

Veröffentlicht in

Die Welt

02.06.2010

„Wir leben auf einer gefährlichen Staatsanleihen-Blase“

S. 15

Mit freundlicher Genehmigung der
Die Welt-Redaktion,
Axel Springer Verlag, Berlin

(www.welt.de)

02.06.10

Wir leben auf einer gefährlichen Staatsanleihen-Blase

Alle starren auf die Sparpläne der Südeuropäer - Dabei ist die niedrige Rendite bei Anleihen ebenfalls bedrohlich - Sie verdeckt das Missverhältnis zwischen Geldmenge und Produktion

Von Ulrich Blum und Werner Gleißner

Die Verschuldung europäischer Staaten ist in den vergangenen Jahren rasant gestiegen. Und trotz der immer ungünstigeren Relationen von Verschuldung zu Volkseinkommen sinken die Renditen deutscher Staatsanleihen. Könnte das der Vorbote einer Anleihen-Blase sein?

Das Sinken der Risikoprämie und Inflation als Folge des scheinbaren Eliminierens fundamentaler Risiken führte die Weltwirtschaft in den vergangenen 20 Jahren auf breiter Basis zu Wachstum und Wohlstand. Die Werthaltigkeit der Vermögensbasis, ihr "economic value" stieg und erhöhte letztlich die Finanzierungsmöglichkeiten der Staaten und Unternehmen. Die historisch einmalig niedrigen Zinsen senkten die Kosten der Staatsverschuldung, und der gegenwärtig krisenbedingte Run in die Staatspapiere hat durch steigende Kurse inzwischen die deutsche Umlaufrendite auf rund 2,2 Prozent gesenkt - fundamental ist das zu niedrig.

Der natürliche Zins für Staatsanleihen ergibt sich aus der langfristigen Produktivitätsentwicklung als geforderter Realrendite, etwa also dem Potentialwachstum der (globalen) Wirtschaft, einer natürlichen Inflationsrate, die die Zentralbanken bei zwei Prozent als Ziel ansetzen, und der Ausfallwahrscheinlichkeit von Staatsanleihen. Diese liegen heute garantiert nicht bei null Prozent - was ein Blick auf die Häufigkeit von Staatsschuldenkrisen in der Vergangenheit belegt. Damit ergäbe sich ein langfristig angemessener Zins von sechs bis sieben Prozent. Ein gegebener Zinszahlungsstrom wird bei zwei Prozent Rendite mit Ertragswertfaktor von 50, bei sieben Prozent aber nur mit 15 bewertet - der Unterschied ist ein Indiz für die Fehlbewertung und zeigt, dass der "Save Haven Staatsanleihe" hohe Gefahren aufweist. Offensichtlich muss hier eine Vermögensvernichtung von 70 Prozent einkalkuliert werden, sollten die Renditen steigen - wenn die Zinszahlungen dauerhaft fix wären. Selbst bei einer mittleren Laufzeit von zehn Jahren drohen Anleihenbesitzern Verluste von rund nominal 30 Prozent - real weit mehr. Denn wer nicht an Geldillusion leidet sieht, dass 2,2 Prozent Rendite die bisher noch gar nicht betrachteten Risiken einer hohen Inflation (fünf Prozent oder mehr) nach Wiederbelebung der Wirtschaft nicht kompensiert. Bei langen Anlagehorizonten sind Aktien - real betrachtet - sicherer als Anleihen.

Offenbar werden solche Risiken noch verdrängt, was die Blase erklärt, die noch weitere Gefahren birgt: Sie verschleiert die Dramatik der Staatsverschuldung und den Umfang der notwendigen Ausgabenreduzierung: Um einen Anstieg der Zinsen um drei Prozent zu kompensieren, benötigt der deutsche Staat ca. 60 Mrd. Euro pro Jahr - also eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um mindestens drei Prozent. Sie verdeckt außerdem "Bewertungsblasen" anderer Assetklassen, weil Staatsanleihen als Referenz dienen: Ein Anstieg des "risikolosen Basiszinssatzes" der Finanzierung und der Bewertungsmodelle kann gewaltige

Vermögensverluste und Abschreibungen, etwa bei Krediten, Lebensversicherungen und Immobilien, auslösen - mit negativen Konsequenzen für Investitionen und Wachstum. Jüngst hatten wir eine "Risikoprämien-Krise", nun droht die "Basiszins-Krise".

Die Lösungsmöglichkeiten sind begrenzt. Viele Staaten werden den künftigen Kapitaldienst nicht stemmen können. Spätestens wenn die Investoren dies merken, steigen die Zinsen und damit die Budgetdefizite weiter. Steuererhöhungen hemmen das Wachstum und implizieren sinkende Vermögenswerte. Damit droht eine Falle mit privater Vermögenskernschmelze bis hin zur Staatsinsolvenz.

Solange keine Güterinflation droht, könnte die Zentralbank noch Staatsschulden aufkaufen. Dies ist aber Ausdruck einer Vermögensenteignung der Privaten. Billionen an Staatsanleihen und die gemessen am Produktionspotential gewaltig aufgeblähte Geldmenge führen zu einer Fiktion von Wohlstand: der reale Wert liegt weit niedriger als von den Investoren vermutet. Dies wird offenkundig, sobald größere Teile dieses Finanzvermögens persönlichen Nutzen stiften sollen, also sich in Güternachfrage manifestieren. Dieser Geldmenge stehen dann zu wenig Güter und Produktionspotenzial gegenüber.

Der Staat muss durch Ausgabenreduzierung in den derzeit "billigen Zeiten" dieser Hydra den Kopf abschlagen. Sein Trachten muss es sein, ein "ricardianisches Paradies" zu erzeugen, den Privaten Platz zum Ausfüllen abgegebener staatlicher Aufgaben zu geben und private Initiative durch Deregulierung zu fördern. "Demokratieversagen" darf nicht dauerhaft Mehrheiten gegen eine Reduzierung von Transferzahlungen schaffen.

Ulrich Blum ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle

Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG