Drucken
FOCUS-MONEY | Nr. 17 (2015)
INTERVIEW

"ES KANN NICHTS PASSIEREN!"

Mittwoch, 15.04.2015, 00:00 · · von FOCUS-MONEY-Redakteur Hans Sedlmaier
Haben Sie Angst? Vor Überschuldung, einem Immobiliencrash, einem Aktienrückschlag, einer Bankenkrise? Keine Bange: Risiko- und Bankenexperte Johann R. Flesch gibt Entwarnung - weil die Zentralbanken jede Krise mit Geld ersticken

FOCUS-MONEY: Herr Flesch, manche Ökonomen kritisieren das Quantitative Easing, also die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), mit ihrem massiven Ankauf von Wertpapieren für 1100 Milliarden Euro als Nährboden für eine baldige neue Krise. Was sagen Sie als Fachmann für die Bewertung und Eingrenzung von Risiken im Banksektor dazu?

Johann Rudolf Flesch: Was in den USA schon lange stattgefunden hat, ist nun auch in Europa geschehen: Auch hier haben sich die Wirtschaftspolitik und die Notenbank verbündet, um gemeinsam einem wirtschaftspolitischen Paradigma zu folgen.

MONEY: Welches Paradigma, also Leitbild, meinen Sie?

Flesch: Das Paradigma einer extrem expansiven globalen Wirtschaftspolitik, in der alle schmerzlichen Veränderungen und Reformen an den Strukturen politisch unerwünscht sind und von daher vermieden oder in die Zukunft verschoben werden.

MONEY: Ein Ausrichtung, wie sie in den Zeiten der stabilitätsbasierten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank doch undenkbar gewesen wäre.

Flesch: Ja sicher. Aber die EZB betreibt, spätestens seit Mario Draghi an ihrer Spitze steht, keine Politik mehr, die Geldwertstabilität als obersten Wert ansieht. Es ist im Gegenteil derzeit das Ziel der EZB, den Euro schwach zu halten, um so Exporte der Krisenländer anzukurbeln.

MONEY: Aber behindert das nicht langfristig die Beseitigung der Ungleichgewichte und damit die Rückkehr zu einer stabilen, sich selbst tragenden wirtschaftlichen Entwicklung der Weltwirtschaft?

Flesch: Sie dürfen nicht vergessen, dass diese Politik von den Regierungen und Notenbanken gemeinsam betrieben wird - neben der amerikanischen Notenbank Fed und der EZB sind ja auch die Bank of England und die Bank of Japan im Boot. Dadurch ist die Politik so wirkmächtig, dass der Eintritt krisenhafter Entwicklungen in weite Ferne rückt.

MONEY: Sie meinen, eine erneute Krise des Finanzsystems, wie wir sie 2008 erlebt haben, ist aktuell nicht zu erwarten?

Flesch: Ich würde sogar noch weiter gehen und sagen: Bis es zu einem Anpassungsprozess der Realwirtschaft und der Finanzmärkte kommt, kann es noch sehr lange dauern. Und bis dahin können durchaus auch die im Zuge der Wiedervereinigung oft beschworenen blühenden Landschaften entstehen.

MONEY: Woher nehmen Sie diesen für einen Risiko-Experten überraschenden Optimismus?

Flesch: Ehrlich gesagt, fällt es mir sogar schwer, überhaupt ein Krisenszenario zu formulieren.

MONEY: Na, es könnte doch alles Mögliche passieren - von einer neuen Staatsschuldenkrise über einen Börsencrash bis hin zum Platzen einer Immobilienblase, die ja auch bereits von vielen Fachleuten beschworen wird.

Flesch: Ich bin Systematiker. Lassen Sie uns gern die verschiedenen denkbaren Szenarien durchgehen, um mögliche Krisenherde zu finden und zu bewerten.

MONEY: Gut, dann fangen wir mal mit den Staatsschulden an, die ja bereits für die letzte Krise eine wichtige Ursache waren. Die Schulden sind im Verhältnis zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt seither oft weiter gestiegen.

Flesch: Das stimmt. Aber ist dadurch der Ausbruch einer neuen Krise wahrscheinlich? Ich denke nicht.

MONEY: Und wieso nicht?

Flesch: Die aktuellen Diskussionen in der Euro-Gruppe zeigen zwar, wie unterschiedlich die Positionen der Euro-Staaten sind. Sie zeigen aber auch, dass am Ende immer ein Kompromiss gefunden wird, mit dem das Problem in die Zukunft verschoben und eine Staatspleite vermieden wird.

MONEY: Sie spielen auf das Beispiel Griechenland an?

Flesch: Griechenland zeigt auch noch etwas anderes: Im Hintergrund sorgt die EZB dafür, dass das betroffene Bankensystem über „außerordentliche Liquiditätskredite und Maßnahmen“ stabilisiert wird. Im gleichen Maß, in dem die Griechen ihr Geld ins Ausland transferierten, erhöhte die EZB diese Notfall-Liquiditätshilfe, genannt ELA (für Emergency Liquidity Assistance), für die Banken. Sie liegt jetzt bereits bei über 70 Milliarden Euro.

MONEY: Es könnte aber doch auch sein, dass die internationalen Kapitalmärkte bei der immer höheren Staatsverschuldung irgendwann nicht mehr mitspielen.

Flesch: Was meinen Sie konkret?

MONEY: Konkret könnten Anleger nicht mehr bereit sein, europäische Staatsanleihen zu kaufen. Vielleicht wären es anfangs nur die Anleihen einzelner Krisenstaaten, die selbst bei hohen Zinsen keine Käufer mehr finden, dann würde das Misstrauen immer weiter um sich greifen und der Käuferstreik beträfe immer mehr Länder . . .

Flesch: Wenn die Kapitalmärkte die Refinanzierung der weiter steigenden Staatsverschuldung verweigern, dann wird die EZB als Nachfrager für Staatspapiere auftreten.

MONEY: Sie meinen, das Mandat dazu hätte sie?

Flesch: Ja, die EZB kann ihre beschlossenen Wertpapierkäufe über neue Staatsverschuldung via Anleihen vornehmen. Sie ist dabei nicht auf den Bestand der laufenden Staatsschulden beschränkt.

MONEY: Lassen wir die Staatsschulden als Krisenauslöser mal außen vor. Einen Börsencrash kann es doch immer mal geben, oder?

Flesch: Also das Szenario: Aktiencrash führt zu neuer Krise? Da muss ich zuerst schon noch mal fragen, warum Investoren denn bei einem weiter anhaltenden Niedrigstzinsniveau und einer expansiven Wirtschaftspolitik aus Aktien aussteigen sollten? Die Kurszuwächse seit der Ankündigung des Ankaufprogramms der EZB sprechen ja eine andere Sprache.

MONEY: Aber Aktien sind doch seit dem Tiefpunkt 2009, als der Dax bei 3700 Punkten stand, sehr stark gestiegen - vor allem in diesem Jahr. Das schreit nach einer Korrektur, meinen manche. Und es kann doch auch einfach mal krachen. Der erste Crash, den niemand auf dem Schirm hatte, wäre es sicher nicht.

Flesch: Sollten sich die Aktienkurse wirklich krisenhaft entwickeln, so würde die Notenbank auch hier eingreifen und selbst Aktien kaufen. Sie kann über den Erwerb solcher „Aktiva“ gleichfalls Notenbankgeld in die Märkte fließen lassen und dies außerdem mit dem Argument der „Stabilisierungsnotwendigkeit der Finanzmärkte zur Vermeidung einer Systemkrise“ begründen, wie es im aktuellen Aufkaufprogramm formuliert worden ist. Übrigens: Japans Zentralbank kauft bereits Aktien-Indexfonds.

MONEY: Die Supermacht EZB kann aber doch nicht alle Probleme lösen. Die vergangene Krise ging 2007 in den USA mit dem Einbrechen des Immobilienmarkts einher. Sollte es bei den zum Teil bereits als überhitzt geltenden Immobilienpreisen in deutschen Bestlagen zu einem Einbruch kommen und sollten dann plötzlich überall die Quadratmeterpreise purzeln, wer sollte es denn dann richten: wieder die EZB?

Flesch: So wie staatliche Wirtschaftspolitik und Notenbankpolitik miteinander verzahnt sind, gehe ich tatsächlich davon aus, dass über entsprechende Konstruktionen neue Wertpapiere geschaffen würden. Diese könnten von der Notenbank mit dem Hinweis aufgekauft werden, auch über den Ankauf dieser Aktiva Liquidität in die Wirtschaft zu bringen. Auch hier gilt wieder die vorherige Argumentation zur Vermeidung der schädlichen Auswirkungen einer krisenhaften Systementwicklung.

MONEY: Was meinen Sie mit entsprechenden Konstruktionen, mit denen neue Wertpapiere geschaffen würden?

Flesch: Bestandteile bestehender Kredite könnten neu gebündelt und so verkauft werden.

MONEY: Aber just solche Papiere, im Fachjargon Asset Backed Securities, oder kurz ABS, waren doch der direkte Auslöser der US-Immobilienkrise, weil sie plötzlich als weit weniger werthaltig galten, als sie kurz zuvor eingestuft worden waren.

Flesch: Es kommt darauf an, was womit gebündelt und wie das Produkt bewertet wird. Aber die grundsätzliche Bereitschaft zum Kauf auch solcher Papiere ist da. Das hat übrigens auch die deutsche EZB-Direktorin Sabine Lautenschläger bestätigt.

MONEY: Es gibt durchaus noch weitere potenzielle Gefahrenherde. So könnte es als Folge der harten Sanierungspolitik zu massiven sozialen Spannungen im Euro-Raum kommen. Griechenland hat bereits radikal gewählt, aber auch in anderen Südländern bis hin zu Frankreich mit Le Pen gewinnen extreme Gruppen an Zulauf, die am Ende einen radikalen Politikwechsel erzwingen könnten. Das sind doch Risiken, die einen Flächenbrand entfachen können, gegen den Herr Draghi und die EU-Kommissare wenig ausrichten können?

Flesch: Doch, ich denke schon. Auf ein solches Szenario kann die Euro-Gruppe mit angepassten Größen für die zulässigen Budgetdefizite der Staaten reagieren. Das wäre gar nichts Neues, wenn Sie sich die aktuellen Beschlüsse zu Frankreich ansehen. Die höheren Budgetdefizitgrenzen erlauben den Regierungen dann entsprechende Transferzahlungen in ihre sozialen Systeme.

MONEY: Das Geld dafür müssen sie sich aber erst einmal beschaffen.

Flesch: Die staatlichen Refinanzierungsbedürfnisse werden, wie bereits erläutert, von der EZB zu Konditionen erfüllt, die weder ihre Nullzinspolitik konterkarieren, noch über Risikoprämien, wie sie am Kapitalmarkt zu zahlen wären, zu entsprechenden Belastungen der Staatshaushalte führen.

MONEY: Soll heißen: Die EZB kauft deren Staatsanleihen . . .

Flesch: Wieso auch nicht? Das liegt alles in der Logik des nun etablierten Systems. Dieses System, das jegliche krisenhafte Entwicklung an den Zins-, Aktien- und Immobilienmärkten abwehren kann, würde sogar eine systemische Bankenkrise meistern - ein Szenario, über das wir noch nicht gesprochen haben.

MONEY: Und zwar nach dem identischen Schema?

Flesch: Zunächst muss man auch hier konstatieren, dass so eine Krise kaum vorstellbar ist, da ein abrupter Wertverfall mit entsprechenden Bewertungsnotwendigkeiten in den Bankbilanzen unter diesem Szenario nicht auftreten kann.

MONEY: Warum nicht?

Flesch: Zwar wird die weiterhin mit niedrigen Raten wachsende Weltwirtschaft auch nur zu geringem Kreditwachstum führen, dafür aber andererseits auch keine massiv steigenden Wertberichtigungserfordernisse der Kreditportfolios bringen. Im Zweifel kann auch hier die Notenbank über Kreditankäufe oder kreditbasierte Wertpapierkonstruktionen stabilisierend in den Markt eingreifen und auch dies mit dem Ankauf von Vermögensgegenständen zur Schaffung von bereitzustellendem Zentralbankgeld begründen.

MONEY: Mittelfristig, so warnen Ökonomen, kann die Geldschwemme zu massiver Inflation führen. Wie schätzen Sie Inflation als möglichen Auslöser einer größeren Krise ein?

Flesch: In einer globalisierten Wirtschaftswelt mit den Möglichkeiten der Arbeitskostenverlagerung sowie der schwachen realwirtschaftlichen Entwicklung in Europa werden Preisüberwälzungsspielräume in den

Volkswirtschaften der Euro-Gruppe kaum vorhanden sein. Ohne diese wird auch die immense Geldmengenausweitung nicht zu steigenden Inflationserwartungen und höheren Inflationsraten führen.

MONEY: Haben damit staatliche Wirtschaftspolitik und Geldpolitik ein Perpetuum mobile gefunden, das von der Eier legenden Wollmilchsau EZB ständig in Bewegung gehalten wird?

Flesch: Nein. Wie schon der gesunde Menschenverstand weiß, ist so etwas unmöglich. Ich finde eher „Highway to Hell“ zutreffend - einen Song der Hardrockband AC/DC, der ein Leben beschreibt, dem das Morgen egal ist.

MONEY: Wir sind also in Wahrheit auf dem Weg zur Hölle?

Flesch: Langfristig ja, das ist die schlechte Nachricht. Die gute ist: Dieser Weg ist sehr lang und auch komfortabel. Bis wir ihn zu Ende gegangen sind, kann er uns auch durchaus noch, wie eingangs erwähnt, durch blühende Landschaften führen.

MONEY: Was heißt denn lang?

Flesch: Es kann auch noch zehn Jahre dauern, bis wir in die „Hölle“ kommen.

MONEY: Wovon hängt es ab, wie lange alles gutgeht?

Flesch: Momentan ist, wie beschrieben, kaum ein Auslöser vorstellbar, der in absehbarer Zeit Finanzmärkte und Realwirtschaft in eine Krise stürzen könnte. Es kann nichts passieren.

MONEY: Und wann wird etwas passieren?

Flesch: In einem so großen Wirtschaftsraum, wie ihn die Euro-Zone mit ihren rund 330 Millionen Konsumenten darstellt, der einen starken Binnenmarkt mit einem bedeutenden Leistungsbilanzüberschuss zum Rest der Welt erwirtschaftet, können Weg und Zeit bis zur endgültigen Beseitigung der ökonomischen Ungleichgewichte sehr lang gedehnt werden - zumal sich die Nationalstaaten dazu entschlossen haben, alle ökonomischen Schwierigkeiten durch eine Verschuldungsgemeinschaft auszugleichen und zugleich die Mittel, die für diesen Ausgleich benötigt werden, durch die Notenbank über eine in beliebiger Höhe angebotene Geldmenge bereitzustellen.

MONEY: Welche langfristigen Folgen wird das haben?

Flesch: Auf Dauer wird diese Politik dazu führen, dass weiter wachsende Staatsschulden mit entsprechend wachsendem öffentlichem Sektor, Kapitalfehlallokationen durch die fehlende Steuerungsfunktion des Zinses auf Grund der Nullzinspolitik und die aufgeschobenen Strukturreformen in den Wirtschaftsordnungen der Nationalstaaten die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten EuroZone dramatisch zurückgehen lassen werden.

MONEY: Kann es nicht einfach immer so weitergehen?

Flesch: Nein. Das ist wie ein Gummiband, das immer weiter und weiter gedehnt wird. Aber irgendwann ist Schluss.

MONEY: Wovon hängt es ab, an welchem Punkt das Gummiband überdehnt ist?

Flesch: Von den ökonomischen Reaktionen der übrigen Welt. Davon, wann sie das Vertrauen in den Euro als zweitwichtigste Reservewährung der Welt und eine weitere stabile Entwicklung in Frage stellen und schließlich verlieren wird.

MONEY: Noch steht Euro-Land ganz gut da. Die jüngsten Daten deuten auf wirtschaftlichen Aufschwung.

Flesch: Natürlich. Der Leistungsbilanzüberschuss Europas von rund 250 Milliarden Euro im Jahr 2014 zeigt, dass immer noch eine starke Nachfrage nach dem Euro besteht. Erst wenn sich dieser durch fehlende Wettbewerbsfähigkeit an den Weltmärkten aufgebraucht hat und für die Bezahlung von Importen Auslandswährung benötigt wird, die die EZB aber nicht selbst drucken kann, wird der Wechselkurs des Euro unter starken Abwertungsdruck gesetzt werden. Europa wird sich dann in der Situation befinden, in der Griechenland sich seit Ausbruch seiner Staatsschuldenkrise 2010 befindet und in der es auch heute, wie die aktuellen Ereignisse zeigen, immer noch ist.

MONEY: Europa ist aber nicht Griechenland.

Flesch: Richtig. Im Unterschied zu Griechenland befindet sich Europa mit dem Rest der Welt nicht in einer Verschuldungsgemeinschaft, die bereit ist, zum Wohl einer großen Idee eine weitere Verschuldung hinzunehmen. Europa ist mit dem Rest der Welt auch nicht in einer Währungsunion, die Abwertungseffekte vermeidet und Liquiditätsengpässe durch Zentralbankkredite ausgleicht.

MONEY: Sie meinen, Europa wird dann in einer schlimmeren Lage sein, als es Griechenland heute ist?

Flesch: Ja sicher. Und aus den genannten Gründen wird der Highway zur Hölle in einer tiefen Rezession enden, mit hoher Arbeitslosigkeit, importierter Inflation und dann doch stark steigenden Zinsen, weil der Vertrauensverlust in die Währung durch höhere Zinszahlungen ausgeglichen werden muss. Europa wird das harte Schicksal der Länder mit immer weiter verfallender Währung ereilen, die am Ende einen harten Weg der erzwungenen ökonomischen Anpassung gehen müssen. Aber bis dahin kann nichts schiefgehen.

VITA Johann Rudolf Flesch, 64, Risiko-Experte mit Schwerpunkt Bankwesen 1969 Abitur in Hannover 1974 Dipl.-Volkswirt Uni Göttingen 1977 Promotion; Thema: Struktur des Bankensystems und Geldpolitik Berufliche Stationen u. a. bei der NordLB bis 1991, bei der DG Bank bis 2001; Seit 2008 Partner bei der Beratungsgesellschaft RISKBalance in Hamburg

„Sollten sich die Aktienkurse krisenhaft entwickeln, würde die Europäische Zentralbank selbst Aktien kaufen“

„Dieses System kann jede Krise an den Zins, Aktien- und Immo-Märkten abwehren - sogar eine systemische Bankenkrise“

© FOCUS Online 1996-2016 Drucken

Fotocredits:

Alle Inhalte, insbesondere die Texte und Bilder von Agenturen, sind urheberrechtlich geschützt und dürfen nur im Rahmen der gewöhnlichen Nutzung des Angebots vervielfältigt, verbreitet oder sonst genutzt werden.