

WETTEN GEGEN DIE EZB DÜRFTEN SICH LOHNEN

Nur mit den Geldspritzen der Europäischen Zentralbank lässt sich die Wirtschaft Südeuropas nicht retten, denn schon bald wird die EZB-Bazooka Ladehemmung bekommen. Die Vergemeinschaftung der Schulden scheint unausweichlich. Der Boden für eine aussichtsreiche Spekulation – und für steigende Zinsen



Selbstbewusst: EZB-Chefin Christine Lagarde präsentiert sich vor dem Hauptgebäude der Zentralbank in Frankfurt

Gastautor

Peter Seppelfricke

Das Vertrauen in die Europäische Zentralbank (EZB) scheint derzeit grenzenlos zu sein. Die Zinsen der Euroländer haben sich auf niedrigem Niveau stabilisiert und die Länder können sich aktuell sehr günstig finanzieren. Der Motor könnte jedoch bald ins Stocken geraten: Die Ausgestaltung der EZB-Programme (PEPP, PSPP) verlangt, dass die zahlreichen Staatsanleihen zunächst bei anderen Anlegern am Primärmarkt platziert werden können.

Aufgrund des Verbots der monetären Staatsfinanzierung darf die EZB Staatsanleihen nur am Sekundärmarkt (also an den Börsen) erwerben. Die Ausweitung der Staatsverschuldung könnte die Kapazitäten an den Primärmärkten überfordern.

Die Aufnahmefähigkeit der Märkte lässt sich gut abschätzen, wenn man die Halterstrukturen von Staatsanleihen in verschiedenen Ländern betrachtet. US-Treasuries und deutsche Bundesanleihen werden vielfach von ausländischen Regierungen und Zentralbanken gekauft, die derartige Wertpapiere als Währungsreserve halten.

Südeuropa droht Horrorszenario

Aufgrund ihres sehr guten Ratings werden diese Anleihen ihren Status als sicherer Hafen behalten. Der Abzug von Geldern aus Schwellenländern und aus den Ländern Südeuropas könnte die Nachfrage in Zukunft sogar noch stimulieren. Banken wurden dagegen als Halter in den vergan-



genen Jahren deutlich zurückgedrängt. Sie haben im Euroraum Zugang zum Einlagezins (Einlagefazilität) der EZB und erhalten so eine attraktivere Möglichkeit (sprich höhere Zinsen), um überschüssige Liquidität zu parken. Die Zentralbanken der Euroländer (insbesondere die Deutsche Bundesbank) dürften mittlerweile etwa 40 Prozent der deutschen Bundesanleihen besitzen. In der Folge ist der Streubesitz (Summe der Anteile der Privatinvestoren) mit rund 33 Prozent sehr gering. Eine mas-

sive Nachfrage der EZB und von ausländischen Investoren kann deshalb schnell zu Engpässen (Squeeze) und scharfen Kursanstiegen bei Bundesanleihen führen.

Bei den Staatsanleihen von Ländern wie Italien sieht es dagegen anders aus. Italien ist bei der Ausgabe von Staatsanleihen zu einem Großteil auf die Finanzierung von (heimischen) Banken und anderen privaten Investoren (Privathaushalte, Versicherungen, Fonds) angewiesen. Demzufolge ist der Streubesitz mit circa 50 Prozent sehr hoch. Diese Investoren können bei einer Ausweitung der Staatsverschuldung nicht mitgehen. Im Gegenteil: Ratingherabstufungen werden viele institutionelle Anleger aus diesen Anlagen vertreiben, und auch den heimischen Banken werden im Zuge der Krise die Mittel schwinden.

Drohende Kapitalflucht

Der Anteil der öffentlichen und stabilen Geldgeber ist dagegen deutlich geringer. Italienische Schuldtitel werden international kaum als Währungsreserve gehalten, und auch die Zentralbanken der Euroländer, insbesondere die Banca d'Italia, halten vergleichsweise wenige Staatsanleihen des Landes. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Kapitalschlüssel der EZB für Anleihekäufe nach den Bevölkerungszahlen sowie der Wirtschaftskraft der Länder richten. Demzufolge erhält Deutschland ein Gewicht von circa 21 Prozent bei den Anleihekäufen der EZB, während Italien auf etwa 14 Prozent kommt. Aufgrund der deutlich höheren Staatsschulden Italiens halten die Zentralbanken der Euroländer nur eine vergleichsweise geringe Quote von rund 20 Prozent.

Infolge der absehbaren Probleme muss damit gerechnet werden, dass in vielen Ländern im Süden Europas (Italien, Portugal, Griechenland, Zypern) eine Kapitalflucht stattfinden wird. Das Volumen des PEPP von 750 Milliarden Euro dürfte deshalb zu einem Großteil die Kapitalflucht privater Investoren dort finanzieren, für eine Ausweitung der Staatsverschuldung dürften dann entsprechend weniger Mittel zur Verfügung stehen. Fiskalpolitische Impulse werden damit in vielen Ländern ausgebremst.

Selbsterfüllende Prophezeiung

Ohne Ausweitung der Staatsausgaben droht den Ländern Südeuropas das Horrorszenario aus den 1930er-Jahren: Die Staaten können sich dem deutlichen Konjunkturabschwung nicht entgegenstellen. Wenn die geplanten Maßnahmen der EZB zur Finanzierung von Staatsausgaben ins

Leere laufen, werden die Rufe nach einer Vergemeinschaftung der Schulden deutlichen Auftrieb erhalten. Man kann erwarten, dass die Bundesregierung früher oder später einknicken wird. Damit wird sich mittelfristig auch die Bonität des Bundes eintrüben, das wird die Kurse der Bundesanleihen unter Druck setzen.

Die EZB ist mit den beschlossenen Programmen ans Limit gegangen. Schrumpfendes Angebot an Primärmärkten, austrocknende Sekundärmärkte, insbesondere bei Bundesanleihen, und strengere Vorgaben durch Regierungen infolge des Urteils des Bundesverfassungsgerichts werden die EZB aber zunehmend in ihre Schranken weisen. Vermutlich muss die EZB bald auf alternative Maßnahmen wie Helikoptergeld zurückgreifen, um eine Schuldendepression zu vermeiden.

Damit kommt das bisher Udenkbare in Reichweite: Wetten gegen die EZB könnten sich in Zukunft lohnen. Eine Spekulation auf steigende Zinsen könnte schnell zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung werden. Das asymmetrische Ertragsprofil dieser Spekulation lädt dazu förmlich ein: Den Profiten aus steigenden Zinsen steht kaum eine Verlustgefahr aus fallenden Zinsen gegenüber, denn die Zinsen haben ihren Tiefpunkt nahezu erreicht.

Steigende Zinsen wahrscheinlich

Die Gemengelage aus Ratingherabstufungen, Kapitalflucht und Ausbremsung der EZB lassen eigentlich nur einen Schluss zu: Die Zinsen werden in den kommenden Monaten für Staatsanleihen aus Südeuropa steigen. Ansonsten können die Länder bei steigenden Risiken nicht genügend Abnehmer für ihre Anleihen finden. Die absehbare Vergemeinschaftung von Schulden wird über kurz oder lang dann auch die Bonität des Bundes verschlechtern.

Bei einem Rebound der Konjunktur im nächsten Jahr droht zudem ein Inflationsszenario. Anhaltende geld- und fiskalpolitische Maßnahmen könnten zu merklichen Preissteigerungen bei vielen Gütern führen. Auch dies spricht für steigende Zinsforderungen der Anleger. Zunehmende Inflation könnte auch der Trigger für eine weitere bedrohliche Entwicklung sein: Die EZB muss die erworbenen Schuldtitel an den Börsen verkaufen, wenn das Inflationsziel von etwa zwei Prozent erreicht wird. Wohlgermerkt hält die EZB aktuell etwa 33 Prozent der Staatsschulden der Euroländer. Wenn sie diesen Berg an Anleihen in die Märkte drücken muss, werden die Anleihekurse nur eine Richtung kennen – nach unten!



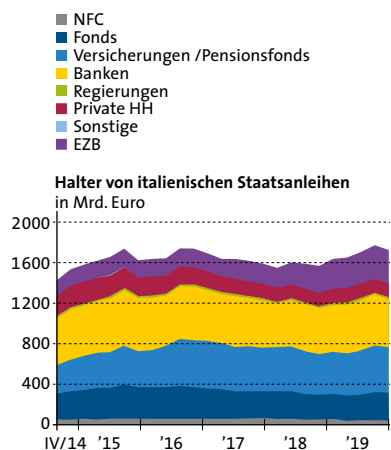
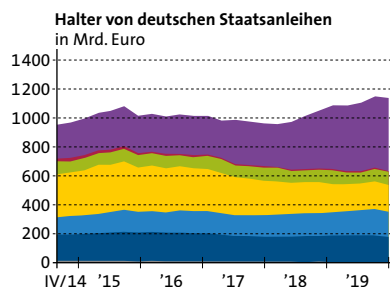
Prof. Dr. Peter Seppelfricke

*Geschäftsführer,
Value Investor Research GmbH*

Der Autor hält einen Lehrstuhl für Finanzwirtschaft an der Hochschule Osnabrück. Daneben ist er Geschäftsführer der Value Investor Research GmbH, die Analysen an institutionelle Anleger vertreibt.

GETEILTES ENGAGEMENT

Die EZB hält verhältnismäßig viele Bundesanleihen aber relativ wenige italienische Staatsanleihen.



Quelle: Value Investor Research

FOTO: ALEX KRAUS/BLOOMBERG, VALUE INVESTOR RESEARCH; ILLUSTRATION: MELINA LOPEZ RUIZ