

„Die Wirtschaft in Amerika entwickelte sich auf Kosten der Zukunft“

Ökonomieprofessor Barry Eichengreen fürchtet, daß die Anleger bald das Vertrauen in die amerikanische Politik verlieren

Wie geht es nach der Wiederwahl von George Bush zum Präsidenten der Vereinigten Staaten wirtschaftspolitisch weiter? Barry Eichengreen, Ökonomieprofessor an der University of California in Berkeley, rechnet mit einem schwachen Dollar, einem schwachen amerikanischen Rentenmarkt und damit, daß China die Bindung des Yuan an den Dollar bald lockern wird. Er empfiehlt sowohl den Vereinigten Staaten als auch Europa, ihre Verschuldungspolitik zu zähmen.

sche Disziplin muß in den Heimatländern beginnen.

Die amerikanischen Konsumenten sind stark verschuldet, die Sparquote ist sehr gering, die Leistungsbilanz- und Budgetdefizite sind groß und nehmen zu, manche Preise wie für Häuser, Anleihen und Rohstoffe explodieren – ist das nicht ein ziemlich instabiler Zustand?

Es gibt Argumentationsweisen – ich nenne es die Deutsche-Bank-Theorie, da sich das Haus diesbezüglich stark exponiert hat –, nach welchen alles bestens ist. Ich

deutung des Problems erkannt und das Format haben, es tatsächlich auf die Agenda zu setzen.

Es gibt die Vermutung, Amerika könnte den Dollar absichtlich abwerten lassen, um auf diese Weise die Probleme zu lösen. Kann das überhaupt funktionieren, da die asiatischen Währungen mehr oder weniger an den Dollar gebunden sind?

Ich denke, die asiatischen Zentralbanken werden ihre Währungen eher früher als später aufwerten lassen. Die Schlüssel liegen in China und Japan. China hat in der

chung des Yen war die einzige Möglichkeit Japans, gegen die Deflation anzugehen. China hat das Wachstum über die Exporte angekurbelt. Allerdings scheinen beide Argumente langsam zu verblassen.

Geht diese Wechselkurspolitik nicht zu Lasten Europas, das die Hauptlast des Anpassungsprozesses in Form eines zu starken Euro tragen muß, obwohl es mit seinen eigenen strukturellen Problemen genug zu schultern hat?

Die Ökonomen der Deutschen Bank zeigen sich zufrieden mit dem gegenwärtigen Zustand der globalen Wirtschaft und vergessen Europa dabei völlig. Und das ist überhaupt nicht glücklich. Die Klagen Europas sind in meinem Augen ein weiterer Grund dafür, daß sich die Zustände bald ändern könnten.

Kann sich China einen flexibleren Wechselkurs überhaupt leisten, ohne zuvor seine Wirtschaft zu restrukturieren?

Je stärker das Land seine Wirtschaft umbaut, um so besser. Aber es kann es sich nicht leisten, erst das Bankensystem und die Staatsunternehmen zu sanieren, um erst dann die Yuan-Bindung zu lockern. Glücklicherweise muß es nicht darauf warten, denn die Banken haben kein Auslandsgeschäft, und die Staatsbetriebe sind keine großen Exporteure. Es wird zu nächst nicht zu einer großen Aufwertung kommen, sondern zu einem begrenzten Währungsband. Und das kann es praktisch sofort einführen.

Würde die Aufgabe der festen Yuan-Bindung an den Dollar das globale Wirtschaftswachstum bremsen?

Wenn der Yuan nur wenig aufwertet und wenn dieser Prozeß kombiniert wird mit vernünftigerer Fiskalpolitik in Europa und in Amerika, dann wäre diese Kombination gut für die Weltwirtschaft. Wenn aber die Staatsausgaben vor allem auch in Amerika nicht deutlich reduziert werden, dann wird ein weiterer Dollarverfall die Immobilienpreise unter Druck setzen, da Anleger anziehende Preise und steigende Zinsen antizipieren werden. Unser wirtschaftliches Schicksal liegt dann in den Händen Washingtons und nicht Pekings.

Welche Schlüsse kann man als Privatanleger daraus ziehen?

Wenn Sie meine skeptische Meinung teilen, werden Sie Dollar und amerikanische Staatsanleihen verkaufen.

Das Gespräch führte Christof Leisinger.



Barry Eichengreen

Foto Bloomberg

fürchte, einige Marktteilnehmer mit einer Schlüsselrolle wie die asiatischen Zentralbanken werden zunehmend nervös über die Aussichten des Dollars. Sollten sie ihre Nachfrage dämpfen, würde der Dollar fallen und die Importpreise anheizen. In diesem Fall müßte die amerikanische Zentralbank die Zinsen schneller und stärker anheben, als der Markt es erwartet. Die Häuserpreise wären dann sehr wahrscheinlich „das erste Opfer“.

Sollte Europa den Stabilitätspakt aufgeben und dieselbe Politik verfolgen?

Auch Europa hat Probleme mit der Mischung der wirtschaftspolitischen Impulse. Es würde besser fahren, wenn es eine straffere Fiskalpolitik mit einer lockeren Geldpolitik kombinieren würde. Niedrige Zinsen würden für ein investitionsfreundlicheres Umfeld, die schnellere Aufnahme neuer Technologien und für Produktivitätswachstum sorgen. Eine bessere Politik wird aber sicherlich nicht von der Europäischen Kommission ausgehen, denn der Stabilitätspakt ist ganz klar tot. Die fiskali-

Was läßt sich dagegen tun?

Das wichtigste wäre, daß sowohl die Amerikaner als auch die Europäer sofort gegen die zunehmende Verschuldung angehen. Leider ist das leichter gesagt als getan. Ich bezweifle, daß die Politiker die Be-

gangenen Woche das erste Mal seit neun Jahren den Leitzins angehoben. Das deutet darauf hin, daß das Land an die Grenzen administrativer Maßnahmen gestoßen ist und nun zu marktbasierter Instrumenten übergehen muß, um die überhitzte Wirtschaft abzukühlen. Ähnlich wie der Leitzins gehört dazu der Wechselkurs. Da die chinesischen Kapitalverkehrs-kontrollen immer unwirksamer werden, müssen sie den Wechselkurs freigeben. Er wird schrittweise flexibilisiert werden. Wann, das weiß noch niemand genau.

Sind die Dollarbindung des Yuan und die japanischen Interventionen nicht eine spezielle Form von Protektionismus?

Ich würde es nicht so nennen. Die Schwä-

Spekulation um Bushs Wirtschaftsstab

John Snow bleibt wohl dabei / Gregory Mankiw könnte gehen

ctg. WASHINGTON, 4. November. Der amerikanische Finanzminister John Snow wird dem neuen Kabinett von Präsident George Bush wohl noch eine Weile angehören. Damit rechnet politische Beobachter nach dem Wahlsieg Bushs. Wie in Washington zu hören ist, dürfte es gleichwohl nicht völlig ausgeschlossen sein, daß Snow dann in einigen Monaten ausscheiden und möglicherweise durch den Haushaltsdirektor im Weißen Haus, Joshua Bolten, ersetzt werde. Als weiterer Kandidat für das Amt des Finanzministers gilt Wirtschaftsminister Donald Evans, ein Freund von George Bush, der ebenfalls aus Texas stammt.

Die Wirtschaftsberater Gregory Mankiw und Steve Friedman indes dürften voraussichtlich das Weiße Haus auf absehbare Zeit verlassen. Mankiw, der vor weniger als

zwei Jahren Vorsitzender des Council of Economic Advisors als Nachfolger des Ökonomen Glenn Hubbard geworden ist, werde wohl bald wieder als Professor an der Harvard-Universität lehren und forschen, hieß es.

Durch den Wahlsieg wird es Bush sein, der einen Nachfolger für Alan Greenspan an der Spitze der Notenbank (Fed) zu bestimmen hat. Greenspan scheidet Ende Januar 2006 aus. Als aussichtsreich für dieses Amt gilt Harvard-Ökonom Martin Feldstein, der als Berater von Präsident Reagan die Wirtschaftspolitik in den achtziger Jahren geprägt hat. Ebenfalls als Fed-Chairman im Gespräch ist Hubbard, der derzeit Dekan der betriebswirtschaftlichen Fakultät der Columbia-Universität in New York ist.

Deutsche Wirtschaft erhofft Impulse

DIHK gegen Unilateralismus / Achillesferse Haushaltsdefizit

ami./hap. BERLIN/FRANKFURT, 4. November. Die deutsche Wirtschaft erhofft sich mehr internationale Kooperation, weniger Alleingänge sowie einen Abbau der Zwillingdefizite in Haushalt und Außenhandel vom wiedergewählten amerikanischen Präsidenten George Bush. „Die deutsche Industrie wünscht sich für die kommende Amtsperiode des Präsidenten neue Impulse für die transatlantischen Beziehungen“, sagte der Präsident des Bundesverbandes der Deutschen Industrie (BDI), Michael Rogowski, am Donnerstag in Berlin. Nur in gemeinsamen Anstrengungen könnten internationale Herausforderungen wie eine neue Wachstumspolitik für die Weltwirtschaft, die Weiterentwicklung des internationalen Handelssystems oder der Schutz der Umwelt angenommen werden. „Weniger Unilateralismus“ wünschte sich der Hauptgeschäftsführer des Deutschen Industrie- und Handelskammertages (DIHK), Martin Wansleben. Er hoffe, daß Amerika in der zweiten Amtszeit von Bush weltweit geltende Regeln wie die der Welt-Handelsorganisation (WTO) oder das Kyoto-Klimaschutzprotokoll ernster nehmen werde. Auch dürften die transatlantischen Beziehungen kein Spielball der Tagespolitik werden, sagte er unter Verweis auf aktuelle Streitthemen wie die staatlichen Hilfen für den Flugzeugbau in den Vereinigten Staaten und Europa.

Für den Bundesverband des Groß- und Außenhandels wünschte dessen Präsident, Anton Börner, Bush „eine glückli-

che Hand bei der Bewältigung der großen wirtschaftspolitischen Aufgaben“. Entscheidend für deutsche Unternehmen sei, daß die amerikanische Wirtschaft in Schwung bleibe „und der Dollar nicht weiter an Wert verliert, weil das das US-Geschäft schwieriger macht und unsere Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkt schwächt“. Achillesferse bleibe das amerikanische Haushaltsdefizit, das die Währung unter Druck setzt. Bush habe sich in der Vergangenheit als harter Gesprächspartner erwiesen, der zwar auf freien Welt-handel setze, gleichzeitig aber bereit sei, aus innenpolitischen Erwägungen den amerikanischen Markt mit Subventionen zu schützen oder mit Zöllen abzuschotten. „Wir hoffen, daß Bush hier in seiner zweiten Amtszeit etwas besonnener agiert und sich die Handelsstreitigkeiten der letzten Jahre nicht wiederholen“, sagte Börner.

Die amerikanische Handelskammer in Deutschland erwartet, daß sich durch die neuerliche Präsidentschaft Bushs die engen Beziehungen insbesondere der Wirtschaft zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten fortentwickeln werden. Für den amerikanischen Präsidenten sollten europäische Themen und der Ausbau der transatlantischen Beziehungen eine große Rolle spielen. „Die Stärke, Tiefe und Bedeutung der Partnerschaft zwischen den Vereinigten Staaten und Europa ist sehr wichtig. Eine Partnerschaft, in der Europa auf Amerika zählen kann und umgekehrt, ist unerlässlich“, heißt es in der Handelskammer.

Rußland will Schulden vorzeitig tilgen

Langwierige Verhandlungen mit dem Pariser Club / Deutschland ist der mit Abstand größte Gläubiger

dri. FRANKFURT, 4. November. Rußland befindet sich in Gesprächen mit dem Pariser Club, um einen Teil seiner Auslandsschulden vorzeitig zurückzuzahlen (F.A.Z. vom 4. November). Das russische Finanzministerium will damit nach eigenen Angaben verhindern, daß Mitglieder des Pariser Clubs, allen voran die Bundesrepublik Deutschland, weitere Rußland-Forderungen in marktfähige Anleihen umwandeln und damit indirekt das Schuldenmanagement des aufstrebenden Landes behindern.

Erst zur Jahresmitte hatte Deutschland, der mit Abstand größte Gläubiger Rußlands, künftige Tilgungs- und Zinszahlungen Rußlands im Gesamtvolumen von 5 Milliarden Euro über eine Verbriefungssaktion an den Kapitalmarkt gebracht. Da diese „deutschen Rußland-Anleihen“ (Aries-Anleihen) mit attraktiveren Konditionen ausgestattet sind als ausstehende russische Fremdwährungsanleihen (Eurobonds), tauschten Anleger russische Eurobonds in die Aries-Papiere um. Dies führte zu Kursverlusten bei den Eurobonds im Gesamtbetrag von rund 35 Milliarden Dollar. Beim Pariser Club ist Rußland mit knapp 47 Milliarden Dollar verschuldet.

Deutschland schloß seinerzeit eine weitere Verbriefungssaktion nicht aus. Der russische Finanzminister Alexei Kudrin kündigte deshalb vor einigen Wochen an, Rußland wolle einen Teil seiner Auslandsschulden zurückkaufen. Der Pariser Club ist ein informeller Zusammenschluß offizieller Gläubiger ohne Rechtsgrundlage und

Rechtsstand. Seine Aufgabe ist es, aufeinander abgestimmte und tragfähige Lösungen für Zahlungsschwierigkeiten von Schuldnerstaaten zu finden. Das französische Finanzministerium stellt einen ständigen Vorsitzenden und ein Sekretariat.

Wenn Rußland einen Teil der im Pariser Club umgeschuldeten Verbindlichkeiten vorzeitig zurückzahlen will, muß es wegen des Gleichbehandlungsgrundsatzes mit einem Angebot an alle Gläubigerländer des Clubs herantreten. In einer zweiten Stufe kommt es dann zu Verhandlungen mit einzelnen Gläubigern, die den bilateralen Schuldenabkommen Rechnung tragen. Die Gespräche dürften sich somit

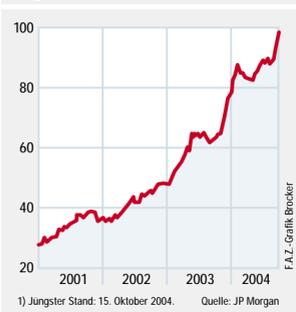
einige Monate hinziehen, so daß erst gegen Jahresende oder im nächsten Jahr mit einer Einigung zu rechnen ist. In den Verhandlungen wird unter anderem zu klären sein, wie die zurückzuzahlenden Verbindlichkeiten auf die Gegenwart diskontiert werden und ob ein zusätzlicher Abschlag auf den Nominalwert gewährt wird. Das russische Finanzministerium zielt auf einen Abschlag von bis zu 10 Prozent ab, sagen Experten.

Von den knapp 47 Milliarden Dollar Forderungen des Pariser Clubs entfallen gut 20 Milliarden Dollar oder 45 Prozent auf Deutschland. Das schließt noch die umgerechnet 6 Milliarden Dollar ein, die im Sommer in marktfähige Anleihen umgewandelt wurden. Die größten Gläubiger nach Deutschland sind Italien (12 Prozent), Japan (8 Prozent), Vereinigte Staaten (8 Prozent), Frankreich (7 Prozent), Österreich (6 Prozent) und Großbritannien (3 Prozent). Experten von J. P. Morgan schätzen, daß Rußland erst einmal Schulden von rund 10 Milliarden Dollar vorzeitig zurückzahlen dürfte. Der kleinere Teil davon könnte über die Begebung einer klassischen Fremdwährungsanleihe refinanziert werden.

Eine vorzeitige Schuldentilgung könnte die Heraufstufung der russischen Bonität durch die Ratingagenturen beschleunigen. Bei Moody's ist das Land, dessen Devisenreserven inzwischen mehr als 100 Milliarden Dollar betragen, schon seit einem Jahr ein solider Schuldner (Investment Grade), bei Standard & Poor's könnte diese Heraufstufung im Frühjahr folgen.

Russische Devisenreserven

Angaben in Milliarden Dollar¹⁾



Eine Erblast der Deutschen Bundespost

Die zu verkaufenden Forderungen dienen der Versorgung der früheren und der aktiven Beamten

bü. BONN, 4. November. Die Forderungen, die Finanzminister Hans Eichel zum Stopfen von Haushaltslöchern nutzen möchte, sind eine Erblast der früheren Deutschen Bundespost. Deren Nachfolgeunternehmen Deutsche Post, Postbank und Telekom leisten damit einen Beitrag zur Versorgung der früheren und der noch aktiven Beamten. Nach dem im Jahr 2000 neugefaßten Postpersonalrechtsgesetz müssen sie dazu 33 Prozent der Bezüge ihrer aktiven Beamten sowie der Ansprüche ruhegehaltspflichtiger Staatsdiener an den Bundes-Pensions-Service abführen. Die Deutsche Post zahlte im vorigen Jahr 664 Millionen Euro, die Postbank 77 Millionen Euro. Für die Telekom schlugen diese Pensionsverpflichtungen mit 809 Millionen Euro zu Buche. Die Zahlungen an die Pensionskasse gehen allmählich zurück, weil seit der Privatisierung im Jahr 1995 keine neuen Beamten mehr eingestellt wurden, deren Bezüge auf die Forderungen angerechnet werden. Bis etwa zum Jahr 2040 dürften die Zahlungsverpflichtungen ganz entfallen. Die Pensionslasten für die Pensionäre und ihre Hinterbliebenen wird in den Folgejahren, also voraus-

sichtlich bis etwa 2090, dann allein der Bund aufbringen müssen. Schon jetzt steht er für die Differenz zwischen den Altersbezügen und den Zahlungen der drei Unternehmen gerade. Im kommenden Jahr werden ihm dadurch Lasten von etwa 5,5 Milliarden Euro entstehen.

Die Zahlungsverpflichtungen der drei Unternehmen belaufen sich auf der Zeitachse auf eine Größenordnung von rund 18 Milliarden Euro. Auf den Zeitwert diskontiert könnten es nach Angaben aus dem Finanzministerium rund 14 Milliarden Euro sein. Allein bei der Telekom steht ein Barwert von 9 Milliarden Euro in den Büchern. Voraussichtlich wird die Kapitalisierung in drei Tranchen erfolgen. Für das kommende Jahr wird so geplant, daß die volle Pensionslast des Bundes von rund 5,5 Milliarden Euro abgedeckt wäre. Dazu würden die in Zukunft anfallenden Forderungen direkt an die Pensionskasse oder einen Dritten abgetreten. Als Gegenleistung der Verbriefung erhält der Bund den Zeitwert der übertragenen Forderungen und kann damit seine Pensionsverpflichtung erfüllen. Die aufnehmende Gesellschaft wiederum kann die Forderun-

gen zur Absicherung von Anleihen, sogenannten Asset Backed Securities (ABS), nutzen, mit der sie ihre Zahlungen an den Bund refinanzieren. Ein gutes Rating ist ihr gewiß, weil die Verbriefung der Papiere durch Forderungen an drei solide Konzerne das Ausfallrisiko minimiert. Solchermaßen abgesicherte Bonds sind deshalb mit verhältnismäßig niedrigem Zins ausgestattet; mehr als ein Aufschlag von etwa 0,1 Prozent gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen sei kaum zu erwarten, heißt es. Sollten die Rating-Agenturen allerdings ihr Urteil über die drei Schuldner-Unternehmen revidieren, würde dies sofort auch auf die Bonds durchschlagen. Gehandelt werden ABS sowohl mit variablem Zins als auch festverzinslich. Nach den ersten Planierten würde auch für das Jahr 2006 so kalkuliert, daß sich der Bund wiederum von der gesamten Pensionslast befreit. Von 2007 an geht die Rechnung nicht mehr vollständig auf, weil die für die Verbriefung nutzbaren Verpflichtungen der Unternehmen dann „aufgebraucht“ sein werden. Spätestens von 2008 an wäre die Belastung des Bundes höher als nach der bisher geltenden Regelung.

Neue Perspektiven. Durch Ihr Engagement.

Für Studierende mit Weitblick: Postbank Finance Award[®]

Entwickeln Sie im Rahmen unseres Hochschulwettbewerbs Ansätze für das „Banking der Zukunft“. Studierende und Lehrende aller Fachrichtungen können im Team viel für sich und ihre Hochschule erreichen: Die drei best platzierten Wettbewerbsbeiträge werden mit einem Preisgeld in Höhe von insgesamt 70.000 Euro ausgezeichnet. Darüber hinaus werden die Essays dieser Teams einer breiten Öffentlichkeit vorgestellt. Machen Sie von sich reden! Ausführliche Informationen finden Sie unter www.postbank.de/finance-award

Nutzen Sie Ihre Chance und überzeugen Sie unsere Jury: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Prof. Dr. Günter Franke, Prof. Dr. Horst W. Opaschowski, Prof. Dr. Wulf von Schimmelmann, Prof. Dr. Dr. h.c. Horst Siebert, Prof. Dr. Udo Steffens und Holger Steltzner.

Partner:
Frankfurter Allgemeine
ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Postbank