



Zinsen und Inflation, wie geht es nun weiter? Ein Ausblick

Bereits im Frühjahr dieses Jahres war absehbar, dass die Europäische Zentralbank (EZB) gezwungen sein könnte, die Leitzinsen zu senken, auch wenn die Inflation noch nicht endgültig besiegt ist¹. Einige größere nationale Notenbanken, wie beispielsweise die Deutsche Bundesbank, die zusammen mit den restlichen Notenbanken der Eurozone die Bilanz des europäischen Geldsystems und damit die EZB bilden, weisen seit dem Jahr 2023 massiven Zinsverluste in ihren Gewinn- und Verlustrechnungen aus². Die EZB kämpft folglich noch mit den „Geistern“, die sie mit der immensen Geldmengenausweitung nach der Finanzkrise „gerufen“ hat. Wird sie diese wieder los? Wie könnte es unter diesen Umständen weitergehen mit den Zinsen und der Inflation?

Aus der Problematik der negativen Zinsspanne in ihren Bilanzen müssen die Notenbanken in der Eurozone nun herauskommen. Die EZB ist demnach faktisch gezwungen, die Zinsen zu senken, obwohl sie selbst eher noch mit einem Anstieg der Inflation in nächster Zeit rechnet³. Die Notenbanken stehen durch die Zinspolitik der vergangenen Jahre unter dem Druck, ihre Passivseite zu verbilligen. Senkt die EZB die Leitzinsen nicht, so würde dies zu weiteren, laufenden Zinsverlusten in den Bilanzen der Notenbanken führen. Das Vertrauen in die Solvenz der Notenbanken könnte Schaden nehmen. Der Bundesverband hat bereits in seinem Fachartikel im April dieses Jahres⁴, vor der ersten Leitzinssenkung der EZB am 6. Juni 2024, ausführlich erläutert, warum die EZB gezwungen sein könnte, nun die Leitzinsen vor allem aus diesem Grund zu senken.

Allerdings sind die laufenden Zinsverluste nur eine Seite der Medaille. Es könnte eine weitere Gefahr hinzukommen, die sich bereits am Horizont abzeichnet. Die über Jahre „hervorgerufenen Geister“ verschwinden nicht so einfach. Es geht konkret um die Werthaltigkeit der von der EZB aufgekauften Schulden⁵. Dr. Ingo Sauer von der Goethe-

¹ Vgl. Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., Fachinformation 01/2024 (08.04.2024), Warum kommunale Zinssteuerung eine langfristige Aufgabe ist

² Vgl. beispielsweise Deutsche Bundesbank: <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/jahresabschluss-2023-925312> oder französische Notenbank: <https://de.marketscreener.com/boerse-nachrichten/nachrichten/Französische-Zentralbank-greift-auf-Rückstellungen-zurück-um-12-Mrd-Euro-Verlust-zu-decken-46209196/>

³ Vgl. https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2024/html/ecb.is240912~4f7b17040c.de.html

⁴ Vgl. Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., Fachinformation 01/2024 (08.04.2024), Warum kommunale Zinssteuerung eine langfristige Aufgabe ist

⁵ Die nationalen Notenbanken kaufen im Auftrag der EZB Schulden am Markt auf

Universität in Frankfurt⁶ hat mit seinem wissenschaftlichen Team die großen Hyperinflationen über lange Zeit akribisch untersucht. Und er kommt, kurz zusammengefasst, zu folgendem Schluss: **Eine außergewöhnlich starke und anhaltende Inflation ist in der Historie regelmäßig dann entstanden, wenn die Werthaltigkeit der Schulden eines Währungsraums an den Finanzmärkten nachhaltig angezweifelt wird.**

Die nicht mehr als stabil eingeschätzten Schulden führen dann gewissermaßen zu einer „überlaufenden Geldmenge“ an den Devisenmärkten⁷. Vereinfacht ausgedrückt passiert Folgendes: Die Marktteilnehmer fliehen aus der eigenen Währung und flüchten in Fremdwährung, in der Regel in US-Dollar. Im Falle der Eurozone wäre dies der Verkauf bzw. Abfluss von Euro und der Kauf bzw. Zufluss von US-Dollar.

Warum ist dies so? Jede von der EZB gekaufte, und auf der Aktivseite verbuchte Schuld, ist im Grunde mit einem Rückzahlungsversprechen der Notenbank verbunden. Verbucht werden diese Versprechen auf der Passivseite der Bilanz (Verbindlichkeiten), beispielsweise der gesamte Bargeldumlauf in der Eurozone oder die Einlagen der Geschäftsbanken bei den Notenbanken. Jede einzelne Banknote stellt folglich einen Rückzahlungsanspruch gegen die Notenbank dar⁸. Hat nun der Inhaber eines Geldscheins oder der Einleger Zweifel an diesem Rückzahlungsversprechen, so könnte er diese in einen anderen, aus seiner Sicht stabileren Wert, beispielsweise in eine Fremdwährung, tauschen. In der Folge können somit Zweifel an der Werthaltigkeit der Vermögenswerte in der Notenbankbilanz zu Spekulationen gegen die Währung führen⁹.

Dass die Werthaltigkeit der Schulden in der Eurozone bzw. EU angezweifelt werden könnte und gefährdet ist, wird derzeit an einigen Indizien zunehmend sichtbar:

1. Deutsche Bundesanleihen¹⁰ und andere europäische Staatsanleihen, z.B. französische¹¹, wurden kürzlich am Markt verkauft¹². In der Folge sanken die Kurse deutscher und französischer Staatsanleihen. Und: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen lag erstmals in ihrer Geschichte über dem entsprechenden Swapsatz (Bankeinstandsrenditen)¹³. Die Differenz (Spread) der Renditen zwischen Bundesanleihen und Bankrenditen (Swap) weitet sich aus.

⁶ Vgl. <https://www.old.wiwi.uni-frankfurt.de/abteilungen/eq/professoren/klump/team/assistants/dr-ingosauer.html>

⁷ Vgl. Geldtheorie und Inflation - Interview mit Ingo Sauer, 27.06.2020, <https://www.youtube.com/watch?v=zvut4oK9S80>, und Abbildung 3, Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V., Fachinformation 01/2024 (08.04.2024), Warum kommunale Zinssteuerung eine langfristige Aufgabe ist

⁸ Vgl. „Die Zentralbank als Emittent gewährleistet einen Rechtsanspruch des Banknoteninhabers auf eine Gegenleistung“, vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Banknote>

⁹ Vgl. <https://www.handelsblatt.com/meinung/homo-oeconomicus/gastkommentar-in-der-bilanz-der-europaeischen-zentralbank-steckt-ein-sprengsatz/28963264.html>

¹⁰ Vgl. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/ampel-aus-renditen-fuer-bundesanleihen-steigen-auf-hoechsten-stand-seit-juli/100086645.html>; <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/anleihen-vertrauen-der-investoren-in-deutsche-bonds-schwindet/100087820.html>

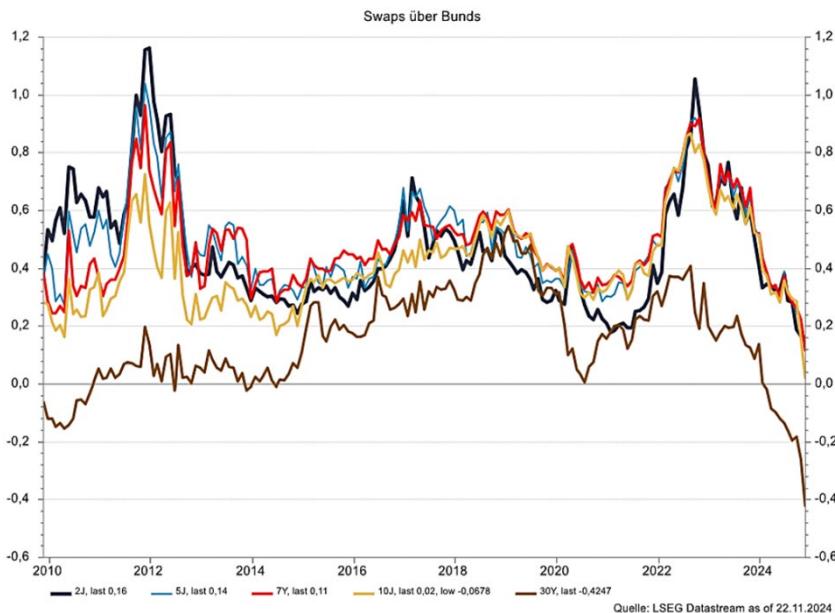
¹¹ Vgl. <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/diese-auslaendischen-grossanleger-kaufen-bunds-meiden-frankreich-bonds-236989>

¹² Vgl. <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/diese-auslaendischen-grossanleger-kaufen-bunds-meiden-frankreich-bonds-236989>

¹³ Vgl. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-07/angst-vor-deutscher-schuldenorgie-kippt-wichtigen-marktindikator>, <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/paradigmenwechsel-der-swap-spread-dreht-236970>

Kurios ist dabei, dass die eigentlich als sicher angesehenen, langlaufenden Bundesanleihen höher rentieren, als vergleichbare Swaprenditen. Der 30jährige Spread hat mittlerweile ein historisch hohes Niveau von rund 0,4 Prozent pro Jahr erreicht, wie folgende Abbildung eindrucksvoll zeigt:

Abbildung 1: Differenz (Spread): Zinssätze unter Banken (Swap) im Vergleich zu Renditen deutscher Bundesanleihen



2. Der EUR/USD-Kurs kommt zunehmend unter Druck. Nach der Wahl von Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten und dem nahezu zeitgleichen Bruch der Ampelkoalition am 5. November 2024 verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar an Wert¹⁴. So lag der EUR/USD-Kurs im September noch bei rund 1,12, um bis heute auf rund 1,05 zu fallen. Das Währungspaar Euro-Dollar ist eines der bedeutendsten Währungspaare und orientiert sich vor allem am Niveau der Zinsen in Europa und den USA und an der Stabilität und den Perspektiven der jeweiligen Volkswirtschaft¹⁵.

¹⁴ Vgl. "Dax, Euro im Sinkflug - Kapital flieht aus Europa nach Trump-Sieg! Marktgeflüster Teil 1", https://www.youtube.com/watch?v=lR96lk7L_40

¹⁵ Vgl. <https://www.lynxbroker.de/boerse/boerse-kurse/devisen/devisen-ratgeber/euro-us-dollar-prognose/>

Abbildung 2



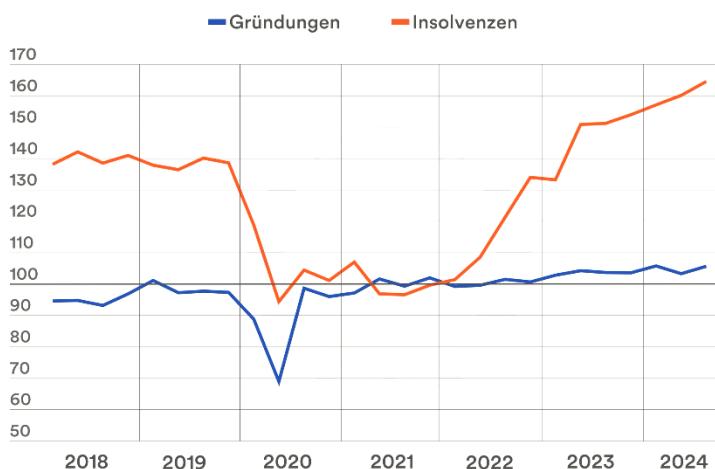
Quelle: finanzen.net

3. Die Zahl der Firmeninsolvenzen in Deutschland und in der Eurozone steigt kräftig an.
In Deutschland lag die Zahl der Insolvenzen im dritten Quartal 2024 so hoch wie in keinem anderen Quartal seit Mitte 2010¹⁶. In der EU steigen die Insolvenzen auf ein 8-Jahres-Hoch:

Abbildung 3

Insolvenzen in EU auf 8-Jahres-Hoch

Firmengründungen und -insolvenzen pro Quartal, Indexwert (2021 = 100)



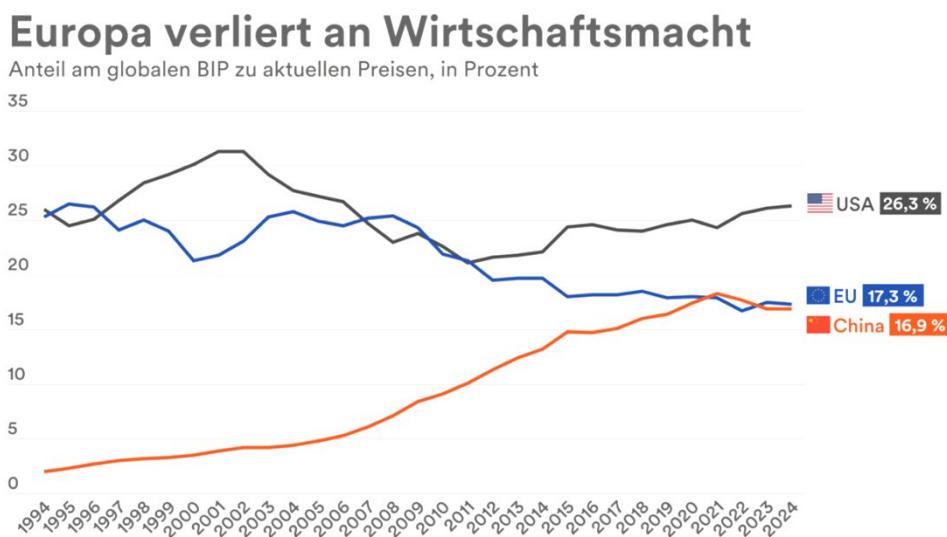
Quelle: Eurostat

¹⁶ Vgl. <https://www.iwh-halle.de/presse/pressemitteilungen/detail/iwh-insolvenztrend-zahl-der-firmenpleiten-im-september-gestiegen-dritttes-quartal-2024-erreicht-damit-rekordwerte>

Welche Faktoren sind in erster Linie entscheidend für die Werthaltigkeit von Schulden?

Nun, die Bedienung von Schulden muss durch ein regelmäßige Einkommen gewährleistet sein¹⁷. Ansonsten würde der Gläubiger die Werthaltigkeit der verliehenen Mittel sehr schnell in Zweifel ziehen. Das ist bei einem Staat nicht anders als bei einem privaten Schuldner. Verliert beispielsweise ein Arbeitnehmer seinen Arbeitsplatz, könnte dies, sofern nicht genügend andere Mittel zur Schuldentilgung zur Verfügung stehen, sehr schnell zur Kreditkündigung führen und den Kredit im Wert sinken lassen. Bei einem Staat ist das Einkommen regelmäßig das Steueraufkommen, das wiederum im Wesentlichen abhängig ist vom Bruttoinlandsprodukt¹⁸. Sehen wir uns hier nun die Entwicklung des Bruttoinlandprodukts der großen Wirtschaftsräume USA, Europa und China der letzten Zeit an:

Abbildung 4



Quelle: IMF World Economic Outlook (April 2024), Prognose für das Jahr 2024

Wir erkennen sehr deutlich, dass die EU in den Jahren vor allem ab 2008 im Vergleich zu den USA deutlich an Wirtschaftsmacht verloren hat. War der Anteil am globalen BIP in den Jahren 2008 bis 2010 nahezu gleichauf, hat die EU seit 2011 gegenüber den USA annähernd zehn Prozent eingebüßt. China weist einen ähnlich hohen Anteil am globalen BIP wie die EU auf und hat es seit der Pandemie nicht geschafft, diesen auszuweiten.

Der Blick auf das Wachstum des Währungsraums ist im Hinblick auf die über Jahrzehnte hinweg, von den Notenbanken aufgekauften, immensen Schulden von großer Bedeutung. Die EZB, die nach wie vor einen beträchtlichen Bestand von Schuldspapieren auf ihrem Buch hat¹⁹,

¹⁷ Vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Schuldenkennzahl>

¹⁸ Vgl. <https://www.tagesschau.de/faktenfinder/kontext/staatsverschuldung-100.html>

¹⁹ Konsolidierte Bilanz des Eurosystems, das die Aktiva und Passiva der NZBen des Euroraums und der EZB gegenüber Dritten umfasst: 6 935 Mrd. €, vgl.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240222~2e8045adc3.de.html>

hat kein eigenes „Einkommen“, sie ist und war nur ein Sammelbecken zur Stützung der diversen Finanzkrisen²⁰.

Fazit und Ausblick: Das Einkommen zur Bedienung der Schulden, die Zinszahlungen und letztendlich die Tilgung müssen von den Wirtschaftsteilnehmern des Währungsraums erbracht werden. Nun wird deutlich, warum in der derzeitigen Phase, in der die Notenbanken bereits deutliche Zinsverluste aus den aufgekauften Schulden in ihren Bilanzen ausweisen, eine hinzukommende wirtschaftliche Schwäche der Wirtschaftsteilnehmer äußerst bedrohlich sein könnte²¹. Denn wenn die Finanzmärkte beginnen, die Werthaltigkeit und Rückzahlungsfähigkeit der Schulden des Währungsraums anzuzweifeln, könnte eine Flucht aus dieser Währung eintreten. Die Währung würde an Wert verlieren und eine importierte Inflation könnte zum Tragen kommen²². Die Zentralbank, die EZB, müsste mit Zinserhöhungen eigentlich wieder gegensteuern. Wenn sie gezwungen wäre, dies in einer Phase einer anhaltend wirtschaftlichen Schwäche zu tun, könnte dies die Wirtschaftskraft weiter schwächen. Die Währung würde weiter unter Druck kommen und die Inflation würde weiter ansteigen. Die Werthaltigkeit der Schulden des Währungsraums könnten noch stärker angezweifelt werden. Eine Negativspirale von steigenden Zinsen und steigender Inflation wäre in Gang gesetzt. Der Grundstein für die deutsche Hyperinflation im Jahre 1923 wurde im Wesentlichen durch die Finanzierung der Staatsausgaben durch immer neue Schulden gelegt. Die Werthaltigkeit dieser Schulden wurde zunehmend angezweifelt. Weitere finanzpolitische Fehler wurden begangen²³. Daraufhin folgte eine massive Währungsabwertung²⁴. So notierte ein US-Dollar beispielsweise am 11.11.1923 bei 631 Milliarden Mark, am 20.11.1923 bereits bei 4,2 Billionen Mark²⁵. Bleibt zu hoffen, dass sich die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen.

Heinz Reich
Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e.V.

²⁰ Vgl. Mario Draghi: „whatever it takes“: <https://www.nzz.ch/finanzen/hans-werner-sinn-im-interview-ueber-corona-inflation-und-den-euro-ld.1589720>

²¹ Die Wirtschaft im Euroraum stagniert seit fast zwei Jahren, vgl. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mehr-wirtschaft/wie-die-eu-endlich-aus-ihrer-wachstums-misere-kommen-koennte-110031543.html>

²² Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Importierte_Inflation

²³ Die Reichsbank opferte beispielsweise einen erheblichen Teil ihrer Gold- und Devisenreserven, um den Markwechselkurs und den Preisauftrieb zu stabilisieren, vgl. <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2023/heft/2/beitrag/die-grosse-inflation-in-deutschland-1914-bis-1923.html>

²⁴ Vgl. https://www.historisches-lexikon-bayerns.de/Lexikon/Inflation,_1914-1923

²⁵ Vgl. <https://www.dhm.de/lemo/jahreschronik/1923>

Der Bundesverband öffentlicher Zinssteuerung e. V.

Zweck des Bundesverbands öffentlicher Zinssteuerung e.V. seit seiner Gründung im Jahr 2012 ist die Förderung der Berufsbildung zum Zins- und Schuldenmanagement und zu finanzmathematischen Fragestellungen bei Zinssteuerungsmaßnahmen, insbesondere bei der öffentlichen Hand, sowie die Schulung zu dieser Thematik.

Dieser Zweck soll in erster Linie erreicht werden durch:

- eine systematische, wissenschaftlich-universitär begleitete Untersuchung des Fachgebietes des Zins- und Schuldenmanagements, insbesondere der Zinssteuerung.
- Veröffentlichung der Untersuchungsergebnisse und Erarbeitung von Zinssteuerungsstrategien.
- Durchführung von Seminaren und Kolloquien zur Behandlung von Fragestellungen zum Zins- und Schuldenmanagement und zur Zinssteuerung und deren finanzmathematischem Hintergrund zur Weiterbildung vorwiegend von Finanzverantwortlichen der öffentlichen Hand, jedoch offen für alle Vertreter von Institutionen, die mit Zinsänderungsrisiken befasst sind.
- Informationsvermittlung und Aufklärung an Aufsichtsorgane, Prüfungsorganisationen.
- Zusammenarbeit mit öffentlichen und privaten Aufsichtsorganen, Prüfungsorganisationen und Verbänden.
- Zusammenarbeit mit Initiativen ähnlicher Zielsetzung.

www.bundesverband-zinssteuerung.org

Zweck des Bundesverbands öffentlicher Zinssteuerung e.V. seit seiner Gründung im Jahr 2012 ist die Förderung der Berufsbildung zum Zins- und Schuldenmanagement und zu finanzmathematischen Fragestellungen bei Zinssteuerungsmaßnahmen, insbesondere bei der öffentlichen Hand, sowie die Schulung zu dieser Thematik.