

„Die nächste Finanzkrise wird kommen“

Chefvolkswirt Heise und Geschichtsprofessor Straumann ordnen Irankrieg ein

ham. FRANKFURT. Finanzkrisen lassen sich nicht vermeiden, das zeigt ein Blick in die Geschichte. Aber ihr Einfluss auf die Realwirtschaft, also etwa das Ausmaß der Arbeitsplatzverluste und der Rutsch der Hauspreise, kann stärker oder schwächer ausfallen, je nachdem wie schnell Schief lagen im Finanz- und Bankensektor beseitigt werden und damit die Ansteckung weiterer Märkte eingedämmt wird. Das war der Tenor einer Veranstaltung des Center for Financial Studies der Frankfurter Goethe-Universität am Abend des 3. März.

Der Hauptredner dort, Michael Heise, stand trotz des wirtschaftshistorischen Blickwinkels der Veranstaltung unter dem Eindruck der Verkaufswelle an den Aktienmärkten, die zu Wochenbeginn durch Angriffe der USA und Israels auf Iran ausgelöst worden ist. Falls die Energiepreise nun stark steigen und Transportwege, etwa die Straße von Hormus, verstopfen, könne es gefährlich werden für Anleger. Aber selbst dann rechnet Heise, früher Chefvolkswirt der DZ Bank, des Allianz-Versicherers und heute des Vermögensverwalters HQ Trust, nicht mit einer Finanzkrise vergleichbaren Ausmaßes wie nach der Insolvenz der US-Bank Lehman im Jahr 2008, sondern „nur“ mit einer scharfen Aktienkurskorrektur von zehn bis 15 Prozent. Danach würden sich die Aktienkurse fangen, es sei denn, so Heises Einschränkung, der Ölpreis steige von derzeit 80 auf 150 Dollar.

Heises zentrales Argument, warum er keine tiefe Finanzkrise wittert, lautet: Die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen ist relativ gering. Schulden, etwa Aktienkäufe auf Kredit, wirkten in der Vergangenheit oft als Beschleuniger von Preisrückgängen, da Schuldner ihre kreditfinanzierten Vermögenswerte verkaufen müssen, wenn ihre Gläubiger sie nicht mehr als Sicherheit akzeptieren. Derartige Notverkäufe verstärken dann den Abwärtstrend. „Finanzkrisen ging in der Regel ein Boom voraus“, sagte Heise.

Ansätze eines Booms kann der erfahrene Chefvolkswirt indes auch heute erkennen. So hält er die Bewertung von US-Aktien, insbesondere von Techwerten, mit Verweis auf die Kennziffer „Shiller-KGV“ für „enorm hoch“. Auch seien die Bruttovermögen der Amerikaner, die stärker als Europäer ihre Ersparnisse am Aktienmarkt anlegen, seit Jahrzehnten viel schneller gewachsen als die Leistung der Volkswirtschaft (BIP). Hinzu komme ein „spektakulärer Anstieg der Wohnimmobilienpreise“ in den USA, über den kaum jemand rede, der sich aber mit Daten der OECD gut belegen lässt, wie Heise zeigte. „Die hohen Wohnimmobilienpreise werden als Risiko unterschätzt“, sagte Heise. Dagegen hätten die Preise für Gewerbeim-

mobilien nach dem starken Zinsanstieg im Jahr 2022 eine „heftige Korrektur“ erlebt und stabilisierten sich nun. „Da gibt es keine Übertreibung mehr.“

Tobias Straumann, Geschichtsprofessor der Universität Zürich, ging in seinem Vortrag auf typische Merkmale von Finanzkrisen ein. Oft lösten sie Finanzinnovationen aus, er nannte als Beispiele im 11. Jahrhundert in China die Einführung von Papiergeld, im 14. Jahrhundert die Einführung des Wechsels in Italien oder im 18. Jahrhundert das Platzen der Mississippi-Blase und der



Michael Heise

Foto HQ Trust

South-Sea-Blase. Damals mussten Frankreichs und Britanniens Gläubiger einwilligen, nachdem diese Staaten durch Kriege hohe Schulden angehäuft hatten, dass sie für ihre Kreditforderungen riskantere aktienähnliche Eigentümer-Wertpapiere erhielten. Der bei Unternehmenssanierungen oft genutzte „Debt-to-Equity-Swap“ war geboren.

Heise sieht auch heute die Staatsschulden etwa der USA und Chinas als nicht nachhaltig an, denn ihr Niveau übersteige inzwischen eine Jahreswirtschaftsleistung (BIP). Der Chefvolkswirt von HQ Trust geht aber davon aus, dass die Anleger am Anleihemarkt die Staatsführungen zu einer Umkehr in der Finanzpolitik werden zwingen können, ähnlich wie im Fall der britischen Premierministerin Liz Truss, die im Herbst 2022 mit der von ihr geplanten erhöhten Schuldenaufnahme einen derart heftigen Renditeanstieg auslöste, dass sie nach nur wenigen Tagen im Amt wegen des erschütterten Anlegervertrauens zurücktreten musste. Auch US-Präsident Donald Trump verhalte sich „verrückt“, meint Heise, da er trotz des schon hohen Schuldenstandes weitere jährliche Haushaltsdefizite von 7,5 Prozent des BIP plane. Aber schon zeige

sich leichte Zurückhaltung von Anlegern beim Kauf neuer US-Staatsanleihen, die Trump früher oder später zur Umkehr bewegen sollte, glaubt Heise.

Spannend ist auch die Frage, welche Finanzinnovationen der vergangenen Jahre in der nächsten Finanzkrise eine zentrale Rolle spielen könnten. Stablecoins? Heise sieht durchaus die Gefahr, die von diesen Kryptowährungen ausgeht. Anders als etwa Bitcoin und Ether versprechen die Emittenten von Stablecoins wie Tether und Circle, mithilfe hoher Reserven an US-Staatsanleihen stets einen fest an den US-Dollar gekoppelten Wert der Kryptowährung zu garantieren. Allerdings könnten sie in einem ungünstigen Moment gezwungen sein, US-Staatsanleihen zu verkaufen – ähnlich wie eine Bank, von der Anleger ihre Sparguthaben massiv abziehen.

Auch der seit der Finanzkrise stark gewachsene, da anders als Banken wenig regulierte Schattenbankensektor ist eine Risikoquelle. Zuletzt machte der Privatkreditfonds (Private Credit) Blue Owl mit einer Schieflage von sich reden. Um Liquidität ringende Hedgefonds wie 1994 LTCM waren schon öfter Krisenbeschleuniger. Heise hält aber sowohl die Märkte für Stablecoins als auch für Private-Credit-Fonds für zu klein, um eine Finanzkrise auszulösen. Es fehlten, anders als 2008/2009, die gehobelten Kreditprodukte, mit denen die private Verschuldung multipliziert wurde, fügte Michael Klaus hinzu, der damals persönlich haftender Gesellschafter des Bankhauses Metzler war und an diesem Abend als Vorstandsvorsitzender des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte zu den Gastgebern gehörte.

Lloyd Blankfein, während der Finanzkrise 2008 Vorstandschef der US-Investmentbank Goldman Sachs, schreibt in einem aktuellen Buch, man sollte sich nie darauf verlassen, dass man üblicherweise liquide Vermögensgegenstände auch in der Not immer loswerde. Da die jüngste Finanzkrise mehr als zwanzig Jahre zurückliege, seien zu viele Leute gerade allzu entspannt, warnt Blankfein. Heise und Straumann zweifeln jedoch nicht daran, dass die nächste Finanzkrise früher oder später kommen wird. Damit sie aber keine allzu gravierenden Folgen für die Realwirtschaft habe, sollte die Feuerwehr trainiert werden, sagte Straumann mit Blick auf Bankaufseher und Regeln.

Dass 2023 in seiner Schweizer Heimat die Bank Credit Suisse nicht, wie eigentlich von Aufsehern immer wieder beteuert, abgewickelt wurde, sondern an einem Wochenende an die noch größere Schweizer Bank UBS übertragen wurde, kann Straumann gut verstehen. Sinngemäß heißt das: In Bankenkrisen muss pragmatisch gehandelt werden, dann ist nicht die Zeit für Experimente.