



Professor Martin Janssen, ECOFIN-Gruppe

Von brigitte.strebel - 5. November 2012 17:00

Professor Martin Janssen, ECOFIN-Gruppe. (Bild: ECOFIN).

Von Brigitte Strebel

Moneycab: Gibt es Gemeinsamkeiten zwischen der Finanzkrise und dem Debakel der Pensionskasse des Kantons Zürich (BVK)?

Prof. Martin Janssen: Die Ursachen sind, abgesehen davon, dass sie von ökonomisch denkenden Personen verursacht wurden, völlig verschieden. Bei der BVK lag die Ursache in organisatorischen Mängeln, in einer gewissen Nonchalance vieler Verantwortlicher und wohl in der Gewissheit, dass man selber nicht persönlich haftet und letztlich der Steuerzahler für alles geradestehen wird.

Aber waren nicht in beiden Beispielen die Regulatoren grundsätzlich überfordert?

Natürlich lag die Ursache der internationalen Finanzkrise auch bei den einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden und der Politik, welche die Regulationen erlässt. Sie haben diese riesigen Banken zugelassen, die dann vom Staat gerettet werden mussten. Hier besteht eine gewisse Gemeinsamkeit.

Welche Lehren sollte man daraus ziehen?

In einer Pensionskasse geht es darum, dass sich die Verantwortlichen klar sind, dass es Regeln gibt, wie eine Pensionskasse geführt werden soll. Das betrifft zum einen Organisationsaspekte, wonach Entscheidungsvorbereitung, Entscheidungsdurchführung und Kontrolle auf unterschiedliche Gremien übertragen werden müssen. Zum anderen geht es darum, die Kapitalanlagen nach wissenschaftlichen Regeln zu tätigen. Ich erinnere nur an Konzepte wie „Asset Liability Management“ oder Diversifikation. Schliesslich sollten, wie das im Bundesgesetz über die berufliche Vorsorge eigentlich vorgesehen ist, auch Verantwortliche bei öffentlichen Pensionskassen für Schäden, die sie absichtlich oder fahrlässig verursacht haben, bis zu einem gewissen Grad persönlich haften. Es dient der Sache wenig, wenn am Schluss einfach immer der Steuerzahler zur Kasse gebeten wird, wenn Fehler entstehen; wir müssen die Verantwortlichkeiten besser zum Tragen bringen.

“Die massiven Devisenkäufe der SNB zur Fixierung des Wechselkurses sind eine heikle Sache.”

Professor Martin Janssen, ECOFIN-Gruppe

Die BVK soll verselbständigt werden. Ist das in Ordnung?

Abgesehen dass, dass das gemäss Gesetz so sein muss, finde ich alles, was Verantwortung bringt und dazu führt, dass die Verantwortlichen Konsequenzen aus grobem Fehlverhalten tragen müssen, grundsätzlich gut. Ausserdem gibt dies den Personalvertretern mehr Macht und den Anreiz, sich zu wehren, wenn sie glauben, dass ihre Interessen verletzt werden. Letztlich geht es ja um das Geld der Mitarbeiter.

Verlassen wir die regionale und gehen zur nationalen Ebene. Wie beurteilen Sie die aktuelle Notenbankpolitik der SNB?

Die massiven Devisenkäufe der Nationalbank zur Fixierung des Wechselkurses von CHF 1.20 pro Euro sind eine heikle Sache. Heikel als Massnahme überhaupt, heikel, weil sie genau so festgelegt wurde und heikel, weil es offen ist, ob und wie die SNB den Ausstieg aus dieser halbseitigen Abhängigkeit vom Euro schaffen wird.

Wird es der SNB gelingen, den Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro auf einem höheren Niveau anzubinden?

Es ist immer heikel, einen so wichtigen relativen Preis wie den Frankenkurs langfristig gegen den Markttrend zu fixieren, um so den Franken künstlich zu schwächen. Ich habe Verständnis, dass die Nationalbank vor einem guten Jahr aktiv werden musste. Aber ich hätte kein Verständnis, wenn dieser Wechselkurs jetzt beispielsweise bei CHF 1.25 pro Euro festgelegt würde.

Kann die Wirtschaft dies verdauen?

Sehr schwierig zu verdauen sind insbesondere grosse Veränderungen des Wechselkurses in kurzer Zeit. Aber die Schweizer Wirtschaft muss sich kontinuierlich den neuen Gegebenheiten anpassen. Dazu gibt es keine Alternative. Wenn man diesen «Anpassungsprozess» mit einer Wechselkursanbindung aushebelt, dann hat das Konsequenzen. Mit der dafür notwendigen Geldschwemme ändern sich die relativen Preise für Kapital und Arbeit. Dies führt langfristig unweigerlich zu fehlgeleiteten Investitionen (Fehlallokationen). Dies ist aus langfristiger Perspektive gefährlich und kann eine Volkswirtschaft sehr teuer zu stehen kommen. Es entstehen Unternehmen in der Exportindustrie, die zum effektiven Marktkurs des Frankens nicht überleben könnten. Und die Importe sind generell zu teuer. Ich möchte mir nicht vorstellen müssen, welche Situation wir in der Schweiz beispielsweise in Sachen Arbeitslosigkeit erleben werden, wenn die SNB den Wechselkurs in zwei, drei Jahren beispielsweise bei CHF 1 pro Euro oder darunter freigeben muss.

Ein anderes Beispiel wäre die Immobilienblase?

Da bin ich zurückhaltend. Die starke Zuwanderung von ca. 80'000 Personen pro Jahr, d.h. von mehr als einem Prozent der Bevölkerung, verlangt unter gewissen Annahmen nach 1 Prozent mehr Wohnraum. Etwas anderes ist der rasche Anstieg des selbstbewohnten Eigentums. Dies mag auf die nominell tiefen Zinsen zurückzuführen sein.

“Die Banken in Europa und in den USA haben immer noch zu wenig Eigenkapital.”

Sind die Zinsen heute auf einem historischen Tiefstand?

Das ist eine wichtige Frage. Angesichts des Umstandes, dass die Inflationsrate bei minus einem Prozent pro Jahr liegt, bedeutet ein Hypothekenzins von 2 Prozent pro Jahr, dass die Realverzinsung drei Prozent pro Jahr beträgt. Das ist aus historischer Perspektive ein hoher Realzins.

Befinden wir uns in der Schweiz in einer deflationären Phase?

Nein, das würde ich nicht sagen. Wir haben praktisch keine Arbeitslosigkeit und ein positives reales Wachstumsraten. Deflation ist nicht das richtige Wort. Eigentlich ist die Analyse einfach: Die Banken in Europa und in den USA haben immer noch zu wenig Eigenkapital und halten zu viele Staatsobligationen; viele Staaten erhöhen noch immer ihre Schulden, weil sie wissen, dass die Banken diese kaufen werden; und die Arbeitsmärkte werden nicht dereguliert. Wir erleben den Versuch der Zentralbanken, die Unfähigkeit der Politiker, die Haushalte ihrer Staaten in Ordnung zu bringen, mittels billigen Geldes wenigstens während einer gewissen Zeitperiode zu übertünchen. Leider ist zu vermuten, dass die notwendigen Anpassungen, die wir jetzt hinausschieben, eines Tages mit um so grösserer Wucht über uns hereinbrechen werden. Diese Vermutung ist natürlich verunsichernd und lässt die Unternehmer zögern zu investieren. Aber wir haben noch keine Deflation.

Passt sich dann die Schweizer Wirtschaft durch eine sogenannte «interne Abwertung» dem starken Franken an?

Ich schätze den korrekten Marktkurs heute auf etwa CHF 1.10 bis CHF 1.15 ein. Damit dürften in einer langfristigen Sicht Importe und Exporte etwa gleich gross sein. Würde der tiefere Wechselkurs über die Importpreise voll an die Unternehmungen und Haushalte weiter gegeben, wäre eine leichte interne Abwertung vor allem bei den dauerhaften Konsumgütern, die wir importieren, zu spüren. Aber sie würde helfen, die Konkurrenzfähigkeit der Schweiz wieder zu verbessern.

“Die Pensionskassen fahren also ein erhebliches Risiko, das sich auch negativ niederschlagen kann.”

Hat die Anbindung des Frankens direkte Konsequenzen für die Schweizer Finanzindustrie?

Die Schweizer Banken sind zu einem erheblichen Teil auch zur Exportindustrie zu zählen und erleben den durch den tiefen Euro verstärkten Margendruck. Zudem führt die Politik der SNB zu den tiefen Zinsen in der Schweiz. Wenn die Zinssätze bei praktisch null, liegen wird es zunehmend schwieriger, für die Kunden eine ansprechende Anlagerendite zu erzielen.

Was bedeuten die tiefen Zinssätze für institutionelle Investoren, wie Pensionskassen und Versicherungen, sowie für den privaten Anleger?

Haus- und Eigentumswohnungsbesitzer werden bevorzugt, weil die Zinslast für ihre Schulden nominell tief gehalten wird und sie mit Preissteigerungen für ihre Immobilien rechnen können. Pensionskassen wiederum stehen vor der unlösbaren Aufgabe, bei einer Anlagerendite, die nahe bei null liegt, die vorgeschriebene Mindestverzinsung von 1,5 Prozent sicher zu erreichen. Die Pensionskassen suchen den Ausweg über das Anlagerisiko, obwohl die meisten diese Risikofähigkeit wegen des zu tiefen Deckungsgrades gar nicht haben. Die Pensionskassen fahren also ein erhebliches Risiko, das sich auch negativ niederschlagen kann.

Welche Faktoren werden für die Finanzindustrie und den Finanzplatz Schweiz in Zukunft matchentscheidend sein?

Erfolgskritisch ist in erster Linie die Rechtssicherheit. Diese hat in den letzten Jahren durch verschiedene Massnahmen des Bundesrates und des Parlamentes – Herausgabe von Kunden- und Mitarbeiterdaten an die USA, rückwirkende Neuinterpretation von Gesetzen und Staatsverträgen etc. – stark gelitten. Auch die vom Bundesrat und einzelnen Banken propagierte Weissgeldstrategie empfinde ich als grossen Fehler. Selbstverständlich wird keine aktive Beihilfe zur Steuerhinterziehung gewährt. Aber es ist nicht Sache irgendeiner Bank auf der Welt, die Beziehung zwischen einem Steuerzahlen und seinem Steueramt zu hinterfragen. Das gilt im Besonderen auch für die Schweiz, wo der Schutz der Person und ein hohes Rechtsgut ist.

“Wir müssen uns um eine intelligente Finanzplatz-Strategie bemühen und für diese kämpfen.”

Also kein gläserner Bankkunde, wie das in Deutschland üblich ist.

Nein. Ich finde es bedenklich, dass die Deutschen ihrem Staat, der seine Staatsbürger in den letzten 100 Jahren wiederholt verfolgt und umgebracht hat, ein solches grenzenloses Vertrauen entgegenbringen. In der Schweiz steht so etwas schon gar nicht zur Diskussion. Ich werde mich immer gegen den automatischen Informationsaustausch zur Wehr setzen.

Der verstärkte Druck ist doch reines Powerplay. Und die politische Macht auf internationaler Ebene liegt nun einmal nicht in der Schweiz.

Die Feststellung ist richtig, aber es ist eine falsche Sicht auf die Position der Schweiz. Wir Schweizer wollen eine selbständige, weltoffene Schweiz, die mit der ganzen Welt Handel treibt. Und wir wollen selber bestimmen, welche Gesetze in der Schweiz gelten und mit welchen Gerichten diese durchgesetzt werden. Betont man zuerst einmal die Schwäche und Kleinheit des Landes, können sie die Schweiz schon fast aufgeben. Gerade weil wir klein und relativ unbedeutend sind, müssen wir uns um eine intelligente Finanzplatz-Strategie bemühen und für diese kämpfen. Ich stelle aber leider fest, dass es weder eine Strategie gibt, noch dass jemand für etwas, das man als Strategie bezeichnen könnte, kämpft. Verhandlungen mit den Deutschen zu führen und keines der gesetzten Ziele erreichen, wie das bei der Abgeltungssteuer der Fall ist, ist auf jeden Fall keine besondere Leistung und kann nicht als Kampf für die Interessen der Schweiz bezeichnet werden. Die Schweiz muss lernen, dass sie mit den gleichen Rahmenbedingungen konkurrieren soll, die auch für die anderen Staaten gelten, und dass es überhaupt keinen Sinn macht, sich selber – beispielsweise mit einer Weissgeldstrategie – zu behindern. Es macht ebenso wenig Sinn, Steuergelder für andere Staaten unentgeltlich einzutreiben.

Mit welchen Herausforderungen werden die Banken in nächster Zukunft konfrontiert?

Die Kunden wandern ab, die Preise sinken, die Kosten steigen. Deshalb müssen die Banken die Industrialisierung nicht nur im Middle und Back Office vorantreiben, sondern ebenso bei der Erstellung der Beratungsleistung, d.h. im Front Office.

Welche Rolle spielt die Aufsicht in dieser Beziehung?

Ich wünsche mir, dass die Aufsicht im Interesse des Finanzplatzes Schweiz handelt und sich in erster Linie auf die Schaffung von Wettbewerb und

Transparenz beschränkt. Dann wird die Bankenaufsicht automatisch individueller und weniger bürokratisch. Und das wäre ein Gewinn für alle, insbesondere auch für den Anleger.

Warum sind die Versicherungen weniger in den Strudel der Finanzkrise geraten?

Es gibt verschiedene Gründe. Versicherungsmanager, beispielsweise, sind meist andere Leute als Bankenmanager. Ein Grund ist aber auch in der vernünftigeren Regulierung mit dem Swiss Solvency Test und Solvency II zu suchen.

Die Bankenindustrie ist neben der Pharmaindustrie die am dichtesten regulierte Branche, und trotzdem gibt es hier die grössten Unfälle. Ist schlechte Regulierung schlimmer als keine Regulierung?

Aber sicher. Es gäbe, wie erwähnt, eine einfache vernünftige und sehr effektive Regulierung, nämlich Transparenz, Wettbewerb und Verzicht auf Staatsgarantien. Aber das ist weder im Interesse der Aufsicht noch der grossen Banken und hat deshalb wenig Aussicht auf kurzfristige Realisation. Ich hoffe, dass es auch unter den Bankmitarbeitern wieder mehr Leute mit Zivilcourage gibt, die sich für die richtigen Dinge engagieren, selbst wenn das sich kurzfristig nicht in einem höheren Bonus niederschlägt.

“Ich vermute, dass wir erst die Vorboten der Krise erleben.”

Wie beurteilen Sie die europäische Finanzkrise? In welchem Stadium befinden wir uns jetzt?

Die gegenwärtige Krise ist mehrschichtig. Es gibt eine Banken- resp. Finanzkrise, eine Eurokrise, eine Budgetkrise, eine Krise am Arbeitsmarkt, eine Rechtskrise und eine Krise bei den Zentralbanken. Diese Krisen haben eine gemeinsame Ursache: der Machbarkeitsglaube der Politiker und der Regulatoren; man könnte auch sagen, die fehlende Demut vor der Komplexität der Realität. Über die Regulation, beispielsweise über die Kapitalunterlegungspflichten von Basel II und III, wurden die Bankenkrise und die Budgetkrise miteinander verknüpft. Das ist einer der wirklich gefährlichen Aspekte des Krisenmixes. Ich vermute, dass wir erst die Vorboten der Krise erleben. Ein Ende der Krise wird erst dann in Sicht sein, wenn die Staaten ihre Budgets ins Gleichgewicht bringen und ihre Schulden abbauen, die Arbeitsmärkte vollständig deregulieren und intelligentere Kapitalunterlegungspflichten für die Banken festlegen. Heute kaufen die Banken Staatspapiere, hinterlegen diese bei der Zentralbank und erhalten im Gegenzug Geld zu null Prozent, mit dem sie neue Staatspapiere kaufen. Seit letztem Jahr haben die Banken in Europa auf diese Weise ihre eigenen Mittel um 200 Milliarden Euro verstärkt. Das ist nichts anderes als eine Kapitalisierung der Banken mit Geld der Öffentlichkeit. Und so stelle ich mir die Marktwirtschaft nicht vor.

Die Schweiz steht in diesem Szenario eigentlich ganz gut da.

Weil bei uns die direkte Demokratie und das Subsidiaritätsprinzip funktioniert und deshalb viele politische Entscheide auf Gemeinde- und Kantonebene gefällt werden. Aber punkto BVG (2. Säule) und AHV (1. Säule) haben wir auch unsere Sorgen. Vor allem die Verschuldung der öffentlichen Hand gegenüber den Pensionskassen ist dramatisch. Vergessen dürfen wir auch nicht die relative Grösse der beiden Schweizer Grossbanken. Sie sind, gemessen an der Grösse der Schweiz, mehr als 10 mal grösser als die Deutsche Bank gemessen an der Grösse Deutschlands.

Zur Person

Dr.oec.publ. Martin C. Janssen unterrichtet seit mehr als 35 Jahren Volkswirtschaftslehre und Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich und an anderen Bildungsinstitutionen im In- und Ausland. 1985 gründete er ECOFIN, eine Beratungs- und Software- Unternehmung, die sich zu einer Gruppe kleiner Firmen entwickelt hat, die in den Bereichen Softwareentwicklung für das Asset- und Risikomanagement, in der strategischen Beratung grosser Investoren sowie in der Bereitstellung von Anlage- und Vorsorgelösungen tätig ist. Martin Janssen veröffentlichte mehrere Bücher und Aufsätze im Bereich der Finanzmarktökonomie. Heute führt er im Hauptamt die ECOFIN-Gruppe.

Zum Unternehmen

Die ECOFIN-Gruppe ist ein Solution Provider in Banking and Finance, im Vorsorgebereich, bei der Betreuung von Vermögen institutioneller Anleger und von Privatkunden. Die ECOFIN übernimmt Beratungs- und Entwicklungsaufträge, erarbeitet strategische Konzepte und bietet Softwareprodukte für das Wealth Management an.

- Firmeninformationen bei monetas

Moneycab Interviews mit freundlicher Unterstützung von "The Circle" Flughafen Zürich