

Anleger entdecken die Strasse

GELDANLAGEN Wegen der aktuell rekordtiefen Zinsen liebäugeln Investoren zunehmend mit alternativen Anlagen wie zum Beispiel Infrastrukturprojekten. Doch das birgt Risiken.

DANIEL ZULAUF
wirtschaft@luzernerzeitung.ch

Die Programme, unter denen die Notenbanken der grössten Industrieländer Staatsanleihen in gigantischen Mengen aufkaufen, sind keine gute Erfindung. Sie sind der Hauptgrund für die extrem tiefen und oft sogar negativen Zinsen, und sie befuehren in erster Linie das Risiko neuer Preisblasen an den Finanzmärkten. Diese ernüchternde Diagnose stammt von berufener Seite. Sie ist das Ergebnis einer zwar eher anekdotischen, aber durchaus ernst gemeinten Umfrage, welche die Swiss Re vergangene Woche anlässlich einer internationalen Ökonomen- und Investorenkonferenz durchführte. Unter den rund 50 Teilnehmern der Runde waren zahlreiche Personen anzutreffen, von denen man eigentlich einen zuverlässigeren Befund der Lage hätte erwarten können.

Illustre Runde von Notenbankchefs

Mit Jean-Claude Trichet (EZB), Jean-Pierre Roth (SNB), Philipp Hildebrand (SNB) und Jaime Caruana (Banco de España) sasssen immerhin vier ehemalige Notenbankchefs am Tisch. Zugegen waren auch Vertreter des Eidgenössischen Finanzdepartements, des Internationalen Währungsfonds, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, eine ganze Reihe prominenter Chefökonominnen und Investmentstrategen grosser Finanzkonzerne. Die illustre Gesellschaft traf sich in der idyllischen Atmosphäre des Swiss-Re-Konferenzentrums in Rüschlikon zum zweltägigen Gedankenaustausch über ein Thema, das die breite Öffentlichkeit intellektuell zwar noch wenig beschäftigt, materiell aber längst betrifft: «Die finanzielle Repression und ihre unbeabsichtigten Konsequenzen».

Was unter finanzieller Repression zu verstehen ist, lässt sich in einem weitläufigen Aufsatz der beiden Ökonomen Carmen Reinhart und Belem Sbrancia nachlesen: Sie umfasse alle Arten staatlicher Regulierung, die Finanzströme in Kanäle lenken, in die sie ohne Regulierung nicht fliessen würden,

heisst es da. Die starke Regulierung der Finanzmärkte unter dem Bretton-Woods-System fester Wechselkurse habe es den Industrieländern möglich gemacht, ihre hohen Staatsschulden nach dem zweiten Weltkrieg rasch und für die Regierungen relativ schmerzlos zurückzuführen, legen die Autoren dar.

Wenig Rendite für Risiko

Das tiefe Zinsniveau auf den Kapital- und Geldmärkten aller grossen Volkswirtschaften hat unbestreitbar den Effekt, dass viel Geld in Anlagen fliesst, wo die Rendite das Risiko nur ungenügend entschädigt. Zum Beispiel kaufen Investoren derzeit eidgenössische Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit zu praktisch null Rendite. Zwar kann sich die Schweiz eines gesunden Staatshaushaltes rühmen, aber wer würde blind darauf wetten, dass dies in zehn Jahren immer noch so sein wird? Während die Schuldnerqualität der Schweiz von den internationalen Kreditagenturen immerhin noch mit der Bestnote ausgezeichnet wird, haben die hoch verschuldeten USA diese wichtige Etikette vor vier Jahren verloren. An der tiefen Rendite der Schatzanleihen hat sich deshalb nichts verändert.

Obschon die beiden Beispiele die Preisverzerrungen auf den Kapitalmärkten gut illustrieren, passen sie mindestens vordergründig schlecht zur Definition von finanzieller Repression. Schliesslich ist es nicht die Politik der Regierungen, sondern jene der Notenbanken, welche die Zinsen steuern und damit die Finanzströme lenken.

Kritik an Europäischer Zentralbank

Doch die Grenzen zwischen Politik und Geldpolitik sind weniger strikt, als es das Gesetz suggeriert. So braucht die Nationalbank die Unterstützung der Politik, wenn sie Massnahmen zur Verknappung von Hypothekarkrediten durchsetzen und die negativen Folgen ihrer Politik auf den Immobilienmarkt verhindern will. Die Europäische Zentralbank musste sich jüngst von höchst richtiger Seite das Plazet für ihre Politik geben lassen. Euro-kritische Kre-

se argwöhnen, die EZB verletze ihren öffentlichen Auftrag. Statt nur die Wahrung der Geldwertstabilität zu sichern, verfolge sie das politische Ziel, die Gemeinschaftswährung zu erhalten, lautet der Vorwurf.

Ergebnis eines Masterplans

Wo die finanzielle Repression beginnt und wer sie verursacht, lässt sich naturgemäss kaum schlüssig beurteilen. Keine demokratisch gewählte Regierung würde sich freiwillig dem Vorwurf aussetzen, Gesetze und Vorschriften zu erlassen, die unweidigend den Staat gegenüber seinen Gläubigern privilegieren. Finanzielle Repression ist auch kaum das Ergebnis eines Masterplans, sagt Philipp Keller, Risikoexperte des Beratungsunternehmens Deloitte. Sie entsteht durch eine Mischung von Zwängen, denen sich Regierungen und Notenbanken ausgesetzt sehen sowie durch Lobbying und Eingriffe von Regulatoren, die den durchaus gut gemeinten Schutz von Kunden der heimischen Kredit- und Versicherungswirtschaft zum Ziel haben.

Nur selten führt das Thema zu einem öffentlichen Aufschrei, wie ihn der deutsche Wirtschaftsweisen Peter Bofinger und der US-Starökonom Kenneth Rogoff mit ihren Ideen zur Abschaffung des Bargeldes kürzlich herbeigeführt haben. Wenn es kein Bargeld mehr gibt – so die Idee –, könnten die Notenbanken den Geschäftsbanken und diese ihren Kunden einen Zins auf den deren Guthaben abverlangen und so das Horten von Liquidität eindämmen. Daraus sollten mehr Investitionen und Konsumausgaben resultieren, die der ultraexpansiven Geldpolitik der Notenbanken endlich zur gewünschten Wirkung verhelfen würden.

Jenseits solcher Gedankenspiele sorgt die Krisenpolitik für Umverteilungseffekte, die einer fairen Verteilung der Vermögen und Einkommen zuwiderlaufen. Die Aktienmärkte boomen zur Freude jener, die sich Aktien überhaupt leisten können. Auf den Immobilienmärkten ist die Situation nicht anders. Die Nutzniesser dieser Entwicklung lassen die unteren Einkommensschichten durch höhere Konsumausgaben kaum an ihrem steigenden Wohlstand partizipieren. Wird die finanzielle Repression auf dem Buckel der Geringverdienenden ausgetragen, fragte Swiss-Re-Investmentchef Guide Fürer in Rüschlikon in die illustre Runde?

Klamme Staaten bieten ihre Hand

Die Haupt Sorge der Finanzkonzerne gilt freilich weniger der sozialen Gerechtigkeit als vielmehr der Frage, wo sie selber ihre Mittel noch langfristig zu akzeptablen Bedingungen investieren können. Die klammen Staaten, die grosse Investitionen in Infrastrukturprojekte aus der eigenen Tasche kaum mehr finanzieren können, bieten dazu gerne Hand. In der kommenden Woche wird das europäische Parlament als letzte Instanz noch grünes Licht zur Schaffung des Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFISI)

geben. «Eine reine Formalie», sagt der Sprecher der Europäischen Investitionsbank (EIB), Christof Roche, welche die vom EFISI zu gewährenden Garantien im Betrag von 21 Milliarden Euro für Investitionen in entsprechende Projekte im Umfang von 60 Milliarden Euro nutzen will.

Die als Juncker-Plan bekannte Initiative zielt darauf ab, mit ihren Anfangsinvestitionen ein zusätzliches privates Ka-

pital von 250 Milliarden Euro zu mobilisieren. Den privaten Kapitalgebern winken deutlich höhere Renditen, wenn sie sich durch Direktinvestitionen selber an den Projektrisiken beteiligen, statt lediglich Anleihen der EIB zu kaufen. «Die Initiative ist die Antwort auf ein Marktversagen, in dem sich die privaten Kapitalgeber trotz extrem niedriger Zinsen, massenhafter Liquidität und vieler Projekte nicht zu Investitionen entschliessen können», sagt Roche. Die Schlüsselfrage lautet: Würden sie es auch dann noch tun, wenn es Alternativen gäbe?

Obschon es darauf keine klare Antwort geben kann, geht das Renditestreben der Investoren mehr und mehr in die Breite. Viele Schweizer Pensionskassen spielen mit dem Gedanken, einen Teil der Gelder ihrer Versicherten direkt in Infrastrukturprojekte zu investieren, sagte Lukas Riesen, Partner der Zürcher Beratungsfirma PPP Metrics. Noch sei der Leidensdruck bei den meisten aber nicht gross genug, dass sie sich zum Handeln genötigt fühlen. «Die Zurückhaltung ist gut», meint Riesen. «Die Risiken von Infrastrukturprojekten sind schwer berechenbar, denn meistens geht es um Bereiche der Grundversorgung, und deren Regulierung folgt oft mehr politischen als wirtschaftlichen Grundsätzen.»

Es mangelt an Ideen

Die Swiss-Re-Konferenzteilnehmer in Rüschlikon waren sich über die negativen Folgen einer finanziellen Repression weitgehend einig. Diskutiert wurde aber letztlich weniger die Frage, wie einer solchen Entwicklung Einhalt zu gebieten wäre, sondern vielmehr, wie man sich mit ihr so gut wie möglich arrangieren kann. Offensichtlich fehlt es auch den am besten ausgewiesenen Experten an Ideen, was das Problem bei der Wurzel zu packen wäre. Erstaunlich ist dies nicht, denn anders kann finanzielle Repression in einer demokratischen Gesellschaft wohl kaum entstehen. Für die Verlierer ist die Erkenntnis freilich ein schwacher Trost, dass der Prozess mehr der Not als einem intrinsisch ungerechten System geschuldet ist.



«Die Risiken von Infrastrukturprojekten sind schwer berechenbar.»

LUKAS RIESEN,
PPP METRICS