

WELTWIRTSCHAFT

# Verhängnisvoller Pakt

Mit einer billionenschweren Liquiditätsspritze an die Banken wollte die Europäische Zentralbank die Realwirtschaft der Euro-Zone reanimieren. Stattdessen haben südeuropäische Geldhäuser den Geldsegen vor allem zum Kauf heimischer Staatsanleihen genutzt. Das wird nun zum Risiko für die Bankenunion.

**M**an muss sich Mario Draghi als optimistischen Menschen vorstellen. „Wir sehen Fortschritte“, erklärte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) im März vor dem EU-Parlament in Brüssel und machte klar, was er bereits für einen Fortschritt hält: „Die Kreditflüsse sind noch immer gedämpft – aber sie gehen in einem langsameren Tempo zurück.“

Dass Draghi bereits Zuversicht verbreitet, wenn sich ein Rückschritt verlangsamt, zeigt den immensen Druck, unter dem die Frankfurter Währungshüter stehen. Die EZB hat in den vergangenen beiden Jahren mit einem Billionen-Euro-Programm für die Banken versucht, die Kreditvergabe an Unternehmen und Konsumenten zu beleben und die Konjunktur anzukurbeln. Es war ein historisch einmaliger finanzieller Kraftakt – und trotzdem sind die Erfolge ausgeblieben. In den rezessionsgeplagten Krisenländern schrumpft trotz dieser beispiellosen Geldspritze die Kreditvergabe an die Privatwirtschaft weiter. Damit nicht genug: Wie sich jetzt zeigt, haben die Banken Italiens, Portugals und Spaniens die billige EZB-Liquidität stattdessen in hohem Maß in heimische Staatsanleihen investiert und damit ihre Bilanzen aufgebläht. Das bringt die EZB nun als zukünftige Aufsichtsbehörde in der Europäischen Bankenunion in die Bredouille.

Neben Offenmarktgeschäften mit einwöchiger Laufzeit gewährt die EZB den Banken Liquidität in Form so genannter Long Term Refinancing Opera-

tions (LTRO), die normalerweise nur über drei Monate laufen. Als aber 2011 die Zinsspreads für Staatsanleihen von Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien in die Höhe schossen und die Euro-Zone in die Rezession taumelte, beschloss die EZB, den Banken im Rahmen von zwei LTRO-Geschäften Liquidität von über einer Billion Euro mit einer Frist von drei Jahren zuzuführen. Erklärtes Ziel der im EZB-Jargon „Dicke Bertha“ genannten Mammut-Tender: die Geldpolitik „effektiv in die Realwirtschaft zu übertragen“, damit die Banken „die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen in der Euro-Zone aufrecht erhalten und ausweiten“.

Für die Banken bedeutete das billiges Geld: Sie zahlen für die Tender einen Zinssatz, der sich nach dem Durchschnitt ihrer Laufzeit bemisst und der seit Ende 2011 von 1,0 auf heute 0,25 Prozent gefallen ist. Vor allem südeuropäische Geldhäuser griffen begeistert zu, während die deutschen und französischen Institute ihre Engagements begrenzt hielten oder wieder zurückfuhren (siehe Grafik Seite 45). So haben die italienischen Banken ihre Mittelaufnahme bei der EZB von knapp 30 Milliarden Euro Anfang 2011 auf 217 Milliarden Euro Mitte Januar 2014 gesteigert. Zwischenzeitlich hingen sie sogar mit 272 Milliarden Euro am LTRO-Tropf der EZB.



In Schiefelage Bankenviertel in Madrid

## Der Kreditfluss an Betriebe und Verbraucher kommt nicht in Gang

Auch Spaniens unter der geplätzten Immobilienblase leidende Banken langten kräftig zu. Von knapp 40 Milliarden Euro Anfang 2011 kletterte das Volumen bis August 2012 auf 338 Milliarden Euro. Zwar reduzierten sie dann ihre LTRO-Bestände, Mitte Januar 2014 standen die spanischen Kreditinstitute aber immer noch mit 178 Milliarden Euro bei der EZB in der Kreide. Portugals Banken schließlich wiesen zuletzt längerfristige EZB-Finanzierungen in Höhe von 50 Milliarden Euro aus, die zu 90 Prozent aus den beiden Drei-Jahres-Tendern stammen.

### GELD KOMMT NICHT AN

In der Realwirtschaft Südeuropas kam das Geld aber nicht an. In Italien schrumpfte die Kreditvergabe an die heimischen Unternehmen von 915 Milliarden Euro im November 2011 bis Dezember 2013 um insgesamt 100 Milliarden Euro. In Spanien ging das Kreditvolumen an die Privatwirtschaft von Ende 2011 bis Mitte 2013 um 13 Prozent, in Portugal um 4,6 Prozent zurück. Für Italien gilt auch nicht, was Draghi für die Euro-Zone insgesamt als hoffnungsvollen Trend ausgibt. Dort hat sich der Rückgang keinesfalls verlangsamt. Der Banca d'Italia zufolge beschleunigte sich der Schrumpfprozess im vergangenen Jahr sogar noch von 2,6 Prozent im ersten Quartal auf 5,4 Prozent im vierten Quartal. Im Januar 2014 betrug das Minus immer noch fünf Prozent – doppelt so viel wie vor einem Jahr.

Dass die Banken die Milliardenhilfe nicht wie von der EZB beabsichtigt per Kredit an Konsumenten und Unternehmen weiterreichen, entsprach allerdings betriebswirtschaftlicher Logik. „Die Qualität der Kredite verschlechtert sich“, klagt etwa die Banco de Portugal. Mit 15 respektive 17 Prozent ist vor allem die Ausfallquote der Unternehmens- und Konsumentenkredite hoch. Ähnlich prekär ist

die Lage in Italien: Hier hat sich der Bestand an notleidenden Krediten seit 2010 in etwa verdoppelt. Das Ausfallrisiko liegt bei gut 13 Prozent. Auch in Spanien hat das Volumen fragwürdiger Kredite zugenommen – innerhalb eines Jahres um mehr als fünf Prozent.

Deshalb müssen die Banken mit Blick auf Basel III ihr Kreditgeschäft mit mehr Eigenkapital unterlegen – woran es ihnen mangelt. Oder sie müssen ihr Kreditportfolio zurückfahren, wollen sie die Vorgaben einhalten – genau dies tun sie gerade. Statt für Kredite an Unternehmen und Konsumenten kaufen die Banken mit dem billigen EZB-Geld lieber heimische Staatstitel. Denn im Unterschied zu Unternehmenskrediten gilt für Euro-Staatsanleihen nach wie vor die Fiktion, sie seien frei von Ausfallrisiken. Deshalb brauchen die Banken dafür kein teures Eigenkapital vorzuhalten – und erzielen mit den Staatsanleihen ähnlich hohe Zinsen wie bei Unternehmenskrediten.

So haben Italiens Banken ihren Bestand an heimischen Staatstiteln in den beiden vergangenen Jahren um 160 Milliarden Euro aufgestockt. Das entspricht in etwa dem Betrag, der ihnen in dieser Zeit aus Frankfurt zufluss – und um den die italienische Staatsschuld in dieser Zeit netto stieg. Für die Banken ein gutes Geschäft: Für die Frankfurter Milliarden zahlen sie weniger als ein Prozent Zinsen, italienische Staatsanleihen brachten ihnen je nach Laufzeit zwischen vier und sechs Prozent Zinsen. Ende 2013 machten italienische Staatsanleihen bereits zehn Prozent der Bilanzsumme italienischer Banken aus, ein Anstieg um 1,3 Punkte binnen eines Jahres.

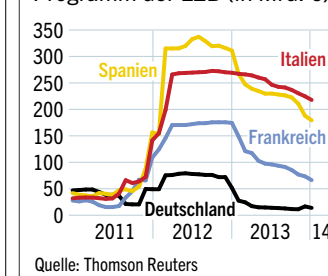
Auch die spanischen Banken haben in erheblichem Umfang heimische Staatsanleihen gekauft. Ihr Bestand stieg in den beiden Jahren bis Mitte 2013 um 147 Milliarden Euro. Portu-

gals Banken wiesen Mitte vergangenen Jahres 57 Milliarden Euro Staatsanleihen – überwiegend portugiesische – in ihren Bilanzen aus. Der Anteil dieser Staatsschulden am Wertpapierportfolio der Banken hat sich seit 2009 fast vervierfacht und liegt heute bei 37 Prozent.

Die Schieflage in den Bankenbilanzen durch das Übergewicht an Staatsanleihen der überschuldeten Südländer wird für die EZB nun zum Problem: Anfang November übernimmt sie die Aufsicht über die rund 130 größten und systemrelevanten Banken. Derzeit prüft

### Geldsegen für Südeuropa

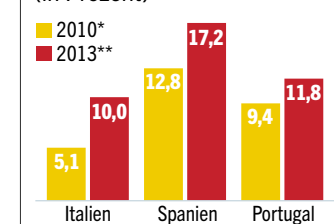
Mittelaufnahmen der nationalen Banken aus dem LTRO-Programm der EZB (in Mrd. €)



Quelle: Thomson Reuters

### Unwucht im Bankensektor

Anteil der Staatsanleihen an der Bilanzsumme der Banken (in Prozent)



\* Ende 2010; \*\* Juni; Quelle: Banco de España, Banca d'Italia, Banco de Portugal

Fakt ist: Banken und Staaten sind einen verhängnisvollen Pakt eingegangen. Nicht nur können die Banken Staatsanleihen bei der EZB als Sicherheit für LTRO-Gelder hinterlegen, um diese dann – wie in einer Pyramide – wieder in Staatsanleihen anzulegen. Die EZB hat auch ihre Sicherheitsanforderungen reduziert. So dürfen die Banken auch eigene Schuldverschreibungen als Sicherheit hinterlegen, wenn diese Titel von ihren Regierungen garantiert werden. Die Politik zielt sich wenig – damit die Banken erneut heimische Anleihen kaufen. Die Geldhäuser sind so in ihren Ländern zu den Hauptabnehmern von Staatsanleihen avanciert.

Durch die von den LTRO-Geldern angeheizte Nachfrage nach Staatsanleihen konnten Italien, Spanien und Portugal zudem ihre Schuldtitle bequem unterbringen, ohne höhere Renditen zahlen zu müssen. So erleichterte das LTRO-Programm den Krisenstaaten das Schuldenmachen – und verringerte den Reformdruck.

Die EZB ignoriert auch die Folgen für die gemeinsame Haftung in der Bankenunion, wenn ein Land seine Schulden nicht mehr bedienen kann, die EZB

zuvor aber den hohen Anteil von Staatsanleihen in den Bankenbilanzen nicht beanstandet hat. In dem im Mai startenden Stresstest, bei dem die EZB die Auswirkungen einer Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Bankbilanzen simuliert, werde dieser Fall in den Szenarien der EZB nicht auftauchen, ist sich ein Bankvolkswirt sicher.

Nicht umsonst warnte der Internationale Währungsfonds Ende 2013 in einem Bericht zur Stabilität der italienischen Banken: „Die Verbindung zwischen Finanzsektor und italienischem Staat bleibt eines der Hauptrisiken für das Bankensystem.“ Eine implizite Kritik auch an der Banca d'Italia, zu deren Aufgaben die Aufsicht über die italienischen Banken gehört und an deren Spitze Draghi von 2006 bis 2011 stand.

Als der EZB-Chef im März zu den Europaabgeordneten in Brüssel sprach, veröffentlichte Eurostat fast zeitgleich den Januarwert für die Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte im Euro-Raum. Diese war den 21. Monat in Folge gesunken – trotz „Dicker Bertha“. Analysten rätseln nun, was die EZB jetzt noch im Köcher hat. Draghi spricht vage von „unkonventionellen Instrumenten“, mit denen die EZB der angeblichen Deflationsgefahr zu Leibe rücken müsse. Doch dazu müsste die Inflationsrate weiter fallen, meint Stefan Schilbe, Chefökonom bei HSBC Trinkaus. Er rechnet deshalb mit einer Entscheidung erst zur Jahresmitte.

Von Parlamentariern darauf hingewiesen, dass die Bank of England ihre Liquiditätshilfen für Banken an die Verpflichtung zu einer Kreditvergabe an die Realwirtschaft knüpfte, antwortete Draghi in militärischer Diktion: „Das ist ein Instrument, das wir in unserer Artillerie haben – und wir denken darüber auch nach.“

Optimismus klingt irgendwie anders.