

## Pensionsfonds als Währungshüter? Über die Interessen der Privatanleger an Währungspolitik

Von Werner Rätz

*Währungspolitik gilt allgemein als eine der zentralen Staatsaufgaben. Aber nicht nur Regierungen und Zentralbanken tummeln sich in diesem Feld, auch andere Akteure spielen mit. In einem von der Forschungsabteilung der Deutschen Bank veröffentlichten Artikel ([www.dbsresearch.com](http://www.dbsresearch.com)) Sailing in calmer waters. The prospects for domestic bond markets in Latin America) geht Christian Kopf der Rolle und Bedeutung einiger dieser Akteure nach. Kopf war bei DWS Investment, der größten deutschen Fondsgesellschaft, zuständig für festverzinsliche Märkte in Lateinamerika. Aus seinem Text stammen die Informationen dieses Artikels.*

Wieder einmal beginnt alles in Chile. Dort war 1981 ein weitgehend staatliches und für lateinamerikanische Verhältnisse relativ umfassendes Sozialsystem privatisiert worden. Kernstück war die Errichtung privater Rentenfonds. Diese sammeln das Geld der BeitragszahlerInnen ein und verwalten es nicht nur, sondern sie versuchen damit Geschäfte zu machen. Das heißt, sie investieren es mit dem Zweck, einen Gewinn zu erwirtschaften. In der deutschen Debatte wird gerne behauptet, das sei nötig, damit überhaupt Renten gezahlt werden könnten. Demgegenüber schreibt unser Investmentbanker ganz richtig: „Kapitalgedeckte Rentensysteme müssen umlagefinanzierten keineswegs überlegen sein, aber sie leisten einen großen Beitrag zur Entstehung von heimischen Kapitalmärkten.“

Dieser Beitrag beschränkt sich mittlerweile nicht mehr auf Chile. In den 90er-Jahren privatisierten viele lateinamerikanische Länder ihre Altersversorgungssysteme ganz oder teilweise. Die acht wichtigsten verfügen inzwischen über eine Kapitalsumme von über 160 Mrd. €, die von Pensionsfonds verwaltet werden. In Brasilien gibt es zwar noch ein staatliches Rentensystem, daneben aber ein privates auf freiwilliger Basis, das alleine nochmals 120 Mrd. € Einlagen hält, zusammen also über 280 Mrd.

Zwar erreichen nur die Einlagen der chilenischen Fonds mit 67 % des Bruttoinlandprodukts fast die erwartete Wachstumsgrenze in Höhe des gesamten BIP, aber auch in den anderen Ländern, deren Systeme sehr viel später starteten, gibt es eine rasante Entwicklung. Die mexikanischen Einlagen wuchsen alleine 2005 um fast ein Drittel, auch wenn sie nur 8 % BIP betragen. In Argentinien sind es 13 %, in Kolumbien und Peru jeweils 14 %. Diese Zahlen verdeutlichen, dass hier ein Akteur von erheblicher Macht entstanden ist. Und diese Pensionsfonds haben vor allem ein Interesse an stabilen und lukrativen Anlagemöglichkeiten. Diese suchen und finden sie bisher ganz überwiegend in staatlichen Schuldverschreibungen. Lediglich in Chile und in der Dominikanischen Republik machen andere inländische Investitionen einen größeren Anteil am Gesamtkapital der Fonds aus. Dabei zeigt sich in Chile auch die schon vor Jahrzehnten in der Schweiz gemachte Erfahrung, dass die Inlandsmärkte um so weniger ausreichen, je größer die angehäuften Kapitalsumme wird: Die Investitionen im Ausland übertreffen bei den chilenischen Fonds die inländischen.

Das Interesse der Anleger richtet sich also auf langfristige Anlagemöglichkeiten mit sicheren Erträgen. Das verlangt nicht nur eine Politik für einen ausgeglichenen Staatshaushalt und widerspricht jeglicher Hinnahme von inflationären Tendenzen, sondern führt auch zur Nachfrage nach speziellen Finanzprodukten. Im Gegensatz zu den 90er-Jahren, als Staatsverschuldungen noch fast vollständig in ausländischer Währung ausgegeben wurden, ist inzwischen ein stattlicher Markt für Titel in einheimischer Währung entstanden. In den sechs

am höchsten verschuldeten Ländern Lateinamerikas beträgt er Ende 2005 zusammen fast 800 Mrd. € und damit 46 % des BIP. Alleine auf Brasilien entfallen 443 Mrd. €, auf Mexiko 193. Dabei hat sich die Zusammensetzung der Staatsschulden in den letzten zehn Jahren stark verändert. Zwar dominieren immer noch kurzfristige oder inflationsgebundene Titel, aber der Anteil festverzinslicher Papiere mit langer Laufzeit nimmt stetig zu. Auch Zins- und Ertragsraten gleichen sich dem internationalen Durchschnitt an, lediglich Brasilien ist nach wie vor ein Hochzinsland.

Damit hat sich die Struktur der Staatsverschuldung in Lateinamerika doppelt verschoben, weg von Titeln in ausländischer Währung, in der Regel US-\$, hin zu einheimischen Titeln und weg von Gläubigern außerhalb des eigenen Rechtsbereichs hin zu inländischen. Zwar wurden auch Schuldverschreibungen in US-\$ von Staatsbürgern des verschuldeten Landes gehalten, die waren aber oft nicht identifizierbar, da die Titel im Ausland lagen. Mit der wachsenden Rolle der Pensionsfonds sind hier starke inländische Akteure aufgetreten, die ein Eigeninteresse an einer bestimmten inländischen Finanz- und Währungspolitik haben. Ihre Funktion als Gläubiger ihrer jeweiligen Regierungen macht sie in der nationalen Politik einflussreich über ihre sozialpolitische Funktion hinaus. Sie sind sich der Risiken währungs- und finanzpolitischer Ungleichgewichte bewusst und drängen auf marktkonformes Verhalten. Daraus ergeben sich – wenn auch vorläufig noch schwache – Anreize zur weiteren Entwicklung inländischer Finanzmärkte. Die von Privaten ausgegebenen Wertpapiere in inländischer Währung haben sich in den letzten 10 Jahren von 76 auf 168 Mrd. € oder von 7 auf 10 % des BIP erhöht. Neben dem anlagengestützten Wertpapiermarkt entwickelt sich auch ein Hypothekenmarkt.

Wesentliche Voraussetzung dieser gesamten Entwicklung war die Aufgabe der Politik fest an den Dollar gebundener Wechselkurse lateinamerikanischer Währungen, wie sie vor allem von den Notenbanken Brasiliens und Argentiniens, bis 1994 aber auch Mexikos, betrieben worden war. Diese hatte jeweils im Zusammenbruch, im Falle Argentiniens im Staatsbankrott geendet. Das war wesentlich darauf zurückzuführen, dass gleichzeitig der Kapitalfluss zwischen den (latein-)amerikanischen Ländern massiv zugenommen hatte. Damit vertrugen sich feste Wechselkurse einzelner Währungen nicht, sie mussten zu nicht handhabbaren Ungleichgewichten führen.

Erst nach diesen katastrophischen Entwicklungen gingen Regierungen und Firmen verstärkt dazu über, Verschuldung in einheimischer Währung als Alternative zu betrachten. Dabei kamen ihnen weitere Umstände zugute. Seit fast einem Jahrzehnt ist ein struktureller Rückgang der Inflation in der Region zu verzeichnen, seit geraumer Zeit auch ein Ansteigen vieler für die Länder wichtiger Waren- und Rohstoffpreise. Beides trug mit zu einem Sinken der Gesamtverschuldung bei und führte seit Jahrzehnten erstmals zu einem Plus in der Zahlungsbilanz.

Ein eher zufälliger, jedenfalls nicht politisch gewollter Effekt verstärkte die Entwicklung hin zur Entwicklung inländischer Kreditmärkte. Schon Mexiko hatte auf seine Tequilakrise 1994 mit einem neuen Staatsschuldprogramm geantwortet, um den mit der Krise verbundenen Zusammenbruch wichtiger Banken zu finanzieren. Ähnliche Entwicklungen trafen mehrere Länder des Subkontinents und die Regierungen reagieren regelmäßig so, dass sie öffentliche Verschuldung zum Umbau des privaten Bankensektors einsetzen. So entstanden Märkte für in nationaler Währung notierte Schuldtitel in beträchtlichem Umfang. Was anfangs als Notbehelf praktiziert wurde, hat sich inzwischen zu einer bewussten staatlichen Politik auf der Suche nach langfristigen Finanzierungsalternativen und der Reduktion von Währungsungleichgewichten ausgewachsen.

Was auf den ersten Blick aus Sicht der Regierungen überzeugend aussieht, hat Folgen. Die Währungen verschiedener lateinamerikanischer Länder geraten unter spekulativen

Aufwertungsdruck. Brasilien, Chile und Kolumbien haben dem faktisch nachgegeben, was zu einer verstärkten Nachfrage nach langfristigen festverzinslichen Papieren in nationaler Währung geführt hat. Firmen haben in größerem Ausmaß darauf reagiert. Im Jahr 2005 haben sie in Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru zusammen mehr Titel in inländischer als in ausländischer Währung ausgegeben. Die lateinamerikanischen Finanzmärkte gehören inzwischen zu den am schnellsten wachsenden weltweit, mit Steigerungsraten von Wertpapieremissionen um 25 bis 50 %.

Nicht mehr nur inländische Blicke sind auf die hier neu aufscheinenden Profitmöglichkeiten gerichtet. Mexiko, Peru und in gewissem Umfang auch Argentinien haben sich für ausländische Anleger geöffnet. Wenn sie ein Konto mit einem lokalen Verwalter im Land eröffnen, sind sie von der Quellensteuer für Staatspapiere ausgenommen. Chile will diesem Weg folgen, während in Kolumbien Investoren Niederlassungen unter nationalem Recht gründen und Einkommensteuer zahlen müssen. Das ist ihnen in Brasilien mittlerweile erlassen, es reicht die Registrierungen bei den nationalen Behörden.

Die Überlegungen, die unser Banker über den Sinn dieser Regelungen und über mögliche zukünftige Instabilitäten anstellt, zeigen ein wenig von dem, was demnächst ins Haus stehen könnte. Steuern, meint er, seien doch letztlich unsinnig. Schließlich würden sie nur dazu führen, dass die Renditeerwartungen der Investoren hochgeschraubt würden. Denn diese gingen davon aus, dass sich Anlagen nur bei einer bestimmten Verzinsung für sie rechneten. Würden die Erträge durch Steuern beschnitten, so müssten die nominalen Gewinne vor Steuern entsprechend höher ausfallen. Ansonsten unterblieben die Investitionen. Es ist also offensichtlich nichts mit dem angeblich so wirksamen Instrument zur Finanzierung einer langfristigen und stabilen Regierungspolitik. Die ausschlaggebende Größe ist die Erwartung der Investoren.

Und auch da redet Kopf Klartext: Vorläufig, sagt er, sind die Marktpotenziale in Lateinamerika noch längst nicht ausgeschöpft. Selbst wenn man von deutlich sinkenden Wachstumsraten der lokalen Finanzmärkte ausgehen würde, sei eine Verdoppelung des Gesamtvolumens bis 2015 eine „konservative Schätzung“. Schließlich handle es sich um einen makroökonomischen Prozess der Ertragsangleichung, für den genügend Potenzial vorhanden sei. Lediglich in Brasilien, dessen Markt schon eine bestimmte Größe erreicht habe, sei Spielraum für Ertragsminderungen vorhanden. Das aber hänge eben an der Finanzpolitik und der Haushaltsdisziplin der Regierung. Womit klar wäre, wer die Vorgaben gibt.

Aus: ila Nr. 301 (Dezember 2006)