Und wieder drohen die Anleihemärkte

photo: Jogal Fichnter / @Walter Eucken Institut

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld

lehrt an der Universität Freiburg und leitet das Walter Eucken Institut

Ist dies schon der Beginn einer Finanzkrise? Diese Frage stellt sich mancher Beobachter der aktuellen Entwicklung auf den Anleihemärkten. Es ist von einer Währungskrise in Japan wegen der starken Abwertung des Yen die Rede, von einer Staatsschuldenkrise in Frankreich oder von Sorgen in den USA, nicht genug Bieter für langlaufende amerikanische Staatsanleihen zu finden. Die Bank of England hat den Verkauf von Staatsanleihen aus ihrem Portfolio gestoppt, die Europäische Zentralbank (EZB) wird aufgefordert, es ihr gleichzutun.

Angesichts der inflationären Verwendung des Krisenbegriffs ist Nüchternheit oberstes Gebot. Dennoch erfordern die Anleihemärkte höchste Aufmerksamkeit. Grundlage der Nervosität auf den Märkten sind die enorm hohe private und staatliche Verschuldung bei steigenden Zinsen und relativ schwachem Wirtschaftswachstum. Vermeintlich sichere Anlagen sind nicht mehr so sicher wie früher. Dies gilt vor allem für Staatsanleihen.

Die aktuelle Entwicklung geht von Japan, den USA und den hoch verschuldeten Staaten in der Europäischen Währungsunion aus. Erstens verändert die Zinsentwicklung die Einschätzung Japans. Die enorm hohe japanische Staatsverschuldung, die noch immer bei rund 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) liegt, wurde wesentlich dadurch möglich, dass der weitaus größte Teil davon im Inland gehalten wurde. Zudem hielten japanische Anleger ein hohes Vermögen im Ausland, sodass sich eine deutliche geringere Nettoverschuldung ergab. Hinzu kamen umfangreiche Carry Trades von Anlegern, die sich in Yen zu niedrigen Zinsen verschuldeten und zu höherer Rendite im Ausland anlegten.

Die Zinswende im Zuge der Bekämpfung der Hochinflation hat seit dem Jahr 2021 zu einem Verfall des Yen geführt, sodass die Bank of Japan mit Zinserhöhungen gegenhalten muss. Die Energiepreisschocks der Jahre 2022 und 2026 treffen Japan angesichts des Wertverlusts des Yen als Energieimporteur hart und sorgen für nennenswerte Inflationsimpulse. Zwar führen höhere Zinsen in Japan zu einer gewissen Auflösung der Carry Trades; dies reicht jedoch nicht aus, um den Yen zu stützen. So kommt es wiederholt zu Stützungskäufen der Bank of Japan und des amerikanischen Treasury. Die Bank of Japan verkauft US-Dollar- und Euro-Reserven. Das Treasury verkauft Euro-Reserven und ersetzt sie durch Yen-Reserven.

Zusammen sorgen diese Abläufe dafür, dass sich die Nachfrage nach US-Staatsanleihen und nach Staatsanleihen von Euro-Staaten reduziert. Zweitens haben die USA aber einen enormen Kapitalhunger, da die US-Bundesregierung eine hohe Staatsverschuldung mit einer jährlichen Defizitquote um 6 Prozent seit 2022 bei einer Staatsschuldenquote von über 120 Prozent anhäuft. Hinzu kommt die hohe Privatverschuldung der USA, die von KI-Konzernen durch weitere Anleiheemissionen angeheizt wird. Damit hält das Kapitalangebot kaum Schritt, sodass sich Liquiditätssorgen bei Anleiheemissionen einstellen.

Drittens setzen nicht nur diese Bewegungen auf dem Kapitalmarkt die hoch verschuldeten Staaten in der Euro-Zone unter Druck. Noch immer sind einige Mitgliedstaaten übermäßig verschuldet. Dies gilt vor allem für Frankreich mit einer Staatsverschuldung von rund 120 Prozent des BIP und Italien mit rund 135 Prozent des BIP. Griechenland dürfte dieses Jahr seine Staatsverschuldung in Prozent des BIP unter das italienische Niveau senken und ist zudem durch die Rettungspakete der Vergangenheit zu günstigen Konditionen finanziert. Portugal konnte seinen Staatshaushalt ebenfalls erfolgreich konsolidieren. Belgien und Spanien sind mittlerweile aber ebenso im Fokus der Märkte.

Vor allem Frankreich hat bislang keinerlei Anstrengungen zur Konsolidierung unternommen. Die politische Lage ist dort so verfahren, dass damit nicht gerechnet werden kann. Daher ziehen sich Anleger zunehmend zurück und parken ihr Kapital im sicheren Hafen Deutschland. Das sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich Deutschland ebenfalls anschickt, den Pfad solider Finanzpolitik zu verlassen. Noch halten die Dämme. Über kurz oder lang könnte sich die EZB jedoch zu Anleihekäufen genötigt sehen und somit dem Druck zur monetären Staatsfinanzierung nachgeben. Es hängt daher viel davon ab, dass die Finanzmärkte Frankreich disziplinieren, ohne eine Spirale zur Finanzkrise loszutreten. Turbulente Zeiten stehen bevor.

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld