FINANZDIENSTLEISTUNG 2015

Neue Chancen: Wie der Finanzplatz neue Herausforderungen meistert



14. März 2013
Park Hyatt, Zürich

network for quality in finance FinQ

Finanzdienstleistung 2015

Neue Chancen: Wie der Finanzplatz neue Herausforderungen meistert



Dr. Burkhard P. Varnholt
Leiter des Geschäftsbereichs Asset Management, Products & Sales,
Chief Investment Officer (CIO) der Bank Sarasin & Cie AG
«Entstehung einer neuen Welt – Chancen und Risiken für Anleger»



Dr. iur. Martin Burkhardt
Lenz & Staehelin Rechtsanwälte, Zürich
«Zur Rolle des Beraters: Vertrauensperson oder Informations-sammelstelle für ausländische Behörden»



Philipp Müller
Geschäftsführer und Inhaber der Philipp Müller Generalunternehmung, Immobilien
Nationalrat und seit dem 21. April 2012 Parteipräsident der FDP.Die Liberalen
«Position der FDP zum Finanzplatz und zur Weissgeld-Strategie»



Beat Kappeler
Buchautor und seit 2002 Kolumnist bei der „NZZ am Sonntag“
«Wie steigen die Notenbanken aus Geld-, Zins- und Schulden-interventionen aus?»


network for quality in finance
FinQ



SARASIN

Standpunkte

Markteinschätzungen und Anlageperspektiven

Ausgabe 6 | 2013



Burkhard Varnholt
Chief Investment Officer

«Der Mensch ist frei geboren und dennoch liegt er überall in Ketten.»

Dieses Zitat von Jean-Jacques Rousseau ist aus finanz(markt)politischer Sicht heute aktueller denn je. Denn nach der Finanzkrise von 2008 explodierten im Westen die Staatsschulden und regulatorischen Vorschriften und der Geldpolitik wurden vielerorts wirtschaftspolitische Ketten angelegt. Die Politik verteidigt dies mit dem Mythos einer wirtschaftlichen Notlage, die ihr keine andere Wahl liess. Doch die gefährliche Entwicklung dieser drei Dilemmas erklärt sich besser durch politisches Kalkül als durch wirtschaftliche Notwendigkeiten. Spätestens für die nächste Generation droht diese Eigendynamik zu einem Bumerang für Wachstum, Staatshaushalte und letztlich für unsere Freiheit zu werden. Dies begründet nicht nur eine anlagepolitische, sondern auch eine der nächsten Generation geschuldete Verantwortung, uns aus vermeidbaren Fesseln mit der Kraft der besseren Ideen und mit nachhaltigen Anlagekonzepten zu befreien. Einige liberal-ökonomische Betrachtungen dazu.

Von Freiheit, Schulden und Überregulierung

- Freiheit als Voraussetzung für Prosperität und Stabilität
- Was unsere Freiheit limitieren kann
- Eine einfache Wunschliste
- Langfristige Konsequenzen für Anleger

1. Freiheit als Voraussetzung für Prosperität und Stabilität

Jean-Jacques Rousseau spricht davon, dass wir frei geboren sind. Natürlich – wir alle werden in einen gesellschaftlichen und familiären Kontext geboren, welcher gewisse Grenzen unserer Freiheit vorzeichnet. Diese Verhältnisse können für unsere freie Entfaltung eine Gnade oder eine Bürde bedeuten. Später findet unsere persönliche Freiheit in der Regel bei der Freiheit unserer Nächsten oder bei übergeordneter, oft staatlicher Ordnung ihre Grenzen. Aus diesem Grund bedeutet individuelle Freiheit anthropologisch nicht etwa Zügellosigkeit oder gar Anarchie, sondern ist in der Regel mit der Idee von der Verantwortung für die kollektive Freiheit und Ordnung verknüpft. Jean-Jacques Rousseau hat sein Bild von der individuellen Freiheit denn auch präzisiert: *«Die Freiheit des Menschen liegt nicht darin, dass er tun kann, was er will, sondern, dass er nicht tun muss, was er nicht will.»* An diesem Kriterium können wir den Grad der Freiheit gut messen. Wir wollen dies in einigen Fällen nachstehend auch versuchen.

Die verfassungsmässige Kodifizierung eines freiheitlichen Welt- und Menschenbildes stand gewissermassen als Geburtspate für die Industrialisierung, Prosperität und Stabilität der heutigen Industriestaaten. Die Bedeutung der relativ freien Märkte für Arbeit, Kapital und Güter für den westlichen Aufschwung in der Geschichte nach 1950 kann man kaum überschätzen. Das damit einhergehende wirtschaftliche Wachstum hat uns politische Stabilität und Frieden beschert. Zu Recht ehrte das Friedensnobelpreis-Komitee diese Leistung der Europäischen Union. Ähnliche Entwicklungen lösten auch das überdurchschnittliche Wachstum von China, Indien, Brasilien und anderen Ländern aus – z.T. mit anderen Gewichtungen von wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Freiheit. Zugleich können positive Entwicklungen auf Dauer zu Selbstgefälligkeit verleiten. Dann steigt das Risiko, dass die Freiheit ihren Charakter durch mangelnde Nutzung schleichend verlieren kann. Eine solche Entwicklung legt aktuell unsere Freiheit zunehmend in Ketten.

Drei wichtige Ursachen und Ergebnisse dieser Entwicklung sollen nachstehend besprochen werden: 1) Schulden, 2) die schleichende Untergrabung der Unabhängigkeit der Geldpolitik und 3) die Überregulierung im Bankensektor.

2. Was unsere Freiheit limitieren kann

2.1 Schulden

Die Explosion der Staatsschulden wird zu Unrecht häufig als wirtschaftliches Problem besprochen. Doch tatsächlich handelt es sich in erster Linie um eine politische und demografische Entwicklung. Zwar zwang die Finanzkrise von 2008 vielen Staaten über Nacht höhere Verbindlichkeiten auf, um ihre nationalen Banken zu garantieren. Doch in den meisten Fällen konnten alle Rettungspakete privatwirtschaftlicher Banken bis heute sogar mit einem Gewinn für die beteiligten Staaten rückabgewickelt werden. Somit hätte zumindest theoretisch die Möglichkeit bestanden, dass sich die antizyklischen staatlichen Interventionen nicht nur von selbst bezahlt, sondern die Staatshaushalte sogar gestärkt hätten. Aber die Realität spielte sich anders ab: Während die meisten Bankenrettungen bis heute mit Gewinnen für die stützenden Staaten rückabgewickelt werden konnten, kam es in deren Windschatten zu einer präzedenzlosen Expansion von defizitfinanzierten «Konjunktur- und Wachstumspaketen». Diese waren – im Gegensatz zur populären Meinung – in der Regel stärker politisch als wirtschaftlich motiviert. Hier kam der grosse Moment spezialisierter Interessengruppen, welche ihre Interessen bei der Vergabe von Subventionen immer an vorderster Front vertreten. In den USA beispielsweise stiegen die Staatsschulden zwischen 2008 und heute von 6,8 Billionen US-Dollar auf 16,4 Billionen US-Dollar – trotz laufend sinkender Schuldzinsen. In mehreren europäischen Ländern stiegen die Staatsschulden vergleichsweise gleich stark an. Das entspricht einem Schuldenwachstum um 140% in nur fünf Jahren – ein Vielfaches der Rekapitalisierung aller amerikanischen Banken. Während desselben Zeitraumes verdreifachten sich aber die Gewinne amerikanischer Unternehmen – von knapp 600 Milliarden US-Dollar auf aktuell 1‘700 Milliarden US-Dollar. Das widerspricht dem von der Politik gepflegten Mythos, dass die schwache Konjunktur oder der Einbruch der Unternehmensgewinnsteuern für das Ansteigen der Staatsschulden verantwortlich sei.

Zweitens leiden viele westliche Staaten bis heute unter der guten Tat der Nachkriegsgeschichte, dass sie der Generation des Wiederaufbaus ihre Renten gratis versprachen – finanziert aus dem dazu gegründeten «Generationenvertrag», welcher eine fortdauernde Umverteilung von der jungen auf die ältere Generation vorsieht. Natürlich rechnete damals niemand damit, dass diese elegante Umfinanzierung zugleich eine demografische Überalterung mitverursachte, welche, ceteris paribus, in Ländern mit Umlageverfahren und demografischer Überalterung eine vorhersehbare Katastrophe für den Staatshaushalt auslösen wird. Und drittens schröpfen zahlreiche gut organisierte Interessengruppen den Staat. Beispielsweise stiegen in den USA die jährlichen Militärausgaben von USD 250 Milliarden p.a. (2000) auf USD 650 Milliarden p.a. – ein nicht nachhaltig finanzierbares Ausmass. Um ein zukünftiges Haushaltsdebakel zu vermeiden, wird Wirtschaftswachstum allein nicht ausreichen. Ohnehin reduzieren hohe Verschuldungsniveaus regelmässig das Potenzialwachstum[1].

Um die Dilemmas vieler westlicher Regierungen zu veranschaulichen, hilft es, die absoluten Zahlen um einige Nullen zu kürzen. Beispielsweise gelten für den amerikanischen Staatshaushalt nach den Verhandlungen zur fiskalischen Klippe folgende Eckwerte:

- US-Steuereinnahmen: USD 2’170’000’000’000
- US-Staatsausgaben: USD 3’820’000’000’000
- Neue zusätzliche Staatsschulden: USD 1’650’000’000’000
- Bestehende Staatsschulden: USD 14‘271‘000‘000‘000
- Vereinbarte Ausgabenkürzungen: USD 38’500’000’000

Wenn Sie acht Nullen aus diesen schwindelerregenden Zahlen streichen und sich einmal vorstellen, die Zahlen beschrieben ihren Familienhaushalt, dann erkennen Sie deutlich die Dilemmas:

- Jährliches Familieneinkommen: USD 21’700
- Effektive Ausgaben der Familie: USD 38’200
- Neue zusätzliche Kreditkartenschulden: USD 16’500
- Bestehende Kreditkartenschulden: USD 142’710
- Gesamte Ausgabenkürzungen: USD 38.50

Sehen Sie das Problem? Sie würden einer Familie mit derart unausgeglichenem Familienbudget wahrscheinlich empfehlen, ihre Finanzen wieder ins Lot zu bringen. Denn diese Familie mag frei geboren sein – aber mit ihrem masslosen Ausgabengebaren legt sie sich tatsächlich überall in Ketten.

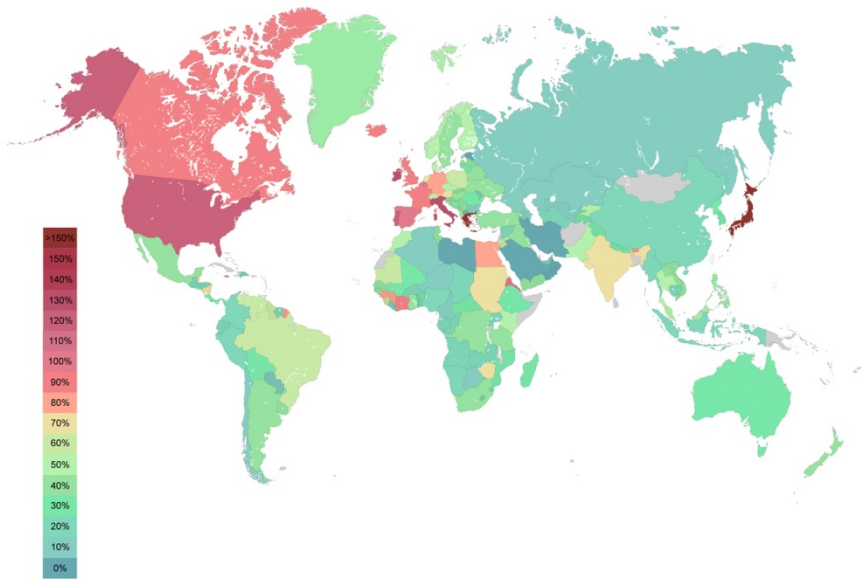
Unredlich mutet es deshalb an, wenn Politiker ritualhaft behaupten, dass solche Sparempfehlungen bezogen auf Staatsausgaben kontraproduktiv wirken und – im Gegenteil – staatliche Ausgabenerhöhungen wegen der unterstellten Wachstumsimpulse den Staatshaushalt wieder ins Lot bringen würden. Man kann vermuten, dass kaum ein Politiker solche Ratschläge einer in solch finanzielle Not geratenen, befreundeten Familie erteilen würde – geschweige denn seiner eigenen. Wenn wir aber beim Staat aus politischer Mutlosigkeit die Haushaltsdisziplin scheuen, dann legen wir den nächsten Generationen Fesseln an, welche sie letztlich um eine Freiheit berauben, von welcher vergangene Generationen profitieren durften.

Es ist deshalb wichtig zu erkennen, dass der sich mancherorts abzeichnende Schulden-Tsunami weniger ein wirtschaftliches und vielmehr ein politisches Problem ist. Nur mit mutigen Politikentscheiden wird sich die Insolvenz mancher Industriestaaten in den kommenden Jahren vermeiden lassen.

Die Verschuldungslandkarte zeigt, in welcher Weise sich gefährliche Haushaltsungleichgewichte wie ein Flächenbrand über die meisten Industrienationen gelegt haben.

[1] Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2012. «Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800.» Journal of Economic Perspectives, 26(3): 69–86

Grafik: Staatsverschuldung (in Prozent des Bruttosozialproduktes)



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), 2011

Die masslose Verschuldung des Westens bedroht natürlich auch fiskalpolitische «Musterschüler» wie Skandinavien oder die Schweiz. Denn erstens wird die fiskalische Not hoch verschuldeter Länder auch in Zukunft noch bedrohliche Blüten treiben. Der staatlich sanktionierte Kauf gestohlener Bankdaten oder die öffentliche Anprangerung und in Einzelfällen gar Erpressung Schweizer Banken werden nicht die letzten derartigen Reflexe von Staaten in Not sein. Als der berühmteste Bankräuber der amerikanischen Geschichte «Slick» Willie Sutton von einem Journalisten befragt wurde, weshalb er immer Banken überfalle, lautete seine entwaffnende Antwort «Weil dort das Geld ist». Mit derselben Logik sollten sich die Finanzbranche sowie institutionelle und private Sparer darauf einstellen, dass die unsichtbaren Hände des Staates über finanzielle Repression «an ihr Geld» wollen.

Zweitens erhöht die fiskalpolitische Not die Gefahr von allgemein unkooperativem Verhalten zwischen Staaten, beispielsweise in Fragen des freien Marktzuganges oder des Zoll- und Steuerwesens. Solche «Heimatschutz-Reflexe» sind politisch populistisch, obwohl sie allen Betroffenen regelmässig mehr schaden als nutzen.

Die Dynamik der westlichen Schuldenberge bildet also keineswegs «nur» ein wirtschaftliches Dilemma. Es geht um mehr. Letztlich geht es um die Bedrohung unserer Freiheit durch die Last der Schulden.

2.2 Geldpolitik

Mit der seit 2008 anhaltenden Involvierung der Geldpolitik in die allgemeine Wirtschafts- und Finanzpolitik setzen Notenbanken faktisch ihre politische Unabhängigkeit aufs Spiel. Die Sorgen sind berechtigt, ob die unkonventionelle Geldpolitik unserer Zeit zukünftigen Generationen einen Freundschafts- oder einen Bärendienst geleistet hat. Denn gute Geldpolitik ist unabhängig von den Zwängen der Wirtschaftspolitik. So kann sie am besten ihr wichtigstes Ziel verfolgen: die Versorgung der Wirtschaft mit einer stabilen, fungiblen Währung. Arbeitsplätze lassen sich mit der Notenpresse allein nicht dauerhaft schaffen. Um hochwertige Arbeitsplätze zu schaffen, sind vielmehr günstige Rahmenbedingungen, ein liberaler Arbeits-, Kapital- und Gütermarkt sowie eine gut ausgebildete Bevölkerung entscheidend. Wer hofft, mit Inflation Arbeitsplätze zu schaffen, lebt in der gefährlichen Illusion, Arbeitnehmer und -geber würden die nominelle Geldvermehrung (welcher eine reale Geldentwertung entspricht) in mehr Konsum und Arbeitsplätze übersetzen. Eine solche Politik ist nicht nur unredlich, sondern auch ein wirtschaftspolitischer Bumerang. Denn erstens basiert sie auf einer Illusion und zweitens übersieht sie, dass Inflation sich über die Erwartungsbildung der Finanzmärkte zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung verstetigen kann.

Wenn aber – wie in den letzten Jahren geschehen – Notenbanken mit der neu geschaffenen Liquidität Staatsanleihen kaufen, dann begeben sie sich damit ebenfalls in ein gefährliches Experiment. Zwar unterdrücken gegenwärtig die hohen Arbeitsmarkt- und Produktionsreserven die unmittelbare Inflationsgefahr. Aber erstens schaffen tiefe Zinsen allein keine neuen Arbeitsplätze und zweitens untergräbt eine zu akkommodierende Geldpolitik regelmässig eine ausgeglichene Haushaltspolitik. Und schliesslich – und das wiegt gravierender – riskiert eine solche Subordination letztlich ihre Unabhängigkeit gegenüber der Regierung. Diese Unterordnung der Notenbank unter die Wirtschaftspolitik kann zu einer fundamentalen Belastung werden, wenn die Notenbank wie in den USA, England oder Japan faktisch zum grössten Gläubiger des Staates wird. Zwar darf man den langen Atem der Notenbanken nicht unterschätzen. Immerhin steht ihnen das Recht zu, theoretisch unbegrenzt viel Geld zu drucken. Somit können sie die nominelle Rückzahlung sämtlicher Staatsschulden immer garantieren. Aber auf Dauer sinkt ihre Bonität auf dasselbe Niveau wie die des überschuldeten Staates. Deshalb ist es fatal zu glauben, dass die Entwertung der eigenen Währung gute Geldpolitik ist. Das mag wie eine Binsenweisheit klingen. Aber wir stehen am Rande einer solchen kompetitiven Währungsabwertung mit potenziell globalen Konsequenzen. In einer offenen Volkswirtschaft enteignet jede Entwertung der eigenen Währung immer die heimischen Sparer. Aber ohne Ersparnisse gibt es auch keine Investitionen. Und ohne Investitionen zerfallen der Kapitalstock und die Wettbewerbsfähigkeit jeder Wirtschaft.

Der amtierende brasilianische Finanzminister Guido Mantega und der deutsche Bundesbankpräsident Jens Weidmann zählen zu den wenigen offiziellen Kritikern dieser Entwicklung. Schon diese unwahrscheinliche Allianz sollte zu denken geben. Beide kritisieren zu Recht, dass die expansive westliche Geldpolitik die politische Haushaltsdisziplin durch die kurzlebigen Impulse andauernder Währungsabwertungen schwächt. Weil jede Währungsabwertung immer zur Aufwertung einer anderen Währung führt, kann eine gefährliche Abwertungsspirale, wie zuletzt während der siebziger Jahre, entstehen.

Auch die Schweiz hat sich mit der Anbindung an den Euro einen Schritt weit in diesen Strudel der kompetitiven Währungsabwertung begeben. Ursprünglich

wollte man damit der Schweizer Exportwirtschaft zu Hilfe eilen. Doch der Faust'sche Pakt beraubte die Nationalbank nicht nur eines Teiles ihrer geldpolitischen Handlungsspielräume, sondern verursachte der Eidgenossenschaft weit grössere Fremdwährungsverluste, als dem Bundesrat retrospektiv wahrscheinlich durch die Subventionierung der Exportwirtschaft entstanden wären. Bei näherer Betrachtung erweisen sich die meisten Wechselkursanbindungen denn auch als zirkulär. Denn auch die Exportindustrie ist letztlich für ihre Produktion auf eine verlässliche, stabile Währung angewiesen. Die Schweizer Wirtschaftsgeschichte belegt eindrucksvoll, dass Schweizer Unternehmen trotz (oder wegen?) des traditionell starken Frankens sich über Innovation und relativ gute Rahmenbedingungen jahrzehntelang erfolgreich positionieren konnten.
Kurzum, der Sirenengesang zur kurzfristigen Instrumentalisierung der Geldpolitik ist gefährlich. Eine Untergrabung der unabhängigen, stabilitätsorientierten Geldpolitik legt zukünftigen Generationen erhebliche Fesseln an, deren wir uns sehr bewusst sein sollten.

2.3 Wenn Überregulierung den Banken zu viele Ketten anlegt

Die Explosion an neuen Finanzmarktregulierungen und staatlichen Interventionen im Bankensektor stellt eine politisch nachvollziehbare, aber wahrscheinlich nicht nachhaltige Reaktion auf die Finanzkrise von 2008 dar. Zugegeben: Unzureichende Regulierungen gepaart mit fatalen Managementfehlern bei Banken waren für die Bankenkrise von 2008 mitverantwortlich. Aber die Flut von neuen Regulierungen und Aufsichtsbehörden, welche seitdem ins Leben gerufen wurden, schiesst wahrscheinlich spiegelbildlich über das Ziel hinaus.
Beispielsweise musste eine international tätige Bank in den letzten vier Jahren im Durchschnitt über 100'000 Seiten an neuen regulatorischen Verordnungen in ihren Geschäftsprozessen verankern. Ob diese Flut an Vorschriften unsere Finanzsysteme tatsächlich stärkt, bleibt abzuwarten. Aber der Grundsatz *«Qualität geht vor Quantität»* dürfte auch hier gelten. So besteht die zeitlose Stärke der «Zehn Gebote» in ihrer Kürze, Klarheit und Nachvollziehbarkeit. Die zeitgeistige Schwäche der über 30'000 Seiten zählenden Dodd-Frank-Empfehlungen an amerikanische Banken liegt hingegen in ihrer masslosen Unübersichtlichkeit und Detailversessenheit. Solche regulatorischen Monsterwerke leiden an Klarheit, Nachvollziehbarkeit und Verständlichkeit – ausser für einen kleinen Kreis von spezialisierten Juristen. Sie entstehen aus der Kreativität immer grösserer Regulierungsbehörden, welche in einem sich aufschaukelnden Prozess neue Vorschriften, Ausnahmen, Querbezüge oder andere Präzisierungen entwickeln. Aber weil es unmöglich ist, alle Farbtöne unserer Wirtschafts- und Lebenswirklichkeit in rechtliche Verhaltensnormen zu fassen, ist es umso wichtiger, sich an klaren, verständlichen und nachvollziehbaren regulatorischen Grundsätzen zu orientieren.
Konkret stehen bei den meisten Finanzmarktregulierungen drei gemeinsame Schutzinteressen im Vordergrund:

1. Finanzsystemstabilität, -transparenz und -effizienz
2. Prävention von «Too big to fail»-Situationen
3. Konsumentenschutz

In jüngerer Vergangenheit entwickelten alle OECD-Staaten eine Fülle von nur selten harmonisierten Regulierungen und Aufsichtsorganen. Das Ergebnis kann bislang nicht befriedigen. Beispielsweise haben Fusionen schwacher Banken die Anzahl und Grösse von «Too big to fail»-Konstellationen erhöht und nicht etwa reduziert. Gleichzeitig wird durch die Unmenge an Informationen, Unterschriften und zusätzlichen Bewilligungsprozessen die stille Mehrheit der vertrauensvollen Kunde-Bank-Beziehungen durch zunehmend überregulierte Prozesse abgelöst. Die Gefahr besteht darin, dass Kunden und Berater die wirklich fundamentalen Annahmen oder Bedürfnisse der sich wandelnden Kundensituation leicht aus dem Auge verlieren. Auch im internationalen Investment-Banking haben die Vernetzungen keineswegs abgenommen. Im Gegenteil, sie sind primär in weniger regulierte Marktsegmente wie das unregulierte Hedge-Fund-Geschäft abgewandert.
Kurzum: Egal, wie viele zusätzliche Vorschriften erfunden werden: Finanzkrisen verhindert man damit nicht. Das Problem mit der masslosen und in Einzelfällen schwer nachvollziehbaren Überregulierung der Finanzbranche ist das Gesetz der unerwarteten Konsequenz, welches meist dann umso stärker zuschlägt, je mehr man es auszuschliessen versucht.

3. Eine kleine Wunschliste

Seit der Krise 2008 wird unsere wirtschaftliche Freiheit in immer neue Ketten gelegt. Damit soll keineswegs unsere staatliche Ordnung kritisiert werden. Vielmehr sollte hier auf die Gefahren aus dem resultierenden Schuldenwachstum, der Überregulierung und zu expansiver Geldpolitik hingewiesen werden – ohne jeden Anspruch auf Vollständigkeit. Den drei Dilemmas ist gemein, dass sie eine bedrohliche Eigendynamik entwickelt haben. Im Sinne eines konstruktiven Diskussionsbeitrages folgt eine Wunschliste für fundamentale, politische Zielsetzungen, welche zumindest ansatzweise heilen könnten.

3.1 Stabilisierung der Schuldenspiralen

Unter Verweis auf die letzte «Standpunkte»-Publikation seien nur summarisch drei Politikempfehlungen zitiert, welche einen grossen Hebel zur Stabilisierung der Schuldenspirale des Westens bieten:

1. Verfassungsmässige Schuldenbremsen auf allen staatlichen Ebenen und/oder föderalistische Fiskalstrukturen.
2. Umstellung der Finanzierung von Sozialwerken von Umlageverfahren auf Kapitaldeckungsverfahren.
3. Massnahmen zur demografischen Wachstumsverjüngung, zum Beispiel gezielte Investitionen in Kinderbetreuung oder Einwanderungsförderung.

Nachhaltige Strukturreformen in diesen drei Politikbereichen könnten der versteckte Segen der jüngsten Finanzkrise sein.

3.2 Geldpolitik

Geldpolitik wirkt dann am nachhaltigsten, wenn sie, unabhängig von der Politik, der Sicherstellung einer stabilen und fungiblen Währung verpflichtet ist. Um die Geldpolitik wieder gegenüber der Tagespolitik zu stärken und zu emanzipieren, müsste vor allem dem grundlegenden Verbot der direkten oder indirekten Staatsfinanzierung Nachdruck verschafft werden. Das liesse sich mit klaren, verfassungsrechtlichen Qualifizierungen oder auch – politisch schwieriger – durch international koordinierte Verpflichtungen erreichen. Zweitens ist eine verbindliche, international koordinierte Absage an eine unfreundliche Politik der kompetitiven Währungsabwertungen dringend notwendig, um eine weitere gefährliche Eskalation der aktuell

unkooperativen westlichen Geldpolitik zu vermeiden.

3.3 Und drei Wünsche an die Finanzmarktregulierung

Es ist erstaunlich, wie selten in der politischen Diskussion die drei wichtigsten regulatorischen Defizite gemeinsam benannt werden, welche die letzte Finanzkrise entscheidend mitverursachten (neben zahlreichen Defiziten in der Geschäftsführung der betroffenen Bank). In diesem Sinne seien nachstehend drei regulatorische Defizite erklärt, welche direkt in die Bankenkrise 2008 führten. Bezüglich der Heilung dieser Defizite ist bislang der grösste Fortschritt bei der Erhöhung der internationalen Eigenkapitalvorschriften für Banken erzielt worden.

1. Es war gewiss falsch, dass der amerikanische Staat (unter dem Druck der Investment-Banken-Lobby) den 1994 diskutierten Vorschlag verwarf, den neu entstehenden Markt für nicht börsenkotierte Derivate an einer *regulierten Clearingstelle* zu zentralisieren. Diese Zentralisierung hätte wahrscheinlich den gefährlichsten Moment der Finanzkrise, die Vertrauenskrise des globalen Interbankenmarktes nach dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers, verhindert. Denn: Wenn zehn Banken direkt miteinander individuelle Derivatekontrakte abschliessen, dann entspricht die Anzahl bilateraler Gegenparteirisiken annähernd dem Quadrat der Anzahl beteiligter Banken, d.h., bei zehn Banken existieren 90 Gegenparteiverhältnisse, zwischen hundert beteiligten Banken existieren 9‘900 Gegenparteiverhältnisse. Wenn hingegen sämtliche Derivatekontrakte über eine zentrale Clearingstelle abgewickelt werden, dann steigt die Systemstabilität gleich dreifach:
a. Die Anzahl Gegenparteiverhältnisse sinkt auf die Anzahl beteiligter Banken (zwischen Clearinghaus und hundert beteiligten Banken existieren genau hundert – und nicht 9‘900 – Gegenparteiverhältnisse).
b. Sämtliche Kontrakte können laufend transparent berechnet und beim Clearinghaus mit einer Pfandmarge besichert werden.
c. Vertragsstandards ersetzen die Vertragsvielfalt. Standardisierung schränkt zwar die Vertragsfreiheit ein, hat sich aber in vielen Wirtschaftsbereichen als grosser Gewinn für das Gesamtsystem erwiesen. Beispielsweise stellte auch die Standardisierung von Containerabmessungen einen wichtigen Nutzen für das exponentielle Wachstum des globalen Warenverkehrs dar.

2. Die *Eigenkapitaldecken* der Banken waren zu tief und die Definition von Eigenkapital bot vielen Schlupflöcher für immer stärkere Belastungen der meisten Bankbilanzen. In diesem Bereich wurden mit Basel III bis heute die wichtigsten regulatorischen Fortschritte erzielt.

3. Der *amerikanische Hypothekarmarkt* stellte seit Jahren eine tickende Zeitbombe dar. Die drei spezifischen Gründe wären aber prinzipiell leicht reformierbar – falls der politische Wille existiert:
a. Ein antiquiertes Schuld- und Konkursgesetz sah vor, dass für eine Hypothek nur die verpfändete Liegenschaft, nicht aber der Schuldner persönlich haftete. So entstand ein bekanntes moralisches Risiko, dass Schuldner, deren Liegenschaftenbewertungen unter den Wert ihrer Hypothek sanken, der Bank einfach ihren Hausschlüssel übergeben und sich damit aus ihrer Schuld entbinden konnten. Aus diesem Grund entfesselte die anfangs moderate Immobilienkrise eine unverhältnismässig grössere Verlustlawine für amerikanische Hypothekarbanken.
b. Die Verbriefung von Hypotheken, Privat- und Kommunalkrediten wird in den USA vom Staat explizit gefördert, um die jederzeitige Kreditverfügbarkeit für die Wirtschaft zu begünstigen. Nur so versteht man die verwegenen Verbriefungen amerikanischer Hypothekar-, Privat- und Kommunalkredite und deren naive (Fehl-)Beurteilungen durch Rating-Agenturen. 2008 existierten in den USA beispielsweise noch 33 operative Unternehmen mit dem höchsten Rating AAA. Gleichzeitig besassen aber über 6‘000 Hypothekarverbriefungsvehikel dasselbe exklusive AAA-Gütesiegel. Wahrscheinlich hätte die desaströse Wertvernichtung in diesem Bereich durch den Grundsatz verhindert werden können, dass die ursprüngliche Hypothekenbank und die verbriefende Investmentbank jeweils die ersten zwanzig Prozent eines möglichen Verlustes unwiderruflich selbst tragen müssen.
c. Eine marktverzerrende und kaum noch zu kontrollierende Verstaatlichung des Marktes für private Hypotheken. Die zwei, mittlerweile am Tropf der Notenbank hängenden, staatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac garantieren heute ein weltweit unerreicht hohes Kreditvolumen von fünftausend Milliarden US-Dollar. Das tragische Beispiel illustriert, wie weit sich eine staatliche Marktintervention mit Defizitgarantie im Laufe der Zeit von ihrem ursprünglichen Zweck entfernen kann. Im Ergebnis konzentrieren die zwei Staatsinstitute mehr Risiko als jede Geschäftsbank und mutierten schliesslich selbst zu einem dominanten Systemrisiko.



Langfristige Konsequenzen für Anleger

Drei Überlegungen stehen im Vordergrund.

1. Fiskalische Repression bleibt eine dauerhafte Realität.
Es ist bezeichnend für unsere Zeit, dass die meisten Anleger dieser Aussage zustimmen, gleichzeitig aber nach wie vor einen Grossteil ihrer Anlagen in genau diejenige Liquidität oder die festverzinslichen Wertpapiere investieren, welche von allen Anlagen am stärksten gegenüber dem unfreundlichen Zugriff durch den Staat exponiert sind. Reale, risikobehaftete Anlagen wie Rohstoffe, Immobilien oder Aktien bieten bei einem zwei- bis dreijährigen Anlagehorizont vor diesem Hintergrund die besseren Perspektiven. Um zu illustrieren, weshalb auch Risikoanlagen in unsicheren Zeiten manchmal das Gesamtrisiko eines Portfolios reduzieren können, mag das Beispiel eines Auto- oder Mountainbikefahrers illustrieren. Es gibt in jedem solchen Rennen Momente, wo es sicherer ist, das Tempo hoch zu halten als abzubremsen. Dies gilt aus physikalischen Gesetzmässigkeiten, weil die hohe Geschwindigkeit den Boliden fest an den Boden drückt oder weil eine Bremsung im Gefälle das Mountainbike zum Überschlag bringen könnte. Ähnlich verhält es sich manchmal auch mit Finanzanlagen. Es gibt Zeiten, zu denen die traditionell riskanteren Anlagen wie Aktien oder Rohstoffe das Anlageportfolio besser stabilisieren als die traditionellen «Risikobremsen» wie Obligationen. Verstehen Sie mich richtig. Eine Trendwende an der Zinslandschaft ist keineswegs in Sicht. Allein das Risiko zusätzlicher Belastungen von festverzinslichen Anlagen durch Steuern, Abgaben, Negativzinsen, Markteinschränkungen wird durch das aktuelle Zinsniveau einfach nicht mehr kompensiert.

2. Aktives Management schlägt passives Management.
Diese Beobachtung dürfte in doppelter Hinsicht anhalten. Erstens profitieren aktive, global ausgerichtete Vermögensverwaltungsmandate in dem schwierigen Umfeld von einem oftmals ganzheitlichen strukturierteren Verwaltungsansatz. Die alte Binsenweisheit «Jede Hausse muss eine hohe Mauer der Skepsis überwinden» erklärt gut, weshalb Anleger gegenwärtig mit einem strukturierten Anlageprozess erfolgreicher sind als mit einem intuitiven Ad-hoc-Prozess. Zweitens steht der ungebrochenen Popularität von Passivanlagen ein zunehmender Performance-Rückstand solcher Anlagen gegenüber. Hintergrund zu dieser Entwicklung sind die wachsende Performance-Streuung innerhalb von vielen Aktienindizes, erstaunlich hohe Transaktionskosten sowie die limitierte Skalierbarkeit mancher Indexanlagen.

3. Schwellenländer werden auf absehbare Zeit das bessere Anlageumfeld bieten.
Sowohl Direktanlagen in Aktien oder Obligationen aus Schwellenländern wie auch Anlagen in Aktien von westlichen Unternehmen mit überdurchschnittlichem Geschäftsanteil in Schwellenländern weisen für die nächsten Jahre strategisch die besseren Anlageperspektiven als Anlagen in den westlichen Industriestaaten auf.

Der Mensch ist frei geboren und dennoch liegt er überall in Fesseln. Als Anleger sind wir gut beraten, solche Fesseln kritisch zu hinterfragen und ihnen mit einem ganzheitlichen und nachhaltigen Ansatz aus dem Weg zu gehen.



Wichtiger Hinweis

Diese Publikation der Bank Sarasin & Cie AG (Schweiz) (nachfolgend «BSC») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. BSC hat die Richtigkeit und die Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens BSC für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder BSC noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Dieses Dokument richtet sich an Personen in denjenigen Ländern, in welchen die Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die BSC lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

© Copyright Bank Sarasin & Cie AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank Sarasin & Cie AG
Elisabethenstrasse 62
Postfach
CH-4002 Basel
Telefon +41 (0)61 277 77 77
Fax +41 (0)61 272 02 05
www.sarasin.ch

SARASIN

Verhalten Sie sich sozial. Leben Sie so isoliert wie möglich.

Dass alle Gebäude auf der Welt eines Tages perfekt wärmeisoliert sein werden, mag noch sehr nach Vision klingen. In nachhaltige Technologien investieren können Sie schon heute und mit niemand Berufenerem als mit der Bank Sarasin, die nachhaltiges Investieren bereits seit 20 Jahren vorantreibt.
www.sarasin.com

Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.


network for quality in finance
FinQ

Genève Zürich Lausanne
www.lenzstaehelin.com

Excellence in Business Law



Finanzdienstleistung 2015

Zur Rolle des Beraters: Vertrauensperson oder Informations-sammelstelle für (ausländische) Behörden?

Dr. iur. Martin Burkhardt

LENZ & STAEHELIN

Das weite Feld der Beratung

- Rechtsberatung
- Steuerberatung
- Wirtschaftsberatung
- Anlageberatung
- Transaktionsberatung
- (... allgemeine Lebensberatung ...)
- et cetera ...

Entwicklungen in der Beratung durch Banken

- Früher: umfassende Beratung in allen Lebenslagen
- Aber: hoher Druck ausländischer Behörden
- Kaum mehr Schutz durch Schweizer Institutionen
- Regulatorischer Aufwand im In- und Ausland
- Existentielle Risiken (Haftung, Strafverfolgung, Geschäftsbewilligung, Reputation)
- et cetera ...

Zauberwort „Transparenz“

- Behörden wollen:
  - möglichst umfassende Fakten
  - in der Form gerichtstauglicher Beweismittel
  - bei möglichst geringem Rechtsschutz für Betroffene bei der Erhebung der Informationen und Beweismittel
  - schnell greifbar zur Verfügung haben
- Essentiell nachrichtendienstlicher Ansatz
- Selektiv wirksames Machtmittel

Transmissionsmechanismen (1)

- Historisch: Pflicht zur Führung und Aufbewahrung von Geschäftsbüchern
- Heute konkrete Dokumentations- und periodische Aktualisierungspflichten bei:
  - Finanzintermediären
  - MIFID
  - FATCA
- Aufsichts- und strafrechtliche Sanktionen

Transmissionsmechanismen (2)

- Sehr weitgehende Amts- und Rechtshilfe
- Stark eingeschränkter Rechtsschutz
- Schnelle Verfahren
- Willfährige Behörden auch über das rechtsstaatlich Geregelte hinaus

Konsequenz der Transparenz

- Weitgehende Pflicht zur Dokumentierung aller Geschäftsvorgänge
- Alles, was bei einem Berater dokumentiert ist, steht zur Verfügung der Behörden
- Berater kann Kunden in diesem Punkt nicht schützen

Ausnahme: Arzt, Beicht- und Anwaltsgeheimnis

- Arztgeheimnis erstreckt sich nicht auf den Finanzbereich
- Beichten kann man alles, es resultiert aber idR keine gerichtstaugliche Dokumentation
- Steuerberater haben kein Anwaltsgeheimnis
- Anwaltsgeheimnis beschränkt auf den Kernbereich anwaltlicher Tätigkeit
  - Rechtsberatung
  - Beratung und Vertretung im Prozess

Meldepflichten von Rechtsanwälten

- Anwaltsgeheimnis in der Schweiz wird ausgebaut
- z.B. in Frankreich: Meldepflicht bei Transaktionen mit Geldwäschereiverdacht
- z.B. in England: Meldepflicht ausser Kenntnis erlangt im engen Kernbereich der Tätigkeit
- pro memoria: kein Anwaltsgeheimnis für Steuerberater

Tendenzen in der Beratung durch Banken

- Professionalisierung der Steuerberatung
- Auslagerung von Steuer- und Strukturberatung
- Aufbau und Verwaltung von Strukturen durch affiliierte Trustgesellschaften
- Konzentration auf Anlage- und Transaktionsberatung
- Konzentration auf grössere Vermögen
- Grundproblem: „*Our Client wants ...*“

Leitplanken für Berater

- Sorgfaltspflichten im Finanzbereich
- Ausländische Steuerdelikte
- Integrität der Dokumentation
- Verpflichtung zur Edition an Behörden
- Datenschutzrechtliche Editionspflicht gegenüber Kunden
- „alles, was vorliegt, wird ggf. (gegen Sie) verwendet“

Entwicklung der Rolle des Beraters

- Kontrollierte Dokumentation
- Professionalisierung und Spezialisierung
- Rechtsberatung durch Rechtsanwälte
- Steuerberatung durch externe Experten
- Differenzierung zwischen (a) Strukturberatung und (b) Verwaltung von Strukturen
- Ernstzunehmende Aufteilung der Rollen in der Struktur („play the game“)

Ausblick

- Tendenzen
  - Frage- und Dokumentationspflichten nehmen zu
  - „Transparenz“ nimmt zu
  - Verdrängungskampf durch zunehmende Regulierung
- Konsequenzen
  - Professionalisierung und Arbeitsteilung
  - Erstklassige Vermögens-, Trust- und Steuerberatung
  - Qualitätsführerschaft neu erkämpfen und ausbauen

Lukas-Evangelium, Kapitel 8 (Zürcher Bibel)

17 Denn es gibt nichts Verborgenes, das nicht offenbar wird, und nichts Geheimes, das nicht bekannt wird und an den Tag kommt.

18 Gebt also acht, dass ihr genau zuhört! Denn wer hat, dem wird gegeben werden, und wer nicht hat, dem wird auch das genommen werden, was er zu haben meint.


network for quality in finance
FinQ

FDP

Die Liberalen

[Finanz und Steuerpolitik – FDP.Die Liberalen]


network for quality in finance
FinQ

FinQ-Event
14. März 2013
Park Hyatt Zürich

Beat Kappeler

Wie steigen die Notenbanken aus Geld-, Zins- und Schulden-interventionen aus?

Dieser Titel vermeidet taktvoll das für Anleger zentralere Wort „wann?“, denn das wissen wir nicht. Hingegen kann ein Blick auf Ursachen, Mechaniken und Ausstiegs-szenarios doch einige Vermutungen dazu liefern.

Die verlorene Freiheit der Notenbanken

Die wichtigsten Notenbanken der entwickelten Welt haben ihre Bilanzen enorm aufgebläht, und dafür potentiell ebenso enorme Geldmengen geschaffen. Die US-Notenbank ist der grösste Inhaber staatlicher US-Papiere und kauft weiter Beträge, die dem gesamten US-Defizit entsprechen, die Bank of England hat etwa 40% der Staatsschulden aufgekauft. Seit kurzem haben sich diese Notenbanken auch in ar-gumentative Sackgassen verrannt:

- Die FED bringt plötzlich eine bezifferte Arbeitslosenrate (höchstens noch 6,5%) als Grund zur Geldschöpfung auf
- Die EZB hat sich mit dem Satz, sie tue „whatever it takes“ um den Euro zu retten, erpressbar durch die Schuldner gemacht. Seit dem italienischen Wahlresultat ist dementsprechend die „conditionality“ künftiger Stüt-zung südeuropäischer Staatsschulden undenkbar.
- Die Bank of England hat sich in den Dienst der Staatsschuldenfinanzie-rung und der Kursabschwächung gestellt.
- Die Bank of Japan beugt sich ausdrücklichem politischem Druck zwecks Inflationierung und Kursabschwächung.
- Die SNB kann auf absehbare Zeit um den Preis ihrer Glaubwürdigkeit nicht von der Grenze von 1.20 Fr. zum Euro abrücken.

Die Geldmengen-Interventionen hatten einen unterschiedlichen Ausgangspunkt – in den USA und in GB zuerst die Rettung des Teilreserven-Banksystems nach dem Leh-man-Kollaps, dann die Erleichterung der Zinskosten für den Staat und die Ankurbe-lung der Wirtschaft durch Tiefstzinsen. In Euroland wurden durch die EZB ebenfalls die Banken stabilisiert („Emergency liquidity assistance“, Targetsalden), gleichzeitig ab Mai 2010 Staatsanleihen des Südens aufgekauft („Securities Market Program-

me“), dann die von Privaten abgezogene Liquidität mit 1000 Milliarden Euro wieder ins Bankensystem gepumpt („Long term financing operation“ LTRO) und schliesslich die künftige Stützung südeuropäischer Schuldtitel versprochen („Outright Monetary Transaction“). Wie das Wort von „quantitative easing“ sind alle diese Begriffe reinster Orwell’scher Newspeak, also vernebelnd bis verlogen.

Die fehlenden Ergebnisse

Die konjunkturelle Ankurbelung trat kaum ein, nicht in GB, nicht in Euroland, nicht in Japan, wenig in den USA. Die Gründe sind vielschichtig – die Banken Europas schleppen immer noch enorme gefährdete Ausstände mit sich, die Ausleihungen an die Wirtschaft steigen nicht, wegen der Rekapitalisierung und Reregulierung der Banken und weil die Akteure dem Ganzen nicht trauen. Ebenso bremsen die verriegelten Arbeitsmärkte Europas die Wirkung der Geldmengen aus (keine Kündigungsmöglichkeit, daher keine Einstellungen). Die Liquiditätsschwemme schafft wegen des dadurch entstehenden Missstrauens eine Liquiditätsfalle. Nur ein Teil der Liquidität ging in De-Leveraging. Doch man muss sagen, dass die Schulden der Privaten, der Banken, der Staaten des Westens höher sind denn je.
Die Politiker haben sich – ausser in südeuropäischen Krisenstaaten und Irland, Island – bisher gerade wegen der grosszügigen Geldversorgung und der problemlosen Staatschuldenfinanzierung in USA, NL, B, D, F, I , Jap. nicht an die strukturelle Sanierung der Budgets gemacht.
Die erwartete Inflation äussert sich in den Vermögenswerten Bonds, Aktien, Immobilien, Rohstofffen, Gold.

Der Ausstieg

1
Verrückt, aber bequem und bereits diskutiert – der **Schuldenerlass**. Die Notenbanken könnten die Staatsschulden in ihren Beständen einfach streichen. Die Staaten könnten ihre Defizite weiter laufen lassen (also vulgär-keynesianische Ankurbelung machen), die Geldmenge bliebe bestehen, das Eigenkapital der Notenbanken würde durch Papiertransaktionen oder „1-Trillion-Coin“ aufgefüllt.
Uebrigens erstatten die Notenbanken der USA und GB die Zinseinnahmen auf ihren Staatspapieren den Staatskassen zurück. Dieser Teil der Staatsschulden ist bereits gratis, der Rest tiefstverzinslich.

2
Die **„Paul-Volcker-Sanierung“** der Jahre 1979-82 würde die Sanierung brutal einleiten – Geldmenge verkleinern, Zinsen erhöhen. Damals fallierten Hunderte von Ban-

ken, die Börse fiel auf Mitte 60er Jahre zurück, der Zins für 10-jährige Treasuries stieg auf 14%, jener für Tagesgeld auf über 20%.
Doch zusammen mit der Budgetsanierung unter Clinton kamen wachstumsstarke, inflationsfreie Jahre.
Man kann sich ausrechnen, dass derartige Staatszinsen und Tagesgelder heute absolut ruinös wären, ausserdem ist die Leidensfähigkeit überall weg. Nicht nur würde eine Phalanx von Politikern (Staatsausgaben durch Zinsen), von Gewerkschaften, Unternehmern, Banken, Hausbesitzern wütende Opposition machen, sondern die Papierwerte der Notenbanken selbst würden sinken und Verluste auftreten. Bei den gegenüber 1979 viel höheren Schulden und Defiziten würden die steigenden Zinsen beim Staatshaushalt unermesslich auftragen (schon bei 6% auf Treasuries würde dies das US-Defizit von 7% auf 11% des BIP steigen! Ein „tipping-point" träte ein: mehr Zinsen, mehr Schulden, mehr Zinsen).

3
Aussitzen und inflationieren: die Zinsentwicklung wäre hier der entscheidende Punkt – entweder steigen sie, weil die Preissteigerungen der Vermögenswerte in die Konsumpreise und Löhne eindringen, oder weil die kräftig weiter laufende Staatsverschuldung die Anleger mit der Zeit kopfscheu macht und diese höhere Zinsen verlangen (die laufenden Defizite in % des BIP sind höher als die nominelle Wachstumsrate des BIP in USA, F, E, I, NL, B, GB, Jap, Irl, Gri, Port. – klassische Schuldenscheren). Wenn die Politiker diese Schuldenfalle nicht durch Budgetsanierungen beseitigen und wenn das Wachstum nicht zunimmt und wenn die Volcker-Variante ausgeschlossen wird, dann müssen die Notenbanken ihre Geldschöpfung fortsetzten, mit „finanzieller Repression" die Zinsen unter der Inflationsrate zu halten versuchen. Aber sogar wenn dies nicht gelingt, wird das BIP mit der Zeit nominell (also dank Inflation) wachsen und da alle Staatseinnahmen indexiert sind (MWST, Einkommens- und Unternehmenssteuern), müsste eine gnädige Inflation von 5% während 6 Jahren grosse Erleichterung bringen (nicht bei Sparern, Versicherten, Rentnern natürlich, diese bezahlen sie).

(Komplikation: nur in einem Teil der Triade USA-EU-Jap. steigende Zinsen würden allerdings riesige carry-trades aus den geschaffenen Geldmengen anreizen, die Währung hochtreiben, die Exporte erschweren und den currency war rückgängig machen. Wie es dann weiter geht, ist offen).

Die Notenbanken könnten die gekauften Staats- und Hypopapiere einfach auf Verfall halten, dann kommt das Geld zurück, wird eingestampft und – so hofft man – vermindert sich unmerklich. Dies deutete die FED letzte Woche an.
Insbesondere in der Eurozone dürfte diese Variante eintreten, weil der Süden nicht konkurrenzfähig wird, weil Frankreich in den „Süden" fallen wird und der Norden dies nicht zahlen will und kann. Daher wird die EZB die fehlende Staatlichkeit des

Euroraums mit der Funktion des „lender of last resort“ und entsprechendem Gelddrucken bieten müssen. Dazu müsste die Inflationierung selektiv den Norden stärker treffen, ein Ziel der Europolitiker, von den Deutschen nie geahnt.

4

Sanierung der Staaten, Banken unter dem vorläufigen Geldschirm. Die Geldversorgung ginge wie in den obigen „Lösungen“ weiter, aber die Politiker würden ernsthaft die Defizite beseitigen, also in % des BIP unter dessen nominelle Wachstumsrate drücken.
Dies müsste nicht einmal die immer befürchtete Wachstumsstörung bewirken, denn die Wirtschaft investiert und kreditiert gerne, wenn eine Lösung der verfahrenen Lage erkennbar wird.
Auch in dieser Variante würde dann der genesende Staat seine Schuldpapiere bei den Notenbanken mit der Zeit zurück zahlen und so die Geldmenge verringern.
Die Frage aus der fiskalischen Patt-Situation der USA, aus den Wahlrevolten der Europäer stellt sich, ob parlamentarische Demokratien noch in der Lage sind, die Pfadabhängigkeit zu beenden, die aus jahrzehntelangen Versprechen von Schmerzlosigkeit aller Lebenslagen, keynesianischer Ankurbelung durch Defizite, Reduktion und Unkündbarkeit der Arbeit umzukehren und durch ein neues „narrative“ zu ersetzen.

Schlussbemerkung

Die westlichen Notenbanken und Politiker spielen mit dem Vertrauen in Papiergeld und Staatskredit, mit zwei heiklen Säulen der Zivilisation.

Wenn Trödler in Altstadtläden Gold aufkaufen oder ein 17-jähriger Fahrender an meiner Haustüre „alte Vreneli“ abknöpfen will, dann haben die Notenbanken bereits in Problem.
Und wenn die Politiker nicht sanieren, sondern die Bürger in die Ecke treiben mit Steuerrazzien, Barzahlungsverboten und mit der Definitionsvermengung von Geldwäscherei, Steuern und Transaktionsregeln, mit Umkehr der Beweislast, also ohne Unschuldsvermutung, dann ist der Sklavenstaat eingerichtet, inmitten formaler „Demokratien“.

FinQ

network for quality in finance

Danke für Ihr Interesse

Wir würden uns freuen, Sie bei unserer nächsten FinQ-Veranstaltung wieder begrüssen zu dürfen.

Postfach 1618
Am Schrägen Weg 14
FL-9490 Vaduz

☎ +423 232 00 76
🖷 +423 232 06 30

office@finq-online.org
www.finq-online.org