

NZZ

Mohamed A. El-Erian zur aktuellen Lage der Weltwirtschaft

«Es droht ein Grexit aus Versehen»

Der ehemalige CEO und Co-CIO der Fondsgesellschaft Pimco Mohamed El-Erian, heute ökonomischer Berater der Allianz und bei US-Präsident Obama, erklärt, warum neben den Risiken auch Chancen sieht.

ClaudiaGabriel19.6.2015



«Eine Abwertung der Währung könnte helfen», findet Mohamed El-Erian.
(Bild: REUTERS / MARIO ANZUONI)

Herr El-Erian, wie schätzen Sie die makroökonomische Lage der Welt ein? Die Risiken und die Chancen?

Die Welt ist derzeit wie eine Schulklasse, deren Lehrer eine Weile weg war. Bei der Rückkehr fragt er den Rektor, wie es der Klasse nun gehe. Der Rektor sagt, alles in allem besser. Als sich der Lehrer freut, wird er jedoch gewarnt: Die Unterschiede innerhalb der Klasse haben sich ausgeweitet. Es gibt eine kleine Gruppe Schüler, die klar besser werden, das wären die USA und Indien. Eine zweite Gruppe – zum Beispiel China - hat sich stabilisiert und wird keine Probleme verursachen. Eine dritte Gruppe steht schlechter da als in der Vergangenheit und ringt um Verbesserungen: Die Euro-Zone und Japan. Schliesslich sitzen im Schulzimmer ein paar potenzielle Unruhestifter, von denen jeder Einzelne die ganze Klasse durcheinander bringen könnte: Russland, Griechenland, Venezuela, und die nichtstaatlichen Akteure in Nahost wie der IS. Diese Risiken haben die Märkte grösstenteils noch nicht berücksichtigt. Das Schuljahr dürfte demzufolge trotz allem schwierig werden.

Was ist die Quintessenz?

Divergenz ist derzeit das Hauptthema in der Weltwirtschaft. Die Geldpolitik der grossen Notenbanken entwickelt sich auseinander, was die Volatilität an den Devisen- und Obligationenmärkten stark erhöht und auch die Aktienmärkte schwanken lässt. Das Wirtschaftswachstum weist je nach Land stark unterschiedliche Tempi auf. Das führt Staaten in Versuchung, ihre Währung zu manipulieren, um ihr Wachstum zu fördern. Dazu kommen politische Veränderungen, wie der Vormarsch von nicht-traditionellen Parteien in verschiedenen Ländern. Die Marktakteure unterschätzen auch die riskante Situation in der Ukraine. Sie konzentrieren sich im Moment auf die Zentralbanken, die weiter viel Liquidität in den Markt pumpen, sowie auf Firmen, die statt, ihr Geld zu investieren, dieses an die Aktionäre zurückzahlen, was die Aktienkurse in die Höhe treibt.

Was ist der richtige Ausweg?

Strukturreformen, Investitionen in Menschen und Infrastruktur. Der Wille, Geld auszugeben, muss sich dem verfügbaren Kapital anpassen. Wer heute Geld besitzt, will es nicht ausgeben. Wer den Willen dazu hätte, hat meistens das Geld nicht. Global fließt immer mehr Einkommen zu den bereits Reichen, die prozentual stets weniger ausgeben als weniger Begüterte. Zwischen den Staaten hätte zum Beispiel Griechenland den Willen zu Investitionen, aber kein Geld, während Deutschland sein vorhandenes Kapital nicht aggressiv ausgeben will. Sodann braucht es ein paar harte Entscheide, um Schuldenüberhänge abzubauen, denn solche halten Investoren von einer Volkswirtschaft ab.

Wie meinen Sie das? Schliesslich sind einige der am stärksten verschuldeten Länder ausgerechnet die USA oder die grossen Euro-Länder.

Der Königsweg, um Staatsverschuldung zu reduzieren, ist mehr Wirtschaftswachstum. Ist man als Individuum zu stark verschuldet, nimmt man einen zweiten Job an, erhöht so sein Einkommen, zahlt die Schulden ab und lebt künftig besser. Das tun die USA und versucht Europa. Griechenland tut es überhaupt nicht. Der zweitbeste Weg ist finanzielle Repression. Das hat die US-Notenbank mit Erfolg praktiziert und versucht die Europäische Zentralbank jetzt. Man senkt die Zinsen auf ein künstlich tiefes Niveau. Die Sparer werden «besteuert» und gezwungen, die Schuldner zu subventionieren. Unschön. Negativzinsen dürfen im Übrigen nur ein vorübergehendes Phänomen sein. Auf die Dauer kann eine Volkswirtschaft so nicht funktionieren. Der dritte Weg ist Sparen. Das ist aber diffizil: Drückt das Sparen auf das Wirtschaftswachstum, wird die Schuldenlast wieder schwerer. Der vierte Weg ist ein Staatskonkurs, im Rahmen dessen die Schulden zum Teil abgeschrieben werden.

Finanzielle Repression ist aber doch schlecht in einem Moment, in dem die Bevölkerung aufgrund der demographischen Situation auf ihre Pensionierung sparen sollte?

Das stimmt. Es gibt nur einen guten Ausweg: Wirtschaftswachstum. Verschuldung ist per definitionem eine relative Grösse. 2010 machten die Schulden Griechenlands 108% des Bruttoinlandsprodukts aus. Das damalige Wirtschaftsprogramm sah einen Anstieg auf 118% vor. Heute sind es aber mehr als 170%, trotz staatlicher Sparmassnahmen und extrem lockerer Bedingungen der Gläubiger. Man konzentrierte sich von Anfang an nicht genug auf die Frage, wie das Wachstum anzukurbeln wäre, und dieses blieb denn auch aus.

Eine massive Abwertung der Währung wäre doch eines der sozial verträglichsten Mittel, um das Wachstum zu steigern.

Für ein relativ kleines Land könnte das sein. Die Bevölkerung spürt es hauptsächlich über eine Verteuerung der importierten Güter, und das ist ein relativ geringer Preis für die Lösung einer sehr hässlichen Situation – immer davon ausgehend, dass der Export stark genug steigt.

Was passiert jetzt mit Griechenland?

5% beträgt die Chance, dass Griechenland und die Gläubiger eine glaubwürdige Lösung finden, die einen Verbleib des Landes in der Euro-Zone sicherstellt. Zu 40% wird ein weiteres Pflasterli gebastelt, das bloss einige Monate hält. 55% ist das Risiko, dass die Politiker die Kontrolle verlieren, weil die griechischen Bürger das Vertrauen verlieren und die Lage in die Hand nehmen. Es käme zu einem Sturm auf die Banken, das Bankensystem würde zusammenklappen, die Europäische Zentralbank bekäme Mühe weitere Liquidität zuzuführen, Griechenland müsste notfallmässig Kapitalexportkontrollen einführen. Für die Bedienung der inländischen Verpflichtungen ginge dem Staat das Geld aus und er müsste Schuldscheine ausgeben, die Währungscharakter erhielten. Auf diese Art würde Griechenland ohne irgendjemandes konkreten Entscheid aus der Währungsunion kippen – so geschehen 2001 in Argentinien.

Wie gross sind die Ansteckungsrisiken in der Euro-Zone?

Sie sind zwar nicht auf Null gesunken, aber doch deutlich geringer als 2010/11. Die Europäische Gemeinschaft hat viel unternommen, um eine Auswirkung eines Grexit gering zu halten. Spanien, Italien und Irland sind heute auch deutlich weniger verwundbar.

Sie haben erwähnt, dass sich die Anleger derzeit nicht die richtigen Gedanken machen. Worauf sollten sie achten?

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer sehr aussergewöhnlichen Lage. Wir dürfen nicht länger annehmen, dass sich die volkswirtschaftlichen Trends vermutlich fortsetzen, mit nur bloss geringen Wahrscheinlichkeiten von sehr positiven oder sehr negativen Ausreissern – die Normalverteilung von Ergebnissen, die wir als Menschen als gegeben hinnehmen. Heute erscheint es im Gegenteil als relativ unwahrscheinlich, dass sich bestehende Trends drei bis fünf Jahre lang fortsetzen, und deutlich wahrscheinlicher, dass es entweder massiv besser oder massiv schlechter kommt. Viele Leute konzentrieren sich verständlicherweise auf die Risiken. Die Chancen für eine positive Überraschung sind aber intakt: Im Nachgang der Finanzkrise sind Reformen angepackt worden, welche das Wachstum stark fördern könnten, sofern sich der politische Wille zur Umsetzung findet. Viele Unternehmen sitzen auch auf Bargeld, das einen Wachstumsschub auslösen könnte, wenn es denn produktiv eingesetzt würde. Überdies krepeln die technologischen Innovationen die Weltwirtschaft um.

Wie beurteilen Sie die Lage an den Devisenmärkten?

Mit der Ausnahme von wenigen Ländern wie der Schweiz oder den Vereinigten Staaten versuchen die meisten Staaten derzeit aktiv, ihre Währung zu schwächen um ihr Wirtschaftswachstum zu fördern. Damit stehlen sie Wachstum, das sie aus eigener Kraft nicht generieren können – namentlich von den USA. Das war zunächst in Ordnung, weil die USA mit einem stärkeren Dollar gut lebten. Doch jetzt spüren immer mehr Firmen den Gegenwind. Der politische Wille, die Probleme der Welt zu schultern, erlahmt. Das Problem ist entstanden, weil sich zu viele Länder nach der Jahrtausendwende in die falschen Wachstumsmodelle verliebt hatten und sich zum Beispiel auf den Finanzsektor als Wachstumstreiber verliessen - die Schweiz ja auch. Banken können aber kein Produktionswachstum generieren, sie müssen ein Dienstleister für die Wirtschaft sein.

Sie sind den USA gegenüber relativ positiv eingestellt. Das Bruttoinlandprodukt der USA wächst aber gar nicht so stark?

Es stimmt mich traurig, dass das Land nicht besser vorankommt als mit 2,5 bis 3% pro Jahr. Es läge viel mehr drin, wäre die Politik nicht dysfunktional. Ein Beispiel: Die wichtigste Grundlage für eine gute Wirtschaftspolitik ist ein jährliches Staatsbudget. Die USA sind fünf Jahre lang nicht mehr fähig gewesen, ein solches aktiv zu verabschieden. Das alte wurde stets fortgeschrieben. Dabei sind sich alle einig, dass es Infrastrukturausgaben bräuchte, eine Steuerreform, eine Einwanderungsreform, Arbeitsmarktreformen, usw.

Wie viel Angst macht Ihnen in diesem Kontext die bevorstehende Leitzinserhöhung der US-Notenbank?

Angst machen mir nicht mögliche Preisbewegungen, sondern dass Investoren glauben, sich leicht neu positionieren zu können, wenn sich die Parameter ändern. Aber wir haben in den vergangenen Wochen an den Obligationenmärkten nicht umsonst so viel Volatilität gesehen. Die Märkte sind illiquide. Das wird weitere Kursausschläge zur Folge haben.

Was sollen Anleger in Anbetracht dessen tun und was bleiben lassen?

Wir leben derzeit in zwei Welten gleichzeitig. Die Zentralbanken betreiben weiterhin eine stimulierende Geldpolitik, mit der Ausnahme des Fed in den USA, das die seinige etwas zurückgefahren hat. Die Firmen schütten Kapital an die Aktionäre aus. Beides könnte in der kürzeren Frist zu höheren Aktienkursen führen. Der Entscheid, als Anleger abseits zu stehen, fällt schwer. Aber die Wertschriftenpreise haben sich von der Realität abgekoppelt. Holt die fundamentale Entwicklung mit der Kursentwicklung nicht auf, drohen längerfristig Kursverluste. Die Zentralbanken jagen derzeit die Investoren in den Aktienmarkt und in die Unternehmensanleihen. Ich empfehle, sich dort etwas zurück zu halten und auf der einen Seite Bargeld zu halten sowie Staatsanleihen – diese allerdings nicht in der Schweiz und in Deutschland zu negativen Zinssätzen, wenn man nicht muss. Auf der anderen Seite sollte man einige opportunistische Anlagen tätigen. Das Bargeld kann dazu dienen, in künftigen volatilen Marktphasen Aktien zu kaufen.

Was verstehen Sie unter opportunistischen Anlagen?

Zum Beispiel Infrastrukturinvestitionen. Sie sind illiquide, aber haben im Übrigen viele positive Eigenschaften. Oder Märkte in Schwellen- und Entwicklungsländern, die sich erst am Entwickeln sind, wie etwa Hypothekenmärkte. Dazu braucht es aber einen kompetenten lokalen Partner. Auch Technologie-Startup-

Firmen, ausgewählte Gelegenheiten an den Immobilienmärkten, usw. Diese Anlagen profitieren überproportional, wenn die Konjunktur abhebt.

Und Rohstoffe?

Das ist schwierig, weil sich die Angebotsmuster grundlegend verändern, zum Beispiel beim Erdöl. Vor kurzem konnte nur Saudi Arabien seine Produktion kurzfristig stark hoch- und zurückfahren um extreme Preisbewegungen zu begrenzen. Die Fracking-Technologie hat dazu geführt, dass Saudi-Arabien seine Rolle als «Swing-»Produzent aufgegeben hat. Das hat die Dynamik an den Märkten komplett verändert.

Sie würden die Finger von «Eidgenossen» und deutschen Bundesanleihen lassen, aber im Übrigen weiterhin Staatsanleihen kaufen. Was würden Sie an den Obligationenmärkten sonst noch tun oder lassen?

In erster Linie müssen die Anleger verstehen, dass Obligationen wegen der Marktvolatilität und der unberechenbaren Zentralbank-Entscheidung heute nicht mehr die stabilen Investitionen sind, die sie einmal waren. Diese Stabilität gibt nur noch Bargeld. In Obligationen muss man heute taktisch investieren.

Was ist mit den hochverzinslichen Unternehmensanleihen, wenn die Aktienmärkte Probleme bekommen?

Die Anleger betrachten heute die Renditen nur noch relativ: Hoch verzinsliche Anleihen rentieren besser als Staatsanleihen. Kaum jemand fragt noch, ob das eingegangene Risiko angemessen vergütet wird. Doch irgendwann werden die Investoren wieder in die absolute Sichtweise zurück kippen, und dann werden diese Anleihen sehr unattraktiv aussehen. Das gleiche Phänomen kommt auch in anderen Marktsegmenten vor, aber bei den hoch rentierenden Unternehmensanleihen ist es sehr ausgeprägt.

Wird die Tatsache, dass Staatsanleihen keine stabilen Investments mehr sind, Probleme im Finanzsystem verursachen? Immerhin dienen sie bei vielen Geschäften als Sicherheit.

Ich sehe dort weniger Probleme als bei der Illiquidität der Märkte. Der Risikoappetit und die Bilanzen der Broker-Dealer, welche die Marktliquidität sicher stellen sollten, sind aufgrund der Regulierung seit der Finanzkrise geschrumpft. Fondsgesellschaften, Hedge-Funds, Staatsfonds, Pensionskassen und Versicherer sind demgegenüber gewachsen. Das hat zu einem strukturellen Ungleichgewicht am Markt geführt.