

# Börsen-Zeitung

30.05.2017

## Keine Angst vor steigenden Zinsen

*Gastbeitrag Michael Heise*

Die EZB bewegt sich nicht. Noch nicht. Obwohl der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum weiter an Fahrt gewinnt - "zunehmend solide" nennt es die EZB selbst - und auch die Inflationsraten steigen, hält die europäische Notenbank unbeirrt an ihrem Kurs fest. Sicherlich, es gibt Risiken, vor allem politische Risiken, die unter Umständen eine akkommodierende Geldpolitik rechtfertigen können. Aber zwischen einer lockeren Geldpolitik und Anleihekäufen, die in die Billionen gehen, sowie Negativzinsen liegen Welten. Es ist eine Sache, den Aufschwung zu unterstützen, und es ist eine andere Sache, Notmaßnahmen zu ergreifen, als verharren wir noch in der tiefsten Krise.

Ohnehin sollten Zentralbanken ihre Rolle nicht als Risikoversicherer für Marktteilnehmer (fehl-)interpretieren. Wohin das führt, hat uns der sogenannte Greenspan-Put unseligen Angedenkens schmerzlich vor Augen geführt. Er versetzte die Marktteilnehmer in Sicherheit, dass die Zinsen und die Kapitalmarktrenditen durch die Zentralbank niedrig gehalten würden. Das trug maßgeblich zu dem ungezügelter Finanzmarktboom in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre bei. Auch der Verweis auf politische Risiken ist nur sehr bedingt als Handlungsmotiv für die Geldpolitik geeignet. Volksentscheide wie der Brexit oder der Ausgang der Wahl in Frankreich oder später in Italien haben nur dann Relevanz für die Geldpolitik, wenn sie vorhersehbare wirtschaftliche Auswirkungen haben. Das ist aber zuweilen schwer zu beurteilen. Die negativen Vorhersagen sind etwa bei der Wahl Donald Trumps und beim Brexit bislang nicht eingetreten. Die EZB wird sich letztendlich an der wirtschaftlichen Entwicklung orientieren und in nicht zu ferner Zukunft aus ihrem Notprogramm aussteigen und zu einer normalen Geldpolitik zurückkehren müssen. Tatsächlich dürfte dieser Tag sogar näher sein, als die derzeitigen Verlautbarungen suggerieren. Es ist nicht auszuschließen, dass erste Ankündigungen in diese Richtung bereits im Sommer, spätestens aber im Herbst dieses Jahres, erfolgen werden. Höchste Zeit also auch für den Privatsektor, sich mit der Perspektive wieder steigender Zinsen auseinanderzusetzen.

Gegenüber dem Staat haben Unternehmen (zumindest die kleineren) und Haushalte dabei mit einem großen Handicap zu kämpfen. Sie können sich nicht wie der Staat (und die großen Unternehmen) gegen einen drohenden Zinsanstieg schützen, indem sie langfristige Schuldtitel emittieren und so die herrschenden Niedrigzinsen für die nächsten Jahre und Jahrzehnte festschreiben. Kleinere Unternehmen und Haushalte sind vielmehr abhängig von Bankkrediten - und Zinssteigerungen werden hier relativ schnell "durchgereicht". So weisen selbst heute noch beispielsweise rund 80 % der neuen Unternehmenskredite nur eine Zinsbindung von einem Jahr und kürzer auf. Die große Ausnahme hiervon bilden allerdings private Immobilienkredite in einigen Märkten, nicht zuletzt in Deutschland.

Während die Regierungen ihre Verschuldung seit der Finanzkrise im Durchschnitt des Euroraums immer weiter ausgedehnt haben, mussten private Schuldner deutlich konsolidieren. Seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2009 sind die privaten Schulden um 16 Prozentpunkte zurückgegangen. In den Krisenländern sank die absolute Schuldenhöhe

teilweise drastisch: So haben spanische Unternehmen nahezu die Hälfte ihrer Schulden abgebaut; irische Haushalte haben ihre Kredite um gut ein Viertel reduziert.

Aufgrund dieses Schuldenabbaus sind die Unternehmen und Haushalte im Euroraum wieder besser gerüstet, höhere Zinsen zu tragen. Dabei lassen sich verschiedene Szenarien berechnen. Nimmt man eine sanfte Normalisierung der Leitzinsen auf 2 % bis zum Jahr 2022 an - nach unserer Einschätzung der wahrscheinlichste Fall -, lassen sich die Auswirkungen auf die durchschnittlichen Bankkreditzinsen für Haushalte und Unternehmen und den zukünftigen Schuldendienst des Privatsektors modellmäßig abschätzen. Wie nicht anders zu erwarten, wird die Schuldendienstquote (Zinszahlungen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts) des Privatsektors bis 2022 wieder steigen, nach unseren Berechnungen von derzeit 3 % im Euroraum 2016 auf 3,7 %. Bei dieser Berechnung ist unterstellt, dass sich der Prozess des Schuldenabbaus der vergangenen Jahre nicht weiter fortsetzt, sondern dass das Wachstumstempo der privaten Schulden sich jenem der allgemeinen Wirtschaftsleistung annähern wird. Im Risikoszenario, bei dem ein Anstieg der Notenbankzinsen auf 4,25 % bis 2022 unterstellt wird, steigt der Schuldendienst auf 4,7 %. Dies ist ein durchaus signifikanter Anstieg. Allerdings läge selbst dieser Wert weit unter denen des Jahres 2008, als die Schuldendienstquote des privaten Sektors für den Euroraum bei 6,4 % lag. Für den Durchschnitt der Vorkrisenjahre 2003 bis 2008 waren es 5,3 %. Das heißt also: Selbst wenn die EZB wider Erwarten die Zinszügel in den nächsten Jahren kräftig anziehen sollte, blieben die Zinszahlungen des Privatsektors (in Relation zur Wirtschaftsleistung) deutlich unter den Werten der Vergangenheit. Dies gilt im Übrigen nicht nur für den Euroraum als Ganzes, sondern für alle Länder der Eurozone.

Diese Simulationen zeigen, dass der Privatsektor im Euroraum in der Lage sein sollte, Belastungen aus steigenden Zinszahlungen zu verkraften; die zusätzliche Zinslast ist tragbar. Sie ist damit auch keine Entschuldigung dafür, mit dem Gelddrucken immer weiter fortzufahren. Von dieser Seite her steht einer Rückkehr zur geldpolitischen Normalität nichts im Wege und es gibt keinen Grund, sich vor steigenden Zinsen zu ängstigen. Im öffentlichen Sektor ist die Konsolidierung in vielen Ländern leider nicht so deutlich vorangekommen. Dies muss von den Regierungen noch geleistet werden, die Geldpolitik kann den Anstieg der öffentlichen Verschuldung nicht dauerhaft alimentieren.