ihre Nettoanleihekäufe einstellen, im Juli soll der erste Zinsschritt nach oben folgen. Das ist spät. Aber immerhin. Die Zinswende, so Nagel, sei eingeleitet.

Das Dilemma der Notenbanken

Die Frage ist nur: Wird sie die Inflation vertreiben – ohne die Wirtschaft in eine tiefe Rezession zu stürzen? Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine und die drohende Gasknappheit, die epischen Lieferengpässe und die inflationsbedingten Kaufkraftverluste lasten bereits schwer auf der Konjunktur. Steigen nun noch die Zinsen, steigen auch die Investitionskosten – und die Wirtschaft könnte komplett wegbrechen. Die Ökonomen der Berenberg-Bank rechnen für Europa und die USA bereits mit einer Rezession. Und auch die Schaubilder, die Bundesbank-Chef Nagel den Abgeordneten präsentierte, sorgten für Unruhe: Um mehr als acht Prozent könnte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal 2023 einbrechen, sollte Russlands Staatspräsident Wladimir Putin den Deutschen das Gas abdrehen.

Steigende Preise, schwächelnde Wirtschaft. Für Notenbanker ist es der Albtraum schlechthin. Ihr Dilemma: Bekämpfen sie die Inflation, nehmen sie eine Rezession in Kauf. Stützen sie hingegen die Konjunktur, ist der Kampf gegen die Inflation verloren.

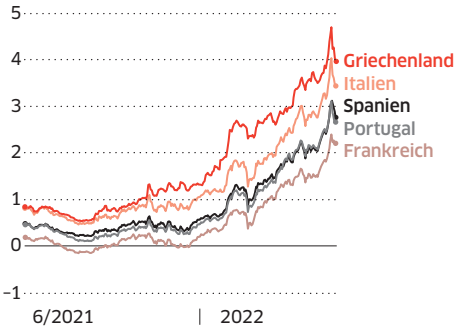
Eigentlich sollte der EZB die Wahl der richtigen Strategie leichtfallen. Denn ihr Mandat besteht in der Sicherung der Preisstabilität. „Alles andere ist nachrangig“, sagt Lars Feld, ehemals Chef der Wirtschaftsweisen. Angesichts der hohen Inflationsraten müsse die EZB entschieden handeln – ohne Rücksicht auf die Konjunktur und die Lage der Staatsfinanzen. Um Himmels willen, entgegnen Notenbanker: Wir dürfen auf keinen Fall eine Euro-Krise 2.0 riskieren!

Die Finanzmärkte sind tief verunsichert. Seit Wochen drehen die Notierungen aller Assets – Aktien, Anleihen, Kryptowährungen, selbst Gold – ins Minus. Die Notenbanken haben ein gutes Jahrzehnt lang Preisblasen aufgepumpt, aus denen derzeit endlich etwas Luft entweicht. Und die Sorge der Geldmanager, dass die Realwirtschaft der zeitlupenartigen Implosion an den Finanzmärkten folgt, dass die monetär überdehnte Wirtschaft wieder auf Normalmaß schrumpft, ist groß.

Das zeigt sich auch auf dem Markt für die einst als risikoarm geltenden Staatsanleihen (siehe Kasten Seite 21). Ohne das Sicherheitsnetz, das die EZB mit ihren gigantischen Kauf- und Garantieprogrammen aufgespannt hat, ist das Vertrauen der Anleger in die hoch verschuldeten Staaten flugs passé. So schossen die Risiken (und Renditen) von Ländern wie Italien, Griechenland, Portugal und Spanien Anfang des Monats in die Höhe (siehe Grafik).

SCHULDEN WERDEN TEURER

Renditen europäischer Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit (in Prozent)



Quelle: Bloomberg

> „Wir laufen in Europa womöglich auf zweistellige Inflationsraten zu. Die EZB muss handeln – ohne Rücksicht auf die Finanzpolitik“
>
> **LARS FELD,** Ökonomieprofessor und Chef des Walter Eucken Instituts in Freiburg

Der Geist, den ich rief

An der Frankfurter Börse ist die Wiederauflage der Euro-Krise schon Realität. Seit rund 30 Jahren arbeitet Arthur Brunner hier, Anleihehändler der ICF Bank, vor dessen Auge auf vier Monitoren Daten, Daten und nochmals Daten vorüberflimmern. In der vergangenen Woche habe es kaum noch Käufer für Staatspapiere aus Italien gegeben, sagt Brunner. Und wenn, dann hätten Investoren die Papiere zu niedrigen Kursen „abstauben“ wollen: „In dieser Form und in diesem Tempo habe ich das nicht einmal während der Finanzkrise erlebt.“

Die EZB reagierte prompt. EZB-Direktorin Isabel Schnabel ließ in einer Rede vergangene Woche nicht nur wissen, die EZB werde alles tun, um ein weiteres Auseinanderlaufen der Renditen zwischen den Ländern der Währungsunion zu verhindern. Sondern sie weckte mit der Versicherung, die Verpflichtung der EZB gegenüber dem Euro kenne „keine Grenzen“, auch Erinnerungen an das „Whatever it takes“-Versprechen von Mario Draghi, mit dem der damalige EZB-Chef im Jahr 2012 die Wetten auf ein Auseinanderbrechen der Währungsunion beendete (siehe Seite 18, 19).

Und damit nicht genug. Einen Tag nach Schnabels Rede trommelte EZB-Chefin Christine Lagarde auch noch den EZB-Rat zu einer Sondersitzung zusammen. Das Ergebnis des Ad-hoc-Konklaves: Bis zum nächsten Zinsentscheid im Juli soll ein neues Instrument aus dem Boden gestampft werden, mit dem die Notenbanker die Renditeunterschiede (Spreads) zwischen den Euro-Ländern begrenzen. Im Klartext heißt das:

Zögernde Retter
EZB-Chefin Lagarde und Fed-Präsident Powell haben die Inflationsrisiken unterschätzt

FOTOS: LAIF/AGENCE VU/SERGE PICARD, LAIF/REDUX/TJ KIRKPATRICK

Wenn das alte „Whatever it takes“ nicht mehr wirkt, braucht es ein neues Hilfsprogramm für den Süden. Und siehe da: Die Renditen für Italien sanken von knapp 4,3 auf nunmehr 3,7 Prozent.

Anders gesagt: Alles ist wie immer, nur schlimmer. Die vorübergehende Lösung der Wirtschaftskrise verschärft sie zugleich. Die Währungsunion verfestigt sich durch die Zinskontrolle der EZB mit jedem weiteren Programm zu einer Transfer- und Schuldenunion. Und die aufgepumpte Wirtschaft in der Euro-Zone kann sich nicht mehr durch eine Bereinigungskrise erholen, weil die summierten Kosten dieser Bereinigungskrise aufgrund der vielen geldpolitisch ersparten Krisen der Vergangenheit inzwischen viel zu hoch wären.

Aufgepumpt – das heißt: Die Inflation, die die Notenbanken rund um den Globus zu Bremsmanövern zwingt, ist zu einem guten Teil deren eigenes Werk. Sie haben (nicht nur) in der Coronapandemie Hilfsprogramme der Regierungen mit der Notenpresse finanziert, während die Güterproduktion schrumpfte. Dadurch geriet zu viel Geld in Umlauf. Die monetär aufgeblähte Nachfrage ließ die Preise steigen – und verschärfte die Ungleichheit. Die rasante Verteuerung von Energie durch Russlands Krieg sowie die Lieferengpässe durch die Lockdown-Maßnahmen in China haben die Inflation nur verstärkt. In Europa und den USA liegen die Teuerungsraten bei acht Prozent, in einigen Euro-Ländern wie den baltischen Staaten und den Niederlanden sind sie zweistellig.

Und anders als die Notenbanken es den Bürgern zunächst Glauben machen wollten, ist ein schnelles Abflachen der Inflation nicht in Sicht. Zumal sich auf beiden Seiten des Atlantiks eine Aufwärtsspirale von Löhnen und Preisen abzeichnet. So kletterten die Tariflöhne in der Euro-Zone im ersten Quartal dieses Jahres um 2,8 Prozent, fast doppelt so schnell wie im Schnitt des vergangenen Jahres. In Deutschland zeichnet sich für die wichtige Tarifrunde in der Metallindustrie im Herbst eine Lohnforderung zwischen sieben und acht Prozent ab.

In den USA, wo die Gewerkschaften weniger Einfluss haben als in Europa, wechseln viele Arbeitnehmer vor dem Hintergrund des heiß gelaufenen Arbeitsmarktes ihre Jobs im Monatstakt. Halteprämien und Lohnaufschläge sind die Folge. Das treibt auch dort die Lohnkosten. Der von der regionalen Notenbank in Atlanta berechnete Medianlohn legte zuletzt um 6,1 Prozent zu, das ist das höchste Plus seit 1997.

Die US-Notenbank Fed hat die Zinswende daher bereits eingeleitet. Nach zwei ▸

Zinserhöhungen im März und im Mai legte Fed-Chef Jerome Powell in der vergangenen Woche nach und schraubte den Leitzins um 75 Basispunkte auf 1,5 bis 1,75 Prozent hoch. Weitere Zinsschritte dürften folgen.

Ende dieses Jahres wird der Leitzins in den USA bei 3,5 Prozent liegen, nächstes Jahr Richtung 4,0 Prozent marschieren, so die Prognosen der Fed. Die amerikanische Notenbank sei „aus dem Schlafwagen aus- und in den Rennwagen eingestiegen", schreiben die Ökonomen der Hamburger Bank M.M.Warburg in einer Studie.

Ob es ihr gelingt, die Inflation wie angestrebt auf zwei Prozent zu drücken, ist allerdings fraglich. Ende des Jahres werde die Teuerungsrate in den USA bei rund sechs Prozent und damit weiter deutlich über dem Leitzins liegen, prognostizieren die Warburg-Ökonomen. Um der Inflation den Garaus zu machen, müssten die Zinsen jedoch über die Teuerungsrate hinaus steigen.

So wie Anfang der Achtzigerjahre, als der damalige Fed-Chef Paul Volcker den Leitzins auf 20 Prozent hochriss, um die Wirtschaft von der Geißel der Inflation zu befreien. Der Preis dafür war eine schwere Rezession. Sie korrigierte Fehlinvestitionen und Verzerrungen, die die Inflation mit sich gebracht hatte.

Thomas Mayer, Direktor des Flossbach von Storch Research Institute, ist überzeugt, dass „es auch diesmal einer Rezession bedarf, um die Inflation zu besiegen". Nicht nur in Amerika, auch in Europa. Die Geldpolitik habe keine Wahl, sagt auch der Ökonom Lars Feld. Die Notenbanken müssten ohne Rücksicht auf konjunkturelle Folgen die Zinsen erhöhen, damit sich die Inflationserwartungen nicht verfestigen: „Wenn wir die Inflation besiegen wollen, müssen wir eine Rezession aushalten", so Feld.

Die Frage ist nur: Haben die Notenbanken den Mut zur Stabilisierungsrezession? Mayer hat da Zweifel: „Sobald sich eine Rezession abzeichnet, werden Fed und EZB zurückzucken" – wegen der hohen Staatsschulden. Auf beiden Seiten des Atlantiks haben sie eine Größenordnung wie zuletzt Ende des Zweiten Weltkriegs erreicht.

Der Schuldenberg bleibt hoch

Damals dauerte es fast vier Jahrzehnte, bis ein historisch einmaliges Zusammenspiel aus hohen Inflations- und Wachstumsraten, manipulierten Zinsen und regulierten Kapitalströmen die Staatsschulden auf ein tragfähiges Niveau abgeschmolzen hatte.

Doch ein vergleichbar schneller Rückgang der Schuldenquoten zeichnet sich diesmal nicht ab. Vor allem nicht in der wachstumsschwachen Euro-Zone. Nach Prognosen der EU-Kommission wird die Schuldenquote in der Währungsunion in diesem Jahr im Schnitt 94,7 Prozent des BIPs erreichen. 12 von 19 Ländern der Euro-Zone dürften die Maastricht-Obergrenze von 60 Prozent reißen, darunter auch Deutschland (66,4 Prozent). Sechs Länder, darunter Griechenland, Spanien, Portugal und Italien, liegen über der Marke von 100 Prozent. Und statt die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, wollen nahezu alle Regierungen mehr Geld ausgeben: für den Klimaschutz, die militärische Sicherheit und die Digitalisierung.

Die EU-Kommission hat daher angekündigt, die Schuldenregeln auch im kommenden Jahr auszusetzen. Im Herbst will sie zwar die Diskussion über eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts wieder in Gang bringen. Aber an dessen Gewicht zweifeln Insider schon jetzt: „Die Mitgliedstaaten wollen das Thema nicht diskutieren", sagt ein Beamter in Brüssel.

Statt strenge Regeln anzuwenden, will EU-Währungskommissar Paolo Gentiloni den Abbau der Schulden künftig mit jedem Land einzeln aushandeln. Seit 2011 gilt die Regel, dass die Schuldenquote jedes Jahr um ein Zwanzigstel der Differenz zwischen der tatsächlichen Schuldenquote und dem Schwellenwert von 60 Prozent reduziert werden soll. Gentilonis Heimatland Italien plädiert dafür, bestimmte Investitionen, etwa in den Klimaschutz, von der Defizitberechnung auszunehmen.

So verlief die erste Euro-Krise

Seit ihrer Gründung 1990 und der Einführung des Euro 1999 ist die Europäische Währungsunion wegen der unterschiedlichen Wirtschaftskraft und -politik der Mitgliedstaaten dynamisch instabil. Zur bislang härtesten Bewährungsprobe kam es nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09, als vor allem südeuropäische Länder ihre Schuldenlast nicht mehr tragen konnten und die Europäische Zentralbank (EZB) sich entschied, praktisch unbegrenzt Geld zu drucken. Die wichtigsten Etappen der Krise:

2010: Das griechische Drama

Im April 2010 konzediert die griechische Regierung, dass sie ihren Schuldendienst ohne externe Hilfe nicht mehr erfüllen kann. Es folgt ein erstes Rettungspaket, zunächst auf Basis bilateraler staatlicher Kreditvereinbarungen. Kritiker sehen darin einen Verstoß gegen das in den EU-Verträgen festgelegte No-Bail-out-Gebot, das die Haftung für Verbindlichkeiten anderer Länder ausschließt. Auch in Irland eskaliert die Schuldenkrise, dort hat sich der Staat bei der Rettung seiner Banken verhoben. Auf einem EU-Gipfel beschließen die Staats- und Regierungschefs einen – zunächst temporären – Rettungsschirm gegen mögliche Staatsbankrotte und den Zerfall der Euro-Zone. Finanziell klamme Staaten können billige Kredite der neu geschaffenen Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) beantragen, allerdings nur gegen Reformauflagen. Umfang: maximal 750 Milliarden Euro. Der Bundestag stimmt mit knapper Mehrheit zu. Die **Troika** aus EZB, Internationalem Währungsfonds und EU-Kommission übernimmt die Aufgabe, mit Krisenstaaten über Sparauflagen und Reformen zu verhandeln – und deren Erfüllung zu kontrollieren.

2011: Noch mehr Hilfsmilliarden

Die Krise schwappt zunehmend auf Italien, Portugal und Spanien über; die Risikoprämien für Staatsanleihen gehen steil nach oben. Der EFSF wird aufgestockt; Deutschland muss für 211 Milliarden Euro bürgen. Im Dezember einigen sich die Mitgliedstaaten der EU auf einen Stabilitätspakt, der künftig zu mehr Haushaltsdisziplin und nationalen Schuldenbremsen führen soll.

März 2012: Der Schuldenschnitt

In Griechenland wachsen die **Proteste gegen die Sparauflagen** der Troika – und das nächste Rettungspaket kommt. Die Euro-Länder beschließen einen Schuldenschnitt von 53,5 Prozent, der allerdings nur private Gläu-

FOTOS: IMAGO IMAGES (3), GETTY IMAGES/AFP, REUTERS/YORGOS KARAHALIS

Draghi versus Lindner
Wird Italien zum finanziellen Sprengsatz der Euro-Zone?

Die Wahrscheinlichkeit, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt überhaupt wieder eingesetzt wird, ist daher gering. In den hoch verschuldeten Südländern ist die Sorge groß, ein Tritt auf die finanzpolitische Bremse könnte die Wirtschaft endgültig aus der Bahn werfen.

Das Problem ist nur: Weigern sich die Regierungen, zu sparen, schwindet der Spielraum der EZB, die Geldpolitik zu straffen. Sorgenkind Nummer eins ist Italien. Das Land (Schuldenquote rund 150 Prozent) ist zu groß, als dass es Rettungsschirme aller Art vor dem Bankrott bewahren könnten. Zwar liegt der durchschnittliche Zins für die ausstehenden Staatsschulden des Landes derzeit nur bei knapp über zwei Prozent. Wegen der langen Restlaufzeit der Staatsanleihen von im Schnitt sieben Jahren schlagen höhere Finanzierungskosten zudem nur langsam auf die Zinsausgaben durch.

Doch das allein will nichts heißen. Erwarten Anleger, dass die Zinsen für Italien weiter steigen, sind Kursverluste programmiert. Dann könnte es „im schlimmsten Fall zu einem Käuferstreik kommen“, sagt Mayer. In diesem Fall wäre nicht nur der italienische Staat bankrott. Auch die Banken des Landes kollabierten. Denn ihre Aktiva bestehen zu zehn Prozent aus italienischen Staatsanleihen. Europa drohte eine neue Bankenkrise.

biger trifft: Sie müssen Forderungen von rund 100 Milliarden Euro abschreiben. Zugleich gewähren die Euro-Staaten nochmals 100 Milliarden Euro an zinsgünstigen Krediten. Die Zinsen aus dem Hilfsprogramm von 2010 werden halbiert. In den folgenden Jahren werden dann auch die Laufzeiten extrem gestreckt, sodass sich die Tilgungen nun bis 2070 hinziehen können. Dies entspricht finanzmathematisch einem Forderungsverzicht von mehr als 100 Milliarden Euro, schätzt der Mannheimer Finanzwissenschaftler Friedrich Heinemann: „De facto haben die Steuerzahler der Euro-Staaten Griechenland diesen Betrag geschenkt.“

Juli 2012: „Whatever it takes“

Auf einer Rede vor Finanzexperten im Londoner Lancaster House spricht EZB-Präsident Mario Draghi die berühmt gewordenen Worte. Dahinter steckt die Botschaft an Finanzmärkte und Spekulanten, die Notenbank (die ihr Geld drucken kann) werde notfalls in unbegrenzter Höhe intervenieren und die Währungsunion vor dem Zerfall bewahren. Das gelingt auch; die Risikoprämien für südeuropäische Staatsanleihen sinken. Zugleich jedoch markiert „Whatever it takes“ den Beginn eines beispiellosen Anleihekaufprogramms der EZB, das später unter dem Begriff Quantitative Easing läuft. Die Geldflut treibt schon bald die Vermögenspreise und verschärft die Ungleichheit.

September 2012: Geburt des ESM

Ein dauerhafter Rettungsschirm, der **Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM),** wird gegründet. Er ersetzt ab Juli 2013

weitgehend die alten Kreditprogramme. Deutschland zahlt 22 Milliarden Euro in bar ein. Der Deutsche Klaus Regling wird ESM-Chef.

2014: Fortschritt bei Bankenunion

Die EZB übernimmt die Aufsicht über die rund 120 größten europäischen Banken.

2015: Der trügerische Boom

Die linksextreme Syriza-Partei um Alexis Tsipras gewinnt die Parlamentswahlen in Griechenland. Ein Katz-und-Maus-Spiel mit den Geberländern beginnt. Es schwächt sich erst mit einem Wirtschaftsaufschwung in Europa ab. Der Boom verdeckt die Schuldenprobleme der Währungsunion – bis heute. ■

Das wissen auch die Notenbanker der EZB. Das neue „Antifragmentierungsprogramm“ soll daher ein Sicherheitsnetz für Anleger aufspannen und sie so ermuntern, sich weiter Anleihen von hoch verschuldeten Staaten ins Depot zu legen.

Beruhigend ist das nicht. Dass die EZB sich gezwungen sieht, noch vor der ersten Zinserhöhung über ein neues Notfallprogramm nachzudenken, offenbart die „fundamentale Schwäche der Währungs- und Schuldenunion, die in den vergangenen zehn Jahren durch die diversen Anleihekaufprogramme kaschiert worden ist“, kritisieren die Ökonomen der Warburg-Bank. Ein neues Kaufprogramm aufzulegen sei „falsch und überflüssig“ und werde das Vertrauen in den Euro „eher beschädigen als stärken“.

Es wird teuer für Deutschland

Auch der juristische Streit um die Geldpolitik könnte durch das avisierte Antifragmentierungsprogramm der EZB eskalieren. Gezielte Anleihekäufe, von denen vor allem die Südländer der Euro-Zone profitieren, schalten nicht nur den Wettbewerb der Länder am Kapitalmarkt aus. Sie verstoßen auch gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung. „Es gibt keine juristische Rechtfertigung für ein Antifragmentierungsprogramm der EZB“, warnt der Euro-Kläger Markus C. Kerber von der TU Berlin, dessen Klage gegen das Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) beim Bundesverfassungsgericht weiter anhängig ist.

Das Argument der EZB, auseinanderlaufende Finanzierungskosten zwischen den Ländern der Währungsunion gefährdeten die Übertragung geldpolitischer Impulse und damit die Wirksamkeit der Geldpolitik, finde keine wissenschaftliche Begründung bei Volkswirten und sei „an den Haaren herbeigezogen“, sagt Kerber. Anders als die EZB behauptet, seien deutlich voneinander abweichende Renditen für Staatsanleihen nicht das Ergebnis von ungerechtfertigter Spekulation, sondern das Resultat einer gesunden marktwirtschaftlichen Bepreisung von Ausfallrisiken, sagt Kerber. Solange Italien und Co. keine ernsthaften Bemühungen zur Konsolidierung ihrer Staatshaushalte zeigten, verlangten die Anleger zu Recht höhere Zinsen von diesen Ländern. Im Übrigen habe die EZB durch ihre unlimitierten Anleihekaufprogramme diesen Ländern lange die Verweigerung der Haushaltskonsolidierung ermöglicht. „Doch der Markt lässt sich langfristig nicht täuschen“, sagt Kerber.

Ein Antifragmentierungsprogramm könnte vor allem Deutschland teuer zu stehen kommen. So erwägt die EZB, die Liquidität, die sie durch den Kauf von Staatsanleihen hoch verschuldeter Länder in den Bankensektor pumpt, durch den Verkauf von Anleihen weniger verschuldeter Länder abzusaugen. Die Folge: Die Kreditkosten für Italien sinken, die für Länder wie Deutschland steigen. „Im Ergebnis läuft das auf eine planwirtschaftliche Zinskontrolle hinaus“, kritisiert Jörg Krämer, Chefvolkswirt der Commerzbank.

Die „Steilwand“ bei den Zinskosten, vor der Bundesfinanzminister Christian Lindner derzeit warnt, wäre dann noch steiler als erwartet. Zumal Lindners Vorgänger Olaf Scholz es versäumt hat, die Schulden des Bundes in der Niedrigzinsphase auf langlaufende Anleihen umzustellen. Stattdessen nahm der Bund in den vergangenen beiden Jahren überproportional viele kurzfristige Schulden auf. So stieg das Volumen der einjährigen Schatzanweisungen um mehr als das Zehnfache auf 154 Milliarden Euro, das von zweijährigen Papieren um 29 Prozent auf 115 Milliarden Euro. Dagegen legte der Bestand an 30-jährigen Bundesanleihen nur um 20 Prozent auf 277 Milliarden Euro zu.

Der Rubikon ist überschritten

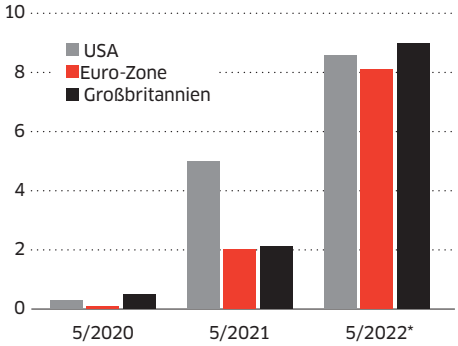
Die Kurzläufer muss Lindner demnächst zu deutlich höheren Zinsen ablösen. „Das kostet den deutschen Steuerzahler mehrere Milliarden Euro an zusätzlichen Zinsen“, kritisiert der haushaltspolitische Sprecher der CSU-Landesgruppe im Bundestag, Sebastian Brehm.

Dazu kommt: Je stärker die EZB die Zinsen für die Südländer drückt, desto schwächer fällt der Anreiz für die Regierungen aus, ihre Staatshaushalte zu sanieren. Die EZB ist dann gezwungen, auf Dauer die Staatsanleihen von Hochschuldenländern zu kaufen und Geld in das Bankensystem zu pumpen. „Damit wäre der Rubikon in der Euro-Zone endgültig überschritten“, warnt Stefan Kooths, Konjunkturchef des Kieler Instituts für Weltwirtschaft. Eine durchgreifende Zinswende bliebe Illusion, die Inflation geriete zum Dauerzustand – und die „Lirarisierung des Euro“ (Mayer) beschleunigte sich.

Bleiben die Euro-Zinsen durch das mutlose Agieren der EZB langfristig hinter denen in anderen Industrieländern wie den USA und Großbritannien zurück, wird sich zudem die Talfahrt des Euro beschleunigen. Importierte Südfrüchte und Urlaube außerhalb der Euro-Zone dürften so bald zum Luxusgut werden, das sich Normalverdiener kaum mehr leisten können. Der Euro – eine Weichwährung? Gedacht war er mal, um den Wohlstand auf dem Kontinent zu steigern. Um die EU-Bürger zu bereichern. Tja. ■

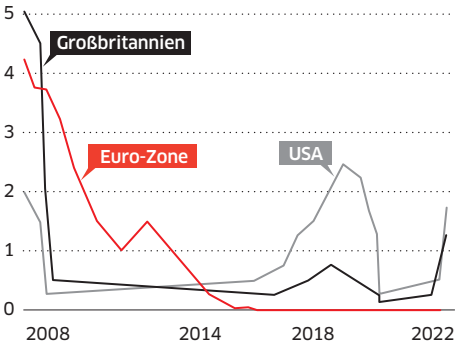
WEIL DIE INFLATION STEIGT ...

Inflationsrate in Prozent



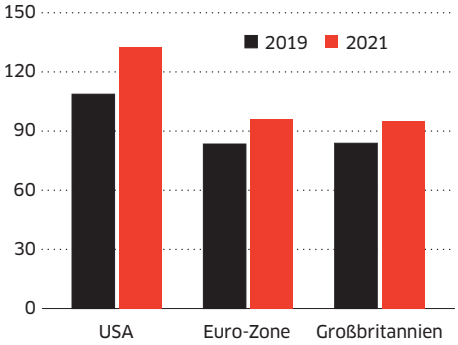
... MUSS DIE GELDPOLITIK REAGIEREN ...

Leitzinsen in Prozent



... WAS DIE SCHULDENLAST VERSCHÄRFT

Schuldenquote in Prozent



* Großbritannien: April; **Quelle:** Eurostat, Bureau of Labor Statistics USA, Office for National Statistics UK, Statista

154

Milliarden Euro hat der Bund in den vergangenen beiden Jahren durch einjährige Schatzanweisungen aufgenommen. Diese müssen demnächst zu höheren Zinsen abgelöst werden

So trifft die Euro-Krise Anleiheinvestoren

TEXT GEORG BUSCHMANN

Wer in Anleihen investiert ist, hat beim Blick ins Depot derzeit wenig Freude. Weil die Renditen am Kapitalmarkt weltweit steigen, stehen die Kurse seit Monaten stark unter Druck. In der Euro-Zone kommen die Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion hinzu. Weil steigende Renditen hoch verschuldete Länder wie Italien oder Griechenland besonders belasten, fallen deren Bonds noch etwas kräftiger als etwa deutsche Bundesanleihen.

Auch Privatanleger sind davon betroffen, etwa wenn sie über börsengehandelte Indexfonds (ETFs) in Staatsanleihen der Euro-Zone investiert sind. Im vier Milliarden Euro schweren Indexfonds des Marktführers iShares zum Beispiel machen italienische Bonds gut ein Fünftel aus.

Im Vergleich zu einem nur aus Bundesanleihen bestehenden Fonds desselben Anbieters lief der Euro-Zonen-ETF seit Jahresanfang allerdings nur knapp einen Prozentpunkt schlechter. Noch also spielt es keine große Rolle, ob man sein Geld ausschließlich in Bundesanleihen oder in Staatsanleihen der gesamten Euro-Zone angelegt hat. Spitzt sich die Krise zu, könnten sich die Unterschiede aber deutlich stärker abzeichnen.

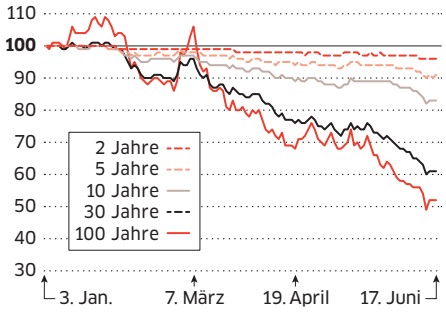
Italienbonds nicht attraktiv

Manche Profiinvestoren meiden Bonds aus Südeuropa deshalb schon. Jan Viebig, verantwortlich für die Anlagestrategie der deutsch-französischen Finanzgruppe Oddo BHF, sagt: „Wir investieren nicht in Anleihen der Peripheriestaaten." Das Risiko weiterer Wertverluste sei hoch. Mit einer Neuauflage der Euro-Krise wie vor zehn Jahren rechnet Viebig aber derzeit nicht. Griechenland habe aktuell kaum Refinanzierungsbedarf. Und Italien könne darauf zählen, dass die Europäische Zentralbank im Zweifelsfall italienische Bonds kauft und deren Kurs stützt.

Ein baldiges Auseinanderbrechen der Euro-Zone wäre dann unwahrscheinlich. Viele Anleiheinvestoren fragen sich dennoch, wie sie mit dem theoretischen Risiko umgehen sollen. Ist es besser, für den Fall der Fälle nur in Euro-Anleihen deutscher Emittenten zu investieren? Frank Lipowski, Anleihespezialist beim Kölner Vermögensverwalter Flossbach von Storch, hält von solchen Überlegungen wenig. „Für so ein Szenario gibt es so viele Unwägbarkeiten, dass man nicht seriös voraussagen kann, welcher Bond dann werthaltig sein wird und welcher nicht." Von italienischen Staatsanleihen lässt aber auch er die Finger: „Relativ zu Top-Unternehmensanleihen sind die Renditen italienischer Staatsanleihen derzeit nicht attraktiv."

LÄNGERE LAUFZEIT, SENSIBLERER KURS

Kursentwicklung von Anleihen des Landes Nordrhein-Westfalen über ausgewählte Laufzeiten*



* auf 100 normiert; 1.1.2022 = 100;
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Generell gilt: Wegen der starken Inflation steigen nicht nur die Renditen von Euro-Staatsanleihen, sondern etwa auch die Bonds von Unternehmen und Bundesländern. Umgekehrt fallen die Kurse; damit Anleihen mit einem festen Zinskupon bei steigenden Marktzinsen höhere Renditen abwerfen, muss ihr Kurs sinken. Je länger die Laufzeit der Anleihen ist, desto größer ist dieser Effekt. Eine 100-jährige Anleihe des Landes Nordrhein-Westfalen (NRW) etwa verlor seit Jahresanfang in der Spitze die Hälfte an Wert. Eine fünfjährige NRW-Anleihe hingegen gab nur ein Zehntel nach (siehe Grafik).

Kurze Laufzeit bringt Sicherheit

Wer mit weiter steigenden Zinsen rechnet, sollte daher kurzlaufende Anleihen bevorzugen. Aber Vorsicht: Der Effekt wirkt auch umgekehrt. Fallen die Zinsen in Zukunft, wird der Kurs langlaufender Anleihen überproportional steigen.

Klar ist, dass die Zinsen nicht ewig in diesem Tempo steigen können. Eine drohende Rezession und das Heraufdämmern einer neuen Euro-Krise könnten die Rückkehr zu einer lockeren Geldpolitik begünstigen. Die Anlagestrategen der US-Investmentbank JP Morgan raten bereits wieder zu Anleihen mittlerer Laufzeiten. Angesichts der Rezessionsrisiken gilt dabei: Sicherheit vor Rendite.

Maria Stäheli legt für einen Fonds des Schweizer Vermögensverwalters Fisch eine Viertelmilliarde Euro in weltweiten Unternehmensanleihen an. Sie sagt: „Wenn eine potenzielle Rezession stärker eingepreist wird, bieten hoch qualitative Anleihen einen verhältnismäßig guten Schutz gegenüber Bonds mit niedrigerem Rating und Aktien." Weil Unternehmensanleihen zudem einen Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen und Bargeld böten, ließe sich mit ihnen auch die Kaufkraft besser erhalten.

Drei Prozent sind drin

Tatsächlich liefern selbst relativ ausfallsichere Investment-Grade-Anleihen deutscher Unternehmen über fünf Jahre an die drei Prozent Rendite. Das gleicht die künftige Inflation möglicherweise nicht vollständig aus, stabilisiert aber das Depot.

Noch mehr Absicherung bei hoher Teuerung bringen inflationsgeschützte Anleihen (Linker), wie sie der Bund begibt. Hier passen sich Zins und Rückzahlung mit der Veränderung der Inflationsrate an. Weil die Inflationserwartungen im vergangenen Jahr aber deutlich gestiegen sind, haben sich Linker relativ zu „normalen" Bundesanleihen bereits verteuert. Die Inflation muss nun in Zukunft höher sein, damit Linker besser abschneiden. Bei einer bis 2030 laufenden inflationsgeschützte Bundesanleihe wären dafür wenigstens gut zwei Prozent jährliche Teuerung nötig. Allerdings erhalten Linker nur die Kaufkraft, mehr nicht. Eine Rendite oberhalb der Inflationsrate – also eine real positive Wertentwicklung – ist zu den aktuellen Kursen dieser Spezialanleihen ausgeschlossen. Zudem sind Linker, wie normale Anleihen auch, negativ betroffen, wenn der Marktzins steigt. Auch ihr Kurs wird dann belastet.

Mehr Stabilität können Anleihefonds bringen, die eine marktneutrale Rendite versprechen – also positive Erträge zu jeder Zeit. Dafür gehen die Fondsmanager etwa Absicherungsgeschäfte ein (Hedges). Im diesjährigen Anleihecrash landeten aber die wenigsten im Plus, ein erster Gradmesser für ihre Qualität. Gut geschlagen hat sich der European Covered Bond Opportunities des skandinavischen Anbieters Nordea (ISIN: LU1915690678), der einen kleinen Wertzuwachs schaffte. Das Fondsanalysehaus Morningstar bewertet ihn mit der Bestnote. ■