

«SICHERE ANLEIHEN SIND EINE FEHLANNAHME»

Der Ökonom **Mathias Hoffmann** über abhandengekommene Alternativen für wenig riskante Anlagen, die Inflationsgefahr für Anleger und die Chancen Europas. *Von Peter Hody*

Stocks: Sie sagen, die Schuldenkrise in Europa habe zu einem Paradigmenwechsel geführt, was die Bewertung von Sicherheiten und Risiken betrifft.

Was meinen Sie damit?

Mathias Hoffmann: Gemäss Lehrbuch gibt es die Fiktion einer risikofreien Anlageform, die einem risikoreicheren Anlageportfolio beigemischt wird, um dieses abzusichern. Das sind in der Regel Staatsanleihen eines wirtschaftlich starken Landes, von dem man sich unmöglich vorstellen kann, dass es irgendwann seine Zahlungen einstellt – also US-Treasuries oder deutsche Anleihen. In den vergangenen zehn Jahren hat der Markt die Anleihen Italiens und Spaniens praktisch gleich bewertet wie jene aus Deutschland. Nun hat man gesehen: Pleiten dieser Staaten sind denkbar, und eine mögliche Rettung würde auch die fiskalische Kraft eines Landes wie Deutschland übersteigen. Vor diesem Hintergrund sind uns die Bezugspunkte dazu verloren gegangen, was überhaupt noch sicher ist.

Deutsche oder auch Schweizer Staatsanleihen werden aber noch als sehr sicher betrachtet. Mit der Folge, dass sie kaum mehr Renditen abwerfen.

Die Renditen deutscher Anleihen aus der letzten Auktion sind sogar negativ. Anlagen, in denen Investoren noch eine Sicherheit erkennen, zeigen meines Erachtens Anzeichen einer Blase. Eine Gefahr liegt darin, dass Deutschland zu leichtfertig für die Schulden anderer Länder geradesteht. Dann leidet die Bonität und die Anleihen sind nur noch vermeintlich sicher.

Wo führt dieser Paradigmenwechsel hin?

Eine Alternative zu US-Staatsanleihen ist schlicht nicht vorhanden. An eine mittelfristige Ablösung des Dollars als internationale Leitwährung durch den chinesischen Renminbi glaube ich noch nicht. Würden

Sie grosse Vermögenswerte in einem Land wie China anlegen, das keine wirkliche Demokratie ist, wo der wirtschaftliche Kurs hin zu mehr Kapitalismus angesichts eines Führungswechsels in den kommenden Jahren durchaus in Frage gestellt werden kann? Trotz seiner Grösse spielt China an den Finanzmärkten noch keine grosse Rolle.

Für Pensionskassen und Versicherer ist diese Situation eine Katastrophe.

Seine Rolle wird zwar immer wichtiger, aber auf absehbare Zeit bleibt die Liquidität von US-Staatsanleihen das Anlagekriterium schlechthin. Das sehen Sie ja auch daran, dass die Herabstufung vom Triple-A in den USA selber nicht gerade zu einem Umdenken oder zu höheren Zinsen geführt hat.

Anleger müssen mangels Alternativen auch Negativ-Renditen akzeptieren.

Richtig, aus einem kurzfristigen Sicherheitsdenken geht man beispielsweise in deutsche Staatsanleihen. Die tiefen – oder negativen – Renditen dürfen aber nicht zur Fehlannahme verleiten, dass es sich dabei um risikolose Anlagen handelt. Die tiefen Renditen spiegeln im Prinzip eine Liquiditätsprämie, die Investoren bereit sind zu zahlen.

Was bedeutet das für institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherer, die Renditen erzielen müssen, ohne dass sie hohe Risiken eingehen?

Das ist eine Katastrophe. Es ist für Pensionskassen und Versicherer derzeit unmöglich, die Renditen zu erzielen, die – auch vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung – gebraucht würden.

Das ist aber kein Zustand, der lange anhalten darf. Allein in Europa und in der Schweiz werden zig Billionen an Euro und Franken an Pensionsansprüchen fällig.

Natürlich müssen diese Ansprüche erfüllt werden – aber das wird nur nominell so sein. Die Schweiz ist als Gesellschaft im Vergleich zu vielen europäischen Ländern in einer besseren Situation, weil sie keine unmittelbaren fiskalischen Probleme hat. Aber auch in der Schweiz ist die Demografie eine Belastung. Dazu kommt der sich ständig aufwertende Franken. Für den Konsumenten ist das zwar eine schöne Entwicklung, da seine Kaufkraft steigt und die Preisstabilität hoch ist, Pensionsgelder, die aufgrund der beschränkten Möglichkeiten in der Schweiz zu einem grossen Teil im Ausland angelegt werden müssen, werden in Franken aber immer weniger wert. Das ist ein grosses Problem. Schliesslich kann sich die Schweiz nicht von den Weltfinanzmärkten abkoppeln.

Das heisst für die Schweizer: Entweder runter mit den Ansprüchen oder länger arbeiten.

Ja, für die Allermeisten heisst es genau das. Aber das wird in allen Industrieländern so sein. In der Schweiz ist der Anpassungsbedarf noch relativ überschaubar.

Eine pessimistische Sichtweise.

Nun, ganz so pessimistisch sollte man die Zukunft nicht einschätzen. Schliesslich gibt es global durchaus Chancen. Die Wachstumsdynamiken in den Schwellenländern sind intakt. Natürlich wird es aber auch dort zu Korrekturen kommen, die internationale Verwerfungen hervorrufen werden. Ich würde beispielsweise nicht meine Hand für die Stabilität des chinesischen Finanzsystems ins Feuer legen. Dennoch täten beispielsweise Pensionsfonds gut daran, einen nicht unerheblichen Teil ihres Portfolios in diesen Märkten zu



Mathias Hoffmann Der Ökonom sieht in Europa durchaus noch Wachstumschancen. Er vergleicht die derzeitigen Schuldenprobleme mit einer Emerging-Market-Krise.

investieren. Allerdings muss man auch in der Lage sein, Rückschläge zu verkraften. Auch in Europa droht ja nicht gerade der Weltuntergang. Ein realistisches Szenario in der Währungsunion liegt irgendwo zwischen den Stabilitätsbeschwörungen der Politiker und der Panik, die sich in den Spreads der Finanzmärkte widerspiegelt.

Sie sehen noch Wachstumschancen in Europa?

Diese gibt es, ja. Wir haben grosse fiskalische Probleme, das stimmt. Aber dass in der EU in den letzten Jahren alles falsch gemacht wurde, stimmt nicht. Die peripheren Staaten wie Griechenland, Portugal oder auch Spanien waren die eigentlichen Emerging Markets der 1980er- und 1990er-Jahre. Das wurde nie so wahrgenommen. Es hat volkswirtschaftlich Sinn gemacht, dass Kapital aus Ländern wie Deutschland oder den Niederlanden in Länder mit deutlich geringerer – aber wachsender – Produktivität geflossen ist. Es entspricht auch der volkswirtschaftlichen Lehrmeinung, dass sich Länder in diesem Prozess verschulden. Man kann also zurzeit von einer Emerging-Market-Krise innerhalb Europas sprechen. Ein solcher Wachstumsprozess, wie die Länder Südeuropas oder auch Irland ihn hatten, geht in der Regel nicht ohne Kater zu Ende.

Braucht es regulatorische Lockerungen gerade für institutionelle Investoren, damit sie freier Kapital allozieren können?

Man muss die gegenwärtigen Einschränkungen vor dem Hintergrund der beispiellosen Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte sehen und vor den Risiken, die diese zur Folge hatten: Finanzkrisen breiten sich wahnsinnig schnell global aus, vielfach ohne dass man weiss, wo die Risiken überhaupt lagern. Darum ist es zurzeit auch in Mode, die globalisierten Finanzmärkte zu kritisieren. Diese teilweise berechtigte Kritik verschleiert aber oftmals auch den Wunsch nach einem neuen Finanzprotektionismus. Zunehmend findet statt, was in der Lehre fiskalische oder finanzielle Repression genannt wird: Um die Schuldenstände des Staates zu konsolidieren, werden mehr oder weniger offensichtlich repressive Massnahmen durchgesetzt. Zum Beispiel werden Pensionskassen oder Versicherer gezwungen, Staatsanleihen zu halten. Oder Staatsanleihen werden einfach vom Gesetzgeber als sicher bezeichnet, weshalb Banken sie nur mit wenig Eigenkapital unterlegen →

BILD: PEF

müssen. Oder die Zinserträge auf Staatsanleihen werden gegenüber anderen Kapitalerträgen steuerlich begünstigt, etc. Der Möglichkeiten gibt es da viele.

Was ist das Ziel dieser Repression?

Flankiert von einer expansiven Geldpolitik werden solche Massnahmen dazu führen, dass zumindest die potenteren Staaten wie Deutschland oder Frankreich sich zu relativ geringen Nominalzinsen verschulden können. Wenn dann noch ein gerüttelt Mass Inflation dazu kommt, sagen wir drei bis fünf Prozent, dann werden die Realzinsen schnell negativ. Das macht man ein paar Jahre, dann sind die Staatsschulden bald unter Kontrolle. Leider auf Kosten der Sparer.

Diese Regulierungen sollten zwar der Eindämmung der Risiken dienen, sie schränken aber die Flexibilität von Investoren ein – auch zum Schaden der Gesellschaft.

Ja. Das ist die Folge einer falschen Entwicklung. Ein zu grosser Teil der finanziellen Globalisierung war eine Globalisierung der Banken. Diese ist wirklich zu weit gegangen. Hier sind Regulierungen auch notwendig. Hingegen profitieren Privathaushalte und Kleinunternehmen in Europa bei weitem nicht in gleichem Masse von einem einheitlichen Finanzmarkt. Gäbe es eine solche Integration, wäre es für ein Schweizer KMU ein Leichtes, in Frankreich einen Bankkredit aufzunehmen. Oder für eine französische Familie einen Autokredit in Deutschland zu bekommen. Auch beruhen die finanziellen Verflechtungen zwischen den Volkswirtschaften in der Eurozone noch zu stark auf Kreditbeziehungen – wiederum meistens durch den Bankensektor – und zu wenig auf grenzüberschreitender Eigenkapitalbeteiligung, etwa von kleinen und mittleren Unternehmen oder von privaten Haushalten. Dieser Unterschied ist sehr wichtig.

Warum?

Im Gegensatz zu Kreditgebern, wären die Eigentümer von Kapital am Abschwung und am Aufschwung in einem anderen Euroland beteiligt. Der Vergleich mit den Gliedstaaten der USA als einer gut funktionierenden Währungsunion ist hier hilfreich: Ein Abschwung in Kalifornien führt auch im Staate New York zu enormen Einkommensausfällen, weil New Yorker Firmen über die Wall Street oder über Direktinvestitionen Anteile an Firmen in Kalifornien besitzen und deren Gewinne zurückgehen. Umgekehrt besitzen die Kalifornier grosse



BILD: WWW.BILDERBOX.COM



Sachwerte Gold, Immobilien Es seien auch nur vermeintlich sichere Anlagen, sagt Mathias Hoffmann. Als Inflations-Hedge sind sie kaum mehr tauglich. Hohes Preisniveau und Blasenbildung sind reale Gefahren. Andere Sachwerte wie Kunst sind illiquide.

Anteile auch an New Yorker Firmen, was die Auswirkungen der Rezession in Kalifornien abmildert. Dieser Effekt spielt zwischen den Eurostaaten sehr viel weniger stark. Das bedeutet, dass es nur in geringem Mass eine Beteiligung deutscher Investoren an einem Abschwung etwa in Italien oder Spanien gibt. Fallen Kreditzahlungen aber aus, wird es gleich chaotisch. Dies droht uns aktuell.

Es findet zunehmend eine fiskalische oder finanzielle Repression statt.

Eine stärkere direkte Verflechtung über Eigenkapitalpositionen würde hingegen zu einer automatischen Teilung der Risiken zwischen den Euroländern führen. Übrigens: Dieser Mechanismus ist deutlich wichtiger für die Kohärenz der USA als Währungsunion als alle Fiskaltransfers zwischen den Bundesstaaten. Das sollten wir bedenken, denn derzeit reden wir ja viel darüber, wie über fiskalische Transfers der Zusammenhalt der Euroländer gewährleistet werden kann. Das ist nicht falsch, aber der entscheidende Hebel bleibt eine Vollendung der wirtschaftlichen Integration.

Für Privatanleger ist die Situation genauso schwierig. Woran sollen sie sich orientieren?

Wenn sie viel Vermögen haben, liegt die Lösung in einer breiten Streuung und in

der Diversifikation der Anlageklassen.

Das Problem haben aber die kleinen und mittleren Anleger. Wie sollen diese beispielsweise inflationssicher investieren?

Immobilien sind gerade in der Schweiz hoch bewertet. Gold ist mit Sicherheit in einer Blase. Vermögenserhaltung ist in dieser Situation für Anleger das Entscheidende. Da spielen aber die Inflationsgefahren eine grosse Rolle. Denn wenn das unwahrscheinliche Szenario eintritt, dass die Märkte in den ausgegebenen Staatsanleihen und in der zur Verfügung gestellten Liquidität – also gedrucktes Geld – nicht mehr den entsprechenden Gegenwert in Güterform sehen, dann wird das allgemeine Preisniveau für Güter steigen und der Wert des Geldes sinken. In so einer Welt hätte auch eine Zentralbank keinerlei Instrumente. Geldpolitik kann letztlich nur den relativen Preis von zwei Formen von Staatsschulden bestimmen: den von Geld relativ zu dem von Staatsanleihen – nämlich den Nominalzins. Wenn aber beide – Staatsanleihen und Geld – nur noch einen geringen Gegenwert in realen Gütern haben, weil es von beidem zu viel gibt, dann steigt das Preisniveau.

Ist das ein realistisches Szenario?

Die Wahrscheinlichkeit, dass es eintritt, ist nicht sehr gross, aber es ist realistisch. Für Privatanleger mit mittlerem oder kleinem Vermögen ist dieses Szenario vielleicht sogar das grösste Risiko. So viel Geld können Sie bei einem vernünftigen Risikoprofil als Kleinanleger mit Aktien oder Immobilien

nie verdienen, wie Sie durch eine Inflation verlieren können. Und lassen Sie mich das sagen: Wir reden hier nicht über das Szenario einer galoppierenden Inflation. Fünf bis zehn Jahre mit fünf Prozent Inflation genügen, um ein Vermögen zu vernichten. **Sollen Privatanleger auf Sachwerte ausweichen?**

Sachwerte im grösseren Umfang sind eben nur etwas für die Vermögenden. Diese können für eine Million ein Kunstwerk oder ein weiteres Haus in London als Inflations-Hedge kaufen. Als kleiner oder mittlerer Anleger müssten Sie sehr grosse Teile Ihres Portfolio in solchen sehr illiquiden Anlagen binden, um eine wirksame Absicherung zu bekommen. Eine generelle Inflationsversicherung gibt es in dem Sinn aber nicht, weil auch in Sachwerten durchaus Blasen entstehen können.

Die Finanzmärkte – und Anleger – müssen ihre Aktionen derzeit auf die Glaubwürdigkeit der Politiker abstützen. Mit dieser steht es nicht zum Besten. Mit der Folge, dass Verunsicherung und Panik herrscht. Sind sich die Politiker ihrer Rolle zu wenig bewusst?

Doch, ich glaube Politiker sind sich ihrer Rolle sehr bewusst. Es ist im institutionell immer noch fragmentierten Europa allerdings schwierig, irgendein Gefühl der Glaubwürdigkeit zu vermitteln. Je länger wirklich glaubwürdige Lösungen auf sich warten lassen, desto schwieriger wird es. Beispiel Griechenland: Das Land ist pleite und ein Schuldenschnitt ist unvermeidlich. Dennoch fliessen die Kredite weiter. Hingegen würde eine höhere Glaubwürdigkeit Zeit bieten, um eine Lösung zu fin-

Ein Ausscheiden aus dem Euro bringt überschuldeten Ländern keine Vorteile.

den. Auch wenn es eine Lösung der langsamen Schritte ist. Wer Vertrauen schafft, kann umgekehrt auch mit einer gewissen Geduld der Finanzmärkte rechnen. Das sehen Sie daran, dass sich die Lage in Irland durchaus etwas beruhigt hat.

An einen Befreiungsschlag glaubt wohl niemand mehr.

In der Tat glaube ich, dass nur eine Reihe von bedachten, aber ernsthaften Schritten die Glaubwürdigkeit wieder herstellen kann. Wer als Politiker die Erwartung weckt oder verstärkt, nach dem nächsten Euro-Gipfel gebe es den grossen Befreiungsschlag, der ist meiner Meinung nach ein Scharlatan. An den harten Schnitten – Liberalisierung der Arbeits- und Dienstleistungsmärkte, Eindämmung der Pensionsansprüche und der Privilegien im öffentlichen Sektor, Verbesserung des Bildungssystems etc. – führt in den Krisenländern kein Weg vorbei. Das braucht Zeit. Alle anderen Massnahmen – fiskalische Transferunion, ein neuer Stabilitätspakt, Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB – können helfen, sind aber letztlich nur flankierend.

Kann der Euro überhaupt untergehen oder auseinanderbrechen?

Ich halte es für ein sehr unwahrscheinliches Szenario. Natürlich ist die Finanzmarktintegration in Europa noch immer nicht perfekt, was den Retail-Bankenbe-

reich betrifft oder grenzübergreifendes Eigentum. Natürlich müssen sich die fiskalischen Institutionen in Europa weiterentwickeln. Natürlich ist die Situation zurzeit chaotisch. Aber die institutionelle Verflechtung ist so eng wie noch nie, wirtschaftlich wie rechtlich.

Der Ausschluss Griechenlands aus dem Euro wird aber bereits diskutiert.

Was würde passieren, wenn wieder die Drachme eingeführt würde? Durch die Abwertung wäre der Bankensektor sofort pleite und der Staat könnte sich am internationalen Kapitalmarkt auch keine Kredite mehr verschaffen, wäre also auch bankrott. Verblieben die Altschulden noch immer in Euro? Da würden die Diskussionen bereits losgehen. Ausserdem hilft eine Abwertung gar nichts, wenn ein Land so einen schwachen Exportsektor hat wie Griechenland. Ein Ausscheiden aus dem Euro brächte für die überschuldeten Länder per Saldo keine Vorteile. Und die Länder im Norden können kein grosses Interesse daran haben, dass ihre Assets, mit denen sie jahrelang die Leistungsbilanzdefizite im Süden finanziert haben, ebenfalls abgewertet würden.

Also bleibt Europa nur die Vorwärtsstrategie?

Ja, aber das wird ein schwieriger Prozess. Es gibt hier wieder die Analogie mit den USA: Diese haben im späten 18. Jahrhundert erstmals eine gemeinsame Staatsschuld herausgegeben, um Pleiten von Mitgliedsstaaten zu verhindern. Die Gestaltung einer Zentralbank kam viel später und ging im späten 19. Jahrhundert zunächst schief. Die Federal Reserve gibt es erst seit 1913. Das heisst, die Entwicklung von Staatlichkeit der USA als Bundesstaat war ein sehr langer und von vielen Rückschlägen geprägter Prozess. Aber letztendlich hat es doch funktioniert. In Europa ist die Entwicklung ähnlich, auch wenn sie sich im Detail unterscheidet: Wir haben eine gemeinsame Geldpolitik und einen gemeinsamen Gütermarkt, aber keinen vereinten Arbeitsmarkt und auch keine einheitliche Fiskalpolitik. Das heisst, die Richtung, die nötigen Ausgleichsmechanismen in Europa zu schaffen, ist vorgegeben. Aber das wird lange dauern, und es wird Rückschläge geben. Nochmals: Es gibt keine «Silver Bullet» zur Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise, sondern nur einen langen, steinigen Weg. ■

ZUR PERSON

Mathias Hoffmann Der gebürtige Saarländer ist seit Herbst 2006 als ordentlicher Professor für International Trade and Finance am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung an der Universität Zürich tätig. Forschungsgebiete des 40-Jährigen sind insbesondere weltwirtschaftliche sowie aussenwirtschaftliche Fragen und angewandte Ökonometrie. Vor seiner Berufung in Zürich lehrte Hoffmann an der Universität Dortmund sowie als Lecturer an der Universität Southampton. Hoffmann war während seiner Zeit in Britannien Berater der Bank of England.



BILD: PEF