

Drohender Zinssozialismus



© daseugen - Fotolia.com

Die Ziele der Europäischen Zentralbank und ihr irriger Weg, diese zu erreichen – warum immer niedrigere Zinsen nicht die Antwort auf die Probleme Europas sein können

Am 06.06.2014 traf die Europäische Zentralbank (EZB) eine weitreichende Entscheidung. Neben der Senkung des Leitzinses von 0,25 % p. a. auf 0,15 % p. a. und damit auf ein historisch niedriges Niveau fielen erstmals in der Geschichte der Europäischen Zentralbank die Einlagenzinsen, die Kreditinstitute für Anlagen bei der Notenbank erhalten, in den negativen Bereich. Geldanlagen von Kreditinstituten bei der EZB werden nun mit einer Art Strafzins von -0,10 % p. a. versehen.

Erfahrungen in diesem Bereich hatte bislang lediglich vor einiger Zeit die dänische Zentralbank gesammelt, so dass Erkenntnisse in einem größeren Währungsraum völlig fehlen. Selbst die als geldpolitisch nicht zümpflich bekannten Notenbanken in den USA und in Japan haben nicht den Mut für einen solchen Schritt aufgebracht. Die Europäische Notenbank wagt damit ein Experiment, dessen Ausgang völlig ungewiss ist.

Daher stellt man sich die Frage, weshalb eine solche Maßnahme denn überhaupt notwendig erscheint. Aus deutscher Sicht mutet sie kurios an, da die deutsche Wirtschaft dynamisch wächst und kaum Unternehmen Probleme haben, sich mit Krediten zu versorgen. In Südeuropa sieht dies teilweise deutlich anders aus, weil dort das Kreditausfallrisiko aufgrund der schleppenden Wirtschaftsentwicklung aus Sicht der Kreditinstitute

deutlich höher ist und viele risikobehaftete Kredite, deren Rückzahlung ungewiss ist, schon in der Vergangenheit vergeben worden sind. Macht man dies an einem konkreten Staat deutlich, zeigt sich die Dramatik der gesamten Situation. In Spanien, das die viertgrößte Volkswirtschaft der Eurozone darstellt, gelten mindestens 12 % der vergebenen Kredite als stark ausfallgefährdet. In Deutschland sind dies deutlich weniger als 2 %. Um diese Risiken adäquat abfedern zu können und die entsprechenden Bankenstresstests auch perspektivisch zu meistern, müsste der spanische Finanzsektor 300 Mrd. EUR zusätzliches Eigenkapital bilden. Dies ist fünf Mal mehr als die europäischen Finanzminister derzeit als Bestandteil des ESM planen, der dann unter strengen Auflagen für die Bankenrettung zur Verfügung stehen soll. Gleichzeitig hat die Wirtschafts- und Immobilienkrise in Spanien in den letzten fünf Jahren aber auch dazu geführt, dass 500 Mrd. EUR spanischen Vermögens verloren gegangen sind, sodass man dort nicht nur eine fehlende Bereitschaft beklagen muss, Kapitalerhöhungen bei Kreditinstituten in der Breite zu stützen, sondern es vielmehr zunehmend einfach ein Problem der wirtschaftlichen Fähigkeiten des Staates und der spanischen Bevölkerung wird.

Auf diese strukturellen Probleme bietet die europäische Politik keine Lösungen. Spanien kann diese Probleme aber auch nicht allein meistern. Deswegen springt an dieser Stelle die EZB ein, die die Märkte mit Liquidität zu günstigsten Zinsen flutet. Damit sinkt auf verschiedenen Ebenen der zu leistende Zinsaufwand, was dann temporär die Kapitaldienstfähigkeit der Kreditnehmer steigen lässt. Die Rechnung ist so simpel wie falsch. Wenn ein Kreditnehmer eine 5 %-ige Annuität und davon 4 % p. a. Zinsen leisten muss, benötigt er über 30 Jahre, um sich zu entschulden. Entsprechend sinkt der Kreditsaldo in den ersten Jahren nur gering. Beahlt er aber weiterhin eine 5 %-ige Annuität und die Zinsen liegen nur noch bei 2 %, entschuldet er sich in weniger als 15 Jahren. Daher ist auch schon in den ersten Jahren ein spürbarer Abbau der Kreditverbindlichkeiten festzustellen. Auf dieses Szenario setzt die EZB bei privaten Schuldnern in Südeuropa, was wiederum dazu führen würde, dass sich die Fremdkapitalquoten der dortigen Kreditinstitute dynamisch reduzieren und in dieser dynamischen Reduktion dann wieder Eigenmittel der Kreditinstitute für neue Kreditvergaben frei werden. Dies geht aber nicht auf, weil die Kreditinstitute zum einen die billigen Refinanzierungen nicht an ihre Kreditnehmer in vollem Umfang weitergeben und gleichzeitig viele Kreditnehmer nicht in der Lage sind, eine gleichbleibend hohe Annuität wirtschaftlich zu verkraften.

Damit geschieht dort das, was man auch auf der politischen Ebene bis hin zur Bundesrepublik Deutschland ablesen kann. Statt die niedrigen Zinsen zu einer höheren Tilgung zu nutzen, wobei die wirtschaftliche Gesamtbelastung gleichbleibt, nutzen private Kreditnehmer die Situation, um vordergründig die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit zu sichern. Die Staaten halten – je nach Bonität und Ausgangslage – ihre hoheitlichen Aufgaben am Laufen bzw. verteilen wirtschaftliche Geschenke auf Pump. Hierfür ist Deutschland selbst ein erschreckendes Beispiel. Teilweise gelingt es unserem Staat, sich für weniger als 1,35 % p. a. für zehn Jahre zu refinanzieren. Fünf Jahre laufende deutsche Staatsanleihen rentieren mit weniger als 0,5 % p. a. und gleichzeitig sind durch die guten wirtschaftlichen Rahmendaten die Steuereinnahmen in Deutschland auf ein Rekordniveau geringer. Dennoch gelingt es Deutschland nicht, sich signifikant zu entschulden. Hätte man keine gemeinsame europäische Währung und damit ein der wirtschaftlichen Situation angemessenes Zinsniveau, würde sich Deutschland bei sonst unveränderten Rahmenbedingungen jedes Jahr mit mindestens 30 Mrd. EUR neu verschulden müssen, um die höheren Zinsen leisten zu können. Einem privaten Gläubiger würde man dann schon lange keinen Kredit mehr geben, weil er die Kapitaldienstfähigkeit nicht nachgewiesen hat.

Genau auf dieses Problem zielt die Zinspolitik der EZB jedoch ab, indem man versucht, die Risikokosten aus dem Zins herauszubekommen. Normalerweise stellt der Zins eine Art Miete für das zur Verfügung gestellte Kapital dar, die sich in Abhängigkeit von verschiedenen Marktparametern – vor allem Angebot und Nachfrage – ergibt. Hinzu kommen noch Risikokosten, in denen gemessen wird, wie wahrscheinlich ein Zahlungsausfall ist. Deswegen lag bis zum Sommer 2012, als Mario Draghi die Interventionen der EZB ankündigte, die Rendite für deutsche Staatsanleihen bei ca. 2 % p. a., während Spanien rund 7 % p. a. für ebenfalls zehn Jahre laufende Staatspapiere bezahlen musste. Mit der aktuellen Zinspolitik hat die EZB diese Risikokosten weitgehend nivelliert und wird vermutlich erst dann zufrieden sein, wenn faktisch keine Risikoaufschläge mehr zwischen deutschen, österreichischen, belgischen, französischen, italienischen oder spanischen Staatsanleihen bestehen. Dabei werden dann funktionierende Marktmechanismen wie die unterschiedlichen Leistungsfähigkeiten der Volkswirtschaften und deren Schuldentragfähigkeit ausgeblendet. Dann hat man eine Situation geschaffen, in der man auch Eurobonds einführen kann, die wir über die quotale Haftung durch die EZB-Politik bei den einzelnen Staaten faktisch ohnehin schon haben. Wenn alle den gleichen Zins zahlen, ist der Effekt von Zinsdifferenzen ausgeglichen. Dies wird eine einfach zu vermittelnde politische Botschaft sein, weil nicht zum Tragen kommt, dass die Angleichung der Zinsen nur auf die Politik der EZB zurückzuführen ist. Dann erlebt man faktisch eine Art von Sozialismus auf der Zinsseite.

Unterfüttert wird diese Situation noch durch die Strategie der EZB, ein begrenztes Gut wie Geldmarktiliquidität faktisch als unbegrenzt darzustellen. Dort funktioniert dann zunächst noch die Marktwirtschaft. Ein unbegrenzt zur Verfügung stehendes Gut kostet wenig bis nichts, gerade wenn die Nachfrage nach diesem Gut begrenzt ist. Dies ist der Grund, weshalb Steinkohle relativ günstig und Diamanten relativ teuer sind, obwohl die chemische Zusammensetzung sich sehr stark ähnelt. Die EZB stärkt aber mit unbegrenzter Liquidität, die sie als Notenbank tatsächlich schaffen kann, die Märkte, so dass kein Kreditinstitut in Liquiditäts- und damit Zahlungsschwierigkeiten geraten kann. Hier hat man aus Fällen wie Lehman Brothers in den USA oder Hypo Real Estate in Deutschland gelernt. Faktisch treten dann aber die Risiken bei Kreditinstituten erst dann zu Tage, wenn es für die meisten Marktteilnehmer schon zu spät ist. Die damit verbundenen Risiken für Anlagen im Tagesgeld oder Spareinlagen bei nahezu allen Kreditinstituten werden somit ganz entscheidend unterschätzt. Die Liquiditätsflutung können allerdings die wenigsten Kreditinstitute tatsächlich sinnvoll nutzen, da entweder die Kreditvergabemöglichkeiten nicht vorhanden sind oder seitens der Kreditinstitute nicht die Bereitschaft besteht, Kreditrisiken einzugehen. So wird es selbst für Kreditinstitute in Deutschland immer schwieriger, bei sinkenden Zinsspannen – also der Differenz zwischen Zinseinnahmen auf der Kreditseite und Zinsaufwand für die Anlagenseite – Kreditausfälle zu kompensieren. Entsprechend ist auch in Deutschland eine Verknappung des Kreditangebots festzustellen. Allerdings sind hier die Unternehmen und die Haushalte so stark kapitalisiert oder so bonitätsstark, dass sie problemlos ein etwas knapperes Kreditangebot mit einhergehenden Margenausweitungen kompensieren können. Letzteres lässt sich allerdings durch unabhängige Expertise gut verhindern, die man beispielsweise bei unabhängigen Vermögensverwaltern wie der DVAM Deutsche Vorsorge Asset Management GmbH erhält.

In südeuropäischen Staaten, die teilweise mit Arbeitslosenquoten von mehr als 25 % – im Bereich der Jugend sogar teilweise deutlich über 50 % – zu kämpfen haben, stehen diese Varianten aber nicht zur Verfügung. Bei einer zurückhaltenden Kreditvergabepolitik nützen also auch die niedrigen Zinsen nichts, so dass davon auszugehen ist, dass die EZB in den nächsten Monaten einen weiteren Schritt geht, in dem sie selbst Kreditrisiken übernimmt. Wenn dann eine Notenbank zur „bad bank“ mutiert, ist dies schon eine Horravorstellung. Einschränkend muss man allerdings sagen, dass die US-Notenbank mit ihrem nun sukzessive reduzierten Anleihekaufprogramm tatsächlich positive Ergebnisse erzielen konnte. Dort ist aber der Glaube an die Selbstheilungskräfte der Märkte wesentlich stärker ausgeprägt als in Europa, wo als Antwort auf die

fortwährende Krise teilweise nach mehr Staat gerufen wird, der aber nicht zwangsläufig der bessere Unternehmer ist.

Für Anleger bedeutet diese Entwicklung, dass die Zinsen über einen noch sehr langen Zeitraum sehr niedrig bleiben werden und es eine Herausforderung darstellt, Kreditrisiken zu erkennen. Dies reicht von der Beurteilung der Bonität einzelner Kreditinstitute über die Einschätzung zu vorhandenen Sicherungssystemen bis hin zu der Auswahl von Einzelanleihen. Daher ist es gerade auf der Zinsseite kaum möglich, ohne externe und unabhängige Expertise dauerhaft nachhaltige Erträge zu erzielen. Genau in diesem Segment bietet die DVAM mit Lösungen wie der DVAM-Vermögensverwaltung oder der DVAM-Fondsberatung Lösungen, die genau auf diese Herausforderungen reagieren. Die auch bislang in diesem Jahr erzielten Renditen zeigen deutlich, dass man auch in diesem Umfeld mit konservativen Strategien wirtschaftlich erfolgreich sein kann.

Schön M. Drohender Zinssozialismus. Passion Chirurgie. 2014 August; 4(08): Artikel 06_03.