

FAZ

11.02.2013

Im Gespräch: Michael Heise, Chefsvolkswirt der Allianz

## „An den Finanzmärkten ist das Schlimmste vorbei“

Den Allianz-Chefsvolkswirt Michael Heise beeindruckten die Reformen in den Krisenländern. Weil sich auch die Weltkonjunktur erholt, hofft er auf eine Trendwende im Euroraum.

### **Herr Heise, ist das Schlimmste in der Schuldenkrise überstanden?**

An den Finanzmärkten ist das Schlimmste vorbei, weil die Politik sich entschlossen zeigt, eine abermalige Zuspitzung der Krise oder gar ein Auseinanderbrechen zu verhindern. Sie hat auch die Instrumente dafür. Aber die Krise als solche ist noch nicht überwunden. In manchen Ländern wird die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte noch zehn oder fünfzehn Jahre dauern.

### **Liegt auch der Höhepunkt der Wirtschaftskrise hinter uns?**

Ich glaube, die Wirtschaftskrise ist vorbei. Das ist weniger eine Leistung Europas als eine günstige Entwicklung der Weltwirtschaft, die sich abzeichnet. Die Zeichen sind unübersehbar, dass wir vor einer Erholung der Weltkonjunktur stehen. Und das gibt Europa den notwendigen Rückenwind, um die Anpassungsprozesse, die mit hohem Tempo laufen, noch weiter zu treiben. Die meisten Länder haben es schon geschafft, wieder eine gleichgewichtige Situation im Außenhandel und einen deutlichen Rückgang der Gesamtverschuldung zu erreichen.

### **Wie lang wird die Rezession noch dauern?**

Sie wird noch in diesem Jahr enden für den Euroraum. Die Stimmung der Wirtschaft hat sich auch in den Ländern, die in der Rezession stecken, in den vergangenen Monaten deutlich gebessert. Sie gewinnen Wettbewerbsfähigkeit zurück und verzeichnen überwiegend gute Ausfuhrsteigerungen. Das ist auf verringerte Lohnstückkosten zurückzuführen und auf Reformen auf den Arbeitsmärkten. Das alles führt dazu, dass die Leistungsbilanzdefizite fast geschlossen sind. Die Anpassungen sind enorm und sie sind möglicherweise unterschätzt worden.

### **Wenn sich die Lage so sehr gebessert hat, wäre da nicht eine geldpolitische Wende der Europäischen Zentralbank (EZB) angebracht?**

Es gibt einigen Anlass, den Ausstieg vorzubereiten. Erstens läuft die Konjunktur wieder an, was die EZB nicht unbedingt in ihren Erwartungen berücksichtigt hat. Die Entwicklung dürfte also besser als erwartet sein. Zweitens gibt es bemerkenswerte Zeichen der Normalisierung auf dem Geldmarkt. Die Banken kommen wieder leichter an Geld, was sich auch in einer geringeren Bilanzsumme der Zentralbank niederschlägt, weil die Notkredite weniger in Anspruch genommen werden. Außerdem nimmt das grenzüberschreitende Bankgeschäft, das in den vergangenen Jahren nahezu kollabiert war, wieder leicht zu. Deshalb sinken auch die Targetsalden und die daraus resultierenden Forderungen der Bundesbank.

### **Die EZB weist darauf hin, dass ihre Notmaßnahmen sich automatisch reduzieren. Reicht das, auf die Rückzahlung von Notkrediten zu warten und keine neuen zu begeben?**

Es ist richtig, dass sich vieles im Euroraum automatisch korrigiert. Die amerikanische und die britische Notenbank haben es da schwerer, weil sie in großem Umfang Anleihen dauerhaft in ihren Bestand genommen haben und es schwierig werden könnte, sie in einen schwachen Markt hinein zu verkaufen. Die automatische Korrektur bei den EZB-Krediten wird aber insbesondere angesichts der ungewöhnlich langen Laufzeit von drei Jahren möglicherweise nicht reichen. Wenn die Kreditnachfrage wieder anzieht, dann muss man mehr tun, als die Programme nur auslaufen zu lassen

### **Was ist zu tun?**

Erst mal sollte die EZB den Zins nicht mehr senken. Darüber hinaus kann man die riesige Liquidität schrittweise reduzieren. Das Problem ist allerdings, dass es immer noch schwache Banken gibt, die abhängig sind vom Zentralbankkredit, weil sie sich auf dem privaten Markt nicht finanzieren können. Deshalb wird es das Instrument der unbegrenzten Zuweisung von Liquidität noch länger geben müssen. Eine andere Frage ist jedoch, ob das weiterhin zu einem so günstigen Preis sein sollte. Bislang war der Zins so günstig, dass Banken insbesondere in den schwachen Ländern geradezu ein Anreiz gegeben wurde, viel Geld bei der Zentralbank zu beschaffen und dafür heimische Staatsanleihen mit viel höheren Zinsen zu kaufen. Im Zuge der Normalisierung sollte deshalb ein Aufschlag auf den Leitzins erhoben werden, wenn

Banken bei einem übermäßigen Anteil ihrer Finanzierung die Zentralbank in Anspruch nehmen.

### **Sollte auch der Leitzins schon erhöht werden?**

Das würde ich für den späteren Verlauf dieses Jahres nicht ausschließen. Eine Zinserhöhung wird notwendig, wenn die Konjunktur das hält, was sie unserer Einschätzung nach verspricht.

### **Das würde die Märkte überraschen, die noch auf eine Zinssenkung spekulieren. Wäre eine Erhöhung eine Belastung?**

Nicht für die Aktienmärkte. Ein solcher Schritt der EZB wäre dort eher ein positives Signal, dass sie der Wirtschaft einiges zutraut. Die Zinsmärkte könnten dagegen mit Kursverlusten reagieren. Aber wir müssen ohnehin bald zu einer Normalisierung der langfristigen Zinsen kommen. Auf dem heutigen niedrigen Niveau sind die Zinsen eine Belastung für die Sparer. Der Vermögensaufbau ist stark gebremst. Nominal wachsen die Vermögen in Deutschland nur noch sehr langsam, in anderen Ländern gehen sie nominal sogar zurück, das heißt unter Berücksichtigung der Inflation real sogar recht deutlich. So kann man einen Vermögensaufbau nicht finanzieren. Die Leute müssten dafür noch mehr sparen. Der zweite negative Effekt derart niedriger Zinsen ist die Fehlallokation des Kapitals. Bei so niedrigen Zinsen werden eben auch Projekte finanziert, die sehr geringe Erträge versprechen. Das schwächt die Produktivitätsentwicklung der Wirtschaft.

### **Sehen Sie das Risiko deutlich höherer Inflationsraten?**

Unmittelbar ist das Risiko gering. Der Druck auf die Löhne ist in den meisten Ländern des Euroraums sehr hoch. Die Lohnstückkosten sind zum Beispiel in Griechenland im vergangenen Jahr um 8 Prozent gesunken, obwohl die Produktivität rückläufig ist. Das heißt, die Löhne sind sogar um etwa 15 Prozent gesunken. Griechenland ist ein extremes Beispiel für Veränderung, das häufig unterschätzt wird. Aber auch im Euroraum insgesamt wird es wegen der geringen Kapazitätsauslastung in näherer Zukunft keine Inflation geben.

### **Die Menschen in Deutschland fürchten aber Inflation auf längere Sicht.**

Die Inflationsrisiken liegen eher bei den Vermögenspreisen als bei den Verbraucherpreisen. Teilweise ist das schon jetzt zu sehen, etwa bei Immobilien in

Ballungsräumen oder bei deutschen Staatsanleihen. Auf den Aktien- und anderen Kapitalmärkten gibt es noch keine Überhitzung, aber dazu kann es noch kommen. Dass der Druck auf die Verbraucherpreise begrenzt bleiben wird, ist auch durch den harten Wettbewerb auf den Weltmärkten bedingt. Hinzu kommt, dass die verbesserte Kostenstruktur in Südeuropa die Länder wieder für deutsche Unternehmen als Zulieferer interessant macht. In der deutschen Lohnpolitik hat es in den vergangenen Jahren nach den großen Zugeständnissen in der Krise einen Aufschlag gegeben. Man wird wegen der Wettbewerbsfähigkeit aber keinen Kurs einschlagen, der zu Inflation führen wird.

### **Alles bestens also, oder kann die von Ihnen erwartete Vermögenspreisinflation destabilisierend wirken?**

Eine Vermögenspreisinflation ist nicht zwingend, wenn sie nicht von dauerhaft expansiver Geldpolitik angefacht wird. Das Risiko einer ungesunden Dynamik ist recht hoch. Beispielsweise gibt es bei den Häuserpreisen in einigen Regionen schon Übertreibungen. Und jeder Finanzboom bringt langfristig spekulatives Verhalten und neue Verschuldung. Ob langfristig daraus Inflation entsteht, hängt vom Konzept der Zentralbank ab. Deshalb kann man die EZB nur ermutigen, nicht nur bei ihrem Konzept der Preisstabilitätssicherung zu bleiben, das ja auch Finanzmarktrisiken mit in den Blick nimmt, sondern ihrer Stimme auch international Gehör zu verschaffen. Der Ausstieg aus der Krisenpolitik darf auch international nicht zu lange aufgeschoben werden. In der Krise ist eine extrem expansive Geldpolitik sicher gerechtfertigt, doch das muss alsbald zurückgeführt werden.

### **Kann die EZB das hinkriegen, wenn alle anderen großen Zentralbanken weiter expansiv agieren?**

Ein Ausstieg sollte koordiniert geschehen. Denn sonst geht der Euro durch die Decke und würde einen Aufschwung verhindern. Ich halte eine internationale Abstimmung für durchaus möglich.

### **Wann sollte der Ausstieg aus der Krisenpolitik beginnen?**

Nicht sofort, weil die Konjunktur noch zu schwach ist und der akute Inflationsdruck gering. Zudem sind die Inflationserwartungen fest verankert und die Kreditvergabe ist schwach. Aber der Ausstieg muss vorbereitet sein und die Märkte eingestimmt.

**Gibt es eine Chance, dass die Euro-Krise in einigen Jahren als reinigendes Gewitter gesehen wird, aus dem der Euroraum gestärkt hervorgeht?**

Das hat man in den vergangenen Jahren immer mal wieder gehört. Meist war das Wunschdenken oder Zweckoptimismus. Doch inzwischen ist diese Hoffnung durch echte Reformanstrengungen unterfüttert. Zwar wird es noch dauern, bis die Arbeitslosigkeit im Euroraum deutlich sinkt, aber dennoch ist die Geschwindigkeit beeindruckend, mit der die Ungleichgewichte abgebaut werden. Das sticht alles aus, was in anderen Währungsräumen zu sehen ist. Der Euro wird nicht nur alle Länder behalten, sondern neue dazugewinnen.