



# Stability for our Time

bergsicht



KAPITEL 1

## Repetitives in h-Moll

Anfangs März musste in der Kölner Philharmonie ein Konzert mit dem iranisch-amerikanischen Pianisten Mahan Esfahani unter tumultähnlichen Umständen abgebrochen werden. Die Konzertbesucher lagen sich in den Haaren – über ein Musikstück, das im Jahr 1967, also vor einem halben Jahrhundert, vom Amerikaner Steve Reich, einem bekannten Musiker deutsch-jüdischer Herkunft und prominenten Vertreter der sogenannten Minimal Art, komponiert wurde. Es dauert rund 16 Minuten, wenn es denn zu Ende gespielt werden kann (in Köln war nach vier Minuten Schluss), und besteht lediglich aus einer laufend wiederholten einfachen Tonfolge in h-Moll, die von zwei Tasteninstrumenten mittels leichter Phasenverschiebung zu ungewohnten, aber mithin fürs Ohr herausfordernden Interferenzen geführt wird. In Köln trat Herr Esfahani mit einem Cembalo gegen ein Tonbandgerät an. Auch das ist möglich. Nichts Verrücktes, würde man meinen; vom Theater her ist man sich ja ganz Anderes und viel Weitergehendes gewöhnt. Aber in Köln, einer in verschiedenster Hinsicht aufgebrauchten deutschen Stadt, braucht es derzeit offenbar wenig, um die Bürger in Rage zu bringen.

War es die ostinate Wiederholung ein und desselben Musters, welche die Zuhörer nervte? Die Aussichtslosigkeit auf einen für das Gehör versöhnlichen Schluss? Die vermeintliche Trivialität der einfachen Anordnung? Das Gefühl von Machtlosigkeit gegenüber einer gnadenlos vor sich hin nähernden Stickmaschine? Oder doch eher ein unkontrollierter Ausbruch von Gefühlen, dass man sich im Kulturzentrum seiner eigenen Heimat nicht mehr zuhause fühlt? Schwer zu sagen. Aber die Episode dient uns als Leitfaden durch die vorliegende Ausgabe der *bergsicht*. Sie handelt von Zinssenkungen, ausbleibenden Wachstumseffekten, immer irrziger werdenden Verzerrungen, fehlenden Orientierungspunkten, ja Aussichtslosigkeit und wenig Hoffnung auf ein versöhnliches Ende, Ausbrüchen der Unvernunft und mithin auch von Donald Trump. Wir glauben, Kausalitäten zu erkennen.

Am 10. März kündigte die Europäische Zentralbank (EZB) ein neuerliches geldpolitisches Programm zur Versorgung des Finanzsystems mit zusätzlicher Liquidität an. Der Schritt war von den Märkten bereits einige Wochen zuvor antizipiert worden; die kurz- und langfristigen Zinssätze sind seit Beginn dieses Jahres wieder im Sinken begriffen. Dies bemerkenswerterweise nicht nur im Euro-Raum, sondern auch in der Welt-Leitwährung US-Dollar. Hatte man vor Jahresende noch angenommen, dass die amerikanische Notenbank Fed angesichts einigermaßen zuversichtlich stimmender Wachstums- und Arbeitslosenzahlen jenseits des Atlantiks nunmehr zu einer vorsichtig restriktiveren Geldpolitik umschwenken würde, sieht man sich zu Frühjahrsbeginn eines Besseren belehrt: Die Zinsen wollen weltweit nicht steigen. Im Gegenteil. Wir erleben ein Déjà-vu des Déjà-vu des Déjà-vu. Ostinat Wiederholung ein und desselben Musters:

Aufwallung an den Finanzmärkten, Aufregung allenthalben bis hin zur Infragestellung der Systemstabilität, kleinere oder grössere Verwerfungen in Teilsegmenten wie zum Beispiel den Währungsmärkten, Inaussichtstellung sedierender Gegenmassnahmen auf geldpolitischer Seite – und dann erfolgt die Beruhigung an der Zinsfront, die Erholung an den Aktienbörsen und der Übergang zu einem Verhalten, als wäre nichts gewesen und als würde man in der normalsten aller Welten leben. Seit der Finanzkrise erleben wir dieses Muster in regelmässiger Abfolge.

Nur: Das bestimmende Element bei diesem sich wiederholenden Muster, die Zinsen, sind mittlerweile auf einem Niveau angelangt, das weitere solche Schritte immer schwerer vorstellbar macht. So «rentiert» eine zehnjährige Anleihe der Bundesrepublik Deutschland derzeit gerade einmal etwas mehr als null Prozent, für Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft muss man sich auf eine Laufzeit von 20 Jahren verpflichten, damit man für seine Hingabe von Mitteln an den Staat nicht Negativzinsen in Kauf nehmen muss. Die Risikoaufschläge für wackligere Schuldner wie zum Beispiel Frankreich oder Italien sind minimal; selbst Länder mit höchst fragwürdiger Finanzsituation wie Griechenland und Brasilien können sich zu deutlich weniger als 10 Prozent verschulden. Das Phänomen tiefer und immer tieferer Zinsen sowie praktisch fehlender Risikoprämien ist somit ein *weltweites*; ein Punkt, auf den wir in Kapitel 4 noch ausgiebig zurückkommen werden.

Die Fragen sind naheliegend und werden mit jeder Wiederholung immer drängender: Kann das «ewig» so weitergehen? Unter welchen endogenen oder exogenen Bedingungen droht der Übungsabbruch? Was sind die langfristigen Folgen der so normal gewordenen ausserordentlichen Geld- und Fiskalpolitik? Könnte es sein, dass die Vorwegnahme solcher Folgen bereits die endogenen oder exogenen Bedingungen verändert – oder anders gesagt: Existiert ein Feedback-Mechanismus zwischen den Auswirkungen der gegenwärtig betriebenen Geld- und Fiskalpolitik und den Voraussetzungen, auf denen sie beruhen? Eine intellektuell äusserst spannende Frage mit viel Potenzial, das Fürchten zu lehren. Der Titel dieser *bergsicht* lautet «Stability for our Time». Was, wenn die Stabilität eine angebliche, eine illusionäre wäre? Das genau meinen wir, wenn wir von Fürchten sprechen. Dagegen wäre das Stabilität vorgebende Interferenz-Gemenge der Herren Reich/Esfahani geradezu eine harmlose Gutenachtmelodie.

## KAPITEL 2

### Sehr lang andauernder Sonnenuntergang

Kann es «ewig» so weitergehen? Nein, selbstverständlich nicht. Aber es kann sehr lange dauern, bis sich eine Veränderung einstellt. Dies zeigt das Beispiel

von Japan, dem Land der aufgehenden Sonne. Seit 1995 haben die von der Notenbank Bank of Japan (BoJ) gesteuerten Zinsen im Yen die Marke von 1 Prozent nicht mehr überschritten; die Staatsanleihen (zehnjährige Papiere) notierten seit dem Jahr 2000 nie mehr über 2 Prozent, lange lagen sie nahe beim Nullpunkt, heute werfen sie eine negative Rendite ab. Zur Abwehr einer Aufwertung des Yens musste die Bank of Japan, ähnlich wie die Schweizerische Nationalbank (SNB), zum Mittel der Negativzinsen greifen. Die BoJ verfolgt im übrigen aber eine ungleich aktivere Währungspolitik mit dem Ziel, den für Japan so wichtigen Export durch gezielte Abwertungen zu stimulieren (was allerdings regelmässig misslingt).

Japan zeigt nicht nur bei den Zinsen und mit hin der Geldpolitik, sondern auch in Bezug auf die Wirtschafts- und Fiskalpolitik auf, dass es, wenn zwar nicht «ewig», aber doch sehr, sehr lange so weitergehen kann. «So» will bedeuten: mit der Zunahme der Staatsverschuldung und mit minimalem Wirtschaftswachstum. Trotz weitgehend als erfolglos einzustufender Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik erscheint Nippon so stabil wie eh und je; der nunmehr seit gut vier Jahren amtierende Ministerpräsident Shinzo Abe kann ohne wesentliche Abstriche an seiner Glaubwürdigkeit ein Ankurbelungsprogramm nach dem anderen ankündigen. Die Staatsverschuldung ist seit seinem Amtsantritt von 190 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf über 240 Prozent oder USD 10'000 Milliarden angewachsen. Japan steht mit dieser Verschuldung international an einsamer Spitze (zum Vergleich: USA gut 105 Prozent, EU etwa 90, die Schweiz weniger 40, abnehmend).

Die BoJ betreibt seit Jahren quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE), das heisst sie kauft massiv Obligationen in der eigenen Währung auf und pumpt dadurch Liquidität ins Finanzsystem. Die Notenbank besitzt mittlerweile mehr als 30 Prozent aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen; bis ins Jahr 2019 rechnen Analysten mit einem Anstieg des von ihr gehaltenen Anteils auf über 60 Prozent. Den Rest teilen sich Banken, Versicherungen und andere inländische Institutionen, von denen viele als staatsnah bezeichnet werden müssen. Die Geldpolitik der ostinaten Lockerung widerspiegelt sich in der Bilanz der BoJ; seit 2012 hat sie sich etwa verdoppelt, nachdem sie schon zuvor infolge aktivistischer Geld- und Währungspolitik vergleichsweise wohlbestückt war.

Das Wirtschaftswachstum des ostasiatischen Inselstaats schwankt seit 25 Jahren um den Nullpunkt. Einziger Lichtblick: die Zunahme der Arbeitsproduktivität, nicht zuletzt auch hervorgerufen durch die demographische Situation, welche den Anteil der arbeitenden Bevölkerung im Verhältnis zu den Rentnern schrumpfen lässt. Der Verlust wird durch einen höheren Output pro geleistete Stunde ausgeglichen; das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf stieg dadurch minimal an.

Alles in allem geht man nicht fehl mit der Aussage, dass in Japan *stabilisierende Stagnation* zum Preis

einer schwindelerregenden Staatsverschuldung betrieben wird. Die Staatsverschuldung hat als zur Hauptsache inländisch gehaltenes «Aktivum» einen durch und durch tautologischen Charakter: Japan gehört sich und schuldet sich selber. Darin liegt denn auch ein wesentliches Element der Stabilität – die weitestgehende Abwesenheit einer Aussenverschuldung lässt die Frage der Rückzahlung beziehungsweise einer Fälligkeit der Aussenstände gar nie aufkommen. In Finanzkreisen ist man sich mehr oder weniger einig: Nippon könnte durch einen einfachen Federstrich seine gesamte Schuldenlast loswerden. Das käme zwar einem dramatischen Enteignungsmanöver auf Gläubigerseite gleich, aber aus übergeordneter Sicht wären viele Gläubiger, weil mutmasslich gleichzeitig auch Steuerzahler, zugleich Begünstigte. Die schiere Möglichkeit des Federstrichs führt antizipativ dazu, dass man ihn gar nicht vornehmen muss und sich deshalb absehbar munter weiterverschulden kann. Was der inländische Bondmarkt nicht absorbiert, kauft die eigene Notenbank. Ein zwar nicht «ewiges», aber in seiner ostinaten Repetition doch recht wirkungsvolles Perpetuum mobile, das den Inhabern der politischen Macht selbstverständlich zupassekommt.

### KAPITEL 3

## Eine besondere Insel

Was nun sind die Bestimmungselemente, welche die japanische Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik der stabilisierenden Stagnation zum Preis einer schwindelerregenden Staatsverschuldung ermöglichen? Wir sehen deren vier, nämlich

- die bereits erwähnte Abwesenheit einer *Netto-Aussenverschuldung*. Japan ist nicht Objekt der internationalen Finanzmärkte, sondern Subjekt, indem die Japaner zu den grössten Gläubigern der Welt überhaupt gehören. Mehr als 3'000 Milliarden US-Dollar an Auslandspositionen, darunter ein erklecklicher Teil amerikanische Treasuries, sind im Besitze der Japaner.
- die ebenfalls erwähnte – bislang theoretische – Möglichkeit, die Verschuldung per Federstrich zu beseitigen. Gläubiger und Schuldner auf einer einzigen Insel (bzw. Inselgruppe) – was kümmert das den Rest der Welt? Der denkbare Federstrich, sprich: die endogen gegebene *Enteignungsmöglichkeit*, begründet die hohe Glaubwürdigkeit Japans trotz aller existenten Verschuldung und stellt als *Residualgrösse* sozusagen dessen implizites Eigenkapital dar.
- die geradezu atemberaubende *politische Stabilität*, welche – bislang – nie die Vermutung aufkommen liess, dass an der herrschenden

Elite vorbei völlig neue Transfermechanismen am genauen Verlauf des – theoretischen – Federstrichs etwas ändern könnten. Die Persistenz dieser Nichtinfragestellung der herrschenden gesellschaftlichen Schichtung ist logisch notwendige Voraussetzung, dass die Residualgrösse des Federstrichs ihre antizipative Wirkung entfalten kann. Oder einfacher gesagt: Das Ende politischer Stabilität würde die finanzielle Stabilität Nippons ins Gegenteil kippen, weil damit das implizite Eigenkapital entfele. Das Wissen um diesen prekären Zustand wiederum wirkt seinerseits stabilisierend.

- die *Abwesenheit* irgendwie absehbaren *Inflationsdrucks*, welcher die Notenbank zum Handeln an der Zinsfront zwingen würde. Wenn die Schuldzinsen für den Staat wesentlich höher zu liegen kämen als wie in den letzten fünfzehn Jahren auf die gehabten 0.1 bis 1 Prozent, dann würde die sich auf über 240 Prozent vom BIP belaufende Staatsverschuldung bald einmal unerträglich.

Japan hat über die letzten 25 Jahre, zugegebenermassen mit viel episodischem Auf und Ab, der Welt vordemonstriert, dass sich ein System über längere Zeit mit abenteuerlicher Geldpolitik, faktischem Nullwachstum und fragwürdiger Fiskalpolitik durchaus über Wasser halten kann. Und obschon sich eine leere politische Versprechung an die andere reiht und obschon die Mehrheit der Japaner dies auch durchschaut – der Status quo von Stabilität und Stagnation ist bekannt, man möchte ihn nicht unbesehen gegen einen Zustand unbekannter Unwägbarkeiten eintauschen, zumal der enteignende Federstrich dann zur Gewissheit würde. Mit anderen Worten besteht im Falle Japans eine Art negativer Feedbackschleife: Die Japaner bevorzugen und tolerieren zugunsten der auf absehbare Zeit angelegten Stabilität ein System, das in der langen Frist umso unumgänglicher und tiefgreifender saniert werden muss. «Stability for our Time!» ist man in Anlehnung an Chamberlain versucht zu sagen.

Ganz hinreichend scheint solche Autostabilisation allerdings nicht zu funktionieren. Nicht umsonst hat Shinzo Abes Politik über die letzten Jahre zunehmend schrille und nationalistische Züge angenommen. Die internen Strukturreformen, der gewichtige dritte «Pfeil» (wie Abe das nennt) der Reformpolitik, stecken im Morast divergierender und letztlich konservierend wirkender Interessen der herrschenden Schicht fest. Der äussere Feind wird zur willkommenen Ablenkung von eigenen Schwächen, und China liefert mit seiner nautischen Expansionsstrategie genügend Nahrung für ein neues Bedrohungsbild. Die Regierung Abe hat seit Amtsantritt 2012 die Militärausgaben bereits erhöht und will nun massiv in neue Rüstungsgüter investieren, was im klaren Gegensatz zur japanischen

Verfassung steht. Die BoJ wird auch dies fraglos finanzieren können. An diesem Beispiel kann man aufzeigen, wie problematisch als «Nebenwirkungen» wahrgenommene Konsequenzen einer fehlgeleiteten Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik ausfallen können. Zu billiges Geld – im konkreten Fall die Staatsfinanzierung zum Nulltarif durch die BoJ – führt nicht zwingend zu lediglich vielleicht unsinnigen, aber letztlich harmlosen Infrastrukturbauten oder schlicht zum Staatskonsum, sondern unter Umständen auch zu bei weitem gefährlicheren «Investitionen», zum Beispiel im militärischen Bereich.

#### KAPITEL 4

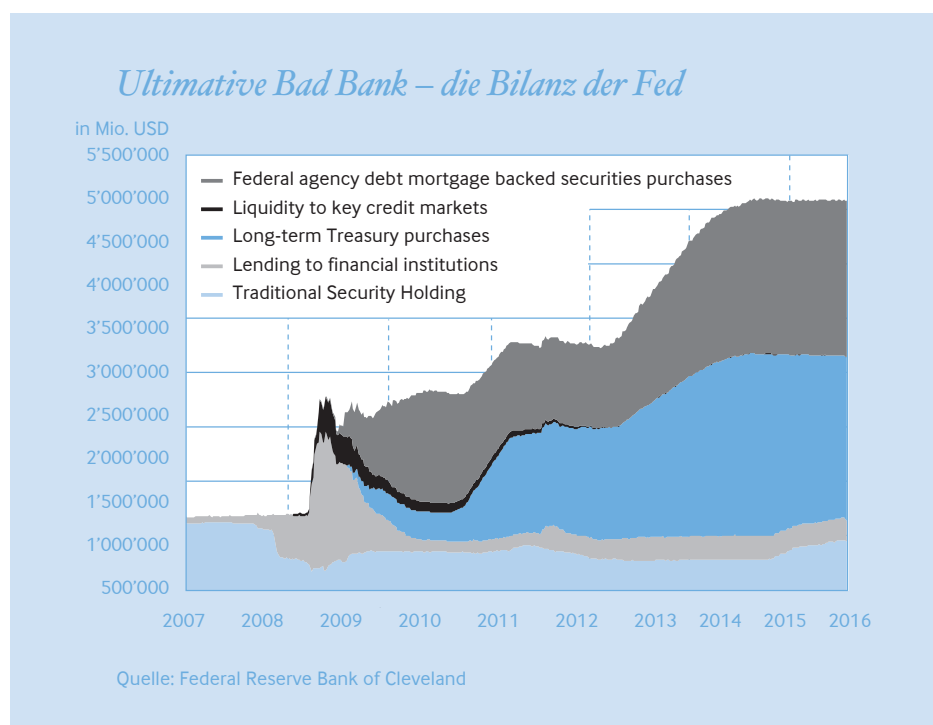
### Sind wir alle Japaner geworden?

Aber was kümmert uns die wirtschaftlich zwar nach wie vor gewichtige, im übrigen aber kleine Inselnation im nördlichen Pazifik? Was hat das mit uns, dem Rest der Welt zu tun? Unseres Erachtens mehr, als wir auf den ersten Blick meinen. Denn die Beschreibung der japanischen Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik über die letzten 25 Jahre fällt erstaunlich konvergent aus im Vergleich zu dem, was wir seit der Finanzkrise im grossen Rest der industrialisierten Welt erleben. Fortgesetzte, ostinate geldpolitische Lockerung bis hin zum aggressiven Quantitative Easing. Rezession da, Austerität dort, Treten an Ort fast überall in Europa, exportgetriebener Aufschwung einzig in Deutschland, zaghafte Erholung in den USA – aber nirgends eine Rückkehr zu den satten Wachstumsraten der Weltwirtschaft von fünf, sechs Prozent wie vor der grossen Finanzkrise.

Staatsverschuldung: Analoge, wenngleich moderatere Zunahme wie in Japan. Unter den grossen Industrienationen konnte einzig Deutschland im letzten Fiskaljahr die Zunahme der Gesamtverschuldung etwas bremsen. Ein wesentlicher Teil der staatlich bedingten oder generierten Ausstände ist in besagtem Zeitraum in die Bilanzen der Notenbanken gewandert. Sehr anschaulich gibt dies die Zusammensetzung des Balance Sheets der amerikanischen Notenbank wieder. Nach den Notkrediten für das Banken- und Versicherungssystem übernahm die Fed nach und nach die hypothekenbesicherten Papiere und baute in den ver-

schiedenen Phasen des QE das Portefeuille von Treasury Bills, amerikanischen Staatsanleihen, aus. Auf diese Weise konnten die amerikanischen Banken degaugiert und dem amerikanischen Fiskus die Finanzierung am Markt gewährleistet werden. Aber aufgepasst: Der Verschuldungsgrad hat sich dadurch nicht reduziert! Und, ähnlich wie in Japan, hat diese Verschuldung ebenfalls tautologische Züge angenommen.

Europa beziehungsweise die EZB hinkt dieser amerikanischen Entwicklung noch hinterher, oder besser gesagt, versucht die amerikanische Politik nun noch zu übertreffen, wie der Entscheid vom 10. März 2016 deutlich aufzeigt. Es geht darum, noch mehr von der im Übermass vorhandenen Verschuldung aus dem letztlich nicht wirklich beherrschbaren Finanzsystem in den sicheren Hafen der Zentralbank zu befördern und auf diesem Wege gleichzeitig sicherzustellen, dass die hoch verschuldeten Staatshaushalte möglichst gleichmässig, das heisst ohne wesentliche Risikoauflage bei tieferer Schuldnerqualität, in den Genuss der hervorragend kostengünstigen Finanzierungsbedingungen gelangen. Im übrigen: Was die EZB nicht aufzukaufen gedenkt, wird zur Verteidigung gegen die Aufwertung des Schweizerfrankens die SNB erwerben müssen. Die Schweiz gehört mit Sicherheit zu den gewichtigsten Gläubigern europäischer Staatsschuldner, ein Umstand, der unseres Wissens bislang in der Verhandlungsführung des Alpenlandes mit den Brüsseler Behörden noch nie richtig zum Tragen kam... Die Frage ist natürlich, ob eine Aussenschuld gegenüber einem so eng mit der EU verflochtenen Partnerland wie der Schweiz wirklich als solche gezählt werden kann oder ob sich nicht eher eine konsolidierte Sicht aufdrängen würde. Könnte die Schweiz ihre



Rechte als Hauptgläubigerin der EU wirklich geltend machen? Auf diesen Punkt wird zurückzukommen sein.

Rein phänomenologisch ergeben sich also sowohl punkto Geldpolitik, Wirtschaftsverlauf als auch Verzicht auf Schuldensanierung beziehungsweise Verschiebung der Ausstände in die Notenbankbilanzen *deutliche Ähnlichkeiten* zwischen den 25 Jahren stabilisierender Stagnation Japans und den letzten fünf bis sieben Jahren in den restlichen Industrienationen. Die Frage stellt sich nun, ob sich die Ähnlichkeiten lediglich auf das Äussere beziehen oder ob ein wesentlicher Teil der Welt nicht auch innerlich in gewissem Masse «japanisch» geworden ist. Also: ob «Stability for our Time!» anstelle von Sanierung nicht auch Wesensmerkmal in Europa und bis zu einem gewissen Grad in den USA geworden ist. Wir meinen dezidiert: ja, sind uns allerdings des Wagemuts für diese Aussage und deren Tragweite bewusst.

Japan, so haben wir weiter oben festgestellt, verfügte und verfügt weiterhin über einige als typisch «insular» zu bezeichnende Merkmale, so die fast ausschliessliche Eigenfinanzierung der Schulden, die riesigen Guthaben in aller Welt, die hohe Kohäsion der Gesellschaft, die erfolgreiche Abschottung der eigenen Unternehmungen gegenüber ausländischen Investoren und anderes mehr. Solche insularen Eigenschaften kann man nun auf den ersten Blick dem Rest der Welt nicht nachsagen. Stimmt. Hier gibt es doch Aussenschulden en masse – man denke nur an die enormen Guthaben der Japaner und der Chinesen gegenüber den Amerikanern! Oder an die soeben erwähnten schweizerischen Guthaben gegenüber europäischen Schuldnerländern. Dennoch: Wir werden die Behauptung aufstellen, dass sich durch das faktische Währungsmonopol, das der US-Dollar über die letzten Jahrzehnte in der ganzen Welt erlangt hat, durch den dieses Monopol untermauernden Clearingzwang sozusagen sämtlicher Transaktionen über amerikanisches Territorium und somit in den Bereich des amerikanischen Rechtssystems hinein sowie durch die enge Verknüpfung der amerikanischen Absatzmärkte mit Produktionsländern wie China oder Indien eine Art *globaler Insularität* ergeben hat, aus der es praktisch *kein Ausbrechen* gibt. Folge: eine von den meisten einfach als gegeben hingegenommene Situation, in welcher noch so unterschiedliche Länder wie Deutschland, die USA, Italien, die Schweiz, Japan, Mexiko und Finnland mit ihren so unterschiedlichen Produktionsvoraussetzungen praktisch dieselben Zinssätze aufweisen, wird konsistent erklärbar.

Wir sprachen von zeitgeschichtlicher Einordnung. «Stability for our Time!» ist nicht eigentlich eine Erfindung der Japaner, sondern entsprach der Überzeugung und langjährigen Politik des früheren Notenbankgouverneurs Alan Greenspan, der bei jeder sich bietenden Gelegenheit das Finanzsystem mit zusätzlicher Liquidität beruhigte und so den Sanierungsbedarf laufend aufschob und vergrösserte. Der einzige

Unterschied zur BoJ liegt darin, dass Greenspan vor 25 Jahren nicht auf einem bereits sehr tiefen Zinsniveau starten musste, sondern die gesamte Zinssenkung von 10 Prozent bis nahezu null «geniessen» konnte. Keine Notenbank der Welt konnte sich dem Schwergewicht der Fed entziehen, wenn wieder einmal auf diese Weise stabilisiert wurde – die Erzwingung von Sanierungsschritten gemäss den Vorstellungen der Österreichischen Schule und Joseph Schumpeter war und ist, selbst wenn man es wollte und im eigenen Einflussbereich dann auch durchsetzen könnte, bei der existenten Gewichtsverteilung auf der Welt schlicht undenkbar. Das «Race to the Bottom» tiefer und immer tieferer Zinssätze in allen relevanten Währungen hat seine ideellen Gründe. Greenspan und mit ihm die Fed, aber auch der heutige EZB-Präsident Draghi sind ein Produkt der Wall Street, und dass dieser «Stability for our Time!» näher liegt als schmerzhaft Sanierungsprozesse, liegt auf der Hand.

Der deutsche Philosoph Peter Sloterdijk spricht in seinem neusten Buch «Was geschah im 20. Jahrhundert?» (Suhrkamp, März 2016) von einer krassen Unterschätzung der durch die Astronautik geschaffenen Möglichkeit, die Erde von aussen zu beobachten und zu beurteilen. Wir sehen in der faktischen Gleichschaltung der globalen Geldpolitik durch die amerikanische Fed und im Wegfall konkurrierender Währungen eine sehr konkrete Folge der Sichtweise, diesem nunmehr von aussen beobachtbaren Planeten *unausweichliche* Gesamtlösungen angedeihen lassen zu müssen. Unausweichlichkeit und Monopolisierung sind synonym. Wie sich die japanische Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik für die insularen Verhältnisse Japans während mehr als 25 Jahren halten konnte, so konnte sich die Geldpolitik Alan Greenspans und eine Art «japanische» Wirtschafts- und Fiskalpolitik in zunehmendem Masse *planetar* durchsetzen. Niemand findet es unlogisch, dass kein wirklicher Währungswettbewerb herrscht. Weil wir die Erde nicht mehr in Teilen denken wollen, sondern als einen einzigen blauen Planeten. Als System, das wir im Sinne einer globalen Insularität zu *beherrschen* in der Lage sind.

## KAPITEL 5

### Voraussetzungen: gegeben, jedoch prekär

Am Beispiel der Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik Japans haben wir die notwendigen Voraussetzungen für deren «Erfolg» herausgearbeitet – wenn man 25 Jahre Stagnation als Erfolg bezeichnen darf. In der Folge wollen wir diese Voraussetzungen auf die stipulierte «globale Insularität» umlegen und dann die Frage zu beantworten versuchen, wie lange es «so» weitergehen kann. 25 Jahre? Ewig? Oder nur noch ganz kurze Zeit, weil, wie viele sagen, «das Pulver nun verschossen» sei?

Als *erste Voraussetzung* haben wir die Abwesenheit einer japanischen Aussenschuld genannt. Die Welt sieht, abgesehen von der eben erwähnten Abwesenheit einer Währungsvielfalt, in ihrer ganzen Diversität zwar ziemlich anders aus. Soeben war ja noch die Rede von einer europäischen Staatsschuldenkrise, hervorgerufen durch enorm hohe Aussenschulden von Ländern wie Griechenland, Portugal, Spanien, Irland oder Italien. Was aber passierte im Verlauf der letzten Jahre? Bei Lichte besehen erfolgte doch nichts anderes als eine Internalisierung dieser Schulden auf höherer Ebene, nämlich auf der Ebene der Euro-Zone! Die über Garantieverprechen von Mitgliedsländern konstruierte Architektur von Haftungskaskaden bei EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) und ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus), das Target2-System zwischen EZB und den einzelnen Zentralbanken der Euro-Mitgliedsländer, der wiederum mittels Garantieverprechungen (und ohne einbezahltes Eigenkapital) etablierte Europäische Investitionsfonds: Sie alle zielen doch im wesentlichen darauf ab, dass die Fälligestellung von Schulden nie mehr zu einem von dritter Seite herbeigeführten Problem werden kann. Maastricht-Verträge hin oder her, Europa hat über die letzten Jahre sein Schuldenproblem «japanisiert» und ist vordergründig dadurch sicherer geworden. «Stability for our Time!» trifft hier ganz gewiss zu.

Etwas anders, aber im Effekt doch wieder ähnlich, erweist sich die Situation um die amerikanische Aussenschuld, welche derzeit bekanntlich etwa 6'000 Milliarden US-Dollar beträgt und sehr wesentlich von Gläubigerländern wie China und Japan (1'200 bzw. 1'100 Milliarden) getragen wird. Der *Internalisierungseffekt* liegt in diesem Falle in der unausweichlichen wirtschaftlichen und – bei Japan – sicherheitspolitischen Symbiose zwischen den Parteien. Weder China noch Japan wären faktisch in der Lage, von ihren Gläubigerrechten Gebrauch zu machen. Die chinesische Industrieproduktion, Rückgrat des Beschäftigungsgrads, hängt sehr wesentlich vom Absatz in den USA ab. Dies, solange im Land der Mitte der Binnenkonsum nicht abhebt. Die Chinesen können kaum anders, als den amerikanischen Konsum vorzufinanzieren und dafür über die Kapitalverkehrsbilanz amerikanische Treasury-Bills zu erwerben. Japan seinerseits ist als exponierter Randstaat im Pazifik auf Gedeih und Verderben (mit zunehmendem Widerwillen?) vom amerikanischen Schutzschirm abhängig und muss seinen Aussenhandel im wesentlichen ohnehin in der US-Währung vollziehen.

Die Problematik weit überhöhter Schuldenstände sowohl in Europa als auch in den USA wird mit andern Worten stark relativiert durch internalisierende Effekte, welche sich durch entsprechende stabilisierende Strukturen beziehungsweise durch faktische Abhängigkeiten zwischen Schuldner und Gläubigern ergeben. So nackt und allein wie Argentinien steht kaum ein Schuldnerland der Welt da, und insofern erlaubt dies bei weitem höhere – wir meinen, bei weitem

zu hohe! – Schuldenstände, als dies unter normalen Umständen der Fall wäre.

Als *zweite Voraussetzung* für die stabilisierende Stagnation in Japan nannten wir das Vorhandensein einer Art impliziten Eigenkapitals in Form eines theoretisch möglichen Federstrichs, bei der Schulden und Guthaben gegenseitig aufgehoben würden. So leicht solches in insularen Verhältnissen wie Japan oder Zypern (!) vorstellbar ist, so schwierig erweist sich diese Vorstellung auf globaler Ebene. Das stimmt aber nur bedingt. Denn eigentlich stecken wir doch mitten in diesem Prozess: Die finanzielle Repression entspricht ja nichts anderem als einer subtilen, enorm langsamen Enteignung der Sparer und Anleger zugunsten eines überschuldeten Systems, das mit höheren Zinsen nicht überleben könnte. Die Folgen dieses «*Federstrichs auf Raten*» sieht man beispielsweise bei den laufend zu sanierenden Pensionskassen. Vor kurzem wurde in der Schweiz erstmals von einer notwendigen Rentenkürzung gesprochen. Das war bis anhin ein Sakrileg. Der faktische Wegfall risikoarmer Anlagen führt zu Notlagen, die entweder durch Inkaufnahme einer geminderten Rendite oder durch eine erhöhte Risikoprämielastigkeit bei den Anlagen gelöst werden müssen. In beiden Fällen ist der Sparer der Geschädigte. Enteignet eben, auf indirektem Wege. Vorstellbar sind aber auch explizitere Vorgehensweisen. Zypern wurde schon genannt; das Bargeldverbot geistert seit einiger Zeit durch die Medien. Wenn sämtliche Guthaben der Bürger einmal auf kontrollierbaren Bankkonten liegen, wird sich der Federstrich einfacher gestalten. Die früher vorhandenen Ausweichmöglichkeiten zur Systemdiversifikation wurden mittlerweile durch den Automatischen Informationsaustausch und den amerikanischen Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) auch gekappt. Fazit: Auch in diesem Bereich der impliziten Residualgrösse des Federstrichs erweist sich das globale Finanzsystem als deutlich insularer; in vielerlei Hinsicht ist kein Ausweichen mehr möglich.

*Drittens* sprachen wir im Falle von Japan von einer geradezu atemberaubenden *politischen Stabilität*, welche selbst durch 25 Jahre offenkundigen Misserfolgs nie wirklich in Frage gestellt worden ist. Gibt es so etwas auch im globalen Kontext? Nein – und doch auch ja. Zunächst selbstverständlich einmal nein, wenn man an all die grösseren und kleineren Kriegsschauplätze, an die Provokationen durch Russland, an den internationalen Terrorismus, an die Herausforderung durch die Migrationsströme denkt. Für uns steht ausser Frage, dass Kräfte der Re-Nationalisierung weiterhin Aufwind erhalten. Aber gefährdet das die weltpolitische Stabilität im Grossen und Ganzen? In vielerlei Hinsicht stimmt nämlich auch das Gegenteil: Sicherheitspolitisch ist der globale Primat der USA unangefochten. Am amerikanischen Markt kommt keine Weltmarke vorbei (was das bedeutet, erfährt zurzeit der Volkswagenkonzern schmerzlich). Commodities werden nach wie vor fast ausschliesslich in US-Dollar gehandelt.

## Aber «ewig»?

Eine echte weltpolitische Herausforderung gab es bis anhin für diese *pax americana* kaum; entsprechend wechselt zwar ab und zu das Personal, aber es gab seit sehr langer Zeit kaum mehr echte historische Brüche. «Stability for our Time!» war und ist die Devise, und sie beruht auf der Annahme beziehungsweise vielleicht auch eher auf der Illusion oder Selbsttäuschung, dass die anstehenden Probleme irgendwie gesamthaft lösbar seien. Cum grano salis kann dasselbe über die Verhältnisse in Europa gesagt werden. Auch hier kommt man angesichts aller offenkundigen Misserfolge nicht um das Prädikat «atemberaubend» herum, mit welcher Selbstverständlichkeit sich die technokratischen Eliten an der Macht halten und ihre sie stabilisierenden Strukturen pflegen können. Europa ist in vielerlei Hinsicht zur Insel geworden, von der es kaum ein Entrinnen gibt.

*Viertens* nannten wir schliesslich im Fall Japans das *Fehlen* eines irgendwie gearteten *Entwertungsdrucks*, welcher die Notenbank zwingen würde, ihre Zinspolitik zu verändern, das heisst restriktiver zu gestalten. Wenn etwas echt globaler Natur ist, dann gewiss die durch die technische Entwicklung gegebene Serie von Angebotsschocks, welche jeglicher Teuerung laufend den Wind aus den Segeln nimmt. Diese historisch einmalige Situation ist notwendige Voraussetzung für die global wirksame Tiefzinssituation. Dank der stupenden Erweiterung des Angebots können sich die Notenbanken eine Geldpolitik leisten, die sonst undenkbar wäre. Dass umgekehrt die tiefen Zinsen notwendig seien, um in dieser Situation eine Deflation im Sinne der Nachfragesteuerung zu bekämpfen, ist ökonomisch nicht zwingend, auch und wenn gerade das von Notenbankverantwortlichen immer wieder behauptet wird. Das Gespenst der nachfrageinduzierten Deflation ist lediglich eine willkommene Entschuldigung für die abenteuerliche Geldpolitik.

Fassen wir zusammen: Wenn auf den ersten Blick die Vorstellung der «globalen Insularität» und mithin einer gewissen Ähnlichkeit der seit der Finanzkrise weltweit betriebenen Geld-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik zur seit 25 Jahren gültigen japanischen Situation absurd erscheint, erweisen sich doch die verschiedenen Bestimmungsmerkmale und Voraussetzungen als *hinreichend gegeben*, um den Vergleich und die sich daraus ergebenden Implikationen zumindest als *Arbeitshypothese* zu akzeptieren. Folgerung, und damit verweisen wir auf die anfänglich gestellten Fragen: Ja, es kann «so» deutlich länger weitergehen. Die mit der Systemsteuerung und -aufrechterhaltung Beschäftigten werden alles daran setzen, dass es möglichst lange so bleibt, und werden die gehabten Muster ostinat repetieren. Reale Probleme werden weiterhin schamlos schöngeredet, die eigene Position als alternativlos deklariert. Und weil «Stability for our Time!» zumindest kurzfristig eine angenehme Vorstellung ist, werden das ganz viele, auch grundsätzlich davon negativ Betroffene, ebenso sehen.

Die Diskussion der vier Voraussetzungen für die Persistenz japanischer Verhältnisse hat bei aller – vorsichtigen – Bejahung für deren Vorhandensein auch auf globaler Ebene gezeigt, dass sie jedoch auch in höchstem Masse prekär sind. So kann die Serie von Angebotsschocks und der daraus resultierende globale Kapazitätsüberhang («Output Gap») auch einmal zu Ende gehen, zum Beispiel dann, wenn zu viele reale Produktionskapazitäten infolge von Preisreduktionen obsolet oder geschlossen werden. Vielleicht ergibt sich beim Erdöl noch in diesem Jahr eine entsprechende Situation. Viel grundsätzlicher scheint uns die Frage nach der Berechtigung einer planetaren Sichtweise und mithin die entstandene «globale Insularität» generell zu sein. Gleiche – gleich extrem tiefe – Zinssätze für alle: Wird eine solche Vereinfachung der Situation auf Seiten des Finanzsystems den effektiven, realen Gegebenheiten der Welt gerecht? Ist die Ausradierung von Risikoprämien dank Internalisierung der Aussenschulden ein auf Dauer angelegtes Konzept? Ist es überhaupt denkbar, dass sich die ganze Welt gehört und sich gleichzeitig schuldet, wie das für Japan scheinbar «ewig» funktioniert? Was, wenn dadurch der Verschuldungsgrad noch weiter steigt (was der Fall ist), so dass irgendwann einmal eine Situation entstehen könnte, die das System implodieren lässt? Wir wissen, wir streifen hier schwer verständliche Gefilde. Letztlich bewegen wir uns im Bereich des Russell'schen Paradoxon, nämlich, ob sich die Menge aller Mengen selber auch enthalte oder nicht. Wir vermuten, dass sich das Schuldensystem über die vergangenen vierzig Jahre in Richtung einer solchen (letztlich tautologischen) Entität entwickelt hat, und befürchten, dass es sich, weil von aussen nicht mehr laufend getestet und objektiviert, selber aufhängt.

Die *Gefährdung* der Situation kommt unseres Erachtens aber früher und deutlich praktischer von der offensichtlichen systemischen Achillesferse, der Voraussetzung der *politischen Stabilität*. Was für Japan gegeben ist, kann für die gesamte Welt ganz sicher nicht von Dauer sein. Zu offenkundig sind die Fehlleistungen all jener, welche die «Stability for our Time!» betreiben. So wird die Wirkungslosigkeit der gewählten Geldpolitik nun nicht mehr nur hinter vorgehaltener Hand kritisiert. War Alan Greenspan noch eine Lichtgestalt, so war das schon Bernanke nicht mehr, geschweige sind es denn Frau Yellen oder Herr Draghi. Die während langer Zeit gegebene Unangreifbarkeit der Notenbanken ist geschwunden.

Ähnliches beobachten wir im Bereich des politischen Alltags und Geschäfts. An vielen Orten wird derzeit der *Aufstand geprobt*. Was bis vor ganz kurzer Zeit noch als «alternativlos» galt, sei es Frau Merkel als Bundeskanzlerin, sei es das Verbleiben Grossbritanniens in der EU, wird plötzlich relativiert. Figuren,

denen man bis vor kurzem höchstens ephemere Halbwertszeit vorausgesagt hätte, erlangen plötzlich den Status möglicher Kandidaten für die amerikanische Präsidentschaft. Und sozusagen überall auf der Welt verzeichnen politische Kräfte Auftrieb, denen die planetare Vorstellung der Erde ein Greuel ist und die den Reiz der eigenen Scholle predigen. Die in obstinater Manier durch die Instanzen übergeordneter Rangordnung praktizierte Verwässerung des Besitzstands – sei es durch schlecht geordnete und übertrieben grosszügige Zuwanderung, sei es durch Internalisierung von Schulden, mit denen man bis anhin nichts zu tun hatte, sei es durch Aufzwingen einer Währung, die man gar nicht wollte, sei es durch die Drohung der Bargeldabschaffung – führt bei einer wachsenden, bisher schweigenden Mehrheit zu einem gefährlichen Gefühl der Machtlosigkeit, des nicht Ausweichenkönnens, des Ausgeliefertseins gegenüber einem unkontrollierten und unkontrollierbaren System. Das ist der Boden, auf dem der Populismus gedeiht.

Die «globale Insularität» lässt *keine Diversifikation* zu, das ist das Problem. Aber Diversifikation ist unseres Erachtens gleichzeitig die stärkste ökonomische Kraft, das grösste Bedürfnis der Menschen überhaupt. Denn nur Diversifikation lässt echten ökonomischen Gewinn entstehen. Das weiss der Mensch oder spürt es zumindest implizit. Deshalb und völlig zurecht das enorme Unwohlsein in der «Stability for our Time!». Nicht umsonst haben vorsichtig formulierte Andeutungen des chinesischen Notenbankgouverneurs Zhou Xiaochuan zu Beginn dieses Jahres, von der weitestgehenden Dollar-Orientierung der chinesischen Zentralbank in Richtung eines veritablen Währungskorbes überzugehen, die Finanzmärkte in helle Aufregung versetzt. Was für einen Notenbanker das Ausweichen auf einen Währungskorb ist, kann für den Normalbürger vielleicht eine Kryptowährung sein. Auch diese Entwicklung macht die Anhänger bedingungsloser Stabilität nervös.

Wir denken, dass das Unwohlsein durchaus das Potential hat, der ostinaten Repetition des immer gleichen Musters in nächster Zeit ein Ende zu bereiten. Die Finanzmärkte zeigten anfangs Jahr bereits, dass ihnen Sprengkraft innewohnt, und wir können uns sehr gut vorstellen, dass die nächsten Turbulenzen von den Notenbanken nicht mehr akkommodiert werden können. Mahan Esfahani musste anfangs März in Köln sei ostinates Cembalospiele abbrechen. Jener Tumult war unberechtigt. Das Ende des geldpolitischen Spiels ist jedoch unabwendbar.

KH, 21. MÄRZ 2016

---

M1 AG  
Postfach 344, Museumstr.1  
9004 St.Gallen – Schweiz  
Telefon +41 (0) 71 242 16 16  
Telefax +41 (0) 71 242 16 17  
[info@m1ag.ch](mailto:info@m1ag.ch)

---

Abonnieren: [www.bergsicht.ch](http://www.bergsicht.ch)