

## Finanzmarkt

### Nicht alle im Jammertal

Finanzplatz im Stimmungstief. Das berichtet zumindest das Center for Financial Studies: Der CFS-Index verzeichnete im ersten Quartal den stärksten Einbruch seit seiner Erfassung. Die Corona-Pandemie und vor allem ihre wirtschaftlichen Folgen treiben die Finanzwelt vor Sorge um. Doch trifft es alle gleich hart? Die einzige deutsche Großbank, die zum Redaktionsschluss bereits über Q1 berichtet hat, ist die Deutsche Bank. Das Institut hat die Risikoversorge im Kreditgeschäft von 140 auf 506 Millionen Euro hochgefahren, wovon laut der Deutschen Bank rund 50 Prozent auf die Pandemie zurückzuführen sind. Das entspricht 44 Basispunkten des Kreditvolumens, in der Investmentbank hingegen 111 Basispunkten. Das Vorsteuerergebnis sank dadurch sowie aufgrund umbaubedingter Belastungen von 172 Millionen Euro um 29 Prozent auf 206 Millionen Euro.

Bei europäischen Großbanken zeigt sich ein gemischtes Bild. In Frankreich weist etwa die BNP Paribas ein um gut ein Drittel beziehungsweise fast 900 Millionen Euro eingedampftes Vorsteuerergebnis aus. Das Institut hat die Risikoversorge auf 1,43 Milliarden Euro fast verdoppelt. Der große Konkurrent Société Générale vermeldete dagegen überraschend einen operativen Verlust von 328 Millionen Euro, nachdem er ein Jahr zuvor noch 1,14 Milliarden Euro Gewinn erzielte. Überraschend deshalb, da nicht allein die Risikokosten für den Einbruch verantwortlich waren, auch die Erträge fielen in den ersten drei Monaten dieses Jahres um gut eine Milliarde Euro geringer aus. Noch heftiger hat es die italienische Unicredit erwischt. Mit einem Verlust von 2,7 Milliarden Euro nach einem Gewinn von 1,18 Milliarden Euro im Vorjahr sind die Zahlen tiefrot.

Bei den Versicherern hat beispielsweise die Talanx Corona-bedingte Großschäden in Höhe von 313 Millionen Euro verbucht. Dennoch sinkt das EBIT hier nur um knapp 10 Prozent auf 559 Millionen Euro. Die Münchener Rück vermeldet insbesondere durch Veranstaltungsausfall Corona-bedingte Schäden in Höhe von 800 Millionen Euro. Das operative Ergebnis fiel hier um fast 50 Prozent auf 397 (771) Millionen Euro.

Während die Pandemie für Banken und Versicherer also eine große Belastung ist, wirkt sie bei der auf den Aktienhandel fokussierten Finanzindustrie wie eine Belebung. Beispiel Broker: Flatex hat im ersten Quartal schon das Vorsteuerergebnis des Vorjahres übertroffen. Zwar liegt das auch an der Übernahme von Degiro, aber beide haben bei der Zahl der Wertpapiertransaktionen im Vergleich zum Vorjahresquartal prozentual dreistellig zugelegt. Interessante Einblicke gewähren auch die Zahlen der Comdirect. So ist die Zahl der ausgeführten Orders um 112,2 Prozent gestiegen, die durchschnittliche Orderhäufigkeit je Depot um 86,3 Prozent, aber auch der Nettomittelneuzufluss um 93,7 Prozent geklettert. Der Provisionsüberschuss explodierte förmlich um fast 120 Prozent, die Cost Income Ratio implodierte im Gegenzug von 86,4 auf 48,3 Prozent. Den Gewinn vor Steuern steigerte die Comdirect um 523,5 Prozent auf fast 78 Millionen Euro. Ein ebenfalls positives Bild ergibt sich bei den Börsenbetreibern, die für März und April Rekordvolumina verkündet haben. Die Deutsche Börse, als eine der wenigen, die schon Zahlen veröffentlicht haben, steigert ihr EBITDA im ersten Quartal um 30 Prozent auf 619,8 Millionen Euro.

Es zeigt sich, nicht die ganze Finanzindustrie hat Grund, Trübsal zu blasen und in ein Stimmungstief zu verfallen. Aber auch die Aktienhandel-nahen Institute sollten den Champagner noch ungeöffnet lassen. Sollte eine langwierige Rezession doch noch zu weiteren heftigen Kurseinbrüchen führen, könnte das die Deutschen wieder langfristig vom Kapitalmarkt vertreiben.

## Bankenaufsicht

### Falsche Erwartungen

Mit Erwartungen ist das bekanntlich so eine Sache. Denn wer zu viel erwartet, läuft natürlich Gefahr, enttäuscht zu werden. Und erwartet man zu wenig, dann ist die Durchschlagskraft dessen, was man erreichen will, nicht allzu groß. Denn schließlich sind Erwartungen keine Befehle. Auf jeden Fall hilft es, seine Erwartungen klar zu formulieren. Das hat die EZB zweifellos getan, als sie Banken Ende März aufforderte, für die Jahre 2019 und 2020 keine Dividenden auszuschütten. Um die Fähigkeit der Banken zur Verlustabsorption zu stärken

und die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen während der Coronavirus-Pandemie (Covid-19) zu unterstützen, sollten sie für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 mindestens bis zum 1. Oktober 2020 keine Dividenden zahlen, heißt es in der Mitteilung.

Damit ging die EZB zum einen über die Aufforderung von BaFin und Deutscher Bundesbank hinaus, Ausschüttungen von Dividenden, Gewinnen und Boni sorgfältig abzuwägen. Und sie bezog darüber hinaus auch die beiden großen Verbände in ihre Erwartung der Nichtdividendenzahlung mit ein. Dabei hatten die sich doch so sehr um eine Ausnahme bemüht, die ihnen von der deutschen Aufsicht wohl auch zugestanden worden war. Zu Recht. Denn deren Dividendenausschüttungen verbleiben zum überwiegenden Teil innerhalb der eigenen Familie, die der DZ Bank beispielsweise stärken die Substanz der Volks- und Raiffeisenbanken, die der Landesbanken die der Sparkassen und die der Volks- und Raiffeisenbanken die ihrer Mitglieder, die zugleich ihre Kunden sind, also private Familien und mittelständische Unternehmen in der Region.

Diese Vereinheitlichung ist gleich in doppeltem Sinne ärgerlich und unsinnig für die Sparkassen-Finanzgruppe und den genossenschaftlichen Finanzverbund. Zum einen werden die Eigentümer damit ausländischen Großinvestoren gleichgestellt, die die überwiegende Mehrzahl der Dax-Konzerne und damit auch der Finanzdienstleister, die an der Börse notiert sind, besitzen. Einen kleinen Überblick bietet nebenstehende Tabelle. Zum anderen entfällt jegliche Angemessenheitsprüfung der Ausschüttungspolitik. Wer mehr als die Hälfte des Ergebnisses thesauriert und nur gut zehn Prozent ausschüttet, gefährdet derjenige wirklich seine finanzielle Stabilität und Kreditvergabemöglichkeit? Betrug die Dotierung des Fonds für allgemeine Bankrisiken Ende 2007 gerade einmal 20 Milliarden Euro, waren es Ende Januar des laufenden Jahres schon 117 Milliarden Euro, die Rücklagen stiegen im gleichen Zeitraum laut Deutscher Bundesbank um knapp 100 Milliarden Euro auf 322,5 Milliarden Euro. Das wäre mit einer allzu aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik nicht möglich, erst recht nicht in Zeiten stetig steigender Aufwendungen und stetig sinkender Erträge durch das Einengen der Zinsmargen. Hier wäre etwas mehr Fingerspitzengefühl vonseiten der europäischen Aufseher wünschenswert gewesen – auch und

## Wem Deutschlands Finanzdienstleister gehören

Aareal	Deka Investment GmbH	9,60%
	Black Rock Fund Advisors	5,86%
	Teleios Capital Partners GmbH	5,06%
	Allianz Global Investors GmbH	5,00%
	Dimensional Fund Advisors LP	4,85%
	The Vanguard Group, Inc.	3,15%
	Petrus Advisers Ltd.	3,14%
	Norges Bank Investment Management	3,05%
	J. P. Morgan Asset Management (UK) Ltd.	2,82%
	Black Rock Asset Management Deutschland AG	2,77%
	Commerzbank	Government of Germany
Cerberus Capital Management LP		5,01%
Capital Research & Management Co. (World Investors)		4,82%
Norges Bank Investment Management		3,04%
The Vanguard Group, Inc.		2,52%
Amundi Asset Management SA (Investment Management)		1,66%
Black Rock Asset Management Deutschland AG		1,34%
Deka Investment GmbH		1,23%
Lyxor International Asset Management SAS		1,15%
BNP Paribas Asset Management France SAS		1,04%
Deutsche Bank		Cerberus Capital Management LP
	Hainan Traffic Administration Holding Co., Ltd.	4,82%
	Capital Research & Management Co. (International Investors)	3,74%
	Hudson Executive Capital LP	3,14%
	Hamad bin Jassim bin Jabor Al-Thani	3,05%
	The Vanguard Group, Inc.	2,95%
	Goldman Sachs International	1,47%
	Lyxor International Asset Management SAS	1,40%
	Black Rock Asset Management Deutschland AG	1,32%
	Capital Research & Management Co. (World Investors)	1,16%
	Deutsche Pfandbriefbank	Main First Bank AG (Investment Management)
Dimensional Fund Advisors LP		4,06%
DWS Investment GmbH		3,62%
Norges Bank Investment Management		3,55%
Government of Germany		3,50%
DWS Investments (UK) Ltd.		3,15%
J. P. Morgan Asset Management (UK) Ltd.		3,13%
The Vanguard Group, Inc.		2,90%
Goldman Sachs Asset Management LP		1,75%
Greenlight Capital, Inc.		1,23%
Wirecard		Markus Braun
	DWS Investment GmbH	5,92%
	Artisan Partners LP	3,18%
	Union Investment Privatfonds GmbH	3,04%
	The Vanguard Group, Inc.	2,79%
	Jupiter Asset Management Ltd.	1,81%
	Black Rock Fund Advisors	1,56%
	Alken Asset Management Ltd.	1,45%
	Black Rock Asset Management Deutschland AG	1,31%
	Deka Investment GmbH	1,25%

Quelle: Marketscreener.com

gerade im Sinne der hochgepriesenen Finanzstabilität. Und ob durch ein generelles „Verbot“ der Ausschüttung, so wollen wir es mal nennen, befürchtete Stigmatisierungen wirklich verhindert werden, sei einmal dahingestellt.

## Zahlungsverkehr

### Die Herausforderungen bleiben

Selten stand das Payment so sehr im Fokus wie in der Corona-Krise. Überall wird der Kunde aufgefordert, nach Möglichkeit bargeldlos zu bezahlen. Jeder vierte Deutsche hat laut einer Umfrage im Auftrag des Bankenverbands sein Bezahlverhalten entsprechend verändert. Gleichzeitig sehen sich Bundesbank und sogar die EZB genötigt, eine „Unbedenklichkeitserklärung“ für das Bargeld in Sachen Infektionsrisiko abzugeben. In Sachen Sicherheit bezeugt dies einen regelrechten Paradigmenwechsel: Hatten die Menschen bisher Angst, beim bargeldlosen Bezahlen Opfer von Betrug zu werden und/oder den Überblick über ihre Ausgaben zu verlieren, so herrscht jetzt Angst vor dem bisher als sicher empfundenen Bargeld.

Daraus zu folgern, dass die Payment-Branche zu den Gewinnern der Corona-Krise zählt, wäre allerdings zu kurz gegriffen. Zum einen sind kartengestützte Bezahlvorgänge und der damit verbundene Umsatz nach Informationen des Euro Retail Institute (EHI) während der Zwangsschließung fast aller Geschäfte außer dem Lebensmitteleinzelhandel, Apotheken und Drogeriemärkten deutlich gesunken. Das klingt angesichts des zum Teil zweistelligen Wachstums des bargeldlosen Zahlens in den noch geöffneten Geschäften zwar paradox. Allerdings war die Kartenzahlung vor der Krise vor allem im Nonfood-Handel besonders stark verbreitet, also genau in jenen Geschäften, die ihre Türen wochenlang schließen mussten. Es ist auch nicht so, dass die Menschen in der Zeit daheim massenhaft online eingekauft hätten. Vielmehr berichtet der E-Commerce-Verband BEVH für den März 2020 über alle Kategorien hinweg von einem Umsatzeinbruch um 18,1 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Zunächst einmal hat die Corona-Krise der Payment-Branche also wie anderen Branchen auch einen kräftigen Dämpfer verpasst.

Dennoch sind die Grundlagen für künftiges Wachstum gelegt – durch verändertes Bezahlverhalten, mehr Kartenakzeptanz in neuen Bereichen und mehr kleine Online-Shops lokaler Händler. Wie rasch sich aus all dem Wachstum ergeben wird, hängt nicht zuletzt vom weiteren Fortgang der Beschränkungen und ihren wirtschaftlichen Folgen ab. Insolvenzen aufseiten der Akzeptanzstellen drücken ebenso auf die Umsätze wie Einkommenseinbußen der Karteninhaber durch Kurzarbeit oder Arbeitsplatzverlust. Im Online-Handel kommen ab dem Sommer absehbar sinkende Konversionsraten im Zuge der Umsetzung der immer noch nicht flächendeckend praktizierten Zwei-Faktor-Authentifizierung hinzu.

Auch der Wettbewerb sorgt dafür, dass das Wachstum nach der Krise sich nicht automatisch einstellen wird. Verbraucher beispielsweise, deren Debitkarte noch immer keine Kontaktlosfunktion hat, wechseln am stationären PoS ganz schnell zur Kreditkarte eines anderen Emittenten, wenn diese die gewünschte Funktionalität bietet. Ebenso werden Mobile-Payment-Fans nicht zwingend die Lösung ihrer Hausbank nutzen, wenn eine andere Anwendung sie mehr überzeugt. Der Anschluss zahlreicher neuer Händler, darunter viele aus dem Kleinbetragszahlungssegment, könnte nach der Krise die Debatte um die mit der Kartenakzeptanz verbundenen Kosten neu beleben. Das würde vor allem dann gelten, sollte die jetzt erneut vorgetragene Forderung nach einer möglichen gesetzlichen Verpflichtung, bargeldlos Zahlen zu ermöglichen, tatsächlich in ein nationales oder sogar europäisches Gesetzgebungsverfahren münden.

Gleichzeitig wird der Innovationsdruck weiterhin hoch bleiben oder eher noch steigen, weil durch die Krise der Trend zur Digitalisierung angeheizt wird und damit auch immer neue Bedürfnisse rund um das Bezahlen entstehen. Hier müssen sich die etablierten Anbieter weiter mit den globalen Technikkonzernen und Internetgiganten messen. Das EZB-Direktionsmitglied Fabio Panetta deutet deshalb auch an: Die Forderung nach einem europäischen Payment Scheme ist nicht vom Tisch, auch wenn die Gespräche darüber einstweilen vermutlich nicht so zügig vorangehen, wie es im persönlichen Austausch möglich gewesen wäre. Der Druck vonseiten Politik und Eurosystem wird eher noch zunehmen. Ist nach der Krise also vor der Krise?

## Wirtschaftspolitik

### Covid-19 als Auslöser eines säkularen Epochenwandels?!

Die Zuversicht, dass die Corona-Krise als enorme, aber vorübergehende und daher beherrschbare Ärgerlichkeit eingestuft werden dürfe, weicht allmählich einer grundsätzlichen Langfristbesorgnis. An den Kursständen der Aktienmärkte ist das – noch – nicht direkt ablesbar. Nach historischen Höchstständen noch im Februar stürzten die Aktienindizes innerhalb eines Monats heftiger ab als während der Weltfinanzkrise von 2008/09. Danach sind sie, allerdings bei anhaltend hoher Volatilität, wieder kräftig gestiegen. Ist das Schlimmste also endlich vorbei oder kommt da noch ein dickes Ende nach?

Ein triftiges Urteil hierzu wird durch den Mangel historisch einschlägiger Präzedenzfälle erschwert. Auslöser der Krise war weder ein klassischer Konjunkturerinbruch noch ein Kollaps der Finanzmärkte, sondern der politisch freiwillig oktroyierte Lockdown des normalen wirtschaftlichen und sozialen Lebens, um das anhaltende Funktionieren des Gesundheitswesens durch ein so herbeigeführtes Abflachen der Ansteckungswelle des Virus zu gewährleisten. Nach Produktionsausfällen wegen des Zusammenbrechens von just in time getakteten internationalen Lieferketten löste der Lockdown dann umgehend auch einen substanziellen Nachfrage-, beziehungsweise Absatzrückgang aus – mit den hieraus wiederum folgenden Finanzengpässen.

Finanzielle Engpässe machen ihrerseits das Finanzsystem verwundbar, das einen hohen Grad an Leverage aufweist. Das nunmehr wegen dieser Engpässe global in größtem Umfang stattfindende Downgrading von in den Kapitalmärkten platzierter Anleihen mit schon zuvor nur marginalem Investment-Grade-Rating geht einher mit einer Verschlechterung der Kreditportfolios bei den Banken. Die US Fed und die EZB haben gleichwohl unter den Vorzeichen der Krise beschlossen, auch „Junk“-Anleihen im Portfolio zu behalten und weiter zu kaufen. Auch die Konkursanmeldungspflicht wurde einstweilen ausgesetzt, um Firmen und Banken zu entlasten. Lediglich durch Zufuhr von Liquidität werden die infolgedessen weiter zunehmenden Problemlagen sicher nicht zu lö-

sen sein. Das Risiko eines sogenannten Minsky-Momentes, also des totalen financial meltdown, erscheint demnach nicht vollkommen abwegig.

Kritische Geister wie Fareed Zakaria, Francis Fukuyama oder Niall Ferguson wagen inzwischen bereits einen Blick auf die Welt nach Covid-19, anstatt bei dem Streit über die Geeignetheit oder Ungeeignetheit dieser oder jener gegenwärtigen Regierungsmaßnahme zu verweilen. Sie vermuten angesichts des unübersehbaren, sehr komplexen Schadenpotenzials die Möglichkeit eines grundsätzlichen Epochenwandels, wie er sich zuletzt mit dem Ersten Weltkrieg oder der Weltwirtschaftskrise zugetragen hat, mit entsprechenden politischen und sozialen Folgen. Da tun sich düstere Perspektiven auf – von der Aufgabe der westlichen Führungsposition durch die USA über den endgültigen Zerfall der EU oder zumindest des Euro, Verbreitung diktatorischer Überwachungspraktiken nach chinesischem Vorbild, eine neue Migrationswelle ungeahnten Ausmaßes, weitgehende Aufgabe der Bemühungen um Klima- und Naturschutz ..., um nur einige der negativen Facetten zu nennen.

Allerdings besteht trotz bemerkenswerter Einschätzungsunterschiede unter den Auguren auch Einigkeit zu zwei elementaren Aspekten. Erstens: Was kommen wird, stellt lediglich die Fortsetzung oder Beschleunigung bereits beobachtbarer, aber teilweise gegenläufiger Trends dar, also nichts fundamental Neues. Zweitens: Gerade aus der Widersprüchlichkeit beobachtbarer Trends darf geschlossen werden, dass es sich nicht um zwangsläufige Abläufe in eine bestimmte Richtung handelt. Gerade der Druck und die Herausforderungen der Corona-Krise lassen auch eine Wende zum Positiven, lang Erhofften und Angestrebten, bislang nicht Realisierbaren möglich erscheinen. Als wesentlich und ausschlaggebend hierfür können die Robustheit und Widerstandsfähigkeit vertrauenswürdiger demokratischer Institutionen (Verwaltung, Rechtsprechung) gelten und die Unverwüstlichkeit des kritischen, aber respektvollen öffentlichen Diskurses (Politik, Medien, Gesellschaft). Unter diesem Aspekt hat das EuGH-kritische Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai trotz inhaltlich im einzelnen nachvollziehbarer Bedenken zur Praxis der EZB-Anleihekäufe dem weiter konstruktiven Zusammenspiel der europäischen Institutionen einen Bärendienst erwiesen. *Michael Altenburg*