

«Der Markt hat uns im Stich gelassen»

HAN DE JONG Der Chefökonom von ABN Amro befürwortet eine staatlich geregelte und koordinierte Abschreibung der Schulden

Han de Jong glaubt nicht an einen schmerzlosen Ausweg aus der Schuldenkrise. Zentralbanken und Regierungen sollten aber versuchen, den Schmerz so gut wie möglich zu lindern. Weil die Regierungen zurzeit die Bankobligationsrechte schützen, belasten sie ihre eigene Kreditwürdigkeit. Er geht nicht davon aus, dass die EWU bald auseinanderbricht, erkennt aber grosse strukturelle Spannungen.

□ *Herr de Jong, wie beeinflusst die düstere Wirtschaftslage die Strategie Ihrer Bank?*
Wir sind ein Spezialfall. ABN Amro wurde vor eineinhalb Jahren übernommen und aufgespalten, und wir waren ständig mit der Frage konfrontiert, wohin die Ausrichtung gehen soll. Der Teil, für den ich arbeite und der weiterhin unter dem Namen ABN Amro geführt wird, hat sich von einer Universalbank zu einer reinen Privatbank gewandelt. In diesem Segment wollen wir wachsen und international werden. Die schwierige Wirtschaftslage zwingt uns, realistisch darüber nachzudenken.

□ *Leisten Sie als Chefökonom einen Beitrag zur Bewältigung der Krise?*
Wir betrachten die internationale Umgebung, und wenn unser Ausblick generell oder für ein spezifisches Land speziell schlecht ist, empfehlen wir dort natürlich kein Engagement. Besonders aktiv sind wir im Risikomanagement. Der konjunkturelle Abschwung führt zwangsläufig zu Konkursen, und die Anzahl problematischer Kredite erhöht sich. Wir versuchen Ausfallprognosen zu stellen und die anfälligsten Sektoren zu identifizieren, sodass die Bank sich entsprechend positionieren kann.

□ *Der Einfluss des Economic Research auf das Risikomanagement ist also gestiegen?*
Ja. Wir sind auch im Bereich Bilanzsteuerung sehr aktiv. Eine Bank geht Transaktionen mit ihren Kunden ein und trägt selbst die Gegenpositionen. Das Bewirtschaften dieser Positionen ist eine unserer zentralen Aufgaben.

Wir sind nicht zuversichtlich. Wir beten. Das ist unsere Strategie.

□ *Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einer Rezession. Wie sieht die Situation in den Niederlanden aus?*
Wir haben die gleichen Probleme. Der Abschwung war im Jahr 2008 zunächst sanft. Im September kollabierte dann plötzlich alles. Der Welthandel beispielsweise implodierte, und der Umschlag im Hafen in Rotterdam nahm drastisch ab, ein guter Indikator für den Welthandel. Ich weiss nicht genau, ob dieser Kollaps nachfrageinduziert war oder mit den erschwerten Finanzierungsbedingungen zu tun hatte. Die Handelsfinanzierung scheint jedenfalls besonders gelitten zu haben, und die Vergabe privater Exportrisikogarantien ist auch viel restriktiver geworden. Ich bin ein Anhänger der Marktwirtschaft, aber der Markt hat uns im Stich gelassen. Wir brauchen kraftvolle Regierungsinterventionen.

□ *Sind wir an der Talsohle angelangt?*
Ich hoffe es.

□ *Vergleicht man den Wirtschaftsverlauf mit der Form eines Buchstabens, sind wir in einem L oder einem U?*
In einem L mit Ambitionen. Es hängt davon ab, wie man Talsohle definiert. Vielleicht haben wir das Schlimmste hinter uns, und vielleicht war das vierte Quartal die Periode mit den heftigsten Rückschlägen. Die Wirtschaft wird weiter schrumpfen, aber nicht mit der gleichen Geschwindigkeit. Einige Indikatoren lassen darauf hoffen, dass das Größte vorbei ist. Das bedeutet jedoch keine Entwarnung. In Japan ging die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal annualisiert 13% zurück, in den USA 6%, in Deutschland über 8%. Das ist übel, diese Werte ähneln Depressionszahlen.

□ *Etliche vorlaufende Indikatoren zeigen*



Han de Jong: «Das Fed geht mit der Bilanzverlängerung Risiken ein, aber wir sind nicht in einer Zeit der risikolosen Optionen.»

doch immer noch abwärts. Woher nehmen Ökonomen die Zuversicht, dass das Schlimmste vorbei sei?

Wir sind nicht zuversichtlich. Wir beten. Wir sind Gläubiger, die glauben, dass Gebete Früchte tragen. Das ist unsere Strategie. Es gibt positive Zeichen. Stimmungsindikatoren in China und den USA sind gestiegen. Unternehmen haben ihre Produktion stärker gedrosselt, als die Nachfrage zurückgegangen ist. Japanische Autohersteller beispielsweise haben ihre Produktion 40% zurückgefahren, während die Nachfrage 25 bis 30% zurückging. Der Baltic Dry Index, der die Preise für das Verschiffen von Frachtgütern spiegelt, hat sich auf sehr tiefem Niveau leicht erholt. Das amerikanische Stimulierungspaket kann in kürzester Zeit umgesetzt werden. Ob diese riesigen Ausgabenprogramme eine gute Idee sind und ob damit eine nachhaltige Verbesserung erreicht werden kann, ist eine andere Frage.

□ *Sie hoffen auf die Wirkung von Massnahmen, die mit mehr Staatsverschuldung finanziert werden.*
Und auf den Effekt der Geldpolitik. In der Eurozone sollte eine aktivere Geldpolitik betrieben werden.

□ *Ist die unerprobte Nullzinspolitik der Zentralbanken nicht gefährlich?*
Gewiss. So viel Liquidität birgt ein Inflationsproblem. Das Fed hat seine Bilanz in den letzten Wochen aggressiv verlängert, das Einzige, was es noch nicht gemacht hat, ist der Kauf von Staatsanleihen. Die Wahrscheinlichkeit, dass es das noch tun wird, beträgt 60%.

□ *Sogar innerhalb der Europäischen Währungsunion EWU sind die Kreditrisikoprämien in Credit Default Swaps, CDS, gestiegen, die EU musste ein Hilfspaket für Ungarn mitschnüren. Wie ernst ist die Situation in Osteuropa?*
Sie ist sehr problematisch. Seit einigen Jahren schon waren wir erstaunt über die Leistungsbilanzdefizite dieser Länder. Einige der baltischen Staaten erwirtschafteten Defizite von bis 25% des Bruttoinlandprodukts, andere bewegten sich zwischen 5 und 10%. Diese Länder können ihre Importe nicht mehr bezahlen und stecken in einer tiefen Rezession. Sie brauchen Hilfe vom Ausland, idealerweise vom Internationalen Währungsfonds.

□ *Welches sind die am meisten gefährdeten EU-Länder?*
Die baltischen Staaten, aber auch Ungarn, Rumänien, Bulgarien und Polen. Tschechien und Slowakei weniger. Alle Mitglieder der EU haben grosse eigene Probleme. Deutschland und die Niederlande sind den Defiziten dieser Länder schon lange kritisch gegenübergestanden, und nun

sollen sie bezahlen? Wahrscheinlich wird das früher oder später doch eintreten, da Instabilität nicht erwünscht ist.

□ *Instabilität in welchen Bereichen?*
Politik, Gesellschaft und Wirtschaft.

Die Regierungen wollen die Obligationäre schützen. Das geht zulasten der Kreditwürdigkeit des Staates. Deshalb steigen die CDS-Prämien.

□ *Besteht die Gefahr, dass die EWU auseinanderbricht?*
Die osteuropäischen Länder sind ja nicht Mitglied der EWU. Irland, Griechenland, Spanien oder Portugal sind die grössere Gefahr. Wäre Irland nicht in der Währungsunion, würde sich die irische Währung abwerten, die Zinsen sinken, und man würde versuchen, das Budgetdefizit zu reduzieren. Eine massive Abwertung der Währung würde die Konjunktur ankurbeln.

□ *Das alte italienische Rezept?*
Ja. Es war vielleicht nicht ideal, aber es funktionierte mehr oder weniger. Diese Länder können das nun nicht mehr tun und werden die EWU letztendlich verlassen müssen. Das wird aber nicht bald passieren, da die Unsicherheiten und die potenziellen Kosten enorm sind und ein Austritt mit allen Mitteln vermieden wird. In einem alternativen Szenario verlassen nicht die schwachen Länder die Union, sondern die starken. Man hätte dann zwei Euros: einen starken und einen schwachen.

Zur Person

Han de Jong kennt die Finanzindustrie aus verschiedenen Funktionen. Bevor er 2005 die Rolle des **Chefökonom** von ABN Amro übernahm, leitete er während fünf Jahren das **Anlagestrategieteam** von ABN Amro Asset Management. Noch früher war de Jong innerhalb der niederländischen Grossbank unter anderem für die Leitung des **Fixed Income Research** zuständig. Zwischen 1992 und 1997 arbeitete de Jong als Chefökonom eines Brokers in Irland. De Jong verfügt auch über **journalistisches Flair**. Er schreibt regelmässig Kolumnen für die führende niederländische Finanzzeitung «Financieel Dagblad». Ausserdem sitzt er im **Anlageausschuss dreier niederländischer Pensionsfonds**. De Jong hat einen Abschluss in Ökonomie, den er an der Freien Universität in Amsterdam erwarb. **ET**

Das Finanzsystem muss intakt sein, und die Zerstörung von Vermögen – fallende Hauspreise in den USA – muss ein Ende nehmen. Dies ist nicht der Fall, und das ist beängstigend. Was bisher an Krisenbewältigung getan wurde, sind Feuerwehrübungen, welche die Banken am Leben erhalten, aber nicht zum Funktionieren bringen. Stimulierungsprogramme bringen ausser höherer Verschuldung nichts, wenn das Finanzsystem nicht funktioniert. Es gibt keinen schmerzlosen Ausweg aus der Schuldenkrise, es geht darum, die Pein so gut wie möglich zu lindern.

□ *Wie grosse Verluste können die Zentralbanken tragen?*
Das weiss niemand. Wen wollen Sie ruinieren? Zentralbanken, Regierungen, Pensionskassen?

□ *Können die Zentralbanken nicht einfach eigenes Geld drucken?*
Ja. Doch das Fed weiss selbst nicht, wie weit es gehen kann und welche Risiken es auf seine Bilanz nehmen kann. Die Frage nach dem «wie weit» und «was sind die Konsequenzen» müssen später gestellt werden. Das Fed geht Risiken ein, aber wir sind nicht einer Zeit der risikolosen Optionen. Milton Friedman erläuterte 1963 in seinem Werk «Monetary History of the United States» den grossen Fehler des Fed, während der Depression das Geldangebot schrumpfen zu lassen. Alles müsste getan werden, damit das Geldangebot nicht schrumpft. Bernanke ist ein Anhänger der Lehre Friedmans.

□ *Vielleicht gäbe Friedman heute einen anderen Ratschlag. Vielleicht befanden wir uns in einer Überkonsumtion und sollten uns in Richtung eines nachhaltigeren Gleichgewichts bewegen.*
Das ist sehr wohl möglich.

□ *Wie stark wird die Regulierungsdichte im Finanzbereich zunehmen?*
Wir werden einen Regulations-Tsunami erfahren. Banker haben momentan einen schlechten Ruf, und die Stimmung ist sehr aufgeladen und emotional. Unternehmen beklagen sich sehr, dass Banken Milliardenhilfen vom Staat erhalten und ihnen Kredite nicht verlängern. Viele Banken haben die Vergabekriterien rezessionsbedingt verschärft. Gewisse Staaten halten sie aber zu einer grosszügigen Darlehenspolitik an.

Kreditvergabe war die Ursache für die Finanzkrise. Da muss man sich schon fragen, ob weitere Kredite die Probleme lösen.

□ *Ist das ökonomisch sinnvoll?*
Kreditvergabe war die Ursache für die Finanzkrise, da muss man sich schon fragen, ob weitere Kreditvergabe die Probleme lösen wird.

□ *Woran soll sich der Anleger in dieser Krise halten?*
Zurzeit ist Kapitalerhaltung das Thema. Wir sehen in keiner Anlageklasse baldige Bewegungen. Ein unaufgeregter Anlageansatz ist gefragt und keine Hysterie. Die Märkte sind immer noch sehr volatil, und die Fremdverschuldung ist hoch. Gold, das vor Unbill schützt, scheint spekulativ getrieben zu sein, und grosse Vorsicht ist angebracht. Anleihen solider Unternehmen ausserhalb des Finanzbereichs bieten Chancen. Für hochverzinsliche Anleihen braucht es gute Nerven, einen langen Atem und eine ausgezeichnete Diversifikation. Der Yen dürfte schwächer werden, und es spricht mehr für eine Abwertung des Euros als des Dollars.

□ *Sie empfehlen Aktien nicht. Rechnen Sie mit noch tieferen Bewertungen?*
Bewertungen von Aktien basieren unter anderem auf Gewinnerwartungen. Und die sehen bis auf weiteres extrem schlecht aus, wobei der Konsensus immer noch zu positiv gestimmt ist.

INTERVIEW: ELISABETH TESTER UND PETER KUSTER