

## Deflation?

### 1. Das Aus des „Exit“

Wenn von Inflation die Rede ist, dann setzen die Verantwortlichen in Notenbanken eine professionell wirkende Miene auf, sprechen in technokratisch geprägter Terminologie von „Kerninflation“, „importierter Teuerung“, „Output Gap“, „impliziter Inflationserwartung“ und daraus abzuleitenden Prognosen, beteuern in glaubensbekenntnishafter Weise ihre Treue zur Preisstabilität und geben unmissverständlich zu verstehen, dass sie die Sache völlig im Griff hätten. Die notwendigen Instrumente zur rechtzeitigen Reduktion der Geldmengen seien vorhanden, und selbstverständlich dürfe niemand daran zweifeln, dass im Bedarfsfall auch gehandelt würde, so unpopulär sich dies dann auch erwiese. Aber dessen sei sich jeder Notenbanker ja bewusst, und überdies sei man kraft gesetzlich festgelegter Unabhängigkeit ja frei von jeglichen Interessenbindungen. Nun, da in geldpolitischen Angelegenheiten Perzeption mindestens die Hälfte des Erfolgs ausmacht, ist ein derart gut eingeübtes Normverhalten gewiss zu begrüßen. Das Problem besteht höchstens darin, dass uns allen die Erfahrung mit Inflation und Inflationsbekämpfung über die letzten zwanzig Jahre abhanden gekommen ist, dass es der heutigen Generation von geldpolitisch Verantwortlichen an Tatweisen fehlt und dass ihre Glaubwürdigkeit deshalb mehr und mehr nur noch von gekonnt formulierten Äusserungen abhängt.

Wenn nicht von Inflation, sondern von Deflation gesprochen wird, dann verändert sich die Körpersprache der Notenbanker sichtbar. Nun wird's beinahe feierlich. Feierlich-drohend. Inflation – gewiss, eine schlimme Sache. Aber, wenn nicht zu vermeiden (weil man mit der Liquiditätsabschöpfung eben doch zu spät kam), dann doch bekämpfbar. Deflation hingegen: unkontrollierbar, desaströs. Die Steigerung von Deflation heisst Depression, und oft endet dann die Predigt in den dunklen Dreissigerjahren und dem zweiten Weltkrieg. Heulen und Zähneklappern. Deflation gilt

es um jeden Preis zu vermeiden, so die übereinstimmende Haltung.

In diesem seltsamen Jahr 2010, das durch ein Nebeneinander von Schuldenkrise und Aufschwung, von rekordhoher Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken und rekordtiefer Krediterschöpfung durch die Geschäftsbanken, von boomenden Obligationenmärkten und einem schwindelerregenden Kursanstieg im Gold geprägt ist, in diesem Jahr 2010 mäandriert auch die geldpolitische Stimmungslage zwischen Inflationsbefürchtungen und Deflationsängsten. So hatte bis im Frühjahr das Wort „Exitstrategie“ Hochkonjunktur. Darunter ist das Verfahren zu verstehen, wie die Notenbanken sich aus dem „Quantitative Easing“ verabschieden können, indem sie die im Rahmen dieser Politik in grossen Mengen aufgekauften Wertschriften veräussern und die Zinsen erhöhen. Da man mit dem Quantitative Easing keinerlei Erfahrung hat – in diesem Stil hatte es das in der Geschichte des Geldwesens noch nie gegeben – ist es auch naheliegend, dass bezüglich der Exitstrategien etwelche Nervosität herrschte. Würde es gelingen, die Notenbankbilanzen ohne allzu schlimme Verwerfungen an den Bondmärkten zu entlasten? Würde es rechtzeitig erfolgen? Was wären die Auswirkungen auf die Kreditmärkte beziehungsweise auf die Kreditfähigkeit der Banken? Könnte es einen Kollaps bewirken? So die Diskussionen, die, wenn wir es richtig überblicken, noch keineswegs zu Ende geführt worden sind.

Seit der Eurokrise im Mai/Juni 2010 und seit dem Eintreffen von immer düstereren Wirtschaftszahlen aus den USA hat der „Exit“ vorderhand ausgedient. Nun dreht sich alles um die Deflation. Der Fed-Gouverneur Bernanke wäre gemäss jüngsten Äusserungen bereit, zugunsten der Deflationsbekämpfung die Schleusen des Quantitative Easing noch einmal voll zu öffnen, und die Regierung Obama überschlägt sich vor den Novemberwahlen förmlich in Vorschlägen, wie zu lasten des ohnehin schon extrem strapazierten Staatshaushalts weitere stimulierende Programme lanciert werden könnten. Deflationsbekämpfung, wie bemerkt, um jeden Preis ist angesagt, selbst

auf die Gefahr hin, dass man dazu über keine tauglichen Mittel verfügt.

Die verbale Entschlossenheit der (Geld-)Politiker kontrastiert deutlich mit der allgemeinen *Ratlosigkeit*, die an den Aktienbörsen und in den Währungsmärkten vorherrscht. Das letztlich ziellos erscheinende Auf und Ab von Aktienkursen und die unaufhaltsame Erosion der Hauptwährungen US Dollar und Euro wirken zermürend. Die Deflation, wie sie mehr und mehr zum Schreckgespenst des Westens erhoben wird, erstickt aufkommende Freude über Erfolge des Unternehmenssektors im Keime. Es wird deshalb Zeit, dass wir uns dem Phänomen der Deflation annähern und versuchen, die für den Anleger relevanten Folgerungen abzuleiten.

## 2. Inflation und Deflation: nicht spiegelbildlich

Zunächst gilt es, einige theoretische Aspekte zu beleuchten. Beide Begriffe, Inflation wie Deflation, betreffen die Geldseite der Wirtschaft und deuten auf ein Ungleichgewicht hin. Bei Inflation wird der Produktion von realen Gütern laufend zuviel Geld gegenübergestellt, bei Deflation ist es umgekehrt: Die Geldmenge verringert sich, während die Produktion von Gütern sich langsamer reduziert. Gründe für ein solches Ungleichgewicht können auf der realen oder auf der monetären Seite liegen. So führen Produktivitätsgewinne, zum Beispiel aufgrund wichtiger Erfindungen wie der Dampfmaschine oder der Telefonie, bei gleichbleibender Geldmenge zu einer Ausweitung der Produktion; die Preise sinken. Umgekehrt kann der Ausfall eines wichtigen Importlandes zu einer Verknappung auf der Güterseite führen; die Preise steigen. Eine verfehlte Geldmengensteuerung durch die Notenbank zielt an den Produktionsverhältnissen der Wirtschaft vorbei und kann ihrerseits in- oder deflationär wirken.

Da wir es in der Wirtschaft mit denkenden und fühlenden Menschen zu tun haben und nicht mit Robotern, die lediglich auf Befehle reagieren, führen Modifikationen sowohl auf der realen als auch auf der monetären Seite der Wirtschaft zu Erwartungs- und Verhaltensänderungen. Wenn allgemein geglaubt wird, dass die Preise steigen werden, wird lieber heute als morgen gekauft; in einem Umfeld sinkender Preise hingegen dürfte, soweit es nicht den täglichen Bedarf betrifft, mit der Anschaffung von Gütern und dem Nachsuchen nach Dienstleistungen eher zugewartet werden.

Bei Inflation gleicht Geld einer heißen Kartoffel, die so rasch als möglich weitergereicht wird; die Umlaufgeschwindigkeit (Velozität) des Geldes ist hoch. Im deflationären Klima kommt diese dage-

gen zum Erliegen. Der für die Wirtschaft relevante Geldumlauf richtet sich deshalb einerseits nach der durch die Notenbank zur Verfügung gestellten Geldmenge, andererseits nach der von Erwartungen geprägten Geldumlaufgeschwindigkeit. Diese Feststellung ist mit Blick auf die rekordtiefen Zinsen und die offensichtlich sehr tiefe Velozität des Geldes in wichtigen Regionen der Weltwirtschaft (USA, Japan und Europa) von Bedeutung: Je tiefer die *Umlaufgeschwindigkeit*, desto *unwirksamer* wird die *Geldpolitik*. Das Quantitative Easing entspricht einer Art monetärer Verzweiflungstat, Erwartungsmanagement betreiben zu können. Auf unsere Vermutung, dass Quantitative Easing und Stimulierung durch den (überschuldeten) Fiskus genau das Gegenteil bewirken, nämlich die Erwartungen zusätzlich dämpfen und die Geldumlaufgeschwindigkeit auf Dauer tief halten, ist zurückzukommen.

Bedrohlich werden Inflation und Deflation, wenn sie zum *spiralartigen Selbstläufer* verkommen. Wenn die allgemeine Teuerung über Lohnerhöhungen die Produktionskosten ansteigen lässt und diese wieder vollumfänglich auf die Güter und Dienstleistungen überwältzt werden können, dann befindet sich eine Volkswirtschaft in einer Inflationsspirale; durch rigorose Zinserhöhungen verfügt die Notenbank aber über ein taugliches Mittel, um dem Spiel ein Ende zu setzen, da die Geldumlaufgeschwindigkeit ja hoch und das System damit reagibel ist. Bei der Deflation liegt diese Konstellation, wie gesagt, nicht vor; die monetäre Waffe ist stumpf, weshalb der Ruf nach Stimulierung durch den Fiskus nur logisch erscheint. Ansonsten würden, quasi endlos, laufend tiefere Güter- und Dienstleistungspreise zu tieferen Arbeitseinkommen führen und die Schuldenlast, zum Beispiel für Hypotheken auf Häuser, relativ gesehen erhöhen; dies wiederum würde die Haushalte zum Konsumverzicht zwingen. Die Unternehmungen würden aufgrund der tieferen Umsätze weniger verdienen und weniger investieren, was unter anderem wiederum zu tieferen Löhnen führen würde. Wann dann die Depression beginnt, ist nur noch eine semantische Frage. So das bedrohliche Bild der Deflationsspirale.

Deflationsspiralen, welche in einer Depression enden, sind im Gegensatz zu Phasen mit Inflation oder gar Hyperinflation geschichtlich gesehen rar. Genau genommen sogar sehr rar, denn jene der Dreissigerjahre ist eigentlich die einzige, welche diesen Namen verdient. Der Wirtschaftsgang in Japan während der letzten zwanzig Jahre war zwar äusserst schleppend, von anhaltender Deflation, geschweige denn von einer „Depression“ zu sprechen, wäre aber haltlos. Wir erachten es insbesondere auch für masslos übertrieben, das

Schreckgespenst für die gegenwärtige Wirtschaftssituation in den USA oder in Europa zu bemühen. Denn wir bezweifeln die Idee der Deflationsspirale in grundsätzlicher Hinsicht. Die Geschehnisse der Dreissigerjahre sind unseres Erachtens nicht hinreichend, um ein theoretisches Konzept „Deflationsspirale“ zu begründen. Vielmehr könnte es sich ja auch lediglich um eine unglückliche Verkettung von katastrophalen ökonomischen Irrtümern gehandelt haben.

### 3. Produktivität als Schlüsselfaktor

Die Vorstellung der Deflationsspirale beruht auf der Idee, dass der wegen gesunkener Gesamtnachfrage schrumpfende Umsatz der Unternehmen über tiefere Absatzpreise zwingend zu tieferen Erlösen führen müsse. Das trifft dann zu, wenn man die Produktionskosten als fix gegeben annimmt. Wenn man in das Konzept aber die Möglichkeit einbaut, dass sich die Unternehmen den neuen Gegebenheiten anpassen und alles Erdenkliche veranlassen, um unter dem Strich doch wieder mehr zu verdienen, dann stoppt die Spirale unvermittelt. „Alles Erdenkliche“: Das entspricht genau dem, was man unternehmerisches Handeln nennt, das heisst Innovation und Investition. Kapitalintensiver gestaltete Prozesse lassen auch bei tieferen Preisen höhere Erlöse zu.

Die Voraussetzung dafür, dass Innovation und Investition auch in wirtschaftlich düsteren Zeiten stattfinden, besteht in der Aussicht, künftig dank der gemachten Anstrengungen doch wieder mehr zu verdienen. Wenn nun allerdings wegen drohender Staatsdefizite die Erwartungen an den künftigen Grenzertrag (nach Steuern...) negativ ausfallen, dann wird man sich tendenziell hüten, Zeit, Anstrengung und Geld in verbesserte Verfahren zu stecken. Hierin liegt die angesprochene Crux der Stimulierungspakete: dass sie mehr und mehr negative Erwartungen bezüglich der künftigen Grenzerträge auslösen.

Sinkende Preise, auch auf breiter Front, sind nicht als solche schlecht; die entscheidende Frage ist, über welchen *Spielraum* die Wirtschaftssubjekte verfügen, um sich jeweils verändernden Gegebenheiten *anzupassen*. Sinkende Preise sind auch keineswegs gleichbedeutend mit wirtschaftlichem Krebsgang. Im Gegenteil: wichtige technologische Entwicklungen sind deflationärer Natur, indem die Produktionskosten sinken, die Produktivität gesteigert werden kann und am Ende nicht weniger, sondern mehr Güter zu tieferen Preisen konsumiert werden. Man könnte dann von „guter Deflation“ sprechen, ein Ausdruck, der sich vereinzelt auch in der ökonomischen Literatur findet.

Über wieviel Spielraum man für die Anpassung an neue Gegebenheiten verfügt, ist selbstverständlich nicht nur die Frage der voraussichtlichen (fiskalischen) Rahmenbedingungen, sondern auch der eigenen finanziellen Situation, sprich: des Verschuldungsgrads. Wer mit hoher Verschuldung in eine deflationäre Phase gerät, droht mit ihr unterzugehen. Weshalb? Weil die Kosten für die Bedienung der Schulden fix sind, somit in diesem Bereich der Aufwand nicht angepasst werden kann. Deflationsphasen, ob durch eine Rezession oder durch einen Technologieschub herbeigeführt, sind deshalb auch Zeiten der Restrukturierungen. Im wesentlichen muss Fremdkapital zu Eigenkapital gewandelt werden, nachdem altes Eigenkapital wegen Insolvenz abgeschrieben worden ist. Ein künstlich hinausgezögerter Bereinigungsprozess behindert lediglich die Freisetzung innovativer Kräfte und verhindert Investitionen. Auch in dieser Hinsicht zielt manches Stimulierungsprogramm, das in erster Linie Arbeitsplätzen und damit zumeist auch verkrusteten Strukturen gilt, völlig in die entgegengesetzte Richtung. Billiges Geld, mit dem die Schulden erträglich gehalten werden, fördert den Bereinigungsprozess ebenfalls nicht.

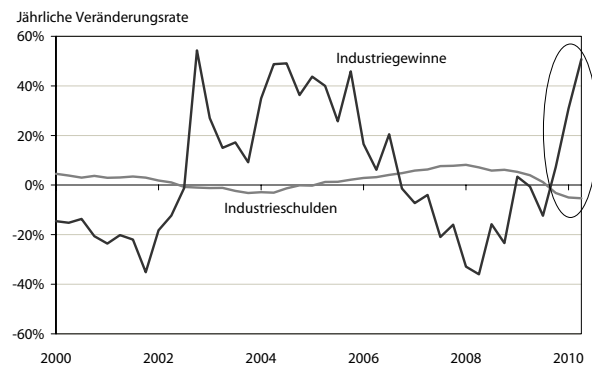
Die grobe Unterschätzung der Flexibilität der Unternehmen zur Erreichung höherer Produktivität sowie die systemimmanente Neigung, zu hohe Verschuldung (inklusive gewisse Staatsschulden) in ihrer illusionären Werthaltigkeit zu erhalten: Das sind die Eckwerte der fehlerhaften Rezepte, welche Keynesianer wie Krugman oder Stiglitz vertreten und welche in den USA wie auch in Europa politisch umgesetzt werden. Dank des eklatanten Misserfolgs der Massnahmen wird die Kritik nun endlich lauter. Ob das reichen wird, dass das Steuer herumerissen wird, darf allerdings füglich bezweifelt werden.

### 4. Makro versus Mikro

Zu Beginn dieses Kommentars haben wir vom „seltsamen Jahr 2010“ mit seinem Nebeneinander von Phänomenen, wie sie zeitgleich miteinander nicht vorkommen dürften, gesprochen. Die Schilderung der Anstrengungen im Kampf gegen das Schreckgespenst Deflation mittels untauglicher Mittel, ja, unter Inkaufnahme kontraproduktiver Effekte, was die Zukunftserwartungen betrifft, ist die eine, dunkle Seite. Sie kontrastiert mit einem insgesamt doch erstaunlich positiven Bild, was die Unternehmen betrifft. Zu hohe Verschuldung? Im Unternehmenssektor ganz gewiss nicht. Die nachfolgende Grafik gibt die beziehungsweise Abnahme der Verschuldung amerikanischer Unternehmen über die letzten Jahre wieder und setzt sie in Bezug zur Entwick-

lung des Bruttoinlandprodukts. Um „Main Street“, das heisst die sogenannte Realwirtschaft, und nicht die hoch geleveragte „Wall Street“ darzustellen, haben wir die Unternehmungen der Finanzbranche ausgeklammert. Unseres Erachtens ist deutlich sichtbar, dass das Bersten der Technologieblase von 2002/2003 genau das herbeiführte, was wir oben als „Bereinigungsprozess“ beschrieben hatten: Schulden „verschwanden“, wurden also abgeschrieben oder in Eigenkapital gewandelt, die Produktivität und damit die Ertragslage wurde deutlich verbessert, und man nutzte die neuerliche Rezession von 2008/2009, um den Bereinigungsprozess fortzusetzen.

### Sieht eine Deflation so aus?



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve; eigene Darstellung

Bemerkung: Industriegewinne und -schulden sind in Prozent des jeweiligen BIP ausgedrückt.

Mit allen Vorbehalten, welche mit verallgemeinernden Aussagen einhergehen, kann man feststellen, dass Ähnliches auch für die europäischen Unternehmungen zutrifft; für den Schweizer Unternehmenssektor kann man ganz speziell mit grosser Befriedigung feststellen, dass kaum irgendwo irgendwelche offenkundigen finanziellen Schräglagen oder Engpässe sichtbar sind – und das alles nach einem der schärfsten Einbrüche der Welthandelstätigkeit seit dem 2. Weltkrieg. Wenn das kein Silberstreifen am Horizont ist! Allerdings, und das wäre dann die Kehrseite der glänzenden Medaille, ist zu vermuten, dass die Investitionstätigkeit der Unternehmungen im Westen deutlich höher ausgefallen wäre, wenn nicht durch den massiven Schuldenaufbau auf staatlicher Seite die implizite *Erwartung höherer Grenzsteuersätze* die Lust auf den Kapitaleinsatz laufend gedämpft hätte. Irgendwie muss ja zu erklären sein, weshalb die Wachstumsraten der Wirtschaft über die letzten zwanzig Jahre insgesamt doch sehr verhalten blieben, währenddem auf der realen Seite ein Technologieschub nach dem andern – jeder einzelne äquivalent zur Erfindung der Dampfmaschine! – stattfand. Es könnte sein, so die These, dass eine grossartig

verfehlte Makro-Politik uns um die Früchte der möglichen Produktivitätsgewinne auf der Mikro-Seite gebracht hat. Das wäre bitter; der früher so fortschrittsorientierte Westen hätte sich auf diese Weise selber ins Abseits der Weltwirtschaft manövriert.

Steht dies im Widerspruch zur Feststellung, dass es unseren Unternehmungen nach der Krise von 2008/2009 relativ gut geht? Nein. Denn sie haben längst gelernt, an jenen Standorten arbeiten zu lassen, wo die Rahmenbedingungen am günstigsten erscheinen, dort forschen zu lassen, wo intelligenter und fleissiger Nachwuchs laufend entsteht, und die Gewinne dort anfallen zu lassen, wo die Unternehmensbesteuerung nicht exorbitant hoch zu werden droht. Makro versus Mikro: Die Auseinandersetzung ist alles andere als entschieden. Nicht eine angeblich drohende Deflationsspirale ist das Problem, weder in Japan seit nunmehr zwanzig Jahren noch im Westen seit der Finanzkrise. Vielmehr ist es der der Wirtschaft und der Gesellschaft auferlegte Krebsgang, dem die Unternehmungen laufend zu entkommen versuchen und der immer wieder für neue Rückschläge sorgt. Wir meinen aber, auch diesbezüglich einige Silberstreifen am Horizont zu erkennen.

### 5. Das viel effizientere Individuum

Wir sprachen über aufeinanderfolgende Technologieschübe von der Bedeutung der Erfindung der Dampfmaschine; versuchen wir festzuhalten, was unter anderem darin einzuordnen ist: Zunächst mit Bestimmtheit die enorme Steigerung der Rechenleistung von Computern. Nicht einmal jene, die sich noch an die ersten, sehr teuren PCs der Achtzigerjahre zu erinnern vermögen oder die sich zuvor noch mit den schwerfälligen Mainframe-Rechnern von Universitäten herumgeschlagen hatten, können wirklich ermessen, welch unglaubliche Leistungssteigerung auf unseren Schreibtischen stattgefunden hat. Interessant ist, dass seit Beginn dieser exponentiellen Entwicklung laufend deren Ende vorausgesagt wurde, dieses bisher aber noch nicht eingetroffen ist. Oder anders gesagt: Der Technologieschub mit Bezug auf Rechenleistung ist immer noch im Gang.

Rechenleistung als solche bewirkt noch keine Produktivitätsgewinne, vielmehr erst die Nutzung der hinzugekommenen Fähigkeiten. Es sind unseres Erachtens deren zwei, und beide verfügen über gesellschaftliches und wirtschaftliches Sprengpotential. Die eine ist die Kommunikationsrevolution, welche über das Internet und die Mobiltelefonie Information zum global verfügbaren und spottbilligen Gut gemacht hat. Die andere ist die Prozesssteuerung, ohne die heute weder

ein Industriebetrieb noch ein modernes Motorfahrzeug funktionieren würde. Messen, Steuern, Korrigieren, das sind die Funktionen, die von der Kaffeemaschine über das Flugzeug bis zur Produktionsstrasse vollautomatisch und höchst zuverlässig dafür sorgen, dass nichts aus dem Ruder läuft.

Ein davon losgelöster, wengleich von der erhöhten Rechenleistung selbstverständlich stark profitierender Technologieschub, findet im mikrobiologischen Bereich statt. Es gelingt uns langsam, das Leben zu verstehen. Für den Laien sind zwar viele Gegebenheiten und Vorgänge schwer verständlich (die mit literarischen Qualitäten geschriebenen Beiträge des emeritierten Mikrobiologen Gottfried Schatz in der NZZ vermögen da gewisse Remedur zu verschaffen), aber eines ist klar: Mit dem Eindringen unseres Wissens und Handelns in die kleinsten Bausteine von Mensch, Pflanzen und Tieren verändern sich sozusagen alle Voraussetzungen und Begrenzungen, von der Medizin über die Ernährung bis zum Konsum von Genussmitteln. Ähnlich wird die Palette unserer Möglichkeiten erweitert durch die Entwicklungen in der Nanotechnologie oder der Bewirtschaftung des elektrischen Wellenspektrums von der Wärmequelle übers Licht bis hin zu den kürzesten Frequenzen, die wir vor allem für die Kommunikation verwenden. Im wesentlichen läuft alles auf eine deutlich bessere Nutzung bestehender Ressourcen hinaus.

Das Faszinierende an dieser Entwicklung besteht darin, dass diese bessere Nutzung in sehr vielen Fällen den sogenannten „Enduser“, den Konsumenten also oder noch allgemeiner, das Individuum, betrifft. Über Kaffeemaschinen und Autos haben wir schon gesprochen. Handy, Smartphones und iPad wären beizufügen. Sind wir uns eigentlich bewusst, dass wir durch all diese Instrumente *real* unglaublich *viel reicher* geworden sind? „Reicher“ im zutiefst ökonomischen Sinn, indem wir nämlich über sehr viel mehr persönlichen Nutzen verfügen als früher. Jeder hat heute seine Cafeteria in der persönlichen Küche, kann mit wenigen Kniffen seinen Herd zum Pizzaofen umfunktionieren, um später fürs Heimkino „La Dolce Vita“ vom Internet herunterzuladen. Jeder hat die Möglichkeit, sich mit seiner – nicht wirklich teuren – Spiegelreflexkamera zum beinahe professionellen Fotografen zu machen, und jeder kann mit „Garage Band“ oder vergleichbaren Programmen auf quasi professionellem Niveau ein Tonstudio betreiben. Büroarbeiten sind dank E-Mail und anderen Programmen zur feierabendlichen Nebensache geworden. Gleichzeitig steht unserem Informationsdrang und Wissensbedürfnis buchstäblich

nichts mehr im Wege: Zeitungen, Zeitschriften und Bücher fliegen uns elektronisch entgegen. Mit Wikipedia verfügen wir über das vollständigste je entstandene Lexikon in allen denkbaren Sprachen der Welt. Schliesslich können wir unserem enorm grossen Mitteilungsbedürfnis, dem Überbleibsel von unseren genetischen Vorfahren auf den Bäumen, über „soziale Plattformen“ wie Facebook beinahe unbeschränkt nachkommen. (Um nicht falsch verstanden zu werden: Erhöhter ökonomischer Nutzen des Individuums ist nicht zwingend kongruent mit übergeordneten Wertvorstellungen, aber das tut hier nichts zur Sache.)

Was zusätzlich fasziniert, ist der Umstand, dass der beschriebene Technologieschub nicht lediglich einer kleinen, gutdotierten Elite zugute gekommen ist und weiterhin zugute kommt, sondern sozusagen bis auf die Stufe der Slums sozialisiert worden ist. Kürzlich lasen wir einen Bericht über Ureinwohner in Papua Neuguinea, welche noch mit Pfeil und Bogen zur Jagd gehen und dann und wann zwecks höherer Unabhängigkeit auch indonesische Soldaten erlegen. Ihre Kommunikation erfolgt über das Mobiltelefon... Die Nutzensteigerung auf individueller Ebene kann natürlich auch zusätzlicher Gewaltanwendung und dem Verbrechen dienen, im wesentlichen aber halten wir daran fest: Wir alle, zuoberst bis fast zuunterst auf der gesellschaftlichen Skala, von New York City übers Appenzellerland bis in die pazifische Inselwelt hinein, sind in den letzten Jahren deutlich reicher geworden.

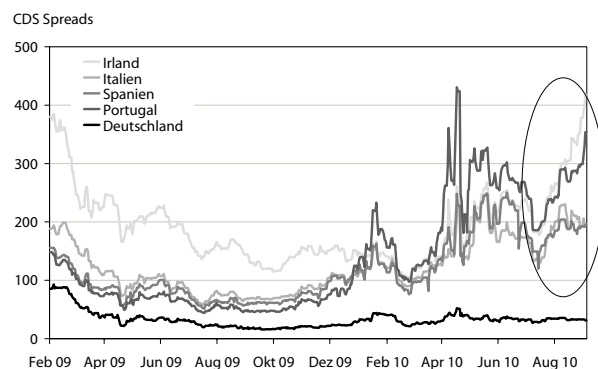
Dieser „Windfall Profit“ aufgrund der verschiedenen technologischen Schübe der letzten zwanzig Jahre ist allerdings in den volkswirtschaftlichen Rechnungen noch kaum sichtbar geworden, denn private Nutzenvermehrung, insofern sie nicht auf einen Wertschöpfungsprozess zwischen Rohstoff und Konsument zurückgeführt werden kann, wird in der volkswirtschaftlichen Rechnung nicht verbucht. Unentgeltlich Zugefallenes qualifiziert nicht als „Wertschöpfung“ und wird deshalb auch nicht registriert, im Gegenteil, die bisherige Wertschöpfungskette leidet vorderhand selbstverständlich unter dem Wegfall bisher nachgefragter Güter und Dienstleistungen. Hier zeigen sich die Auswirkungen einer „guten Deflation“ besonders augenfällig. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Sekundäreffekte der Reichtumsvermehrung in den nächsten Jahren in stärkerem Ausmasse den Wirtschaftskreislauf beleben werden, und sprechen insofern von einem „Silberstreifen am Horizont“. Er ist bereits manifest in den Schwellen- und früheren Entwicklungsländern. Es ist nicht – oder nur viel beschränkter, als allgemein angenommen – ein weiser oder cleverer Policy-Mix, der Länder wie

China oder Indien beflügelt, sondern vielmehr sind es die auf individueller Ebene wirksam gewordenen Früchte der *Emanzipation durch Effizienz*, die das enorme Wachstum in jenen Teilen der Welt ausmachen. Mindestens in abgeschwächter Form sollten sich ähnliche Phänomene auch in höher entwickelten Ländern bemerkbar machen. Wofür wir also plädieren, ist ein „Wealth Effect“, ein durch Reichtumsvermehrung bedingter Wachstumsschub, der in den kommenden Jahren wirksam werden müsste. Das ist der Silberstreifen Nummer 2.

## 6. Leben lernen mit Grösstrisiken

Es gibt einen dritten Silberstreifen am Horizont: den Kurs für eine 10-Jahres-Obligation von Griechenland und die neuerdings wieder gestiegenen Preise von CDS (Credit Default Swaps) für finanziell angeschlagene Länder Europas. Die genannte verbrieft hellenische Schuld handelt derzeit zu einem Kurs von rund 70 Prozent, die Rendite auf Verfall beträgt etwa 11 Prozent. Zum Vergleich: Die Rendite einer Deutschlandanleihe mit derselben Laufzeit liegt bei etwa 2 ¼ Prozent. Über die Preisverhältnisse bei den CDS gibt die nachfolgende Grafik Auskunft. Sie zeigt deutlich auf, dass die Schuldenkrise im Euro-Raum, von so vielen Politikern und linientreuen Medien schön-geredet, aus Sicht der Finanzmärkte noch keineswegs vorbei ist.

### Es ist schon wieder Krise, und keiner schaut hin



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Eine Kreditrisikoversicherung, deren Prämie mehr als Null beträgt, impliziert die Wahrscheinlichkeit eines Schuldnerausfalls. Eine Obligation, deren Rendite deutlich über jener von anderen vergleichbaren Papieren liegt, weist auf eine Bonitätsproblematik beim betreffenden Schuldner hin. Eigentlich müsste nach dem von der Eurozone beschlossenen Rettungsschirm der Griechenland-Bond nahe bei 100, die Rendite bei 5 Prozent liegen. Die CDS für Irland, Portugal und Spanien müssten sich in der Nähe derjenigen für Deutschland oder Frankreich bewegen. Das ist allerdings nicht der Fall. Was in aller Welt könnte

nun aber einem „Silberstreifen am Horizont“ gleichkommen, wenn Bonitätsprobleme und Konkurswahrscheinlichkeit aufgrund der am Markt bezahlten Preise evident sind?

Ganz einfach die Tatsache, dass es solche *Preise* überhaupt *gibt*. Und darüber hinaus der Umstand, dass es trotz dem neuerlichen Anstieg der Risikoprämien in den letzten paar Wochen nicht mehr zu krisenhaften Ereignissen an den Finanzmärkten gekommen ist. Im Gegenteil: der Euro konnte sich in letzter Zeit gegenüber dem US Dollar behaupten, ja Terrain zurückgewinnen. Offenbar beginnt man sich an die neue Realität dauerhaft angeschlagener staatlicher Schuldner zu gewöhnen.

Dieser Punkt erheischt ein wenig Vertiefung. Was bedeutet „Krise“, was heisst „Gewöhnung“? Was sind die Mechanismen und Instrumente, die vom einen Zustand zum anderen führen? Anschauungsunterricht bezüglich des Begriffs Krise haben wir über die letzten zehn Jahre an den Finanzmärkten in hinreichender Menge erhalten. Auf den kleinsten Nenner reduziert, spielte sich eigentlich immer dasselbe Muster ab: Die Bewertung bestimmter Aktiva läuft aus dem Ruder, was zuerst für einige notorische Warner, später für eine wachsende Anzahl Marktteilnehmer in zunehmendem Masse evident wird. Der Erkenntnisprozess erfolgt nicht schleichend erodierend, sondern läuft eher eruptiv bis explosiv ab, etwa so, wie wenn sich bei einem Vulkan ein grösseres Unglück ankündigt: Zunächst flammen da und dort an den Abhängen irgendwelche Gasblasen auf, dann steigt aus dem Krater ein wenig Rauch, dann scheint sich die Sache wieder zu beruhigen, bis unvermittelt der grosse Ausbruch doch noch das breite Publikum überrascht und Pompeji unter sich begräbt. Weil sich die Warner gegenüber denjenigen, die in irgendeiner Weise an der Persistenz des Gehabten interessiert sind, in krasser Minderheit befinden, und weil die wenigsten Leute sich intellektuell auf Strukturbrüche einzurichten in der Lage sind, richten Krisen zwingend mehr Schaden an, als es die realen Entwicklungen grundsätzlich fordern würden. Den Kopf in den Sand zu stecken ist offenbar angenehmer, als immer deutlicher werdenden Tatsachen ins Gesicht zu blicken. Vielfach fehlen aber auch die richtigen Instrumente, um eine nüchterne Lagebeurteilung vorzunehmen.

Hand aufs Herz: Wer von unseren Lesern hat bis vor ein, zwei Jahren von den ominösen CDS gewusst? Wer hat gegebenenfalls deren Kursverlauf beobachtet? Uns Pompejanern fehlten offensichtlich die Feldstecher und Fernrohre, um den Vulkan zu beobachten... Der Nährboden einer

Krise ist das Gefühl, unbekanntem Bedrohungen von unbekannter Tragweite ausgesetzt zu sein. Der Freiburger Ökonom Guy Kirsch („Angst vor Gefahren oder Gefahren durch Angst?“, NZZ-Verlag, 2005) unterscheidet dieses unbestimmte Gefühl, welchem er den Begriff „Angst“ zuordnet, von der „Furcht“, die das Gefühlsgemenge gegenüber definierbaren, sichtbaren, in ihren Auswirkungen abschätzbaren Gefahren wiedergibt. Eine Krise definiert sich demgemäss als Übergangsperiode von Angst zu Furcht.

Haben wir derzeit Angst, oder fürchten wir uns? Es würde dann eben diesen *Silberstreifen* am Horizont ausmachen, dass wir bezüglich der die Krise auslösenden Grösstrisiken – dem amerikanischen Immobilienmarkt, den bis übers Ohr darauf konzentrierten Bilanzen von grossen Finanzinstituten sowie den fatal verschuldeten westlichen Nationen – daran sind, die *Angst zu verlieren*. Wir können immer besser abschätzen, wie gross der Schaden ist. Er hat mittlerweile Marktpreise erhalten. 70 anstatt 100 Prozent für Griechenlandbonds, erschreckend hohe CDS-Prämien auch für andere Länder Europas. Mit diesen Marktwerten ist auch zugleich die Schadensallokation erfolgt. Selbstverständlich können sich diese wieder verändern – zum Besseren oder zum Schlechteren, je nach zusätzlichen Informationen und Erkenntnissen. Und selbstverständlich sind auch diese Instrumente nicht gefeit vor Fehlinformationen und Illusionen. Dennoch: Wir verfügen über Feldstecher, Fernrohre und Seismographen, und mit dieser Ausrüstung sind wir nun auch in der Lage, weiterhin am Abhang des Vesuvs zu leben und unsere Geschäfte zu betreiben.

Vorausgesetzt allerdings, man lässt uns im Notfall wegziehen! Die institutionellen Schönredner unseres Gesellschaftssystems haben natürlich an den beschriebenen Instrumenten keine Freude. Daraus erklärt sich manches Regulierungsvorhaben dieser Tage. Am bedenklichsten erscheint uns in diesem Zusammenhang das von deutscher Seite im eigenen Land eingeführte und den Europäern zur Übernahme empfohlene *Leerverkaufsverbot*. Es ist etwa so unsinnig, beziehungsweise sogar *unsittlich*, wie wenn die römischen Behörden im Jahr 79 n. Chr. den Bewohnern von Pompeji den Wegzug verboten hätten.

### **7. Gefordert: CDS für Private!**

Die Klärung der Verhältnisse als prozessualer Vorgang während einer Krise: Genau das ist es, was Marktkräfte mit den ihnen zur Verfügung stehenden Instrumenten zu leisten vermögen. Die CDS gehören insofern zu den wichtigsten Finanzinnovationen der letzten Jahrzehnte, als sie eine

deutlich realitätsnähere Einschätzung der Risiken im Zusammenhang mit Staatsschuldnern ermöglichen. Da Staatsschuldner einen sehr wesentlichen Teil aller Ausstände (und damit Guthaben von Privaten) auf der Welt ausmachen, ist ihre Existenz für all jene, die sich vor dem Ausbruch eines grösseren oder kleineren Vulkans schützen möchten, von grösster Bedeutung; der Preis für die Kreditrisikoversicherung hat zugleich einen unschätzbaren Informationswert, ja, wir gehen soweit zu behaupten, dass es just dieser Informationswert war, der letztlich die Regierungen Irlands, Spaniens, Portugals und Grossbritanniens bewogen, vermutlich gezwungen hat, Sparmassnahmen zu ergreifen. Die EU-Kommission war bezüglich Schräglagen der Haushalte von Mitgliedsländern bekanntlich seit je blind und zahnlos und wird dies angesichts der fast peinlich anmutenden Möglichkeit, künftig Bussen gegen fehlbare Länder zu verfügen, auch weiterhin bleiben. Die schlimmste Busse, die es geben kann, ist die von den Finanzmärkten ausgesprochene Sanktion in Form von Kursen und Prämien. Diese Busse bewegt, was die Politik nie und nimmer bewegen könnte, wenn sie es denn überhaupt wollte.

Es gibt aber durchaus noch Vulkane, von deren Existenz man weiss, deren Umrisse aber noch unscharf, von Nebelschwaden verdeckt sind. Sie bereiten Angst, und diese Angst lastet auf der Gemütslage und schwächt mithin das Wirtschaftswachstum in erheblichem Ausmass. Die Rede ist von all den Versprechungen des Sozialstaats gegenüber seinen Bürgern bezüglich Altersvorsorge und Gesundheitswesen. Man weiss um die Unterdeckung dieser Versprechungen und erahnt das Volumen. Die Buchhaltungsregeln für Staatshaushalte halten aber nicht zu einer genaueren Quantifizierung an; man muss sie nicht einmal „unter dem Strich“ verbuchen, sondern darf sie schlicht weglassen! Genausowenig ist es notwendig, dass den Versprechungen ökonomisch greifbare Rückversicherung gegenübergestellt werden müssen. Ein verbaler Revers genügt sozusagen. Der Schuldner Staat profitiert von der „Wohltat“, dass diese Ausstände nicht über den Finanzmarkt finanziert werden müssen. Somit gibt es für diese Art Vulkane leider auch keine Marktwerte à la CDS.

Es ist somit für das Individuum nicht möglich, eines seiner wesentlichsten Lebensrisiken, nämlich die Wahrscheinlichkeit der Begleichung seiner Alters- und Gesundheitsvorsorge, ökonomisch sinnvoll zu versichern. Das ist in hohem Masse ungerecht und unsozial, ja, wie der verbotene Leerverkauf im eigentlichen Sinne des Wortes „unsittlich“: Es entspricht dem Wegzugs-

verbot für Pompejaner. Für die Allgemeinheit fehlen mangels Absicherungsinstrumenten die Informationen über das mutmassliche Ausmass der sich anbahnenden Katastrophe.

Wenn es *eine* Finanzinnovation gäbe, die für die nächsten Jahrzehnte in hohem Masse sinnvoll wäre, dann bestände sie in einer Art Kreditrisikoversicherung für die individuelle Vorsorge, insofern keine Kapitaldeckung vorgesehen ist (und unter der Voraussetzung, dass diese Kapitaldeckung nicht durch einen Federstrich des Gesetzgebers modifiziert, reduziert oder gar eliminiert werden kann). CDS für Private – angesichts der drohenden Demographiefalle in Europa dürfte es an Kundschaft nicht fehlen. Ob sich Gegenparteien finden würden, welche das Risiko tragen wollten, steht auf einem anderen Blatt. Aber für die „normalen“ CDS gibt es sie ja auch!

### **8. Gründe für ein wenig mehr Optimismus**

„Einpreisen“: dieses nicht sehr schöne Wort drückt aus, worum es letztlich geht. Die Existenz von Vulkanen kann man nicht aus der Welt schaffen. Dem Einzelnen ist es auch verwehrt, an der Wahrscheinlichkeitsschraube von Eruptionen zu drehen. Wenn schon, dann wäre es bei unseren anthropogenen Vulkanen ein grösseres Kollektiv, das zur Besinnung kommen müsste. Illusionen über die Ungefährlichkeit, übertriebene Ängste vor vermeintlichen Problemen, zu frühe oder auch zu späte Erkenntnis – wenn ein Mechanismus vorhanden ist, welcher dem gegebenen Erkenntnisstand einen jeweiligen Preis zuordnet, dann ist auch dafür gesorgt, dass die notwendigen Wertberichtigungen nicht aufgeschoben werden. Aufgeschobene Wertberichtigungen sind aber just die Ursachen für zu tiefes Wachstum, weil Angst herrscht, oder für Krisen, weil man sich zu lange auf eine lineare Fortentwicklung des Gehabten verliess.

Wir haben zu Beginn dieses Kommentars die Gefahren einer in Depression endenden Deflationsspirale verneint. Dies hauptsächlich mit dem Argument, dass weder der Unternehmenssektor noch die Konsumenten fixen Produktions- oder Konsumformeln unterworfen sind, sondern sich laufend anpassen können. Wir meinen sogar, angesichts der unerhörten Produktivitätsgewinne sowohl bei Unternehmungen als auch auf Stufe der Individuen von einer Art „guten Deflation“ reden zu können. Die vielfältigen Stimulierungs-

versuche, welche offensichtlich wenig bewirken, aber viel kosten, erachten wir als kontraproduktiv, die makroökonomischen Rahmenbedingungen deshalb als belastend. Dem stellten wir drei Silberstreifen am Horizont gegenüber: Erstens die offenkundig stabile Situation im Unternehmenssektor, zweitens das um eine Vervielfachung seiner Möglichkeiten reicher gewordene Individuum, drittens den Umstand, dass die Welt im Umgang mit den nunmehr sattem bekannten Grösstrisiken überschuldeter Staaten zu leben lernen. Wesentliche voraussichtliche Verluste werden mehr und mehr eingepreist. Auf dieser bereinigten Grundlage lässt sich nicht nur leben, sondern durchaus auch wieder etwas Hoffnung schöpfen.

Wenn dieser – wohlverstanden vorsichtige! – Optimismus nicht ganz ungerechtfertigt ist, dann meinen wir, dass sich die Bewertungen von Aktien aufgrund der gehabten Krise eher am unteren Anschlag bewegen. Kaum eine der üblicherweise verwendeten Verhältniszahlen (Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Preis-/Buchwert-Verhältnis usw.) weist auf eine dramatische Überbewertung hin. Viele Anleger sind der aufreibenden Auf und Ab des Jahres 2010 offensichtlich überdrüssig geworden. Wir wiederholen deshalb unsere Empfehlung, anstelle der höchstbewerteten Obligationen die strategische Position von Aktien zu erhöhen, zumal die Dividendenrendite in vielen Fällen weit über den Coupons liegt, welche man für Bonds noch erhält. Trotz weiterhin bestehender Währungsrisiken – weder der Euro noch der US Dollar sind appetitanregend – raten wir im Aktienbereich zu breitgestreuter globaler und sektorieller Diversifikation, denn gute und preiswerte Aktien kompensieren erlittene Währungsverluste meistens relativ zügig.

Deflation? Lassen wir uns nicht dazu verleiten, diesem von interessierten Politikern emporstilisierten Unwort zu viel Bedeutung beizumessen und dabei zu vergessen, dass die Welt daran ist, auf breiter Basis produktiver zu werden. Daran und nicht an der Finanzierung dekadenter westlicher Staatsapparate sollten wir beteiligt sein!

KH, 4.10.2010