



Der neue IKB-Podcast! IKB am Freitagmorgen

Jetzt abonnieren unter ikb-blog.de/podcast

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Aktuell fördert das sich eintrübende konjunkturelle Umfeld wieder einmal Prophezeiungen einer bevorstehenden Krise, die durch die Wahrnehmung einer ineffektiven und an ihre Grenzen stoßenden Notenbank noch verstärkt werden. Sind diese negativen Einschätzungen berechtigt?

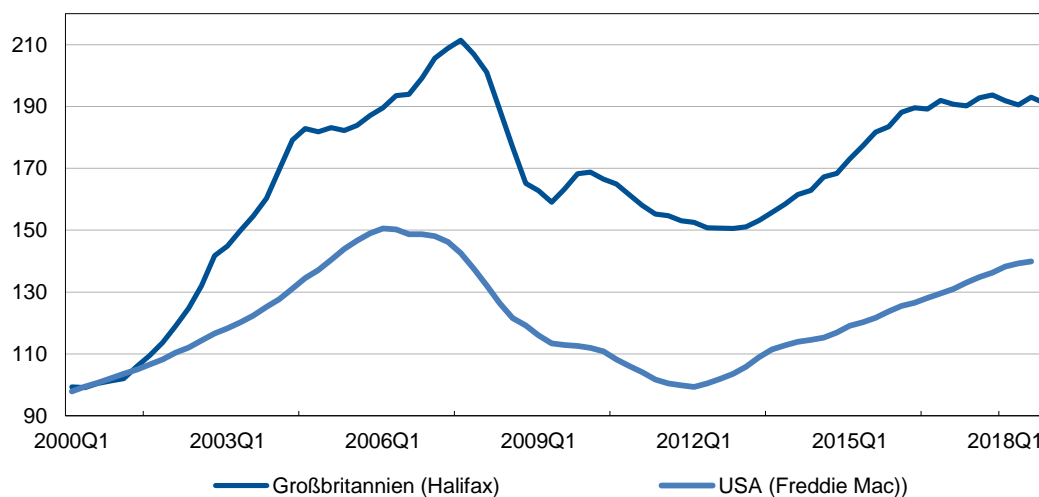
Voraussetzung für eine Krise

Gemäß einem der renommiertesten Kenner von Finanzkrisen – Charles Kindleberger – sind für das Eintreten einer Krise mehrere Elemente notwendig, die bei allen historischen Krisen zu beobachten waren:

- Innovationen, die einen Kreditvergabeboom auslösen
- spekulatives Verhalten auf den Finanzmärkten: überzogene Erwartungen und Fehleinschätzung des Risikos
- eine Phase der Ernüchterung, oftmals durch einen konjunkturellen Einbruch, die zur Panik auf den Finanzmärkten führt

Diese Panik verursacht einen drastischen Preisverfall von Vermögen bzw. Schulden – die Blase platzt, die Wirtschaft bricht ein, und Ausfallraten steigen. Dies wiederum führt zu einer Schlüsselentwicklung: ein Vertrauenseinbruch innerhalb eines hoch gehebelten Bankensystems. Die Folge ist eine Liquiditäts- und Bankenkrise und damit ein weitreichender realwirtschaftlicher Einbruch mit Deflation und Rezession. Die Lösung ist seit Jahrhunderten ebenfalls bekannt und liegt in der Hand der Notenbanken, die Liquidität sicherstellen und verhindern, dass das Misstrauen unter Banken die Realwirtschaft lahmlegt.

Abb. 1: Reale Häuserpreise; 2000 = 100



Quellen: Freddie Mac; Bloomberg; IKB-Berechnungen

Eine Wirtschaftskrise geht immer mit einer Banken- oder Finanzkrise einher. Entscheidend bei diesem Prozess sind somit nicht nur die vorausgehende Eskalation der Kreditvergabe und Fehleinschätzungen des Risikos, sondern insbesondere die darauf folgende Liquiditätskrise im Bankensektor. Sie wird vor allem durch Intransparenz, aber auch durch extreme Fristentransformation sowie hohe Hebelung des Eigenkapitals verschärft. Die Intransparenz wird durch schwer bewertbare Vermögenswerte geschürt – sogenannten toxischen Assets – sowie durch Misstrauen der Banken untereinander, wer von diesen Assets in welchem Maße betroffen ist. Diese Intransparenz mag bis hin zu einem öffentlichen Vertrauenseinbruch und damit einem „Bank Run“ führen. Das entscheidende Element dieser Dynamik ist Vertrauen. Ist es gestört, kommt es zu einer Liquiditätskrise im Bankensektor und damit zu einem Liquiditätsentzug in der Realwirtschaft. In der letzten Finanzkrise führte die Kombination aus einer durch einen boomenden US-Häusermarkt resultierenden Fehleinschätzung des Risikos von sub-

prime-Krediten mit komplexen mehrfach gehebelten Verbriefungsstrukturen und eines durch Derivate aufgeblasenes Vermögens zu einem massiven systematischen Risiko, das zu einem weitreichenden Misstrauen im weltweiten Bankensystem führte. Die realen Immobilienpreise haben zwar aktuell fast das Niveau von 2005 erreicht, aber ihre systematische Bedeutung ist deutlich geringer.

Notenbanken – Retter oder Verursacher von Krisen?

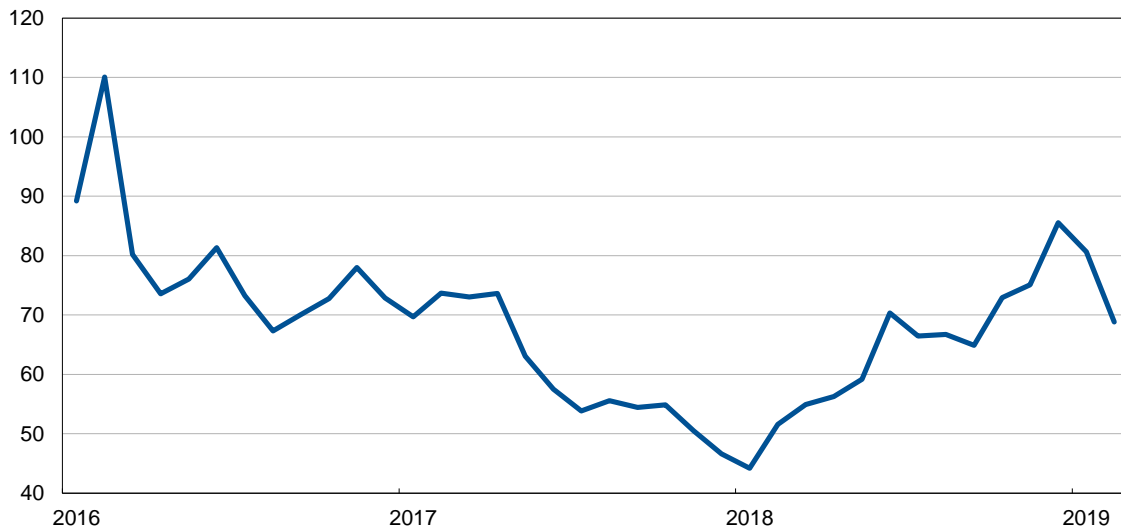
Notenbanken wurden in erster Linie geschaffen, um in Krisenzeiten Geld zu drucken. Dabei ging es weniger darum, langfristig Preisstabilität zu sichern. Für Preisstabilität wäre ein Festhalten der Notenbanken am Goldstandard der effektivere Ansatz. Doch Gold kann sich in Krisenzeiten nicht drastisch vermehren. Hierfür bedarf es Papiergeld ohne Golddeckung. Kritiker bemängeln, dass Notenbanken dazu neigen, ihre Befugnisse stark auszuweiten und durch „billiges“ Geld das Fundament für die nächste Krise zu legen. Doch die Erfahrung zeigt, diese Befürchtung ist weitgehend unbegründet. Vielmehr hat sich bewährt, dass Notenbanken in Krisenzeiten eher über- als untertreiben. Sollte sich überschüssige Liquidität negativ in Form von Inflation, Finanzblasen oder Überinvestitionen niederschlagen, kann eine restriktive Geldpolitik gegensteuern. Doch aktuell eskaliert in der Euro-Zone weder die Inflation, noch kommt es zu einer exzessiven Geldmengenausweitung oder einem durch billiges Geld induzierten Investitionsboom. Im Gegenteil, relativ hohe Schuldenquoten sorgen bestenfalls für moderates Wachstum und benötigen anhaltend niedrige Zinsen, – vor allem wenn diese einen nur eingeschränkten Einfluss auf die Realwirtschaft aufweisen.

Eine Krise entsteht in erster Linie aufgrund von Liquiditätsproblemen. Dies zeigte sich bei der Lehman-Pleite ebenso wie bei jüngsten Problemen in der Türkei. Während die Fed in Krisenzeiten die Zinsen senkt, um Geld billiger zu machen, musste die türkische Notenbank wegen einer hohen Fremdwährungsverschuldung des Bankensektors die Zinsen anheben, um US-\$-Liquidität anzuziehen. Damit birgt eine hohe Fremdverschuldung ein gewisses Krisenpotenzial, vor allem wenn sich die inländischen Rahmenbedingungen und die internationale Risikoeinschätzung zu einem Land ändern. Das musste auch Russland 1998 erfahren.

Doch Notenbanken – und insbesondere die Fed – können auch Auslöser von Krisen sein. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn sich die Notenbank zu einer drastischen geldpolitischen Wende gezwungen sieht, wie die Fed Anfang der 80er Jahre, als sie die südamerikanische Schuldenkrise auslöste. Eine weitere Gefahr ergibt, wenn Notenbanken die Konsequenzen ihrer geldpolitischen Entscheidungen falsch einschätzen. Dies war sicherlich der Fall, als die Fed die Insolvenz von Lehman zuließ aber auch bei der eher späten und trägen Reaktion der EZB angesichts der sich aufbauenden Finanzkrise.

Eine aktive Notenbank mit hoher Sensibilität für Krisen ist sicherlich eine gute Voraussetzung, nicht nur um Krisen zu vermeiden, sondern um solche bereits im Ansatz zu erkennen und früh genug gegenzusteuern. Aktuell verfolgen Fed und EZB eine eher reaktive Geldpolitik. Zinsen werden nur dann angehoben, wenn die Realwirtschaft den Raum hierfür schafft; es geht nicht darum, möglichen Inflationssorgen aktiv gegenzusteuern. Die Geldpolitik tendiert also zu einer eher expansiven bzw. unterstützenden Ausrichtung: Erst wenn davon auszugehen ist, dass sich der Konjunkturausblick dadurch nicht nennenswert ändert, ist einer Zinsanhebung zu rechnen. Allerdings basieren Zinsprognosen oftmals auf Modellen, die einen neutralen Zinssatz referenzieren. Entscheidend ist jedoch nicht das Zinsniveau, sondern sind die Implikationen, die sich aus einer Veränderung der aktuellen Zinsen ergeben. Alle bedeutenden Notenbanken verfolgen somit eine Geldpolitik, die weniger auf einen neutralen Zinssatz abzielt, sondern vielmehr Krisen verhindert.

Abb. 2: ITRAXX 5 Jahre; in bp



Quelle: Bloomberg

Aktuelles Krisenrisiko überschaubar

Allen Krisen geht eine Phase der überschüssigen Liquidität und Fehleinschätzung von Risiken voraus. Wie sieht es aktuell aus? Verzerrt die Notenbank die Preise nicht durch Anleiheaufkäufe? Wie hoch ist das aktuelle Risiko einer Krise?

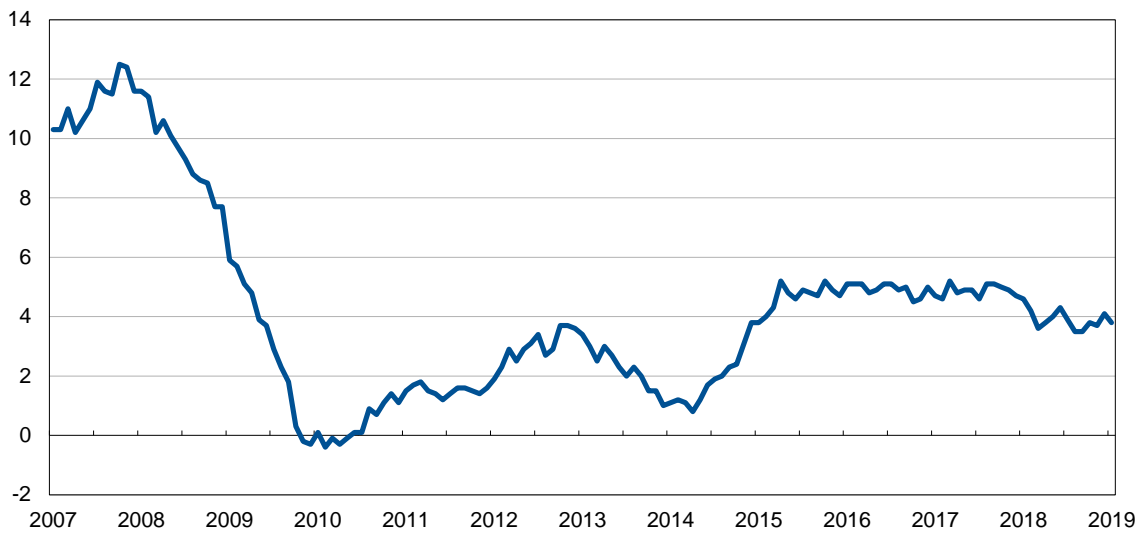
Die Literatur ist sich einig, dass regulatorische Maßnahmen seit der Finanzkrise die Robustheit des Bankensystems verbessert hat. Banken haben ihre Eigenmittelquoten erhöht, es wurden Abwicklungsmechanismen geschaffen, Liquiditätskennziffern definiert und Stress-Tests in den USA und der Euro-Zone haben die Transparenz im Bankensektor erhöht. Die Gefahr, dass eine Bank in der Größenordnung von Lehman erneut insolvent wird und die Finanzwelt aufgrund einer Vertrauenskrise mitreißt, ist weniger wahrscheinlich geworden. Auch gibt es kein intransparentes toxisches Vermögen, das zudem noch in Scheinfirmen bilanziert ist. Die hohen Bestände der italienischen Banken an notleidenden Krediten sind bekannt. Das Krisenrisiko im Bankensystem scheint somit überschaubar – und es bedarf weiterhin nur gradueller Veränderungen der Zinshöhe, um eine Schieflage im Zinsertrag zu verhindern. Ein konjunktureller Abschwung würde zwar Risikovorsorge und Abschreibungen erhöhen, doch dies wäre nicht tragischer als in vorherigen Konjunkturzyklen – wenn auch mit höheren Eigenkapitalquoten.

Entscheidend ist nicht nur die Zins-, sondern vor allem die Liquiditätspolitik der EZB. Hierzu zählt die ausreichende Liquiditätsbereitstellung für alle Banken, sodass diese nicht auf den Interbankenmarkt und damit auf das Vertrauen anderer Banken angewiesen sind. Die EZB sichert jeder einzelnen Bank volle Liquiditätsbereitstellung zu und verfolgt nicht mehr den früheren Ansatz nur den Liquiditätsengpass im Interbankenmarkt abzudecken. Außerdem stellt die EZB diese Liquidität für einen ausgeweiteten Zeitraum zur Verfügung und nicht mehr nur kurzfristig. Aktuell wird darüber spekuliert, wann die EZB neue langfristige Liquiditätsbereitstellungen ankündigen wird. Auch die Fed musste die Bedeutung von Liquidität und Vertrauen in der letzten Finanzkrise erneut lernen: Erst als die Lehman-Insolvenz jegliches Vertrauen der Banken untereinander zerstört hatte, war die Notenbank bereit, allen Banken kurzfristig eine Liquiditätslinie zu gewährleisten. Wäre dies bereits vorher der Fall gewesen, hätte eine Insolvenz von Lehman womöglich vermieden werden können. Eine anhaltende Überliquidität im europäischen Bankensystem erhöht allerdings den Druck den negativen Einlagenzinssatz auf zumindest 0 % anzuheben, um strukturelle Ertragseinbußen der Banken zu reduzieren.

Eine deutliche konjunkturelle Abkühlung sollte im aktuellen Umfeld ein deutlich geringeres systematisches Risiko mit sich bringen als in der letzten Finanzkrise. Dies liegt daran, dass es aktuell keine intransparenten, hochkomplexen „toxischen Assets“ gibt, die sich durch eine deutliche Neubewertung zu einem systematischen Risiko und zu einer Bilanzkrise von Banken entwickeln können. Zudem hat die EZB das Risiko deutlich entschärft. So herrscht aktuell ein hohes Maß an Transparenz, und selbst die Probleme in Italien sind aufgrund der Zins-, Bilanz- und Liquiditätspolitik der EZB überschaubar.

Die steigende Schuldenquoten in Kombination mit einer sich abschwächenden Konjunktur werden als Gefahr gesehen, da die Bewertungen dieser Schulden infolge steigender Insolvenzen und zunehmender Risikoaversion unter Druck kommen und Marktpreise deutlich reagieren könnten. Doch die Entwicklung des Itraxx und der Renditen auf Staatsanleihen zeigen, die Märkte bleiben relativ stabil – nicht zuletzt aufgrund der Notenbankpolitik. Kritisch könnte sich hingegen das systematische Risiko einer globalen Rezession entwickeln. Zunehmender Protektionismus und ein daraus folgender Rückgang des globalen Offenheits- bzw. Vernetzungsgrads hätten einen bedeutenden negativen Einfluss auf die globale Wirtschaft und könnten infolge einer höheren Risikoaversion die Schuldentragfähigkeit vieler Länder in Frage stellen. Doch solch eine Entwicklung bleibt selbst angesichts der Handelspolitik von Trump oder bei einem unkoordinierten Brexit überschaubar. Die aktuelle konjunkturelle Eintrübung ist weniger das Resultat globaler Risiken, sie ist vielmehr ein Zeichen einer typischen konjunkturellen Verschnaufpause. Hinzu kommt, die EZB hat zwar viel Liquidität erzeugt, aber das Geldmengenwachstum ist weiterhin eher überschaubar. Von einem Kreditboom bzw. einer -blase aufgrund falscher Risikoeinschätzung und von billigem Geld ist nicht auszugehen. Grundsätzlich besteht eher das Problem, dass die Geldpolitik aktuell die Kreditvergabe wie auch die Realwirtschaft nicht ausreichend beeinflussen bzw. stärken kann. (siehe IKB).

Abb. 3: Geldmengenwachstum M3 in der Euro-Zone; in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg

Fazit: Die aktuelle Konjunkturertrübung und hohe Schuldenquoten schüren die Sorgen vor einer bevorstehenden Krise und sorgen für Verunsicherung bei Investoren. Finanzkrisen resultieren jedoch weniger aus hohen Schulden, sondern sind das Ergebnis einer Kombination von Entwicklungen. Hierzu gehören eine überschüssige Kreditvergabe, Blasenbildungen auf den Märkten und vor allem Liquiditätsentzug, der zu einem Ausfall bzw. Preisverfall von Vermögenswerten und zu einer Vertrauens- und Bankenkrise führt. Auch eine eher träge Notenbankpolitik kann zu einer Eskalation führen.

Doch aktuell gibt es weder eine Liquiditätskrise, noch ist die Notenbank im Euro-Raum zu passiv. Vielmehr unterliegen die Banken mittlerweile anspruchsvollen regulatorischen Anforderungen und es existieren auch keine „toxischen“ Vermögensbestände mehr. Eine schwache Konjunkturentwicklung kann sicherlich die Schuldentragfähigkeit von Staaten und des Privatsektors neu in Frage stellen. Aber das führt nicht zwangsläufig zu einem höheren Krisenpotenzial, sondern dürfte vielmehr noch lange Zeit für niedrige Zinsen sorgen.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

4. April 2019

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz