

Thomas Mayer

„Die Türkei könnte das Einfallstor sein“

Nach der Finanzkrise 2008 übernahmen die Notenbanken das Regiment über die Märkte. Doch die niedrigen Zinsen bieten langfristig keine Sicherheit, meint Thomas Mayer. Der Volkswirt ist überzeugt: Die Minizinsen machen das Finanzsystem fragiler.

Herr Mayer, am 15. September nähert sich der Jahrestag der Pleite des US-Bankhauses Lehman Brothers zum zehnten Mal. Wann kommt der nächste große Börsencrash? Das weiß niemand.

Können Sie sich überhaupt vorstellen, dass es wieder zu einer Krise kommt? Im nächsten Jahr laufen Wirtschaftsboom und Aktienrally in den USA seit zehn Jahren.

Selbstverständlich kann ich mir das vorstellen. Wir bewegen uns in der Spätphase eines Aufschwungs, der schon jetzt der zweitlängste seit dem Krieg ist. Zudem ist er völlig atypisch: Denn für die Dauer dieser Wachstumsphase ist die Schuldenlast außergewöhnlich hoch. Gleichzeitig sind die Zinsen niedrig. Diese Konstellation ist eigentlich für Frühphasen eines Aufschwungs typisch. Statt aber die Schulden in guten Zeiten abzubauen, ist die Verschuldung seit 2008 immer weiter gestiegen.

Viele Industrieländer fahren seit der Finanzkrise gigantische Programme, um die Wirtschaft zu stimulieren. Dabei gilt die Finanzkrise auch als Kreditkrise. Würde sie vor allem mit noch mehr Schulden bekämpft? Genau so ist es. In den entwickelten Ländern war vor allem der Staat der Schuldner, in den Schwellenländern die Privatwirtschaft. Unterm Strich haben sich die Bilanzsummen der Zentralbanken vervielfacht, und zwar aggregiert für die USA, die Eurozone, Japan und China von etwa fünf Billionen US-Dollar im Jahr 2008 auf zu zuletzt rund 20 Billionen US-Dollar.

Schuld an dieser enormen Belastung sind also die Zentralbanken, die die Zinsen niedrig halten? Nur mit Niedrigzinsen sind die Schulden tragbar. Die Notenbanken haben noch nie in der Geschichte der Menschheit eine so wichtige Rolle gespielt wie derzeit. Doch der Zins - der wichtigste Marktregulator einer Volkswirtschaft - entsteht nicht mehr am Markt. Er steht komplett unter der Fuchtel einer Planungsbehörde.

Nach neun Jahren Börsenrally sieht der Gründer des Flossbach von Storch Research Institute große Risiken an den Märkten. Der Euro ist bislang nur eine Bargeldunion. Um ihn stabiler zu machen, müsste die Politik umdenken. Doch dazu fehle der Wille.

dem Dollar halbiert. Da nun die Zinsen auf US-Dollar-Schulden steigen, erlebt die Türkei eine Zahlungsbilanzkrise.

Die Türkei ist ökonomisch wenig bedeutend, ein Einzelfall.

Jedes Land ist ein Einzelfall, aber wenn sich die Einzelfälle häufen, entsteht ein Problem. Die hausgemachten Schwierigkeiten eskalieren in vielen Ländern aktuell. Dazu gehören Venezuela, Argentinien, Pakistan, Südafrika oder Brasilien, um nur einige Beispiele zu nennen.

Wie gefährlich ist die Lage?

Sie haben vorhin nach der Wahrscheinlichkeit einer Rezession gefragt. Bei der Suche nach möglichen Ursachen sehe ich keinen unmittelbaren Auslöser. Aber Erschütterungen in Schwellenländern wie der Türkei könnten dieses Mal die Hintertüre sein, durch die die nächste große Krise kommt.

Kann China die Weltwirtschaft im Ernstfall retten?

China ist die einzige Volkswirtschaft, die den USA Paroli bieten kann. Die Devisenreserven erscheinen enorm. Doch auch hier sind die heimischen Kredite an den nichtfinanziellen Sektor seit 2009 von 140 auf mehr als 250 Prozent des Bruttoinlandsproduktes gestiegen. Dort ist die Frage, wie die Verschuldung im Inland abgebaut werden kann, ohne das Wachstum abzuwürgen.

Wie reagieren die Chinesen?

Die kurzfristigen Zinsen wurden von 2010 bis 2011 angehoben, um die Neuverschuldung zu bremsen. Doch als sich das Wachstum abschwächte, wurden sie 2014 und 2015 wieder gesenkt. Daraufhin wertete die chinesische Währung Renminbi zum US-Dollar deutlich ab. Neben dem Handelskonflikt schwellt also auch ein Wechselkurskonflikt mit den USA.

Wie gefährlich sind die Handelsanktionen der USA?

Bisher streuen sie vor allem Sand ins Getriebe der Weltwirtschaft. Die Zahnräder laufen langsamer und knirschen. Irgendwann bricht dann aber vielleicht eines und die Probleme der Schwellenländer weiten sich zur Krise aus. Das Einfallstor einer Krise der Schwellenländer ist den Bereich der Industrieländer ist die Euro-Peripherie. Einige dieser Länder haben ähnliche Probleme und sind insbesondere in einer Währungscho-

Die Notenbanken haben noch nie in der Geschichte eine so wichtige Rolle gespielt wie derzeit. Doch der wichtigste Preis einer Volkswirtschaft steht damit unter der Fuchtel einer Planungsbehörde.

verschuldet, die sie nicht selbst drücken können.

Aber um Griechenland, das 2009 die Euro-Krise auslöste, ist es still geworden?

Griechenland liegt derzeit quasi im Gipsverband. Italien ist das Einfallstor, über das die Krise nach Europa schwappen könnte. Sehen Sie sich nur die Salden im Interbankzahlungssystem Target2 an. Während die Verbindlichkeiten der Bank von Italien gegenüber dem System der Europäischen Zentralbanken auf über 480 Milliarden Euro gestiegen sind, hat die Bundesbank Forderungen von 913 Milliarden Euro. Italienisches Geld kommt also nach Deutschland, weil es dort sicherer scheint.

Welche Folgen hat das?

Viele Anleger verkaufen italienische Anleihen lieber in Frankfurt als in Mailand an die EZB, weil sie dort deutsches statt italienisches Giralgeld erhalten. Wandern die Anleihen dann zur Bank von Italien, bekommt die Bundesbank als Gegenbuchung in Target2 eine Forderung an das Eurosystem. Das Risiko eines Zahlungsausfalls bei einem möglichen Austritt Italiens aus dem Euro trägt dann nicht mehr der Anleger, sondern die Bundesbank ...

... und damit der Steuerzahler. Wie attraktiv sind italienische Bonds?

Die Spreads zu deutschen Bundesanleihen sind zuletzt gestiegen. Jetzt liegen die Renditen für zehnjährige italienische und US-Anleihen etwa auf demselben Niveau. US-Papiere sind aber angesichts der besseren Bonität viel attraktiver. Nur institutionelle An-

leger, die etwa kein Währungsrisiko eingehen dürfen und den Euro für irreversibel halten, kaufen italienische Papiere.

Wenn man weiß, dass der Euro eine Schwachstelle ist, was müsste man tun, damit unsere Währung stabiler wird?

Hier müssten wir vollkommen umdenken, wozu aber der politische Wille fehlt. Bisher ist die Währungsunion nur eine Bargeldunion. Die Eurobanknoten sind in Italien und in Deutschland gleich sicher. Das gilt jedoch nicht für ein Bankkonto. Dessen Sicherheit hängt von der Qualität der Bank und der Zahlungsfähigkeit des Staates ab, der im Notfall das Bankkonto absichert. Um alle Bankkonten gleichzustellen, soll nun eine europäische Einlagenversicherung eingeführt werden. Aber das wollen die finanzstarken Staaten nicht, weil sie befürchten, dass sie dann für die finanzschwachen einstehen müssen.

Wie könnte man das verbessern?

Eigentlich wäre das Problem einfach zu lösen. Man könnte Sichteinlagen dem Bargeld gleichstellen, wenn diese zu 100 Prozent mit Reserveeinlagen bei der Zentralbank gedeckt sind. Aber das will die Politik nicht, weil die Fähigkeit der Banken, für die Staaten durch den Kauf ihrer Anleihen neues Geld zu schaffen, dadurch eingeschränkt würde. Die Politik ist der Schuldendroge verfallen, weil sie glaubt, sich nur mit schuldenfinanzierter Volksbeglückung Wählerstimmen holen zu können.

Sie halten den Euro also für gescheitert?

Vita

Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute mit Sitz in Köln. Von Januar 2010 bis Juni 2012 war er Chefvolkswirt der Deutsche Bank-Gruppe und Leiter von Deutsche Bank Research. Zuvor war er für Goldman Sachs und Salomon Brothers tätig. Er bekleidete verschiedene Funktionen beim Internationalen Währungsfonds.

Ja - und es ist wirklich bedauerlich, dass man darüber keine öffentliche Diskussion führen darf. Das Thema wird tabuisiert. Wenn man über den Fall sprechen will, dass der Euro scheitert, wird man als Feind Europas verunglimpft. Es ist, als gelte ein Verbot für die Bewohner von Hochhäusern, im Brandfall nach Notausgängen zu fragen.

Mit Blick auf die aktuelle Situation führen Ökonomen die 20er-Jahre ins Feld. Sehen Sie Parallelen?

Geschichte wiederholt sich nicht. Aber, wie Mark Twain sagte, manchmal reimt sie sich. In den Roaring Twenties florierte die Wirtschaft. Dennoch blieben die Zinsen niedrig - wie derzeit auch. Wie heute Immobilien wurden damals Aktien „auf Margen“, also mit Kredit, gekauft. In den USA wurden mit Krediten hoch gehobelte Investment-Trusts aufgelegt, deren Anteile Anleger kaufen konnten -

auch auf Pump. Als die Fed schließlich die Zinsen anhub, kam es 1929 zum Crash am US-Aktienmarkt. Um heimische Finanzlöcher zu stopfen, kappten US-Investoren ihre Kapitalexporte nach Europa. Das brachte die Banken dort in Schwierigkeiten, und als dann 1931 die Bank Austria pleiteging, war die Weltwirtschaftskrise da.

Die Auswirkungen zeigten sich sehr schnell auch in der Politik.

Wie heute brachte das Populisten an die Macht, in den USA 1933 Franklin D. Roosevelt, ein Linkspopulist, der mit Radio-Chats ein neues Medium zur Kommunikation einsetzte. Heute ist ein Rechtspopulist in den USA am Ruder, der ebenfalls neue Kommunikationstechniken nutzt. Es gibt also Ähnlichkeiten, sowohl im Finanzbereich als auch auf der politischen Bühne.

Propos Trump: Sind die Zölle, die er verhängt, nicht auch für die USA kontraproduktiv?

Kurzfristig kann Trump damit sogar die US-Produktion ankurbeln, weil Nachfrage auf heimisches Angebot umgelenkt wird. Doch seine Politik verstärkt damit auch die Überbewertungsrisiken. Die Steuerreform hat die Nachfrage schon angeschoben und die Zölle treiben die Preise weiter. Daher wird die US-Notenbank die Zinsen weiter anheben und erst dann, wenn das Wachstum schwächer wird, damit aufhören. Im Verlauf von 2019 dürfte sich die US-Wirtschaft abkühlen und die Zinserhöhungen auslaufen.

Schwächeres Wachstum in den USA und eine Krise in den Schwellenländern, die womöglich nach Europa schwappt. Schöne Aussichten sind das nicht!

Die Situation an den Märkten ist tatsächlich sehr fragil. Aber das bedeutet nicht, dass alles morgen zusammenbricht. Sehen Sie, ich war gerade in meinem Ferienhaus, wo eine alte Gartenmauer steht. An einer Stelle hat sich eine Beule gebildet, die ich einem Fachmann zeigte. Er sagte, die Ausbuchtung sei bedenklich und wahrscheinlich wird die Mauer an dieser Stelle brechen. Doch ob das demnächst oder in ein paar Jahren passieren wird, das könne niemand sagen. Besser könnte ich meine Sicht auf unser Finanzsystem auch nicht formulieren.

Das Interview führte Dirk Wohleb.