

## Wenn Eiterbeulen bersten

### 1. Götzen- oder Spiegelbild?

Nicht dem Mammon hätten wir zu dienen, heisst es an berufener Stelle. Gerne möchten wir derzeit beifügen: Der Mammon sollte, wenn schon, dem Menschen dienen! Das ist aber ganz eindeutig nicht der Fall. Seit über einem Jahr reihen sich Krisentreffen von Finanzministern, Notenbankgouverneuren, Ministerpräsidenten aneinander. In immer rascherem Rhythmus werden Verlautbarungen publiziert, offene Briefe von Regierungen an andere Regierungen gesandt, Telefongespräche zwischen höchsten Magistraten geführt – alles mit nur einem Ziel: die Glaubwürdigkeit des Finanzsystems wiederherzustellen, oder, in der Sprache der Involvierten, die Glaubwürdigkeit „zu stärken“. Als gäbe es keine anderen Probleme auf der Welt, als gäbe es auf der Welt keine Chancen wahrzunehmen, dreht sich alles nur noch um das eine Thema, den Götzen Mammon eben.

Gesundbeten und Schönrederei gehört zu diesem Götzendienst. Am Duktus der Rede des amerikanischen Präsidenten Obama nach der Herabstufung der Kreditwürdigkeit seines Landes zeigt sich die gebetsmühlenartige Inhaltslosigkeit deutlich: „Ja, liebe Amerikaner, dass wir ein Problem haben, wussten wir schon lange. Dazu hätten wir keine Ratingagentur gebraucht. Wir haben aber kein Problem, denn wir sind trotz allem eine Triple-A-Nation. Wir haben allerdings ein Problem, aber wir sind in der Lage, es zu lösen. Der Kongress hat sich damit zwar schwergetan und das Problem nur aufgeschoben. Wir werden es aber trotzdem lösen. Deshalb haben wir kein Problem.“ Eine echte Krise – und darum handelt es sich bei den Entwicklungen im Finanzsystem zweifelsohne – zeichnet sich dadurch aus, dass solche Unwesentlichkeiten, auch und gerade wenn sie durch höchste Instanzen geäussert werden, nicht nur keine, sondern negative Auswirkungen nach sich ziehen. Denn die Unwesentlichkeit der Aussage hat entblösenden Charakter. Sie weist auf objektive und subjektive Inkompetenz in der Sache hin.

Längst werden Äusserungen von Regierungschefs verschiedener Güteklasse und verschiedenen materiellen Gewichts – von Herrn Papandreou über die Herren Berlusconi und Sarkozy bis hin zu Frau Mer-

kel und Mister Obama – von den Finanzmärkten nur noch mit einem Achselzucken quittiert oder, eben, sogar höchst ungehalten entgegengenommen. Nicht zu sprechen von allen übrigen sich laufend äussernden Amtsträgern in allen möglichen involvierten Organisationen, angefangen beim nimmermüden EU-Wirtschaftskommissar Olli Rehn über den ungeschickten EU-Kommissionspräsidenten Barroso bis hin zur neuinstallierten IMF-Präsidentin Christine Lagarde, deren ostentatives Lachen die gebeutelten Finanzmarktteilnehmer ganz besonders enerviert. Denn zu lachen gibt es nichts, wenn die Glaubwürdigkeit des Systems und seiner Exponenten dermassen in Frage gestellt ist.

Geld, Spiegelbild unserer realen Welt und unseres realen Wirtschaftens, dazu geschaffen, dass uns der Austausch und die Wertaufbewahrung im realen Leben leichter fallen, ist auf diese eine, einzige Qualifikation angewiesen: Glaubwürdigkeit. Denn Geld darf eben nur *Spiegelbild* sein, nicht mehr, aber auch nicht weniger. Ob, wie von manchen gefordert, mit dem seltsamen Metall Gold hinterlegt, oder, wie es andere als richtig ansehen, durch eine wohlüberlegte, von grösster Unabhängigkeit gekennzeichnete Geldpolitik der emittierenden Notenbank unterlegt, an der Glaubwürdigkeit führt kein Weg vorbei. Wenn nicht mehr geglaubt werden kann, dass für einen Geldschein oder für ein Kontoguthaben oder für den Gegenwert einer Staatsobligation morgen, übermorgen oder in einem Jahr ein Kilo Brot, eine Arztrechnung oder der Erwerb eines Hauses bezahlt werden können, dann hat die Inhaltslosigkeit des Götzen Mammon obsiegt. Das Hauptproblem unserer Zeit liegt aus unserer Sicht genau in der *Verselbständigung der Entität Geld*, die zwingend in der Demaskierung der Inhaltslosigkeit enden muss, im Platzen der Eiterbeule eben.

Es entspricht eigentlich einem Aberwitz, dass man ausgerechnet von den einzigen, die in der Lage sind, das Geldsystem zu unterhöhlen, den Politikern nämlich, Stärkung oder Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit erwartet. Durch ihre Möglichkeit, zur politisch induzierten Schuldenwirtschaft das Geldsystem zu missbrauchen, müssten sie bezüglich Glaubwürdigkeitsproduktion an letzter Stelle stehen. Wer aber wäre an erster Stelle zu nennen? Ganz klar: die Organe der Notenbanken und die Bewirt-

schafter des Geldsystems, die Bankiers, und vielleicht, etwas nachgelagert, die Vertreter der langfristigen Kapitalbindung, die Versicherer. Zur Krise gehört, dass weder Notenbanker noch Banker heute in der Lage sind, Glaubwürdigkeit zu evozieren. Weshalb? Weil sie Teil des politischen Systems geworden sind. Die Stipulation einer TBTF-Vermutung (Too Big to Fail – zu gross, um nicht untergehen zu dürfen) für Banken ab einer bestimmten Grössenordnung und Bedeutung hat diesen an sich privatwirtschaftlich organisierten Teil der Wirtschaft faktisch teilverstaatlicht. In der Finanzkrise von 2008 hat das Bankensystem sein Überschuldungsproblem auf den Staat überwältigt, ist damit nun aber auch Mitverursacher des staatlichen Überschuldungsproblems. Die Notenbanken ihrerseits liessen sich dazu verleiten, unter dem Vorwand einer konjunkturpolitischen Massnahme, nämlich der Liquiditätsschaffung durch Aufkauf eigener Staatsanleihen, „Quantitative Easing“ (QE) genannt, ebenfalls Teil des staatlichen Überschuldungsproblems zu werden. Von den bedeutenden Notenbanken ist in diesem Sinne keine mehr als politisch unabhängig zu taxieren.

Und so tanzen sie nun, die Regierungschefs, die Finanzminister, die Kommissionspräsidenten und -mitglieder, die Notenbankgouverneure, um den inhaltsleeren Götzen und skandieren ihre Stossgebete um Linderung und Selbstheilung – und glauben, dass wir ihnen glauben. Die Krise, die wir derzeit durchmachen, ist identisch mit dem wachsenden Unglauben im Publikum.

## 2. Überschuldung: was nun?

Vermutlich ist es nicht falsch, ein, zwei Schritte zurückzutreten und zu fragen: Worum geht es eigentlich wirklich? Um den Dollar? Um Griechenland? Um französische Banken? Um den Euro? Um die Aktienmärkte? Um die angeblich risikolosen Staatsanleihen? Um die Gefahr einer neuerlichen Rezession? Um die nun in die Jahre gehende Nullzinspolitik (neuer Begriff: ZIRP, „Zero Interest Rate Policy“; ins Vokabular aufzunehmen!)? Um Personen wie Geithner, Trichet oder die lachende Französin? Ja und nein, beziehungsweise: auch. Den Hintergrund bildet aber die an verschiedenen geografischen Lagen und in Institutionen verschiedener Grössenordnung entstandene und angehäufte Überschuldung.

Überschuldung: Wie es das Wort besagt, geht es um ein Zuviel. Verschuldung, Schulden als solche sind nämlich nichts Falsches oder Schlechtes, sondern schlicht eine ökonomische Tatsache und Notwendigkeit. Kapital ist nicht so verteilt, dass es just zum richtigen Zeitpunkt in der erforderlichen Menge dort ist, wo es gebraucht wird. Die Eigentümer von Kapital sind nicht zwingend jene, die dazu persönlich die ökonomisch beste Verwendung finden können. Des-

halb gibt es den ökonomischen Allokationsmechanismus, gibt es Banken und Obligationenmärkte, die sich der Versorgung der Wirtschaft mit Fremdkapital annehmen. Das Aufnehmen beziehungsweise die Hingabe von Fremdkapital basiert auf der Vermutung, dass Rückzahlung und Zinsendienst nicht nur möglich, sondern auch hoch wahrscheinlich sind und dass sie notfalls erzwungen werden können. Von Überschuldung ist zu sprechen, wenn Rückzahlung und Zinsendienst nicht mehr hoch wahrscheinlich oder sogar nach menschlichem Ermessen nicht mehr möglich sind.

Von der Überschuldung zu unterscheiden ist ein Liquiditätsengpass, der, wenn er nicht mit einer Überschuldung verknüpft ist, grundsätzlich durch Zuführung neuer Mittel (etwa durch Verkauf von Teilen der Aktiven oder durch zusätzliche Fremdmittel) gelöst werden kann. Normale, das heisst nicht verengte Verhältnisse an den Finanz- und Kapitalmärkten vorausgesetzt, müsste ein *überschuldungsfreier Liquiditätsengpass* ökonomisch immer eine Lösung finden. Sehr viele der seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 getroffenen „Rettungsmassnahmen“ unterstellen als Hauptmuster einen solchen überschuldungsfreien Liquiditätsengpass und, angeblich, nicht normale Verhältnisse an den Finanz- und Kapitalmärkten. Die von den Notenbanken losgetretenen Liquiditätsschwemmen zunächst zugunsten der Banken, nun der Staaten, entsprechen dem Versuch, die offenbar zu hohe Rigidität und mithin das Versagen der Finanz- und Kapitalmärkte zu kompensieren.

Die aktuelle Krise weist nun aber auf eine andere Einschätzung der Situation durch die Märkte hin. Sie läuft darauf hinaus, dass die Geschichte mit dem überschuldungsfreien Liquiditätsengpass immer weniger geglaubt wird beziehungsweise dass davon ausgegangen wird, in vielen Fällen seien Rückzahlung und Zinsendienst wenig wahrscheinlich oder gar unmöglich geworden. Es geht nun nicht mehr um Banken oder periphere Länder Europas, sondern um Schwergewichte wie Spanien, Italien, gerüchteweise sogar Frankreich. Die graduelle Abstufung umfasst „einigermassen doch noch wahrscheinlich“ (somit noch remedurfähig), „weniger wahrscheinlich“ (aber grundsätzlich noch zu flicken), „ziemlich hoffnungslos“ und „unmöglich“. Oder anders gesagt: Das von ein paar lästigen Kommentatoren seit langem kolportierte Schreckgespenst des Staatsbankrotts auch grosser und gewichtiger Nationen ist plötzlich ein echtes Problem geworden.

Nun, welche grundsätzlichen Möglichkeiten bestehen für Schuldner und Gläubiger in der Situation einer Überschuldung?

Aus unserer Sicht gibt es derer drei, nämlich

- erstens, die Mittelzuführung von dritter Seite, also eine Art „Geschenk“, das durchaus auch mit Auflagen verbunden sein kann – bis hin zu einer Art Eintritt in die Eigentümerfunktion anstelle des Schuldners;
- zweitens, eine Übereinkunft zwischen Gläubiger und Schuldner, bei der ein Teil der Schuld erlassen wird, im Gegenzug Rückzahlung und Zinsendienst wieder möglich und damit auch wahrscheinlicher werden;
- schliesslich drittens, der echte Bankrott mit Zwangsmassnahmen gegenüber dem Schuldner und einem grossen Ausfall beim Gläubiger.

Den drei Verhaltensmöglichkeiten gemeinsam ist, dass sie alle *nicht schmerzlos* sind. Ohne einen Abschreiber in der einen oder anderen Form geht es bei einer Sanierung nicht. Wer das begriffen hat, der weiss auch, weshalb soviel daran gesetzt wird, die Schmerzen nicht entstehen zu lassen und durch Verschleierungsmassnahmen und Aufschiebungstaktik Zeit zu gewinnen. In der Praxis sind Verschleierung und Aufschub kombiniert mit einer homöopathisch dosierten oder schlicht auch verlogenen Überwälzung des Problems auf ein Publikum, das sich kaum wehren kann. Der niederländische Regierungspräsident Mark Rutte wurde vom Parlament aus den Ferien zurückbeordert, weil die Fachleute des Finanzministeriums gegenüber einer parlamentarischen Kommission keine Auskunft darüber geben konnten, ob nun der holländische Beitrag zum europäischen Rettungsplan – immerhin! – 50 Milliarden Euro höher ausfalle oder nicht. Das Publikum hat's gemerkt und ist erbost.

Gewiss, Staatsschuldner sind besondere Tiere. Im Gegensatz zur privatwirtschaftlichen Unternehmung weist ein Staat kein vergleichbares Eigenkapital aus. Eine Überschuldungssituation ist deshalb auch nicht so einfach, das heisst anhand einer Unterbilanz, feststellbar. Es gibt jedoch andere Indikatoren, die auf Missverhältnisse in der Haushaltslage hinweisen, allen voran das Budgetdefizit, also das Ungleichgewicht zwischen Einnahmen und Ausgaben. Oder der jeweilige Schuldenstand im Verhältnis zur Wirtschaftskraft des Landes. Oder die Zinslast im Verhältnis zu den Steuereinnahmen.

In gewisser Hinsicht lebt der Staat auch komfortabel bis ungeniert, weil er einen Teil der eingegangenen Verpflichtungen weder verbuchen noch unterlegen noch am Markt finanzieren muss. Die dadurch entstehende Masse impliziter Schulden, auf die wir im

Kommentar schon verschiedentlich hingewiesen haben, übersteigt die explizite Verschuldung meist um ein Vielfaches und gehört zu den bedrohlichsten Schreckgespenstern, die man zur Beschrei-

bung westlicher Industrienationen an die Wand malen kann. Die Unfähigkeit unserer demographisch herausgeforderten Gesellschaften, keine unerfüllbaren Versprechungen zu generieren, gehört zu den ganz grossen Defiziten unserer Zeit. Auch eine implizite Überschuldung kann nur auf die drei aufgezeigten Arten geregelt werden. Gewiss nicht schmerzlos.

Auf den besonderen Mechanismus des amerikanischen Treasury, sich zu einem grossen Teil anstatt über den Markt über staatsnahe Agenturen zu finanzieren, haben wir ebenfalls früher schon hingewiesen. Er sei lediglich noch einmal in Erinnerung gerufen. Die USA schaffen es auf diese Weise, etwa ein Drittel ihrer rund 14'600 Milliarden expliziten Schulden zu halb impliziten zu machen und sie vom Markt und seinen Kontrollfunktionen fernzuhalten.

Festzuhalten ist schlicht eines: Trotz aller den Staatshaushalten eigenen Spezifika ist die Annahme, es bestehe eine sozusagen unendliche Verschuldungsmöglichkeit, falsch. Staatshaushalte sind weder risikolos noch unbeschränkt. Diese Erkenntnis ist Thema der gegenwärtigen Krise. Das ist so trivial wie schmerzhaft.

### **3. Dekontamination durch Zentralisierung?**

In der Praxis werden die Liquiditätsüberbrückung und die Teilsanierung bis zur Unkenntlichkeit miteinander vermischt. So wurden zum einen von den überschuldeten Nationen unter dem Titel der Überbrückungshilfe für einen teils selbstverschuldeten, teils durch angeblich rigide Märkte hervorgerufenen Liquiditätsengpass Mittel in Anspruch genommen, mit denen laufende Fälligkeiten am Markt abgedeckt werden konnten. Wenn eine solchermassen gespielene Auktion neuer Anleihen „erfolgreich“ verläuft, jubelt man über die „Beruhigung der Märkte und der Anlegerschaft“. Zum anderen wurden im Rahmen derselben Rettungs- bzw. Hilfspakete bereits der Modus 1 und der Modus 2 zur Bewältigung eines Überschuldungspakets in Anspruch genommen, nämlich die „Geschenke“ Dritter bzw. die Übereinkunft zwischen Gläubigern und Schuldnern für einen Teilerlass der Ausstände. So entspricht die „European Financial Stability Facility“ (EFSF) selbstverständlich einer Transferleistung der stabileren gegenüber den weniger stabilen Ländern, indem sie durch ihre Garantiestellung ihre eigene Bonität zur Verfügung stellen und – im Rahmen der Ausfallwahrscheinlichkeiten für die eingegangenen Garantien – ihre eigene Situation, ausserbilanziell zwar, aber das interessiert die Märkte heute nicht mehr, schwächen. So sind die Prämien für die Kreditrisikoversicherung über die letzten Monate auch für qualitativ relativ unangefochtene Schuldnerländer wie Holland oder Deutschland massiv angestiegen. Die von Privatschuldnern geforderte „freiwillige“ Betei-

ligung am Haircut (Schuldenschnitt) für die Schulden europäischer Peripherieländer entspricht dem Anfang einer Übereinkunft nach Modus 2 zwischen Gläubigern und Schuldern, um letztendlich die noch nicht eingestandene Überschuldung zu bewältigen.

Falsche und richtige Remedur in einem intransparenten, durch komplexe Strukturen wie den EFSF überlagerten Gemisch: Ist das zielführend? Nach über einem Jahr anstrengender Versuche, der Staatsschuldenkrise beizukommen, muss man heute klar urteilen: nein. Es ist auch nicht so, dass sich der berühmte „Dominoeffekt“, das heisst die Ansteckung an sich intakter Teile der Eurozone durch die infektiösen Mitglieder, hätte vermeiden lassen. Ganz im Gegenteil. Die krampfhaftige Anstrengung, den Zahlungsausfall und damit die klare, explizite, unfreiwillige Beteiligung des Gläubigers an der Überschuldung zu vermeiden, hat jene zwar (vorderhand) geschützt, geht aber mit dem hohen Preis der Risikoausweitung für das grosse Kollektiv einher. Es geht vor allem um *zwei Brennpunkte*: erstens den besagten EFSF, der so konstruiert ist, dass bei dessen Inanspruchnahme durch ein zusätzliches Schuldnerland die Last für die verbliebenen Länder überproportional steigt. Was für die relativ kleinen Fälle Griechenland und Portugal noch problemlos war, würde sich bei Italien und Spanien zum GAU ausweiten. Italiens Garantiesumme an den EFSF beträgt knapp 80 Milliarden Euro, jene Spaniens gut 50 Milliarden. Der EFSF kann sich zum Spaltpilz für die Eurozone und die EU entwickeln, weil es irgendwann die Garantieländer beziehungsweise deren Bürger mit der Angst zu tun bekommen. Analoges würde für den von französischer Seite vorgeschlagenen „Eurobond“ gelten.

Der zweite Brennpunkt liegt bei der *Europäischen Zentralbank*, die über das Target-2-System, einem Regelungsmechanismus zur Versorgung der Mitgliedsländer und deren Banken mit liquiden Euro, zu einer der wichtigsten Gläubigerinnen für Schulden aus angeschlagenen Ländern geworden ist. Der Ökonom Hans-Werner Sinn bezifferte im April 2011 das EZB-Exposure an fragwürdigen Target-2-Krediten auf netto 455 Milliarden Euro. Durch die jüngsten Beschlüsse und Ereignisse dürfte die Zahl zum heutigen Zeitpunkt deutlich höher liegen. Darüber hinaus tätigt die EZB ohnehin Käufe von Schulden aus den wackligen Mitgliedsländern. Somit ist die EZB längst selber Partei in der Angelegenheit, also genau das, was eine unabhängige Notenbank nicht sein dürfte.

Das unter konjunkturellem Vorwand installierte und funktionierende „Quantitative Easing“-Programm in den USA, mit welchem die amerikanische Notenbank Schulden des eigenen Schatzamtes aufkaufte,

ist im selben Lichte zu sehen. Es soll nun zwar beendet werden. Was aber, wenn der Markt die Schwemme von neuen Treasury-Bills – die amerikanische Staatsschuld wird in den nächsten drei Jahren bekanntlich zu 54 Prozent oder 5'054 Milliarden Dollar fällig – nicht schlucken will oder kann? QE3, QE4 und QE5 sind unseres Erachtens vorprogrammiert.

Man kann es drehen und wenden, wie man will: Die Delegation eines Überschuldungsproblems an eine höhere Instanz, sei es eine Notenbank, sei es ein europäischer oder internationaler Währungsfonds, hat einerseits nur aufschiebende und damit nichtbereinigende Wirkung, und ist andererseits hochproblematisch, weil an sich gesunde Substanz kontaminiert werden kann. Nicht umsonst hat man früher sogenannte „Nicht-Bailout-Klauseln“, also ein Verbot zur kollektiven Schuldenbewältigung, in die Satzungen übergeordneter Institutionen eingebaut, so in das Statut des IMF oder auch in den Vertrag von Maastricht. Aber Klauseln sind nur etwas wert, wenn anstelle der Willfährigkeit das Recht herrscht. Die derzeitige Schuldenkrise ist insofern auch eine Krise der Institutionen.

#### **4. Der Schweizerfranken als Kultobjekt**

Es verwundert gewiss nicht, dass sich die Welt in einer Zeit so komplexer Probleme mit dermassen unüberschaubaren Haupt- und Nebenwirkungen, so hoher Kontaminationswirkung und immer kürzer werdenden Inkubationsfristen nach dem Reinen, Schönen, Unangefochtenen umsieht. Gold, mit dem der Mensch sich schmückt, das aufgrund seiner chemischen Struktur kaum löslich ist und dessen spezifisches Gewicht schon kleine Stücklein relativ werthaltig macht, entspricht dieser Sehnsucht nach Reinheit ebenso wie seit einiger Zeit die Währung des schönen Alpenlandes mitten in Europa. Klare Bergbäche, gleissende Gletscher, jodelnde Hirten, saubere Strassen, pünktliche Bahnen, unbestechliche Beamte – das wahre Gegenstück zum Schlamassel rundherum, nicht wahr?

Ausser, vielleicht, bei einer Rede zum Nationalfeiertag am 1. August würde kaum ein Schweizer eine solche Selbstbetrachtung von sich geben. Unsere eigene Einschätzung fällt bedeutend nüchterner aus, was aber seinerseits angesichts der überall grassierenden Selbstüberschätzung bereits wieder zu den heutzutage besonders gesuchten Qualitäten gehört. Wie auch immer: Über die letzten Jahre wurde der Schweizerfranken kontinuierlich aufgewertet, zuletzt wurde er zur Fluchtwährung par excellence, oder, wenn man so will, zu einer Art Gold-Ersatz. Seit dem Tiefststand gegenüber dem Euro am 11. Oktober 2007 bei einem Wechselkurs von Fr. 1.68 wurde die helvetische Währung kontinuierlich aufgewertet. Bei der vorläufigen Höchstbewertung des Schweizer-

frankens am 9. August 2011 notierte der Euro noch knapp über pari, nämlich bei Fr. 1.0075. Seit diesem Zeitpunkt scheint sich das Blatt aufgrund von Äusserungen der Schweizerischen Nationalbank und wohl auch infolge von Interventionen am Geldmarkt gewendet zu haben, wenngleich der Franken natürlich immer noch weit von der Kaufkraftparität entfernt liegt. Ob die Wende nachhaltig sein wird? Die nächste Katastrophenmeldung aus dem Euro- oder Dollar-Raum wird es weisen.

Der harte Schweizerfranken ist mittlerweile zum beliebtesten Thema im Alpenland geworden. „Fukushima“ ist Geschichte und interessiert nicht mehr. Bald gibt es hierzulande so viele Geldtheoretiker wie Einwohner. Dabei wird natürlich auch viel Unsinn produziert. Es lohnt sich wohl, zu einer möglichst nüchternen Betrachtung auszuholen. Zunächst: Was sind Wechselkurse von Währungen? Was beeinflusst sie?

Wechselkurse sind *Preise*, das heisst im Markt laufend entstehende Gleichgewichtswerte, zu denen sich ein Käufer und ein Verkäufer einigen, ihre Währung aufzugeben und die andere zu erwerben. Auf beiden Seiten stehen also zumeist erwachsene, zumeist vernunftbegabte Wesen, die grundsätzlich lieber gewinnen als verlieren wollen. Das ist wichtig festzuhalten. Denn allzu schnell ist von Spekulanten und anderen Bösewichten die Rede, welche die Kurse angeblich „manipulieren“. Das ist Unsinn. Manipulieren kann man nur etwas, was man beeinflussen kann. Kein Mensch auf der Welt wäre so reich, dass er eine Währung manipulieren könnte. Auch George Soros brauchte 1992 für seinen Feldzug gegen das Pfund die Unterstützung des Marktes und der Faktenlage, die gegen die britische Währung sprach.

Welche Kalküle stehen hinter Kaufs- und Verkaufsentscheiden für Währungen? Viele Devisenspezialisten nennen an erster Stelle die *Zinsdifferenzen* beziehungsweise die relative Verschiebung von Zinsdifferenzen. Wenn in einer Währung die Zinsen rascher nach oben streben als in der anderen, dann müsste diese Währung attraktiv sein. Die Schweizerfranken zinsen liegen bei null, manche internationalen Banken verlangten zeitweise sogar Strafzinsen für das Deponieren von Franken – der Franken müsste somit die unattraktivste Währung der Welt sein!

Preisunterschiede? Wenn dieselben Güter und Dienstleistungen dies- und jenseits einer Währungsgrenze unterschiedliche Preise haben beziehungsweise unterschiedliche Inflationserwartungen herrschen und freier Handel möglich ist, müssten sich die Währungen angleichen. Empirisch ist die *Kaufkraftparität* interessanterweise dennoch keine gute Richtschnur für kurzfristige Währungsentscheide. Vermutlich sind die Informations- und Transaktionskosten zu

hoch, als dass ein Ausgleich laufend stattfinden würde.

Produktivitätsdifferenzen zwischen den Währungsräumen würden wohl an dritter Stelle genannt. Macht ökonomisch gemäss der *Aussenwirtschaftstheorie* Sinn, ist aber für den täglichen Gebrauch kaum brauchbar, denn Produktivitätsdifferenzen kann man nicht am Markt kaufen, sondern höchstens als statistische Grössen mühselig errechnen. Sie sind weder genau eruierbar noch je aktuell. Nimmt man die Ertragsbilanz der Schweiz zu Hilfe, dann müsste man aufgrund des auch noch im ersten Quartal 2011 beobachtbaren markanten Überschusses zum Schluss kommen, der Franken sei eher tief bewertet ...

Unterschiede in der Geldpolitik beziehungsweise in deren Wahrnehmung durch das Publikum, also: Wird Liquidität ins System geschüttet? Werden die Zügel gestrafft? Was erwarten die Märkte bezüglich weiterer Aktivitäten der Notenbank? Wo lohnt es sich aufgrund der zu erwartenden künftigen Geldpolitik eher, zu investieren? Gemäss der *Investitionstheorie* machen solche Überlegungen ökonomisch ebenfalls Sinn. Allerdings sind die Äusserungen von Notenbankvertretern oft dermassen schwammig, dass daraus kaum eine Strategie abgeleitet werden könnte. Besser ist, die Zinspolitik zu verfolgen. Bei einem Niveau von derzeit null ist das aber auch nicht besonders zielführend.

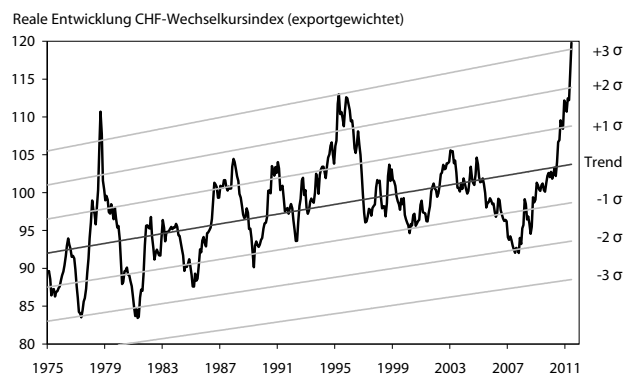
Oder anders gesagt: Währungsrelationen basieren auf einem multifaktoriellen, nicht determinierbaren System, bei dem obendrein Psychologie (Erwartungen!) und Zufall auch noch eine Rolle spielen. Oder umgekehrt ausgedrückt: Es entspricht einer ziemlichen Anmassung übergeordneter, angeblich multifaktoriell tauglicher Intellektualität, wenn man eine Währung als über- oder unterbewertet bezeichnet. Das gilt *auch* für die derzeitige Bewertung des Schweizerfrankens. So könnte es durchaus sein, dass der hohe Kurs die künftigen Produktivitätsdifferenzen zum Euro-Raum in zwei, drei Jahren adäquat abbildet, wenn man etwa an die Auswirkungen der von verschiedenen Seiten angestrebten Transfer-Union denkt. Wer sagt uns, dass die diesbezüglichen heutigen Erwartungen der Marktteilnehmer so falsch sind?

## 5. Übergang zum Aktivismus?

Was wir aber sagen können: Die Wechselkursveränderungen erfolgten über die letzten Monate und Wochen ausserordentlich *rasch*. So rasch, dass die Wirtschaft keine Chance hat, ihre Produktionsprozesse anzupassen. Die Exportindustrie befindet sich in existentieller Bedrängnis. Viele Kosten fallen in Schweizerfranken an, die Erträge jedoch in Euro und Dollar. Das verengt oder eliminiert die Margen.

Ähnliches gilt übrigens auch für die Banken (im Vermögensverwaltungsgeschäft). Es ist nicht abwegig, angesichts dieser ausserordentlichen Dynamik von der Notenbank ausserordentliche Massnahmen zu fordern. Idealerweise würde man sich eine Abfederung der kurzfristigen Entwicklung in Richtung des langfristig beobachtbaren Aufwertungsrends des Schweizerfrankens wünschen.

### CHF: Aufwertungsstrend mit starken Ausschlägen



Bemerkungen: 2005=100;  $\sigma$  steht für Standardabweichung; der gewählte Zeitraum bezieht sich auf das Ende von Bretton Woods.  
Quelle: OECD, eigene Berechnungen

Welche Mittel jenseits des *Gewährenlassens* ständen der Notenbank zur Verfügung? Aus unserer Sicht sind es im wesentlichen deren drei, nämlich

- erstens, das laufende Intervenieren an den Devisenmärkten durch Emission von Schweizerfranken und Aufkauf fremder Valuten ohne grundsätzliche Änderung der Geldpolitik;
- zweitens, die Anbindung des Frankens an eine der wichtigen Handelswährungen, also an den Euro oder an den US-Dollar, mithin die Beendigung einer eigenständigen Geldpolitik;
- drittens, die Festlegung einer Obergrenze des Aussenwerts gegenüber einer wichtigen Handelswährung, die man ohne Wenn und Aber verteidigen würde, also eine bedingte Änderung der Geldpolitik.

Die ersten zwei Handlungsvarianten können relativ rasch abgehandelt werden. Die laufende Intervention – im Frühjahr 2010 von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) extensiv, aber wirkungsarm praktiziert – wird von der Theorie deshalb verworfen, weil nur temporär wirksame Änderungen der Geldpolitik nicht hinreichend sind, um die Erwartungsbildung an den Märkten zu brechen. In der Praxis führen Interventionen zur Aufblähung der Notenbankbilanz und zum Aufbau immenser Fremdwährungsbestände mit den ihnen innewohnenden Risiken. Konkretisieren sich diese Risiken, was sie seit Frühjahr 2010 in dramatischer Weise taten, so schmilzt das Eigenkapital dahin oder es entsteht eine Überschuldung. Das ist für eine Notenbank zwar kein unmittelbares Problem, aber mit

vernichtetem Kapital kann man künftig weder Kantone und Bund finanziell unterstützen noch allenfalls wieder einmal eine Grossbank retten. Das Wissen der Märkte um diese „Limite des Ungemachs“ lädt unseres Erachtens dazu ein, gegen die Notenbank zu spekulieren.

Die Anbindung des Frankens an den Euro oder an den Dollar (Variante 2) würde auf dem derzeitigen Kursniveau keines der Probleme lösen. Am Stress der Exportwirtschaft würde sich wenig ändern, und ausserdem hätte man sich, notabene gegen die rechtlichen Rahmenbedingungen von Verfassung und Notenbankgesetz verstossend, der geld- und währungspolitischen Handlungsfreiheit entledigt, was auch bei einem lediglich temporären „Peg“ hoch problematisch wäre. Wenn die Eurozone mit ihrer Währung gegen die Wand fährt, was ja keineswegs auszuschliessen ist, dann wäre der Preis für eine solche Vorgehensweise exorbitant.

Bleibt die dritte Handlungsvariante, die Definition einer Obergrenze für den Aussenwert des Schweizerfrankens. Sie ist theoretisch fundiert, wäre praktikabel und ist zugleich die intellektuell anregendste. In der Schweiz mehren sich ihre Anhänger, auch und gerade unter den seriösen Ökonomen. So plädierten vor knapp einer Woche der Doyen der Schweizer Volkswirte, Ernst Baltensperger, und der derzeitige Leiter der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Jan-Egbert Sturm, für eine solche Änderung der Geldpolitik der SNB (NZZ vom 10. August 2011, S. 16 und 17).

Um die Idee zu verstehen, muss man zunächst einmal um den Unterschied zwischen einer Abwertungs- und einer Aufwertungssituation einer Notenbank wissen. Gegen eine Abwertung kann sich eine Notenbank nebst Zinserhöhungen nur durch den Einsatz der Währungsreserven wehren. Diese sind in jedem Fall *begrenzter Natur*. Das wissen die Marktkräfte, weshalb sie ohne weiteres gegen die Notenbank spekulieren können. Am Ende geht der Notenbank der Schnauf aus, die Abwertung ist perfekt, es bleibt nur noch das Instrument drastischer Zinserhöhungen. Anders beim Aufwertungsdruck: Hier kann eine Notenbank an sich mit der Emission der eigenen Währung und dem Aufkauf fremder Valuten *unbeschränkt* intervenieren. Das Wissen der Märkte um diese unlimitierte Emissionsfähigkeit in eigener Währung müsste nun dazu führen, dass bei a) intakter Glaubwürdigkeit der Notenbankleitung und b) kristallklarer Kommunikation bezüglich der künftigen Vorgänge („Obergrenze ohne Wenn und Aber verteidigen“!) niemand mehr ein Interesse haben dürfte, gegen diese Übermacht zu spekulieren. Die Notenbank müsste unter diesen Voraussetzungen den Tatbeweis gar nicht mehr antreten; die Geldmenge würde nicht aufgebläht.

Baltensperger plädiert für ein stufenweises Senken der Obergrenze für den Aussenwert des Frankens bzw. Anheben der Untergrenze für den Euro bis zu jenem Niveau, das als „fundamental korrekt“ bezeichnet werden könnte, also zum Beispiel bei CHF 1.30. Man würde also bei 1.15 beginnen, um – bei Gelingen des Manövers – nach ein, zwei Monaten auf 1.20 oder 1.25 zu zielen, um schliesslich bei 1.30 anzulangen. Wir stellen uns in diesem Zusammenhang allerdings die Frage, weshalb die Märkte, im Wissen um und im Glauben an das Ziel von 1.30, nicht sofort diesen Erwartungswert anpeilen würden. Die Folge davon wäre ein noch nicht dagewesener Abwertungsschock für Besitzer von Schweizerfranken, mithin auch eine Art Enteignung, die ihrerseits hoch problematische Aspekte aufwiese. Ein stufenweises Vorgehen ohne Ankündigung konkreter weiterer Ziele könnte diese mögliche Entwicklung unseres Erachtens entschärfen.

Doch zurück zum Modell: Die Zinsen im Schweizerfranken müssten theoretisch über das Euro-Niveau ansteigen, da mit der Untergrenze eine Arbitragesituation gegeben wäre. Im kurzfristigen Bereich wären derzeit also etwa 1 Prozent zu erwarten; was mit den langfristigen Zinsen für Obligationen und dergleichen passieren würde, hängt von den mit diesem Manöver verbundenen Veränderungen bei den Inflationserwartungen für den Schweizerfranken ab.

Damit sind wir auch gleich beim springenden Punkt beziehungsweise einer möglichen *Achillesferse* dieser Vorgehensweise angelangt. Damit dank der unlimitierten Emissionsfähigkeit für Schweizerfranken der Tatbeweis unbeschränkter Emission gar nicht angetreten werden muss, bedarf es hoher *Glaubwürdigkeit* der Notenbankorgane im Markt. Es ist nicht leicht abzuwägen, ob diese zum heutigen Zeitpunkt in genügendem Masse vorhanden ist. Der unwirksame geldpolitische Aktivismus von 2010 mit seinen negativen Folgen für die Eigenmittel, die fragwürdige Gewinnausschüttung an Bund und Kantone trotz eingefahrener Verluste und die durch die UBS-Rettung erfolgte Annäherung der SNB an die Politik setzen einige Fragezeichen. Was aber, wenn die SNB eine Untergrenze einmal tatsächlich verteidigen müsste und dann eine Bilanz von, sagen wir, 500 Milliarden Franken entstünde? Wäre das Direktorium in der Lage, eine solche Entwicklung zu ertragen? Würde der Rest der Schweiz sie hinnehmen?

Damit sind wir bei der *zweiten Achillesferse*. Abgesehen von einem solchen Super-GAU mit extremer Aufblähung der monetären Basis birgt das Konzept natürlich auch im Falle des reibungslosen Gelingens inflationäre Gefahren in sich. Denn es könnte ja sein, dass bei einer Abwertung des Frankens gegen den Markt am Ende doch die falsche Untergrenze angepeilt worden wäre. Dies vor allem dann, wenn

die Eurozone in ihr Agoniestadium eintreten würde. Mit anderen Worten: Zum einen stellen sich bei diesem Konzept Fragen der (rechtzeitigen!) Abschöpfung allfällig überschüssiger Geldmenge, zum andern führt der eine, happe Markteingriff vermutlich zu einer Abfolge von weiteren notwendigen Eingriffen. Dann würde man sich, weit abseits von der bequemen Taylor-Rule relativ passiven geldpolitischen Lavierens, hin zu aktivistischer Notenbankpolitik bewegen. Im Jahr 1978 schwenkte die SNB auf eine ähnliche Vorgehensweise ein, verpasste danach aber die rechtzeitige Geldabschöpfung, mit dem Resultat, dass die Inflationsrate von 1 Prozent im Jahr 1978 auf 6.5 Prozent im Jahr 1981 stieg.

Wir sind weit davon entfernt, der Notenbank Ratschläge zu erteilen. Dafür gibt es berufenere Stimmen. Aber es gilt, unsere Kunden auf mögliche Szenarien vorzubereiten. Denn die Wechselkursveränderungen der letzten Monate und Wochen haben in den Portfolios selbstverständlich Spuren hinterlassen. Es geht nun darum, nicht im falschesten Moment den (für die notwendige Diversifikation unumgänglichen) Fremdwährungsanteil zu reduzieren. So, wie sich die Sachlage heute präsentiert, spricht einiges für einen Versuch, den Aufwertungs-trend definitiv zu brechen. Nicht zuletzt bräuchte ein solches Manöver ja auch die Eigenmittelsituation der SNB wieder in Ordnung, was für das Kalkül der Organe nicht ganz unerheblich sein dürfte.

Eines aber gilt es festzuhalten, selbst wenn dies als Ratschlag aufgefasst werden könnte: Die Manöver der kommenden Wochen müssen, wenn sie durchgeführt werden, auch gelingen. Es dürfen à tout prix keine Fehler passieren. Man zieht nicht in einen Krieg ohne die Gewissheit, gewinnen zu können. Falls Zweifel nagen oder konzeptionelle Ungewissheiten vorliegen oder Angst vor dem eigenen Mut aufkäme, wäre die Variante „Gewährenlassen“ zu bevorzugen.

## 6. Widerstandsfähige Aktienmärkte

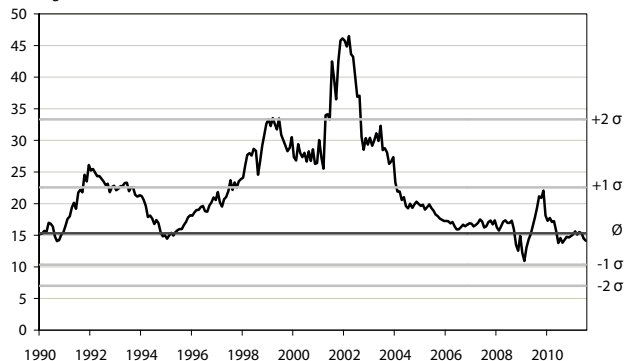
Ob aller Komplexität der Situation, des unnützen, ja kontraproduktiven Aufschubs der Sanierung des Überschuldungsproblems, der kaum mehr zu ertragenden kakophonischen Schönrederei im politischen Sektor, der deutlich sichtbaren Gefahren, falls zu geldpolitischem Aktivismus übergegangen wird, vergisst man, wie widerstandsfähig sich bisher eigentlich Konjunktur und Unternehmungen erweisen. Keine Unternehmungsleitung, die sich nicht vor ausserordentliche, strategische Herausforderungen gestellt sähe. Nicht Bilanzstrukturen stehen im Vordergrund und somit zum Glück in den meisten Fällen auch nicht eine übermässige Verschuldung, vielmehr geht es um den *Kampf um Margen* und um Existenz. Kostenreduktionen und überregional, ja global zu erzielende Synergien sind nicht nur das

Hauptthema schweizerischer Exporteure, sondern eigentlich aller Firmen schlechthin. Mit anderen Worten findet ein neuerlicher Effizienzschub statt, der jenseits von allen Diskussionen um Staatsschulden und Währungsfragen unbeirrt seinen Fortgang findet.

Das Verhalten der Aktienmärkte über die letzten schwierigen Wochen reflektiert diese eindruckliche Widerstandskraft der Unternehmungen und die doch eigentümlich weitgehende Abkoppelung von der Unbill des Finanzsystems. Gewiss, wenn jeweils Panik angesagt ist, dann knicken auch die Aktienmärkte ein. Der Wille zur Erholung ist aber offensichtlich ungebrochen. So gewann der Schweizer Marktindex SMI nach den Tauchern von Anfang letzter Woche (insgesamt ein Minus von 9 Prozent) innerhalb von zwei Börsentagen auch wieder knapp 10 Prozent zurück. Aus unserer Sicht basiert solche Widerstandskraft im Markt auf an sich günstigen Fundamentaldaten. Keine der Bewertungsrelationen weist auf Überbewertungen hin; auch im sehr langfristigen Vergleich bewegt sich beispielsweise das Kurs-Gewinnverhältnis in durchaus vernünftigen Sphären. Voraussetzung ist selbstverständlich, dass eine neuerliche Weltrezession ausbleibt.

#### Aktienmarkt: keinerlei Übertreibung sichtbar

Trailing PE-Ratio des S&P 500 Index



Bemerkung:  $\sigma$  steht für Standardabweichung; der Durchschnitt berechnet sich nach den letzten 60 Jahren; „Trailing PE“ bezieht sich auf über jeweils 1 Jahr rollierend gerechnete Unternehmensgewinne

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Besonders interessant scheint uns derzeit die Dividendenrendite verschiedener, hochsolider Unternehmungen. Wir vermuten, dass eine schlechte Börsenvergangenheit – das kann man von den letzten 10 Jahren ja mit Fug sagen – eine Periode ausserordentlicher Dividendenrenditen zur Folge hat. Die Dividende wäre sozusagen der Tatbeweis der Unternehmensleitungen an die Anlegerschaft, um aufzuzeigen, dass man sie ernst nimmt und dass man sich bewusst ist, die seit langer Zeit fehlenden Kursgewinne kompensieren zu müssen.

Einige Beispiele für solche „Dividendenperlen“:

#### Appetitanregend

Titel	Dividendenrendite	PE-Ratio
Swisscom	6.3%	9.7
Roche	5.5%	12.9
Vodafone	5.4%	10.9
Royal Dutch Shell	5.1%	7.3
Unilever	4.0%	14.9
Nestlé	3.9%	18.3

Bemerkung: Marktdaten vom 15. August 2011

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Selbstverständlich: Auch die Kurse von Dividendenperlen, und mögen es noch so stabile und gut geführte Unternehmungen sein, leiden unter schlechten Bedingungen an den Finanzmärkten. Wer aber den dem Anleger faktisch regelmässig in die Hand gegebenen Cash Flow höher einschätzt als ein willkürlich auf einen bestimmten Zeitpunkt erstelltes Depotverzeichnis mit jeweiligen Tageskursen, der ist allenfalls sogar geneigt, als Opfer der ZIRP-Politik (Nullzinspolitik) die eine oder andere nichtrentierende Obligation durch einen Dividentitel zu ersetzen.

Die unappetitliche Eiterbeule der Überschuldung ist am Bersten, daran kann kein Zweifel bestehen. Der Einbau von Risikoprämien für vormals angeblich risikolose Staatsschuldner ist ein schmerzhafter Prozess, dessen Hinauszögerung an ein Ende geraten ist. Die tiefe Involvierung der Hüter eines glaubwürdigen Geldsystems in den Götzendienst leerer Hülsen wird weiterhin für krisenhafte Entwicklungen im Währungsbereich sorgen. Die globale Vormachtstellung der westlichen Industrienationen dank bestens funktionierender Finanzmärkte wird sich relativieren. Neue Anbieter von Stabilität und Glaubwürdigkeit werden auftauchen.

Festzuhalten gilt, dass trotz allem, ja, vielleicht sogar dank der gegenwärtigen Krise, der reale Wert der Welt nicht abnimmt, sondern laufend am Zunehmen ist. Solange die Zerstörungswut von Tottenham nicht um sich greift und ganze Gesellschaften erfasst, ja Staaten gegeneinander aufbringt, leben wir doch eigentlich in einer einmalig interessanten Welt, die insgesamt zu mehr und nicht weniger Prosperität finden will. Man sollte das gerade dann nicht vergessen, wenn die Marktindikatoren blutrot den Weltuntergang anzukündigen scheinen. Er ist nicht in Sicht.