

Zinsloses Risiko

Die einen nennen es „New Normal“, die anderen schütteln nur mehr den Kopf ob der Verwerfungen, die das **Quantitative Easing** in der Zinslandschaft und anderswo verursacht. Eine Bestandsaufnahme der Ungeheuerlichkeiten, die sich aktuell zu korrigieren scheinen.

Nichts ist mehr so, wie es einmal war, an Geld- und Kapitalmärkten herrscht weiterhin der Ausnahmezustand. Wer hätte sich von einigen Jahren vorstellen können, dass es am kurzen Ende etwa einen negativen Drei-Monats-Euribor gibt, dass die EZB den Banken für Einlagen einen negativen Zins von 0,2 Prozent in Rechnung stellt, dass der Interbanken-Geldmarkt in seiner alten Form kaum mehr existiert und statt dessen billiges Zentralbankgeld genommen wird? Wer 2007 prognostiziert hätte, dass Unternehmen mit hohen Einlagen 2015 nicht nur keine Verzinsung erhalten, sondern mit einer negativen Verzinsung auf Einlagen bestraft werden, hätte sich vermutlich lächerlich gemacht.

Kreditklauseln geändert

Die juristischen Folgen dieser Entwicklung sind umfangreich. Da müssen zum Beispiel Kreditverträge umgeschrieben und Euribor-Floor-Klauseln von null Prozent aufgenommen werden, damit Kreditnehmer nicht von der Bank bezahlt werden müssen, wenn sie sich Geld leihen. Was am kurzen Ende schlimm ist, setzt sich nahtlos bei den Kapitalmarktzinsen fort. Die Grafik „Die Flachheit vom April“ zeigt die Verflachung der Zinskurve bei deutschen und italienischen Staatsanleihen im Jahresabstand. Interessanterweise entsprach die italienische Renditekurve am 23. April 2015 ziemlich genau jener Italiens von vor einem



» Die Floor-Klausel – das heißt Euribor größer gleich null – ist seit einigen Monaten in syndizierten Kreditverträgen Standard.«

Dr. Thomas Haas, Global Head of Loan Syndication bei der BayernLB

Jahr. Mit Fristentransformation und Leverage wie in der Vergangenheit ist hier für Banken auch heute nach dem Beginn der Korrektur nur wenig zu holen.

Mario Draghi ist es bis gegen Ende April 2015 mittels Quantitative Easing gelungen, die gesamte Renditekurve gleichmäßig zu drücken. Indem die Notenbanken des Euro-

raums Staatsanleihen bis zu einer negativen Rendite von 0,2 Prozent ankaufen, hat man den langfristigen Inflationserwartungen auf die Sprünge geholfen. Diese will die EZB ja bei knapp zwei Prozent sehen. Dabei achten die Notenbanken weltweit auf den 5y5y-Forward-Inflation-Swap-Satz (siehe

Grafik „Trendumkehr bei den Inflationserwartungen“).

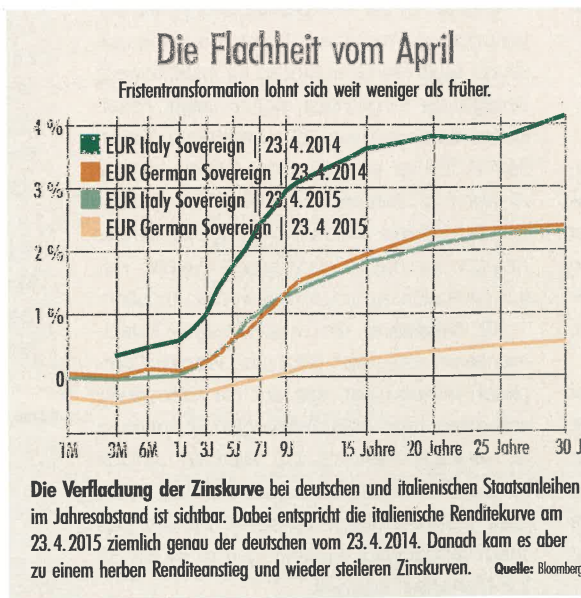
Auf dem 18. Investmentforum der Spängler IQAM Invest, das ganz im Zeichen einer neuen Normalität bei den Zinsen und den damit verbundenen Auswirkungen für Investoren sowie neuen Herausforderungen im Risikomanagement stand, wurden

die anwesenden Investoren zur Entwicklung der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in fünf Jahren befragt: Rund zwei Drittel aller Teilnehmer waren im April 2015 der Meinung, dass die Rendite 2020 zwischen null und zwei Prozent und damit weiterhin außerordentlich niedrig bleiben werden.

Konsens herrscht auch bei der Annahme, dass die Zinsen nicht stark steigen können, weil sonst die Belastungen der Staatshaushalte durch den Schuldendienst drückender werden. Immerhin ist die Eurozone als Ganzes mit 91,9 Prozent des BIP oder zirka 9,3 Billionen Euro verschuldet, wie jüngst veröffentlichte Eurostat-Zahlen zeigen.

Kein schönes Bild

Und die Staatsdefizite in der Eurozone sind 2014 auf 2,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gesunken, nachdem sie 2013 noch bei 2,9 Prozent lagen. Darin spiegeln



Die „unnatürliche“ Zinssituation in Europa führt aus der Sicht institutioneller Anleger zu einer Reihe negativer Auswirkungen. Neben den Problemen bei der Erzielung der benötigten Renditen droht auch eine weitere Verschlechterung der Bonität europäischer Staatsanleihen sowie die Gefahr, dass mangels Alternativen zu riskante Investitionen getätigt werden müssen.

sich gewisse Sparanstrengungen wider, die aggregierte Schuldenlast kletterte dennoch von 90,9 Prozent im Jahr 2013 um einen vollen Prozentpunkt beziehungsweise 0,3 Billionen Euro hinauf. Auch in den EU-28 sieht das Bild nicht viel anders aus. Hier erhöhte sich die Schuldenquote von 85,5 auf 86,8 Prozent bei sinkenden Staatsdefiziten, die sich von einem Abgang von 3,2 Prozent auf einen solchen von 2,9 Prozent zurückbildeten. Der gesamte Schuldenberg stieg aber im Jahresvergleich von 11,6 auf 12,1 Billionen Euro an. Haushaltsüberschüsse fanden sich 2014 nur in vier Staaten, nämlich Dänemark (+1,2 % des BIP), Deutschland (+0,7 %) sowie Estland und Luxemburg mit jeweils einem Plus von 0,6 Prozent.

Und Maastricht? Das kümmert offensichtlich fast niemanden mehr. Gleich zwölf Staaten haben die dreiprozentige Defizitgrenze „gerissen“. An der Spitze steht das krisengeschüttelte Zypern mit 8,8 Prozent des BIP, gefolgt von Spanien (5,8 %), Kroatien und Großbritannien (je 5,7 %), Slowenien (4,9 %),

Portugal (4,5 %), Irland (4,1 %), Frankreich (4,0 %), Griechenland (3,5 %) sowie Belgien, Polen und Finnland mit jeweils 3,2 Prozent. Was die höchstzulässige Schuldenquote von 60 Prozent des BIP anbelangt, so liegen 16 Mitgliedsstaaten der EU darüber. Die höchsten Schuldenquoten verzeichnen Griechenland (177,1 %), Italien (132,1 %), Portugal (130,2 %), Irland (109,7 %), Zypern (107,5 %) und Belgien (106,5 %).

Deutschland rangiert mit einer Quote von 74,7 Prozent im Mittelfeld, und am Ende der Skala mit den niedrigsten Schuldenquoten finden sich Estland (10,6 %), Luxemburg (23,6 %), Bulgarien (27,6 %), Rumänien (39,8 %) und Lettland (40,0 %).

Dabei muss man sich die Frage stellen, ob diese Grenzen überhaupt noch zeitgemäß sind, wurden sie doch zu einer Zeit definiert, in der man noch nicht mit Stagnation, sondern mit Wachstum rechnen konnte. Es gibt Stimmen, die eine nachhaltige Schuldenobergrenze eher bei 40 als 60 Prozent des BIP ansiedeln. Und rechnet man die implizite Staatsschuld (Pensions- und Krankenversicherung) hinzu, die fast das Dreifache der expliziten Staatsschulden ausmacht, sieht die Sache noch düsterer aus (siehe Grafik „EU-Nachhaltigkeitsranking der Staaten“). Hier werden dann aus Musterknaben wie Schweden und Luxemburg schwere Sünder, während die immer wieder vorgeführten Südfankenstaaten Italien und Portugal augenscheinlich ihre Hausaufgaben im Hinblick auf schweben-

Trendumkehr bei Inflationserwartungen

Es ist der EZB nicht gelungen, die Erwartungen deutlich steigen zu lassen.

