

Super Mario will glorreiche sieben

MEINUNG Der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi hat einen wirtschaftspolitischen Aktionsplan vorgelegt. Welche Auswirkungen dieser für die langfristigen Kapitalmarktrenditen in der Eurozone haben kann. **TEODORO D. COCCA**

Kürzlich präsentierte der Ex-Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi einen 400-seitigen Bericht. Darin schlägt er unter anderem eine Erhöhung öffentlicher und privater Investitionen vor, um die schwächelnde Wirtschaft Europas wiederzubeleben. Für Investoren stellt sich die Frage, welchen Einfluss sich daraus auf die langfristigen Kapitalmarktrenditen in der Eurozone ergeben könnte – unter der Annahme, dass Draghis Plan die zukünftige Wirtschaftspolitik der EU tatsächlich in der skizzierten Form beeinflussen wird.

Auf das Zinsniveau scheinen vor allem zwei Aspekte langfristig wirken zu können: der beabsichtigte Sprung im Produktivitätswachstum durch technologische Innovation und die Erhöhung der gemeinschaftlichen Emission von Anleihen (EU-Bonds). Ein Innovationsboom erhöht die Kapitalnachfrage, so die gängige Lehrmeinung, wodurch theoretisch ein positiver Zusammenhang zwischen technologischem Fortschritt und Zinsniveau angenommen wird.

Empirisch steht dieser Zusammenhang jedoch mit Blick auf die letzten Jahrzehnte fallender Zinsen (mit Ausnahme der aktuellen Inflationswelle) auf wackligen Füßen. Andere Einflussfaktoren, wie beispielsweise Demografie und expansive Notenbankpolitik, dürften auch weiterhin stärkere Wirkung entfalten, sodass der fundamentale Zinstrend weiterhin der säkularen fallenden Entwicklung folgen sollte.

Neue Schulden gefährden Zinstrend

Einfluss auf das Zinsniveau könnte schon eher die vermehrte Emission gemeinsamer EU-Bonds haben. Diese werden bereits heute mit einem Aufschlag von rund 50 Basispunkten gegenüber deutschen Benchmark-Anleihen (S&P bewertet EU-Bonds etwas niedriger als deutsche Staatsanleihen) gehandelt. Das gesamte Emissionsvolumen gemeinsamer Schulden liegt zurzeit bei ca. 700 Mrd. €. EU-Bonds könnten eines Tages die heutigen deutschen Staatsanleihen als Benchmark-Anleihen (Volumen ca. 1.200 Mrd. €) für die Eurozone ablösen und eine Alternative zu US-Treasuries (dem heute global wichtigsten einzelnen Finanzinstrument mit einem Volumen von rund 30'000 Mrd. \$) werden. Etabliert sich das Instrument international, würden eine hohe Nachfrage und Liquidität zu tieferen Zinssätzen führen. Der Weg bis dahin ist aber lange und birgt Ambivalenzen.

Zunächst würden die Euroländer durch die Emission von EU-Bonds ihre Schulden an den nationalen Schuldenregeln vorbei weiter erhöhen. Die Verschuldungskapa-

azität der Eurozone könnte allerdings in Summe nicht unbegrenzt steigen, ohne steigende Risikoaufschläge bei Verschlechterung des Ratings in Kauf nehmen zu müssen. Eine Verschiebung der Investorennachfrage hin zu EU-Bonds könnte sich nachteilig auf nationale Staatsanleihen auswirken, mit in der Folge steigenden Zinsen für die Titel der Einzelstaaten.

Der politische Kompromiss, den der Draghi-Bericht allenfalls vorbereitet, könnte darin bestehen, gemeinsame Schulden zuzulassen, im Gegenzug jedoch strengere Fiskalregeln für die nationale Verschuldung zu akzeptieren. Dies wäre aber mehr als ein fauler Kompromiss und würde faktisch einer weiteren Aufweichung der Finanzdisziplin in der Eurozone gleichkommen, solange es keine strengen Regeln für die gemeinsame Verschuldung gibt.

Die Gefahr einer untragbaren Schuldenlast wird übrigens im gesamten Bericht nur in einem Satz erwähnt. Vorschläge für Regeln der gemeinsamen Schuldenaufnahme sucht man im Bericht vergeblich. Generell scheint das Thema der Finanzdisziplin in Draghis Blick nach vorne kein besonders Wichtiges zu sein, der «Whatever it takes»-Ansatz dominiert. Die finanziell zentrale Frage ist aber dennoch, ob die neuen gemeinschaftlichen Schulden die Union auf einen höheren Wachstumspfad führen.

Die höheren Risiken würden in diesem Fall durch eine höhere wirtschaftliche Schlagkraft kompensiert werden. Ungefähr die Situation, in der sich die USA heute befindet, welche eine weitaus höhere Staatsverschuldung als alle Euroländer zusammen hat, dennoch aber das Vertrauen der Märkte genießt. Da allerdings anzunehmen ist, dass die Eurozone zuerst die Verschuldung weiter steigern muss, bevor sie die Früchte der Investitionen ernten kann, könnten gerade Sicherungsmechanismen notwendig sein, um nicht das Vertrauen der Märkte auf dem erwartbaren holprigen Weg erhöhter Ausgaben zu verlieren.

Auf der Aktienmarktseite liegt die wichtigste Idee des Draghi-Plans in einer kräftigen Ankurbelung des europäischen Marktes für Börsengänge. Vorbild ist dabei Schweden, das in den letzten zehn Jahren einen regelrechten Boom bei Aktienemissionen im High-Tech-Sektor erlebt hat. Aus Anlegersicht wäre es äusserst attraktiv, wenn mehr europäische Growth-Titel zur Verfügung stünden. Sollte Draghis Plan in dieser Hinsicht tatsächlich funktionieren, könnte dies das Renditeniveau der europäischen Aktienmärkte heben. Diese weisen in allen Langzeitstudien gegenüber dem US-Markt einen si-

gnifikanten Renditeabschlag auf. Doch wie das Beispiel Schweden zeigt, braucht es Jahrzehnte, bis sich eine solche Entwicklung vollständig entfalten kann.

Einer der grössten Hebel zur Bereitstellung von privatem bzw. institutionellem Risikokapital wäre eine Reform der europäischen Pensionssysteme. Die fehlende Tragbarkeit der auf Umlageverfahren basierenden Renten schreit nach systemischen Reformen. Eine Überführung der Rentensysteme auf Kapitaldeckungsverfahren würde enorme Kapitalsummen in die Anleihen- und Aktienmärkte lenken.

Mehr Kapitalmarktfreundlichkeit

Ein entscheidender Treiber muss in diesem Szenario jedenfalls die Förderung einer Investmentkultur sein, welche das Aktiensparen in der Breite propagiert. Privatanleger in Schweden sind, unterstützt durch zahlreiche liberale Reformen in den letzten Jahrzehnten, zu grossen Käufern schwedischer Aktien avanciert. Der staatliche Dirigismus, der in Draghis Plan zum Ausdruck kommt, beisst sich aber mit den schöpferischen Innovationsprozessen risikokapitalfinanzierter Unternehmen. EU-erfahrene Investoren könnten beim Lesen des Berichts befürchten, eine neue Regulierungswelle zur Verfolgung der neuen politischen Ziele auf sie zukommen zu sehen.

Wenn über Zukunftsvisionen philosophiert wird, schwebt Mario Draghi wie vielen EU-Politikern langfristig die Schaffung der europäischen «Magnificent Seven» (Die sogenannten glorreichen sieben bezeichnet die grossen US-Techtitel wie Microsoft, Apple und Co.) vor. Wenn es um die tatsächliche parlamentarische Umsetzung solcher Visionen geht, greift in der EU für gewöhnlich der Regulierungswahn um sich und schafft regelmässig eher die Grundlage für die «Horrible Seven» – der sieben gefährdetsten Blue Chips am Aktienparkett.

Die EU braucht für die Zukunftssicherung Scharen neuer Investoren, die EU-Anleihen zu niedrigen Zinsen kaufen und heimische Innovatoren, die in Europa Zugang zu viel Risikokapital haben. Mehr Kapitalmarktfreundlichkeit wäre somit die eigentliche Hauptbotschaft des Draghi-Berichts zur Sicherung der Zukunft Europas. Die gesetzgeberischen Aktivitäten der letzten Jahrzehnte im Kapitalmarktbereich – von den Fonds über die Banken- bis zur Börsenregulierung – könnten allerdings nicht weiter davon entfernt sein.

Man hat es vortrefflich verstanden, Innovation und Investoren zu vertreiben oder zu vergrämen. Wenn sich in der EU-Kommission und im EU-Parlament an der Einstellung zum Kapitalmarkt nichts Fundamentales ändert, werden auch die nächsten «Magnificent Seven» und damit die höheren Renditen aus den USA kommen.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität Linz.



«Europas Markt für Börsengänge soll kräftig angekurbelt werden.»

Nicht mischen

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat die Leitzinsen vergangene Woche ein drittes Mal gesenkt und klargestellt, dass es weitere Schritte nach unten geben wird. Gute Neuigkeiten für Eigenheimbesitzer und die, die es werden möchten. Zwar sind die Hypothekensätze nicht ganz so tief, wie Ende 2021. Doch historisch befinden wir uns in einer Tiefzinsphase, und das dürfte auch so bleiben.

Mittlerweile sind auch Saron-Hypotheken wieder günstig. Eine Weile lang waren Festhypotheken fast interessanter. Mit einer Saron-Hypothek nehmen Sie die Zinsschritte der SNB am direktesten mit. Auswertungen zeigen zudem, dass man mit Saron langfristig fast immer besser fährt.

Im Moment ist der Unterschied entlang aller Laufzeiten gering. Doch Saron kann jetzt schon am niedrigsten sein. Das hängt oft davon ab, wie hoch bei Ihnen der Margenaufschlag ist – er beträgt im Durchschnitt 90 Basispunkte. In den kommenden Monaten, ja voraussichtlich Jahren dürften Saron-Hypotheken etwas günstiger sein und vor allem auch günstiger bleiben, da die festen Laufzeiten (wie jetzt) oft die Schritte der SNB vorwegnehmen.

Ich bevorzuge deshalb eine Saron-Hypothek, auch wenn Sie mit einer zehnjährigen festen Laufzeit ebenfalls gut bedient sind und sich so lange nicht mehr um das Zinsniveau kümmern müssten. Was Sie allerdings nicht tun sollten, ist, Laufzeiten zu mischen. So haben Sie später Schwierigkeiten, bei einer Refinanzierung die Bank zu wechseln, um ein besseres Angebot zu akzeptieren. Und wer sich mit einer einzigen Hypothek fest bindet, muss beim frühzeitigen Wechsel eine Strafe zahlen. Auch das macht den Saron so interessant.



JAN SCHWALBE
Chefredaktor
zum Thema
Hypotheken

Die besseren Kandidaten fürs Weisse Haus

MEINUNG Die Vize-Debatte offenbarte zwei Männer, die ihren Chefs überlegen sind. Doch nur einer taugt im Notfall fürs US-Präsidentenamt. **VALENTIN ADE**, New York

Dieses Amt «ist nicht einen Krug voll warmer Pisse wert», urteilte einst John Nance Garner, US-Vizepräsident unter der Ikone Franklin Roosevelt. Garner war nicht der Einzige in der Geschichte, der an diesem unwichtigsten aller wichtigen Ämter Amerikas verzweifelte. Denn der Vize spielt in den Augen der Öffentlichkeit gemeinhin keine Rolle, es sei denn, der Präsident scheidet aus dem Leben, und die Nummer zwei wird plötzlich ins Weisse Haus katapultiert.

Daneben liegt die breite Aufmerksamkeit vielleicht nur ein Mal auf dem Stellvertreter bzw. den Aspiranten auf den Posten, und zwar bei der TV-Debatte vor der Präsidentschaftswahl. In dieser Situation fanden sich Tim Walz, Vize-Kandidat von Kamala Harris von der Demokratischen Partei, und J.D. Vance, Nummer zwei des Republikaners Donald Trump, am Dienstagabend wieder.

Der Politmovize Vance, der erst seit zwei Jahren im Senat in Washington sitzt, war einst leidenschaftlicher Trump-Hasser, bezeichnete ihn als «Amerikas Hitler». Dann warf er sich ihm wie viele in der Partei zu Füßen, als sich abzeichnete, dass die Basis in dem New Yorker Immobiliencycoon weiterhin ihren Champion sieht. Im Wahlkampf holten Vance dann frühere Schmähungen über «kinderlose Katzenfrauen» ein. Bei Auftret-

ten, wo es darum geht zu menschnen, wirkt er hölzern, verbissen und schroff. Doch Vance ist auch blitzgescheit, und anders als Trump schaffte er es, in seiner Debatte messerscharf die Punkte anzuprangern, deretwegen die Mehrheit der Amerikaner die Biden-Regierung – und Kamala Harris ist als Vizepräsidentin Teil davon – so sathat: Chaos an der Südgrenze durch Massen von illegalen Einwanderern und ein in vier Jahren stark gestiegenes Preisniveau.

Dass Vances politische Rezepte – hohe Einfuhrzölle, Massenausschaffungen sowie Steuersenkungen für Wohlhabende – die Inflation anheizen, Kosten erhöhen sowie Budgetdefizit und Staatsschulden auf neue Rekorde katapultieren dürften, ist für ihn nicht von Belang. Anders als Trump verlor er sich an diesem Abend zumindest nicht in Diskussionen über die Publikumsgrösse bei Wahlkampfereignissen oder in haltlosen Lügen über haustierfressende Immigranten. Der Vierzigjährige wirkte frisch, fokussiert und diszipliniert. Die Behauptung über katzenverspeisende Einwanderer stammt allerdings von Vance und wurde von ihm propagiert, noch nachdem sie als Lüge entlarvt worden war. Wie Trump hat seine Nummer zwei keine Mühe, sich die Realität so zurechtzubiegen, wie es ihm gerade passt.

Klar, Politiker machen das schon immer. Doch Trump hat diese Kunst auf ein neues, schamloses Niveau gesenkt, und jeder, der dem grossen Don darin nachzueifert, wirkt dadurch – wie eben auch Vance – vor allem eines: lächerlich. Für das Präsidentenamt, von dem der politische Grünschnabel nach einem Wahlsieg nur einen Herzschlag entfernt wäre, ist er so ungeeignet wie Trump selbst.

«Der Aussenseiter, der drinnen aufräumen will, hat Charme. Doch diese Exponenten scheitern meist.»

Sein Gegner im TV-Duell ist da von einem anderen Kaliber. Tim Walz, ein gelernter Lehrer mit 24-jähriger Armeekarriere, sass zwölf Jahre im Kongress in Washington und regiert in zweiter Amtszeit den Bundesstaat Minnesota als Gouverneur. Und er versteht die joviale Frohnatur das politische Handwerk des Zwischenmenschlichen um Längen besser.

Im direkten Duell liess der sechzigjährige, eigentlich linke Politiker dann beiläufig fallen, dass er Waffen besitzt, zitierte die Bibel und ging verbal auf Vance zu, um Gemeinsamkeiten für politische Lösungen zu finden. Dass seine und Harris' Vorhaben eines weiteren Ausbaus des Sozialstaates und der Alimentierung

unterer Einkommen ebenso das Potenzial haben, die Inflation wieder anzufachen und die Schuldenmisere Washingtons zu verschlimmern, versteht sich leider ebenfalls von selbst.

Allerdings wurde am Dienstagabend klar, hier steht ein geprüfter politischer Macher, jemand, bei dem es einem nicht kalt den Rücken runterlaufen müsste, sollte ihn das Schicksal ins Weisse Haus berufen. Denn auch wenn gerade der Schweizer Milizgeist mit Recht einen gesunden Argwohn gegenüber Berufspolitikern pflegt, sollte sich doch jeder einen erfahrenen Insider am Ruder der grössten Wirtschafts- und Militärmacht der Welt wünschen.

Der Aussenseiter, der mit markigen Parolen antritt, um drinnen aufzuräumen, mag einen gewissen Charme haben. In der Realität scheitern diese Exponenten aber doch meist krachend – siehe Trumps erste Amtszeit, eine der chaotischsten der jüngsten Geschichte. Sein wohl einziger Erfolg, für den allerdings massgeblich der erfahrene republikanische Senatsführer Mitch McConnell verantwortlich zeichnete, war die Berufung eines konservativen Richtermehrs am Obersten Gericht.

Letzteres kippte dann 2022 das nationale Recht auf Abtreibung, das sich in den Wahlen danach als entscheidender Mobilisator für die Demokraten entpuppte. Auch Walz, der in Minnesota den Schwangerschaftsabbruch vernünftig geregelt hat, verpasste es nicht, Vance am Dienstag hier in die Enge zu treiben.

Mit seinem Auftritt liess Walz aber auch seine Chefin Harris schwach aussehen. Die hat sich zwar in der Debatte gegen einen jenseitigen Trump gut geschlagen. In Interviews – eins zu eins mit kritischen Fragen – wirkt sie aber oftmals unbeholfen und produziert Wortsalat. Die freie Rede ist ihre Stärke nicht, und eine Personenwahl mit ihr an der Spitze musste sie ausserhalb der Demokraten-Hochburg Kalifornien auch noch nie bestreiten. Am Dienstagabend ist klar geworden, weshalb sie sich für das Schlachtross Walz als Nummer zwei entschieden hat.

Was das amerikanische Wahlvolk darüber denkt, das wird sich wohl erst in den Tagen nach dem 5. November vollends zeigen. Zum einen wird es wohl wieder länger dauern, bis alle Stimmen ausgezählt sein werden. Zum andern haben Trump und sein Team in den hoch umkämpften Swing States bereits Dutzende Klagen laufen, um das Prozedere zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Weitere juristische Winkelzüge sind nach dem Urnengang zu erwarten.

Die Umfragen sehen Harris und Trump nach wie vor Kopf an Kopf. Es ist das engste Rennen seit der Einführung der modernen Demoskopie. In der Nacht auf Mittwoch hat zumindest Walz die Chancen für Harris gewahrt. In Umfragen geben die Amerikaner denn auch seit langem an, den Gouverneur von Minnesota gegenüber dem Senator von Ohio deutlich zu bevorzugen. Vance bleibt einer der unbeliebtesten Kandidaten seit den Achtzigern.

