

„Der Schlüssel liegt in einer veränderten Assetallokation“

Prof. Dr. Hartwig Webersinke, Dekan der Fakultät Wirtschaft und Recht der Hochschule Aschaffenburg und Aufsichtsrat der Wallrich Asset Management AG zur Zinsentwicklung in Europa und den USA.

Herr Prof. Dr. Webersinke, die Renditen langlaufender Bundesanleihen sind zuletzt wieder deutlich angestiegen. Ist die Zinswende in der Euro-Zone damit eingeleitet?

Prof. Dr. Webersinke: Was diesbezüglich in den letzten Wochen sehr spektakulär zu sehen war, ist im Wesentlichen auf die Aktionen einiger Hedgefondsmanager zurückzuführen. So hat etwa Bill Gross die Spekulation gegen deutsche Staatsanleihen als „The short of a lifetime“ bezeichnet. Mit seinen markanten Aussagen konnte der charismatische Anleihefondsmanager in einer sehr überkauften Marktsituation zwar einige Nachahmer finden, die Wende stellt die heftige Gegenbewegung bei den Renditen heimischer Staatsanleihen jedoch keinesfalls dar. Vielmehr war sie nach einem sehr langen Zinsabwärtstrend überfällig und kann sogar als trendbestätigend gesehen werden.

Wenn Sie von „trendbestätigend“ sprechen, gehen Sie somit davon aus, dass die Zinsen von der EZB noch weiter gesenkt werden?

Prof. Dr. Webersinke: Ja, ganz eindeutig. Ausgangspunkt der EZB-Politik ist ja nicht die Spekulation der Hedgefonds, sondern die Krise Europas. Griechenland, das ohne fremde Hilfe finanziell nicht überlebensfähig ist, zeigt dass wir unsere massiven Strukturprobleme in Europa noch keineswegs überwunden haben. Herr Draghi ist zu allem bereit, hier zu helfen und zu stützen.

Dabei ist Griechenland ein Einzelfall oder die Spitze des Eisbergs?

Prof. Dr. Webersinke: Griechenland ist ein besonderer Fall, ökonomisch aber nicht übermäßig bedeutend. Die

sehr aggressive Geldpolitik soll Gesamteuropa sanieren, insbesondere die Olivenstaaten rings um das Mittelmeer.



Sehen Sie eine Grenze, bis zu der die Renditen maximal nach unten gehen können?

Prof. Dr. Webersinke: Da gibt es keine theoretische Grenze. Derzeit liegt die natürliche Grenze bei rund -0,2%, also dem Einlagensatz der Notenbank. Wird dieser Satz weiter gesenkt, besteht auch weiteres Abwärtspotenzial für die Renditen. Die Erwartungen der Marktteilnehmer laufen in jedem Fall auf eine weitere Leitzinssenkung hinaus.

In den USA wird nicht über das „Ob“, sondern das „Wann“ einer Leitzinserhöhung diskutiert. Die Zinsschere zwischen Europa und den USA wird also weiter auseinander gehen?

Prof. Dr. Webersinke: Diese Überzeugung des Marktes ergibt bei Wachstumserwartungen von 3,5% und rückläufiger Arbeitslosenquote auf den ersten Blick natür-

lich Sinn. Letztendlich macht aber schon der Dollar den Job: Import- und Energiepreise sind durch die Aufwertung des Dollars derart stark unter Druck geraten, dass die von der Lohnseite her kommenden Inflationsrisiken mehr als ausgeglichen werden. Es besteht somit Preisstabilität und damit auch kein Handlungsbedarf der FED. Frau Yellen hat dies sehr schön mit ihrem Hinweis zum Ausdruck gebracht, dass sie geduldig sei. Aus heutiger Sicht ist deshalb nur noch eine symbolische Leitzinserhöhung - wann auch immer - zu erwarten. Möglicherweise wird sogar diese entfallen, da sich die Frühindikatoren zuletzt nicht mehr ganz so positiv entwickelt haben. Bei etwas längerem Zeithorizont und der nächsten Beruhigung der amerikanischen Volkswirtschaft wird auch in Amerika die gesamte Strukturkurve wieder auf die Nulllinie zugehen. Auch negative Zinsen sind dann vorstellbar.

Sowohl in Europa, als auch in den USA können wir somit noch lange Zeit mit niedrige bzw. sogar negative Zinsen rechnen?

Prof. Dr. Webersinke: Ja, ganz eindeutig. Mit der gewaltigen Staatsverschuldung praktisch aller Länder der Alten Welt (Europa, USA, Japan, ...) haben wir ein massives Strukturproblem, welches sich nur durch eine aggressive Notenbankpolitik in den Griff bekommen lässt. Die Staatshaushalte bestehen heute praktisch ausschließlich aus Sozialleistungen, Personalausgaben und Zinsaufwendungen. Der Investitionsteil ist historisch niedrig und würde bei steigenden Zinsen noch niedriger werden. Das wäre für das Potenzialwachstum der Volkswirtschaften und damit die Arbeitsmärkte verheerend. Die Notenbanken wollen mit ihrer Politik somit für Stabilität sorgen und gleichzeitig etwas für den Arbeitsmarkt tun.

Die Notenbanken lösen die herkömmliche Politik in diesen Bereichen also immer stärker ab?

Prof. Dr. Webersinke: Die FED bezeichnet ja schon seit geraumer Zeit nicht mehr die Geldmenge, sondern die Arbeitslosenquote als ihren wichtigsten Indikator. Da es sich beim Abbau der Verschuldung über reale Effekt („kalte Enteignung“) um einen extrem zeitaufwendigen Prozess handelt, kann sich die Rückgewinnung des politischen Handlungsspielraums durchaus eine Dekade oder sogar noch länger hinziehen.

Gab es derartige Phasen bereits in der Vergangenheit?

Prof. Dr. Webersinke: In den fünfziger Jahren wurde über die Repression in den USA die relative Größe der Verschuldung über einen langen Zeitraum hinweg von 120 auf 60% des Bruttoinlandsproduktes reduziert. Das wäre ja genau unser Maastricht-Ziel. Die nominale Tilgung scheint mir in unseren Demokratien dagegen nicht mehrheitsfähig zu sein.

Reichen die geldpolitischen Maßnahmen denn dazu aus, das Überschuldungsproblem in den Griff zu bekommen bzw. auf lange Sicht sogar zu lösen? Schließlich bewegen wir uns heute in einer ganz anderen Größenordnung als in den 50er Jahren.

Prof. Dr. Webersinke: Das ist richtig. Hinzu kommt, dass wir in den 50ern auch Wachstum hatten. Damit sich Zähler und Nenner in der richtigen Richtung bewegen, braucht man Wachstum (steigendes Bruttoinlandsprodukt), etwas Inflation und den Nullzins. Mit dem schwachen Potenzialwachstum fehlt derzeit eine Komponente. Da es allerdings keinen mehrheitsfähigen Plan B gibt, müssen wir es versuchen.

Nun hat der IWF in Person von Christine Lagarde zur Beseitigung des Schuldenproblems der öffentlichen Hand bereits mehrfach eine Vermögensabgabe von zehn Prozent ins Spiel gebracht. Diesen Schritt halten Sie also nicht für denkbar?

Prof. Dr. Webersinke: Da der gewaltigen öffentlichen Verschuldung hohe Privatvermögen gegenüberstehen, wäre dies durchaus eine Möglichkeit, den Staatshaushalten wieder Spielraum zu verschaffen. Die Konzentration auf wenige sehr Vermögende wäre allerdings nicht ergiebig genug. Vielmehr müssten, wie von ihr auch vorgeschlagen, alle Vermögensgegenstände erfasst werden. Damit trifft man auch die Mehrheit der Wähler. Ich kann mir nicht vorstellen, dass das mehrheitsfähig ist und von Politikern, die wiedergewählt werden wollen, ernsthaft in Erwägung gezogen wird.

Der Geldpolitik kommt derzeit also eine kaum zu überschätzende Bedeutung zu. Steckt hinter dem Verhalten der EZB eine von Politik und Notenbankern gemeinsam entwickelte Strategie oder haben letztere einfach das Ruder an sich gerissen?

Prof. Dr. Webersinke: Es ist wohl automatisch so gekommen, da die Fiskalpolitik in vielen Ländern einfach ausfällt. Wenn ein Staat so hoch verschuldet ist wie Griechenland, ist er fiskalpolitisch nicht mehr handlungsfähig. Er kann seinen Bürgern nicht mehr helfen. Die Fiskalpolitik ist an ihre Grenzen gestoßen und das dadurch entstandene Vakuum wird nun von der Geldpolitik gefüllt – aus der Verantwortung für die Staaten und für Europa. Draghi sagt, dass er alles tun werde, um das System und den Euro zu retten.

Dem scheint die Fiskalpolitik bisweilen aber sogar entgegenzuwirken?

Prof. Dr. Webersinke: Zu Recht fordert die EZB immer wieder die Unterstützung der Fiskalpolitik ein. Dabei muss diese in Europa sorgfältig darauf achten, in welche Richtung sie Anreize setzt. Wir brauchen mehr Wachstum, damit die hohe Arbeitslosigkeit außerhalb Deutschlands zurückgeht. Hier ist es ganz wichtig, Anreize zu setzen und Investitionsbedingungen zu schaffen, die der expansiven Geldpolitik nicht zu wider

laufen. Das ist insofern schwierig, als Verteilungspolitik sehr viel populärer ist. So wählen die Europäer heute mehr denn je Parteien, die ihnen schnelle Zuwendungen und Transferzahlungen versprechen, und nicht solche, die auf langfristige Infrastrukturmaßnahmen und Investitionen setzen.

Kommen wir einmal zur der Kehrseite der Medaille. So bringt die Nullzinspolitik auch erhebliche Probleme mit sich. Kann beispielsweise das Filialsystem der Banken in dem von Ihnen skizzierten Szenario überhaupt noch funktionieren?

Prof. Dr. Webersinke: Unsere Flächen- und Filialbanken haben in der Tat ein massives Problem mit der aktuellen Entwicklung. Weiter nach unten macht der Kunde nicht mehr mit. So wird ein negativer Festgeldzins die Kundenbeziehungen stark belasten. Gleichzeitig kommen die Kreditzinsen immer weiter runter, die Zinsmarge schrumpft. Mit einer Zinsmarge, wie wir sie derzeit haben, lässt sich ein Filialnetz aber nicht mehr finanzieren. Die HypoVereinsbank hat ihre Niederlassungszahl halbiert, die Deutsche Bank will 500 Filialen schließen und hat kein Interesse mehr an der Postbank. Auch wenn Sparkassen, Volks- und Raiffeisenbanken aus politischen Gründen immer noch versuchen, kommunal ihre Filialen zu retten, wird der Trend zu weniger Präsenz in der Fläche anhalten.

Für ein abgespecktes System reicht es aber aus?

Prof. Dr. Webersinke: Banken, die nicht nur Festgeld anbieten, sondern auch erfolgreiches Wertpapiergeschäft betreiben, haben nicht nur Potenzial, ihnen sollten vielmehr hoch interessante Zeiten bevorstehen. Dies gilt für vermögensverwaltende Banken genauso wie für klassische Vermögensverwalter und Wealth Manager. Selbst die Investmentbranche feiert ein großes Comeback, wie die beeindruckenden Zahlen des ersten Quartals zeigen. Nach langen schwierigen

Jahren erkennen immer mehr Bürger, dass es als Alternative zum Festgeld ein breites Spektrum guter Investmentfonds gibt.

Für den Leser sicherlich noch bedeutender ist die Frage nach der Altersvorsorge.

Prof. Dr. Webersinke: Das ist ein ganz wichtiger Punkt. Hier findet eindeutig eine Enteignung der Gläubiger statt. Überall in der kapitalgedeckten Altersvorsorge wurde früher mit nennenswerten Zinsen und Zinseszinsen kalkuliert. Seit nunmehr 10-15 Jahren werden die prognostizierten Ablaufleistungen von Lebensversicherungen aber kontinuierlich zurückgenommen. Dieser Trend wird sich weiter fortsetzen. Für die kapitalgedeckte Vorsorge mittels festverzinslicher Wertpapiere ist dies ein dramatischer Eingriff, der mit einer Enteignung gleichzusetzen ist. Die Gläubiger tragen somit die Last der aggressiven Geldpolitik.

Wie lässt sich dieses Problem entschärfen?

Prof. Dr. Webersinke: Die Spielregeln für die kapitalgedeckte Altersvorsorge müssten verändert werden. Letztendlich ist es ja nicht auf die Unfähigkeit der Versicherungswirtschaft zurückzuführen, dass der Deckungsstock einer Lebensversicherung zu 90% aus Zinspapieren besteht. Es liegt vielmehr an der Regulierung. Wenn der Gesetzgeber an dieser Stelle toleranter wäre, hätten wir selbstverständlich auch höhere Erträge.

Nun ist die Regulierung nur sehr schwer zu beeinflussen. Wie kann jeder Anleger selbst auf die Herausforderungen reagieren, die das aktuelle (Nicht-)Zinsniveau mit sich bringt?

Prof. Dr. Webersinke: Die große Mehrheit der Sparer und Anleger muss endlich damit beginnen, die Vermögensstruktur an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Deutschland ist das Land der Festgelder und Bundes-

anleihen. Hinzu kommt bei der Mittelschicht meist eine selbstgenutzte Immobilie. Dies sind die wesentlichen Bestandteile des privaten Vermögens. Eine derartige Aufteilung ist in der jetzigen Phase allerdings insofern gefährlich, als sie nicht nur Ertrag kostet, sondern zu einer realen Vermögensvernichtung führt. Dass wir uns in einer Niedrig- bzw. Negativzinsphase befinden, bedeutet nicht, dass es sich um eine renditelose Zeit handelt. Der Schlüssel liegt deshalb in einer veränderten Assetallokation, hin zu mehr Aktien, mehr Beteiligungsvermögen und mehr alternativen Investments.

Sehen sie hier bereits erste Fortschritte?

Prof. Dr. Webersinke: Deutsche Anleger sind diesbezüglich noch sehr zurückhaltend. Ich kann mir aber vorstellen, dass mit anhaltenden Null- bzw. Negativzinsen immer mehr Sparer darüber nachdenken, einen Teil ihres Vermögens Richtung Aktien, Investmentfonds und Beteiligungsvermögen umzuschichten. Das wird ein schwieriger Prozess werden, der sich nur mit zunehmendem Wissen und zunehmender Beratung hinreichend zügig und in angemessenem Umfang wird realisieren lassen.

Herr Prof. Dr. Webersinke, herzlichen Dank für dieses interessante Gespräch.