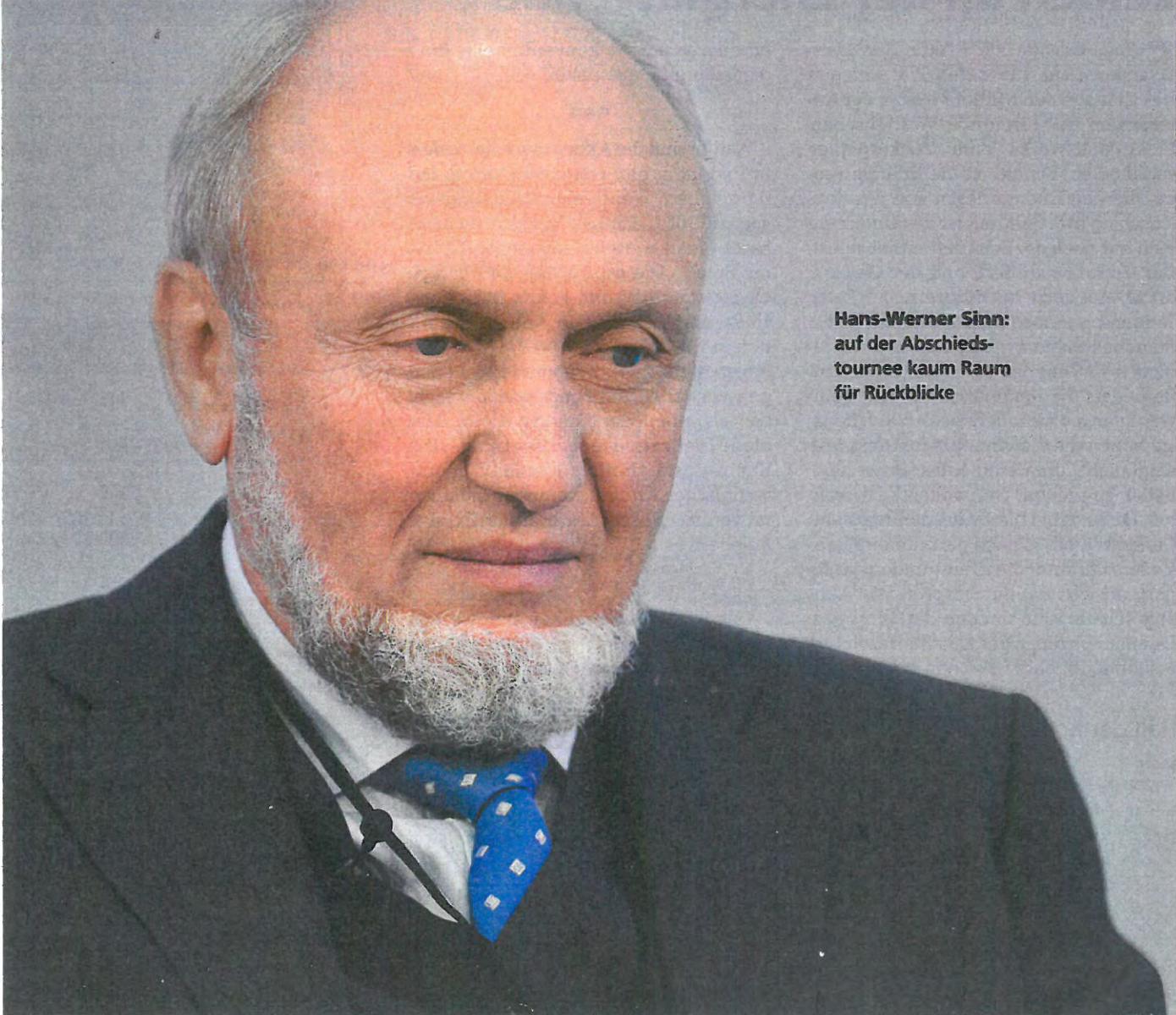


Krisen

WOHIN SOLL DAS NOCH FÜHREN?

EU in der Sinnkrise, kein Ausweg aus der EZB-Geldschwemme, kein echter Plan in der Flüchtlingskrise parat. Wie urteilt Deutschlands bekanntester Ökonom?

A close-up portrait of Hans-Werner Sinn, an elderly man with a full white beard and mustache. He is wearing a dark suit jacket, a white shirt, and a blue tie with a white diamond pattern. He is looking slightly to the right of the camera with a serious expression.

Hans-Werner Sinn:
auf der Abschieds-
tournee kaum Raum
für Rückblicke

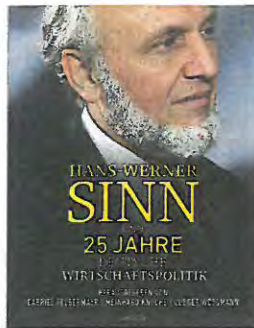
Europa. Ein einziger Flickenteppich. Zusammengeschustert. Hauptsache, es sieht erst mal nett aus. Wie lange es hält, ist nebensächlich. Übertriebene Schwarzmalerei? Mitnichten. Die Europäische Union? In einer schweren Sinnkrise, wie der Gipfel in der vergangenen Woche zeigte. Statt endlich echte Lösungen für die schwere Flüchtlingskatastrophe zu finden, die zu viele Menschen das Leben kostet, umgarnten Europas Machthaber lieber die zickigen Briten. Schacherten um einen Verbleib Großbritanniens in der Europäischen Union. Der Inselstaat kokettiert mal wieder mit einem Austritt, wenn er nicht noch mehr Extrawürste bekommt.

Die Jahrhundert-Krisen. Dabei gäbe es weiß Gott Wichtiges zu besprechen. Auch, aber nicht nur die Flüchtlingskrise. Die Baustellen in Europa sind vielfältig und äußerst unübersichtlich. Vor allem sind es sehr ernsthafte Probleme, die enormen Einfluss auf das Leben aller Bürger hat. Der Euro-Rettungswahnsinn der Europäischen Zentralbank etwa. Oder das leidige Thema mit den Staatsschulden. Und dann wären da auch noch die wieder aufflammenden Brandherde im Bankensektor (s. S. 28), neue Versuche, das Bargeld abzuschaffen (s. S. 34), und das immer akuter werdende Risiko von Negativzinsen. Vieles davon wurde irgendwann mal irgendwie angegangen. Heraus kam aber nur Flickschusterei. Und droht an allen Ecken wieder aufzureißen. Auf die Frage, ob die Flüchtlingskrise und die Euro-Rettung der EZB Jahrhundertkrisen sind, antwortete Hans-Werner Sinn jüngst in einem Zeitungsinterview prägnant: „Ja.“

Der bekannteste deutsche Ökonom bekommt dieser Tage viele Fragen gestellt. Eigentlich ist Sinn auf einer Art Abschiedstournee. Nach mehr als 30 Jahren als Professor für Nationalökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität München und nach 17 Jahren als Präsident des Ifo-Instituts (die Ära wird von 111 Zeitzeugen gewürdigt, siehe Buchtipp) geht der bald 68-Jährige in wenigen Wochen in den Ruhestand. Doch die großen volkswirtschaftlichen Probleme in Europa lassen derzeit wenig Raum für Rückblicke.

Sinn hat viele Debatten angestoßen und beharrlich gemahnt, wenn Politiker wieder einmal den ökonomisch unsinnigen Weg einschlugen. Hat versucht aufzuklären und zu erläutern. Und er tut es weiter.

Etwa wie in der Staatsschuldenkrise bislang lediglich Zeit erkaufte wurde. Mit Steuergeldern. „Der Euro



„Hans-Werner Sinn und 25 Jahre deutsche Wirtschaftspolitik“, Hanser-Verlag, 280 Seiten, 24,90 Euro

wird überleben – vermutlich allerdings im Rahmen einer unheilvollen Transferunion und gepaart mit wirtschaftlicher Stagnation“, sagt der Ökonom. Er plädiert nach wie vor für eine große Schuldenkonferenz. Und dafür, dass die Euro-Sorgenländer zur Abwertung vorübergehend die Gemeinschaftswährung verlassen können sollten (s. S. 32).

Auch beim Treiben der „nur formal unabhängigen“ EZB bleibt der scheidende Ifo-Präsident mahnd. Er befürchtet, dass die EZB-Mitglieder der überschuldeten Staaten die Zinsen von null stärker in den negativen Bereich drücken wollen. Und am Ende dieser Politik stünden „gravierende Wohlfahrts- und Wachstumsverluste“ (s. S. 30).

Sinn legt den Finger in die Wunde. Wenn es sein muss. Nicht aus ideologischen Gründen, sondern als Diener der Sache. Wie in der Flüchtlingskrise, die Europa derzeit spaltet (s. S. 38): „Wir können den Sozialstaat nicht aus purer Gesinnungsethik für die ganze Welt öffnen. Daher wäre es vernünftig, eine Obergrenze für die Aufnahme von Flüchtlingen festzulegen, damit es am Ende nicht zu einer Erosion des Sozialstaats kommt. Ein funktionierender Sozialstaat ist unerlässlich für die Stabilität der Gesellschaft.“ ■ ▷

PETER BLOED/JENS JÜTTNER/HANS SEDLMAIER

300 Euro
Orderguthaben*
für Neukunden!

**Depot mit Servicepaket
und Anschubfinanzierung**

Als Neukunde erhalten Sie jetzt bei Depotöffnung 300 Euro Orderguthaben*. Zusätzlich können Sie für nur 36 Euro p. a. das Anlegerschutzpaket der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW) buchen – inklusive Onlineabo Focus-Money. Mehr unter www.sbroker.de. *6 Monate gültig.

TOP ONLINE BROKER

Einfach handeln **sbroker**

Banken

Bald wieder in Schieflage?

Nach der Bankenkrise sollte eine bessere
Regulierung den Sektor stabil machen.
Doch davon scheint er weit entfernt

Am 9. August 2007 nahm das Unheil seinen Lauf. Denn an diesem Tag stiegen die Zinsen für Kredite zwischen Banken drastisch an. Und damit begann der aufgeblähte US-Immobilienmarkt zu platzen. Ein Jahr später brach die amerikanische Großbank Lehman Brothers zusammen. Das Schreckgespenst eines weltweiten Banken- und Finanzkollapses gebar eine neue Doktrin: „Systemrelevante“ Geldhäuser müssten staatlich gestützt werden, um einen Dominoeffekt zu vermeiden, befand die europäische Politik. In den USA hieß es, Großbanken wie Lehman seien „too big to fail“, also zu groß, als dass sie scheitern dürften. Gemeinsam und weltweit stellten die großen Zentralbanken den sich gegenseitig misstrauenden Kreditinstituten massiv Liquidität zur Verfügung und senkten die Zinsen nahe null Prozent. So weit die Einigkeit.

Doch die Konsequenzen, die die Regulierer dies- und jenseits des Atlantiks aus dem Schlamassel zogen, waren sehr unterschiedlich. Die amerikanische Regierung verstaatlichte de facto gefährdete große Institute und wickelte andere ab. Rund 300 Banken überlebten nicht. Das Motto bei den Rettungen lautete: Geld gegen Aktien. Der neue Miteigentümer Staat forderte harte Sanierungen, verschaffte dafür den Banken neue Kreditwürdigkeit. Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigte, dass US-Banken ihr Kapital zwischen Ende 2009 und Ende 2012 um 203 Milliarden Dollar aufgestockt haben. Auf Grund der gelungenen Rekapitalisierung konnten die US-Banken schon 2009 mit der Rückzahlung beginnen. Der Staat verabschiedete sich wieder aus dem Aktionärskreis – und verdiente insgesamt zehn Milliarden Dollar. Anders in Europa. Hier besorgten sich die Banken im gleichen Zeitraum nur 108 Milliarden Dollar Eigenkapital. Und die Politik hielt viele Banken künstlich am Leben.

Die Diagnose

Hans-Werner Sinn kritisierte schon am 15. Oktober 2014 in FOCUS-MONEY die zu schwache Kapitalausstattung und warnte vor weiteren Pleiten: „Die Banken haben ja nichts. Die arbeiten ja praktisch ohne Eigenkapital. Die Verluste liegen entweder bei den Sparern, die Forderungen gegenüber den Banken haben. Oder sie liegen bei den Steuerzahlern, die die Banken raushauen. Der



Hans-Werner Sinn
in FOCUS-MONEY am 15.10.2014

„Die Banken arbeiten praktisch ohne Eigenkapital. Die Verluste liegen bei den Sparern oder den Steuerzahlern“

typische deutsche Vermögensbesitzer kann sich also aus-suchen, in welcher Form er seine Verluste gern hätte: als Steuerzahler oder als Sparer.“ Eine europäische Banken-union mit gemeinsamer Haftung lehnte Sinn bereits am 30. Juli 2014 ab: „Die Bankschuldenkrise lässt sich nicht lösen mit dem Geld, das zur Verfügung steht.“ (FOCUS-MONEY 32/2014). Seine Empfehlung: Es braucht eine Schuldenkonferenz, bei der „eine Kürzung der Schulden der Banken, der Schulden der Privatleute gegen-über den Banken, der Schulden der Staaten und auch der Schulden der Banken gegenüber dem EZB-System, also der sogenann-ten Target-Schulden“ erfolgt (FOCUS-MONEY 43/2014).

Der aktuelle Stand

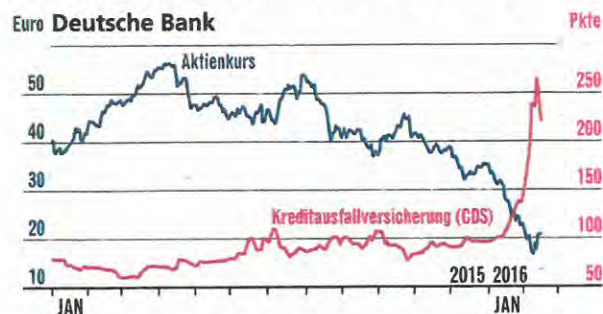
Sinn hatte Recht: Die Versäumnisse in Europa rächen sich nun. Der gesamte europäische Bankensektor kriselt, die Kurse von Unicredit, BNP Paribas oder Barclays brachen an manchen Tagen zweistellig ein. Besonders Italien bereitet Sorgen: Der Anteil der faulen Kredite in den Bankbilanzen ist seit Anfang 2009 von gut zwei auf gut zehn Prozent gestiegen (s. Grafik unten). Auch die Deutsche Bank, über ein halbes Jahrhundert lang das Aus-hängeschild der alten Deutschland AG, wackelt bedenklich. Der Aktienkurs fiel auf das Rekordtief von 13,03 Euro, während sich der Preis für ihre Kreditausfallversi-cherungen innerhalb von Wochen mehr als verdoppelte (s. Grafik oben). Sorgen um die Zahlungsfähigkeit ließen den Kurs einer nachrangigen Anleihe der Bank drastisch einbrechen (s. Grafik Mitte). Den Wert der Tochter Post-bank in ihren Büchern will die Deutsche Bank von an-fangs sechs Milliarden Euro und derzeit 4,5 Milliarden Euro auf nur noch 2,8 Milliarden Euro weiter abschreiben. Während die deutsche Nummer eins einst auf Augenhö-he mit den US-Riesen konkurrierte, bringt sie selbst mit rund 20 Milliarden Euro nur noch ein Zehntel des Börsen-werts von Schwergewichten wie Wells Fargo auf die Waa-ge. Bei einer Notierung, die nur noch bei 40 Prozent des Buchwerts liegt, wäre die Bank eigentlich eine attraktive Übernahmebeute – wenn sie denn jemand haben wollte.

Der Ausblick

Die Malaise im Bankensektor geht weiter. Die Beren-berg Bank definiert in einer Analyse als Kernprobleme einen 60 bis 70 Jahre alten Schuldenzyklus, dessen Ein-fluss auf die Wirtschaft und das nach wie vor zu geringe Eigenkapital der Banken. Mit rund 1000 Milliarden Euro sind die faulen Kredite in den Bankbilanzen der Euro-Zone heute etwa doppelt so hoch wie während der Fi-nanzkrise 2008. Europas oberste Bankenabwicklerin Elke König spricht von „strukturellen Defiziten“, einem „über-besetzten Bankenmarkt“ und davon, dass notleidende Kredite „ein Thema“ seien. Sie will das Problem mit wei-teren Bad Banks lösen, wie sie Italien für ein Volumen von 200 Milliarden Euro schaffen will. Und Finanzmini-ster Wolfgang Schäuble hat 2000 Milliarden Euro deut-sche Spargelder für die gemeinsame Einlagensicherung freigegeben. Genau davor warnte Sinn erst kürzlich. Die-ser Schritt „würde die deutschen Steuerzahler teuer zu stehen kommen“.

Misstrauen gegen die „Deutsche“ steigt

Vor einem Jahr steuerte der Aktienkurs auf 60 Euro zu – heute liegt er bei etwa 16 Euro. Die jährlichen Kosten, um zehn Millionen Euro Schulden fünf Jahre lang ge-gegen einen Kreditausfall zu versichern, betragen 70 Ba-sispunkte – heute ist das mehr als dreimal so teuer.

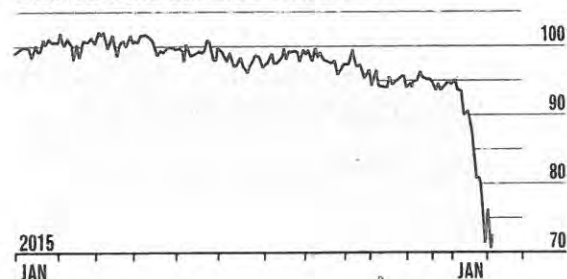


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Deutsche-Bank-Anleihe stürzt ab

Für 4,6 Milliarden Euro hat die Deutsche Bank Cocos (Contingent Convertible Bonds) ausgegeben. Die An-leihen bringen Anlegern hohe Zinsen, Banken dürfen sie als Eigenkapital verbuchen. Die Angst, die Zinszah-lungen könnten ausbleiben, ließ den Kurs einbrechen.

Coco-Anleihe auf die Deutsche Bank

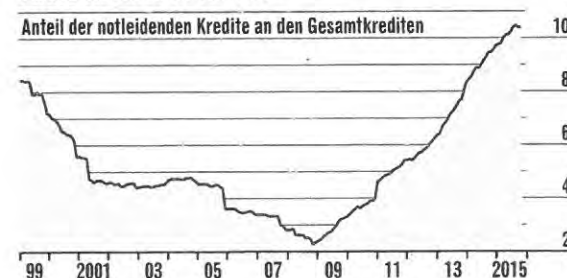


Quelle: Bloomberg

Da ist was faul im Staate Italien

Notleidende Kredite in Höhe von 200 Milliarden Euro haben die italienischen Banken mittlerweile ange-häuft. Über eine Bad Bank, die auf eine Marktlösung ohne Staatshilfen setzt, soll das Problem, das auch in anderen europäischen Ländern schwelt, gelöst werden.

Faule Kredite in Italien



Quelle: JP Morgan Cazenove



Mario Draghi: Der EZB-Präsident und frühere Goldman-Sachs-Banker glaubt zu wissen, wie die Märkte ticken

Europäische Zentralbank

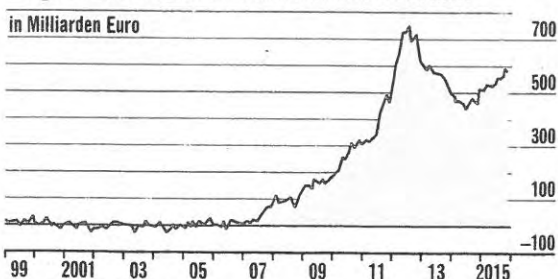
Verlust an Wohlfahrt

Die EZB rettet mit Anleihenkäufen immer wieder bankrotte Staaten und Banken. Das wird teuer, warnt Hans-Werner Sinn

Euro-Fieberthermometer steigt wieder

Die Salden im innereuropäischen Zahlungsverkehr (Target-Salden) gelten als „Fieberthermometer“ der Euro-Krise. Bis 2007 waren sie ausgeglichen. Den privaten Forderungen eines Mitgliedslandes standen entsprechende private Verbindlichkeiten eines anderen Landes gegenüber. Dann musste die Bundesbank zunehmend Forderungen übernehmen – bis zu 750 Milliarden Euro. Nach der Draghi-Rede ging der Saldo zurück. Doch in den vergangenen eineinhalb Jahren stieg das „Fieberthermometer“ um 120 Milliarden Euro an.

Target-Salden der Deutschen Bundesbank



„Whatever it takes“ – mit diesen drei magischen Worten drehte Mario Draghi am 26. Juli 2012 die eurokritische Stimmung an den Finanzmärkten komplett um. Was immer auch nötig sein werde, um den Euro zu erhalten, so der Präsident der Europäischen Zentralbank in der bis heute einflussreichsten Botschaft der Notenbank, man werde es unternehmen – „und glauben Sie mir, es wird ausreichen“. Die Botschaft kam an. Die Marktteilnehmer verstanden, dass die EZB zum massenhaften Ankauf von Krisenländer-Anleihen bereit war – woraufhin die Zinsen für deren Anleihen deutlich fielen. In den Wochen zuvor war die Lage immer mehr eskaliert. Das Ausscheiden einzelner Länder aus dem Währungsverbund schien wahrscheinlich. Die Kurse der Peripherieländer-Anleihen verfielen, ihre „Spreads“ (Risikoaufschläge) kletterten immer höher. 6,4 Prozent musste Italien den Käufern zehnjähriger Schuldpapiere zahlen, Spanien sogar 7,4 Prozent. Griechenlands Papiere waren nach dem Schuldenschnitt unverkäuflich, ein „Grexit“ gut möglich.

Die Diagnose

Hans-Werner Sinn sieht die Aktivitäten von EZB und Politik sehr kritisch. Er warnt davor, dass „die Schutzversprechen eine starke Lenkungswirkung auf den Kapitalmarkt ausüben“. Und zwar in die falsche Richtung, wie er Ende 2015 erläuterte – prägnant wie immer in seiner jahrelangen Kritik an der EZB: „Das Geld wird vielfach falsch investiert, weil die Kontrollfunktion des Kapitalmarkts durch die künstliche Sicherheit der Rettungsaktivitäten außer Kraft gesetzt ist. Ein besonders krasser Fall ist das OMT-



Hans-Werner Sinn

am 12.2.2016 im „Münchner Merkur“

„Die Nullzinspolitik trifft die Mittelschicht. Sie ist Verlierer der EZB-Politik“

Programm (Outright Monetary Transactions) der EZB. Das ist der größte Schutz- und Verteilungsmechanismus überhaupt, den wir in Europa haben.“ An gleicher Stelle erklärte Sinn auch, warum die Programme zu falschen und seiner Meinung nach am Ende fatalen Ergebnissen führen werden: „Es ist das Lebenselixier des Kapitalmarkts, dass hinter jeder Investition ein Eigentümer steht. Dessen Selbsthaftung für Fehlentscheidungen sichert die effiziente Allokation des Kapitals unter rivalisierenden Verwendungen ... Und gerade das wird ausgehebelt.“

Der aktuelle Stand

Aus den drei magischen Worten des Mario Draghi ist eine bunte Palette von Programmen und Rettungsschirmen geworden, unter meist nur Fachleuten bekannten Kürzeln wie ELA, EFSF, EFSM, ESM, QE oder OMT. Unbestritten haben sie bis jetzt Währung und Finanzsystem in der Euro-Zone stabilisiert, sodass sich die Krisenländer wieder zu günstigeren Konditionen refinanzieren können. Besonders umstritten ist OMT. Dieses Programm zum unbegrenzten Aufkauf kurzfristiger Staatsanleihen eines Krisenlandes, das sich unter den Rettungsschirm begibt, hatte die EZB im September 2012 aufgesetzt, um Spekulanten den Boden zu entziehen. Es wirkte so überzeugend, dass es noch nie angewendet werden musste. Allerdings kann es nach wie vor jederzeit aktiviert werden.

Hier liegt der Unterschied zur monetären Lockerung, dem Quantitative Easing (QE), das seit März 2015 läuft: Über QE werden monatlich für 60 Milliarden Euro Anleihen nach festen Quoten aus allen Ländern der Euro-Zone gekauft. Die EZB darf nicht mehr als je ein Drittel der Schulden eines Staates aufkaufen. Die dagegen unbegrenzte OMT-Hilfe wurde vergangene Woche vor dem Bundesverfassungsgericht mündlich verhandelt. Es muss klären, ob die EZB ihre Kompetenzen überschritten hat. Da der Europäische Gerichtshof OMT schon zugestimmt hat, wird das Urteil aus Karlsruhe mit Spannung erwartet.

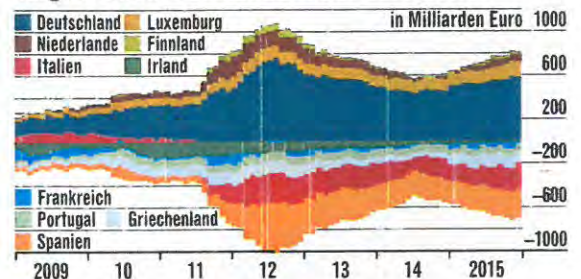
Der Ausblick

Von der nur formal unabhängigen EZB droht laut Sinn weiter Unheil. Solange es keine Euro-Bonds gebe, so sein Verdacht, wollen die EZB-Mitglieder der überschuldeten Staaten die Zinsen von null stärker in den negativen Bereich drücken. Am Ende dieser Politik stünden „gravierende Wohlfahrts- und Wachstumsverluste“. Diese träfen die Mittelschicht: „Das sind Leute, die nicht so arm sind, dass sie gar nicht sparen können, aber auch nicht reich genug, um in Realkapital zu investieren. Die bringen ihr Geld zur Sparkasse. Sie sind die Verlierer der EZB-Politik.“

Zurück zur alten Schwäche?

Auf 600 Milliarden Euro sind die Forderungen der Bundesbank im System der Target-Salden wieder angewachsen. Nächstgroßer Gläubiger ist Luxemburg mit 150 Milliarden Euro. Wieder die Sorgenkinder: Italien und Spanien mit je 250 Milliarden Euro Minus

Target-Salden von Ländern der Euro-Zone



Quelle: EZB; Stand: 16.2.2016

Der Club der Negativen wächst

Bei null ist noch lange nicht Schluss: Immer mehr Notenbanken schieben die Einlagenzinsen in den Minusbereich. Allen voran Schweden, das vor einem Jahr Vorreiter war und nun den Negativzins für Einlagen um 15 Basispunkte auf minus 1,1 Prozent gedrückt hat.

Negative Zinsen für Bankeinlagen in Prozent

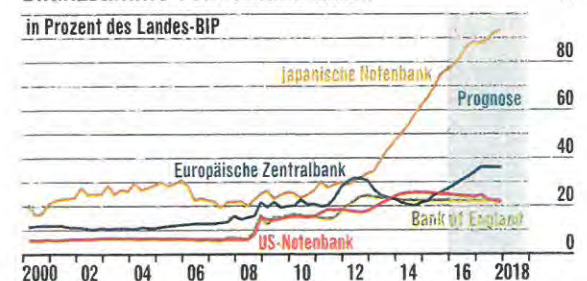


Quelle: Bloomberg

Der (Geld-)Druck nimmt zu

Ein Ende der massiven Gelddruckerei? Nicht in Sicht! Zwar verknappen Bank of England und US-Notenbank Fed den Geldfluss etwas, doch dafür wollen Europäer und vor allem die japanische Notenbank mit einem kräftigen Tritt aufs Gaspedal der Wirtschaft helfen.

Bilanzsumme von Notenbanken



Quellen: Federal Reserve, EZB, Bank of Japan, Bank of England, Morgan Stanley Research