

Wiederholt sich 2008?

Description

Aktien sind so schlecht in das neue Jahr gestartet wie seit mehreren Dekaden nicht. Normalerweise ist der Januar für Aktien eher positiv. Gleichzeitig kamen im Januar eher schwache Makrodaten vor allem aus den USA herein. Die OECD hat vor einigen Tagen ihre Konjunkturprognose erneut deutlich nach unten revidiert und rechnet für dieses Jahr nur noch mit einem weltweiten Wachstum von drei Prozent – 0,3% weniger als noch im November. Die Experten warnen zudem nach den Börsenturbulenzen der zurückliegenden Wochen vor beträchtlichen Risiken für die Finanzstabilität.

"Die Weltwirtschaft dürfte in 2016 nicht schneller wachsen als in 2015, der langsamsten Rate in fünf Jahren", [teilte die Organisation mit](#). Für Deutschland geht sie von plus 1,7% aus, das ist ein Minus von 0,3% gegenüber der Prognose aus November. Die OECD fordert ein stärkeres gemeinsames Vorgehen, um die Wirtschaft anzukurbeln. Die Geldpolitik der Zentralbanken allein reiche nicht. Wo möglich solle der Staat mehr Geld für Investitionen bereitstellen: "Die Regierungen in vielen Ländern sind derzeit in der Lage, sich für lange Zeiträume zu sehr niedrigen Zinsen Geld zu leihen, was in der Konsequenz den fiskalischen Spielraum erhöht."

Eine Umfrage von PricewaterhouseCoopers unter über 1400 CEOs aus 83 Ländern ergab, dass nur noch 27% für 2016 eine Verbesserung des wirtschaftlichen Ausblicks erwarten. Im vergangenen Jahr lag der Wert noch bei 37%, 2014 bei 44%. 23% erwarten für 2016 eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage nach 17% in 2015.

Mancher Beobachter vermutet, bei so viel Pessimismus liegt das Überraschungsmoment auf der Oberseite. Andere, wie etwa George Soros, sehen deutliche Parallelen zum Heraufziehen einer Finanzkrise wie 2008.

Die Finanzkrise 2008 brach aus, weil große Investment-Banken illiquide und unterkapitalisiert wurden, als ihre Subprime-Kredit-Portfolios an Wert verloren. Investmentbanken konnten sich über die Fed kein Geld leihen und waren so darauf angewiesen, sich bei anderen Banken Mittel zu besorgen, um fällige Zinsen zu zahlen. Das ging nur bis einem bestimmten Punkt, dann konnten sie sich im Interbanken-Geschäft kein Geld mehr beschaffen. Lehman Brothers hatte zum Zeitpunkt des Bankrotts mehr Assets als Verpflichtungen, aber die Assets waren nicht liquide.

Heutzutage scheinen Anleger anzunehmen, dass die aufgrund des Ölpreis-Sturzes hervorgerufenen Probleme im Energiesektor eine ähnliche Rolle spielen wie die Subprime-Kredite vor 2008. Eine [V-förmige Erholung der Ölpreise](#)

wird für immer weniger möglich gehalten und so dürften viele der jungen Energiefirmen über kurz oder lang scheitern, die sich ihre Finanzierung bei einem Ölpreisniveau von um 100 Dollar gesichert hatten.

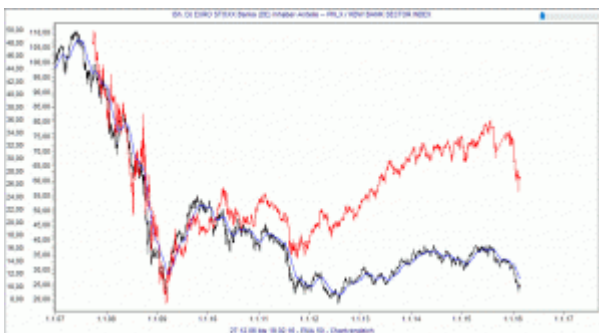
Bedenken hinsichtlich der Ausrichtung von US-Banken auf diese Geschäfte sprangen über auf Europa. Die Deutsche Bank wurde kürzlich in die Lehman-Ecke gerückt, entkräftete mit Moodys Hilfe aber Gerüchte, sie könnte im April fällige Zinsen nicht begleichen. Nur ein größeres, unvorhergesehenes Ereignis würde dazu führen, dass sie den Schuldendienst nicht leisten könnte, heißt es.

Isoliert betrachtet kommen Kreditengagements im Energiesektor bei den größten US-Banken auf weniger als 5% ihres gesamten Kreditportfolios. Das gilt auch für europäische Banken. Möglicherweise sind auch die Sicherheiten, die die Energiefirmen zu hinterlegen hatten, höher als seinerzeit bei Subprime-Hypotheken. Zurzeit spricht auch der Verlauf der Kreditausfälle nicht für eine größer werdende Welle von Belastungen aus diesem Bereich.

CDS (Kreditversicherungen) auf die Deutsche Bank sind in den zurückliegenden drei Monaten um 180% angestiegen. Bei der Credit Suisse beträgt der Aufschlag 100%. Der Grund, warum sich die Sorge um die Zahlungsfähigkeit großer Banken v.a. auf Europa kapriziert, ist klar. Die Banken hier sind sehr viel stärker vom volatilen Handelsgeschäft abhängig als in den USA. Zudem sind sie mit ihrer Rekapitalisierung nach der Finanzkrise 2008 viel später dran und verfügen über weniger Assets ([siehe auch hier!](#)). US-Banken sind besser kapitalisiert als vor 2008 und müssen mehr Vorsorge für mögliche Verluste bilden.

Die meisten europäischen Banken werden aktuell mit einem großen Abschlag auf ihre Buchwerte gehandelt. Entweder ist das bedingt durch die preisliche Vorwegnahme großer künftiger Verluste oder es handelt sich um eine spekulative Übertreibung. Da jedoch der Wirtschaftsausblick in Europa sehr verhalten ist und zu erfüllende Anforderungen aus den Basel-Regularien für Unsicherheiten sorgen, dürfte die Erklärung eher darin zu suchen sein, dass Anleger Bankaktien deswegen meiden und nicht so sehr wegen wackelnder Kredite von Energiefirmen.

Der KBW US-Bank-Sektor-Index steht aktuell dreimal so hoch wie im März 2009. Ein ETF auf große europäische Banken im EuroStoxx50 kam kürzlich wieder auf das Niveau von März 2009 zurück. Beide Zeitreihen sind nicht direkt vergleichbar (u.a. wegen Währungseffekten), geben aber ein Gefühl dafür, wie unterschiedlich die Bankensysteme hüben und drüben beurteilt werden.



Zu Thema Regulierung des Banken-Sektors nach 2008 ist zu sagen, dass mit dem Dodd-Frank-Act ein unglaublich kompliziertes Gesetzeswerk geschaffen wurde, das eher Risiken verschleiert als dazu angetan ist, die Banken wirklich sicherer zu machen. [Thomas M. Hoenig, vormals Chef der Fed von Kansas City, kam Mitte 2014 zu dem Schluss](#): „Diese Firmen sind heute alle größer, komplizierter und stärker ineinander verwoben als vor der 2008er Krise. Sie haben ihre Bilanzen nur marginal verbessert (...). Sie bleiben exzessiv gehebelt.“ Das Kapital der größten Finanzunternehmen [mache weltweit durchschnittlich nur 4% ihrer gesamten Assets aus](#). Die Einschätzung von Hoenig trifft vom Grundsatz her auch heute zu.

Der Finanzsektor ist seit 2008 stärker gewachsen als der Rest der Wirtschaft. Insgesamt hat immer noch

zu wenig Deleveraging stattgefunden, Banken finanzieren sich immer noch zu stark durch Fremdkapital. Auch in Europa sind die Eigenkapitalregeln viel zu komplex und bieten immer noch zu viele Möglichkeiten der schöpferischen Gestaltung durch die Banken selbst. Einfacher statt komplizierter Basel-Regeln wäre es, die Höhe des erforderlichen Eigenkapitals mit einem festen Prozentsatz an die Bilanzsumme zu koppeln. Die Banken fordern bei der Vergabe größerer Firmenkredite eine Eigenkapitalquote des Kreditnehmers von 20% bis 25%. Nur für sie selbst soll das nicht gelten...

Wie vor 2008 sind Banken große, bzw. heutzutage noch größere, komplexe Gebilde, die eigenkapitalseitig auf schwachen Füßen stehen und als Branche im Vergleich zur Realwirtschaft aufgebläht sind. Damit sind die Banken heute noch „systemrelevanter“ und noch anfälliger als vor 2008. Die Verschuldung von Staat, Privaten und Unternehmen hat seit Mitte 2008 in den USA um 28% zugenommen, und das vor dem Hintergrund, dass die Realwirtschaft alles andere als robust dasteht – ihr Wachstum liegt unter den Raten vor 2008 und erst recht unter denen vor 2000.

Die Gefahr mag aktuell weniger darin bestehen, dass analog zur Subprime-Krise ein Dominoeffekt vom Energiesektor ausgehend einsetzt. Sie besteht eher darin, dass heute angesichts der schwachen Verfassung der Realwirtschaft und der allortigen gezüchteten Blasen ein kleiner Funke wo auch immer ausreicht, um einen Flächenbrand zu entfachen.

Zum aufgeblähten Finanzsystem kommen jede Menge anderer geopolitischer und wirtschaftlicher Probleme hinzu – es sei nur mal wieder das Stichwort China genannt. In einer solch brüchigen, instabilen Gesamtsituation, noch dazu nach Jahren eines Bull-Runs bei Aktien, fallen psychologische Effekte auf besonders fruchtbaren Boden. Die Reflexivität, ein von George Soros geprägter Begriff, kann dann bewirken, dass negative Erwartungen, wie sie sich in der Entwicklung der Finanzmärkte seit Jahresbeginn gezeigt haben, zu einer Art self-fulfilling prophecy werden. So könnten Pleiten bei kleineren Energiefirmen, die eigentlich wirtschaftlich ohne Bedeutung wären, zu verschärfter Risikoaversion führen. Das wiederum führt zu eingeschränkter Kreditvergabe an solide Firmen und andere Wirtschaftssubjekte. Und das belastet dann die weiteren Wachstumsaussichten und läutet die nächste Runde der Kontraktion ein.

Wie weit die Risikoaversion bislang gediehen ist, zeigt sich am Verlauf des „BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Option-Adjusted Spread“. Je höher die Rendite für Hi-Yield Anleihen gegenüber den zehnjährigen TNotes ansteigt, je höher ist die Risikoprämie, die Kreditgeber für Darlehen an solchen Unternehmen verlangen. Es lassen sich zwei signifikante Pegel ausmachen: Bei etwa 5% wäre ein Alarmpegel anzusiedeln (rotbraune Linie). Oberhalb von 7% (rote Linie) besteht die akute Gefahr, dass der Spread nach oben ausbricht. Aktuell notiert der Spread bei 8,2%, mithin knapp unter dem Hochpunkt von 8,4% im September 2011. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass das Erreichen des Alarmpegels Anfang 2000, im Oktober 2007 und auch im Mai 2015 mit den jeweiligen Allzeithochs im S&P 500 zusammenfiel.





Wiederholt sich 2008? Gut möglich angesichts der überall gezüchteten Schuldenblasen. Aber dann nicht in der Form, dass der Anlass wohl bekannt ist (2008 war es der Subprime-Hypotheken-Sektor). Das macht die Lage umso brisanter.

Das globale Finanzsystem ist aufgeblasen und instabil, die Realwirtschaft ohne nachhaltigen Schwung. Zudem ist der Bull-Run seit 2009 in die Jahre gekommen, die alten Argumente ziehen für weitere Kurssteigerungen nicht mehr. Das ist eine Mixtur, in der die Finanzmärkte anfällig sind für Reflexivität, eine sich selbst verstärkende Prophezeiung. In einer solchen Situation reicht ein kleiner Anlass, um eine Kettenreaktion in Gang zu setzen. Im Gegensatz zu 2008 gibt es keinen genau definierten Bereich, der das Zeug zu einem Flächenbrand hat. Viel mehr reicht ein kleiner Anlass egal wo, um das labile Gleichgewicht zu kippen.