

– Dr. Klein WOWI-Business Lunch –

Warum die Zinswende mehr Risiken liefert als steigende Kapitalkosten

Dresden, 17. Oktober 2023

estma ■ Ethikbasiertes Strategisches Management
für Marktanalysen und Finanzkonzeptionen sowie
wirtschaftspolitische Beratungen

Kontakt ■ Graftschafter Straße 44 ■ D-47199 Duisburg-Baerl ■
m.knuefermann@estma.eu ■ www.estma.eu



Professur für Volkswirtschaftslehre ■ Springorumallee 20 ■
D-44795 Bochum ■ m.knuefermann@ebz-bs.de



Stiftungsprofessur norddeutsche Wohnungswirtschaft ■
Tangstedter Landstraße 83 ■ D-22415 Hamburg



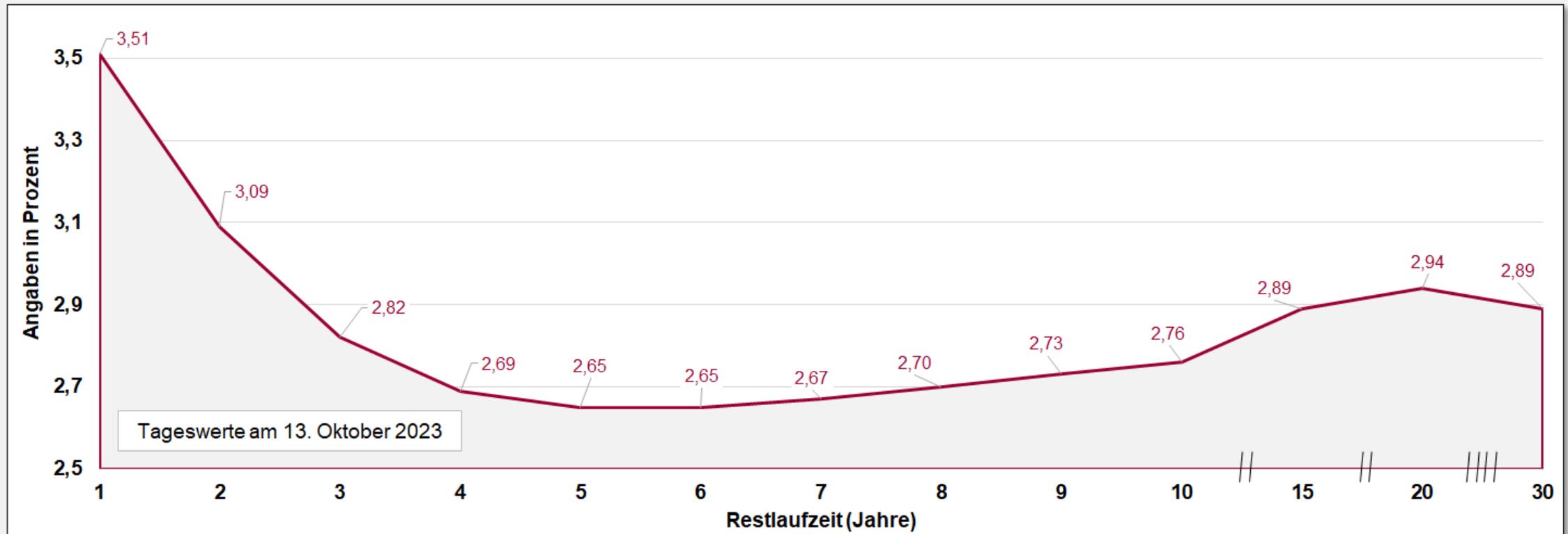
Gliederung

1. Aktuelle Inflations- und Zinsentwicklungen
2. Unsichere Finanzierungsbedingungen und Erwartungen
3. Auswirkungen von Unsicherheiten auf Wohnungsunternehmen



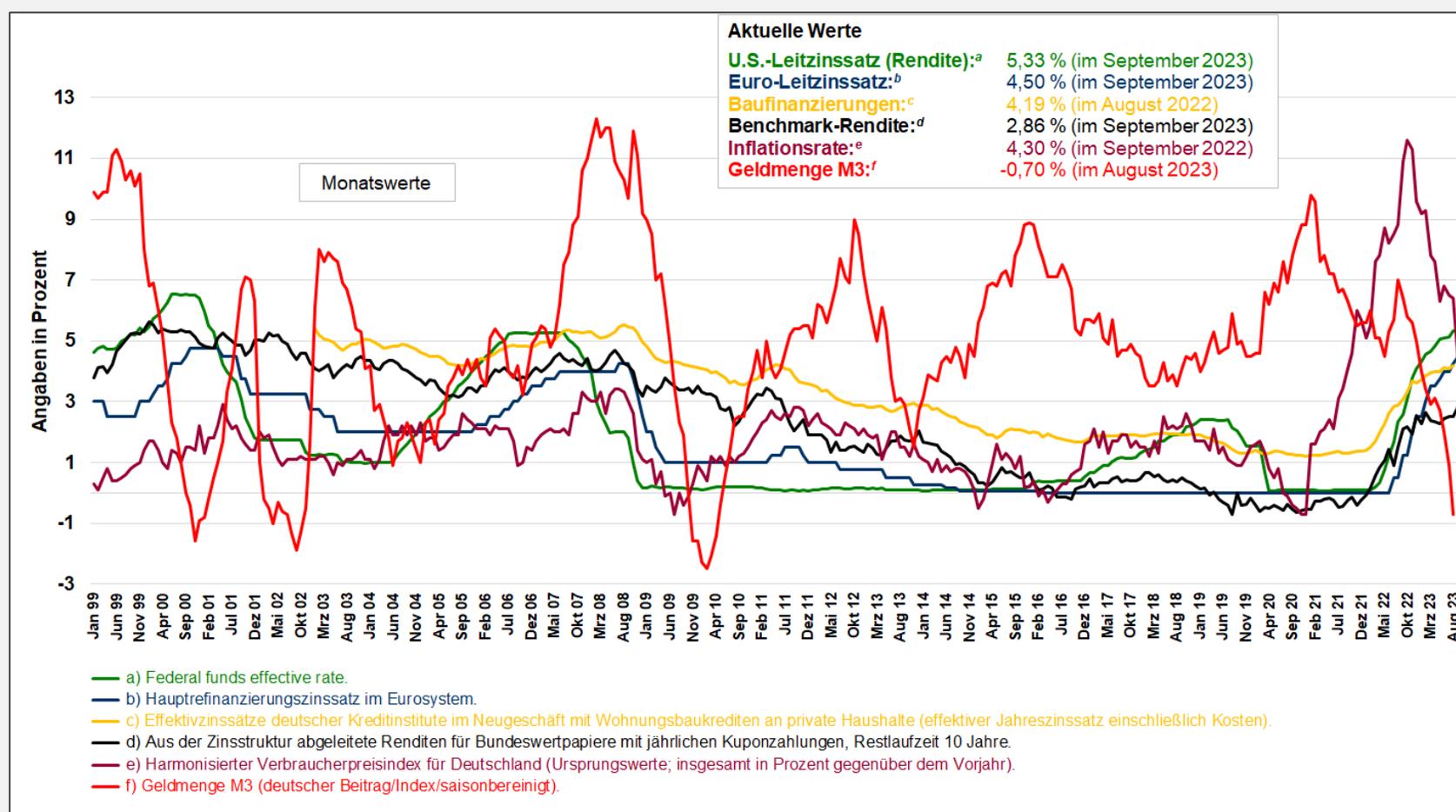
IWF-Vizechefin **Gita Gopinath** warnte bereits öffentlich die gefährliche Mischung an: „Rekordhohe Schuldenstände, steigende Zinsen und geringes Wachstum – das ist eine giftige Kombination.“ Madame Legarde erhob einen pädagogischen Zeigefinger.

■ Aus der Zinsstruktur abgeleitete Renditen für Bundeswertpapiere mit jährlichen Kuponzahlungen



Quelle: Knüfermann 2022, S. 17 (aktualisiert).

■ U.S.-/Euro-Leitzinssatz, Baufi-Zinssatz, Benchmark-Rendite, Inflationsrate und M3-Wachstum



Quelle: Knüfermann 2022, S. 17 (aktualisiert).

■ Inflationsrate und M3-Wachstum in Deutschland

Deutsches M1-Wachstum

2023, August:	-10,7%
2022, August:	6,6%
2021, August:	10,9%
2020, August:	10,4%
2019, August:	8,4%

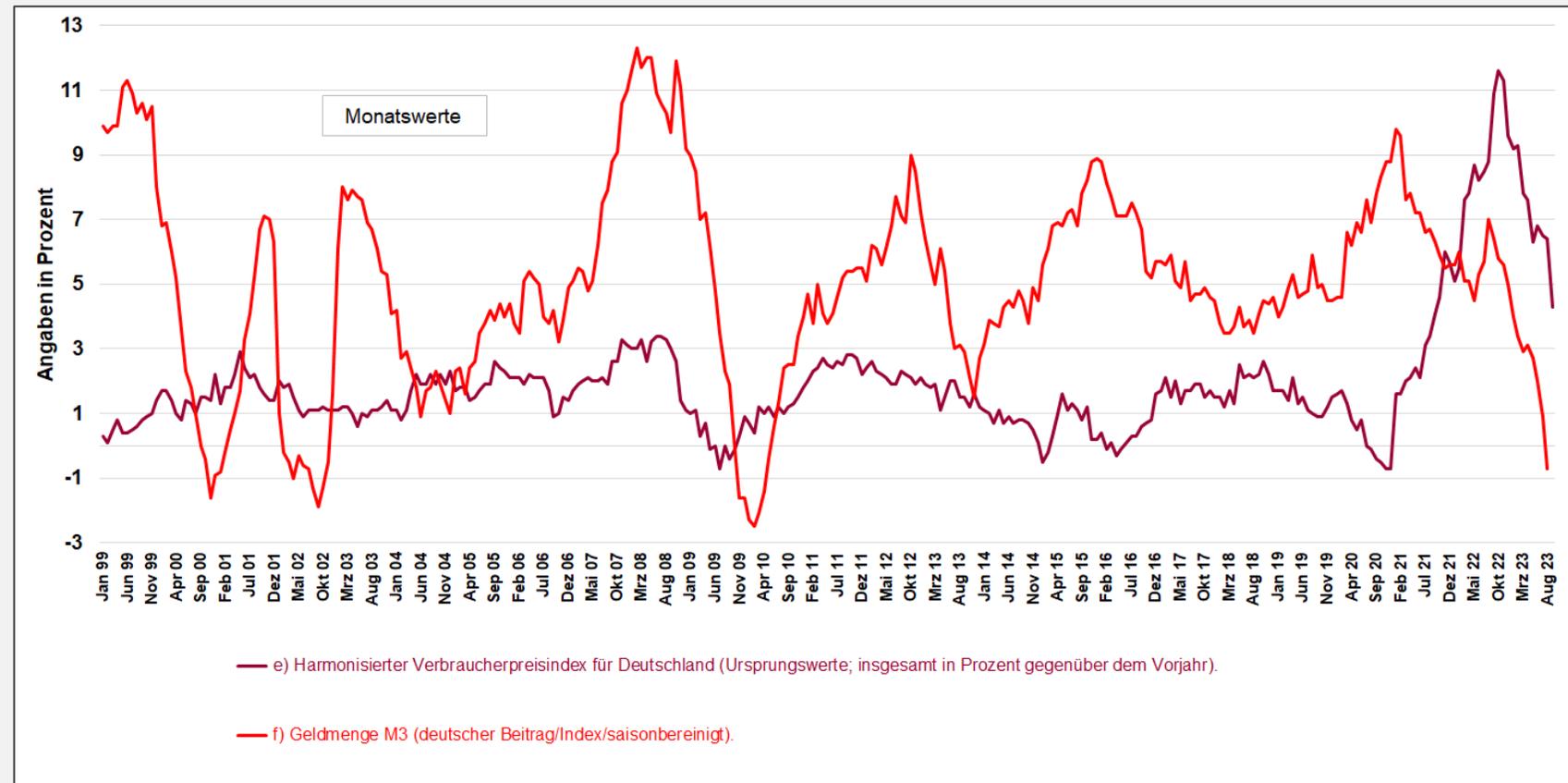
Quantitätsgleichung

$$M \times V = P \times Y \Rightarrow P = \frac{\bar{M} \times \bar{V}}{Y}$$

(mit: M = Geldmenge; V = Umlaufgeschwindigkeit; P = gesamtwirtschaftliches Preisniveau; Y = reales BIP).

Es gilt bei längerfristiger Betrachtung:

$$gm + g\bar{v} = gy + gp \Rightarrow gp = gm - gy \text{ mit: } g = \text{Wachstumsrate}.$$



Warum hat die Zinswende überrascht?

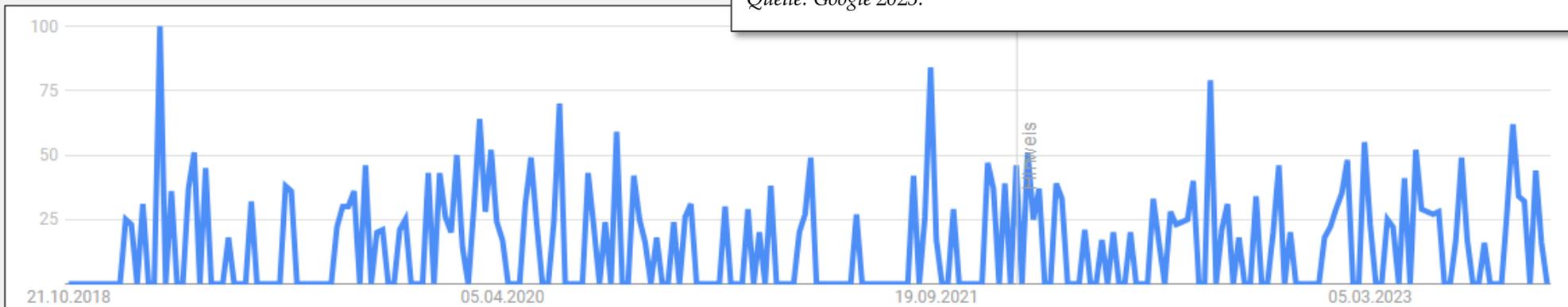
■ Google Trends - Deutschland

Interesse im zeitlichen Verlauf

Die Werte geben das Suchinteresse relativ zum höchsten Punkt im Diagramm für die ausgewählte Region im festgelegten Zeitraum an. Der Wert 100 steht für die höchste Beliebtheit dieses Suchbegriffs. Der Wert 50 bedeutet, dass der Begriff halb so beliebt ist und der Wert 0 bedeutet, dass für diesen Begriff nicht genügend Daten vorlagen.

Quelle: Google 2023.

Bedeutung des Begriffs „Zinskosten“



Bedeutung des Begriffs „Zinswende“

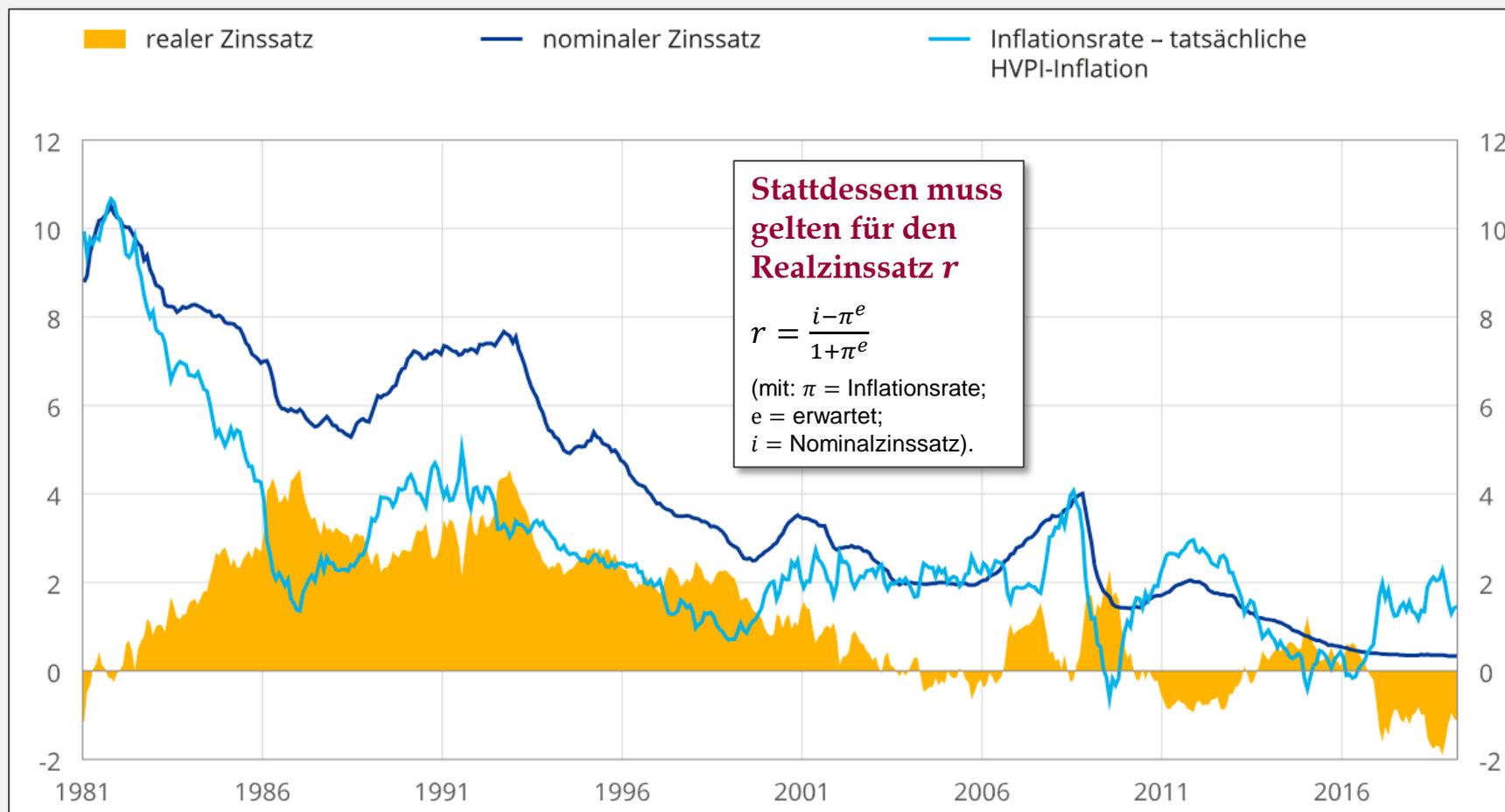


Quelle: Google 2023, URL: „<https://trends.google.com/trends/?geo=DE>“ (Abruf der Daten und Graphik-Downloads: am 16. Oktober 2023).



■ Falschaussagen und Falschberechnungen durch die Europäische Zentralbank (EZB) häufen sich!

Beispiel



Quelle: (1) Graphik: Europäische Zentralbank 2023; (2) Realzinssatz: Knüfermann 2022, S. 2.

■ Antworten liefert die Politik bzw. das Vertrauen in die Arbeitsteilung mit der Politik (I)

Beispiel



Das Leben in Deutschland ist teurer geworden, die Inflationsrate steigt. Laut EZB ist das bald vorbei - die Teuerung werde wohl nächstes Jahr zurückgehen, so Direktorin Schnabel.



„Prognosen gehen davon aus, dass im November der Höhepunkt der Inflation erreicht ist und diese dann wieder unter 2% fallen wird“, so Isabel Schnabel, Wirtschaftswissenschaftlerin.

5 min | 29.11.2021

■ Antworten liefert die Politik bzw. das Vertrauen in die Arbeitsteilung mit der Politik (II)

Wortlaut

Prof. Dr. Isabell Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, am 29. November 2021 im ZDF-Interview

„... wir gehen davon aus, dass im November der Höhepunkt der Inflationsentwicklung erreicht ist, und, dass die Inflation im kommenden Jahr wieder allmählich zurückgehen wird, und zwar in Richtung unseres Inflationsziels von 2 %. Und tatsächlich gehen die meisten Prognosen sogar davon aus, dass die Inflation unter diese 2 % fallen wird und insofern kann man eigentlich keine Hinweise darauf sehen, dass die Inflation außer Kontrolle gerät.“

Quelle: ZDF 2021, URL: „<https://www.zdf.de/nachrichten/zdf-morgenmagazin/inflation-engpaesse-halten-laenger-an-wirtschaft-isabel-schnabel-100.html>“ (Abruf der WWW-Seite am 18.08.2023).

Tatsächlich stieg die Inflationsrate bis Oktober 2022 auf 11,6 % an und sank bis August 2023 lediglich auf 6,4 %. Die Inflation lag also immer noch oberhalb des Wertes, den die EZB-Direktorin bereits als „Höhepunkt“ prognostizierte.

Prof. Dr. Isabell Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, am 26. September 2023 in der F.A.Z. (Nr. 224, S. 18)

- Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BiZ) kommt zu genau diesem Schluss. Demnach hätte man die Fehler in den Inflationsprognosen der vergangenen Jahre deutlich verringern können, wenn man das Geldmengenwachstum, das über das reale Wirtschaftswachstum hinaus ging, berücksichtigt hätte. Dieser Befund zeigt, dass die Geldmengenaggregate eine wichtige Informationsquelle für die Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität sein können.
- Dies deutet darauf hin, dass die Konsumenten bereit und in der Lage waren, signifikant höhere Preise zu bezahlen.
- Demnach könnte das starke Geldmengenwachstum erklären, warum die Haushalte weniger empfindlich auf Preisanstiege reagierten, was es den Unternehmen ermöglichte, ihre gestiegenen Kosten zu überwälzen.
- Angesichts dieser Befunde ist das Forschungsergebnis der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich weniger überraschend. Das Geldmengenwachstum war demnach ein vermutlich zu wenig beachteter Vorboten der wachsenden Risiken für die Preisstabilität.

■ Fehlgeleitete Geldpolitik

PREIS 3,30 €
G 02531

Handelsblatt

Bill Anderson wird neuer Bayer-Chef

Der Amerikaner löst vorzeitig Werner Baumann ab – schon im Juni 2023.

Der Bayer-Konzern tauscht schon zum 1. Juni 2023 den Vorstandsvorsitzenden aus. Neuer Chef wird der Amerikaner Bill Anderson, der zuletzt die Pharmasparte des Schweizer Roche-Konzerns geleitet hat, wie Bayer am Mittwoch mitteilte. Der amtierende Konzernchef Werner Baumann (60) wird Ende Mai in den Ruhestand gehen – ein Jahr früher als geplant.

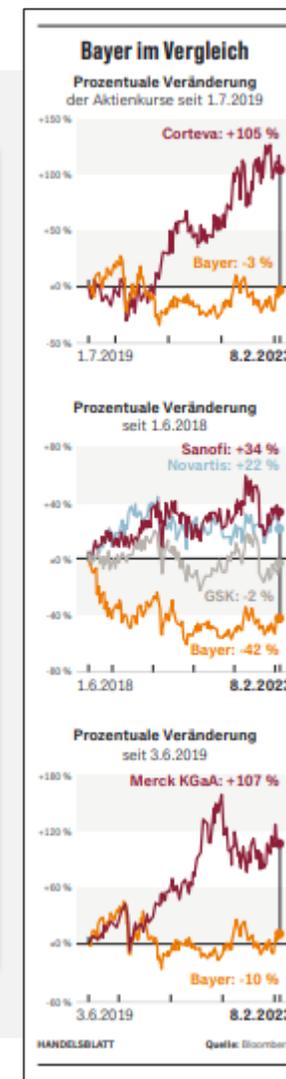
Der 56-jährige Anderson wird schon zum 1. April in den Vorstand ein-

treten. Seine Wahl durch den Aufsichtsrat erfolgte einstimmig. „Er ist der ideale Kandidat, um Bayer zusammen mit dem Team in ein neues, erfolgreiches Kapitel zu führen“, sagte Aufsichtsratschef Norbert Winkeljohann. Der Kurs der Bayer-Aktie stieg kurz vor Handelsschluss um rund sechs Prozent.

Baumann war unter anderem durch die Folgen der 63 Milliarden Dollar schweren Monsanto-Übernahme 2018 unter Druck geraten. Die Klagewelle

wegen des Unkrautvernichters Glyphosat kostete den Konzern Milliarden und belastete den Aktienkurs schwer. Auf der Hauptversammlung 2019 war Baumann von den Aktionären nicht entlastet worden.

Zahlreiche Investoren von Bayer hatten zuletzt eine zügige Ablösung Baumanns durch einen externen Kandidaten gefordert. Hedgefonds machen sich auch für eine Aufspaltung des Konzerns stark. bef



Quelle: Handelsblatt, 09. Februar 2023, Nr. 29, Titelseite.

Fiskalebene der EU

FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG

Wirtschaft

NR. 238 - SEITE 17
FREITAG, 13. OKTOBER 2023

Der Corona-Fonds wird immer teurer

Interne Papiere zeigen: Der 750-Milliarden-Wiederaufbaufonds der EU verursacht bis 2058 Zinskosten von 225 bis 230 Milliarden Euro.

Von Hendrik Kafack und Werner Mussler, Brüssel

Kosten des Europäischen Wiederaufbaufonds
Jährliche Kreditrückzahlungen und Zinszahlungen in Milliarden Euro (Projektion)¹⁾

1) Ausgangspunkt: Quelle: Brupp für die Europäische Parlament-Fraktion (F.A.Z.-Grafik-Werk)

Ursula von der Leyen, Präsidentin der EU-Kommission

Teure Lektion
Von Hendrik Kafack

Der große Sprung
Von Heike Göbel

Böse Zungen sagen seit Längem, dass der Corona-Fonds deshalb offiziell „Next Generation EU“ heißt, da die nächste Generation den Preis für das 750-Milliarden-Projekt zahlen muss. Die Kosten explodieren inzwischen sprichwörtlich. Allein an Zinsen fallen zwischen 2028 und 2058, wie neue interne Berechnungen aus Brüssel zeigen, rund 225 Milliarden Euro an. Das schränkt den Handlungsspielraum der nächsten Generationen extrem ein. Zugleich hat die aktuelle Generation der Staaten enorme Schwierigkeiten, das Geld aus dem Fonds überhaupt sinnvoll einzusetzen. Das wäre alles schon in Nullzinszeiten schlimmer genug gewesen. Im aktuellen Umfeld ist es geradezu absurd. Diejenigen, die den Corona-Aufbaufonds in der Krise als faktisch kostenloses Allheilmittel gepriesen haben, sollten es sich eine Lehre sein lassen. Geld ist eben nicht umsonst. Nullzinsphasen enden, manchmal abrupt. Und dennoch gibt es immer noch Crinis. Sozialdemokraten, EU-Staatschef, die nach dem nächsten Schuldenfonds rufen, fürs Klima, gegen China. Die nächste Generation wird es schon zahlen.

Pandemie, Ukrainekrieg und Energieschock haben den Staat in neuem Ausmaß als Krisenhelfer gefordert. Dennoch sollten die in nur einem Jahr auf 208 Milliarden Euro mehr als verdoppelten Finanzhilfen des Bundes weder von der Ampel noch von den Steuerzahlern abschreckend als alternativlos verbrannt werden. Der Sprung hat selbst die Kieler Subventionsexperten überrascht, die am Institut für Weltwirtschaft jährlich Bilanz ziehen. Und er geht mit Gewichtungsverlagerungen einher: Die Subventionsziele haben sich zur Energie- und Umweltpolitik verschoben, um den Klimaaufbau zu flankieren. Ein Großteil der Hilfen fließt aus schuldenfinanzierten Schattenhaushalten. Da die Regierung Bürgern und Wirtschaft noch viel mehr Geld zugesichert hat, stellt sich die Frage, wer die Mittel aufbringt, wie sich Abhängigkeiten und Missbrauch vermeiden lassen und ob der Staat nicht andere Instrumente hat. Die Kieler raten, die Subventionspolitik zu überdenken und die Transformation lieber durch weniger Bürokratie, bessere Infrastruktur und Freihandel zu fördern. Die Ampel sollte auf sie hören.

Noch vor zwei Monaten zeigte sich die EU-Kommission außerande, überhaupt eine Zahl anzugeben. Was der schuldenfinanzierte Corona-Wiederaufbaufonds über die zwischen 2028 und 2058 anfallende Rückzahlung der Kredite und die Zinskosten schwanken unter „künftigen unbestimmten Marktbedingungen“ mit den jeweiligen Zinssätzen (F.A.Z. vom 21. September). Die kurzfristigen Zinskosten für den 2020 in Zeiten von Nullzinsen beschlossenen Fonds hatte die Kommission zuvor deutlich unterschätzt (F.A.Z. vom 21. Juli).

Nachdem aus dem Europaparlament Kritik am intransparenzen Gebaren der Kommission laut geworden war, hat die EU-Stände dem Haushaltsausschuss des Parlaments intern nun doch eine detailliert Kalkulation vorgelegt. Zugleich haben Ökonomen des Brüsseler Thinktanks Bruegel im Auftrag des Ausschusses eine weitere Analyse mit ähnlichen Zahlen erstellt. Die beiden Papiere liegen der F.A.Z. vor. Die Autoren der Studien betonen jeweils abermals, die Kosten ließen sich vor allem wegen der schwankenden Zinsen nicht endgültig berechnen. Sie kosteten dementsprechend auch auf etwas unterschiedliche, aber durchaus ähnliche Zahlen. Diese sind aber deutlich höher als bisher abschätzbar. Demnach müsste die EU für Rückzahlung und Zinsen im Jahr 2028 insgesamt knapp 30 Milliarden Euro zahlen. Die Zinskosten allein kalkulieren die Ökonomen bis zum Ende der Rückzahlungsperiode im Jahr 2058 auf zwischen 225 und 230 Milliarden Euro.

Wie die EU für den Wiederaufbaufonds erstmalig Schulden aufnimmt, wird deren Rückzahlung sowie die Zinsen erstmals einen größeren Posten im EU-Budget ausmachen. Abstrakt war das zwar klar, als die EU mitten in der Pandemie den Fonds beschloss. Weil die Zinsen damals aber nahe null waren, wurde dieser Tatsache wenig Beachtung geschenkt. Über die Forderung der EU-Kommission nach zusätzlichen EU-Eigenmitteln wurde bisher nicht entschieden.

Die Grundidee des Aufbaufonds bestand darin, für Hilfspfänder an die Mitgliedstaaten schnell Schulden aufzunehmen und die Rückzahlung auf einen langen Zeitraum zu strecken. Die Kalkulation der Ökonomen betrifft jenen Teil des 750-Milliarden-Euro-Pakets, den die EU den Staaten als nicht rückzahlbare Zuschüsse gewährt. Er umfasst 390 Milliarden Euro. Seine Finanzierung muss die EU gewährleisten. Wie dies genau erfolgen soll, hat die EU bisher nicht festgelegt. Der zu tilgende Betrag wächst bis 2028 auf 406 Milliarden Euro, weil die EU bis dahin nur Schulden aufnimmt und nichts zurückzahlt.

In beiden Papieren ist davon die Rede, dass die EU die Rückzahlung der von ihr aufgenommenen Kredite zwischen 2028 und 2058 in gleichbleibenden Raten von 14 bis 15 Milliarden Euro schultern werde. Die Zinszahlungen sollen degressiv gestaltet werden, fallen aber dennoch deutlich höher aus, als in der Nullzinsphase erwartet worden war. Je nach „Stressszenario“, also je nach zugrunde gelegtem Zinsumfeld, erreichen die Zinsleistungen im ersten Rückzahlungsjahr 2028 knapp 15 Milliarden Euro. Das bedeutet, dass etwa im EU-Budget 2028 allein knapp 39 Milliarden Euro für die Finanzierung der Wiederaufbau-Schulden zu Buche schlagen werden. Zum Ende der Tilgungsperiode sollen die Zinsen gegen null gehen (siehe Grafik).

Der FDP-Europaausschusstein Moritz Körner war Kommissarskandidat Ursula von der Leyen vor, die Kosten des maßgeblich von ihr initiierten Wiederaufbaufonds bislang systematisch verschleierte zu haben. „Endlich lässt sie die Katze aus dem Sack: Die Kosten für den Fonds laufen aus dem Ruder.“ Die geringeren Zinslasten enge den Spielraum für Zukunftsinvestitionen ein.

Der Name des Fonds „Next Generation EU“ führe immer mehr in die Irre. „Die namensgebende nächste Generation wird für die Kosten der jetzigen Maßnahmen müssen“, sagte Körner. Der EU drohe eine langfristige Beschränkung ihrer finanzpolitischen Handlungsfähigkeit. Es drohen in den kommenden Jahrzehnten erhebliche Kürzungen bei den EU-Mitteln für Erasmus, Forschung oder Digitalisierung. „Von der Leyens Fehlschätzung wird die Steuerzahler für Jahrzehnte zusätzlich belasten.“

Der Grünenabgeordnete Rasmus Andresen wies darauf hin, dass die Zinskosten schon jetzt doppelt so hoch seien wie Ende 2020 bei den Verhandlungen zum laufenden EU-Finanzrahmen kalkuliert. Auch der Grünenpolitiker befürchtet, dass die Zinskosten ein „Riesenloch“ in den EU-Haushalt rissen und Kürzungen der anderen Programme verursachen.

Die Grünen fordern deshalb, die Zinskosten durch ein nicht nach oben gedackeltes „Sonderinstrument“ zu finanzieren. Andresen kritisierte, dass diese Lösung für die Mitgliedstaaten bisher nicht infrage komme. Bundeskanzler Olaf Scholz (SPD), der sich dafür auch nicht erwärmen kann, riskiere eine gelähmte Europäische Union, kritisierte der Grünenpolitiker. „Fakt ist, die Kosten müssen so oder so zurückgezahlt werden, aber nur ein Sonderinstrument kann verhindern, dass die anderen Programme in dem EU-Haushalt nicht darunter leiden.“

Quelle: F.A.Z. 2023; siehe Artikel.



■ Ein Philosoph, Dichter und Denker als Bundeswirtschaftsminister – Output nur heiße Luft?

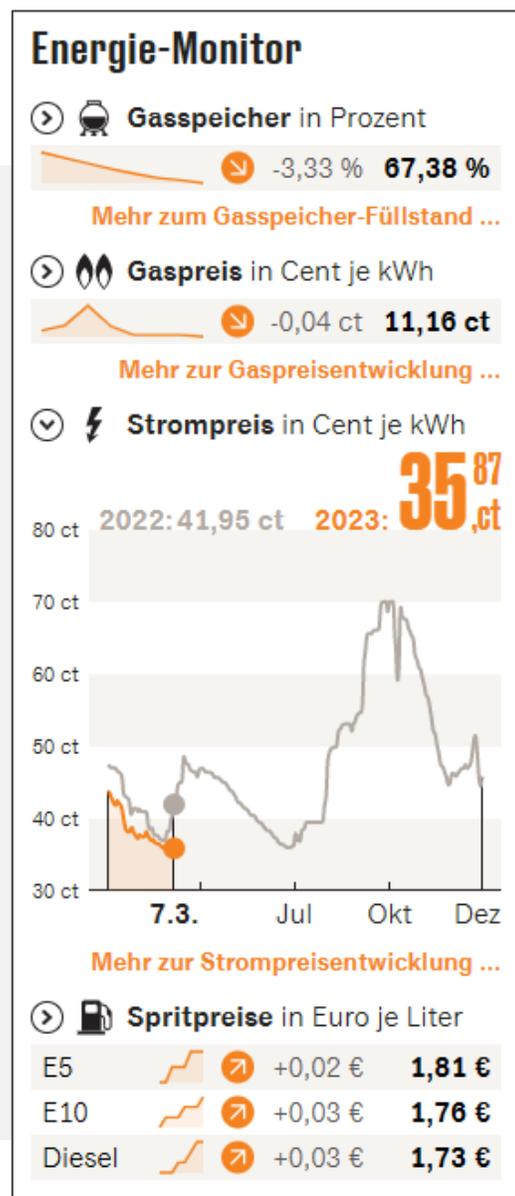


Quelle: (1) Zitat: Habeck 2023, S. 4; (2) Bild 1: Grüne 2016, URL: „<https://www.gruene-duesseldorf.de/unser-tag-mit-robert-habeck/>“ (Download am 16. Oktober 2023); (3) Bild 2: Financial Review 2022, URL: „<https://www.afr.com/life-and-luxury/arts-and-culture/collector-pays-16-2m-for-casting-of-rodin-s-iconic-the-thinker-20220705-p5azaj/>“ (Download am 16. Oktober 2023); (4) Bild 3: Cartoonstock 2023, URL: „https://images.cartoonstock.com/lowres_800/art-auguste_rodin-sculptor-sculpting-statues-farts-mkan229_low.jpg“ (Download am 16. Oktober 2023).

■ Notwendiger Beobachtungsfokus!

Wirkungen der Zinswende auf Banken, Sparkassen und sonstige Institutionelle

- Abschreibungen auf Wertpapiere wegen Kursänderungen;
- Steigende Eigenkapitalanforderungen;
- Rückführung von Darlehen;
- **Vorsicht bei Schuldscheindarlehen und Wertpapierfinanzierungen;**
- weniger Neugeschäfte mit Finanzierungen;
- Wachsende Zahl an Kreditausfällen;
- ...



ZINSWENDE

Volks- und Raiffeisenbanken müssen fast sechs Milliarden Euro auf Wertpapiere abschreiben

Kursverluste bei Aktien und Anleihen lasteten 2022 auf den Genossenschaftsbanken. Sie fürchten eine anhaltend hohe Inflation.

[Mehr...](#)

Von Elisabeth Atzler und Dennis Pesch

Vielen Dank für Ihre
Aufmerksamkeit!

Aktuelle Literatur

