

«Zentralbanker wuchern mit ihrem Vertrauenskapital»

Von Gabriel Knupfer

Das neue Hilfspaket für Griechenland ist beschlossen – die Eurogruppe spricht von einem «grossartigen Durchbruch». Kommt jetzt der Aufschwung für Europa? Handelszeitung.ch sprach mit dem Ökonomen Klaus Wellershoff am Rande des Exchange Traded Product Day (ETPD), welcher die Börsenbetreiberin SIX in Zürich veranstaltet.

Eurogruppen-Chef Jeroen Dijssenbloem feiert die Einigung mit Griechenland als wichtigen Schritt. Wie ordnen Sie das Verhandlungsergebnis ein?

Klaus Wellershoff*: Man hat einen eleganten Formelkompromiss gefunden. Einen Schuldenschnitt gibt es für Griechenland erst nach Abschluss des Hilfsprogramms. Das ist angesichts der gegensätzlichen Positionen von Franzosen und Deutschen ein ordentliches Verhandlungsergebnis. Von einem Durchbruch kann man aber erst sprechen, wenn Griechenland glaubhaft eine grössere Schuldenentlastung gewährt wird – ohne dass man gleichzeitig wichtige Institutionen wie die Europäische Zentralbank beschädigt. Vorher ist es nur ein weiteres Hinausschieben der Realität.

Ist der Schuldenschnitt für Griechenland unumgänglich?

Auf dem Reissbrett betrachtet wäre es Griechenland sogar möglich, ohne Schuldenerleichterung aus der Krise zu kommen. Die Griechen haben inzwischen so grosse Sparanstrengungen unternommen, dass der sogenannte Primärüberschuss – also der Haushalt ohne Zinszahlungen – positiv sein dürfte. Allerdings verkennt diese ökonomische Analyse die politische Realität: Wir haben unsägliche Erfahrungen mit Staatschef Alexis Tsipras und dem Ex-Finanzminister Janis Varoufakis gemacht, wir sehen das Erstarken des rechten Lagers. Das spricht gegen politische Stabilität. Gleichzeitig ist die EU im Osten des Kontinents auf starke Verbündete angewiesen.

Können Sie erläutern, warum Schulden von 175 Prozent des Bruttoinlandprodukts langfristig tragbar sein sollen? Damit widersprechen Sie renommierten Ökonomen wie Carmen Reinhart und Ken Rogoff.

Die Beispiele Belgien und Italien zeigen ganz gut, dass man mit einer beharrlichen Politik viel erreichen kann. Italien hatte vor Einführung des Euro schreckliche Zahlen. Wenn man heute neben den gängigen Kennziffern Verschuldung und Defizit auch die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen aus Sozialversicherungen und Pensionssystemen berücksichtigt, steht Italien fiskalisch sogar besser da, als die Schweiz. Man könnte das die «Gnade der frühen Verschuldung» nennen: Seit 20 Jahren leistet sich das Land kaum etwas, gleichzeitig ist die politische Lage relativ stabil. Mittlerweile sinken Italiens Schulden sogar leicht. Strukturell wird das Land trotz hoher Verbindlichkeiten selbst bei einem sehr konservativen Trendwachstum von einem halben Prozent die nächsten 20, 30 Jahren fiskalisch keine Probleme bekommen.

Griechenlands Wirtschaft ist in der Depression, die Investitionen sind in den vergangenen Jahren fast um die Hälfte eingebrochen. Wann sehen wir dort wieder nachhaltiges Wachstum?

Die Griechen haben über Jahre viel mehr ausgegeben, als eingenommen haben. Da geht es nicht um kleine Beträge, sondern um 20 bis 30 Prozent des BIP. Alte Niveaus können nicht mehr erreicht werden. Andererseits ist die Outputlücke noch immer sehr gross. Die Wahrscheinlichkeit ist also hoch, dass die Wirtschaft wieder wächst, wenn Athen von der fiskalischen Bremse steigt. Da könnte Spanien ein Vorbild sein: Seit zwei, drei Jahren erfährt das Land einen kräftigen Aufschwung – das ist für Griechenland auch möglich. Aktuell ist die Unsicherheit aber noch zu gross, das hemmt Investitionen und Konsum.

Sie sprachen die EZB an. Ist die Glaubwürdigkeit der Notenbank heute bereits beschädigt?

Sicher. Jeder, der etwas anderes sagt, liegt falsch. Ein Teil der Unzufriedenheit in Europa, die sich auch im Zulauf rechtspopulistischer Parteien äussert, hängt mit dem Unmut gegenüber zentralen Institutionen wie der EZB zusammen.

Was werfen Sie der EZB konkret vor?

Die EZB übt derzeit bewusst einen sehr starken Einfluss auf die Finanzierung von Staaten aus. Zwar kauft sie Staatsanleihen nicht am Primärmarkt auf. Allerdings ist es faktisch das Gleiche, wenn man zwei Tage nach der Emission am Sekundärmarkt aktiv wird. Viele Menschen in Europa sind ursprünglich davon ausgegangen, dass die EZB einen grossen Bogen um die Staatsfinanzen machen würde – dieses Versprechen wurde nicht eingehalten. In einem stabilen Umfeld wird sich das nur als Misstrauen äussern, aber bald

schon dürften wir steigende Inflationsraten sehen. Dann wird der Unmut lauter.

In Deutschland ist die Angst gross, ein Italiener könnte den Deutschen ihre Altersersparnisse wegnehmen. Wie sehr steht die Person Mario Draghi zurecht in der Kritik?

Es ist zu billig, das an der Person Mario Draghi festzumachen. Populäre Vorurteile sind nicht sachdienlich. Der Chef der deutschen Bundesbank, Jens Weidmann, hätte als EZB-Präsident in den vergangenen Jahren nicht grundlegend anders als Draghi gehandelt, weil er ein verantwortungsbewusster Mensch ist.

Sie erwarten steigende Preise. Von welchen Raten gehen Sie aus?

Die Kerninflation, also die Teuerung ohne Energie und Lebensmittel, ist mittlerweile am unteren Rand, bei der die EZB von Preisstabilität ausgeht. Gleichzeitig ist die Produktionslücke in der Eurozone noch immens. Eigentlich müsste die Kerninflation viel niedriger sein. Nun kommt der Erdöleffekt hinzu: Bei einer Stabilisierung der Ölpreise auf dem aktuellen Niveau, sehen wir in der Euro-Zone schon bald 1,5 bis 2 Prozent Inflation – bei gleichzeitig deutlicher Unterauslastung der Kapazitäten. Das wird das Thema für die Anleger und Notenbanken in den nächsten neun Monaten: Wie bewältigen wir die Verschiebung der Inflationsraten, ohne dass die Zinsen deutlich ansteigen?

Haben Notenbanken in den vergangenen Monaten ihren Kurs kommuniziert, sorgte das regelmässig für grosse Unruhe an den Märkten. Ist diese Volatilität an den Börsen ein Ausdruck des Misstrauens?

Die relativ neue Kommunikationsstrategie der «forward guidance»

der Notenbanken sorgt für immense Volatilitäten an den Märkten – und ist schliesslich kontraproduktiv. Die Notenbanken sollten wohl besser abkehren von einer Politik, bei der Marktteilnehmer aufgefordert sind, jedes noch so kleine Wort zu interpretieren. Die gestiftete Verwirrung ist zu gross.

Lange hatte die Fed in den vergangenen Jahren angedeutet, die Zinsen zu erhöhen, sobald die Arbeitslosigkeit in Richtung 6 Prozent sinkt. Als das dann eintrat, geschah nichts.

Und schon wieder ging ein Stück Glaubwürdigkeit verloren. Die jetzige Generation der Zentralbanker wuchert mit dem Reputationskapital, das ihre Vorgänger ihr mit auf den Weg gegeben haben.

Auch die Nationalbank hat an Reputation verloren. Mittlerweile sind die Aktiven in der Bilanz so hoch, wie das Schweizerische Bruttoinlandprodukt. Wieviel Feuerkraft hat die SNB noch?

Aktuell halte ich die Zentralbank in der Wechselkurspolitik für sehr glaubwürdig. Sie hat nun klar kommuniziert. Ein grosses Fragezeichen steht aber auch in der Schweiz bei der Preisstabilität: Der Inflationsanstieg verlief in den vergangenen Monaten relativ schnell, die Kernrate liegt wieder bei Null – trotz starkem Franken und niedrigerer Importpreise. Wir sehen bei den Produzentenpreisen sogar eine höhere Inflation in der Schweiz als in der Eurozone – das ist ein absolutes Warnsignal. Wir können nur hoffen, dass die Nationalbank ihrem primären Ziel, dem der Geldwertstabilität, gerecht wird. Denn vergessen wir nicht: Die Basisgeldmenge hat sich in der Schweiz seit der Finanzkrise versechsfacht. Selbst wenn die EZB alles tut, was sie angekündigt hat, ist man im Euroraum erst beim Faktor 3,5.



**Der Ökonom Klaus*

Wellershoff (51) ist Gründer der Beratungsfirma Wellershoff & Partners sowie Mitgründer und Präsident der Zwei Wealth Experts AG, die vermögenden Privatkunden Beratung in Anlagefragen anbietet.

[Hier geht es zum Artikel auf www.handelszeitung.ch](http://www.handelszeitung.ch)