

IM INTERVIEW: STEPHEN A. ROSS, MIT SLOAN SCHOOL OF MANAGEMENT

## „Ich sehe nicht, dass Geld in reale Investitionen fließt“

Der neue Träger des „Deutsche Bank Prize in Financial Economics“ zweifelt an der wachstumsstimulierenden Wirkung von Quantitative Easing (QE)

Börsen-Zeitung, 3.3.2015

Herr Prof. Ross, die Finanzwelt wäre ohne Sie nicht die gleiche. Herzlichen Glückwunsch zum Deutsche Bank Prize in Financial Economics 2015.

Vielen Dank. Ich glaube nicht, dass die Finanzwelt ohne mich so viel anders wäre. Es würden nur andere Leute agieren.

Eine der ersten Finanzvorlesungen, die Sie besucht hatten, wurde von Prof. Fischer Black gehalten. Welche Bedeutung hat die von ihm mitentwickelte Black-Scholes-Formel zur Bewertung von Finanzoptionen heute?

Sie führte uns zur Arbitrage-Theorie, um Finanzderivate zu bewerten und prägt unser Denken in den Finanzmärkten. Noch heute scheinen Menschen nicht zu verstehen, dass das Modell offensichtlich falsch ist und nicht genau wiedergibt, wie der Preis bestimmt wird. Es ist aber überaus nützlich – ob falsch oder richtig, ist also nicht die korrekte Frage. Die Optionspreise werden in Bezug auf die Black-Scholes-Formel quotiert. Das Black-Scholes-Modell und die ihr zugrunde liegende Analytik stellen eine Säule der Finanzmärkte dar.

Ihr Cox-Ingersoll-Ross-Modell (CIR) löste das Problem möglicher negativer Zinssätze im Vasicek-Modell. Jetzt aber sehen wir teilweise negative Zinssätze, die Ihr Modell nicht erfassen kann. Arbeiten Sie jetzt an einem neuen Modell?

Nein. Negative Nominalzinsen müssen von negativen Realzinsen unterschieden werden. Wenn die Märkte perfekt funktionieren, können die Zinssätze in der Theorie nicht negativ sein. Das CIR-Modell lässt sich aber auch an negative Zinssätze anpassen.

Funktionieren bei negativen Zinssätzen noch die traditionellen Modelle, die auf der Diskontierung künftiger Cash-flows basieren?

Man muss zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinssätzen unterscheiden. Die langfristigen Zinssätze sind nicht negativ. Bei jedem beliebigen Zinssatz ist die Diskontierung von Cash-flows richtig, wenn wir die Verfügbarkeitsprämie für Bargeld berücksichtigen.

Welche Handlungsoptionen haben Pensionskassen und Versicherungsunternehmen in Zeiten, in denen siebenjährige Bundesanleihen mit einer negativen Rendite notieren?

Es ist eine sehr schlechte Lage. Die einzige Option ist, die Versprechen an Kunden und Rentner zu senken.

„Man hat keine andere Wahl, als einen höheren Anteil in Aktien zu investieren.“

In einer Welt mit keiner oder sogar negativer Nominalverzinsung kann man nicht weiterhin die bisherigen Auszahlungen versprechen.

In welche Anlagekategorien würden Sie als Manager solcher Unternehmen investieren?

Man hat keine andere Wahl, als einen höheren Anteil in Aktien zu investieren. Zur gleichen Zeit sind Optionen und andere Mittel zur Absicherung gegen fallende Kurse notwendig.

Welche Rolle spielen Rechnungslegungsstandards und Bankenboni in der Finanzkrise?

Die Rolle von Rechnungslegungsstandards in der Finanzkrise wird häufig unterschätzt. Wenn ein Unternehmen nach US-GAAP oder IFRS insolvent ist, müssen sich auch Regulierer daran halten, auch wenn womöglich eine vernünftige Sichtweise ergeben würde, dass das Unternehmen nicht wirklich insolvent ist. Die viel diskutierten Bankenboni dagegen spielen für eine Finanzkrise keine entscheidende Rolle.

Und welche Bedeutung hat in die-

sem Zusammenhang die Regulierung selbst?

Regulierung ist notwendig, wünschenswert und sollte effizient sein, um mit Informationen zu haushalten. Beispielsweise kann ein Verbraucher nicht die Kreditwürdigkeit und Solvenz seiner Gegenpartei einschätzen. Wenn Banken mehr Eigenkapital vorhalten würden, wäre es einfacher, sie zu regulieren.

Optionsbasierte Indikatoren weisen auf eine asymmetrische Verteilung der Markterwartungen hin, die einer weiteren Abwertung des Euro eine höhere Wahr-

Welche Veränderungen sind vor diesem Hintergrund notwendig?

Die Finanzinstitute, nicht nur Kreditinstitute, sollten besser kapitalisiert sein. Darüber hinaus sind Strukturen und eine systematische Methodik notwendig, um Insolvenzen zunächst einmal zu erkennen, und dann auch mit ihnen sowie der Rechnungslegung und der Bewertung von Finanzinstituten umzugehen. Daran mangelt es noch.

Wie sehen Sie die Zukunft für China und Russland?

China ist unglaublich erfolgreich. In 25 Jahren wird China die größte

eine Auszeit von der Eurozone ans Herz gelegt.

Ein Grexit mit einer Währungsabwertung wäre aus rein wirtschaftlicher Sicht nicht so schlecht. Aber angesichts des guten Verhandlungsergebnisses, das Griechenland gerade erzielt hat, gibt es dafür keine Notwendigkeit. Die Europäische Währungsunion ohne echte politische Union ist letztlich ein interessantes Experiment. Die fiskalischen Probleme in Griechenland würden in einer richtigen Union gar nicht auftreten. Daher versucht man, alle Probleme mit Geldpolitik anzugehen. Aber die Geldpolitik ist zu schwach, um die Probleme zu lösen.

auf der einen sowie Austerität auf der anderen Seite. Die Politik der Austerität verlangt kurzfristig große Entbehrungen vom griechischen Volk. Langfristig mag sie aber die beste Politik sein. Bei Griechenland handelt es sich um ein Land, das weit über seine Leistungsfähigkeit gelebt hat. Wie lange sind der deutsche Wähler und die EU-Bürger bereit, das zu tolerieren und den Lebensstandard der Griechen zu finanzieren? Ich glaube nicht, dass sie sehr lange dazu bereit sind.

Was würden Sie empfehlen?

Diejenigen, die für einen vollständigen Schuldenerlass eintreten, sagen mir nie, was die langfristige Lösung ist. Griechenland hat eine enorme Menge interner Probleme, die gelöst werden müssen, bevor wir eine tragfähige Wirtschaft sehen. Es gibt zu viel Korruption, es dauert zu lange, ein Unternehmen zu gründen und es ist schwierig, irgendetwas ohne Genehmigung der Regierung zu tun, was dann auch nur sehr schleppend passiert. Die Folge ist Bestechung. Wenn es einen Schuldenerlass gibt, muss es auch eine Verpflichtung zu langfristigen strukturellen Veränderungen geben, damit das Problem nicht erneut auftritt.

An den Finanzmärkten wird das No-Arbitrage-Argument zur Duplizierung von Cash-flows verwendet. Haben wir durch den Eurorettungsfonds EFSF de facto bereits EU-Anleihen?

Es macht keinen Unterschied, ob Griechenland sich über einen von den Mitgliedstaaten der Eurozone direkt emittierten Bond finanziert oder Mittel aus dem EFSF erhält. Der einzige kleine Unterschied besteht darin, dass die Mittel aus dem EFSF an bestimmte Bedingungen geknüpft sind, welche die Kredite gegenüber einer direkten Emission durch die Mitgliedstaaten der Eurozone sogar etwas sicherer erscheinen lassen.

In diesem Monat beginnt die EZB mit dem Quantitative Easing (QE).

Oh, viel Glück! Wir haben das hier gemacht!

Wollen Sie sagen, dass es nicht effizient sein wird?

Es gibt bereits so viel Geld. Geldpolitik funktioniert wunderbar, wenn die Wirtschaft schrumpft, aber sie expandiert. Die Politik der USA, Hypotheken und andere Vermögenswerte zu kaufen, ist nichts anderes als Monetarisierung von Vermögenswerten. QE hört sich so gut an, aber die Beschäftigung hat sich nicht verbessert. Es ist interessant, wie wenig Auswirkung QE wirklich hat. Ich wünsche Ihnen viel Glück. Ich glaube aber nicht, dass es irgendwelche Probleme der europäischen Malaise lösen wird.

Wodurch ist QE dann motiviert? Es ist eine eher politische als wirtschaftliche Frage. Es existiert die Vorstellung, dass niedrige Zinsen Investitionen ankurbeln.

Erhöht QE die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Inflation?

Das Inflationspotenzial wird man sehen, wenn die Unterauslastung endet und wir zur Vollaustlastung mit einer Verringerung der Arbeitslosigkeit und einer Steigerung der realen Produktivität kommen.

Wird die Erhöhung der monetären Basis die Kreditvergabe ankurbeln?

Ich sehe nicht, dass Geld in reale Investitionen fließt. Ob Banken Kredite auf der Grundlage niedrigerer Zinsen vergeben, hängt davon ab, ob ihre Erwartungen für die Zukunft gut sind. Banken werden Geld aufnehmen und es in Finanzinstrumente investieren. Insofern könnte QE einen positiven Effekt auf die Börse haben und zu steigenden Vermögenspreisen führen. Ich kann aber nicht sagen, ob der Preisanstieg von permanenter Natur sein wird.

Ist die Übereinkunft mit Griechenland ein Grund für den Enthusiasmus an den Kapitalmärkten?

Meiner Meinung nach ist das wirklich ein temporärer Effekt. Mit der Hellas-Hilfe hat sich die Eurogruppe etwas Zeit gekauft, aber sie ist nicht Teil der Lösung. Die gleichen Probleme werden wieder auftreten, und zwar überraschend bald.

Werden wir ein drittes Hilfsprogramm für Griechenland sehen?

Ein drittes? Die Frage ist, sehen wir ein fünftes oder ein sechstes? Es kommt sicherlich ein drittes Hilfsprogramm: Kein Problem ist gelöst. Die Politiker haben es extrem schwer. Sie suchen nach einer temporären Lösung und hoffen auf Besserung. In der Tat könnte sich die Lage für Griechenland verbessern: Der weltweite Schiffsverkehr könnte sich drastisch erhöhen, Touristen könnten zurückkommen, aber meines Erachtens wird das nicht eintreten.

Was wäre günstiger: Weitere Hilfsprogramme oder ein Grexit?

Es macht keinen Unterschied. Auch wenn Griechenland aus der Eurozone austritt, benötigt es Finanzhilfen. Die griechischen Staatsschulden werden, soweit sie nicht von der Zentral-

„Ob Banken Kredit auf der Grundlage niedrigerer Zinsen vergeben, hängt davon ab, ob ihre Erwartungen für die Zukunft gut sind. Banken werden Geld also aufnehmen und es in Finanzinstrumente investieren.“

bank gehalten werden, von privaten Banken in Europa gehalten. Die Zentralbank und die Regierungen tragen diese Risiken. Die Eurogruppe wird Griechenland also so oder so finanzieren. Es wäre allerdings schade, würde der Traum von der Europäischen Union an den Problemen mit Griechenland platzen. Insofern ist Griechenland als vergleichsweise kleines Land eine wunderbare Möglichkeit, um herauszufinden, wie der Traum verwirklicht werden kann.

Erklärt QE die Preisveränderungen an den Rohstoffmärkten?

Nein, die Preise an den Rohstoffmärkten werden in großem Maße von der weltweiten Produktivität diktiert.

Während des QE in den USA haben wir aber steigende Rohstoffpreise gesehen. Angeblich, weil Banken das Geld in Öl und Agrarprodukte investiert haben. Mit dem Auslaufen des QE sind die Preise zurückgegangen: Es gibt also eine hohe Korrelation.

Das Angebot und die Nachfrage von Öl sind ein weltweiter Markt. Das Auffinden von Schiefergas-Reserven und Fracking beeinflussen das Angebot von Öl. Nach konservativen Schätzungen haben die USA Ölreserven für über 300 Jahre gefunden. Wenn man das gestiegene Angebot mit der extrem steigenden asiatischen Nachfrage nach Öl abgleicht, erhält man als Gleichgewicht einen niedrigeren Preis. Ich denke nicht, dass die Geldpolitik der USA irgendeinen realen Effekt auf den Preis von Kupfer, Öl oder anderen Rohstoffen hat. Diese Preise werden durch Produktivitätstrends bestimmt.

Wird die EZB mit den breit angelegten Staatsanleihekäufen selbst Teil des „Too big to fail“-Problems?

Die EZB ist eindeutig „too big to fail“ und niemand würde das zulassen. Aber es ist absolut korrekt: Wenn risikobehaftete Vermögenswerte von privaten Händen zu öffentlichen Händen transferiert werden, trägt der Steuerzahler die Risiken und wir beide wissen, welcher Steuerzahler das ist: der deutsche und in geringerer Maße der französische.

Was steht als Nächstes auf Ihrer Forschungsagenda?

Ich arbeite daran, die Markterwartungen aus Vermögenspreisen abzuleiten, ähnlich wie man es aus der Zinsstrukturkurve tun kann. Außerdem beschäftige ich mich mit Organisationstheorie und Makroökonomie. Ich werde nicht aufhören zu arbeiten.

Das Interview führte Andreas Merk.

## ZUR PERSON

## Strukturanalytiker der Finanzmärkte

lz – Mit Stephen A. Ross (71) zeichnet das Frankfurter Center for Financial Studies (CFS) gemeinsam mit der Goethe-Universität zum sechsten Mal einen herausragenden Wissenschaftler mit dem „Deutsche-Bank-Prize in Financial Economics“ aus. Die vom Stiftungsfonds der Deutschen Bank geförderte und mit 50000 Euro dotierte Auszeichnung ehrt international renommierte Wissenschaftler, deren Arbeit die Forschung zu finanz- und makroökonomischen Fragen entscheidend beeinflusst und zu wesentlichen Beiträgen für Wissenschaft und Praxis geführt hat.

Stephen Ross, der diesjährige Preisträger, hat grundlegende Beiträge für den praktischen Umgang mit Finanzinnovationen geliefert und dabei einem ganzen Fachbereich seinen Stempel aufgedrückt. Ross lehrt an der Sloan School of Management des Massachusetts Institute of Technology (MIT) und hat die „Franco Modigliani-Professur“ für Finanz- und Wirtschaftswissenschaften inne. Er entwickelte die Arbitragepreistheorie, die bis heute ein Eckpfeiler in der Asset-Pricing-Theorie darstellt. Und er ist Miterfinder des heute vorherrschenden Konzepts einer risikoneutralen Be-



Stephen A. Ross

wertung von Finanzprodukten sowie des sogenannten Binomialmodells der Optionspreistheorie. In seiner Recovery-Theorie baute er eine Brücke von der eher theoretischen risikoneutralen Bewertung zu den tatsächlich beobachtbaren Ertrags- und Risikoerwartungen, was letztendlich zu einer verbesserten Finanzberatung für jedermann führen könnte, wie es in der Würdigung des CFS heißt.

Sein Schaffensdrang setzt sich auch auf anderen wissenschaftlichen Gebieten fort wie der Ökonomie der Unsicherheit, der Unternehmensfinanzierung, der Entschei-

Wirtschaftsmacht der Welt sein. Russland dagegen hat sehr geringe Investitionen in seine Zukunft getätigt und kehrt zu populistischen politischen Abenteuern zurück. Das Land setzt immer noch sehr stark auf seine Rohstoffe und leidet derzeit unter einem niedrigen Ölpreis. Es ist auf sein Militär fokussiert, hat keine wirklichen Handelsgesetze und alles, was passiert, ist in Wirklichkeit nur politisch gesteuert. Russland hat eine sehr altmodische Sichtweise von der Welt.

Politiker und Ökonomen sind der Ansicht, dass die Ansteckungsgefahr eines Grexits nicht mehr so groß ist wie 2009. Teilen Sie diese Einschätzung?

Absolut. Ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone wäre schrecklich, aber mehr für Griechenland als für irgendjemanden sonst. Wird es die deutsche oder französische Wirtschaft in irgendeiner Weise betreffen? Nein! Bei einem Austritt Spaniens wäre das anders. Aber ob Grie-

„Die Politik der Austerität verlangt kurzfristig große Entbehrungen vom griechischen Volk. Langfristig mag sie aber die beste Politik sein.“

chenland aus der Eurozone austritt oder nicht, ändert nicht die Wahrscheinlichkeit einer Schuldentrückzahlung. Wenn Griechenland weiterhin Defizite generiert, bleibt den anderen Mitgliedstaaten keine andere Wahl, als die griechischen Schulden zu finanzieren, sofern das Land in der EU bleiben soll.

Der US-Ökonom Kenneth Rogoff hat vor vier Jahren Griechenland