

«Gefahr für die Stabilität der Eurozone»

MICHAEL HEISE Der Chefökonom der Allianz zu den Risiken der Schuldenkrise,

einer Umschuldung Griechenlands und dem Rätsel nicht risikogerechter Renditen

Der Chefvolkswirt des Münchner Versicherers und Vermögensverwalters Allianz, Michael Heise, bezieht nach der Lehman-Debatte 2008 seine Besonnenheit und prognostizierte eine rasche Erholung der Konjunktur. Er ist von den Vorteilen der europäischen Währungsunion tief überzeugt. Doch die chaotisch anmutende Krisenpolitik der Euroländer macht es ihm sichtlich schwer, allzu zuversichtliche Töne anzustimmen.

„Herr Heise, die Schuldenkrise hat sich von Griechenland ausgehend inzwischen auch auf Italien ausgeweitet. In welchem Zustand befindet sich die Europäische Währungsunion? Sie ist in eine Verwirrung geraten, in der die Lösungsfähigkeit der Politik in Frage gestellt ist. Die Märkte erwarten eine Strategie, ein Konzept, das langfristig wirkt. Aber die Konzepte der Politik sind eher kurzfristig und von einer Vielzahl verschiedener, sich teils widersprechender Stimmen begleitet. Es ist mir sehr schwierig für die Politik, das ganze Krisenmanagement im Griff zu behalten. Sie muss entscheidende treffen, die für sie in hohem Masse riskant sind – riskant, was die Akzeptanz in der Wählerschaft angeht. Gerade da nun ist es wichtig, Griechenland jetzt auf sichereres Terrain zurückzuführen. Sonst ist die Glaubwürdigkeit des Versprechens, den Euro zu stabilisieren, in Frage gestellt.“

Die Auswirkungen der Griechenlandkrise sind schon auf den Refinanzierungsmärkten der Banken zu spüren.

„Sie sprechen vom Euro, es geht in Ihren Augen also um eine Währungskrise? Die Krise der Finanzpolitik und der Staatsfinanzierung ist offensichtlich zu einer Ge-

fahr für die Stabilität der Eurozone geworden. Die Finanzmärkte sehen zwei Möglichkeiten: Entweder wird den Ländern, die in Finanzierungsproblemen stecken, durch Solidarität und Unterstützung geholfen, was auf politische Widerstände stößt, oder man muss Länder aus der Währungsunion entlassen. Dies ist, nichtweise existiert, und so hat diese Krise der Staatsfinanzen gravierende Auswirkungen auf die Währung. Ich persönlich glaube keineswegs, dass es zur Aufspaltung der Währungsunion kommt. Es wäre weder ökonomisch noch politisch sinnvoll, aber manche Marktmeinung tendiert derzeit dahin. Daher ist es richtig, wenn Politiker sagen, sie müssten bestimmte Einschnitte treffen, um die Eurozone zu stabilisieren.“

„Was müsste genau werden? Das Krisenmanagement muss dringend verbessert werden. Die Auswirkungen der Griechenlandkrise sind schon zu spüren auf den Refinanzierungsmärkten der Banken, aber auch in den Risikoprämien für andere Länder, zuletzt sogar für Italien. Das bereitet grosse Sorge. Notwendig wäre es, die in den Rettungsfonds bereits bereitgestellten Hilfen flexibler zu verwenden. Es kann nicht darum gehen, noch einmal gewaltige Aufstockungen der Rettungspakete in die Wege zu leiten, um durch immer grössere Kredite die fehlende Kapitalmarktfinanzierung von Ländern zu ersetzen. Das ist den Wählern nicht zu vermitteln und dürfte auch die Märkte kaum beruhigen. Wir brauchen ein Konzept, um die privaten Kapitalmärkte für die hoch verschuldeten Länder wieder zu öffnen. Mit Griechenland muss begonnen werden. Dazu braucht es einen Anleihtausch, bei dem private Investoren auf Forderungen verzichten, gleichzeitig aber durch begrenzten Einsatz öffentlicher Mittel mehr Sicherheit bekommen (vgl. Kassen Anten, Artm. d. Bsd.).“

„Die Ratingagenturen sagen jedoch, eine Umschuldung, auch eine

„freiwillige“, könne einem teilweisen Zahlungsausfall gleich. Die Risiken eines Default sind beherrschbar. Sicher kann jede Lösung von einigen Marktteilnehmern in Frage gestellt werden, aber man muss diesen Weg gehen. In der mexikanischen Schuldenkrise hat sich gezeigt, wie wichtig Psychologie ist und dass Märkte relativ schnell wieder in normaleres Fahrwasser kommen können.“
„Mit Argentinien gab es 2001 das Versuchs, über einen freiwilligen Mega-Swap die Schuldlast zu reduzieren – damit hätte man das Land in die Insolvenz

Es braucht einen Anleihtausch, bei dem private Investoren auf Forderungen verzichten.

Argentinien dient als warnendes Beispiel, aber dort waren die Schuldner zum grossen Teil die Banks. Der Minister Funes wäre ähnlich, wenn Griechenland mit einer schwachen Drachme hohe Summen in Euro zurückzahlen müsste. Darüber hinaus geht es in Griechenland vor allem um die Kapitalmarktstabilität der öffentlichen Hand. Mit den zugesagten weitreichenden Hilfen und einer Schuldenreduktion wäre das Problem zu lösen.

„Nicht unwichtig Ökonomen sagen aber, die Druckkräfte zur Drachme sei für Griechenland notwendig, damit die Wirtschaft überhaupt wieder wachsen könne. Dieses Argument überzeugt mich nicht. Der diesbezügliche Wechselkurs ist für die Schuldentematik erst einmal von Vorteil. Natürlich würde ein Austritt aus dem Euro die Leistungsbilanz rasch verbessern, weil sich das Land mit schwacher Drachme kaum noch Importe leisten könnte. Die Exportquote Griechenlands dagegen ist gering. Langfristig braucht das Land eine modernere und effizientere Wirtschaft.“

Das kann man durch strukturelle Reformen, nicht aber durch eine schwache Währungsinduzieren.

□ *Braucht es für eine Lösung der Krise nicht auch, dass die Einführung einer europäischen Anleihe, für die alle Mitglieder der Währungsunion einstehen?*
Die Einführung einer europäischen Anleihe wäre eine Zementierung der Transferunion: Schlechte Bonitäten würden quasi subventioniert. Ich könnte mir dies nur in abgewandelter Form vorstellen. Länder können ihre Staatsanleihen bei einer europäischen Behörde, etwa einem zu schaffenden European Sovereign Insurance Mechanism versichern. Sie hätten dann eine Art Garantie der Eurogemeinschaft, wären vollkommen kapitalmarktfähig und nicht von Crosskrediten der Rettungsfonds abhängig. Im Unterschied zu einem Eurobond bekommen sie den Schutz nicht kostenlos, sondern müssten eine Risikoprämie in Form einer Versicherungsgebühr an die staatliche Stelle entrichten. Der Einführung eines solchen Mechanismus stehen einige Hürden im Weg, die überwindbar sind. Den Ratingagenturen wäre dann das Argument entzogen, dass hoch verschuldete Länder abgestuft werden müssen, weil ihnen in absehbarer Zeit der Weg an den Kapitalmarkt nicht offensteht.

□ *Welche institutionellen Gefürten braucht es? Europa will geldpolitische Stabilität. Ihre Verzögerungen werden als stets gering empfunden, können aber durch nationale Fiskalpolitik gefährdet werden.*
Richtig, die Mitgliedschaft in einer Währungsunion setzt ein hohes Mass an Disziplin voraus, nicht nur in der Finanzpolitik, sondern auch in anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik. Ein gemeinsames Verständnis darüber ist in gewissem Sinn die Grundlage einer Währungsunion. Leider haben in der Vergangenheit Deutschland und Frankreich selbst gegen fiskalische Regeln der Währungsunion verstoßen und sie damit weiter

diskreditiert. Auch die heutigen Kernländer haben den Regeln und Mechanismen der Währungsunion keine Beachtung geschenkt. In Zukunft braucht die Währungsunion eine stärkere politische Integration und gegenseitige Kontrolle. Ansätze in diese Richtung gibt es, wie das europäische Semester oder die Neufassung des Stabilitätspaktes. Die Beschlüsse muss man natürlich anwenden und umsetzen, das ist klar.

Auch die USA und die Kernländer der Eurozone haben einen beachtlichen Konsolidierungsbedarf.

□ *Ist die Verschuldung der Eurozone noch tragbar angesichts der Konditionen, zu denen der Markt bereit ist, Geld zu geben?*
Es mag als ein Rätsel erscheinen, aber trotz des enormen Anstiegs der Staatsverschuldung über die vergangenen Jahre konnten sich die meisten Länder der Eurozone noch zu sehr niedrigen Zinsen finanzieren. Die Märkte scheinen nicht in grosser Masse verunsichert zu sein. Auch die USA profitieren weiter von sehr niedrigen Zinsen, was eigentlich erstaunlich ist.

□ *Sind die Zinsen risikoadäquat?*
Nach meiner Einschätzung eher nicht. Die tiefen Renditen spiegeln die Unsicherheit der Investoren und die Tatsache, dass sich das Spektrum sicherer Anlagen auf wenige Länder verengt hat, etwa auf die USA und die Kernländer der Eurozone, die zur Anlage gesucht sind. Auch diese Länder haben aber beachtlichen Konsolidierungsbedarf, nicht nur die USA, auch Deutschland und mehr noch Frankreich. Im Moment schlagen die hohen Defizite nicht auf die Zinsen durch, weil die krisenbedingt hohe Sparfähigkeit und das Entschulden im Privatsektor einen Finanzüberschuss erzeugen und so die hohe Staatsverschuldung mitfinanzieren. Aber eine Garantie, dass es so weitergeht, gibt es nicht.

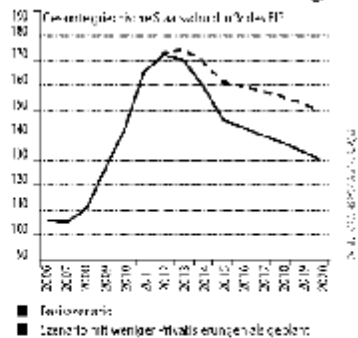
□ *Wird in Deutschland genug zur Haushaltskonsolidierung getan?*
Die Defizite gehen stark zurück, ich halte das Tempo für richtig. Angezeigt sind auch gewisse Korrekturen an der Steuerpolitik, etwa um die kalte Progression zu beseitigen und den Konsum zu unterstützen. Entscheidend ist, dass Deutschland auf einen soliden Wechselkurs kommt.

□ *Welche Spuren hinterlässt die Schuldenkrise in der Konjunkturentwicklung?*
Abgebrems: wird das Wachstum in der Eurozone durch die repressiven Tendenzen in den Krisenländern selbst, zudem wird auch der Bankenkanal in Mitteleuropa gezogen. Andererseits helfen der geschwächte Euro und das niedrige Zinsniveau in den Kernländern. Das Risiko ist aber offenkundig, dass die Auswirkungen stärker werden. Spitzte sich die Lage zu, würden die Zinsen steigen und wären weitere Konsolidierungs Schritte notwendig, was das Wachstum belastet.

□ *Wie sieht die Lage global aus?*
Das Wachstum aus den Schwellenländern ist nicht zu unterschätzen. Auch die USA dürften langsam, aber stetig wachsen und nicht in die Stagnation abrutschen.

INTERVIEW: DIETEGEN MÜLLER, Frankfurt

Enormer Schuldenberg



Legend: ■ Eurozone, ■ USA
Quelle: OECD, Eurostat, USDO