

VERZERRTE WELT

Ein Thesenpapier zur Situation an den Güter- und Finanzmärkten im Gefolge der Coronakrise



M1 AG
Museumstrasse 1
9004 St.Gallen
Schweiz
+41 71 242 16 16
info@m1ag.ch

www.m1ag.ch

Dr. Konrad Hummler
Nick Huber, B. A. HSG
Chris Prevost, B.A. HSG

Abstract

Im Zuge der Corona-Pandemie von 2020 verdüsterten sich die Aussichten für die Weltwirtschaft stark, gleichzeitig erhöhte sich die Verschuldung von Staaten, Staatengruppen, Unternehmungen und Privaten noch einmal massiv. An den Finanzmärkten kam gleichzeitig Hochstimmung auf.

Wie ist das erklärbar?

Die Autoren dieses Thesenpapiers verweisen auf ein Paradox, das besagt, dass jede Erhöhung des Schuldenstands die Erwartung für eine Verlängerung der Tiefstzinspolitik durch die Notenbanken nach sich zieht, welche mithin die Finanzmärkte beflügelt beziehungsweise die Risikoprämien senkt. Sodann wird der Frage nachgegangen, unter welchen Bedingungen diese Art von Geldpolitik überhaupt möglich ist. Die Autoren beschreiben eine Sondersituation von vier realen Gegebenheiten, welche den Notenbanken den dazu notwendigen diskretionären Spielraum verschaffen.

Am Schluss wird die Frage gestellt, wie stabil diese Konstellation von Sonderfaktoren ist und was der Auslöser für einen Paradigmawechsel wäre.

Einleitung

Den Zeitläuften folgend und der Not gehorchend sind wir alle mittlerweile zu Experten in Viro-, Infektio- und Epidemiologie geworden und wissen als gewiefte Freizeitstatistiker mit exponentiellen Ausbreitungsmustern und der Reproduktionszahl R für den Erreger SARS-CoV-2 umzugehen. Täglich nehmen wir die entsprechenden Schlüsselkennzahlen zur Kenntnis und versuchen uns auszurechnen, ob ein einigermaßen normales Weihnachtsfest vertretbar ist oder sich die Lage wenigstens bis zum Skiurlaub beruhigt haben könnte. Zwar verfügen wir bestenfalls über Halbwissen, was die Natur dieses neuen Halblebewesens betrifft. Das hindert viele aber nicht daran, zum Teil lautstark über jene zu wettern, die – zwar mit nicht viel mehr als ebendiesem Halbwissen ausgerüstet – darüber entscheiden müssen, was man darf und was nicht. Naheliegenderweise verordnen jene sicherheitshalber die schärfsten der gerade noch vertretbaren Massnahmen, denn so wird man ihnen kaum je etwas vorwerfen können – ausser bis vor kurzer Zeit die schwedische Regierung, nun aber vor allem der schweizerische Bundesrat, der sich, vermutlich kraft seiner viel solideren demokratischen Legitimation und föderalistischen Verpflichtung, in der zweiten Welle deutlich mildere Massnahmen als alle anderen europäischen Regierungen leistet. Der Umgang mit Unsicherheit, das Führen in Unsicherheit: Die Fähigkeiten dazu gingen in den letzten Jahren der zumeist linearen Entwicklungen zügig verloren, und dahinter steckt ein weitverbreiteter Mangel an Vorstellungsvermögen und an Akzeptanz, dass alles auch einmal völlig anders werden könnte. COVID hat uns diesbezüglich einiges gelehrt, nicht zuletzt auch im Umgang mit der eigenen Endlichkeit. Wir, die Gesellschaft und ihre Exponenten, sind am Nach- und Aufholen. Die Erkenntnisse daraus werden uns für einige Zeit prägen.

COVID hat aber auch einiges verdrängt. Zum Beispiel das insistente Fragen nach dem **Gesundheitszustand der Weltwirtschaft** und dem Befinden der diese repräsentierenden **Finanzmärkte**. Nach den massiven Kursverlusten im Frühjahr 2020 und den sich damals überbietenden Horrorszenarien von Prognostikern ist Ruhe eingeekehrt, wohlige Zuversicht sozusagen. Als wäre insgesamt nichts geschehen, als würde alles wie ante Corona weitergehen. Dabei liegen ganze Sektoren wie der Tourismus, die Luftfahrt, ein grosser Teil der Hotellerie, der Genussmittel-, Luxusgüter- und Eventbereich, Sport und Kultur insbesondere, am Boden. Aber who cares? Die Aktienindizes haben sich seit den Tiefstständen im Monat März gehörig erholt, ja notieren teilweise höher als je zuvor, so, als wäre nichts geschehen. Zwar befürchtet man für die diesjährigen Unternehmensgewinne, vermutlich zurecht, Schlimmes und Schlimmstes. Aber was soll's, die Bewertungs-Multiples verweilen bis auf weiteres in einsamer Höhe. Man tröstet sich einfach mit den offenbar intakten Mittelfristaussichten und verweist auf die **tiefen Zinssätze**, welche selbst höchsten Notierungen noch den Segen mathematischer Vertretbarkeit verleihen.



Nichts liegt uns ferner, als die Cassandra oder den Spielverderber geben zu wollen. Wenn das System tatsächlich so robust, so resilient ist, wie es sich in der Coronakrise erwiesen hat, dann freuen wir uns mit allen anderen Marktteilnehmern darüber. Dennoch meinen wir, dass die Bedingungen für diese angebliche Robustheit und Resilienz ergründet werden müssen. Denn es könnte ja auch sein, dass – vielleicht zufälligerweise – eine Konstellation eingetreten ist, welche Robustheit und Resilienz vorspiegelt, derweil das Fundament tönern und bröcklig ist. Das vorliegende Thesenpapier will mit gesunder Skepsis die Debatte darüber anstossen.

Heile Welt zuvor?

Versuchen wir, uns den Zustand der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte ante Corona vorzustellen, was übrigens, posttraumatisch, ziemlich schwerfällt. Schon die Alten Griechen träumten vom „Goldenen Zeitalter“, und so neigen auch wir dazu, die Leichtigkeit des Daseins vor der Coronakrise zu überhöhen. Gewiss, wir konnten uns noch frei bewegen und tun und lassen, was wir wollten. Niemand dachte an Kurzarbeit, an Entlassungen, an bevorstehende Konkurse, und schon gar nicht an überfüllte Intensivpflegeabteilungen in den Spitälern zivilisierter Länder.

Dennoch, ganz so problemlos präsentierte sich die Welt Ende 2019 nun doch auch wieder nicht. Ein paar Stichworte:

- Der amerikanisch-chinesische Handelskonflikt war alles andere als gelöst. Zwar hoffte man auf eine positive Wendung vielleicht, ganz vielleicht am WEF 2020 in Davos. Aber die dem Konflikt zugrundeliegende Disparität zwischen Produktionsbedingungen auf beiden Seiten des Pazifiks wäre in jedem Falle bestehen geblieben, Strafzölle und Versöhnungsgesten hin oder her.
- Der Streit um die Atombewaffnung marginaler Staaten wie Nordkorea und Iran war in vollem Gange, die Reihen ursprünglich verbündeter Nationen waren hingegen alles andere als geschlossen. Die USA setzten einmal mehr auf das Instrument von Sanktionen, die im Fall von Nordkorea vor allem durch China, im Falle von Iran durch Russland, durch die Türkei und durch wiederum China unterlaufen und von den Europäern nur halbherzig unterstützt wurden.
- In Syrien, im Irak, in Afghanistan schuf militärische Macht Fakten, die nicht den Regeln eines zivilisierten globalen Zusammenlebens entsprechen; die Teilannektierung ukrainischen Bodens, insbesondere der Krim, durch Russland war längst durch die internationale Gemeinschaft geduldet, auch wenn Sanktionen vorderhand aufrechterhalten wurden. Ähnliches im südchinesischen Meer, wo neu erbaute, künstliche Inseln vor den Philippinen mit Zähne-



knirschen hingenommen wurden – durch einen amerikanischen Präsidenten, der offene Konflikte mehr scheute als grosse Worte. Insgesamt begann sich der seit langem angestossene **Megatrend** zu mehr und noch **mehr Globalisierung** als **brüchig** zu erweisen. Der Zerfall der Welt in Interessengebiete wurde immer sichtbarer; eine gewisse „**Re-Regionalisierung der Welt**“ schien die Oberhand zu gewinnen.

- Die Weltwirtschaft war insgesamt auf Wachstumskurs. Die USA verzeichneten die tiefste Arbeitslosenquote seit langer Zeit, Chinas Bruttoinlandprodukt wuchs mit satten 6 Prozent, und sogar in Europa und Japan schien die Delle von 2018 ausgestanden. Unter der relativ glänzenden Oberfläche gab es aber schon damals einige Baustellen, von denen wir hier vor allem den Automobilbau in Deutschland und anderswo hervorheben wollen. Nachwehen des Dieselskandals, ein aggressiver Gesetzgeber, verunsicherte Kunden und wohl auch eine Portion strategischen Ungeschicks in den Führungsgremien kündeten den perfekten Sturm an, der dann 2020 zusätzlich von der Coronakrise überlagert wurde. Derweil feierte der Automobil-Newcomer Elon Musk in den USA einen Erfolg nach dem andern als Rattenfänger für billiges Kapital.
- 2019 war ein ideales Jahr für den Anleger gewesen. Es ging einfach gar nichts schief. Die Ende 2018 durch eine geharnischte Intervention des amerikanischen Präsidenten herbeigeführte nochmalige Lockerung der Geldpolitik durch das Fed sorgte für Höchstnotierungen an den Obligationen- wie auch an den Aktienmärkten. Ein harmloses, gemischtes Portefeuille konnte im Jahr 2019 gut und gerne eine Rendite von 20 oder 25 Prozent erwirtschaften. Die gute und durch wenig Sorgen gequälte Stimmung widerspiegelte sich auch in den sehr tiefen Volatilitäten, welche zur Absicherung gehabter Indexstände geradezu herausforderten, als aus China erste Nachrichten über ein neuartiges Virus die Welt erreichten.
- **Geldpolitisch induzierte Hochstimmung:** So könnte man die Lage ante Corona wohl am trefflichsten beschreiben, und dahinter die Annahme der Marktteilnehmer, dass die lockere Geldpolitik wohl noch für längere Zeit analog weitergeführt wird, ja werden muss, denn die Notenbanken könnten sich nicht leisten, die Finanzierung von Staatskassen und Wirtschaft durch Beendigung ihrer Interventionen an den Kapitalmärkten oder gar durch höhere Zinsen zu gefährden. „Quantitative Easing“ war gewissermassen bereits Geschichte – mit dem Aufkauf von Anleihen jeglicher Art in eigener Währung hatte man sich faktisch längst der direkten Staats- und Wirtschaftsfinanzierung durch die Notenbanken angenähert und versucht seither lediglich noch, den Sachverhalt semantisch zu vertuschen.
- Daraus ergab sich zu Beginn des Jahres 2020 ein Stabilität schaffendes, ja Hochstimmung hervorrufendes **Paradox:** Nämlich, dass **dank hoher Verschuldung** die künftige **Geldpolitik locker bleiben muss**. Wer sich die Mühe nimmt, die damaligen Berichte und Prognosen von Finanzanalysten noch einmal zu lesen, der kann unschwer feststellen, dass die allermeisten am Ende genau so argumentierten: Die Verschuldung ist (zwar) objektiv gesehen



viel zu hoch und als solche nicht nachhaltig, die Verschuldung wächst (nicht zuletzt wegen der tiefen Zinsen) zu rasch, aber weil das so ist, wird an den Märkten nichts Schlimmes geschehen. Die Notenbanken müssen uns immer wieder retten, whatever it takes. Sie können gar nicht anders.

- Und sie können es, die Notenbanken. Denn sie können ja nicht pleite gehen. So der Kurzbescheid der „Modern Monetary Theory (MMT)“. Inflation? Das war einmal. Das Problem unserer Zeit sei **nicht Inflation, sondern Deflation**, so der generelle Tenor aus Notenbankkreisen.

Der Glaube an eine benevolente Instanz namens Notenbank, die immer wieder alles richten kann, wurde im Verlauf des Jahres 2019 und bis zum Beginn der Coronakrise zu einer Art gelebten **neuen Normalität**, die erst zu ihrem Ende kommen würde, wenn einmal etwas ganz Besonderes geschähe.



Die zwei Überraschungen von 2020

Etwas Besonderes geschah dann, wie wir wissen. Das offenbar äusserst multiplikationsfähige, aber nur selektiv gefährliche Virus SARS-CoV-2 bahnte sich im Januar des Jahres 2020 seinen Weg von China über Japan und Italien in alle Welt. Die Lebensweise der offenen, global durcheinanderquirlenden Gesellschaft entpuppte sich als idealer Nährboden für das neuartige Halb-lebewesen. Die Welt, vor allem die westliche, wurde in verschiedener Hinsicht überrascht. So existierten zwar vielerorts Pandemievorbereitungen mit teilweise erstaunlich treffgenauen und detailreich vorweggenommenen Abläufen eines solchen Ereignisses, doch waren diese Vorbereitungen in irgendwelchen Schubladen von Amtsstellen mit völlig andersartigen Prioritäten versorgt worden, mit der Folge, dass es zu Beginn der Krise am Nötigsten mangelte: an Masken, Beatmungsgeräten, ausgebildetem Personal und an der Fähigkeit zum Führen in der Krise. Das Vertrauen auf eine ziemlich lineare Fortsetzung der oben stipulierten „neuen Normalität“ hatte eben auch und gerade bei jenen Instanzen und Behörden Einzug gehalten, die eigentlich stets für den Ernstfall gewappnet sein müssten.

Die Einsicht, dass es ernst gilt, begann in Europa erst gegen Ende Februar wirklich zu wachsen, in den USA noch später, derweil in China längst ganze Landesteile und grosse Städte abgeriegelt worden waren. Der Trigger für die zum Teil dann hastigen Aktivitäten europäischer Regierungen waren gewiss die haarsträubenden und beängstigenden Bilder aus Italien. Interessant ist, dass auch an den Finanzmärkten relativ lange gezögert wurde, die ausserordentliche Lage als solche zu erkennen. So blieb es in den ersten Februarwochen an den Börsen recht ruhig, am 19. Februar wurden an der Nasdaq sogar noch Höchststände verzeichnet, als die Börse

von Shanghai einen ersten Absturz erlebt hatte. Noch glaubte man also, dass das Problem COVID regional eingrenzbare sein würde. Ab dem 20. Februar wurde dieser Optimismus dann aber schlagartig im Keim erstickt und die Weltbörsen schienen ins Bodenlose zu stürzen. Am 23. März notierte der Weltindex MSCI World bei -32 Prozent.

Es kommt sehr selten vor, dass sich durch genaues Hinschauen auf Nachrichten und entsprechende Analysearbeit an den Finanzmärkten Geld verdienen lässt. Zwar versuchen dies praktisch alle Marktteilnehmer laufend, aber zumeist sind die aggregierenden, antizipierenden Kräfte an den Märkten schneller als der analytische Verstand Einzelner. Diesmal war es anders: Die grosse Mehrheit der Anleger wollte und wollte nicht glauben, dass ein gröberes Problem auf die Staatenwelt und die Weltwirtschaft zukommt, wollte sich nicht eingestehen, dass es mit der „neuen Normalität“ einstweilen vorbei sein könnte. Verführerisch war gewiss auch der relativ harmlose Verlauf der chinesischen Aktienbörse; sie korrigierte die Verluste vom Februar bereits im März 2020 wieder nach oben. Und die Chinesen mussten es ja am besten wissen, wie gefährlich oder harmlos COVID in Tat und Wahrheit ist, dachte man.



Geld verdienen bei einem absehbaren Börsenabsturz: Das war diesmal wohlfeil aufgrund der sehr tiefen Volatilitäten, die sich ihrerseits aus der „neuen Normalität“ beziehungsweise der damit einhergehenden fröhlichen Gelassenheit Ende 2019 nährten. Absichernde Optionen waren noch bis in den Monat Februar hinein spottbillig. Die Investition einiger weniger Performance-Prozente aus dem Vorjahr genügte, um ein Gesamtportefeuille fürs Jahr 2020 satt abzusichern. Man hätte es nur tun müssen...

Was bewegte die Märkte, als sie dann dennoch und relativ spät, aber heftig, korrigierten? Zunächst selbstverständlich das hohe Mass an **Unsicherheit** über die effektive Gefährlichkeit der neuen Krankheit, über deren wahrscheinliche Ausbreitung in der Welt, über die Möglichkeit der Eindämmung beziehungsweise Verlangsamung, über das Eintreffen eines wie auch immer wirksamen Impfschutzes, und so weiter. Virologische und epidemiologische Fragen mithin, die zum Teil bis heute nicht wirklich schlüssig beantwortet sind.

Sodann aber beschäftigte, in ökonomischer Hinsicht, die Frage, wie die Weltwirtschaft auf diesen sehr spezifischen exogenen Schock reagieren würde. Denn der rasch applizierte Lockdown in China liess Knappheiten in der Güterversorgung, im sogenannten „Procurement“, erwarten. Die Wertschöpfungsketten sind heute global enorm arbeitsteilig und feingliedrig vernetzt. Wie würde sich der Ausfall der grossen Produktionsstätte China auswirken? Als negativer **Angebotsschock**, gegen den geldpolitische oder auch fiskalische Mittel kaum etwas ausrichten könnten? Müsste aufgrund der Knappheiten nicht Inflation aufkommen? Doch auch die **Nachfrageseite** bereitete **Sorgen**. Wie würden ganze Gesellschaften auf eine absehbare Aus-

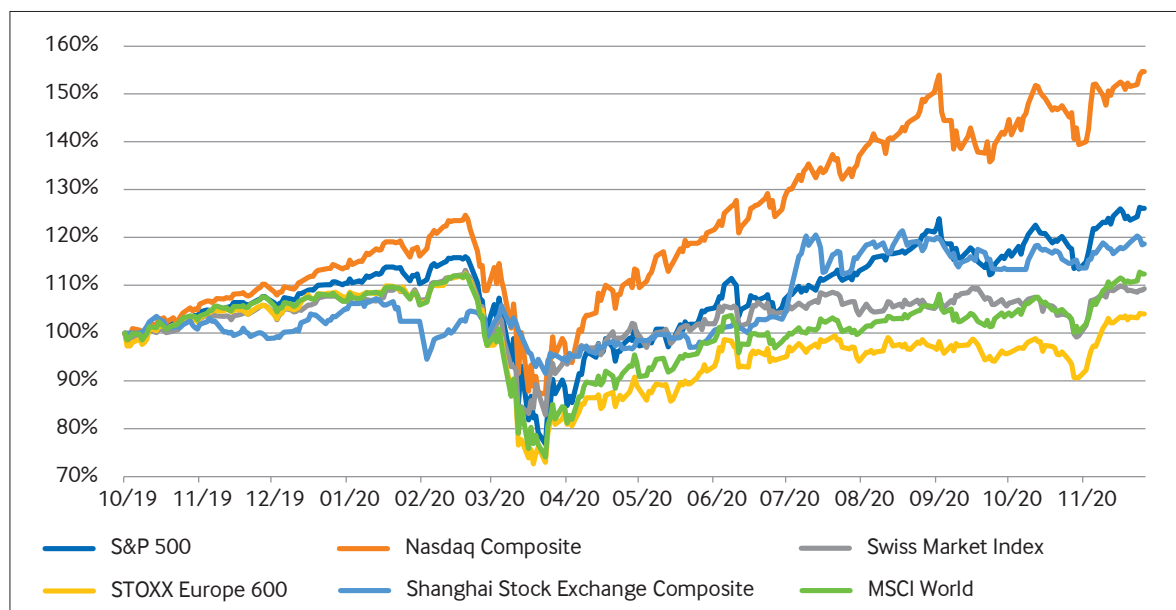
gangssperre und auf Reisebeschränkungen reagieren? Wie hoch wäre der Rückgang in der aggregierten Nachfrage zu veranschlagen? Wäre deshalb ein weiterer Abwärtsruck in der Deflationsspirale denkbar? Schliesslich: Könnte die Weltwirtschaft aus der Kombination von Güterknappheit und realer Konsumdämpfung in Richtung Stagflation abgleiten, dem wohl unheimlichsten aller Wirtschaftsszenarien?

Vorstellbar war vieles, und die fallenden Aktienkurse widerspiegelten dies in Echtzeit. Auch der Obligationenmarkt kam in Bewegung, indem die vorher beinahe inexistenten Risikoprämien plötzlich aus der Versenkung auftauchten, dies namentlich bei Unternehmensanleihen und bei Staatsschuldnern mit angeschlagener Bonität. Die Volatilitäten an den Zins-, Aktien- und bis zu einem gewissen Grad auch den Währungsmärkten schnellten in die Höhe, und es schienen jene recht zu bekommen, die mit der Coronakrise auch die ultimative Krise des Weltwirtschafts- und Finanzsystems vorausgesagt hatten.



Wer hätte das gedacht?

Der Kursverlauf von Aktien im Coronajahr (in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Doch weit gefehlt! Nach dem 24. März ging es wieder aufwärts, und zwar rascher, als dies irgendjemand erwartet hatte. Ja, man kann füglich sagen: Die **grosse Überraschung** des Jahres 2020 war nicht die Pandemie, denn man hat sie kommen sehen oder hätte sie kommen sehen müssen. Es war auch nicht der Börsenabschwung von Ende Februar. Nein, vielmehr war es der **Aufschwung** gegen Ende März, und vor allem war es auch dessen langanhaltende Dauer. Aus einer gewissen Distanz kann man die folgenden Gründe dafür anführen:

- Die erste Infektionswelle flaute in Europa ab, was anhand der Zahlen für wache Augen schon Mitte März sichtbar wurde. Die Chinesen hatten die Krankheit schon zuvor eingedämmt, aber man glaubte ihnen (noch) nicht.
- Chinesische Betriebe nahmen, unter grössten Vorsichtsmassnahmen zwar, ihren Betrieb wieder auf. China schaltete auf Produktionsmodus, und das bald zwei- und dreischichtig. Die Versorgungslücken wurden wieder gefüllt, und der Westen wurde mit chinesischen Masken versorgt.
- Die westlichen Staaten und Notenbanken sorgten mit exorbitanten **fiskalischen Versprechungen** beziehungsweise **Interventionen** am Markt für eine Erwartungsbildung, welche die Coronakrise zur Episode schrumpfen liess und einen Wachstumsschub für 2021 und darüber hinaus verhies. Die amerikanische Fed erhöhte ihre Bilanzsumme durch Käufe von Wertschriften zwischen Februar und Juni 2020 um rund 70 Prozent oder 3 Billionen US-Dollar, was den Umfang der getroffenen Massnahmen in etwa erahnen lässt; alle übrigen relevanten Notenbanken handelten ähnlich, nicht zuletzt auch „unsere“ SNB, letztere allerdings nicht in eigener Währung. Das trillionenschwere Corona-Massnahmenpaket der Europäischen Union, das vorderhand in noch ungeklärtem Verhältnis zum früher versprochenen Klima-Paket steht, harrt nun allerdings noch der Umsetzung ins jährliche Budget. Die EU wird Wege finden, um das zu bewerkstelligen, denn einmal mehr steht die Schuldnerstellung von Ländern wie Italien auf der Kippe, und einmal mehr geht es ja gar nicht um Italien allein, sondern um Gedeih und Verderben europäischer und vor allem deutscher Banken.
- Es blieb aber nicht nur bei Versprechungen, sondern es kam auch zu handfester Liquiditätshilfe für die durch den ersten Lockdown gebeutelten Unternehmungen. Ihnen wurde in beispielloser Manier flächendeckend liquide Mittel zugeführt. In der Schweiz erfolgte die Verteilung gesprochener (Darlehens-)Hilfe über das bestehende Bankensystem und war damit sehr rasch und effizient. Ein starkes, Mut machendes Zeichen war gesetzt.
- Die globale Versorgung erwies sich, abgesehen von der Anekdote des Toilettenpapiers und den obrigkeitlichen Versäumnissen bei Masken und medizinischen Apparaturen, als erstaunlich resilient. Dies trotz massiven Ausfällen im Flugverkehr. Die Preise für Schiffsfracht stiegen im Frühsommer 2020 deutlich an, was umgehend zu einer besseren Diskriminierung zwischen Wichtigerem und weniger Wichtigem führte und so die globale Logistik elastisch erhielt – ein künftiges Paradebeispiel für ein Lehrbuch in Mikroökonomie!

Doch all dies ist phänomenologische Oberflächenbetrachtung und nicht hinreichend analytisch. Denn es betrifft eigentlich nur die linke Seite der Bilanz, die Aktivseite der Corona-Massnahmen. Ja, es trifft durchaus zu: Es wurde gehandelt, es wurde wohl auch richtig gehandelt, und auch noch relativ rasch. Den Kern der Ursache für den massiven, anhaltenden Börsenschwung trifft dies jedoch nicht. Wir müssen vielmehr die Finanzierungsseite der Corona-Massnahmen mitberücksichtigen. Hier zeigt sich, dass sich durch Corona **die Verschuldung**



noch einmal massiv erhöht hat. Ja, man könnte sagen, dass sich die künftige Verschuldung sogar fast grenzenlos, unkontrolliert erhöht hat, denn wir wissen ja noch lange nicht, wo und wann der durch die Pandemie ausgelöste Finanzbedarf zur „Rettung“ von Wirtschaft und Kultur überhaupt ein Ende hat. Die Gesamtverschuldung der EU-Staaten überstieg schon vor Corona die 80-Prozentmarke im Verhältnis zum EU-BIP. Nach Corona und die neu etablierte EU-Direktschuld eingeschlossen dürfte der Wert gegen 90, vielleicht 100 Prozent steigen. Die Maastricht-Grenze lag bei 60 Prozent... *Tempi passati*.

Doch: Ist das weiter schlimm, destabilisierend? Einerseits ja. Denn bei anämischem Wachstum drohen solche Schuldenberge ins Nirwana der Nicht-Rückzahlbarkeit zu entschwinden. Das ist wohl dort der Fall, wo der bei steigenden Zinsen zu erwartende Schuldendienst für (Staats-) Schulden rascher wächst, als es die damit verbundene Volkswirtschaft real kann. Solche Länder gibt es. Irgendjemand wird einmal den Abschreiber vornehmen müssen. Andererseits nein. Denn illusionäre Bilanzpositionen, im europäischen Fall zum Beispiel bei den Target-Salden, lassen sich lange aufrechterhalten, zumal im Bereich des öffentlichen Rechnungswesens, das den Regeln des ehrlichen Kaufmanns enthoben ist. Und ablaufende Altschulden lassen sich leicht refinanzieren, wenn im Hintergrund ein ultimativer Käufer steht. Die EZB nimmt längst diese Funktion wahr, die europäischen Banken dienen ihr fleissig zu und verdienen sich damit ein Zubrot.

Mit anderen Worten finden wir uns post Corona im selben, ja noch **verstärkten Paradox**, wie es zuvor schon bestanden hatte: Je höher die Schuldenlast, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik nicht verändern. Das, und nicht die fiskalischen Versprechungen und der ausgeschüttete Geldsegen, ist der wahre Treiber des Börsenaufschwungs von 2020. Modern Monetary Theory in handfeste Praxis umgesetzt, weil Notenbanken ja angeblich nicht pleitegehen können und Inflation ein Phänomen der Vergangenheit ist. Also weiterhin Geld zum Nulltarif und darunter. Und weiterhin das Gefühl einer „neuen Normalität“ dieses Zustands. Corona hat geradezu überdeutlich vor Augen geführt, wie stabil diese Normalität ist – worum sollen wir uns also Sorgen machen?

Neue Normalität oder Sondersituation?

Am frühen Morgen des 26. Dezembers 2004 konnte man an der thailändischen Küste besonders weit ins Meer hinausmarschieren. Eine Ebbe der besonderen Art hatte das Meer bis zum Horizont verschwinden lassen. Es gab Leute, Touristen, die sich dieses Schauspiel nicht nehmen lassen wollten und den vom Wasser freigegebenen Meeresboden erkunden gingen. Vermutlich fanden sie den neuen Zustand „normal“, jedenfalls nicht beängstigend. Sonst wären



sie in die andere Richtung gegangen oder besser: gerannt. Was ein paar Stunden später kam, war der furchtbare Tsunami, eine Erdbebenwoge besonderer Höhe und Ursache schrecklicher Verheerungen mit über 250'000 Todesopfern innert kürzester Zeit.

Wir können uns dieses Bildes nicht erwehren, wenn wir an die „neue Normalität“ der gegenwärtigen Lage an den Finanzmärkten und die von praktisch allen Notenbanken praktizierte Geldpolitik denken. Hier staut sich unseres Erachtens etwas auf, was sich irgendwann einmal entladen wird, entladen muss, weil es so schlicht nicht sein darf und kann. So steht den Staaten, der Wirtschaft und den Haushalten seit einigen Jahren Geld zu tiefen Zinsen, ja zum Nulltarif zur Verfügung. Wer in aller Welt glaubt denn, dass solche Finanzierungsbedingungen nicht in erster Linie **Sorglosigkeit** bezüglich **zusätzlicher Schuldenaufnahme** zur Folge haben? Dass *nicht* in besonderem Masse „dumme“ Projekte in Angriff genommen werden? „Dumm“ in ökonomischen Sinn, das heisst mit unwahrscheinlichem künftigen Cash-Flow. Dass sich die Staatskassen nicht verschulden, um sinnvolle künftige Infrastrukturprojekte zu finanzieren, sondern um den **Staatskonsum** zu pflegen und zu fördern? Dass Politiker nicht mit laufend abnehmend schlechtem Gewissen in die der Allgemeinheit gehörende Staatsschatulle greifen, um persönliche Vorteile zu erlangen beziehungsweise ihre Wiederwahl zu fördern? Das Problem von Schulden ist doch, dass der geschuldete Betrag fix ist, das Ergebnis jedoch sehr viel, vielleicht aber auch gar nichts wert sein kann.

Nichts gegen die vielen „Soforthilfen“ aufgrund von Corona, nichts gegen die Massnahmenpakete. Aber die Willfähigkeit, mit der in diesem Sommer noch nicht verdientes Geld verteilt wurde, macht uns Sorgen. Von einer gesunden Hemmung scheint keine Spur mehr vorhanden zu sein. Wo sind die besorgten Finanzpolitiker? Die Schuldenbremse, eine segensreiche Schweizer Errungenschaft, wird primär nur noch von Professoren verteidigt. Dabei sind die hiesigen Verhältnisse noch geradezu moderat, wenn man an jene in der EU und den USA denkt. „Helikoptergeld“ entspricht nicht mehr einer absurden Vorstellung exotischer Spät-Keynesianer, sondern ist zumindest indirekt Tatsache geworden, weil die grossen Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks längst zu Geldverteilungsmaschinen mutiert sind. Dass sich mit jeder neuen Geldausgabe ihre Bilanz verschlechtert, scheint niemanden zu kümmern. Denn sie können ja angeblich nicht pleite gehen, so die Vertreter der Modern Monetary Theory.

Ausnahmezustand auch bei den **Risikoprämien**. Sie sind ja üblicherweise Bestandteil eines Zinsbetroffnisses und widerspiegeln die Wahrscheinlichkeit der Begleichung der Annuitäten und der Rückzahlung einer Schuld. Je nach Bonität betragen die Risikoprämien ein, zwei oder auch mehr Prozentpunkte. Dies auch in Abhängigkeit von der Laufzeit, denn in einem länger-dauernden Zeitraum kann mehr passieren als in der kurzen Frist. Risikoprämien sind das wichtigste Steuerungsinstrument für die Kapitalallokation; fehlen sie oder werden sie aus



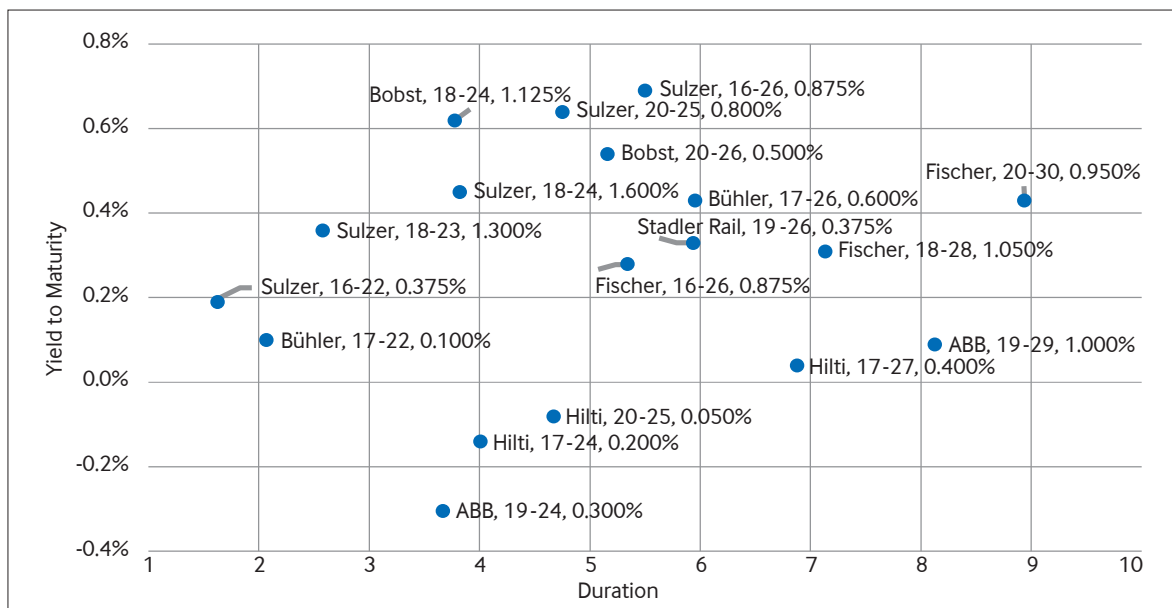
irgendwelchen Gründen nicht sauber generiert und abgebildet, fliesst Kapital in mutmasslich falscher Menge in die mutmasslich falsche Richtung. Risikoprämien gehören zu den **grössten Leistungen**, die ein marktwirtschaftliches System für die Allgemeinheit erbringen kann. Ihr **Informationswert** übersteigt jegliche finanzanalytische Einzelleistung. Denn in einer Risikoprämie steckt die aggregierte und durch Kaufs- und Verkaufstransaktionen untermauerte Sichtweise von Angebot und Nachfrage – Risikoprämien sind ein Abbild von Adam Smiths „unsichtbarer Hand“ schlechthin.

Quantitative Easing und die nachfolgenden Modern Monetary Theory Programme der Notenbanken haben die Risikoprämien am Markt weitgehend eliminiert. Wir untersuchten kürzlich für eigene Zwecke einige Anleihen von Unternehmungen, die wir selber gut kennen und beurteilen können. Das Ergebnis ist klar und deutlich: Es gibt zwar noch einige Bewertungsunterschiede, aber sie bewegen sich im Mikrobereich. Im Wesentlichen können alle betrachteten Unternehmungen die Gratisleihe betreiben.



„Gratis“-Kapital für Unternehmungen

Unternehmensanleihen im Vergleich



Quelle: SIX; eigene Darstellung

Bemerkung: Die Beschriftung folgt dem Muster Unternehmen, Laufzeit, Coupon.

Nun kann man selbstverständlich mit Fug und Recht behaupten, unsere Auswahl habe eben eine besonders unproblematische Gruppe von Unternehmungen betroffen. Ja, bestimmt. Wir haben keine Reiseveranstalter und keine privaten Airlines ausgewählt. Dennoch: Risikolos sind auch die am seriösesten geführten, satt mit Eigenmitteln ausgestatteten Unternehmungen im abgebildeten Zeitraum nicht. Es kann immer etwas passieren, exogen oder endogen, verschuldet oder unverschuldet. Das ist das Wesen von Risiko, und es ist die Aufgabe der

Unternehmensführung, damit umzugehen. Fazit: Die betreffenden Unternehmungen bezahlen als Kapitalempfänger zu wenig für das ihnen inhärente Risiko. Und die Kapitalgeber, zum Beispiel die sich im Anlagenotstand befindenden Pensionskassen, erhalten mit Abstand zu wenig für ihre Risikoübernahme. Pensionskassen: Das sind wir alle. Wir werden zu wenig entschädigt, und das schon seit Jahren und mit dem Opportunitätsverlust des Compoundeffekts, des fehlenden Hebels aus Zinsen und Zinseszinsen. Das entspricht einer dramatischen **stillen Enteignung** insbesondere der jungen Bevölkerung, die noch Zeit für einen Vermögensaufbau hätte.

Es gibt Schuldner, die sich im Umfeld der sogenannten „Systemrelevanz“ bewegen, was gleichbedeutend ist mit der – mehr oder minder – berechtigten Annahme, dass eine dazu befähigte Instanz bereit wäre, dem Schuldner beizustehen, sollte er in Zukunft in eine finanzielle Schiefelage geraten. In der Finanzkrise 2008/09 wurde die Systemrelevanz am Beispiel von Banken konkretisiert, einzelne Institute in Form eines „Bailouts“ durch staatliche Instanzen gerettet und in der Folge die regulatorische Struktur im Bankensystem angepasst, indem systemrelevante Banken einem anderen, verschärfteren Regime unterstellt wurden. Die Coronakrise von 2020 hat den **Katalog der Systemrelevanz** stark **erweitert**. Nun sind auch Luftfahrtunternehmungen, Spitäler, Pharmafirmen und Logistiker systemrelevant, ja, ad absurdum getrieben, auch der Tante-Emma-Laden an der Strassenecke für die von Ausgangssperren und Bewegungsverböten betroffene Bevölkerung. Corona hat so etwas wie die Idee eines Gesamt-Bailouts geschaffen. Der Coiffeur, der Kulturschaffende, der Kioskbetreiber – sie alle wollen ihre Systemrelevanz anerkannt wissen und gerettet werden.

Ist eine Rettung aller durch alle eine mögliche Denkkategorie? Eher nein, denn dies ist in etwa so tautologisch wie der sich am Haarschopf aus dem Sumpf ziehende Baron Hieronymus von Münchhausen. Die derzeit am Markt bezahlten (beziehungsweise eben gerade nicht-bezahlten!) Risikoprämien weisen aber in eine andere Richtung – die Illusion scheint als Realität akzeptiert zu sein. So emittierte die stark angeschlagene Lufthansa AG vor kurzem eine Wandelanleihe in der Höhe von immerhin 600 Millionen Euro. Sie wurde offenbar viermal überzeichnet; der Coupon lag bei 2 Prozent für eine Laufzeit von 5 Jahren. Innert kurzer Zeit notierte der Bond bei 112 und mehr Prozent, erfreut sich also einer regen Nachfrage. An der Konversionswahrscheinlichkeit kann es kaum liegen. Vielmehr steht im Hintergrund die Annahme, die Lufthansa könne und werde nicht untergehen, geschehe was wolle, whatever it takes. Denn im Hintergrund steht über den Anleihsenkauf in eigener Währung ja eine Notenbank, die anscheinend unendlich tiefe Taschen hat. Und die tun und lassen kann, was sie will, ohne durch Verwässerung ihres emittierten Geldes Inflation zu erzeugen...



Neue Normalität oder Sondersituation? Wir können uns nicht mit dem Gedanken abfinden, dass das Ende der (Wirtschafts-)Geschichte solcherart gestaltet ist: Geld von allen für alle, Rettung aller durch alle, Schuldenaufbau ohne Limit, **Verlust der Knappheit** und mithin Verlust eines **Axioms**. Das ist doch eigentlich allzu unwahrscheinlich, gegenwärtige Zinssätze, Risikoprämien und Inflationserwartungen hin oder her.

Die Suche nach realen Hintergründen

Wer anstatt auf „neue Normalität“, einhergehend mit einer völlig andersartigen, alle bisherigen Erkenntnisse der Neoklassik und des Monetarismus, ja sogar des Keynesianismus in Frage stellenden Geldtheorie, auf eine Sondersituation setzt, der befindet sich angesichts real feststellbarer Faktoren wie inexistenter Risikoprämien und fehlender Inflationserwartungen in einem Rechtfertigungsnotstand. Wir erinnern uns an Auftritte geachteter Ökonomen alter Schule, die an Konferenzen beinahe Inflation herbeibeteten, wenigstens einen Silberstreifen von Inflationserwartung am Horizont!, um doch einmal damit recht zu erhalten, wie gefährlich Quantitative Easing und in Praxis umgesetzte Modern Monetary Theory sind. Der erhobene Warnfinger hat in der geldpolitischen Praxis längst seine edukative Wirkung verloren.

Wenn nicht eine neue Realität, verbunden mit neuen theoretischen Erkenntnissen, Platz gegriffen hat, sondern wenn es sich „nur“ um eine gewisse besondere Konstellation handelt, die Quantitative Easing und Modern Money Theory überhaupt möglich macht – was sind dann die Gründe dafür? Die Sonneneinstrahlung und die kosmische Strahlung? Eine geheime Verschwörung unter den Notenbankern?

Selbstverständlich nicht. Das Coronajahr 2020 mit seinen Verbannungen ins Home Office hatte den Vorteil, dass man Zeit hatte, die Welt sozusagen von aussen oder oben zu betrachten und im Ausschlussverfahren einige Besonderheiten herauszuschälen, die ganz oder teilweise dazu beitragen könnten, was wir Sondersituation nennen. Hier das Resultat dieser Betrachtungen, auf die wir in den folgenden Kapiteln detailliert eingehen werden:

- Die nachhaltig **deflatorischen Auswirkungen** des **Technologieschubs** werden konsequent **unterschätzt**, die besondere Art einer technologisch induzierten „Deflation“ nicht verstanden.
- Das **Bankensystem** ist in gewisser Hinsicht **dysfunktional** geworden. Der Kreditzyklus kam zum Erliegen. Die Geldmultiplikation und die Geldumlaufvelozität verharren auf sehr tiefem Niveau oder sind gar weiter rückläufig.
- Die Weltwirtschaft wird von einer **seltsamen Arbeitsteiligkeit** geprägt: Die Chinesen produzieren Güter, die USA Finanzprodukte. Handels- und Kapitalverkehrsbilanz bilden diese



- Konstellation ab. Die Chinesen betreiben eigentlich „Vendor Financing“ gegenüber den amerikanischen Konsumenten, indem sie die Dollars, die sie für ihre Produkte erhalten, gleich wieder in die USA verleihen, womit erneut chinesische Produkte gekauft werden können.
- Es findet zwischen den wesentlichen Wirtschaftsblöcken sozusagen **kein Währungswettbewerb statt**. Der US-Dollar und der nicht aufwertende Renminbi zogen die Zinsen der anderen Währungen in die Tiefe. Offenbar möchte niemand eine höher bewertete eigene Währung, ausser vielleicht einzelne Schwellenländer.

Wir sind der Ansicht, dass mit diesen vier, in ihren Auswirkungen sehr gewichtigen Besonderheiten die eigenartige Konstellation erklärt werden kann, in der Notenbanken sozusagen schrankenlos ihre Bilanz erweitern können, ohne Schaden zu erleiden beziehungsweise Schaden zu stiften. In der Folge wollen wir die Punkte der Reihe nach behandeln, sie miteinander zu einem konsistenten „Besonderheitscluster“ verbinden und uns am Schluss fragen, was das Ende dieses Besonderheitsclusters einläuten könnte und wie dieses Ende aussehen würde.



Reduktion und Verwesentlichung

Wer in einem mit hundert Stundenkilometern fahrenden Zug in Richtung Lokomotive geht, hat von ausserhalb des Zugs gesehen eine Stundengeschwindigkeit von etwa 105 km/h, im Zug drinnen bewegt er sich jedoch in der Marschgeschwindigkeit des aufrecht gehenden Menschen. Alles ist relativ – es kommt auf den Gesichtspunkt an. Sehr ähnlich scheint uns die Wahrnehmung der Entwicklungsgeschwindigkeit im Technologiebereich zu sein. Im „Zug“ drinnen nehmen wir mit grosser Selbstverständlichkeit jährlich ein neues Smartphone entgegen und schalten im Wochentakt neue Applikationen auf, staunen überhaupt nicht mehr über digitale Zahlungsmöglichkeiten oder hoch effiziente Auktionsplattformen, ja, wir gehen mittlerweile nicht mehr mit Landkarte, Höhenmesser und Kompass wandern, sondern verlassen uns voll und ganz auf das einschlägige App der Landestopographie. Wir merken mit anderen Worten gar nicht mehr, welch rasantem Wandel wir unterworfen sind, ausser dann, wenn wir den Zug von aussen betrachten und uns beispielsweise zu erinnern versuchen, wie unser Leben vor noch gar nicht so langer Zeit ausgesehen hatte. Wissen Sie noch, vor 15 Jahren, als Sie mit Ihrem Nokia-Telefon „Short Messages“ verschickten?

Es gilt hier nicht, den Technologieschub der letzten dreissig, vierzig Jahre in allen Details auszubreiten. Vielmehr wollen wir die für unsere Belange entscheidenden zwei Charakteristika nennen: Die sich exponentiell entwickelnden Rechenkapazitäten für Daten und die sozusagen unbeschränkten Möglichkeiten zur Datenspeicherung. Rechnen und Speichern wurden in besagtem Zeitraum laufend kostengünstiger, und zwar um Potenzen. Das erlaubte es, mehr

und mehr Abläufe, auch und gerade im Mikrobereich des Individuums, durch Datenverarbeitung zu integrieren und zu automatisieren. „Sinkende Transaktionskosten“ und einhergehende Effizienzgewinne heisst die lapidare Feststellung des Ökonomen. Was es aber konkret heisst, mag die folgende Darstellung zu veranschaulichen.

Aus vielen wird eins und daraus viel mehr



Quelle: Eigene Darstellung

Ersatz einer Vielzahl von Gegenständen und Instrumentarien durch **Integration** der Daten und Prozesse in einem einzigen Werkzeug, **Miniaturisierung**, **Leistungssteigerung**, **Vernetzung** von bisher Unvernetztem, **Synergieerzeugung**: So äussern sich die durch den technologischen Fortschritt einhergehend gesunkenen Transaktionskosten im praktischen Alltag. Reduktion und Verwesentlichung könnte man es nennen. Was für unser Smartphone gilt, das gilt in noch viel höherem Ausmasse für industrielle Prozesse, für die wissenschaftliche Forschung, für den Finanzsektor: Miniaturisierung, Leistungssteigerung, Vernetzung von bisher Unvernetztem, Synergieerzeugung auch hier. Doch was geschieht dabei ökonomisch gesehen? Werden mehr Telefonapparate gebraucht und deshalb gebaut? Agenden gedruckt? Taschenlampen gekauft? Landkarten und Stadtpläne erworben? Oder: Braucht eine nach Industrie 4.0 aufgestellte Anlage mehr oder weniger Serviceleistungen? Über wie viele Teile verfügt ein Auto mit Verbrennungsmotor im Vergleich zu einem Elektromobil?

Fortschritt hat nur noch wenig mit klassischer Produktion und mithin mit dem uns so vertrauten Bruttoinlandprodukt zu tun. Vielmehr wird in vielerlei Hinsicht förmlich **geschrumpft**. Reduktion und Verwesentlichung eben. Es braucht weniger, dafür wird das Wenige immer besser. Wohlstandsgewinn ohne rauchende Fabrikschlote. Ganze Hotelketten wie Airbnb konnten

sich weltweit etablieren und die kapitalintensiven Konkurrenten wie Hilton und Sheraton ins Schwitzen bringen, ohne dass viele neue Gebäude errichtet worden wären. Für die weltweit tätige Taxi-Unternehmung Uber wurde kaum ein neues Auto gebaut. In beiden Fällen wurde existierendes Kapital, unternutzte Häuser und Wohnungen beziehungsweise PWs schlicht und einfach einer effizienteren Nutzung zugeführt. **Intensivere Nutzung** bestehenden Kapitals, Abschaffung unnötiger Apparate und Instrumentarien, effizienterer Einsatz des Humankapitals dank besserer individueller Ausrüstung und Kommunikationsmöglichkeit, zum Beispiel im Home-Office: Der im Gang befindliche Technologieschub hat uns alle, bei schleppendem Wachstum des Bruttoinlandprodukts, deutlich wohlhabender gemacht. Mit einem Franken, einem Dollar oder einem Euro können wir viel, sehr viel mehr erwerben als noch vor zehn, zwanzig Jahren.

Ja, es handelt sich um einen deflationären Prozess. Aber hätte man ihn seitens der Notenbanken mit dermassen drastischen Massnahmen wie Quantitative Easing bekämpfen sollen? Die Leute wurden durch den Effizienzschub ja reicher, nicht ärmer. Also wären sie nicht in wirtschaftlich depressive Angstzustände abgedriftet. Machen Inflationsziele von ein, zwei Prozent während einer technologiebedingten Transformation wirklich Sinn? Wir wollen hier lediglich die Frage stellen. Aber was wir für unseren Zusammenhang feststellen: In diesem Umfeld des technologischen Wandels ist sozusagen jegliche **Geldpolitik möglich**, ohne unmittelbare Gefahr für einen Inflationsschub einerseits, aber auch ohne negative konjunkturelle Folgen andererseits. Oder anders gesagt: Der langanhaltende, säkulare Technologiewandel erhöhte den diskretionären geldpolitischen Spielraum massiv.

Was tun denn die Banken?

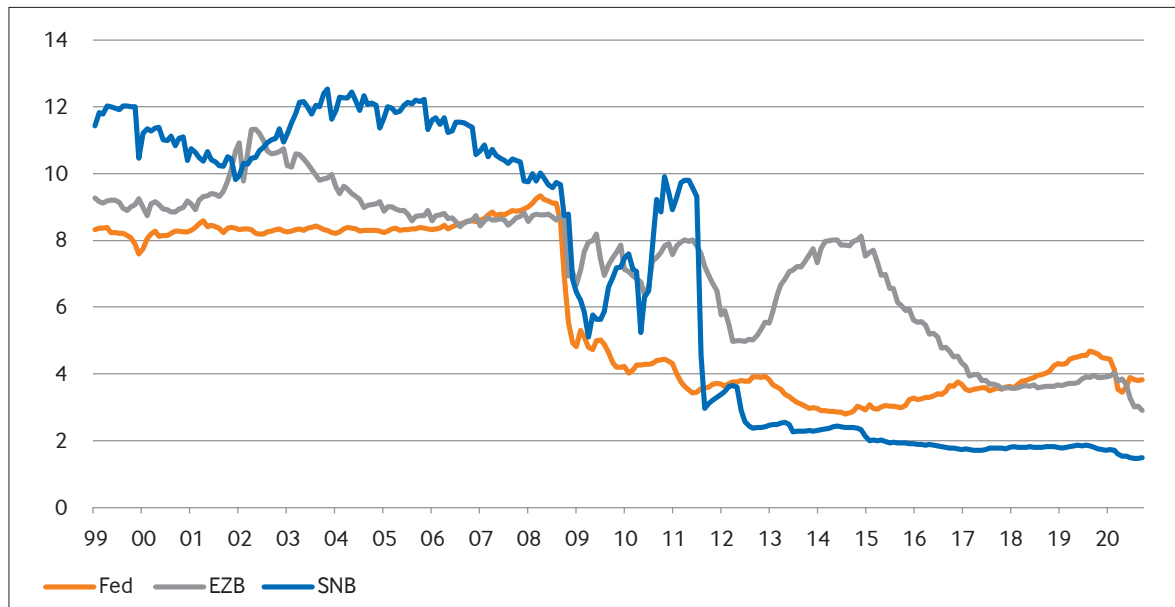
Nach klassischer Volkswirtschaftslehre sorgt der Bankensektor dafür, dass Geld und Kapital leicht und sicher von Teilnehmer A zu Teilnehmer B verschoben werden kann („Transferfunktion“) und dass möglichst viele Teilnehmer am Zyklus von Sparen und Investieren teilnehmen können. Dafür müssen die Banken in der Lage sein, Kreditrisiken zu bewirtschaften, indem sie Ausleihungen gewähren, Laufzeiten von Darlehen steuern sowie die Stückelung von Ausleihungen vornehmen können. Diese Leistungen subsumiert man unter den sogenannten „Transformationsfunktionen“, nämlich der Risiko-, der Laufzeiten- und der Losgrößen-Transformation. Den Banken wird zur Wahrnehmung dieser Transformationsfunktion in bestimmtem Umfang Zugang zu Notenbankgeld gewährt, darüber hinaus dürfen sie als einzige unter den Wirtschaftsteilnehmern Geldschöpfung betreiben, indem sie Kontokorrent- und Sparguthaben entgegennehmen und als Ausleihungen der Volkswirtschaft zur Verfügung stellen dürfen. Den Zusammenhang zwischen dem Notenbankgeld und den kommerziellen Ausleihungen,



dem „Giral“- oder Buchgeld, nennt man „Multiplikator“. Normalerweise betrug dieser Faktor etwa 8 bis 10, und er war über die Zeit recht konstant. Je höher der Multiplikator, desto vitaler die Kreditfähigkeit von Banken und desto grösser der Risikoappetit.

Gelähmter Bankensektor?

Der M2-Multiplikator von Fed, EZB und SNB



Quelle: Fed, EZB und SNB; eigene Darstellung

Nun ist seit dem Ende der Finanzkrise, das heisst etwa ab 2012, in den USA schon seit 2009, zu beobachten, dass dieser **Multiplikator** sich dramatisch **zurückgebildet** hat. Spiegelbildlich wurde mittels Quantitative Easing Notenbankgeld ins Finanzsystem geschoben, indem die Notenbanken Anleihen aus dem Markt aufkauften. Was aber war nun Ursache, was Wirkung? Was ist Huhn, was Ei? Wir glauben zu erkennen,

- dass die Banken sozusagen weltweit massiv unterkapitalisiert in die Finanzkrise 2008/09 geschlittert waren und sich mithin ein klassisches Solvenzproblem stellte
- dass unter Federführung des damaligen Fed-Chefs Bernanke das Krisenmanagement aber trotz des Solvenzproblems nicht auf Rekapitalisierung, sondern auf Liquiditätshilfe ausgerichtet war
- dass jedoch später die US-Banken durch verschiedene Restrukturierungsmassnahmen in ihrer Kapitalstruktur gestärkt wurden, Analoges jedoch bei den Europäischen Banken ausblieb (vgl. zu diesem Thema unsere Publikation „Bergsicht“ Nr. 33 von Oktober 2018)
- dass dementsprechend die Ertragslage europäischer Banken eher düster aussieht – während die zehn grössten europäischen Banken im Jahr 2007 noch 60 Milliarden Dollar Gewinn erwirtschafteten und das amerikanische Pendant lediglich deren 40 Milliarden, war



- es zehn Jahre später gerade umgekehrt: die zehn grössten amerikanischen Banken erwirtschafteten über 110 Milliarden Gewinn, die europäischen lediglich noch 24 Milliarden!
- dass durch die neue Bankenregulierung nach Basel III Ausleihungen an sogenannten risikolose oder risikoarme Schuldner in Bezug auf die Kapitalunterlegung bevorzugt werden und umgekehrt relativ wenig Anreize bestehen, das vielleicht lukrativere, aber auch aufwendigere und eigenmittelmässig teurere kommerzielle Kreditgeschäft zu betreiben
 - dass der Kursverlauf von europäischen Bankaktien institutsübergreifend seit Jahren katastrophal ausgefallen ist und dass es keine grosse Bank geschafft hat, sich wirklich von den anderen abzuheben.

Mit anderen Worten scheinen wir es im Bankensektor mit einem unguuten Amalgam aus strukturellen Defiziten, kontraproduktiver Regulierung, Herausforderungen durch neue Formen des Geld- und Kapitalverkehrs, damit einhergehenden Margenverengungen und einem klar mangelnden Risikoappetit zu tun zu haben. Wohl nicht zu Unrecht taucht immer wieder der Begriff der „**Zombie-Banken**“ auf. Damit meint man Bankgebilde, die nur noch existieren, weil man sie künstlich am Leben erhält, indem man sie beispielsweise mit billigem Notenbankgeld versorgt und ihnen einen risikolosen Carry-Ertrag durch das Halten von sogenannten risikolosen oder -armen Anlagen erlaubt.

Auch hier gilt: Wir können hier die Problematik des darniederliegenden klassischen Bankgeschäfts nicht abschliessend analysieren, sondern lediglich feststellen, dass die Anämie einer Tatsache entspricht und dass sie persistierender Natur zu sein scheint. Das Fazit aber ist klar: Von solcherart strukturierten und geschäftstätigen Banken wird nicht so rasch eine Inflationsgefahr infolge erhöhter Geldmultiplikation ausgehen.

Auch eine Art von Arbeitsteilung...

Länder, Ländergruppen, Weltregionen verfügen allesamt über unterschiedliche Voraussetzungen, vom Klima über das Vorhandensein von Bodenschätzen, Meeranstoss, vorhandene Landreserven bis hin zur Zusammensetzung der Bevölkerung. Darüber hinaus bestimmen die autonom erlassenen oder von aussen auferlegten Rahmenbedingungen von Recht und Staatsordnung das Mass an Energie, das für die Erarbeitung von allgemeinem Wohlstand aufgewendet wird. Nicht zu vergessen ist im Übrigen wohl der geschichtliche Hintergrund, der die Mentalitäten prägt.

Spätestens seit dem 1776 erschienenen gleichnamigen Werk von Adam Smith wurde im volkswirtschaftlichen Diskurs der vergangenen Jahrhunderte viel über den „Wealth of Nations“ nachgedacht und debattiert. Nach und nach setzte sich die Einsicht durch, dass der möglichst



freie Austausch von Gütern und Dienstleistungen zwischen unterschiedlichen Mitspielern den höchsten Wohlstandsgewinn für alle Seiten bringt. David Ricardo (1772–1823) war der Vor- denker des Freihandelsgedankens; von ihm stammt die Denkkategorie des **komparativen Vorteils**. Sie zielt auf Optimierung und nicht Maximierung hin, wie das zuvor die Kameralistik und der Merkantilismus getan hatten. Die ricardianische Freihandelsökonomie ist ausgleichen- der Natur und belässt aufgrund von Grenzkosteneffekten Produktionskapazitäten auch dort, wo dies auf den ersten Blick aus Gründen absoluter Kostenvergleiche nicht gerechtfertigt wäre. Ricardianische Freihandelsökonomie würde deshalb kaum je zu dem führen, was wir „Desindustrialisierung“ oder „industriellen Kahlschlag“ nennen.

Diese Vorbemerkungen sind wichtig, um im Folgenden zu erklären, was beim **Eintritt Chinas** in die Weltwirtschaft **schiefgegangen** ist. Nach dem tiefgreifenden Machtwechsel in Peking im Jahr 1978 zu Deng Xiaoping verfolgte China eine scharfe aussenpolitische Kehrtwendung und öffnete sich gegenüber den westlichen Industrienationen. Diese waren ihrerseits überglücklich, auf diese Weise einen Keil in den bisher relativ kohärenten Ostblock treiben zu können, und liessen die Chinesen bald einmal an den auf Globalisierung ausgerichteten Welthandelsorganisationen des General Agreements on Tariffs and Trade (GATT) und später der World Trade Organisation (WTO) teilnehmen. Der formelle Beitritt Chinas zur WTO erfolgte im Jahr 2001.

China wandelte sich in diesen Jahren vom rückständigen Entwicklungsland zum Schwellenland und zieht nun gleich mit den westlichen Industrienationen und Japan. Ein beinahe **unvorstell- barer Aufstieg!** Aus dem Nichts ist innert 40 Jahren eine wirtschaftliche, politische und mehr und mehr auch militärisch ernstzunehmende Grossmacht, eine Weltmacht geworden. In den ersten etwa zehn, fünfzehn Jahren lag der grosse komparative Vorteil in der **spottbilligen Arbeitskraft**, die China anzubieten hatte. Dafür nahmen westliche Konsumenten damals einige qualitative Mängel in Kauf. Mit der Zeit verbesserten sich jedoch die Produktionsbedingungen, und der Qualitätsaspekt ist kein Grund mehr, auf „Made in China“ zu verzichten, im Gegenteil. Preislich konnten die Chinesen die mittlerweile auch dort gestiegenen Löhne durch enorme **Produktivitätsfortschritte** mehr als kompensieren.

Es entspricht grundsätzlich einem ricardianischen Anpassungsprozess nach Lehrbuch, dass sich unter Freihandelsbedingungen Produktionskapazitäten aus den hoch entwickelten Ländern nach China verlagerten. Der Abbau arbeitsintensiver Vorgänge im Westen konnte unter diesen Umständen nicht aufgehalten werden. Nur: Ricardo machte leider nur die Hälfte der Vorgänge aus. Die andere Hälfte war insofern merkantilistisch, als man die Chinesen gewähren liess, ihre **Währung** frei zu **manipulieren**. Normalerweise würde mit einem Anstieg der Produktivität in einem Land auch der Aussenwert der Währung steigen, weil die hinter der Währung stehende Volkswirtschaft aufgrund der erhöhten künftigen Cash Flows wertvoller wird. Solche Währungs-

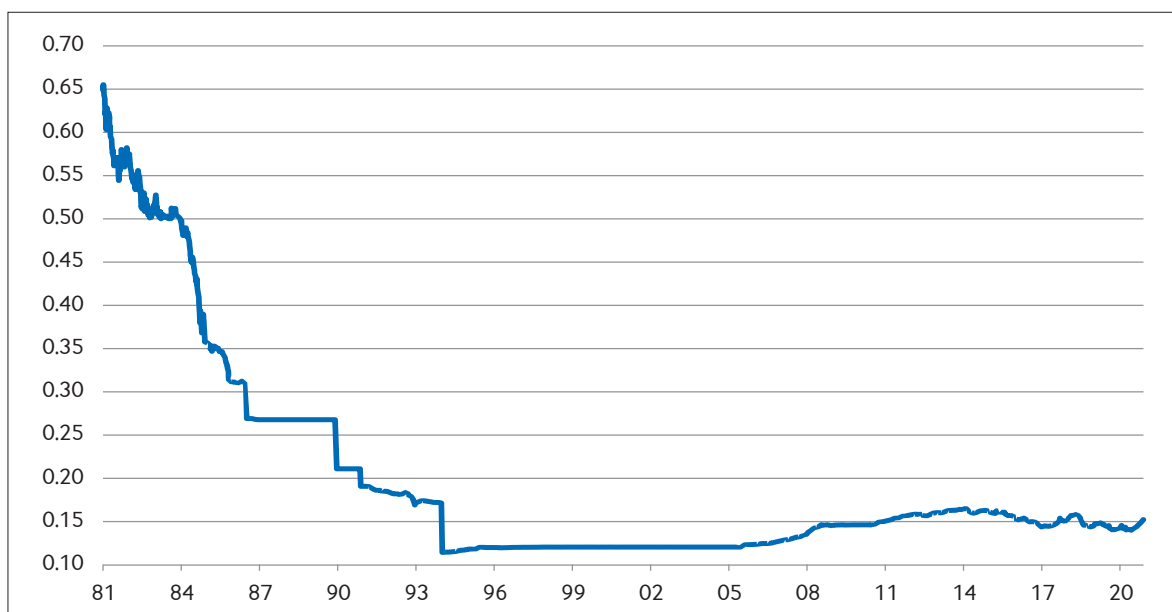


anpassungen sorgen im ricardianischen Anpassungsprozess dafür, dass nicht plötzlich die eine Seite völlig ohne eigene Produktionskapazitäten dasteht – es entstehen neue Gleichgewichte.

Die folgende Grafik gibt die Aussenwertentwicklung des chinesischen Renminbis für den Zeitraum von 1980 bis 2020 wieder. Nach einer scharfen Abwertung gleich zu Beginn stagniert der Renminbi seit Jahren auf ungefähr gleichem Niveau, was angesichts der damit einhergehenden Wirtschaftsentwicklung völlig absurd erscheint.

So sieht kein Free Floating aus

Der Aussenwert des Renminbi (gegenüber des US-Dollars)



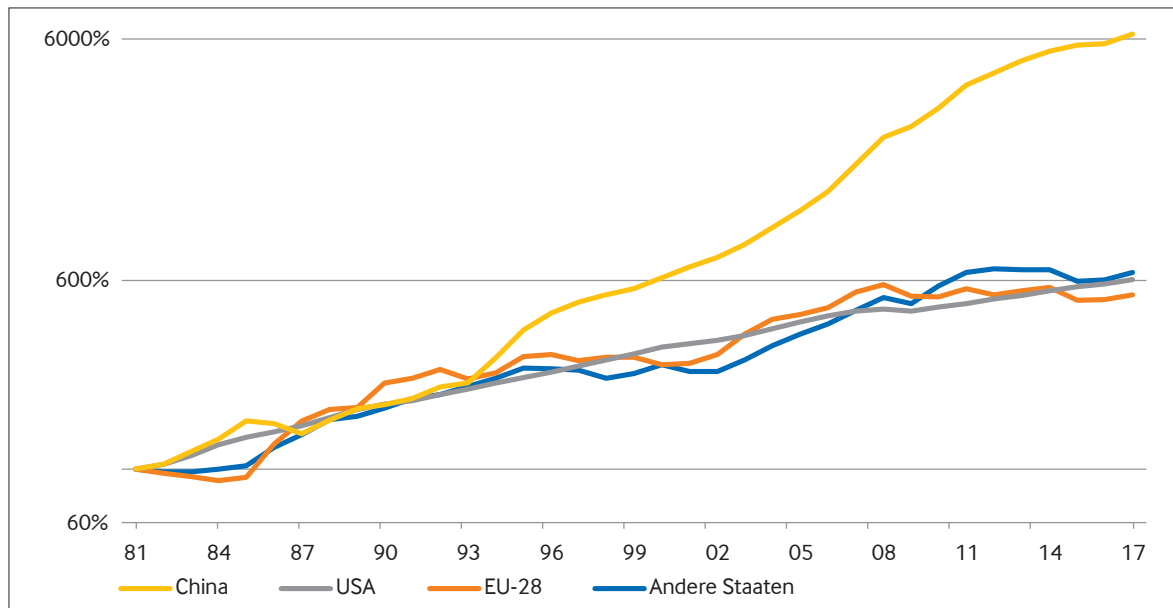
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Aber die internationale Staatenwelt liess die langjährige Währungsmanipulation zu. Immer wieder hörte man, die chinesischen Banken seien noch nicht bereit für das freie Flottieren der eigenen Währung. Als könne man ein Bankensystem nicht innert fünf, vielleicht zehn Jahren in Ordnung bringen, zumal bei einem Wirtschaftswachstum von anhaltend mehr als 6 Prozent! Nein, die Gründe für das Gewährenlassen der Chinesen müssen anderswo liegen. Wir denken, dass es vor allem die Amerikaner sind, die ihr Alleinstellungsmerkmal der **Weltwährung Dollar** nicht so rasch gefährdet sehen wollen. Nichts scheinen sie mehr zu fürchten, als dass der Renminbi irgendwann einmal seinen Platz unter den Weltwährungen finden wird. Der Anteil der chinesischen Volkswirtschaft am Welt-BIP ist über die letzten Jahre kontinuierlich gestiegen und liegt heute vermutlich bei weit über 20 Prozent. Da wären entsprechende Anteile für eine Reservewährung mehr als naheliegend; es trifft aber nicht zu. Die nachfolgende Darstellung bringt das Momentum zum Ausdruck, mit dem sich China über die letzten vierzig Jahre in der Weltwirtschaft breitgemacht hat; die manipulierte Währungspolitik kontrastiert damit besonders deutlich.



Der stupende Aufstieg Chinas

Ein BIP-Vergleich auf der Basis von 1981 (logarithmisch)



Quelle: World Bank; eigene Darstellung

Was steht hinter dem Kalkül der Amerikaner? Nun, zunächst einmal eine ganz einfache ökonomische Überlegung. Wer eine Währung für quasi die ganze Welt herausgeben kann, streicht eine satte Monopolrente in Form von Seignorage-Gewinnen ein. Das gilt für das Notenbankgeld der Fed, und das gilt auch für das Giralgeld der involvierten (amerikanischen) Banken. Das allein genügt zur Begründung aber nicht. Vielmehr ist es auch die quasimonopolistische Position des US-Dollars an den Finanzmärkten, die zu Buche schlägt. Oder wenn wir so wollen: das „Alleinstellungsmerkmal“, massiv eigene Schulden in Wertpapierform in der eigenen Währung produzieren und global vermarkten zu können.

Aber warum wollten die Chinesen bisher ihre Währung nicht aufwerten und echt konvertibel zu anderen Währungen werden lassen? Das naheliegende und oft geäußerte Argument heisst: Um mit Dumpingpreisen den Absatz von chinesischen Gütern sicherzustellen, selbst wenn das Lohnniveau steigt. Etwas subtiler, aber wohl auch zutreffender erscheint uns die folgende Überlegung: Einem staatskapitalistisch organisierten Land steht es frei, im Aussenhandel erzielten Mehrwert an die Stakeholder, in diesem Falle die Arbeiterschaft und die „Eigentümer“ der inländischen Firmen weiterzugeben oder auch nicht. Man gewährte ihnen zwar steigende Löhne und angemessene Dividenden, aber enthielt ihnen einen Aufwertungsgewinn des Renminbis. Bevormundung, Enteignung, würde man in westlicher Terminologie sagen. **Sozialkontrolle** und Kollektivierung von Wachstumsgewinnen für ein Milliardenvolk, heisst wohl dieses Vorgehen auf Chinesisch. Dass sich infolge der Nichtaufwertung der eigenen Währung bei der Bank of China nach und nach die Devisenreserven aufzutürmen begannen – es sind derzeit, nach rigorosen



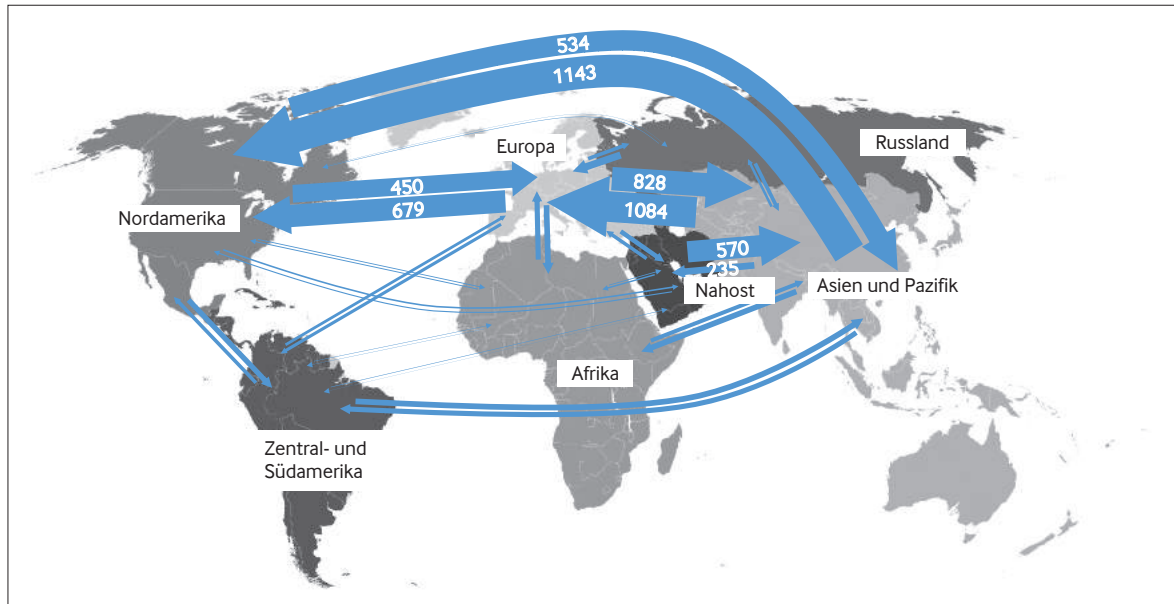
Bemühungen zur Reduktion immer noch gut eine Trillionen US-Dollar, was knapp einem Zwanzigstel der amerikanischen Gesamtschuld entspricht – kümmerte die sich vorab um die innere Sicherheit sorgenden Funktionäre lange Zeit nicht. Erst seit ein paar Jahren versuchen die Chinesen, die Dollarguthaben in andere Aktiva zu tauschen. Das **Seidenstrassenprojekt** bietet genügend Möglichkeiten zu Direktinvestitionen in Länder und Regionen von Interesse.

Nach nunmehr rund dreissig Jahren chinesischen Aufschwungs ist die Weltwirtschaft in einem seltsamen, nicht-ricardianischen Gleichgewicht angelangt, oder man könnte es vielleicht treffender mit „Sackgasse“ bezeichnen, aus der es kaum mehr ein Entrinnen gibt: China arbeitet und produziert, während der Westen und vorab die Amerikaner konsumieren. In den USA (und in etwas vermindertem Masse auch in Europa) sind für viele Waren keine hinreichenden Produktionskapazitäten mehr vorhanden. Das heisst, ob man will oder nicht, muss man auf chinesische Waren zurückgreifen. Deshalb schnitt sich US-Präsident Trump mit den Strafzöllen gegenüber China letztlich ins eigene Fleisch: Zu bezahlen hatte sie der amerikanische Konsument. Denn Waren aus anderer Provenienz gab und gibt es innert nützlicher Frist und in genügender Menge kaum.



Kann das nachhaltig sein?

Die globalen Handelsströme (in Milliarden US-Dollar)



Quelle: United Nations Conference on Trade and Development; eigene Darstellung

Man kann es drehen und wenden, wie man will: Die Reduktion eines Handelsbilanzdefizits hätte zur Folge, dass in den USA mehr gespart(!) und investiert werden müsste. Damit das passiert, müsste wohl ein tiefgreifender Umbau des Weltwährungssystems erfolgen, weg von der Monopolstellung des US-Dollars als „Weltwährung“, hin zu einem Floating verschiedener Reservewährungen aus diversifizierten Destinationen.

Fehlender Währungswettbewerb

Womit wir beim letzten Thema unseres „Besonderheitsclusters“ angelangt wären: Es herrscht sozusagen kein Währungswettbewerb. Grund: Die einzige Währung, die gegenüber den etablierten Währungen US-Dollar, Euro, Pfund, Yen, Schweizer Franken aufwerten müsste, wäre die chinesische. Aber aus den angeführten Gründen findet das nicht statt. Die Chinesen wollen es bis auf weiteres nicht, die Amerikaner, Herrscher über ihre aufgeblähte Kapitalverkehrsbilanz, wollen ihrerseits daran auch nichts ändern. Die Europäer und Japaner sind darauf erpicht, den Aussenwert ihrer Währungen gegenüber dem Dollar nicht aufwerten zu müssen, denn die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exportindustrie misst sich ja in Dollar-Terms. Die Schweizer wiederum sorgen sich vor allem um ihren Wechselkurs gegenüber dem Euro und intervenieren massiv gegen ihre eigene Währung.

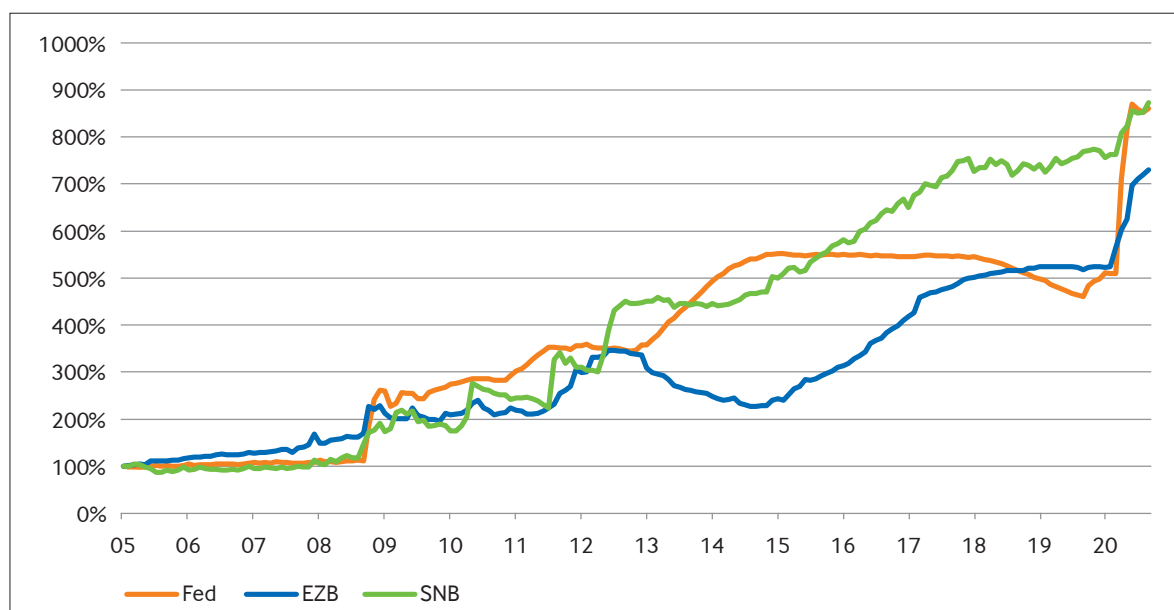


24

In dieser Situation wundert es nicht, dass die **Zinssätze** unter Anführung der amerikanischen Fed auf tiefe und tiefste Niveaus gesunken sind; das Instrument der Zinssatzveränderung zur Steuerung des Aussenwerts einer Währung hat an Bedeutung verloren; die Interventionen erfolgen durch Kaufs- und Verkaufstransaktionen an den Märkten. Entsprechend haben sich die Bilanzen der Notenbanken aufgebläht.

Ist solch ein Anstieg risikolos?

Die Bilanzen ausgewählter Notenbanken (indexiert auf das Jahr 2005)



Quelle: Fed, EZB, SNB; eigene Darstellung

Ist das ein Problem? Für uns: Ja, für die Vertreter der MMT: Nein. Auf die negativen Folgen am Kapitalmarkt in Form von verringerten oder eliminierten Risikoprämien haben wir schon

hingewiesen. Viel gewichtiger ist aber der Umstand, dass das **nicht risikolos** erfolgt. Denn auf der einen Seite der Notenbankbilanz wird Geld, der Nominalwert par excellence, herausgegeben, auf der anderen Seite häuft man risikobehaftete Aktien und Schuldpapiere auf. Was, wenn diese, aus welchen Gründen auch immer, in Schieflage geraten, illiquid werden, einen Schuldschnitt erleiden? Ist es egal, von welcher Qualität eine Notenbankbilanz ist?

Die Modern Monetary Theory besagt: Nein. Denn eine Notenbank eines souveränen Staates kann nicht pleitegehen, sie kann immer Geld emittieren. Wir sind skeptisch und behaupten, dass diese Voraussetzung nur unter der Bedingung der Abwesenheit von Währungswettbewerb gilt. Aus unserer Sicht hängen die bedenkenlosen Zinssenkungen, das Quantitative Easing und die jüngsten Praktiken zur verschleierte Umsetzung von Modern Monetary Theory an diesem **dünnen Fädchen** eines seit dreissig Jahren **fehlenden substantiellen Währungswettbewerbs**. Sekundiert wird diese Art Geldpolitik von den weiter oben angeführten, säkularen Megatrends des deflationär wirkenden Technologieschubs und des nicht-multiplizierenden Bankensystems.

Und ja, daran hängen die gesamten Höchstbewertungen von Obligationen, die Nichtexistenz von Risikoprämien von Staatschuldnern à l'italienne, die in diesem Jahr trotz widriger Aussichten gestiegenen Aktienkurse, die extremen Multiples für Übernahmen von Firmen, die möglicherweise nur aus Luft und Hoffnung bestehen, der Gesamtverschuldungsgrad von Staaten, Unternehmungen und Haushalten. Neue Normalität? Wir meinen eher: Sondersituation, fragiler, als man denkt.

So what?

Verzerrungen dauerten in der Geschichte der Weltwirtschaft nie ewig. Das Bretton-Woods-System wurde 1973 schlagartig weggefegt, Vorbeben dafür waren aber schon lange spürbar. Ein Indikator für eine bevorstehende Veränderung war zumeist ein Anstieg des Goldpreises. Heute mögen Kryptowährungen ähnlich seismografisch wirken.

Wir meinen, dass hinreichende Analysearbeit in dieser fragilen Situation, von der sehr viel abhängt, durchaus am Platze ist. Aufgabe Nummer 1: Allfällige Inflationserwartungen frühzeitig erkennen. Das kann auf der realen, der Güterseite der Wirtschaft erfolgen. Es gibt aber auch diesbezügliche Schlüsselindikatoren an den Finanzmärkten. So beobachten wir seit Jahren die Bewertung von **inflationsgeschützten Obligationen**, den sogenannten TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities). Denn anhand der am Markt bezahlten Preise für Inflationsschutz müsste wohl rasch einmal ablesbar sein, wenn sich doch einmal ein Hauch von Inflationserwartung im System einnisten würde, jedenfalls lange bevor eine Notenbank darauf mit Zinserhöhungen reagieren würde. Überhaupt: Würden die Notenbanken so rasch auf ansteigende



Inflationserwartungen reagieren? Vielleicht käme ihnen die „Weginflationierung“ des Schuldenbergs zupass, wer weiss. Dem Anleger weniger...

Aufgabe Nummer 2: Das Bankensystem genau zu beobachten, um bereit zu sein, falls die Geldmultiplikation wieder anspringen würde, was unweigerliche Folgen an der Inflationsfront hätte. Eigentlich erwarten wir, dass gelegentlich die Reihen der gleichgerichteten Institute gestört werden müssten, weil deren anämischer Zustand nach echter Konkurrenz mittels eines besseren Geschäftsmodells für Banken rufen würde. Es kann durchaus sein, dass solches im Bereich von Parabanken schon in Gang gekommen ist. Auch schauen wir auf die **Entwicklungen bei der Regulierung**. Nach den fast säkularen Verschärfungen in den letzten Jahren müsste irgendwann einmal das Pendel zurückschwingen: Nach der Re-Regulierung nun also die De-Re-Regulierung. Ob es am Ende wieder, wie einst unter Margaret Thatcher, der Finanzplatz London sein wird, um sich von der EU abzuheben und konkurrenzfähig zu bleiben? Logisch wäre es, und London weiss, was ein „Big Bang“ zu bewirken vermag.



Was **China** und seine Aussenhandels- beziehungsweise **Währungspolitik** betrifft, so erwarten wir eine Schubumkehr in den kommenden fünf bis zehn Jahren. Der Staats- und Parteichef Xi Jinping ist heute 67-jährig. Vermutlich möchte er in dieser heiklen Phase der chinesischen Entwicklung das Heft noch in fester Hand behalten. Was wäre logisch? Dass die „Tierhaltung“ der Chinesen in Form von Arbeitsameisen langsam, aber sicher zu Ende geht und der erarbeitete Reichtum ungehinderter zur Bevölkerung hinunter diffundiert. Das würde bis zu einem gewissen Grad eine Hinwendung zu **mehr Binnenmarkt** bedeuten, zu mehr Konsum. Dafür wäre ein höherer Aussenwert der chinesischen Währung grundsätzlich Voraussetzung. Dies wiederum würde bedingen, dass China mit dem Renminbi in Konkurrenz zum US-Dollar treten müsste. Und erstmals nach sehr langer Zeit könnte sich der Dollar dann nur noch mit einer Erhöhung der Zinsen dagegen wehren beziehungsweise den Vorgang kontrollierbar halten.

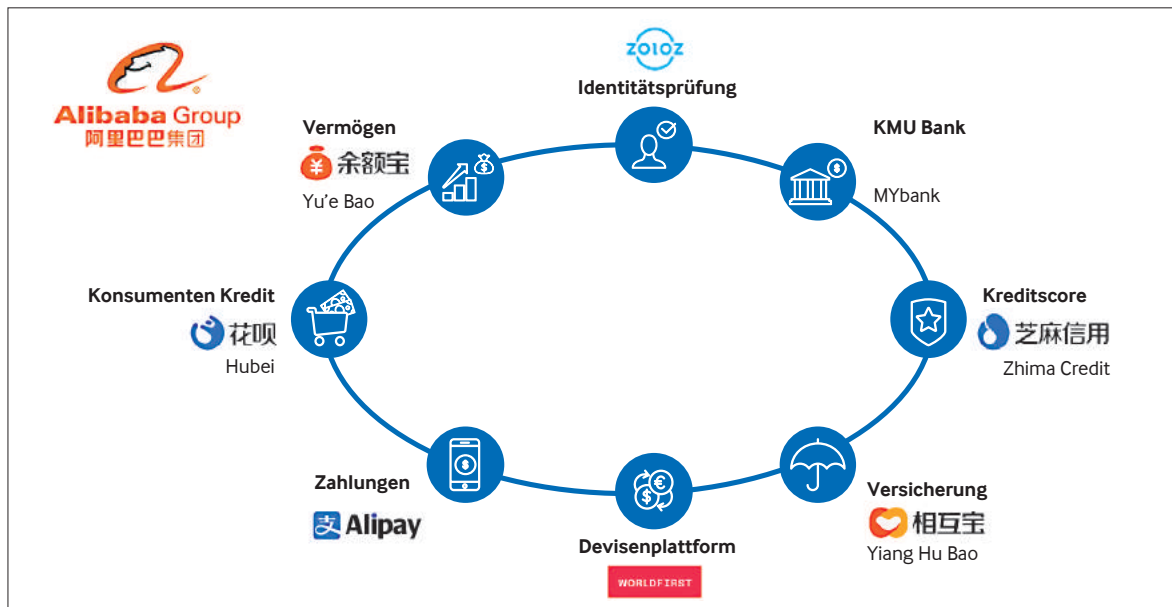
Ähnlich höhere Bedeutung würde der Aussenwert der chinesischen Währung erhalten, falls die Auseinandersetzung zwischen der alten Weltmacht USA und dem aufstrebenden China **militärischer Natur** würde. Kriegsparteien brauchen Devisen. Diese Art von Markteintritt einer neuen Weltwährung wollen wir uns nicht wünschen, denn sie hätte garantiert verheerende Auswirkungen – auch an den westlichen Schuldenmärkten, zumal dabei Inflation aufkommen würde, denn die chinesischen Güter würde man im Westen bald einmal schmerzlich vermissen...

Doch zurück zum kontrollierten und kooperativen Modus. Wir wagen die Prognose, dass China mit einem völlig anderen, **neuartigen Konzept** seinen Platz im Weltwährungssystem suchen wird. Denn etwas will das chinesische Regime keinesfalls: Die Kontrolle über seine Bürger verlieren, auch und gerade, wenn diese mit aufgewerteten Renminbi im Ausland reisen und einkaufen gehen.

Mit ihren bargeldlosen Zahlungssystemen und Netzwerken wie der Alibaba Group haben sie die Vorarbeit dazu bereits weitgehend geleistet, wie das nachfolgende Schaubild deutlich aufzeigt.

Planwirtschaft 2.0?

Der vollintegrierte Wirtschaftskreislauf der Alibaba Group



Quelle: Eigene Darstellung. Bemerkung: Die Abbildung stellt die durch die Alibaba Group indirekt kontrollierte Ant Group dar.

Was uns möglicherweise bevorsteht, ist eine **Planwirtschaft 2.0**, in der mit künstlicher Intelligenz Angebot und Nachfrage mit Schubsen, Belohnen und Bestrafen, Erlauben und Verboten feingesteuert werden, und glückliche Chinesen uns vormachen, wie überaus mühselig und schwer prognostizierbar beziehungsweise kontrollierbar unsere marktwirtschaftlichen Prozesse und Strukturen sind. Die Vorzeichen dafür sind unseres Erachtens deutlich sichtbar. Denn nicht zuletzt in Coronazeiten haben die Chinesen doch bewiesen, dass sie die Steuerung sozialer Prozesse beherrschen, derweil wir uns mit der zweiten und dritten Welle der aus Wuhan stammenden Krankheit herumschlagen...

Die Planwirtschaft 2.0 aus China würde auf einen westlichen Kapitalismus 1.0 treffen, der sich endogen, von innen heraus, ausgehöhlt hat – weil unter der Konstellation des beschriebenen Besonderheitsclusters das **süße Gift** „Alle-retten-alle-mittels-immer-höheren-Schulden-welche-künftige-Generationen-nicht-mehr-zurückzahlen-können“ allzu lange und intensiv wirken konnte. Staat, Wirtschaft, Gesellschaft und Kultur sind aufgrund fehlender Knappheiten korrumpiert. Alle sind von allen abhängig geworden, sind degeneriert, warten auf die nächste Rettung durch das Kollektiv.

Vielleicht sieht so die Ablösung des Abendlandes durch den fernen Osten aus. Vielleicht erwachen hier neue Kräfte, die bereit sind, die Herausforderung eines Wettbewerbs der Systeme anzunehmen.



