

Libras politische Sprengkraft

Facebooks Projekt einer Kryptowährung schafft in vielerlei Hinsicht neue Herausforderungen. Regulatoren werden mit aller Kraft versuchen, die staatliche Souveränität zu verteidigen. **TEODORO D. COCCA**

Eine babylonische Verwirrung ist in der Welt der Zahlungsmittel auszumachen. In Zeiten unkonventioneller Notenbankpolitik und ihrer befürchteten längerfristigen Folgen für Fiat-Währungen einerseits und intensiver technologischer Innovation andererseits erstaunt die losgetretene Dynamik allerdings nicht. Neben neuen Bezahlsystemen wie Apple Pay oder Twint, diverser Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum stellen die Pläne eines Konsortiums rund um Facebook, eine voll gedeckte Kryptowährung namens Libra zu emittieren, den bisherigen Höhepunkt dieser inzwischen kaum mehr überblickbaren Vielfalt an Innovationen in der Payment-Landschaft dar.

Noch ist vieles ein Plan, und die Umsetzung befindet sich in den Anfängen. Dennoch, das kürzlich von Facebook präsentierte White Paper zum Libra-Projekt hat es in sich. Es wirft, im Unterschied zu den vielen übrigen Payment-Innovationen, einige knifflige Systemfragen auf, die in einem grösseren Kontext auch äusserst politische Implikationen haben könnten. Es sind vor allem zwei Merkmale, die Libra aus finanztechnischer Sicht von bisherigen Innovationen unterscheiden: die Ausgestaltung als Stable Coin und die zu erwartende weltweite User Community, die der neuen Währung zu einer schnellen Verbreitung verhelfen kann.

Derivat, Token, ETF

Libra soll eine Kryptowährung sein, deren gesamte Geldmenge jederzeit durch finanzielle Vermögenswerte gedeckt ist. Erwirbt ein Facebook-User 100 Libra, wird der Gegenwert durch einen Partner des Libra-Konsortiums in kurzfristigen Staatsanleihen und Bankguthaben investiert. Die Vermögenswerte werden dabei auf verschiedene Hauptwährungen aufgeteilt, sodass zum Beispiel der Umtauschkurs zum Franken ähnlich dem Kurs gegenüber den Sonderziehungsrechten des Internationalen Währungsfonds (IWF) fluktuiert. Die Sonderziehungsrechte des IWF entsprechen einem gemäss Exportanteil gewichteten Währungskorb aus Dollar, Yen, Euro, Pfund und Renminbi. Damit ähnelt Libra aus geldpolitischer Sicht einem Currency Board, wie es in Hongkong erfolgreich praktiziert wird. Aus finanztechnischer Sicht kann Libra als Kryptoderivat bezeichnet werden, also als Abbild eines Basiswerts (in diesem Fall Wertekorb oder Basket). Manche würden wohl von einem Anleihen-ETF mit physischer Replikation sprechen, der tokenisiert wird und friktionslos in kleinsten Fraktalen übertragen werden kann.

Der Ertrag auf den investierten Anleihen und Bankguthaben wird dem Konsortium gutgeschrieben – Libra werden selbst nicht verzinst. Nutzern aus Ländern mit relativ hohen Zinsen wie etwa US-Konsumenten würden damit aktuell rund 2% Zinsen pro Jahr entgehen – eine in diesem Falle durchaus teure Angelegenheit. Für Schweizer Kunden wäre der Zinsentgang zumindest derzeit freilich kein Thema. Ein Schutz vor allfälligen Negativzinsen ist nicht grundsätzlich gegeben, da Anlagen mit negativer Verzinsung im Währungskorb auf die Wertentwicklung des gesamten Währungskorbs durchschlagen. Über die Diversifikation des Währungskorbs kann allerdings eine partielle Negativverzinsung kompensiert werden, freilich unter Inkaufnahme eines Währungsrisikos.

Weil die Vermögenswerte im Korb alle auf Fiat-Währungen lauten, hat Libra einen inneren Wert, solange diese Fiat-Währungen ihren Status als vertrauenswürdige gesetzliche Zahlungsmittel bewahren können; Bitcoin-Anhänger würden wohl anmerken, dass auch Libra deshalb ultimativ keinen inneren Wert haben. Die für den Libra-Korb erworbenen Wertpapiere sind auch für die Geldpolitik und für die Liquiditätssteuerung von Banken von erheblicher Bedeutung. Sollte Libra einen gewissen Erfolg erreichen, könnte der Basket mehrere hundert Milliarden wert sein. Damit wäre eine systemrelevante Grösse erreicht, und das Finanzsystem wäre dem Too-big-to-fail-Risiko einer allenfalls nicht wie andere systemrelevante Marktteilnehmer regulierten Gegenpartei ausgesetzt.

Ein Gedankenexperiment kann aufzeigen, welche toxischen Wirkungsketten während einer Staatskrise auftreten könnten. Man stelle sich vor, Italiens Schuldenkrise verschärfe sich, und ein «Italexit» (wie er im Fall des «Grexit» fast eingetreten wäre) sei ein reales Szenario. Es sei Freitag, und die Italiener stünden vor einem Wochenende, an dem sich die Gremien der EU, des IWF und der Europäischen Zentralbank EZB treffen, um über den weiteren Verbleib Italiens im Euro zu beraten. Es würde Ungewissheit darüber herrschen, ob am darauffolgenden Montag die heimischen Banken überhaupt wieder öffnen und Eurogeldscheine von Bankomaten bezogen werden können. Italiener würden in einer derlei unsichereren Gesamtlage höchstwahrscheinlich wesentliche Teile ihres Eurovermögens in Libra wechseln. Was auch immer übers Wochenende passieren würde, sie wären damit am Montag (bzw. schon am Wochenende) in der Lage, alltägliche Geldzahlungen in Italien durchzuführen oder auch ins Ausland zu überweisen.



«Libra wäre die perfekte Flucht- und die allseits einsetzbare Parallelwährung.»

Überreizt

Das ist ein Warnzeichen für alle Börsenaspiranten. Klar, es stimmt:

Die Liquidität am Markt ist üppig, die Bewertungen an den Aktienmärkten sind hoch, auch nach vereinzelt Kurskorrekturen, und der Anlagennotstand wird auch in den kommenden Monaten nicht zu Ende sein. Doch Swiss Re ist in London mit dem IPO der Tochter ReAssure gescheitert, kurz darauf auch die asiatische Tochter von Anheuser Busch Inbev in Hongkong. Letztere Transaktion wäre ein dicker Brocken von fast 10 Mrd. \$ gewesen. Was nun?



ADRIAN BLUM stv. Chefredaktor zum Thema Börsengänge

Schönreden hilft nicht. Marktteilnehmer wiegeln ab, ob in London, Frankfurt oder Zürich, Qualität werde immer ihren Weg finden, heisst es da. Das schon, aber auch dann ist alles eine Frage des Preises. ReAssure und Anheuser Busch sind ein Wink mit dem Zaunpfahl, den die Emittenten bis zum Beginn der nächsten IPO-Saison ab Spätsommer nicht vergessen sollten. Denn den Emissionspreis zu sehr auszureizen, birgt nicht nur das Risiko eines Scheiterns, sondern – bei Gelingen – die Gefahr einer schlechten Performance und anhaltenden Misstrauens unter Investoren.

In unserem nördlichen Nachbarland bahnt sich gerade eine recht exotische Transaktion an. Der deutsche Fussballverein SpVgg Unterhaching plant das IPO. Der Drittligist will brutto bis zu 7,7 Mio. € einnehmen. Bis zum Ende der Zeichnungsfrist, dem 26. Juli, kann noch viel passieren. Gelingt aber der Deal und folgen steigende Kurse, wäre es doch ein unrühmliches Zeichen, wenn Unterhaching wegen zu hoher Preisvorstellungen anderer Kandidaten oder Neulinge als bestes IPO Europas von 2019 in die Geschichte eingehen würde.

Eine enorme Nachfrage nach Libra wäre gewiss. Wenn der Libra-Handel über Börsenplätze laufen wird (hier ist das Konzeptpapier widersprüchlich), könnte der Wert einer Libra in einem solchen Fall wohl auch über dem inneren Wert handeln. Die Verwalter des Libra-Korbes würden umgekehrt einem gewaltigen kurzfristigen Anlagebedarf ausgesetzt sein. Hohe Kaufvolumen hätten Preiseffekte am Kapitalmarkt zur Folge. Schliesslich würde daraus ein Tausch von in Euro denominierten Bankeinlagen bei italienischen Banken in US-Staatsanleihen (ca. 40% des Korbes) und Eurostaatsanleihen (ca. 30%) im Libra-Korb resultieren.

Dies würde einem Bank Run auf italienische Kreditinstitute gleichkommen und die Krise verschärfen. Sobald die Euro in Libra getauscht wären, wäre zudem die Kapitalflucht ins Ausland mithilfe der Peer-to-Peer-Zahlung über WhatsApp abseits des heutigen Swift-Zahlungssystems möglich. Ein schrankenloses Libra-System würde ein mächtiges Instrument darstellen, um Währungsräume schnell zu verlassen. Libra wäre daher gleichzeitig sowohl die perfekte Flucht- als auch die allseits einsetzbare Parallelwährung.

Private globale Währungsunion

Kapitalverkehrskontrollen nach heutigem Muster könnten nur beim Wechsel von Bankguthaben in Libra effektiv funktionieren. Inwieweit eine mit Libra gefüllte Wallet von Kapitalverkehrsbeschränkungen betroffen wäre, ist eine regulatorisch offene Frage. Da Libra in einer digitalen Wallet (bspw. auf dem Handy) verwahrt werden und direkte Zahlungen Peer to Peer möglich sind, ist die Beschränkung von Zahlungen über Staatsgrenzen hinweg nicht ohne weiteres umsetzbar. Bürger aus Ländern mit sehr hoher Inflationsrate werden zudem eine Präferenz für Libra gegenüber der nationalen Währung entwickeln. Warum sollten Bürger in der Türkei oder Venezuela bei Inflationsraten von 20% bis mehreren hundert Prozent weiterhin ihre nationale Währung halten?

Damit hat Libra das Potenzial, als eine Art private globale Währungsunion die Souveränität einzelner Staaten oder Währungsräume zu untergraben. Wenn Libra Kapitalflucht aus einem kriselnden Staat erleichtert, Bank Runs zumindest verstärken kann und potenziell ein TBTF-Risiko darstellt, ist nicht nur technologisch, sondern auch politisch ein unübersehbares disruptives Potenzial gegeben. Die Macht von Staaten und die Durchsetzungsfähigkeit einer souveränen Währungs- und Geldpolitik würden zumindest geschwächt werden. Das mag für Individuen vordergründig einen Freiheitsgewinn darstellen. Es wäre freilich eine Utopie zu glauben, dass Regulatoren all dem tatenlos zusehen werden.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz und Adjunct Professor am Swiss Finance Institute.

Arbeitskräftemangel ist absehbar

Hohe Erwerbsquote erschwert Kompensation. **PETER MORF**

Die geburtenstarken Jahrgänge der Fünfzigerjahre und der ersten Hälfte der Sechzigerjahre gehen allmählich in Pension. Sie sind meist bei guter Gesundheit und haben im Schnitt noch nahezu zwanzig mehr oder weniger unbeschwerte Lebensjahre vor sich. Das ist an sich sehr erfreulich.

Allerdings hat dieser Prozess auch Schattenseiten: An erster Stelle ist auf die Kosten für die Altersvorsorge zu verweisen. Die AHV und die berufliche Vorsorge geraten wegen dieser Pensionierungswelle in finanzielle Schwierigkeiten. Etwas weniger geläufig ist eine andere Konsequenz: Das Potenzial an Erwerbstatigen auf dem Arbeitsmarkt schrumpft.

Die in Pension gehenden Jahrgänge können nicht durch nachrutschende junge Jahrgänge kompensiert werden, dafür sind diese viel zu klein. Eine kürzlich veröffentlichte Studie der Grossbank UBS rechnet in den kommenden zehn Jahren deswegen netto mit einer Lücke von 300'000 bis 500'000 Arbeitskräften. Das Problem der kommenden Jahre und Jahrzehnte sind also nicht Arbeitslosenheere, sondern der Mangel an Arbeitskräften.

Was ist zu tun? Naheliegender ist, mehr Arbeitskräfte auf dem heimischen Markt zu rekrutieren. Nur: Das ist gar nicht so einfach. Neue Zahlen der OECD (Stand erstes Quartal 2019) zeigen, dass die Schweiz nach Island die höchste Erwerbsquote aufweist. Von der erwerbsfähigen Bevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren gehen hierzulande nicht weniger als 80,3% einer Beschäftigung nach. Das zusätzliche Arbeitskräftepotenzial im In-

land ist also eng begrenzt. Island kommt auf einen Wert von gar 85,6%. Im OECD-Durchschnitt erreicht die Quote 68,7%.

Auch wenn man die Erwerbsquote getrennt nach Geschlechtern betrachtet, eröffnet sich noch kein Königsweg zur Problemlösung. Die Frauenerwerbsquote beträgt in der Schweiz 75,8% – der dritthöchste Wert hinter Island und Schweden. Ein gewisses Potenzial ist vorhanden, arbeiten doch rund 45% der Frauen in Teilzeit. Es wird aber nicht reichen, um das Problem zu lösen.

Ein zweiter Ansatz besteht in der Zuwanderung. Gemäss UBS wäre in den kommenden zehn Jahren eine Nettozuwanderung von 100'000 Personen pro Jahr nötig, um den Arbeitsmarkt auszugleichen. Das ist nicht nur politisch eine Illusion. Die Industrieländer, aus denen die gut ausgebildeten Arbeitskräfte mehrheitlich zuwandern, sind mit demselben Problem konfrontiert, die Menschen werden vermehrt in ihrer Heimat bleiben.

Das grösste Potenzial liegt zweifellos in einer Verlängerung der Zeit der Erwerbsarbeit über fünfundsechzig hinaus. Sie könnte das Problem wesentlich entschärfen. Nur will die Schweizer Politik bis dato gerade davon nichts wissen.

In erster Linie Industrieunternehmen werden gezwungen sein, die Produktion verstärkt zu rationalisieren. Da dürfte die Digitalisierung eine grosse Rolle spielen, im Bewusstsein um ihre Schwächen und Risiken – Stichworte sind etwa Datensicherheit oder Cyberkriminalität. Die Digitalisierung könnte so vom vermeintlichen Jobkiller zum Rettungsanker werden.

Ernung



Sinfiorano de Mendieta, Unternehmer und langjähriger Mitarbeiter von «Finanz und Wirtschaft», ist vom spanischen König Felipe VI. mit dem Orden del Mérito Civil ausgezeichnet worden. Den Zivildienstorden verleiht das Königreich für ausserordentliche Verdienste. Sinfiorano de Mendieta war unter anderem Präsident der Spanisch-Schweizerischen Handelskammer und ist seit vielen Jahren Spanien-Kommentator der FuW. **FuW**

Aktuell auf www.fuw.ch

F&W Schlechte Idee Grundeinkommen

Statt über ein bedingungsloses Grundeinkommen ein System zu errichten, bei dem ein Grossteil der Bevölkerung Almosen erhält, sollte die Schaffung von gut bezahlten Mittelschichtarbeitsplätzen gefördert werden, sagt der MIT-Ökonom Daron Acemoglu.

www.fuw.ch/170719-2

GAM zahlt vollen Wert der Krisenfonds zurück

Der Asset Manager GAM hat laut eignen Angaben alle Erlöse aus dem Verkauf seiner Krisenfonds erhalten. Insgesamt sollen 100,5% des Nettoinventarwerts der zu Beginn der Liquidation gehaltenen Beträge in den jeweiligen Fonds an die Kunden zurückbezahlt werden.

www.fuw.ch/170719-3

JPMorgan verdient mehr, Goldman weniger

Die US-Grossbanken haben im zweiten Quartal den Trend der ersten drei Monate fortgesetzt. Diejenigen Banken mit substanziellem Kreditgeschäft schnitten besser ab. Die, die vor allem auf das Investment Banking setzen, mussten Gewinneinbussen hinnehmen.

www.fuw.ch/170719-4

Brexit-Ängste schicken Pfund auf Jahrestief

Einmal mehr befindet sich das Pfund auf Talfahrt. Gegenüber dem Franken büsste die britische Valuta am Dienstag 0,5% ein und markierte bei 1.2251 Fr./£ ein Jahrestief. Damit nähert sich der Wechselkurs dem Tiefst nach der Brexit-Abstimmung im Juni 2016.

www.fuw.ch/170719-5

Investieren leicht gemacht

FINANZ und WIRTSCHAFT

Die Analyse

«Die Analyse» umfasst Aktienanalysen und Anlageempfehlungen zu den wichtigsten an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen. Das Research der «Finanz und Wirtschaft» bietet eine klare Einschätzung mit den Einstufungen «Kaufen», «Halten» und «Verkaufen» zu einem Bruchteil der marktüblichen Kosten. Alle Analysen sind in einer Online-Datenbank zugänglich und können als druckoptimierte PDF-Dokumente heruntergeladen werden. E-Mail-Benachrichtigungen informieren sofort bei Empfehlungsänderungen für ein Unternehmen. Mehr Informationen auf analyse.fuw.ch

FINANZ und WIRTSCHAFT invest

Das FuW-Risk-Portfolio aus Schweizer Aktien wird von der Redaktion seit 1995 geführt, in der «Finanz und Wirtschaft» publiziert und hat einen langen Erfolgsausweis. Jetzt können Anleger direkt ins Risk-Portfolio investieren, mit dem Anlagezertifikat, das seit Anfang Jahr an der Börse SIX Swiss Exchange gehandelt wird. Mehr Informationen auf fuw.ch/invest