

**Wirtschaftspolitik aktuell: Februar 2018**

# Ist diesmal wirklich alles anders?

- An den internationalen Finanzmärkten ist die Volatilität zurückgekehrt.
- Weltweit ist der Schuldenstand seit dem Ende der Finanzkrise weiter angestiegen. Dies macht die Weltwirtschaft anfällig für Schocks.
- Rasch steigende Zinsen bilden das größte Risiko für eine neue Finanzkrise.

Autor

**Dr. Siegfried Utzig**

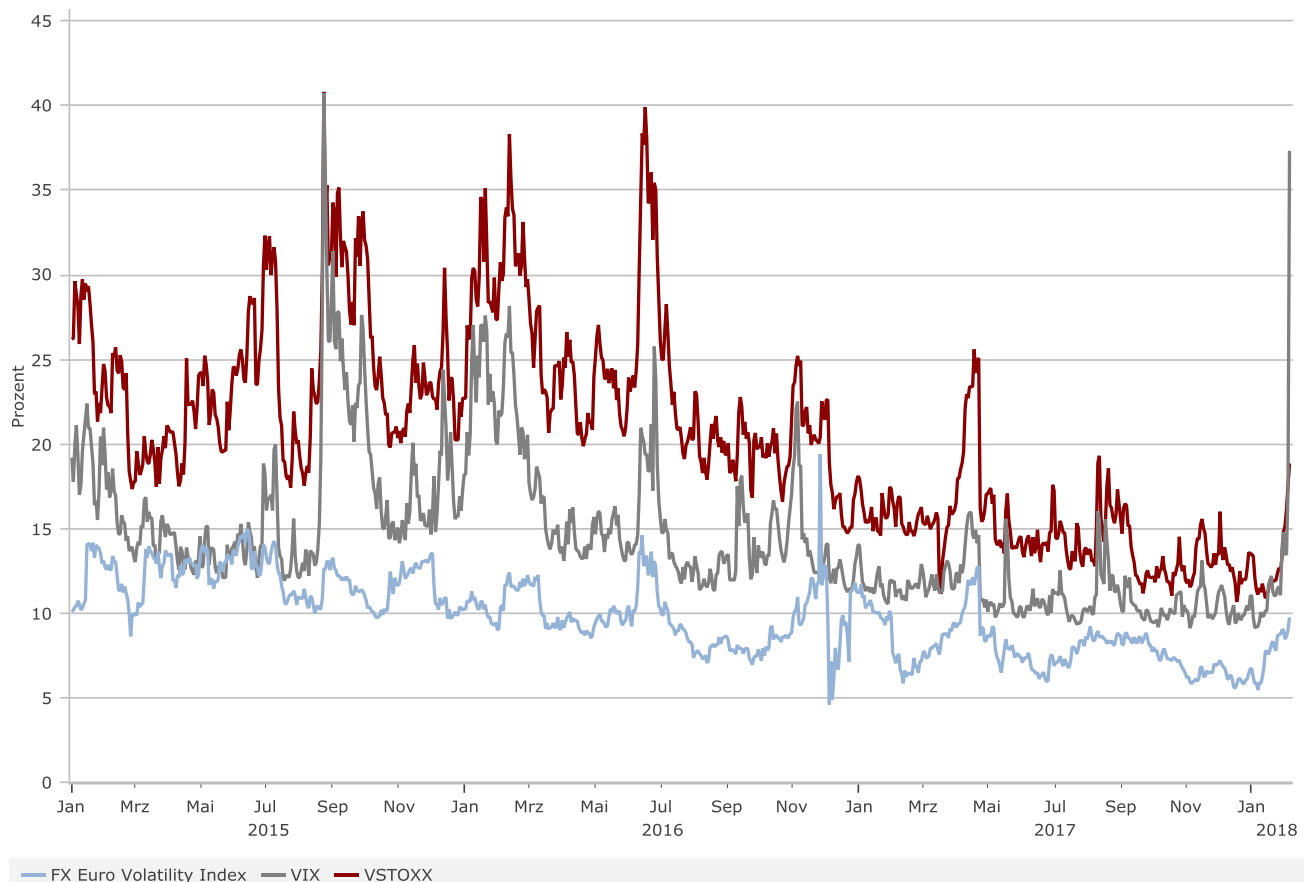
Wirtschaft  
Telefon +49 30 1663-1140  
siegfried.utzig@bdb.de

## Korrektur an den Aktien- und Anleihenmärkten ...

Bis vor kurzem wähten sich weltweit die Ökonomen in der besten aller Welten. Günstige Wachstumsperspektiven bei geringer Inflation und weiterhin niedrigen Zinsen verhieß

Ben auf kurze und mittlere Sicht eine goldene Zukunft. Wen wundert es da, dass auch an den Finanzmärkten trotz teilweise historisch hoher Bewertung von Vermögenswerten und niedriger Volatilität die Sorgen vor einer neuen Finanzkrise in den Hintergrund traten. Warnungen wurden immer öfter mit

## Volatilitäts-Indices



Quelle: Macrobond.

dem Tenor „dieses Mal ist wirklich alles anders“ als überzogen zurückgewiesen.

Der nun erfolgte abrupte Einbruch an den internationalen Aktien- und Anleihemärkten zeigt aber, wie fragil die Situation in Wirklichkeit gewesen war. Es bedurfte Anfang Februar in den USA lediglich eine etwas günstiger als erwartet ausgefallene Entwicklung am Arbeitsmarkt, um die geldpolitischen Erwartungen hin zu einem schärferen Zinsanstieg zu verändern. Marktteilnehmer nahmen urplötzlich ihre Positionen als überbewertet wahr. Die Folgen sind bekannt, die Kurse an den Aktien- und Anleihenmärkten gaben spürbar nach und die vorher so schmerzlich vermisste Volatilität war wieder zurück. Der VIX, der die implizite Volatilität des S&P500 misst, stieg auf den höchsten Wert seit August 2015.

### **... kein Indiz für bevorstehende Finanzkrise**

Um nicht missverstanden zu werden, was in den letzten Tagen zu beobachten war, ist zunächst nur die allseits erwartete Kurskorrektur. Daraus lässt sich keinesfalls ableiten, dass nun auch eine neue systemische Krise vor der Tür stünde. Die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten wird nun sehr stark von der erwarteten Zinsentwicklung abhängen. Die Verfechter eines „diesmal ist wirklich alles anders“ verweisen zur Begründung für Ihren Optimismus gerne auf die These einer säkularen Stagnation, demzufolge die Realzinsen langfristig niedrig blieben und folglich alles seine Ordnung habe.

Haben sie Recht, spricht vieles dafür, dass es bei der Kurskorrektur bleiben wird, zumal die konjunkturellen Indikatoren in der Weltwirtschaft nach wie vor eine Expansion anzeigen. Gewollt oder ungewollt wird damit jedoch der

Ball den Notenbanken zugespielt. Deren Fingerspitzengefühl bei der Normalisierung der Geldpolitik wird dann entscheiden, ob der eingeleitete Zinsanstieg zu einer Krise an den internationalen Finanzmärkten führt oder ob es dieses Mal also tatsächlich gelingt, die Luft nur langsam aus dem Ballon zu lassen, ohne dass er platzt.

### **Risiken bleiben aber bestehen ...**

Sicher ist dies auf keinen Fall. Schaut man unvoreingenommen rund um den Globus, so lassen sich zahlreiche zusätzliche Entwicklungen erkennen, die entweder auf Dauer nicht nachhaltig sind oder die ganz eindeutig als Übertreibungen eingestuft werden müssen.

Die Aktien- und Anleihemärkte sind nur das offensichtlichste Beispiel. So hatte der S&P 500 im Januar eine Kurs-Gewinn-Relation erreicht hat, die in den vergangenen hundert Jahren nur einmal am Ende des Dot-Com-Booms übertroffen wurde. Eine hohe Kurs-Gewinn-Relation ist für sich genommen kein Krisenindikator, und schon gar nicht besitzt er eine Prognosequalität. Jedoch führten die wenigen historischen Phasen mit ähnlich hoher Bewertung zu einer Finanzkrise.

Da Investoren auf der Suche nach Rendite immer risikofreudiger werden, schrecken sie auch an den Anleihemärkten vor exotischen Investitionen nicht zurück. Wie anders ist es zu erklären, dass Argentinien, das in den letzten 200 Jahren acht Mal insolvent war und erst 2016 mit einem drastischen Schuldenschnitt die letzte Phase der Zahlungsunfähigkeit überwunden hat, 2017 in der Lage war, eine Anleihe mit 100-jähriger Laufzeit zu emittieren? Auch im Anleihemarkt wurde ein großes Rückschlagpotenzial aufgebaut.

## ... an den Immobilienmärkten

Schließlich bewegen sich die Immobilienpreise nicht nur in der EU weiterhin stark nach oben (mit der Ausnahme Italiens haben alle EU-Länder bis zuletzt steigende Preise für Wohnimmobilien verzeichnet). Ähnliches gilt auch für Kanada und Australien. Und selbst in den USA liegen die Preise für Wohnimmobilien heute wieder gut 40 % über den Werten zum Höhepunkt der Immobilienkrise.

## ... sowie durch das Niveau der globalen Verschuldung

Dass die Welt viel stärker verschuldet ist als am Vorabend der Finanzkrise, gibt der Lage zusätzliche Brisanz. Im dritten Quartal 2017 erreichte die globale Verschuldung mit 233 Billionen \$ ein neues Allzeithoch. Dies sind 318 % des globalen BIP, verglichen mit 280 % im Jahr 2007. Der größte Teil dieses Anstiegs ist auf die steigende Staatsverschuldung der Industrieländer zurückzuführen, die damit auf die Folgen der Finanzkrise reagierten, sowie auf den nichtfinanziellen Unternehmenssektor. Bedenklich ist bei letzterem, dass der überwiegende Teil der wachsenden Verschuldung offenbar für Dividenden, Aktienrückkäufe, Fusionen und Refinanzierungen und nicht für Investitionen verwendet wurde. Die hohe Verschuldung macht die Volkswirtschaften anfällig für Schocks, wie zum Beispiel Veränderungen der Wachstumsaussichten oder die Auswirkungen eines Zinsanstiegs.

Ein besonderes Augenmerk verdient auch die hohe Verschuldung des chinesischen nicht-öffentlichen Sektors sowie die auf Dollar lautenden Unternehmensanleihen der Schwellenländer. Gerade in China wird sorgsam zu beobachten sein, ob es der Notenbank gelingen wird, den Kreditboom ohne Turbulenzen im Bankensektor und an den Finanzmärkten zu bremsen.

## Von Banken geht kein Risiko für eine Finanzkrise aus

Die Vielzahl an erkennbaren Risiken an den internationalen Finanzmärkten bedeutet nun nicht zwangsläufig, dass die Weltwirtschaft vor einer neuen Finanzkrise steht. Wachsamkeit scheint jedoch angebracht zu sein. Und vielleicht ist diesmal ja wirklich alles anders.

Dies dürfte zumindest auf den Bankensektor zutreffen. Das verbesserte Regulierungssystem hat sowohl in den USA als auch in Europa zu deutlich stabileren Banken geführt. In der EU haben die Banken ihre Eigenkapitalquoten bis zuletzt weiter gestärkt und ihre Geschäftsmodelle verändert sowie sich aus vielen Geschäften zurückgezogen. Die Banken sind heute viel widerstandsfähiger als 2007. Auch das Volumen der Not leidenden Kredite hat sich im Verhältnis zum gesamten Bruttokreditvolumen in den letzten drei Jahren verringert. Und schließlich liegt die Domestic-Credit-to-GDP-Gap, die das Risiko eines Kreditbooms anzeigt, für fast alle EU-Länder – wenig überraschend – im negativen Bereich.

### Position des Bankenverbandes

- Die aktuelle Korrektur an den Finanzmärkten ist kein Anlass zur Besorgnis bezüglich der Stabilität des Finanzsystems.
- Beim globalen Blick auf die Entwicklung der Finanz- und Kreditmärkte sind jedoch Entwicklungen erkennbar, die eine sorgfältige Beobachtung angeraten erscheinen lassen.
- Banken werden nicht die Auslöser einer neuen Finanzkrise sein. Sie sind heute viel widerstandsfähiger als 2007.