

„ES BRAUCHT MEHR FINANZIELLE DISZIPLIN“

Österreich verzeichnet die höchste Inflationsrate der Nachkriegszeit. Wie es dazu kommen konnte, warum die Politik anders als bisher handeln muss, und welche Lehren aus der Inflationskrise gezogen werden sollten, sind brandaktuelle Fragen, denen wir mit **Univ.-Prof. Dr. Teodoro Cocca** nachgingen. Ökonomischen Laien sei vorausgeschickt: Der Professor für Asset und Wealth Management an der JKU Linz verfügt nicht nur über profunde Kenntnisse seines Fachgebiets, sondern versteht es auch, die Welt des Geldes selbst dem schulterzuckenden Laien schmackhaft zu machen.

Wissen ist Macht. Dieser berühmte Satz aus dem 16. Jahrhundert, der auf den englischen Philosophen und Staatsmann Sir Francis Bacon zurückgeht, ist heute überholt. Längst „regiert Geld die Welt“ und ist (mindestens mit)verantwortlich für individuellen Fortschritt und gesellschaftliche Entwicklung. Aller Kapitalismuskritik zum Trotz, die sich hinter dem Sprichwort verbirgt, die Regentschaft des Geldes über die Welt wird sich – nicht nur aus Ermangelung eines zum Kapitalismus alternativen Wirtschaftssystems – so schnell nicht beenden lassen. Die Marktwirtschaft, bei der das Streben nach Gewinn im Mittelpunkt steht, ist der effektivste Weg, um Massenwohlstand zu schaffen, Innovation zu fördern und Probleme zu lösen. Auch ein solches, vor dem viele Länder aktuell stehen: hohe Inflation. Denn als Zentralorgane des Kapitalismus stehen die Notenbanken in der Schuld, jene wieder einzudämmen, haben sie der Welt die Hochinflation doch erst eingebrockt: durch zu spätes Eingreifen und „finanzielle Disziplinlosigkeit“, weiß Teodoro Cocca.

In seiner Welt dreht sich alles ums Geld, dennoch will der ungemein sympathische Ökonom, Banker und Finanzexperte die menschliche Seite nicht aus den Augen verlieren. „Je mehr ich mich mit einem Thema beschäftige,

desto stärker erkenne ich, dass es in der Wirtschaft um Menschen geht. Die Ökonomie ist keine mathematische Wissenschaft, das menschliche Verhalten spielt eine große Rolle in meinem Fachgebiet“, erzählt uns Teodoro Cocca beim Gespräch in seinem Büro im Managementzentrum der JKU Linz. Immerhin werden wirtschaftliche Entscheidungen in der Regel von Menschen getroffen. Und hier passieren Fehler. Ein Gespräch über zutiefst menschliche Fehler, die in den letzten Monaten und Jahren nicht nur die Finanzwelt in Aufruhr versetzt haben.

Im Sommer 2021 begann eine Phase hoher Inflation, die seither andauert. Seit Mitte 2022 befindet sie sich in Österreich konstant zwischen neun und zwölf Prozent. Wie kam es dazu?

Ich glaube, hier muss man noch weiter zurückgehen. Eine steigende Inflationsrate bedeutet immer ein Ungleichgewicht in der Wirtschaft, ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, welches sich meistens stetig aufbaut. Zunächst sieht man den Effekt noch nicht, dann aber kann es plötzlich zum Tragen kommen und zu einem beginnenden Preissprung führen. Um das Problem richtig zu analysieren, muss man sich die Vorgeschichte genau ansehen, nur so findet man sozusagen die richtige Therapie. Im jetzigen Fall führt das zu ganz an-

deren Schlussfolgerungen als die gängige These, dass der Ukrainekrieg und die Energiepreise die Inflation entfacht haben. Das ist meiner Meinung nach nicht die richtige Analyse.

Wie lautet diese?

Die Vorgeschichte hat sehr viel mit der Notenbankpolitik der letzten zehn Jahre zu tun, mit einer extrem expansiven Geldpolitik, die lange Zeit nicht zu steigenden Preisen geführt hat. Ironischerweise nach der Coronakrise, als die Wirtschaft wieder Schwung erfasst hat, ist der Inflationsdruck plötzlich sehr stark und sichtbar geworden. Die Notenbanken glaubten damals, das sei nur ein temporärer Effekt. Sie erkannten nicht die große Sprengkraft dieser Entwicklung, dass nämlich diese enorme Geldflut sich paarte mit einer extremen zweiten Geldflut staatlicherseits, die in der Coronakrise in Form von Förderungen verteilt wurde. Beides zusammen war ein toxisches Gemisch, das uns in die jetzige Situation geführt hat. Man hätte das durchaus früher erkennen können, hat aber sträflich unterschätzt, die richtige Interpretation der Signale durchzuführen. Im Prinzip ist das die Erklärung, die Ihre Frage beantwortet: Man hat unterschätzt, welche Wirkung die enorme Geldflut seitens der Notenbanken und seitens der Staaten entfaltet. Man hat gewartet und zugeschaut und damit schon den größten Fehler gemacht. →

Text: Maria Russ
Fotos: Thom Trauner



Sitzen in den Notenbanken, sitzen in der Europäischen Zentralbank nicht die kompetentesten Experten, die es eigentlich besser wissen müssten?

Meine These ist, dass die Notenbanken sich selbst eingelullt haben. Dieses jahrelange expansive Ausweiten der Geldmenge, ohne einen Effekt zu sehen, hat sie in dem Glauben gelassen, dass es tatsächlich keinen Effekt haben würde – entgegen jeder Theorie zu diesem Thema! Die Notenbanken wähten sich auf der sicheren Seite, es war eine Art Selbstbetrug. Das andere ist, und nun müssen wir über die EZB sprechen, dass diese in den letzten Monaten natürlich schwierige Abwägungsfragen vor sich hatte. Denn einerseits war da die Inflationsbekämpfung, die die primäre Aufgabe der EZB darstellt, und andererseits das Wissen, dass sie nicht im luftleeren Raum agiert, dass höhere Zinsen für viele Staaten zu einem Problem werden können aufgrund der hohen Verschuldung. Der Punkt ist nur, wenn ich beginne, verschiedene Ziele abzuwägen, bin ich nicht mehr imstande, mein primäres Ziel zu verfolgen. Und das führt dazu, dass ich zögere. Genau das ist der EZB passiert, insbesondere im entscheidenden Jahr 2021 und letztes Jahr. Die EZB hat sehr lange gezögert, aus der Angst heraus, eine frühe Zinserhöhung könnte viel zu früh eine Wirtschaftsabschwächung auslösen. Hier hat sie sich in gefährlichem Territorium bewegt. Eine Notenbank sollte politisch vollkommen unabhängig sein und nur ihr primäres Mandat erfüllen, und dieses ist eben die Wahrung der Preisstabilität des Euros, wie es in den Statuten der EZB steht. Das würde bedingen, nur darauf zu achten und bei ersten Anzeichen sehr frühzeitig zu intervenieren, was sträflich missachtet wurde.

Die Schweizer Notenbank hat früher reagiert.

Die Schweiz ist das Gegenbeispiel. Eine Notenbank, die politisch unabhängig ist, hat bei – wohlgermerkt – viel tieferen Inflationsraten viel früher reagiert. Das zeigt, was auch möglich gewesen wäre. Die EZB hätte deutlich früher intervenieren müssen, im Wissen darüber, wie gefährlich eine sich aufbäumende Inflation ist, im Wissen darüber, wie lange Instrumente brauchen, bis sie überhaupt greifen. Es dauert zwölf bis 18 Monate, bis der Effekt eines Zinsschrittes überhaupt sichtbar ist. Offensichtlich verfolgte und verfolgt die EZB mehrere Ziele und nicht nur das primäre, nämlich die Wahrung der Preisstabilität des Euros. Sie versucht auch, die Eurozone zusammenzuhalten.

Die Inflation in Ihrem Heimatland ist deutlich niedriger als in Österreich. Was macht die Schweiz richtig, was macht Österreich falsch?

Das ist eine Frage, deren Antwort die Betrachtung vieler Facetten bedarf. Ich würde aber grundsätzlich sagen, der größte Unterschied zwischen der Schweiz und den Euro-Ländern ist, dass in der Schweiz die Wahrung der Stabilität der eigenen Währung ein Grundziel und einen Grundwert darstellt, der auch in der Öff-

entlichkeit mitgetragen wird. Die Schweizer stehen hinter der Stärke ihrer Währung, hinter dem starken Schweizer Franken. In Europa vermissem ich diese Werthaltung. Ein starker Euro ist gar nicht tatsächlich ein Ziel, schon gar nicht eine breit geteilte Werthaltung in der Bevölkerung. Ganz im Gegenteil wird in der Eurozone eher tendenziell argumentiert, man brauche einen eher schwachen Euro, um die Exportwirtschaft anzukurbeln. Dieser Punkt ist ein ganz grundsätzlicher Werteunterschied zwischen der Schweiz und vielen Euromitgliedsländern. Zur Schweiz muss man aber schon auch sagen, dass die Energiekrise dort natürlich nicht so stark angekommen ist wie in anderen Ländern. Die Schweiz bezieht sehr viel Energie aus Atomenergie. Bei Ländervergleichen muss man also genauer hinschauen. Dennoch, hätten wir einen stärkeren Euro, wäre auch in der Eurozone die Inflationsrate nicht bei neun oder zehn Pro-

”

Der Schuldenberg ist ein auf Kosten kommender Generationen geschaffener Wohlstand. Das müsste uns doch allen zu denken geben.

zent gelandet, sondern bei der Hälfte. Was speziell Österreich „auszeichnet“, ist diese enorme Neigung seit der Coronakrise, sehr großzügig zu helfen – zu großzügig. Das mag jeder für sich gut finden, aber es muss auch jedem bewusst sein, er zahlt sich das im Endeffekt ja selbst.

Wir brauchen also einen starken Euro?

Ja! Ich möchte einen Euro haben, der Generationen überlebt, der noch lange Bestand hat. Ich möchte ihn schützen, ich möchte, dass er stabil ist. Die Frage ist nur, wie will ich das erreichen? Wo ist der Plan der EU hinsichtlich dieser Zielsetzung? Eigentlich wird Instabilität aufgebaut, nämlich Schuldenberge, was zeigt, dass man den stabilen Euro nicht verfolgt zu realisieren. Die EZB scheint sich keine besonderen Sorgen zu machen, dass die Schuldenberge steigen, die Politik offensichtlich auch nicht. Das ist dieselbe

Art von Selbstbetrug wie bei der Inflationsrate: Weil es so lange gut ging, glaubt man, dass es auch weiter so gehen wird. Aber meine Lehre ist aus ganz vielen vergangenen Krisen, dass finanzielle Disziplinlosigkeit einen immer einholt. Selbst eine Schweizer Bank wie die Credit Suisse wurde eingeholt von finanzieller Disziplinlosigkeit. Es hat länger gedauert, aber sie wurde eingeholt. Europa muss aufpassen, weil es sonst auch riskiert, eingeholt zu werden von ihrer finanziellen Disziplinlosigkeit. Für Italien, Portugal oder Griechenland würde man das erwarten, dort hat es eine lange Tradition, dass eine starke Währung keinen Wert darstellt, aber verblüffend ist, dass auch Länder wie Deutschland und Österreich ihren Pfad der Tugend verlassen haben und die Stabilität der eigenen Währung nicht mehr hochhalten und versuchen zu verteidigen. Sie haben praktisch aufgegeben, so mein Eindruck. Während man noch in der Griechenlandkrise versuchte, eine Art Disziplin in der Eurozone aufrechtzuerhalten, ist diese Zielsetzung in den letzten Jahren völlig erodiert. Finanzielle Disziplinlosigkeit ist zur Gewohnheit geworden. Das erklärt auch, warum die Politik so agiert, wie sie agiert, warum die Bevölkerung das erwartet, was die Politik dann auch liefert. Der Schweizer kriegt die Währung, die er sich wünscht, und der Europäer in Wahrheit auch. Ich plädiere für finanzielle Disziplin, um den Euro zu stärken. Denn ich habe Sorge um den Euro.

Die Politik setzt also nicht die richtigen Maßnahmen?

So sehr die großzügige staatliche Hilfe den Leuten angenehm scheinen mag, so sehr muss man sagen, dass das wirtschaftlich nicht funktionieren kann. Politik ist für mich, Risiken stets im Auge zu haben, offensichtlich war das aber nicht der Fall. Jegliche Disziplin wird über Bord geworfen, Verschulden und Verteilen werden als die einzige Lösung angesehen. Diese Denkhaltung besorgt mich. Wir werden auch diese Krise meistern, aber wir werden das Falsche daraus lernen.

Sprechen wir konkret über Österreich: Wie genau hätte der Staat reagieren sollen?

Das Paradoxe ist ja, bei Inflation sollte man gar nicht reagieren, so schwer das zu akzeptieren ist. Aber weil Inflation ein Ungleichgewicht bedeutet – die Nachfrage ist höher als das Angebot – ist alles, was ich tue, um die Nachfrage weiter hochzuhalten oder zu erhöhen, schädlich. Eigentlich müsste ich das System sich selbst korrigieren lassen. Inflation ist nichts anderes als die Fieberkurve beim Menschen: Das Fieber tötet die Keime, es bremsen sich selber ab, man muss es aber spielen lassen.

Aber konkret zu Ihrer Frage: Dort, wo der Staat selbst Preise diktiert, sollte er sie einfach einmal nicht erhöhen. Außerdem hätte er sich in diesen Monaten zurückhalten müssen, was Förderungen und Verteilungen von Geldern nach dem Gießkannenprinzip betrifft, nach dem jeder Empfänger in gleicher Weise mit etwas bedacht

wird, ohne dass Unterschiede hinsichtlich der Dringlichkeit solcher Gelder berücksichtigt werden. Das ist ökonomisch konträr zur Zielsetzung der Inflationsbekämpfung. Man darf nicht vergessen, dass das Geld, das verteilt wird, schuldenfinanziert ist. Wir setzen das Geld unserer Kinder ein, um unseren jetzigen Konsum zu finanzieren. Wie absurd ist denn das! Der Staat sollte sich, wenn schon, verschulden, um jetzt zu investieren, um Wachstumspotenzial für die zukünftigen Generationen zu schaffen. Es ist also auch aus Gerechtigkeitsüberlegungen absurd.

Die Verteilung von Helikoptergeld, eine extreme Form expansiver Geldpolitik, die den Konsum ankurbelt und so die Realwirtschaft anregen soll, ist also eine populistische Maßnahme, die den Rückgang der Inflation verlangsamt – aber viele Menschen stehen aufgrund der hohen Inflation tatsächlich vor existenziellen Problemen.

Natürlich gibt es Gesellschaftsschichten, die jetzt leiden und tatsächlich existenzielle Probleme haben, und meine Aussage ist nicht, dass man die nicht unterstützen soll. Aber das betrifft vielleicht zehn Prozent der Bevölkerung und nicht 100 Prozent. Medial wird nur darüber diskutiert, was die Regierung machen soll, um die Last der Bevölkerung zu kompensieren. Ständig wird nur das Bild derjenigen gezeigt, die existenziell bedroht sind, aber das verzerrt die Wahrnehmung, denn dieses Bild ist nicht repräsentativ. Ich nehme also auch die Medien in die Verantwortung. Hilfspakete sind Maßnahmen, die Geld kosten. Ich sage, wenn man Inflation mit Geldvergabe versucht zu bekämpfen, dann ist das zu 95 Prozent der falsche Weg. Warum steht in jedem Ökonomiebuch, dass Inflation das gefährlichste wirtschaftliche Phänomen überhaupt ist? Weil es immer zu Wohlstandsverlusten führt, und es trifft immer die Ärmsten. Nur dort darf der Staat eingreifen. Man kann aber nicht die ganze Bevölkerung mit einer Vollkaskoversicherung schützen, in der Hoffnung, dass die internationalen Kräfte die Inflation nach unten drücken, während man selber nicht dazu beiträgt, dass die Inflation sinkt. Man glaubt, man bekomme eine Ausnahmegenehmigung für ökonomische Regeln oder könne eine Seitengasse nehmen, aber das gibt es natürlich nicht.

Es ist also wenig überraschend, dass gerade hierzulande die Inflation im europäischen Vergleich besonders hoch ist?

Es ist überhaupt nicht überraschend, dass in den Ländern, wo der Staat besonders viel Geld in die Hand nimmt, die Inflation langsamer sinkt oder sogar teilweise wieder Sprünge nach oben macht. Nur traut sich das kaum jemand zu sagen. Österreich ist hier das offensichtlichste Beispiel. Es gibt kaum einen europäischen Staat, der seit Corona so viel Geld in die Hand genommen hat. Wen erstaunt es tatsächlich, dass, wenn in einer Inflationssituation zusätzlich noch Dutzende Milliarden in das System hi-

neingepumpt werden, die Inflation weiter hoch bleibt! Ich staune eher über das Staunen darüber. Eine Steigerung dessen ist, dass der Staat als Reaktion darauf, dass die Inflation nicht so stark sinkt, wieder Geld in die Hand nimmt. Das ist an Absurdität kaum mehr zu übertreffen. Bei vielen besteht die Erwartungshaltung, dass der Staat sich verschulden soll, um zu helfen, aber da kann ich nur sagen: Nein, das geht nicht!

Als ökonomische Laiin drängt sich für mich schon die Frage auf, wie man auf hoher politischer Ebene so irren kann.

Ihre Fragestellung ist mehr als berechtigt. Die intellektuelle Basis für die Politik wird von den Ökonomen gegeben, und es ist interessant zu beobachten, was sich da verändert hat. Vor 15 Jahren hätte jeder Ökonom gewarnt vor Verschuldung, er hätte gesagt, der Staat muss sich zurückhalten, denn expansive Geldpolitik würde zu Inflationsschüben führen. Das war eine klassische ökonomische Denkhaltung. In den letzten Jahren sind die Ökonomen zusammen

mit den Notenbanken diesem bereits angesprochenen Selbstbetrug erlegen. Die Überlegung war: Hm, die Inflation geht nicht los, es scheint ja doch zu funktionieren, wahrscheinlich ist es also doch keine so blöde Idee, sich zu verschulden. Inzwischen raten die allermeisten Ökonomen dem Staat, er dürfe sich schon verschulden, auch wenn der Schuldenberg bereits so hoch ist. Damit legen sie das intellektuelle Fundament für diese Politik.

Um nicht falsch verstanden zu werden: Natürlich gibt es Situationen, in denen es Sinn macht, dass sich der Staat verschuldet, dass er investiert und fördert, das ist ohne Zweifel auch eine Funktion des Staates. Aber es muss immer auch eine Phase geben, wo der Staat sieht, dass seine Kassen in Ordnung kommen, dass sein Schuldenberg reduziert wird. Denn dieser ist ein auf Kosten kommender Generationen geschaffener Wohlstand. Das müsste uns doch allen zu denken geben. Irgendwann müssen die Schulden wieder zurückgezahlt werden, das sind ökonomische Banalitäten. →



Ausgleich zur Welt des Geldes: Teodoro Cocca ist Vater von vier Kindern, ein großer Gartenfan und spielt in seiner Freizeit außerdem leidenschaftlich gerne den Präzisionssport Snooker.



ZUR PERSON

Teodoro D. Cocca (geb. 1972 in Zürich) ist Professor für Asset und Wealth Management an der Johannes Kepler Universität (JKU) Linz, stv. Institutsvorstand am Institut für betriebliche Finanzwirtschaft und Leiter der Abteilung für Asset Management ebendort. Zudem ist der Schweizer mit italienischen Wurzeln assoziierter Professor für Private Banking am Swiss Finance Institute (SFI) in Zürich und berät Finanzunternehmen und Behörden im In- und Ausland. Cocca ist Mitglied u.a. des Aufsichtsrates Business Upper Austria – OÖ Wirtschaftsagentur GmbH und schreibt regelmäßig Kolumnen für die „Finanz und Wirtschaft“ sowie die „Oberösterreichischen Nachrichten“.

Sie plädieren also für weniger (Sozial-)Staat?

Sehr eindimensional argumentiert: Ja. Das sieht in Österreich sicher nicht jeder so, aber für mich als Schweizer ist es paradox zu sehen, dass in Österreich nach noch mehr Sozialstaat geschrien wird, wo doch Österreich im internationalen Vergleich zu den Musterländern gehört, welche den am meist ausgebauten Sozialstaat haben. Der internationale Vergleich würde helfen, um ein realistisches Bild zu bekommen. Ich will den Sozialstaat nicht schlechtreden, im Gegenteil, aber wir müssen aufpassen, ihn nicht zu überfordern. Die Inflation, die wir haben, ist in Wahrheit ein untrügliches Zeichen für eine Überforderung des Staates.

Ist das Ziel von zwei Prozent Inflationsrate überhaupt wieder realistisch erreichbar, und wenn ja, in welchem Zeithorizont?

Das traue ich mich nicht zu prognostizieren. Ich glaube schon, dass der Inflationsdruck global betrachtet im Nachlassen begriffen ist, aber in einzelnen Ländern wie Österreich kann die Inflation aufgrund dessen, was wir besprochen haben, noch länger hoch bleiben.

Sie kritisieren scharf, dass die Europäische Zentralbank zu lange mit den Zinserhöhungen gewartet hat. Hätte sie früher reagiert, wären wir dann nicht in der heutigen Situation?

Definitiv nicht, nein. Wir hätten sicher keine zweistelligen Inflationsraten gehabt. Das ist eine Situation, in der wir da waren und sind, die unfassbar und absolut inakzeptabel ist! Und man muss die Institution, die dafür verantwortlich ist, zur Verantwortung ziehen. Da ist so viel schiefgelaufen, dass viele harte Fragen gestellt werden müssen. Das wird aber nicht getan.

Der Leitzins wird weiter erhöht werden?

Ja, die EZB wird den Leitzins sicher noch einmal erhöhen, danach vielleicht noch einmal, aber das war's dann. Ich glaube, im Sommer werden die Notenbanken aufhören mit der Leitzinserhöhung. Die Inflationsraten werden sinken, die Wirtschaft wird dümpeln. Dass die Zinsen so schnell da hinkommen, wo sie waren und wo wir sie gewohnt sind, glaube ich aber nicht. Der höhere Zins wird sich auch auf den Schuldenberg auswirken, der beginnen wird, mehr zu kosten. Das dauert, aber er wird teurer werden, und das wird man in der Politik merken. Der Staat wird also künftig deutlich mehr Geld brauchen für die Zinsen.

Mich besorgt die Mentalität, die wir ausbauen, dieser tiefe Glaube, man könne mit der Kreditkarte alles lösen. Es wird die nächste und übernächste Krise kommen, der Schuldenberg bleibt das größte Problem.

In jeder Krise steckt eine Chance, heißt es so schön. Vielleicht können wir einen positiven Abschluss für diese Diskussion finden?

Ja, die Inflationskrise birgt durchaus Chancen. Denn wenn Geld wieder einen Preis hat, ist das gut. Geld muss einen Preis haben, das führt hoffentlich dazu, dass es die lenkende Wirkung erzielt, die notwendig ist, nämlich zu erkennen, dass Schulden teuer sind und damit nicht uneingeschränkt zu machen sind. Eine Chance liegt auch darin zu erkennen, dass man sich in der Politik immer gut überlegen sollte, wofür man eigentlich Schulden macht. Und wenn es etwas kostet, überlegt man sich das eher, als wenn es nichts kostet. Das ist in unserer Diskussion vielleicht die wichtigste Lehre: Es ist als etwas Positives zu werten, dass Geld etwas kostet. Das hatten wir in den letzten Jahren schon vergessen.