

Hallo Zins!

Finanzmärkte Nach Jahren lahmen Wachstums und lockerer Zentralbankpolitik haben sich Schuldner und Sparer daran gewöhnt, dass Geld keinen Preis mehr hat. Jetzt zeichnet sich in Amerika eine Wende ab. Die Europäer fürchten, sie könnte zu früh kommen.

Da sitzt nun der Mann, der den Zins für tot erklärt hat. Und soll ver-raten, warum er plötzlich wieder auferstanden ist, der Zins. Larry Summers, amerikanischer Ökonom mit Guru-Status, hat jahrelang gepredigt, die globale Wirtschaft befinde sich in einem Zeitalter der Stagnation. Es werde zu viel gespart, zu wenig investiert und konsumiert, weshalb Inflation und Zinsen ausgestorben seien.

Jetzt sitzt das Zinsorakel auf einem Hocker am Kopf einer breiten Marmortreppe in der Kameha-Suite, einer Sandsteinvilla inmitten der Frankfurter Bankentürme. Es ist die Stadt, in der sich alles um den Zins dreht; in der die Europäische Zentralbank (EZB) die Märkte mit Geld flutet, Banken einst den Richtzins Libor manipulierten und heute über die auszehrende Wirkung der Nullzinsen jammern.

Hier also wird Larry Summers nach der Zinswende gefragt. Denn der gewählte US-Präsident Donald Trump hat in Amerika unvermutet eine Wachstumseuphorie ausgelöst. Die amerikanische Notenbank wird kommende Woche wohl ihren Leitzins erhöhen, zehnjährige amerikanische Staatsanleihen werden plötzlich wieder 2,5 Prozent ab, und schon raunen Ökonomen, dieser Wende werde sich auch Europa nicht entziehen können.

Die Folgen wären vielfältig, sie lösen Erleichterung, aber auch neue Sorgen aus. Anleger bejubeln das Ende der Zinsdürre, hoch verschuldete Staaten und Unternehmen zittern vor der Last eines teureren Schuldendienstes. Die Zinswende trafe Europa in einem heiklen Moment, da die politische Krise in Italien Ängste vor einem Wiederaufflammen der Staatsschuldenkrise und einem Zerfall des Euro weckt.

Aber kommt die Wende überhaupt, oder liegt Summers immer noch richtig mit seiner Stagnations- und Niedrigzinstheorie?

„Ja“, sagt Summers mit einer Stimme wie ein Truck im Kiesbett. Die Lage habe sich in den vergangenen Wochen nicht grundlegend geändert. Er räumt ein, dass Amerika 2017 etwas stärker wachsen dürfte als in diesem Jahr. Und man werde auch etwas mehr Inflation sehen. Aber das Wachstum werde kaum jene drei bis vier Prozent erreichen, die Trump im Wahlkampf in Aussicht gestellt hatte.

An eine moderate, aber nachhaltige Zinswende glaubt Jan Hatzius, Chefvolks-

wirt der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs: „Die Finanzkrise ist bewältigt, der Arbeitsmarkt nahe an der Vollbeschäftigung, deshalb ist es folgerichtig, dass Inflation und Zinsen graduell steigen.“ Das gelte unabhängig von den Plänen des künftigen US-Präsidenten.

Schon vor der Wahl hatte Janet Yellen, die Chefin der amerikanischen Notenbank Federal Reserve (Fed), damit geliebäugelt, den Leitzins hochzuschrauben. Doch die Unsicherheit vor der US-Wahl ließ sie immer wieder zögern. Nachdem Trump gewählt wurde und die Märkte nun darauf spekulieren, dass er mit niedrigeren Steuern und höheren Ausgaben die Wirtschaft ankurbelt, dürfte Yellen ihre Zurückhaltung ablegen.

Goldman-Volkswirt Hatzius rechnet mit einer Zinserhöhung am kommenden Mittwoch um einen Viertelprozentpunkt und drei weiteren Schritten 2017, auf dann 1,25 Prozent. Die langfristigen Zinsen könnten in den nächsten zwei bis drei Jahren auf knapp vier Prozent steigen.

Doch all das hängt davon ab, ob Trump die Staatskasse tatsächlich so weit öffnet, um die Wirtschaft anzukurbeln, wie viele Anleger es jetzt erhoffen. Hatzius ist skeptisch. Er bezweifle, dass Trump ein großes Infrastrukturprogramm anstoßen werde. Wahrscheinlicher sei, dass sich der künftige Präsident stärker auf Reformen des Steuersystems konzentrieren werde, die weniger starke Wachstumseffekte hätten.

Tatsächlich ist die Lust auf höhere Staatsausgaben gerade im Kongress nicht besonders ausgeprägt. Und Amerika hat schon jetzt Schulden in Höhe von 77 Prozent der Wirtschaftsleistung aufgetürmt.

Das überparteiliche Congressional Budget Office schätzt, dass die Verschuldung schon unter den aktuellen Gegebenheiten in den nächsten zehn Jahren auf 86 Prozent der Wirtschaftsleistung steigen würde. Setzt Trump seine finanzpolitische Agenda voll um, könnte die Quote rasch noch höher steigen.

Übertreibt es Trump mit der Schuldenpolitik, dürfte auch der Inflationsdruck zunehmen, erst recht, wenn der Präsident mit seinen protektionistischen Plänen Ernst macht und Billigimporte verteuert. Dann dürfte auch die Fed die Zinsen stärker anheben, um gegenzusteuern.

Bedeutet aber der Zinsanstieg in den USA, dass auch in Europa die Zinswende kommt?

„Ich glaube das nicht“, sagt Jörg Krämer, Chefvolkswirt der Commerzbank. „Früher ging die Entwicklung in den USA und Europa parallel, aber seit zwei Jahren sehen wir ein völliges Auseinanderdriften.“ Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen – der wichtigste Maßstab für das langfristige Zinsniveau in der Eurozone – steht gerade einmal bei 0,37 Prozent.

Das liegt zum einen daran, dass die Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone der US-Konjunktur hinterherhinkt. Fast zehn Prozent der Bürger sind arbeitslos, Wachstum und Inflation haben erst in den vergangenen Monaten etwas zugelegt.

Zum anderen rufen zwei Italiener gerade in Erinnerung, dass die Eurozone ihre Staatsschuldenkrise und ihre tiefen strukturellen Probleme längst nicht überwunden hat: Matteo Renzi und Mario Draghi.

Renzi ist seit Anfang der Woche nur noch Regierungschef in Abwicklung, weil er das Referendum über eine Reform der Verfassung verloren hat. Seitdem rätseln Investoren und Ökonomen, mit welcher politischen Führung Italien wirtschaftlich gesunden und seine mit faulen Krediten im Volumen von 360 Milliarden Euro überfrachteten Banken sanieren will.

Kommt es zu Neuwahlen – spätestens im Frühjahr 2018, wahrscheinlich aber früher – könnte eine euroskeptische Regierung um den Exkomiker und Neupolitiker Beppe Grillo die Führung übernehmen. Auch bei den Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich im kommenden Frühjahr droht eine Machtverschiebung hin zu populistisch-nationalistischen Parteien – was für den Euro nichts Gutes verheißt.

Was aber hat all dies mit den Zinsen zu tun?

Wenn Anleger zweifeln, ob der Euro Bestand hat, ziehen sie Geld aus Ländern ab, die hoch verschuldet sind und deren Landeswährung nach einem Zerfall des Euro und einer Wiedereinführung nationaler Zahlungsmittel abrutschen dürfte. Dadurch steigen die Zinsen, was die Schuldenlast schwerer tragbar macht.

„Das Risiko ist nicht zu unterschätzen“, sagt Andrew Bosomworth, Leiter des Portfoliomanagements in Deutschland bei der Fondsgesellschaft Pimco. „Wir sehen schon



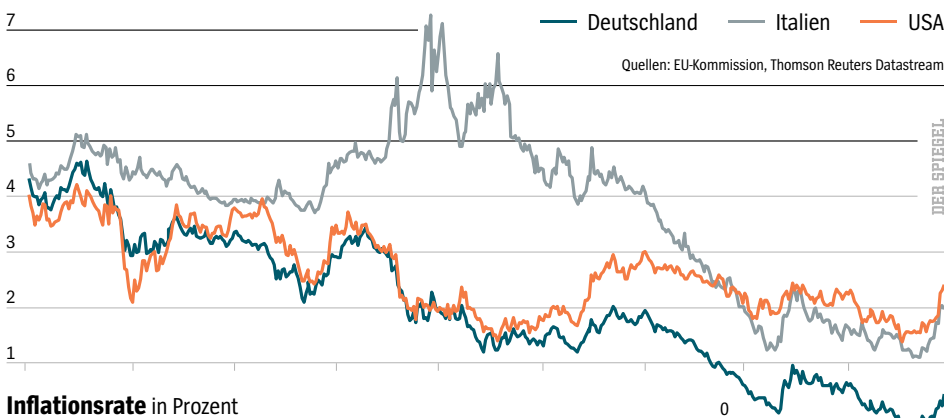
WIN MCNAMEE / GETTY IMAGES



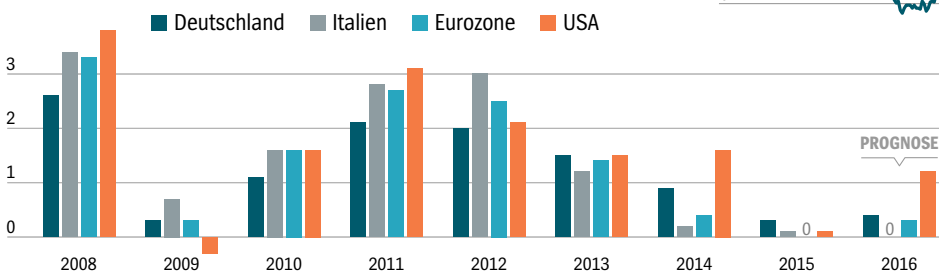
FRANK RUMPFHORST / DPA

Notenbankchefs Yellen, Draghi: „Eine scharfe Zinswende würde die Staatsschuldenkrise sofort wieder aufflammen lassen“

Renditen auf Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit, in Prozent



Inflationsrate in Prozent



jetzt, dass aus Spanien, Italien und Portugal Anlagekapital abfließt – trotz der Leistungsbilanzüberschüsse dort.“ Das sei kein Signal von Vertrauen. Dabei herrschten jetzt außergewöhnliche Bedingungen durch die Unterstützung der EZB. Die dürfte zwar weiter Liquidität zur Verfügung stellen. „Trotzdem fragen wir uns: Wie werden sich diese Märkte verhalten, wenn die EZB nicht mehr Anleihen kauft?“

Die Antwort hat ein anderer Italiener am Donnerstag in die Zukunft verschoben: EZB-Chef Mario Draghi. Seit bald zwei Jahren kauft die EZB in großem Stil Anleihen der Eurozone auf. So drückt die EZB zusätzlich zu dem kurzfristigen Leitzins, der bei null Prozent liegt, auch die langfristigen Zinsen. Erklärtes Ziel: mit billigem Geld die Wirtschaft in Schwung und die Inflation wieder auf das Zielniveau von nahe zwei Prozent zu bringen.

Eigentlich sollte dieses Programm im März 2017 auslaufen. Doch Draghi hatte schon vor Wochen erklärt, die Geldpolitik müsse weiterhin kräftig helfen, um die Inflation weiter nach oben zu bringen.

Und weil Draghi die von ihm selbst geweckten Erwartungen in der Regel nicht enttäuscht, kündigte er nun an, die Anleihenkäufe bis mindestens Ende 2017 fortsetzen zu wollen, leicht reduziert, aber jederzeit bereit, sie wieder auszudehnen.

Die Zinswende in Europa, sie ist also vertagt. Commerzbank-Chefvolkswirt Krämer hält das für unvermeidlich: „Die Peripheriestaaten sind vollkommen abhängig von den niedrigen Zinsen. Eine scharfe Zinswende würde die Staatsschuldenkrise sofort wieder aufflammen lassen.“

Tatsächlich dürfte es Draghis Kalkül sein, mit seiner Politik die Zinsen in der Eurozone von der Wende in den USA abzukoppeln. „Wenn die Zinsen in den USA und Europa auseinanderlaufen, ist der Haupteffekt, dass der Dollar aufwertet und der Euro sich abschwächen wird“, erklärt der Wirtschaftsweisen Peter Bofinger. „Fällt der Euro, könnte das die Exporte steigern, der Wirtschaft der Eurozone Impulse geben und zugleich etwas mehr Inflation bringen, weil Importe sich verteuern.“ Goldman-Sachs-Ökonom Hatzius erwartet, dass der Euro binnen 12 Monaten auf die Parität zum Dollar fällt.

Bofinger glaubt allerdings nicht, dass eine Abwertung allein reicht, um den von der EZB gewünschten Preisauftrieb zu erreichen. Der Schlüssel zu stärkerer Inflation in der Eurozone liege in höheren Löhnen, vor allem in Deutschland. Außerdem sollten „alle Länder der Eurozone eine expansivere Fiskalpolitik betreiben, der Impuls wird überall gebraucht. Im aktuellen Zinsumfeld würde das auch nicht unbedingt zu höheren Schulden führen.“

Das ist umstritten. Doch Kritiker wie Befürworter der ultralockeren Geldpolitik fordern seit Jahren, die Regierungen müssten mehr für die Konjunktur tun und so die Notenbanken entlasten.

Gut möglich, dass nun eine Zeit lang beide, die Notenbanken und Regierungen, den Geldhahn aufdrehen. Das birgt eine Gefahr, die sich bereits jetzt abzeichnet: Übersteigt die Inflationsrate die Zinsen, verlieren Sparer bares Geld.

Geht die Inflation zu schnell nach oben, dürfte die EZB allerdings nicht mehr lange

zusehen. Wenn Draghis Rechnung aufgeht, über einen schwachen Euro die Konjunktur anzukurbeln und Inflation zu importieren, dann könnte es tatsächlich auch in Europa mittelfristig zu einer moderaten Zinswende kommen. Dazu beitragen könnte der Ölpreis, der binnen eines Jahres um mehr als zehn Dollar gestiegen ist. Was aber würde das für Anleger und Sparer bedeuten?

Auch Vermögensberater glauben noch nicht recht an ein Ende der Niedrigzinsen. Wenn man Andreas Beck vom Münchner Institut für Vermögensaufbau fragt, was ein Anleger jetzt tun kann, sagt er: „Flach atmen und überleben“. Grundsätzlich solle man sich besser daran gewöhnen, dass selbst ein gut laufendes breit gestreutes Portfolio eben nicht mehr fünf bis sechs, sondern nur noch zwei bis drei Prozent Jahresrendite abwerfen könne.

Käme die Zinswende, wäre das für Sparer und Anleger eine gute Nachricht, die aber ihre Tücken hat. Zwar würde bei den Immobilienpreisen wieder Mäßigung einkommen, andererseits würden Immobilienkredite teurer. Spareinlagen, Tagesgeldkonten oder kapitalgedeckte Lebensversicherungen werfen bei höheren Zinsen wieder mehr ab – aber erst mal nur theoretisch.

In der Praxis haben viele Lebensversicherer ihre laufende Verzinsung für die Anleger gerade um satte zehn Prozent gekürzt. Das liegt zum Teil daran, dass ein Zinsanstieg sich in ihren langfristig orientierten Anlageportfolios erst mit zeitlicher Verzögerung bemerkbar macht. Außerdem drohen Versicherungen, die Anleihen zu hohen Kursen und niedrigen Zinsen gekauft haben, bei einer Zinswende Kursverluste.

Entscheidender dürfte aber sein, dass selbst in den USA der Zinsanstieg wahrscheinlich moderat bleiben wird. „Low for longer“, heißt zumindest die Vorhersage von Michael Herzum von der Fondsgesellschaft Union Investment.

Hinzu kommt: Sämtliche Prognosen, wie es an Aktien- oder Anleihemärkten laufen wird, sind nach den Krisen und Crashes der vergangenen Jahre so unsicher wie nie.

„Die Volatilität ist ungleich größer geworden“, sagt Mathematiker Beck. Er hält es für möglich, dass binnen Wochen die Zinsen für zehnjährige Bundesanleihen auf 2,5 Prozent oder mehr steigen. „Das würde beispielsweise heißen, dass auf Immobilienkredite rund 3,5 Prozent Zinsen fällig würden. Historisch gesehen ist das immer noch wenig, im Vergleich zu jetzt aber ist es viel. Wer zu diesem Zeitpunkt eine Anschlussfinanzierung für sein Haus braucht und jetzt nur ein Prozent Zins zahlt, hat ein Problem.“ Und würde sich wünschen, dass Larry Summers' Lehre nicht zu schnell im Museum für ausrangierte ökonomische Theorien landet.

Martin Hesse, Anne Seith

E-Mail: martin.hesse@spiegel.de, anne.seith@spiegel.de