

## Gefangen in der Überschuldung

### **Die finanzielle Repression der vergangenen Jahre hat nicht gefruchtet – was heisst das für Anleger?**

Michael Ferber

Die Welt versinkt in Schulden. In den ersten neun Monaten des Jahres 2017 ist die Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Privathaushalten weltweit um 16,5 Bio. \$ auf mehr als 230 Bio. \$ gestiegen. Dieser anhaltende Anstieg zerstört eine Illusion – nämlich die, dass sich die globalen Schuldenberge durch die sogenannte «finanzielle Repression» abbauen lassen würden. Mit diesem Terminus ist die heimliche Enteignung von Sparern durch niedrige bis sogar negative Realzinsen gemeint. In den Jahren nach dem Zweiten Weltkrieg gelang so in westlichen Ländern wie den USA und Grossbritannien ein kontinuierlicher Abbau der hohen Staatsschulden von mehr als 100% bzw. über 250% des Bruttoinlandprodukts (vgl. Grafik).

Im Gegensatz zu den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg habe die finanzielle Repression dieses Mal nicht funktioniert, sagt der Ökonom und Unternehmensberater Daniel Stelter. Das Grundproblem der hohen Schulden sei geblieben bzw. habe sich noch verschlimmert. Der weltweite Schuldenturm wachse weiterhin. Er könne nur stabilisiert werden, wenn die Zinsen immer weiter sanken.

Die Wissenschaftler Gunther Schnabl und Andreas Hoffmann von der Universität Leipzig gehen indessen davon aus, dass die Entschuldung durch finanzielle Repression in den Nachkriegsjahren nur möglich war, weil damals Sonderbedingungen herrschten. Das hohe Wirtschaftswachstum habe eine wichtige Rolle gespielt. Dieses sei dadurch entstanden, dass grosse Teile von Europa und Japan hätten wiederaufgebaut werden müssen. Heute sei die Situation eine andere. Die sehr expansive Geldpolitik lähme die Wachstumskräfte, weil marktwirtschaftliche Prinzipien untergraben würden. Die finanzielle Repression sei gekennzeichnet von zentralbankfinanzierten Staatsausgaben, staatlichen Kontrollen im Finanzsektor und geringeren Produktivitätsgewinnen. Zudem werden durch die ultraniedrigen Zinsen immer mehr Unternehmen am Leben erhalten, die eigentlich aus dem Markt ausscheiden müssten – sogenannte «Zombie-Unternehmen». Solche Firmen erhalten günstige Kredite von den Banken und investieren nicht in eine effizientere Produktion oder in Innovation.

Aus Sicht der Wissenschaftler behindert die finanzielle Repression das Wirtschaftswachstum und sorgt für Stagnation. Sie enteignet die Bürger durch die Nichtverzinsung von Ersparnissen sowie durch Lohnrepression. Letztlich seien Produktivitätssteigerungen die Basis für steigende reale Löhne. Weil die ultralockere Geldpolitik die Produktivitätssteigerungen lähmt, seien Lohnerhöhungen immer seltener möglich. Vor allem jüngere Menschen seien gezwungen, zu deutlich niedrigeren Löhnen in den Arbeitsmarkt einzusteigen. Zudem komme es zu einer Aushöhlung der sozialen Sicherung. Laut Schnabl und Hoffmann hat die ultraexpansive Geldpolitik zwar einen Teil der Bevölkerung reicher gemacht. Dazu zählen vor allem Anleger, die in Immobilien und Aktien investiert haben. Grosse Teile der Bevölkerung seien durch die Geldschwemme aber ärmer geworden. So habe die Geldschwemme in vielen Ländern zur wachsenden Unzufriedenheit in der Mittelschicht geführt und damit dem Aufstieg von Populisten den Weg bereitet. Die

beiden Wissenschaftler sehen in den Industrieländern Parallelen zu den planwirtschaftlichen Strukturen in ost- und mitteleuropäischen Ländern vor dem Zusammenbruch des Kommunismus. Es sei dringend nötig, den Weg zurück zu marktwirtschaftlichen Strukturen einzuschlagen. Auch der wachsende Protektionismus in Industrieländern, allen voran den USA, sei ein Zeichen der wirtschaftlichen Eiszeit, sagt Stelter. In einer Welt mit schwächerem Wirtschaftswachstum sinke die Toleranz gegenüber Handelsbilanzüberschüssen anderer Länder.

Wie geht es nun weiter? In den vergangenen Monaten sind die Zinsen an den Kapitalmärkten etwas gestiegen. Dies hängt unter anderem mit der Steuerreform von US-Präsident Donald Trump und dem geplanten Infrastrukturprogramm in den USA zusammen, aber auch mit der Angst der Investoren vor Inflation. Trump versuche mit seiner Politik gewissermassen, die US-Wirtschaft «aus der wirtschaftlichen Eiszeit zu bomben», sagt Stelter. Allerdings glaubt der Ökonom nicht, dass es den USA gelingen werde, nachhaltig zu den Wachstumsraten von vor der Krise zurückzukehren. Die Frage sei vielmehr, ob die Zinsen nachhaltig überhaupt steigen könnten. Stelter geht davon aus, dass es sich bei den steigenden Zinsen um eine Zwischenperiode handelt. Die Welt sei gewissermassen in der Überschuldung gefangen. Würden die Zinsen zu stark steigen, drohe das ganze überschuldete System zu kippen. Unter anderem würde dann ein massiver Anstieg der Unternehmensinsolvenzen drohen. Die kritische Schwelle beim Zins sinkt mit steigender Verschuldung immer weiter – ein Teufelskreis, aus dem es laut Stelter kein schmerzfreies Entkommen gibt.

Auch Schnabl und Hoffmann halten die Lage für schwierig; da Strukturreformen für einen Abbau der Staatsausgaben demokratisch schwer umsetzbar sind, liegt für sie der Ball bei den Zentralbanken. Die beiden Wissenschaftler fordern einen schrittweisen Ausstieg aus der finanziellen Repression durch eine Beendigung von Anleihekäufen und konzertierte Zinserhöhungen der Notenbanken, beispielsweise um 0,5 Prozentpunkte pro Jahr über eine lange Periode hinweg. Dies müsste auf einem internationalen Gipfeltreffen beschlossen werden. Der gemächliche Anstieg der Zinsen würde bewirken, dass überschuldete Staaten und Zombie-Unternehmen mehr und mehr gezwungen wären, endlich reinen Tisch zu machen. Sie müssten sich bewegen und ihre ineffizienten Strukturen überarbeiten. Die Federal Reserve gehe punkto Zinserhöhungen bereits mit gutem Beispiel voran. Der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik werde jedoch dadurch erschwert, dass die EZB und die BoJ weiterhin eine sehr expansive Geldpolitik verfolgten.

Stelter hält einen ähnlichen Crash an den Finanzmärkten wie im Jahr 2008 für nicht unwahrscheinlich. Im Anschluss daran sei davon auszugehen, dass die Notenbanken erneute Rettungsprogramme starten würden. Möglicherweise komme dann auch das bereits in den vergangenen Jahren diskutierte Instrument des Helikoptergelds zum Einsatz. Insgesamt gesehen hätten die Notenbanken das «Spiel» viel zu weit getrieben, sagt Stelter. Mit immer billigerem Geld haben sie auf Zeit gespielt, das Problem jedoch immer grösser gemacht.

Eine «Lösung» für das Problem der Überschuldung könnte sein, dass die Schulden über die Notenbankbilanzen abgeschrieben werden. Japan scheint diesen Weg zu gehen. So hält die japanische Notenbank Bank of Japan bereits mehr als 50% der ausstehenden Schulden des japanischen Staats. Ob das funktionieren kann, ohne das Vertrauen in die japanische Währung zu zerrütten, bleibt abzuwarten. Laut Stelter handelt es sich dabei um «ein einmaliges Experiment». Auch Heinz-Werner Rapp, Anlagechef des Investmenthauses Feri, geht davon aus, dass die Notenbanken am Ende grosse Teile des sogenannten «Giftmülls» absorbieren dürften. Auch eine Umwandlung der Schulden beispielsweise in ewig laufende Zero-Bonds sei denkbar. Aus Sicht der Politik habe dieses Vorgehen den Vorteil, dass viele Bürger gar

nicht verstehen, was da vor sich gehe. Allerdings bewege man sich so noch weiter in Richtung einer Zwangswirtschaft, in der Marktsignale immer stärker ausgeschaltet würden.

Was bedeuten diese Szenarien für Anleger? Die ultraexpansive Geldpolitik hat allerlei Blasen an den Finanzmärkten geschaffen. Am Anleihemarkt ist aus Sicht von Rapp eine der grössten Blasen aller Zeiten entstanden. Vor diesem Hintergrund sei eine sachwertorientierte Anlagestrategie wohl der beste Weg, obwohl praktisch alle Anlagemärkte, auch Aktien und Immobilien, bereits hoch bewertet seien.

Die in den vergangenen Jahren zu beobachtende Inflation der Vermögenspreise könnte sich noch eine Weile fortsetzen, wie Schnabl und Hoffmann erwarten. Allerdings könnte sie eines Tages auch «wegreguliert» werden – nämlich dann, wenn sie drohe, noch grössere Keile in die Gesellschaft zu treiben. Dann könnten Regierungen neue Abgaben auf Finanzmarkttransaktionen und für Immobilienbesitzer oder Preisanstiegskontrollen für Liegenschaften beschliessen.

Als Folge der ultraexpansiven Geldpolitik sind die Preise für Vermögenswerte in den vergangenen Jahren massiv gestiegen. Dies zeigt unter anderem der Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research Institute, der die Entwicklung in Deutschland abbildet. Gemäss dem Barometer haben sich die Vermögenswerte deutscher Haushalte zum Ende des vierten Quartals 2017 um 9,3% im Jahresvergleich verteuert. Dies war der dritte Rekordwert in Folge. Die Preise für Immobilien verbuchten ein Plus von 8,2%. Aktien legten gemäss dem Index um 11,8% an Wert zu, Betriebsvermögen um 24,1%.

Würden die Zinsen stark steigen, drohte das ganze überschuldete System zu kippen.

Die ultralockere Geldpolitik lähmt die Wachstumskräfte, weil marktwirtschaftliche Prinzipien untergraben werden.