

Vermeintliche und wirkliche Gefahren

1. Tektonische Verschiebungen

Wenn apokalyptische Geschehnisse stündlich neue und noch schlimmere Bilder des Grauens auf die Bildschirme katapultieren, dann ist – für eine gewisse Zeit wenigstens – dafür gesorgt, dass sich die Welt uns so darstellt, wie sie eben ist: ziemlich gefährlich. Unsere Vorliebe für Normalität möchte Extremereignisse selbstverständlich lieber ausblenden. Dazu kommt, dass Seltenes, aber Bedrohliches sich dem Denken des Mainstreams entzieht. Denn der Mainstream mit seinen unzähligen Gefolgsleuten verfügt nicht über genügend Phantasie, angeblich Unvorstellbares in seine Zukunftsszenarien einzubauen. Die unser Wohlbefinden bewirtschaftenden Funktionsträger der Vorsorgegesellschaft werden nicht müde, in fortgesetzter Schönrederei Normalität zu zelebrieren, sogar dann noch, wenn die Atommeiler schmelzen. Die Peinlichkeit solcher euphemistischer Gesellschaftssteuerung wird nur noch übertroffen vom Geschnatter sogenannter Experten, die vorher nichts gesehen haben, nachher aber alles erklären wollen.

Es sind drei tektonische Verschiebungen, die derzeit gefährlich erscheinen und uns deshalb beschäftigen müssen: Vorab das in der Tat auf erhöhte tektonische Spannungen zurückzuführende Erdbeben im Osten Japans mit seinen unabsehbaren Folgen im Bereich der Nukleartechnologie; zweitens die politischen Umwälzungen im arabischen Raum, die zwar durch die Ereignisse in Ostasien von den Bildschirmen von CNN und den Frontseiten der Zeitungen etwas verdrängt worden sind, an tatsächlicher Brisanz aber nichts eingebüsst haben; drittens die vorsichtige Annäherung der Europäischen Union beziehungsweise der Euro-Zone an eine Lösung des Schuldenproblems verschiedener Mitgliedsländer. So unterschiedlich die Fragestellungen auch aussehen mögen, bestehen doch auch Gemeinsamkeiten: In allen drei Fällen können Erfahrungswerte aus der Vergangenheit kaum weiterhelfen. Vorstellungskraft ist gefragt. Insgesamt stehen wir, es sei zugegeben, vor grossen Unbekannten. Kein Wunder, zeigen sich die Fi-

nanzmärkte, allen voran die empfindlichen Aktienbörsen, derzeit von der sehr nervösen Seite.

So wissen wir überhaupt nicht, wie die während nunmehr bald zwanzig Jahren von Wachstumsfreude und Zukunftsglauben abgekommene japanische Wirtschaft und Gesellschaft auf die realen Schocks von Erdbeben, Tsunami und Atomverseuchung reagieren werden. Beides ist denkbar: definitives Erlahmen, Unfähigkeit zur Bewältigung der Schläge, unproduktiver Zwist innerhalb der ohnehin obsoleten *Classe politique*, Abgleiten in depressive Gefühle und Haltungen – oder aber Aufbruchstimmung, Stolz über die grossartigen Leistungen von Rettungskolonnen, Nukleartechnikern, tapferen Überlebenden in den betroffenen Regionen, Erneuerung der gesellschaftlichen und politischen Eliten, Bereinigung der unnötigen Schiefelage des japanischen Haushalts. Japan verfügt gewiss über genügend Ressourcen, um die Schocks zu bewältigen. Dem Land, das sich nach dem Zweiten Weltkrieg und nach Hiroshima und Nagasaki zu einer der wichtigsten Wirtschaftsmächte der Welt aufgeschwungen hatte, könnte sich nun eine zweite Chance eröffnen. Unser vorsichtiger Optimismus nährt sich aus der Kombination kulturgegebener zäher Leidensfähigkeit und der Möglichkeit, dass die Ernsthaftigkeit und das Ausmass an Herausforderungen zu jener gesellschaftlichen Entkrustung führen könnte, derer Nippon seit langer Zeit geharrt hat.

Auf die Frage, ob sich nach den verschiedenen Aufständen im arabischen Raum – beziehungsweise dort, wo die früheren Regimes tatsächlich und nachhaltig abgesetzt werden – so etwas wie eine offenere Gesellschaftsordnung einstellen könnte, antworten viele Kenner dieser Länder mit ziemlich resigniertem Achselzucken: wohl kaum. Viel wahrscheinlicher sei, dass die bisherigen durch nächste Despoten abgelöst würden. So habe es sich in der Geschichte immer verhalten, und es gebe kaum Gründe, weshalb sich das grundsätzlich ändern sollte. Das tönt zwar plausibel und ziemlich hoffnungslos, ist möglicherweise aber auch falsch. Denn im Gegensatz zu vielen früheren Aufständen, Revolutionen und Militärputschs fehlen der panarabischen Bewegung von 2011 die Elemente von übersteigertem Nationalismus oder religiösem Ei-

fer. Es werden keine amerikanischen oder israelischen Flaggen verbrannt. Vielmehr steht schlicht das Bedürfnis im Vordergrund, das Joch der Obrigkeit abzuschütteln und individuellen Wohlstand schaffen zu können. Der Taxifahrer von Kairo und der Friseur von Tunis und die Studentin aus Benghasi, durch stark gestiegene Nahrungsmittelpreise in ihrer Existenz bedrängt, sind diesmal wichtiger als irgendwelche Verkünder politischen oder religiösen Heils. Selbstverständlich wäre es haltlos, in die Aufstände von 2011 eine Hinwendung zu Individualrechten und Freiheit hineinzupretieren. Wunschdenken ist ein schlechter Ratgeber. Aber in einer Zeit von Google, Wikipedia und Facebook verlaufen gesellschaftliche Prozesse auch und gerade in autokratischen Gesellschaften offenbar nach neuen Mustern. Der Westen sieht sich vor das delicate Problem gestellt, dass die so bewährte Partnerschaft mit eher unappetitlichen Regimes und Königshäusern (wo sich über 70 Prozent der globalen Erdölreserven befinden) zum Auslaufmodell zu werden droht. Was das angesichts der Abhängigkeit der Industrienationen vom Erdöl alles bedeuten könnte, kann nicht einmal erahnt werden.

Auf den dritten Themenkreis, die Bewältigung der Staatsschuldenkrise durch die Europäische Union, wollen wir in der Folge näher eingehen. Denn bei allem Respekt vor den offenkundigen Gefahren, welche vom Japan-Desaster und von den kriegerischen Handlungen im Mittelmeer ausgehen – dieses *endogene Problem*, das wohl für noch lange Zeit das globale Finanzsystem in Atem halten wird, darf nicht einfach ausgeblendet werden! Fast ein wenig im Abseits der öffentlichen Wahrnehmung fand am 11. März 2011 ein informelles Gipfeltreffen der EU-Regierungschefs zu besagtem Thema statt. Die Aufstockung der theoretischen 440 auf praktische 440 Milliarden Euro für die europäische Stabilisierungsfazilität wurde als wesentlicher Durchbruch zur Lösung der anstehenden Probleme gefeiert, obwohl noch unklar ist, woher das zusätzliche Geld kommen soll. Am 15. März befand die Ecofin, das heisst die Konferenz der Wirtschafts- und Finanzminister der EU, über den künftigen Umgang mit Schuldnerstaaten, mithin über eine Nachbesserung des Maastricht-Vertrags. Bis zum 25. März sollen alle Teilpakete des europäischen Stabilisierungsprogramms unter Dach und Fach gebracht werden. Problemlösung bis zum Monatsende ist also angesagt. Wenn es sich tatsächlich um eine „Lösung“ handeln würde, dann müsste wahrlich gefeiert werden. Geht Europa in die richtige Richtung, ist eine tektonische Verschiebung mit positiven Auswirkungen wahrscheinlich? Grund genug, näher hinzuschauen.

2. Euro-Zone: drei grosse Herausforderungen

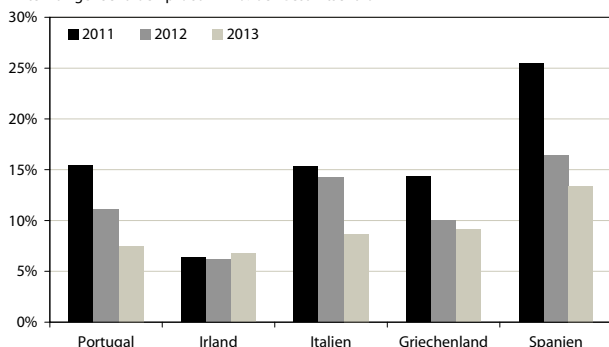
Bevor über allfällige oder tatsächliche Lösungen geschrieben werden kann, müssen vorab die Probleme noch einmal skizziert werden. Vor knapp einem Jahr, als mit Griechenland das erste Land der Eurozone in die Ungunst der Märkte geriet, versuchten wir, die Finanzierungsproblematik für europäische Staatsschulden in ihrer Gesamtheit zu erfassen. Die damals von Brüssel kolportierten 45 Milliarden Euro erachteten wir als deutlich zu tief, vergleichbar mit den Schätzungen des damaligen US-Schatzkanzlers Henry Paulson und des immer noch amtierenden Fed-Gouverneurs Ben Bernanke, die 2007 den Umfang der Subprime-Krise mit 50 Milliarden US-Dollar krass unterschätzt hatten. Daraus wurden dann rund 2'000 Milliarden Dollar. Schönrederei gehört offenbar zwingend zum Erwartungsmanagement in der Krise. Nun, die zu Beginn der Euro-Zonen-Krise von uns veranschlagte, aus den angekündigten Rettungspaketen hochgerechnete Summe von etwa 1'000 Milliarden Euro für alle PIIGS-Staaten (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien) zusammen scheint nach wie vor realistisch zu sein. Wie ist die Zahl einzuordnen?

Schauen wir zunächst einmal auf die Positionen. Die definitiv bekannte Gesamtschuld aller Länder der Euro-Zone per Ende 2009 betrug rund 7'000 Milliarden Euro. Auf die mit dem besten Kreditrating versehenen Länder Deutschland, Finnland, Frankreich, Luxemburg, Niederlande und Österreich entfällt gut die Hälfte. Der „Mittelbau“ wird von relativ kleinen Volkswirtschaften wie Slowakei, Slowenien, Zypern, Malta und – mit einigen Fragezeichen bezüglich Bonität – Belgien gebildet. Der grosse Rest der Verschuldung in der Höhe von etwa 2'900 Milliarden Euro lastet auf den besagten PIIGS-Staaten.

Verschuldung ist nicht gleich Verschuldung. Wichtig ist vielmehr die Fälligkeitsstaffelung. Wenn sehr hohe Schulden sehr kurzfristig finanziert sind, muss der Schuldner häufiger nach Gläubigern suchen; insofern ist er auf Gedeih und Verderb von der Verfassung des Kapitalmarkts abhängig. Aus unterschiedlichen Gründen ist die Finanzierung kurzfristiger Fälligkeiten für einige der PIIGS-Staaten prekär. Griechenland (aktuell mit 129 Prozent vom BIP verschuldet) leidet unter seiner angeschlagenen Glaubwürdigkeit und einer fahrlässigen Verkürzung der Fälligkeiten, Irland (67 Prozent) und Spanien (53 Prozent) unter dem Finanzierungsbedarf des aus dem Ruder gelaufenen Bankensystems. Portugal (74 Prozent) kann sich knapp über Wasser halten; einzig Italien (114 Prozent) ist in der Lage, seine rekordhohen Schulden dank soliden Quellen im Inland erstaunlich schlank zu finanzieren.

Heikel: die kommenden Jahre

Anteil fälliger Schulden pro Jahr in % der Gesamtschuld



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Verschuldung ist nicht gleich Verschuldung. Entscheidend ist vielmehr, welcher Art die Volkswirtschaft und die staatliche Struktur sind, die hinter der Verschuldung stehen. Wie ein treuer Leser unseres Anlagekommentars kürzlich an einer Tagung in München zurecht bemerkte, war Deutschland am Ende des Zweiten Weltkriegs sozusagen schuldenfrei, lag aber zerstört am Boden. Heute ist es zwar mit rund 70 Prozent vom BIP ebenfalls recht hoch verschuldet – aber welche intakte Wirtschaftskraft steht diesem Sachverhalt entgegen! Und, immer *cum grano salis* gesprochen, welche intakte Kohärenz der deutschen Zivilgesellschaft! Deshalb gilt es, mit apokalyptischen Vorhersagen aufzupassen. Was Griechenland fehlt, ist beides: Wirtschaftskraft und Disziplin, auch wenn nun endlich auf äusseren Zwang hin gespart wird. Wenn die Finanzierungskosten für ausstehende Schulden mangels Glaubwürdigkeit so hoch ausfallen, dass die Wirtschaftskraft selbst bei bestem Willen nicht ausreichen würde, um sie zu bedienen, dann ist man pleite. Nach wie vor vermuten wir, dass Griechenland weit hinter dieser roten Linie steht, oder anders gesagt, dass die Lösung der Finanzierungsfrage nicht hinreichend ist.

Worin liegt insgesamt nun also das Problem der Euro-Zone? Es ist unseres Erachtens dreigeteilt. Unmittelbar am drängendsten ist selbstverständlich die angesprochene *Finanzierungsfrage*. Wenn allerdings die Vehikel, welche die EU zu diesem Zwecke eronnen hat, ein zu kleines Schnittmuster aufweisen, dann wird das Thema der drohenden Zahlungsunfähigkeit am Markt zwangsläufig wieder aktuell. Werden sie zu grosszügig ausgestattet, gefährden sich die „Sponsornationen“ dagegen selber. Eine Zwickmühle! Teil zwei der Gesamtsproblematik betrifft die Prozesse, wie für die verschiedenen Schuldernationen wieder *Glaubwürdigkeit* gewonnen werden könnte. Weil Marktkräfte Erwartungen reflektieren, beeinflussen die diesbezüglichen Lösungsideen auch den Erfolg der Finanzierungsversuche; ein zeitlicher Aufschub („darüber kann man dann später noch reden“) wäre gefährlich. Wie

sollen die Mitgliedsländer künftig zu einem Gleichgewicht zwischen ihrer jeweiligen Leistungsfähigkeit und einer noch tragbaren Verschuldung finden? Beziehungsweise vielleicht zu ihrem Glück gezwungen werden? Teil drei der EU-Schuldenproblematik wäre schliesslich, falls Teil 1 und 2 nicht innert nützlicher Frist und befriedigend gelöst würden, die Frage, wie sich die leistungsfähigeren Länder gegen die Infektionen aus Süden und Westen schützen könnten. Das Thema ist *tabu*. Unglücklicherweise hat Brüssel aus der Schuldenkrise einer Anzahl von Euro-Ländern eine Schicksalsfrage für den Bestand der Union gemacht. (Sarkozy: „The Euro is Europe.“ Barroso: „We will defend the Euro, whatever it takes.“) Dieses Junktim ist hoch riskant. Ob die „Übung“ gelingen wird, ist nämlich noch alles andere als gewiss.

3. Stabilitätsfonds: hochkomplex. Und zu klein?

Es steht ausser Frage, dass sich die zuständigen Gremien der EU, allen voran die EU-Kommission, die Europäische Zentralbank (EZB) und die Regierungschefs der Mitgliedsländer, des Ernstes der Lage bewusst sind. Der Monat März dieses Jahres soll die entscheidenden Schritte bringen. Den Anfang machte besagte Konferenz vom 11. März. Dabei ging es um die vordringliche Finanzierungsfrage. Man will sie mit einem Gemeinschaftswerk, der „European Financial Stability Facility“ (EFSF) lösen. Diese wiederum ist Teil eines ganzen Stabilitätspaketes, das zusätzlich den „European Financial Stabilisation Mechanism“ (EFSM) und den Internationalen Währungsfonds (IMF) umfasst. Der EFSM, allen 27 EU-Mitgliedsländern (also beispielsweise auch Ungarn) zur Verfügung stehend, verfügt über 60 Milliarden Euro.

Die EFSF ist eine Art Special Purpose Vehicle, also ein SPV, wie wir es aus dem Vorfeld der Finanzkrise als Anhängsel einiger Gross- und Investmentbanken kannten, mit einer gewissen Eigenständigkeit ausgestattet und als solches in der Lage, sich über die Ausgabe von Schuldtiteln am Markt zu finanzieren. Zu diesem Zwecke greift es auf Garantien der Länder der Euro-Zone zurück; der wichtigste Beschluss der Regierungskonferenz liegt in der definitiven Festsetzung der Höhe dieser Garantien – 440 Milliarden Euro. Der IMF seinerseits hat für europäische Finanzierungszwecke maximal 250 Milliarden zugesagt.

Kernstück des Pakets ist offensichtlich das Special Purpose Vehicle EFSF. Es lohnt sich, das Ding ein wenig näher zu analysieren, denn es stellt ein völlig neues Element im europäischen Zusammenwirken dar. Die Garantien werden gemäss einem „EFSF-Framework Agreement“ unter den Mitgliedsländern der Euro-Zone gemäss einem speziellen Verteilschlüssel, der sich seinerseits an den EZB-

Anteilen orientiert, gestellt. Dies bedeutet, dass Deutschland mit 27 Prozent oder knapp 120 Milliarden, Frankreich mit 20 Prozent oder rund 90 Milliarden sowie Italien (!) mit 18 Prozent oder knapp 80 Milliarden zu den wesentlichsten Stützen des Fonds gehören. Die 440 Milliarden an Garantien stehen als Hinterlage zur Schuldenfinanzierung von Ländern, die danach begehren, allerdings nicht in vollem Umfang zur Verfügung. Aus naheliegenden Gründen – es geht ja um die Finanzierung von risikanten Schulden! – wurde zunächst ein Puffer (in der Fachsprache: Überkollateralisierung) von rund 20 Prozent eingebaut. Die verbleibenden 352 Milliarden müssen sodann noch um 16 Milliarden der bisher anfragenden und damit als Garanten ausfallenden Länder Griechenland und Irland reduziert werden. Von den resultierenden rund 340 Milliarden fallen sodann die Gebühren (1/2 Prozent) sowie eine Risikomarge von voraussichtlich 3 Prozent oder etwa 12 Milliarden Euro weg; schliesslich muss die EFSF einen Teil seiner Mittel diversifiziert in Triple-A-Anlagen halten, um selber seine Kredit höchstnote sicherzustellen. Gemäss Standard & Poors beläuft sich dieser Betrag auf knapp 80 Milliarden Euro, sodass am Ende von den 440 Milliarden Euro höchstens noch deren 250 als effektive Finanzierungsmittel für europäische Problemlationen zur Verfügung stehen.

Die Komplexität des Vehikels beziehungsweise die vielfältigen Sicherheitsvorkehrungen, welche dieses gegen eine allfällige Schräglage schützen sollen, sind ambivalenter Natur. Dass alles daran gesetzt wird, den Fonds vor einer Destabilisierung zu schützen, ist begreiflich und anzuerkennen. Denn das wäre ja dann wirklich der fast zwangsläufig letale EU-Super-GAU – wer in der Welt wollte oder könnte die EFSF noch schützen? Dass man alle Massregeln ergreift, um ihn mit dem höchsten Rating auszustatten, ist gewiss ebenfalls sinnvoll, denn sonst würden die Finanzierungskosten zu hoch ausfallen. Die Bemühungen um so viel Sicherheit haben aber ihren Preis: Es bleibt relativ wenig übrig, was zur Finanzierung angeschlagener Staaten zur Verfügung steht. Wenn wir mit unserer Schätzung von 1'000 Milliarden Euro möglicherweise notwendiger Finanzierungsmittel richtig liegen, dann reichen EFSM, EFSF und IMF trotz allen Anstrengungen nicht, um das Finanzierungsproblem über die nächsten zwei, drei Jahre zu lösen. Gemessen an den ausstehenden Gesamtschulden aller Nicht-Triple-A-Länder der Euro-Zone machen die 250 Milliarden gar nur 10 Prozent aus.

Sodann muss berücksichtigt werden, wie stark die EFSF von Deutschland abhängig ist. Die zahlenmässige Abhängigkeit widerspiegelt sich im Organisatorischen, obliegen doch die meisten operationellen Funktionen einer speziellen „Finanzagentur“ mit Sitz

in Frankfurt, Zahlstelle ist die EZB; das Management der EFSF in Luxemburg umfasst nebst dem CEO lediglich einen Stab von 12 Personen. Die „Finanzagentur“ ist insbesondere für das Risikomanagement zuständig, was im gegebenen Zusammenhang wohl eine Schlüssel-tätigkeit darstellt. Dagegen ist nichts einzuwenden; wer (möglicherweise) zahlt, muss auch befehlen können. Aber man kann es drehen und wenden, wie man will: Ohne Deutschland wird in Europa nichts mehr gehen. Ob Deutschland, ob Europa das erträgt?

4. Stabilitätspakt: tauglich?

Das Teilproblem Nummer 2 besteht, wie gesagt, darin, Verfahren zu finden, wie das Gleichgewicht zwischen der Leistungsfähigkeit einzelner Länder und ihrer Verschuldung wieder herzustellen ist. Normalerweise sorgt dafür eigentlich der Markt. Wenn gewisse Grenzen der Glaubwürdigkeit unterschritten werden, dann erhöhen sich die Risikoprämien für das Eingehen von Schulden. Höhere Finanzierungskosten sind ein probates Mittel, um Verschwendung unter Kontrolle zu halten. Die Obligationenmärkte kommen ihrer Aufgabe zur Disziplinierung von Schuldern mit hoher Effizienz nach. Ein Blick auf die Renditen von Bonds mit beispielsweise zehn Jahren Laufzeit zeigt ein sehr vielfältiges Bild, das sich innert kürzester Frist auch verändern kann. Brasilien, Südafrika, Thailand, Korea, Kroatien, Neuseeland oder Serbien: Sie alle stehen unter schärfster Beobachtung von Marktteilnehmern, die lieber Geld verdienen als verlieren.

In Europa waren die Unterschiede für Risikoprämien zwischen verschiedenen Staatschuldnern während langer Zeit quasi ausser Kraft gesetzt. Obschon im Vertrag von Maastricht ausdrücklich ausgeschlossen, rechnete die Mehrheit der Marktteilnehmer offensichtlich und nachhaltig damit, dass die Eurozone kein Mitgliedsland fallen lassen würde. Diese Annahme erwies sich als richtig, zumindest bis zum heutigen Zeitpunkt. Finanzierungsvehikel wie die EFSF, ja eigentlich auch der IMF, sollen zwar „lediglich“ überbrücken. De facto läuft eine Überbrückungshilfe an Schuldner, die pleite sind, aber auf eine Schuldübernahme hinaus. Weiter unten werden wir auf das erstaunliche Phänomen zu sprechen kommen, dass ausgerechnet zu dem Zeitpunkt, so die De-facto-Garantie explizit wird, die Risikoprämien gegenläufig reagieren, währenddem sie in der ganzen, langen Zeit, in welcher man an das Bail-Out-Verbot gemäss Maastricht-Vertrag hätte glauben sollen, praktisch inexistent waren, so dass Länder wie Griechenland oder Portugal sich zu ähnlichen Sätzen wie Deutschland verschulden konnten. Verkehrte Welt!

Nun, die EU-Finanzminister (beziehungsweise vor allem ihr Doyen Wolfgang Schäuble) wissen um die

Gefahren des innereuropäischen Defekts zu tiefer oder inexistenten Risikoprämien. Man möchte nicht in diese alte Welt zurückkehren, weiss aber auch, dass die erfolgreiche Rettung angeschlagener Länder genau in jene Richtung zielen wird. Wenn man den Markt durch fortgesetzte Risikoübernahme grosser und starker Länder zugunsten schwächerer Schuldnerstaaten systematisch ausschalten will, kann man von ihm auch keine disziplinierende Wirkung erwarten. Folglich braucht es einen Ersatzmechanismus. Er heisst „Stabilitätspakt“. Defizitsünder sollen künftig effektiver, das heisst mit deutlich erhöhten Bussgeldern, auf den Pfad der Tugend zurückbeordert werden. „Milliardenstrafen für Schuldensünder“ heisst die Schlagzeile.

Skepsis ist angesagt. Denn erstens ist in diesem Bereich unter den Europäern – in buchstäblichem und übertragenem Sinne – ja niemand ohne Schuld. Sowohl Frankreich als auch Deutschland gehören zu „Schuldensündern“ nach dem Maastricht-Vertrag. Zweitens: Wer wird hier gebüsst? Die Verursacher der zu hohen Defizite? Die dafür verantwortlichen Politiker? Nein, vielmehr der ultimative Bezahler von allem und jedem, was die Politik verursacht, der Steuerzahler nämlich. Drittens: Erfolgt die Busse automatisch oder per Beschluss einer Behörde? Falls Letzteres: von welcher Behörde? Mit welchen Mehrheiten? Viertens: Wird es, wie schon bis anhin, wieder mehr oder weniger lasch auslegbare Ausnahmen für „begründete Fälle“ von Defiziten geben?

Die Europäische Union wird sich entscheiden müssen zwischen einer offenen Ordnung, in welcher über adäquate Risikoprämien die richtigen Disziplinierungsanreize gesetzt werden, und einem Gebilde, das neben „Milliardenstrafen für Schuldensünder“ noch ganz anderes und vor allem viel mehr mit obrigkeitlichen Mitteln durchsetzen muss: die Elimination der Produktivitätsdifferenzen, die Harmonisierung von Steuern und Sozialleistungen und dergleichen mehr. Wenn man sich auf die offene Ordnung zurückbesinnt, müssen sich dann und wann die Risikoprämien durch das tatsächliche Eintreffen von Risiken rechtfertigen. Der Versuch zur Vermeidung der Zahlungsunfähigkeit mit dem Mittel von vorbeugenden Strafen: Das ist letztlich Planwirtschaft. Die Zulassung der Zahlungsunfähigkeit mit Folgen (Risiken!) für die Gläubiger, der berühmte Haircut, die Umschuldung: So liesse sich der Stabilitätspakt vermeiden. Die EU steht an einem Scheideweg wie nie zuvor. Die tektonischen Platten verschieben sich. Je „erfolgreicher“ die Finanzierungübung, desto wahrscheinlicher wird der dirigistische Einheitsstaat. Eine wahrhaft griechische Tragödie.

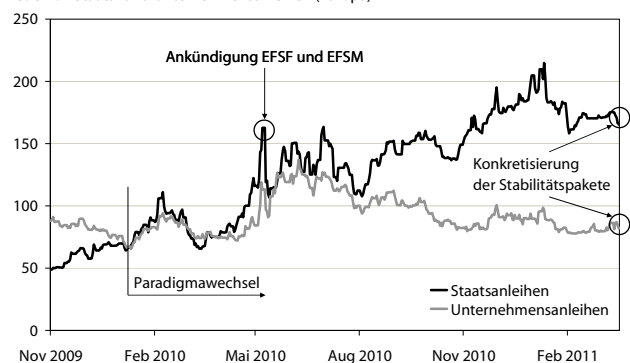
5. Was glauben die Märkte?

Glauben kann man nicht befehlen. Das gilt nicht nur für das Individuum, sondern auch für eine unbestimmte Vielzahl von Individuen, wenn sie beispielsweise die Preise an den Märkten bestimmen. Wie gesagt: Während langer Zeit, als laut Maastricht-Vertrag genau das Gegenteil hätte geglaubt werden müssen – dass nämlich kein Land der Euro-Zone mit einer Rettung durch die anderen rechnen darf – glaubte diese Vielzahl an den ultimativen Garanten Europa. Die Zinsdifferenzen zwischen Ländern unterschiedlicher Schuldnerqualität waren tief, sozusagen vernachlässigbar, die Finanzungsverhältnisse für Länder mit fragwürdiger Fiskalpolitik geradezu paradiesisch. Mit der Euro-Zone, die mit respektablem Erfolg die neue Währung eingeführt hatte, verband sich im Markt die implizite Vermutung, dass „die es schon irgendwie richten werden“.

Solche *impliziten Grundvermutungen* bestimmen viele Marktpreise; wir werden dem Phänomen im folgenden Abschnitt 6 noch etwas nachgehen. Zunächst aber soll aufgezeigt werden, dass bezüglich Europa beziehungsweise der derzeit in erster Linie interessierenden Problemländer die Vermutung, dass es „die schon irgendwie richten werden“, seit geraumer Zeit ausser Kraft gesetzt worden ist. Der Paradigmawechsel erfolgte im Januar 2010. Die nachfolgende Grafik, die wir nicht zum ersten Mal im Kommentar veröffentlichen, sondern mit Absicht laufend nachführen, zeigt dieses höchst erstaunliche Phänomen deutlich auf.

Verkehrte Welt – oder gerade nicht?

CDS von Staats- und Unternehmensanleihen (Europa)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Als Messgrösse dienen die Preise für sogenannte „Credit Default Swaps“ (CDS), die von politischer Seite zeitweise verteufelten Finanzinstrumente zur Absicherung des Konkursrisikos von Schuldern. Es gibt sie für Gegenparteien aus der Privatwirtschaft, Industrieunternehmen etwa oder Banken und Versicherungen, sie existieren aber auch für öffentliche Schuldner wie Staaten. Ökonomisch erfüllen sie eine ähnliche Funktion wie eine Brandversicherung, die Kontrakte sind jedoch handelbar.

Das bedeutet, dass man anhand der laufend zustandekommenden Preise die momentane „Brandgefahr“, das heisst das Konkursrisiko von Schuldern, unmittelbar ablesen kann.

An der Grafik kann man sich insofern kaum sattsehen, als – aus unserer Sicht zum ersten Mal in der Geschichte – die Konkursrisikoprämien für private Schuldner unter jene von öffentlichen Schuldnern gefallen sind. Die Wahrscheinlichkeit wird höher eingestuft, dass jene, welchen lediglich das Instrument der laufenden Erarbeitung von Cash Flow zur Verfügung steht, eher zahlungsfähig bleiben oder werden als jene, die unter Zwang Steuern und Gebühren eintreiben können. Das ist schon als solches bemerkenswert. Es handelt sich nicht um eine vorübergehende statistische Anomalität. Denn seit nunmehr 14 Monaten einigt sich eine Vielzahl von Individuen, von denen keines Geld verlieren möchte, auf solche Gleichgewichtspreise.

Noch bemerkenswerter ist, wie wenig alle Rettungs- und Stabilitätsbemühungen in der Euro-Zone bewirken. Weder die Ankündigung der Stabilisierungsfazilitäten im Mai 2010 noch ihre Konkretisierung vor Wochenfrist brachten eine Trendwende. Wenn man die CDS-Prämien in die Einschätzung der Konkurswahrscheinlichkeit umsetzt, dann ergibt sich ein nach wie vor erschütterndes Bild. In der nachfolgenden Tabelle wird die aktuelle kumulative Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit einzelner Schuldnerländer innerhalb der kommenden fünf Jahre wiedergegeben, wobei eine Konkursdividende von 40 Prozent unterstellt wird.

Was die CDS-Prämien wirklich bedeuten

	CDS	Konkurswahrscheinlichkeit
Portugal	500	36%
Irland	590	41%
Italien	155	13%
Griechenland	965	57%
Spanien	215	17%
Deutschland	44	4%

Quelle: Bloomberg

Im Ergebnis bedeutet das nichts anderes, als dass eine Vielzahl von Individuen im Markt derzeit alles Andere als glaubt, dass „die es schon irgendwie richten werden“. Die implizite Grundvermutung der unbeschränkten Leistungsfähigkeit und -willigkeit eines ultimativen Garantiegebers hat sich verflüchtigt; die Märkte haben das Eintreffen des Risikos eingepreist. Nicht nur die CDS-Prämien, sondern auch die (bedeutend liquideren) Obligationenmärkte vermitteln ein analoges Bild: Der Zehnjahres-Griechenland-Bond notiert nach wie vor bei knapp 70 Prozent oder einer Rendite von 12 Prozent, Spanien muss für die gleiche Laufzeit gut 5 Prozent, Irland 9 Prozent bezahlen.

Die Ironie der Situation liegt darin, dass es aufgrund dieser Marktkonstellation *keinen günstigeren Zeitpunkt* für die Europäische Union gäbe, das zu vollziehen, was zur künftigen Disziplinierung von Schuldnern und zur adäquaten Erwartungsbildung von Gläubigern notwendig wäre: die Risiken eintreffen zu lassen! Es ist ganz offensichtlich, dass die Umschuldung, das heisst das geordnete Verfahren zur Bewältigung der Zahlungsunfähigkeit, *vom Markt* schon weitgehend *vollzogen* worden ist. Gewiss, in den Bilanzen von einigen ganz- oder halb- oder gar nicht privatwirtschaftlichen Banken ergäbe sich noch Bereinigungsbedarf bei den Bewertungen. Aber auch hier gilt: Die Fehlbewertung steckt nur in den Buchhaltungen, durch die Märkte ist sie derzeit jedoch mit hoher Wahrscheinlichkeit schon eingepreist! Folglich würde es ja lediglich noch darum gehen, die notwendigen Impairments und Strukturbereinigungen mit den durchaus vorhandenen Instrumenten von Notenbank und Aufsicht zu vollziehen. Wie gesagt: Einen günstigeren Zeitpunkt wird es kaum mehr geben.

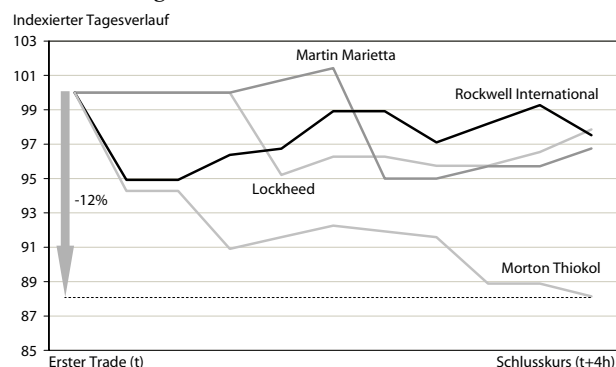
6. Sind denn die Märkte effizient?

Nun werden die Marktskeptiker einwenden, die jahrelange Fehlbeurteilung der „No-Bailout“-Klausel im Maastricht-Vertrag beweise ja gerade, wie ineffizient, ja falsch die Märkte in ihrem Urteil liegen. Deshalb wäre es fahrlässig, einen politischen Vorgang auf Signale abzustützen, welche sich aus dem sich laufend irrenden Markt ergeben. Hinter einem solchen Urteil verbirgt sich eine tiefe Fehleinschätzung dessen, was Märkte sind und was sie zu leisten vermögen. Es liegt ja geradezu im Wesen gleichgewichtig zustandekommender Preise, dass mit laufendem Versuch und Irrtum jene Grenze ertastet wird, welche der jeweiligen Perzeption von Wirklichkeit am nächsten kommt. Markt ist fortgesetzter Irrtum – oder noch richtiger: Markt ist *fortgesetzte Bewältigung von Irrtum!*

Es gibt eine Vielzahl von Untersuchungen, die aufzeigen, wie effizient die Märkte mit sich neu einstellenden Informationen – gleichbedeutend mit der Bereinigung früher als richtig erachteter Wahrnehmung – umgehen können. Die Preisfindung nach Eintreffen eines Unglücks oder einer Katastrophe erfolgt unglaublich schnell und zielgenau. Mancher Leser mag sich noch an den Absturz der Raumfähre Challenger im Jahr 1986 erinnern. Untersuchungen ergaben, dass es nur wenige Stunden brauchte, bis am Aktienmarkt jene Unternehmung abgestraft wurde, welche zum Unglück wesentlich beigetragen hatte: Die Firma Morton Thiokol. Sie hatte der NASA die Ventile geliefert, deren Dichtungsringe in der Kälte versagten. Die nachfolgende Grafik zeigt auch auf, dass die „unschuldigen“ Unterneh-

mungen Lockheed, Martin Marietta und Rockwell recht rasch aus dem Verdacht entlassen wurden.

Neubewertung innert Stunden



Quelle: Maloney & Mulherin (2003). The Complexity of Price Discovery in an Efficient Market: The Stock Market Reaction to the Challenger Crash. *Journal of Corporate Finance*, p. 453 - 479
Bemerkung: Grafik beruht auf den zehn grössten Trades nach dem Crash sowie dem Schlusskurs am Handelstag des Unglücks.

Die Abstrafung von Morton Thiokol traf nicht nur den Richtigen, sondern war auch betragsmässig erstaunlich zielgenau. Der Verlust von 12 Prozent der Börsenkaptalisierung innerhalb weniger Stunden entspricht nämlich ziemlich genau den rund 200 Millionen US-Dollar, welche für die Firma als Verlust zu erwarten waren – für Rechtsstreite, Schadenersatzleistungen, entgangene Gewinne und den Ausschluss aus dem NASA-Programm. Soweit, so gut, was die Markteffizienz betrifft.

Geht man der Angelegenheit nun aber wirklich auf den Grund, dann muss man leider feststellen, dass die zu erwartenden Defekte bei den Ventilen *vor* der Challenger-Katastrophe schon *bekannt* waren! Ingenieure von Morton Thiokol hatten die NASA vor möglichen Undichtigkeiten gewarnt, und korrekterweise hatte die Firma auch den Finanzanalysten zu einem frühen Zeitpunkt reinen Wein eingeschenkt. Weshalb in aller Welt hatten die Märkte diese Information nicht verarbeitet? Weshalb reagierten sie erst nach einer Katastrophe mit hoher Effizienz? Wird die Leistungsfähigkeit von Märkten also doch masslos überschätzt?

Die Antwort muss differenziert ausfallen. So eindrücklich die Bewertungsleistung in der Krise ausfällt, so vorsichtig muss man offenbar sein, wenn diffuse Verhältnisse herrschen, beziehungsweise schlimmer noch, wenn ein alles überstrahlender Mitspieler, im vorliegenden Fall die punkto Professionalität unangefochtene NASA, alle möglichen und denkbaren Probleme in den Schatten stellt. Wir sprachen weiter oben von „impliziter Grundvermutung“, dass „die es schon irgendwie richten werden“. Liegt eine solche implizite Grundvermutung vor, dann haben die Märkte offensichtlich Mühe in der Verarbeitung von Informationen.

Weshalb? Weil sich die Verarbeitung in 99 von 100 Fällen gar nicht lohnt. Denn immer und immer wieder wird die Cassandra Lügen gestraft. Das alles überstrahlende Licht jener Instanz, von der man vermutet, dass „sie es schon irgendwie richten wird“, bewirkt, dass an sich durchaus belangreiche Informationen sehr lange keinerlei Kursrelevanz erhalten. Es lohnt sich für die Marktteilnehmer eher, zu glauben, was andere auch glauben, als Zeit und Geld aufzuwenden zur Gewinnung von Informationen, die voraussichtlich keinen Einfluss auf das Kursgeschehen haben.

In diesem Markt“versagen“ liegt der Stoff für Katastrophen. Man kann die NASA durch Fannie Mae oder Freddie Mac ersetzen, dann hat man jene Instanzen, „die es schon irgendwie richten werden“ und dank derer der amerikanische Immobilienmarkt in unrealistische Höhen getrieben wurde – um dann den Beinahe-Kollaps des weltweiten Finanzsystems und die schlimmste Rezession der Nachkriegsjahre zu verursachen. Man kann die NASA auch durch die Schweizerische Eidgenossenschaft ersetzen, weil man von ihr nämlich vermutete, sie werde es bezüglich Swissair schon „irgendwie richten“. Oder durch die amerikanische Notenbank, von der man die Rettung von Lehman erwartet hätte. Implizite Grundvermutungen für einen alles richtenden Heilsbringer bergen ganz offensichtlich den Stoff für all jene Illusionen, deren Opfer wir und die ganze Welt in den vergangenen Jahren geworden sind. Wir können nicht davon ausgehen, über Marktpreise rechtzeitig mit den richtigen Informationen ausgerüstet zu werden. Wer sich vor Illusionen schützen will, muss selber denken.

Was auffällt, ist der Umstand, dass das beschriebene Markt“versagen“ eigentlich vor allem die *Bewertung* von *öffentlichen Einrichtungen* betrifft. Die NASA, das Fed, die Eidgenossenschaft, die Instanzen der Euro-Zone: in ihrer Leuchtkraft zwar mit unterschiedlicher Intensität versehen, insgesamt aber analoger Natur. Sie alle generieren das Prinzip Hoffnung, sie alle leben vom Prinzip Hoffnung. Falsche, illusionäre Hoffnungen auf ultimative Heilsbringer – mit der diesbezüglichen Preisfestlegung tun sich die Märkte offensichtlich schwer. Immer und immer wieder bricht die Realität erst nach oder mit einer Katastrophe durch.

7. Gefährlich sind nur die Illusionen

Mit dem Stichwort „Katastrophe“ sind wir zur Aktualität zurückgekehrt. Dass es Erdbeben gibt und dass diese verheerende Auswirkungen haben können, war und ist grundsätzlich bekannt. Kein Mensch hätte die Illusion, dass eine irdische Instanz „es schon irgendwie richten wird“. Solide Bauweise und genügend Kapazitäten zur Katastrophenbewältigung sind in gefährdeten Gebieten unabdingbar.

Wenn im aktuellen Fall Illusionen im Spiel waren, dann höchstens in Bezug auf die Kompetenz von Atomexperten und die Qualität der Technologie in der Nutzbarmachung von Nuklearenergie – offensichtlich war und ist auch in diesem Bereich viel Schönrederei im Spiel, um die eben doch nicht vernachlässigbar selten auftretenden Grossrisiken zu verniedlichen. Durch die Katastrophe in Japan haben wir in all diesen Belangen einen neuen Kenntnisstand erreicht; die Finanzmärkte haben vermutlich schon einiges davon mit hoher Effizienz verarbeitet, die Bewertungen dürften dementsprechend realistisch sein.

Was den arabischen Raum betrifft, gestaltet sich die Lagebeurteilung etwas schwieriger. Die Annahme, dass quasi für alle Zeiten die Amerikaner in der Lage und willens sein werden, für die halbe Welt die Sicherheit der Ölversorgung zu gewährleisten, ist schon ziemlich wagemutig, oder wenn man will, fahrlässig bis illusionär. Es ist nicht abwegig, in Szenarien zu denken, bei welchen sich die hoffnungslos auf arabisches Öl angewiesenen Nationen (China!) ihren Nachschub selber holen – müssen. Der Preis dafür wäre ein Marschhalt bei der Globalisierung, denn internationale Konflikte sind so vorprogrammiert. Aber auch hier gilt letztlich: So lange reale Schocks nicht auf völlig haltlose Illusionen treffen, werden sich auch diese Auswirkungen auf Weltkonjunktur und Finanzmärkte in Grenzen halten. Förder- und Abnehmerländer werden sich an neue Distributionsmechanismen für Erdöl gewöhnen können; wenn sich die Transportkosten drastisch erhöhen, wird hierzulande die Substitution von Erdöl umso rascher vor sich gehen. Keine Katastrophe.

Eigentlich wären wir drauf und dran gewesen, auch bezüglich der Schuldenkrise in der Euro-Zone so etwas wie Entwarnung zu geben. Denn die illusionslose Preisstellung für CDS beziehungsweise Staatsobligationen durch die Finanzmärkte hat ja mit dem Glauben an den ultimativen Heilsbringer gehörig aufgeräumt. Wir bezweifeln aber, und darin läge eines der Anliegen dieses Anlagekommentars, dass die zuständigen Instanzen die Gunst der Stunde erkennen, die darin läge, innerhalb der Zone für einige Zeit dank real gewordener Risiken für adäquate Risikoprämien zu sorgen. Vielmehr steht zu befürchten, dass mit den Beschlüssen von Ende März mit einer massiven Verwedelungskampagne erneut auf das Prinzip Hoffnung gesetzt und versucht wird, mittels neuer Illusionen vermeintliche Stabilität herbeizuzaubern.

Bleibt, auf jene ultimative Illusion hinzuweisen, welche bis auf weiteres der Einpreisung durch die Finanzmärkte harrt: die *implizite Verschuldung* der westlichen Länder. An einer kürzlich von unserem Bankhaus veranlassten Konferenz für Finanzintermediäre rechnete der in Boston lehrende Ökonom Laurence Kotlikoff den „Fiscal Gap“ der USA vor. Als Finanzierungslücke wird die Differenz zwischen dem Gegenwartswert aller künftigen Ausgaben und allen künftigen fiskalischen Einnahmen bezeichnet. Kotlikoff beziffert sie mit 202'000 Milliarden US-Dollar oder vierzehnmal das amerikanische Bruttoinlandprodukt. Die 9'000 Milliarden ausgewiesener Schulden seien rein willkürlicher Natur, Buchhaltungstricks sozusagen. Die USA seien ebenso pleite wie Griechenland.

Man mag den Professor aus Boston als Schwarzmalder hinstellen. Man mag ihn als Überbringer schlechter Nachrichten nicht mögen. Der Mainstream verfüge über zu wenig Phantasie, um Seltenes, aber äusserst Bedrohliches auszudenken, haben wir zu Beginn dieses Kommentars geschrieben. Die Desillusionierung von Wirtschaft, Gesellschaft und Finanzmärkten bezüglich der effektiv viel geringer als angenommenen Finanzkraft der öffentlichen Hand wäre ein solches seltenes (weil vor sich hergeschobenes und laufend verwedeltes), extrem bedrohliches Ereignis. Dass eine solche Desillusionierung aber eintreten kann, beweist die Preisstellung für europäische Staatsschulden seit Beginn der Euro-Krise. Und dass gerade auch in der Euro-Zone Erschütterungspotential aufgrund verschleierter impliziter Staatsschulden vorhanden wäre, wissen wir eigentlich auch. Wie lange verhalten wir uns wie die Ingenieure der NASA?

Wir bleiben deshalb auch nach kräftigem Durchschütteln der Finanzmärkte gegen Ende des ersten Quartals 2011 dabei, *realwertorientierte Anlagen* zu bevorzugen. Denn am grossen, ultimativen Erdbeben des Einsturzes überschätzter Nominalwerte wollen wir nicht schutzlos teilnehmen. Da ist uns das zeitweise ziemlich ruppige Auf und Ab an den Aktienmärkten deutlich lieber.

KH, 21.03.2011