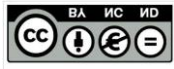


# Die Krise verstehen

Mag. Anton Saga



Das Corona-Virus bedroht also nicht nur die Weltbevölkerung, sondern führt über die getroffenen Schutzmaßnahmen auch zu tiefen Einbrüchen in der Wirtschaft und an den Börsen. Nun haben wir sie also, die von der ECOFIN lange erwartete nächste Ausprägung der Krise. Seit Jahren verkünde ich, dass das Geldsystem angeschlagen sei und dass die Ursachen der Finanzkrise (Lehmann) und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise weiterhin existent sind (Wettbewerbsunterschiede der Euro-Staaten, keine Abwertungsmöglichkeit der eigenen Währung, übermäßige Verschuldung des Staates, wenig robustes Bankensystem etc.).

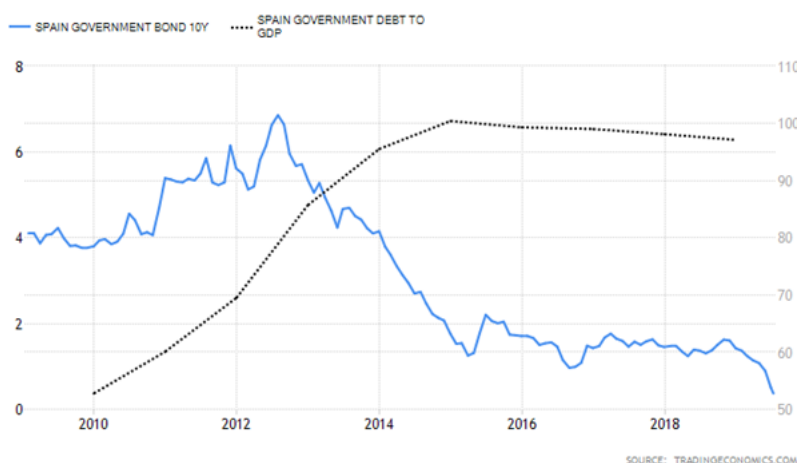
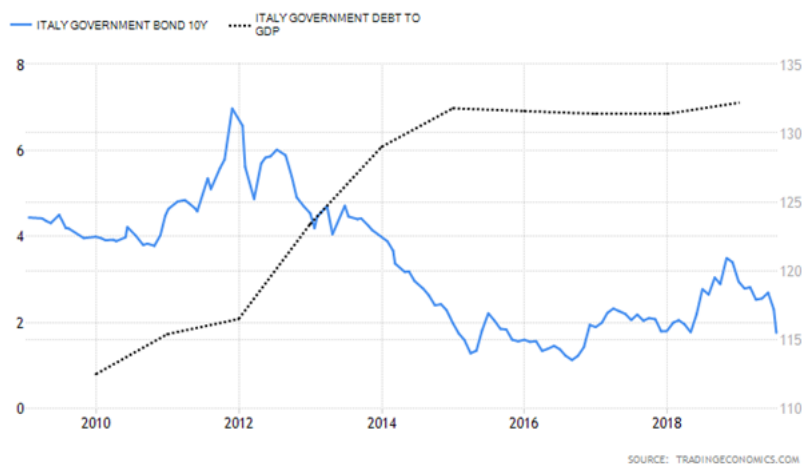
## Manifestationen der latent existierenden Krise

Aber die Gründe für die aktuelle Krise liegen doch nicht in der Ökonomie, könnte man nun behaupten. Es ist doch ein sogenannter exogener Schock, für den niemand etwas kann (!) und der uns nun trifft. Das ist richtig, doch aus der Vergangenheit wissen wir bereits, dass solche exogenen Schocks tiefe Wunden schlagen können. Denken Sie nur an 9/11 zurück, als zwei Jumbos in die Türme des World Trade Centers in New York einschlugen. Auch damals legten die Börsen einen veritablen Crash hin. 9/11 war nur der Zünder, aber es muss offenbar immer ausreichend Sprengstoff vorhanden sein für solche Katastrophen. Mit Sprengstoff meine ich ökonomische Übertreibungen und Verzerrungen, die einer Korrektur bedürfen. Seinerzeit war es die sog. Dotcom-Blase, die mit dem Crash platzte. Die Auswirkungen auf die Konjunktur blieben damals noch begrenzt. 2008 war dann ausreichend Sprengstoff in den Bilanzen aller Banken mit Weltrang gegeben – der Zusammenbruch der Subprime-Kredite (an US-Einfamilienhausbesitzer) zündete die Finanzkrise. Diese schlug zunächst eine tiefe Wunde in die Finanzwirtschaft, und weltweite Verluste von geschätzten 3.000 Mrd. US-\$ trafen die gutgläubigen Banken, die weltweit in komplexe Finanzkonstrukte (CDOs für Collateral Debt Obligations) investierten. Die komplexe Struktur dieser Produkte hatten wohl die wenigsten verstanden, aber das AAA der Ratingagenturen überstrahlte alle Bedenken. Während die Amerikaner zumindest eine namhafte Bank (Lehman Brothers) pleite gehen ließen, war man in anderen Teilen der Welt bemüht, die sog. systemrelevanten Finanzinstitute allesamt zu retten. Das geschah mit riesigen Eigenkapitalspritzen des Staates.

Doch die Finanzkrise des Bankensystems zog über den Umweg der Kreditklemme eine schwere Rezession nach sich. Für Kreditvergaben brauchen Banken Eigenkapital, doch das wurde damals durch Subprime-Verluste weitgehend vernichtet. Hinzu kam ein Investitionsstopp vieler Unternehmen. Die Staaten schafften es, die Rezession mit gewaltigen Konjunkturpaketen zu beseitigen (Rezession = zumindest zwei aufeinanderfolgende Quartale mit schrumpfender Wirtschaft). Der Preis dafür war ein sprunghafter Anstieg der Staatsverschuldungen, der in Europa vor allem die Finanzgebarung der „schwächeren“ Staaten des Südens, aber auch den Interbank-Geldmarkt ins Wanken brachte. US-Hedgefonds spekulierten gegen den Euro und gegen Einzelstaaten (Griechenland, Italien, Spanien), sodass Mario Draghi als Chef der EZB die Geldkeule auspackte und das europäische Bankensystem innerhalb einer Woche mit mehr als 1.000 Milliarden Euro flutete. Das war 2011 und Insider sprechen von der „Dicken Berta“ der Finanzgeschichte, denn der Begriff bezeichnete ursprünglich ein riesiges Eisenbahngeschütz im ersten Weltkrieg.

Das Erbe dieser Rettungsaktionen ist ein bis heute angeschlagene Geldsystem. Die Notenbanken waren durch die Finanzkrise in eine völlig neue Rolle geschlittert: sie wurden zum Dauerfinanzier der Bankensysteme und zu übermächtigen Rettern der Staaten, denen der finanzielle Zusammenbruch drohte, weil sie außerstande waren, Zinsen von bis zu 26% (Griechenland) zu verkraften. Das war die Geburtsstunde der Nullzinspolitik, welche die ökonomische Funktion des Zinses außer Kraft setzte.

Dass die Zinsen die Inflation abdecken und darüber hinaus eine Risikovergütung beinhalten, war plötzlich Geschichte. Ökonomisch gesehen ist das eine milliardenschwere Umverteilung von den Sparern hin zu den Kreditnehmern. Man spricht auch von einer Fehlallokation des Geldes, da nun plötzlich tausende Unternehmen und Projekte am Leben erhalten wurden, die in einer normalen Zinslandschaft nicht rentabel genug waren, um finanziert zu werden. Durch die Nullzinspolitik sollte in erster Linie Zeit gewonnen werden, damit die in Bedrängnis geratenen Staaten ihre Haushalte wieder in Ordnung bringen konnten. Das ist jedoch nicht gelungen, und die folgende Grafik zeigt, dass die übermäßige Verschuldung betroffener Staaten nicht abgebaut werden konnte. Nur wenige Länder wie etwa Deutschland und Österreich konnten die Staatsverschuldung merklich reduzieren.



Quelle: [imgur.com](http://imgur.com)

Die punktierten Linien zeigen die Staatsverschuldung von Italien und Spanien in Prozent des BIP (GDP für Gross Domestic Product), und allein diese beiden Länder machen rund ein Viertel der Wirtschaftsleistung der Eurostaaten aus. Die EZB wurde in den letzten Jahren von namhaften Ökonomen massiv kritisiert, weil sie den Ausstieg aus der Nullzinspolitik trotz guter Konjunktur nicht in Angriff genommen hat. Im Gegenteil – die EZB kauft monatlich noch immer viele Milliarden Euro an Staatsanleihen aus dem Markt und hat schon fast ein Drittel aller Staatsanleihen der Euroländer im Bauch. Die Finanzierung von Staaten durch die „geldschöpfende“ Notenbank gilt als ökonomische Todsünde, und der Winkelzug, nicht direkt Geld an Staaten zu vergeben (was verboten ist), sondern deren Anleihen im Markt zu kaufen, führt zum selben Tatbestand. Die aktuelle Krise trifft also auf ein geschwächtes, verzerrtes Geldsystem. Denn wenn sich Staaten wie Österreich Geld ausborgen können und keinen Euro an Zinsen bezahlen, ja nicht einmal den vollen Kreditbetrag zurückzahlen müssen, dann stimmt etwas nicht. Es ist also genügend Korrekturpotenzial gegeben.

Nach diesem Ausflug in die jüngere Finanzgeschichte können wir die Lage und die Aussichten für die Zukunft viel besser einschätzen. Also: der Auslöser ist diesmal wieder ein exogener Faktor - Corona.

Und der Sprengstoff, also der ökonomische Korrekturbedarf, ist gewaltig. Als Analyst hatte wir in den 80er Jahren noch gelernt: die Notenbanken können den Markt eine bestimmte Zeit beeinflussen (manipulieren!), doch langfristig lassen sich die ökonomischen Grundpfeiler nicht verschieben, irgendwann ist der Markt stärker!

Mit Corona kommt ökonomisch gesehen eine neue Manifestation der latent schon bestehenden Krise auf uns zu. Und wieder haben wir einen Crash an den Börsen, und wieder schlittern wir in eine Rezession, über deren Ausmaß uns die Wirtschaftsforscher lieber noch keinen reinen Wein einschenken. Aber das Medikament „Zinssenkung“ zur Ankurbelung der Wirtschaft ist verbraucht! Es wird also gewaltige Mengen des Medikaments „Neuverschuldung“ brauchen, um die kommende Rezession aufzufangen. Erneut werden überall Rettungspakete gewaltigen Ausmaßes geschnürt. Einige Patienten, nämlich die schwachen Staaten, haben aber noch starkes Fieber, wie die Kurven der Staatsverschuldung eindrucksvoll zeigen. Werden sie mühelos und unbegrenzt auch in Zukunft weitere Schulden aufnehmen können? Wird die EZB weiterhin unbegrenzt neu geschaffenes Geld (früher sprach man von der Druckerpresse, heute läuft das alles über ein paar Buchungssätze in den digitalen Rechenwerken) in die Bankensysteme und Staaten pumpen? Letztere Frage ist wohl mit ja zu beantworten, aber es drängt sich eine neue Frage auf: wird die EZB die drohende ökonomische Korrektur unbegrenzt aufhalten können? Wie lange noch wirkt ihre Medizin?

### **Banken erneut im Fegefeuer**

Werden die Bankensysteme der schwachen Länder das alles unbeschadet überstehen? Der Bankensektor steht erneut im Fokus, denn er ist die Schaltstelle, bei der alles zusammenläuft. Rettet der Staat die Unternehmen nicht, dann steigen die Kreditausfälle durch Pleiten rasant an und gefährden die Banken selbst. Diese drohen in der Folge als Käufer der Staatsanleihen auszufallen, womit in weiterer Folge der Staatskollaps droht. Nochmals Italien: Die Großbanken dort haben nicht weniger als 11% des BIP an faulen Krediten in den Bilanzen, wie die Grafik unten zeigt.

## Wo die faulen Kredite schlummern

Bestand der ... an notleidenden Krediten Ende 2017

■ in Milliarden Euro    ■ in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

	... Großbanken		... kleineren Banken	
Zypern	7,5	39,2	9,7	50,7
Griechenland	52,0	29,2	54,3	30,6
Italien	188,9	11,0	7,0	0,4
Spanien	99,5	8,5	12,3	1,1
Portugal	13,3	6,9	13,9	7,2
Niederlande	40,2	5,5	0,0	0,0
Malta	0,5	4,1	0,0	0,4
Frankreich	85,3	3,7	52,5	2,3
Österreich	12,0	3,2	4,6	1,3
Irland	8,3	2,8	21,5	7,3
Belgien	7,9	1,8	5,6	1,3
Deutschland	48,1	1,5	7,2	0,2
Slowakei	1,2	1,4	0,8	1,0
Slowenien	0,5	1,2	1,5	3,4
Finnland	1,0	0,5	1,3	0,6
Lettland	0,1	0,3	0,0	0,1
<b>Eurozone</b>	<b>566,2</b>	<b>5,1</b>	<b>192,4</b>	<b>1,7</b>

Notleidende Kredite: können vom Kreditnehmer aufgrund von finanziellen Schwierigkeiten vermutlich nicht vollständig zurückgezahlt werden oder die Ratenzahlung ist seit mehr als 90 Tagen in Verzug; Großbanken: insgesamt 76 systemrelevante Banken, die der europäischen Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism) direkt unterstehen

Quellen: Bloomberg, Europäische Zentralbank, Fitch, Moody's, Geschäftsberichte der Banken, Institut der deutschen Wirtschaft  
© 2018 IW Medien / iwd

iwd

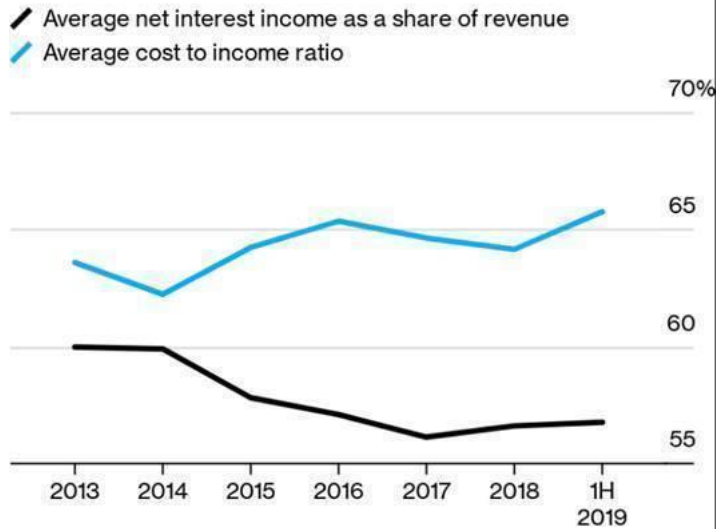
Ich hege massive Zweifel an den stets beruhigenden Ergebnissen der diversen Stresstests, die die europäische Bankenaufsicht regelmäßig veröffentlicht. Diesen Tests werden immer irgendwelche Szenarios zugrunde gelegt. Nun haben wir aber kein Szenario, sondern den Ernstfall. Kann der durch Corona besonders gebeutelte italienische Staat die „Abermilliarden Euro“ stemmen, die von der Wirtschaft benötigt werden, um den Zusammenbruch der Volkswirtschaft zu verhindern? Welche Notmaßnahmen wird man international ergreifen, um das zu schaffen? Wird das italienische Bankensystem die drohende Welle weiterer Kreditausfälle verdauen oder ist es schon jetzt klinisch tot? Und noch eine Kernfrage: wird das alles isoliert auf Italien wirken oder wird es in unserer vernetzten Welt zum europäischen Problem? Ich meine, dass es schon lange ein europäisches Problem ist, wie das Gezerre um das Budget zwischen der Regierung Italiens und der EU bewiesen hat. Die Frage ist nur: ist das Problem lösbar? Ja vielleicht! **Aber selbst wenn: in welchem Zustand hinterlässt die Rettung der aktuellen Krise unser Geldsystem und die Geldwirtschaft?**

Gleich ganz Europa mit einem Untergangsszenario für Italien in einen Topf zu werfen, ist nicht legitim, mag ein kritischer Leser nun einwenden. Gut, nehmen wir an, das Italien-Problem wird irgendwie gelöst. Aber sind denn die europäischen Banken insgesamt stabil, also ausreichend ertragreich, um langfristig Wind und Wetter trotzen zu können? Betrachten wir die Einkommensquellen einer typischen Geschäftsbank. Früher konnten die Banken an den Sparkunden prächtig verdienen, denn sie konnten die hereingenommenen Mittel deutlich ertragreicher wieder anlegen. Verwendete sie nämlich Spar- und sonstige Einlagen mit einer bestimmten Fristigkeit zur Vergabe von Krediten mit derselben Fristigkeit, konnte sie bereits eine schöne Marge verdienen. Heute vergeben Banken Fixzins-Kredite an Private in der Region ab 1%! Andererseits konnten früher kurzfristig hereingenommene Mittel langfristig zu viel besseren Konditionen veranlagt werden, etwa in Staatsanleihen. Doch wo bleibt die Marge der Banken, wenn 10jährige Anleihen guter Schuldner wie Österreich oder Deutschland negative Renditen bringen? Kauft die Bank also solche Instrumente

(Anleihe = verbrieftes Kredit), dann zahlt sie de facto dazu, anstatt etwas zu verdienen. Was bleibt, ist also der Versuch, etwa über das Depotgeschäft Provisionen zu verdienen oder – und das ist wohl die Hauptstoßrichtung – das Kreditgeschäft zu forcieren und mehr Volumen hereinzunehmen.

### Weakened Position

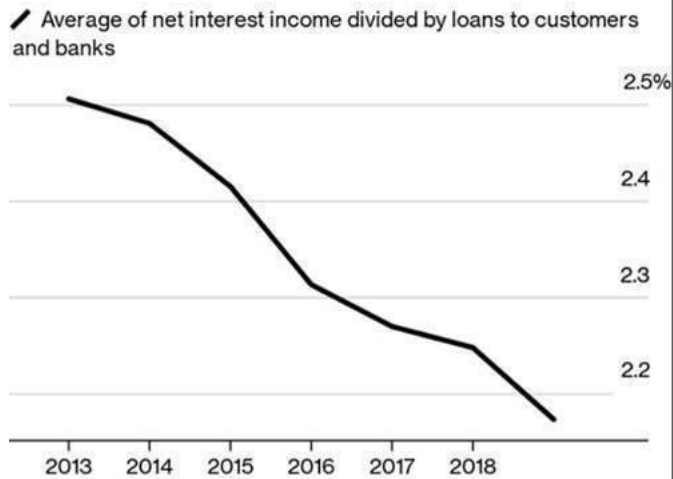
European banks face high costs while rates erode a key earnings pillar



Source: Filings of 15 of the largest euro-area banks **Bloomberg**

### Margin Pressure

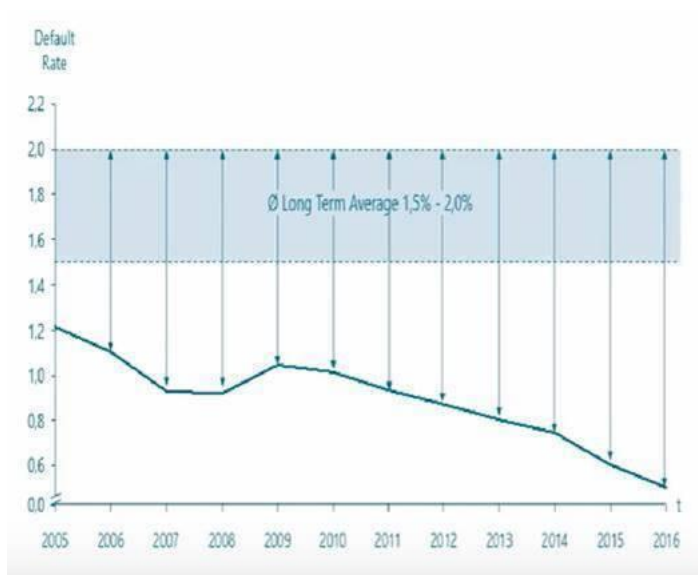
Lending revenue can't keep pace with credit growth at European banks



Source: Filings of 19 of the largest euro-area banks  
 Note: Data excludes other sources of interest income **Bloomberg**

Doch auch die Kosten der Banken in diesem Geschäft steigen enorm, und zwar aufgrund der immer höher geschraubten regulatorischen Anforderungen und Berichtspflichten an Aufsichtsbehörden. Die sog. Cost-Income-Ratio (blaue Linie links) hat eine steigende Tendenz und das bedeutet, dass das Kreditgeschäft der Banken immer weniger profitabel wird (sog. inverse Beziehung). Die Grafik rechts zeigt den enormen Rückgang der Zinsmargen im Zeitablauf. Zugegeben, die Eigenkapitalquoten der Banken sind heute um einiges höher als zu Zeiten der Finanzkrise vor 12 Jahren. Doch die Banken haben deutlich an Profitabilität eingebüßt.

Eine mögliche Welle an Wertberichtigungen im Zuge der heranrollenden Krise könnte die Eigenmittel der Banken jedoch drastisch reduzieren. Immerhin handelt es sich um eine Krise, die unsere Generation in dieser Dimension noch nicht erlebt hat – bis auf die systemerhaltenden Unternehmen ist alles geschlossen oder läuft auf Sparflamme. Die Regierungen haben die Wahl: entweder sie retten die Masse der Unternehmen, und danach sieht es angesichts der Ankündigungen im Moment aus. Dann bleiben die Auswirkungen auf die Kreditinstitute vielleicht in einem erträglichen Rahmen. Gehen in den nächsten Monaten jedoch viele Unternehmen in Konkurs, dann dürften die Wertberichtigungen (Abschreibungen, Verluste) explodieren und die Eigenmittel der Banken dementsprechend vermindern. Hier schlummert möglicherweise noch eine tickende Zeitbombe. Die Vielzahl der oben erwähnten Unternehmen mit geringer Liquidität wäre in einem normalen Zinsumfeld nicht lebensfähig. Sie wären erst gar nicht gegründet worden oder wären im Laufe der Zeit in Konkurs gegangen. Sehen wir uns etwa die Entwicklung der Konkurse in Deutschland an. Betrachten Sie bitte nur die abfallende Linie, denn sie bedeutet, dass der Prozentsatz der Unternehmen, die jährlich in Konkurs gehen, seit Anbeginn der Nullzinspolitik gegen Null abfällt. Eine ultimative Korrektur, die auch die Funktion des Zinses (Inflations- und Risikoabgeltung) wiederherstellt, würde für viele Firmen das Aus bedeuten und eine gewaltige Last für die Banken darstellen.



Quelle: Mario Krall – warum der Euro scheitern wird

### Schlüsse und Fragen

Dass die Banken den Liquiditätstod sterben, ist also nicht anzunehmen, die EZB wird das System wohl mit Geld fluten. Doch Verluste vermindern das Eigenkapital, und hier werden die Staaten (und nicht die EZB) als Retter für bankrotte Banken auftreten müssen. Starke Länder wie Österreich oder Deutschland werden das wohl schaffen, aber was ist mit den ohnehin schon schwachen Staaten? Vermutlich wird sich abermals die Spreu von Weizen trennen und ein Bruch innerhalb des Euro-Systems ist wohl nicht ausgeschlossen. Wird die Geldschöpfungsmacht der EZB ausreichen, die Staaten mit Geld zu versorgen? Bleibt das Vertrauen der Europäer in den Euro unumstößlich? Könnten riesigen Rettungspakete die Inflation in unkontrollierbare Höhen treiben (die USA planen bereits, Helikoptergeld abzuwerfen, d.h. den Haushalten einlösbare Schecks gratis auszustellen)?

Fragen über Fragen, die wohl nur ex post zu beantworten sind. Aber in Verbindung mit den aufgezeigten Schwächen unseres Systems ist der Schluss wohl zwingend, dass wir uns erneut in einer Phase mit deutlich erhöhtem Risiko befinden. Bei einem sehr ernsten ökonomischen Verlauf der Krise sind wohl auch Währungsmaßnahmen (Teilentzignungen) als Rettungspuffer für in Schieflage geratene Staaten oder für die Staatengemeinschaft nicht auszuschließen. Hohe Cash-Bestände auf Bankkonten könnten also mittelfristig gefährdet sein.

Nur Eigentum zählt in Zeiten wie diesen. Diese Strategie verfolgt die ECOFIN mit ihren Kunden seit Ende 2007. Aktien sind Eigentum. Die Frage, wie man sich angesichts der gefallen Kurse nun positioniert, werde ich im nächsten Beitrag kommentieren.

Mit besten Grüßen  
Anton Sgaga