



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 8/12/2017

Weder die Finanz- noch die Eurokrise ist vorüber

von NORBERT F. TOFALL

- Die Schulden des nichtfinanziellen Sektors in den 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländern sind heute höher als vor Beginn der Finanzkrise 2007/2008.
- Zudem erzeugen die Null- und Negativzinspolitik und die Anleihekaufprogramme der EZB die Erosion des Bankensystems in der Eurozone.
- Sowohl die Bestrebungen, in Italien eine „Neue Lira“ als Parallelwährung einzuführen, als auch die Forderungen des französischen Präsidenten Macron und von EU-Kommissionspräsident Juncker belegen, daß die Eurokrise noch lange nicht vorüber ist.

Die Finanzkrise ist noch nicht vorüber. Und die Eurokrise ist noch längst nicht vorüber. Obwohl ansehnliche konjunkturelle Daten den gegenteiligen Anschein erwecken wollen, ist durch die vielfältigen staatlichen Rettungsmaßnahmen bis heute weder die Finanzkrise noch die Eurokrise bereinigt worden. Im Gegenteil, eine Bereinigung wurde durch die staatliche Rettungspolitik verschleppt. Unser Finanz- und Währungssystem ist dadurch nicht stabiler geworden, sondern fragiler:

Die Schulden von Staaten, Unternehmen (ohne Finanzsektor) und privaten Haushalten in den 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländern sind heute höher als vor Beginn der Finanzkrise 2007/2008 und steigen sogar stärker und schneller als das Bruttoinlandsprodukt. Mit 135 Billionen Dollar oder 235 Prozent der jährlichen

Wirtschaftsleistung ist die Verschuldung in den G20-Volkswirtschaften so hoch wie noch nie.¹

Zudem strebt im Euroraum die Überschuldungskrise von Staaten und Banken auf einen neuen Höhepunkt zu. Die Null- und Negativzinspolitik und andere unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik von Mario Draghi, mit der vor allem überschuldete Euroländer über Wasser gehalten

¹ Siehe INTERNATIONAL MONETARY FUND: *Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?*, S. 32 – 37 und auf S. 32: "Leverage in the nonfinancial sector has increased since 2006 in many G20 economies and easy financing conditions. While this has helped facilitate the recovery in aggregate demand, it has also made the nonfinancial sector more sensitive to changes in interest rates. Private sector debt service burdens have increased in several major economies as leverage has risen, despite declining borrowing costs. Debt servicing pressure could mount further if leverage continues to grow and could lead to greater credit risk in the financial system."



werden sollen,² dürfte in absehbarer Zeit eine Banken- und Finanzkrise herbeiführen, „gegen die die US-Hypothekenkrise und die Lehmann-Pleite eine leicht aus den Fugen geratene Pfadfinderparty gewesen sein wird. Es wäre wahrlich passend, wenn künftige Generationen von Wirtschaftshistorikern den resultierenden Kollaps „Draghi-Crash“ taufen...“³ Denn durch die Null- und Negativzinspolitik sowie die Anleihekaufprogramme der EZB wird die Risikotragfähigkeit der Banken unterminiert.⁴

Niedrige Zinsen hübschen zunächst Bilanzen und Erträge der Banken auf. Aktiva können höher bewertet werden, so daß sich weiterer Spielraum zur Verschuldung ergibt. Außerdem sinken die Zinsausgaben, so daß zunächst die Erträge steigen. Gleichzeitig sinken jedoch die Ertragsaussichten, wenn höher verzinsliche Aktiva durch solche mit niedrigeren Zinsen ersetzt werden. Und die Anfälligkeit für Eigenkapitalverluste steigt, wenn Aktiva in der Zukunft wegen wieder steigender Zinsen niedriger bewertet werden müssen. Besonders betroffen davon sind die Kreditbanken.

70 bis 80 Prozent des kommerziellen Kreditbankgeschäftsmodells bestehen aus den sogenannten drei Zinsmargen *Passivmarge*, *Transformationsmarge* und *Kreditmarge*, der Rest aus Gebühren und Courtagen. Die *Passivmarge* ist die Differenz zwischen dem Tagesgeldzins und dem Einlagezins. Die *Transformationsmarge* ist die Differenz, welche durch die langfristige Ausleihung von kurzfristig geliehenen Geldern erzielt wird. Und die *Kreditmarge* ist der Aufschlag

auf den risikolosen Zinssatz im Kreditgeschäft. Durch ihn wird eine Bank für die Verwaltungskosten der Kreditvergabe, die Risikokosten für erwartete Kreditausfälle und die Kosten des Eigenkapitals kompensiert, welches zur Risikotragung eines Kredits notwendig ist, um sich gegen Schwankungen bei den Kreditverlusten abzusichern.⁵

Die Null- und Negativzinspolitik führt nun dazu, daß sowohl die *Passivmarge* als auch die *Transformationsmarge* mehr und mehr abschmelzen. Die *Passivmarge* schmilzt, wenn die Geldmarktzinsen auf oder unter die Einlagezinsen fallen, und die *Transformationsmarge* schwindet dahin, wenn die Zinskurve flach wird. Die Banken versuchen, diesen Wegfall durch den Ausbau des Kreditgeschäfts zu kompensieren, was aufgrund des künstlich erhöhten Wettbewerbsdrucks jedoch die erzielbaren Kreditmargen drückt. Auch eine Erhöhung der Gebühreneinlagen ist nur begrenzt möglich.⁶ Die Null- und Negativzinspolitik und die Anleihekaufprogramme der EZB erzeugen deshalb durch eine von ihr erzwungene marktwidrige Zinsstrukturkurve die Erosion der Hauptertragssäulen eines funktionierenden Banksystems.⁷

Aus diesem Grund prognostizierte ein Teilnehmer des Expertensymposiums des Flossbach von Storch Research Institute im November 2017 in Königstein, daß ab Mitte 2020 die Hälfte der Banken im Euroraum nicht mehr in der Lage sein dürfte, operativ tätig werden zu können. Im Bankensystem der Eurozone würden 2.000 Mrd. Euro an Eigenkapital fehlen, die sich bei Entladung der Krise schnell auf 5.000 bis 7.000 Mrd. Euro steigern könnten. Ob diese Prognose zeitlich und vor allem in der Höhe der geschätzten Kapitallücken eintreten wird, ist natürlich so-

² Siehe auch NORBERT F. TOFALL: *Der EuGH, die EZB und Italien*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des Flossbach von Storch Research Institute vom 18.8.2017, online unter: www.fvs-ri.com

³ Dr. MARKUS KRALL: *Der Draghi-Crash. Warum uns die entfesselte Geldpolitik in die finanzielle Katastrophe führt*, 3. Auflage, München (FinanzBuch Verlag) 2017, S. 135.

⁴ Siehe ebenda S. 138 f.

⁵ Vgl. ebenda S. 140 – 142.

⁶ Vgl. ebenda S. 142.

⁷ Vgl. ebenda S. 146.



wohl nach unten als auch nach oben offen. Nichtsdestotrotz beleuchtet diese Experteneinschätzung vor dem Hintergrund der Erosion der Ertragsquellen der Banken, daß unser Banken- und Finanzsystem durch die Rettungspolitik der EZB nicht stabiler, sondern fragiler geworden ist. Und sie gibt einen Hinweis, im welchen Bereich sich die bislang nicht bereinigte Finanzkrise mit lange aufgetauter Gewalt entladen könnte.

Auf die Bankenstresstests der EZB, die uns ein weitaus positiveres Bild zeichnen, sollte man indes nicht vertrauen. Beispielsweise hatten den Stresstest 2014/2015 alle vier griechischen Banken bestanden, obwohl sie allein aufgrund der öffentlich bekannten Zahlen überschuldet waren und nach den Regeln der Buchführung hätten in Konkurs gehen müssen.⁸

Und auch die italienische Bankenlandschaft erscheint angesichts der umfangreichen diesjährigen staatlichen Bankenrettungsaktionen kein Hort der Stabilität zu sein, sondern vielmehr eine Sollbruchstelle für die weitere Mitgliedschaft Italiens in der Eurozone.⁹ Nicht ohne Grund meldete sich im März 2017 der ehemalige italienische Ministerpräsident Silvio Berlusconi mit der Forderung auf der politischen Bühne zurück, Italien müsse eine „Neue Lira“ als Parallelwährung zum Euro einführen. Denn von der erfolgreichen Einführung einer Parallelwährung verspricht man sich neue fiskalische Spielräume, Spielräume, die nicht zuletzt aufgrund der desolaten italienischen Bankenlandschaft, aber nicht nur deshalb, benötigt werden.

Berlusconi bezeichnet seine währungspolitische Forderung als die „partielle Wiedereroberung der geldpolitischen Souveränität“. Gemeint ist damit die Wiedergewinnung der nationalen Möglichkeit zur monetären Staatsfinanzierung. Obwohl diese Aufgabe zur Zeit die EZB unter Mario Draghi mit ihren Anleihekaufprogrammen und der Null- und Negativzinspolitik übernimmt, dürfte der Wunsch nach partieller Wiedereroberung der geldpolitischen Souveränität Italiens aus der Angst resultieren, daß an den Finanzmärkten die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen innerhalb kürzester Zeit in die Höhe schießen könnten, falls die von der EZB unter Mario Draghi verbreitete Gewißheit verlorengelut, daß die EZB weiterhin und unbegrenzt durch monetäre Staatsfinanzierung für die Schulden der Euroländer und damit für die Schulden des italienischen Staates eintreten wird. Angesichts einer Staatsverschuldung von 132,6 Prozent des BIP könnte Italien schnell vor dem Problem stehen, auslaufende Staatsanleihen im Markt nur noch zu sehr hohen Zinsen refinanzieren zu können. Das heißt, das überschuldete Italien könnte in die Situation geraten, seine Schuldenlast nicht mehr tragen zu können und in die Staatsinsolvenz zu fallen.¹⁰

Aber nicht nur die ökonomische und politische Lage Italiens belegt, daß die Eurokrise noch nicht überwunden wurde. Sowohl die Vorschläge des französischen Staatspräsidenten Macron nach neuen Finanztöpfen für die EU als auch der in dieser Woche veröffentlichte Fahrplan von EU-Kommissionspräsident Juncker zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion in der EU belegen, daß die Eurokrise noch längst nicht vorüber ist. Vielmehr handelt es sich um Versuche, durch neue Zentralisierungs- und Pla-

⁸ Vgl. ebenda S. 127.

⁹ Siehe THOMAS MAYER: *Eurobruchstelle Italien*, Makroanalyse des Flossbach von Storch Research Institute vom 13.7.2016, online abrufbar unter: http://www.fvs-ri.com/analysen/analysen-details.html#analysis_74

¹⁰ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Kommt in Italien eine „Neue Lira“ als Parallelwährung? Strategische Drohkulisse oder realistischer Weg?*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des Flossbach von Storch Research Institute vom 10.11.2017, online abrufbar unter: www.fvs-ri.com



nungsmaßnahmen dezentrale ökonomische Bereinigungsprozesse zu verhindern, um den derzeitigen Status-quo panikartig aufrechtzuerhalten.

Aber weder die französischen noch die italienischen Probleme können auf der europäischen Ebene gelöst werden. Auf der europäischen Ebene kann allenfalls für eine gewisse Zeit Druck abgelassen werden, um die Bereinigung der Probleme auf nationaler Ebene weiter verschleppen zu können. Auch dadurch wird unser Finanz-, Wirtschafts- und Währungssystems nicht stabiler, sondern fragiler.

Denn durch die künstliche Unterdrückung von Volatilität, ökonomischen Anpassungen und schöpferischen Zerstörungen wird Stabilität zur Zeitbombe. Die sichtbaren Anzeichen für Risiken werden ausgeschaltet, nicht jedoch die Risiken als solche vermindert. Unter der Oberfläche akkumulieren sich die stillen Risiken immer weiter: „Die erklärte Absicht politischer Führer und Wirtschaftspolitiker besteht zwar darin, durch Unterdrückung von Schwankungen das System zu stabilisieren, aber erreicht wird tendenziell

das Gegenteil. Künstlich beschränkte Systeme werden immer anfälliger für Schwarze Schwäne.“ Es kommt dann irgendwann zu massiven Zusammenbrüchen. Und für die meisten Fälle gilt, daß der Endzustand schlimmer ist als der volatile Ausgangszustand.¹¹

Wenn es Emmanuel Macron und Angela Merkel sowie Jean-Claude Juncker und Mario Draghi ernsthaft um die Stabilisierung unseres Finanz-, Wirtschafts- und Währungssystems ginge, die nur durch eine Bereinigung sowohl der Finanzkrise als auch der Eurokrise zu erreichen ist, dann müßten sie sich lediglich für den ursprünglichen Euro mit der Wirkungsweise eines Gold-Standards einsetzen, notfalls Euroaustritte ermöglichen und auf den Finanzmärkten entsprechende Risikoaufschläge auf Staatsanleihen zulassen. Da sie dieses aber nicht wollen, wird die Finanz- und Eurokrise vorerst weiter voranschreiten.

Die Finanzkrise ist deshalb noch nicht vorüber. Und die Eurokrise ist deshalb noch längst nicht vorüber.

¹¹ Vgl. zum ganzen Absatz NASSIM NICOLAS TALEB: *Antifragilität. Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen*, aus dem Englischen von Susanne Held, 3. Auflage, München (btb) 2014, S. 156 – 157.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Norbert F. Tofall *Redaktionsschluss* 8. Dezember 2017