

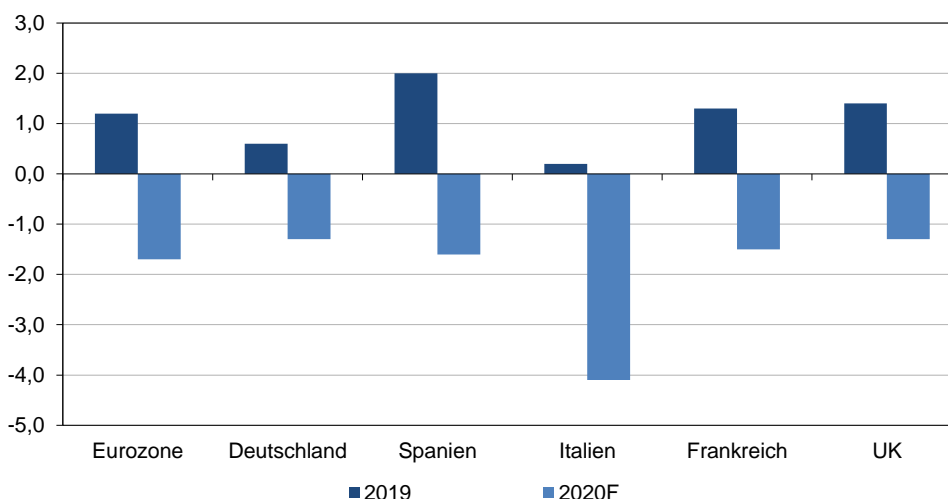


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

## Aktuelle Kredithilfen durch den Staat keine nachhaltige Lösung

Die Auswirkungen der Coronakrise werden im zweiten Quartal zu einem BIP-Einbruch in so gut wie allen Euro-Staaten führen. Daran gibt es wenig Zweifel. Was danach kommt, ist weniger absehbar. Kann die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte eine Aufholjagd starten oder wird sich die Bekämpfung des Virus länger hinziehen? Bei einem Land wie Deutschland, zu dessen BIP das Verarbeitende Gewerbe einen relativ hohen Anteil beisteuert, mag die Erwartung eines Aufholeffekts durchaus begründbar sein. Denn in China sind bereits erste Anzeichen eines Abflauens der Coronakrise zu erkennen, welche hoffen lassen, dass die dortige Nachfrage nach Gütern bald die globale Konjunktur stützt. Dennoch muss für alle Euro-Länder für das Gesamtjahr 2020 von einem Rückgang des BIP ausgegangen werden. In Italien kann dieser Rückgang bei über 4 % liegen, während Deutschland womöglich unter 2 % bleibt. Doch selbst bei dieser Prognose ist das Risiko nach unten gerichtet.

Abb. 1: BIP-Prognosen, in %



Quellen: Bloomberg; IKB

Aktuell liegt der Fokus auf kurzfristigen Stützungsmaßnahmen. Die EZB etwa versucht, die Liquidität von Märkten und Banken sicherzustellen. Gleichzeitig starten Regierungen weltweit großvolumige fiskalische Maßnahmen. Das sind in der Regel direkte Ausgaben, die Einkommen von Arbeitnehmern stützen, aber auch – und oftmals hauptsächlich – Kreditzusagen an Unternehmen. So wird aktuell viel über das angekündigte spanische Hilfspaket mit einem Volumen von insgesamt 200 Mrd. € gesprochen. Allerdings handelt es sich bei 100 Mrd. € aus diesem Paket um Kreditzusagen und nicht um eine direkte Stützung von Nachfrage oder Einkommen. Auch in Großbritannien besteht ein Großteil der avisierten Hilfspakete mit einem Gesamtvolumen von über 340 Mrd. Pfund aus Kreditzusagen oder Bürgschaften für Unternehmen. Einen ähnlichen Ansatz verfolgt die KfW in Deutschland. Diese Zusagen sind also keine effektiven Transfers, sondern dienen vor allem der kurzfristigen Liquiditätsabsicherung von Unternehmen. In Zeiten, in denen der Umsatz zum Erliegen kommt, während die fixen Kosten weiterlaufen, hat Liquidität höchste Priorität. **Ihre Sicherstellung ist eine absolute Notwendigkeit, um einen weitreichenden Zusammenbruch der Wirtschaft zu verhindern. Geht der Blick jedoch über die akute Krise hinaus, zeigt sich allerdings, dass Kredite und Bürgschaften nicht nur nicht ausreichen, sondern perspektivisch auch negative Dynamiken anstoßen.** Denn auf den Kosten der Krise bleiben die Unternehmen sitzen. Der Staat stellt nur kurzfristig sicher, dass die Unternehmen diese Kosten tragen können.

Unabhängig von ihrer Dauer werden Unternehmen aus dieser Krise geschwächt hervorgehen, da sie ihre Verschuldung erhöhen. Dies gilt sowohl für kleine wie große Unternehmen. In Sektoren wie der Gastronomie ist selbst ein kurzfristiger Einkommensausfall aufgrund hoher Fixkosten lebensbedrohlich. Die Laufzeit möglicher Kredite muss idealerweise lang sein, um die Belastung durch die Tilgung zu minimieren. Größere Unternehmen haben hingegen vor allem ein Bonitätsproblem, was sich auf den Kapitalmarktzugang niederschlägt. Da es sich bei den aktuellen fiskalischen Angeboten eher um Kredite zur Liquiditätssicherung als um Investitionskredite handelt, wird die Bonitätseinschätzung eines Unternehmens durch die Märkte und Kreditinstitute unweigerlich belastet. Die Schulden steigen, das Gewinnpotenzial eher nicht. **Überschuldung und schwache Bonität werden folglich die perspektivische Investitionsbereitschaft der Unternehmen beeinträchtigen und die bereits eher mauer Investitionsdynamik in der Euro-Zone zusätzlich und selbst mittelfristig belasten.** Zudem wird die Abhängigkeit der Wirtschaft von niedrigen Zinsen weiter erhöht. So ist auch die aktuelle Ausweitung der Risikoprämien von Unternehmen nicht nur kurzfristig und ausschließlich als Übertreibung der Märkte einzuschätzen.

Abb. 2: Itraxx – Risikoprämien für europäische Unternehmen, in bsp



Quelle: Bloomberg

Insbesondere, wenn sich die Coronakrise länger hinziehen sollte, muss eine weitreichendere Entlastung stattfinden, als durch eine kurzfristige Kreditvergabe gegeben. Der Staat muss unweigerlich eher Eigenkapital als Kredite zusagen bzw. er müsste vermehrt ins Risiko gehen, z. B. durch Mezzaninekapital. Und auch wenn sich die Wirtschaft relativ schnell erholen sollte, werden die privaten Schuldenquoten dennoch ansteigen. Spätestens dann werden Kredite in Transferzahlungen umgewandelt werden müssen. Dies wird entweder freiwillig durch den Staat geschehen oder er wird durch einen deutlichen Anstieg der Insolvenzen dazu gezwungen.

Bei diesen reinen Transferzahlungen an Unternehmen handelt es sich nicht um das derzeit heiß diskutierte Helikoptergeld. Der Begriff „Helikoptergeld“ beschreibt Transfers von der Notenbank in die Realwirtschaft. Überließe der Staat jedem Bürger/Unternehmen konditionslos einen Betrag und würde er die Summe dieser Beträge durch eine „Corona-Anleihe“ finanzieren, die wiederum vollständig von der Notenbank aufgekauft würde, wäre der Begriff Helikoptergeld angebracht. Denn dann würde „neues“, von der Notenbank stammendes Geld in die Realwirtschaft transferiert. Aktuell scheint Europa eher den Weg zu beschreiten, die Schuldenquoten der Euro-Staaten durch gewollte und ungewollte Transferzahlungen hochzuschrauben. **So werden die Schuldenquoten der Euro-Staaten unweigerlich ansteigen, auch wenn der ursprüngliche Fokus vieler aktueller Hilfspakete auf Bürgschaften und Kreditzusagen liegt.**

#### EZB weiterhin gefragt

Anlässlich der Auswirkungen des Coronavirus auf die Wirtschaft im zweiten Quartal und die hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Krise steht außer Frage, dass die Notenbank den Rahmen für eine handlungsfähige Fiskalpolitik sicherstellen muss – vor allem für Staaten wie Italien oder Spanien, deren Schuldentragfähigkeit immer weniger gegeben ist. **Die Maßnahmen der EZB dürfen nicht nur Kredite und Bürgschaften umfassen, sie müssen ebenfalls einen großen Anteil an Transferzahlungen beinhalten – auch für hochverschuldete Staaten.** Die EZB wird unweigerlich gefordert sein, gegen die steigenden Schuldenquoten einiger Länder anzugehen. Es ist gerade eine Woche her, da war sich die EZB sicher, dass ihre Maßnahmen zur Bekämpfung der Coronakrise ausreichen. Überraschend war dies insofern, weil die Notenbank nicht viele Maßnahmen ankündigte.

Und diese reichen bei weitem nicht aus, um die aktuelle realwirtschaftliche wie auch die sich aufbauende Staatsschuldenkrise ausreichend zu bekämpfen (siehe [EZB – wo bitte schön bleibt die Krisenpolitik?](#)).

Das nun angekündigte Notkaufprogramm mit einem Volumen von 750 Mrd. € wird mehr bewegen. Denn die effektive Zinslast für die Euro-Staaten wird dadurch weiter reduziert bzw. einer Renditeanhebung durch den Markt wird entgegengewirkt. **Allerdings verhindert dieses Programm nicht, dass die offiziellen Schuldenquoten der Staaten in Folge ihrer fiskalischen Anstrengungen ansteigen und somit eine Bonitätsverschlechterung herbeiführen.** Wie die Unternehmen, benötigen zunehmend auch Staaten eine effektive Transferzahlung, um ihre Bonität und langfristige Kapitalmarktfähigkeit sicherzustellen. Dies kann nur durch die EZB geschehen. Ein Aufkaufprogramm mag die Märkte beruhigen, doch **die Fundamentaldaten für Länder wie Italien sind eindeutig: Die Schuldentragfähigkeit des Landes ist nicht mehr gegeben.** Die IKB erwartet einen Anstieg der italienischen Schuldenquote auf bis zu 150 % und der spanischen auf bis zu 110 %. Der bereits geäußerte Wunsch Italiens, den ESM auch ohne Bedingungen anzapfen zu wollen, kommt deshalb nicht überraschend. Ist es vielleicht an der Zeit, die von der EZB gehaltenen Staatsanleihen aus der italienischen Schuldenquote herauszurechnen und sich gänzlich vom Gedanken zu lösen, die EZB darf/soll keine Staatsfinanzierung betreiben? Ob durch ESM oder EZB, die Maßnahmen müssen über den aktuellen Handlungsrahmen hinausgehen. Es ist nicht die Zeit für Prinzipien oder Regeln: die Wirtschaft – Staat wie Privatsektor – muss schnell und unbürokratisch entlastet werden.

**Fazit:** Die Reaktionen der Staaten und Notenbanken auf die Coronakrise konnten die Märkte bisher nicht beruhigen. Aus dieser Sicht ist das jüngste EZB-Aufkaufprogramm zu begrüßen. Alle größeren Euro-Staaten werden in diesem Jahr ein geringeres BIP aufweisen. Auch werden sich die Unternehmensbonitäten in Folge von Wirtschaftseinbruch sowie Kreditaufnahmen verschlechtern, was die Investitionsdynamik in der Euro-Zone mittelfristig belasten wird.

Notwendig sind deshalb nicht nur Kreditzusagen und Bürgschaften, sondern auch Transferzahlungen an Unternehmen und die Realwirtschaft im Allgemeinen. Dies wird die Schuldenquoten von Ländern wie Italien auf ein kritisches Niveau anheben, was wiederum neue Lösungen von EZB/ESM erfordern wird. Plausible Alternativen scheint es nicht zu geben.

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 auszugswise, 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

Dr. Klaus Bauknecht  
Volkswirtschaft  
Telefon +49 211 8221-4118

19. März 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender) und Claus Momburg