

## «Swissexit» – eine klare Botschaft

Die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank ist ein unmissverständliches Misstrauensvotum gegenüber dem Euro. Diese Botschaft will die Eurozone jedoch nicht hören. **TEODORO D. COCCA**

Faktisch entsprach die Verteidigung eines Mindestkurses gegenüber dem Euro einer geldpolitischen Quasi-Mitgliedschaft in der Eurozone. Mit dem Beschluss, den Franken auf Neue den Marktkräften zu überlassen, ist die Schweiz nun aus der Eurozone ausgetreten. Dieser «Swissexit» hat einen hohen Preis für die Schweiz. Erstens in Form eines Glaubwürdigkeitsverlusts der Schweizerischen Nationalbank (SNB) aufgrund ihres «Wortbruchs», das Kursziel unter allen Umständen mit unbegrenzten Devisenkäufen zu verteidigen. Die Märkte werden in naher Zukunft wohl kaum mehr durch verbale Beteuerungen – ein in letzter Zeit sehr probates Mittel der Notenbanken – zu lenken sein.

Dazu kommen schwer abschätzbare volkswirtschaftliche Kosten. Zudem musste die SNB davon ausgehen, dass ihr Beschluss zu erheblichem Chaos an den Finanzmärkten führen würde. Summiert man gedanklich das Ausmass dieser Kosten und unterstellt rationales Verhalten, dann muss der gegenüberzustellende Nutzen des SNB-Entschlusses von letzter Woche offensichtlich noch gigantischer sein.

Folgt man den Worten des Nationalbankpräsidenten, dann muss es sich beim Nutzen der Massnahme um das Vermeiden des Risikos eines noch grösseren Schadens handeln. Ein noch grösserer Schaden würde dann entstehen, wenn der Euro weiter in den Strudel von geldpolitisch induzierter Abwertung und realpolitischer Reformunfähigkeit käme. Dies würde zu einer neuen Zerebration des Euros führen. Dieses Szenario hat die SNB offensichtlich mit einer höheren Wahrscheinlichkeit bewertet als je zuvor und damit das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte der Eurozone genau in dem Moment verloren, in dem die strauchelnden Peripheriestaaten die verheissungsvollen und vermeintlich alles lösenden Staatsanleihenkäufe kaum abwarten können.

### Nüchterne Vernunft obsiegt

Die Handlung der SNB kann nur so interpretiert werden, dass aus den aktuellen Entwicklungen mit nüchterner Vernunft geschlossen wurde, eine weitere Zäsur stehe an, die die Entwicklung des Euros riskanter und unberechenbarer mache als bisher. Für jeden Bürger in der Eurozone muss diese Einschätzung durch eine gewichtige aussenstehende und damit implizit und explizit von der europäischen Politik unabhängige Institution Anlass zu ernsthafter Sorge und zu kritischer Reflexion sein. Das ist auch die zentrale Botschaft an die Notenbankvertreter in Frankfurt, die sich diese Woche in Frankfurt treffen werden und eine schicksalhafte Entscheidung zu fällen haben, auch wenn Thomas Jordan wohl lediglich diplomatisch korrekt behauptet, dass dieses zeitliche Zusammenfallen dem Zufall geschuldet sei.

Falls sich herausstellen sollte, dass der Euro eines Tages tatsächlich auseinanderbricht, wird man den Beginn der Staatsanleihenkäufe wohl als «Beginn des Endes»

bezeichnen. In der Beurteilung einer Situation, die das Wohl einer Volkswirtschaft und damit vieler Menschen auf Generationen hinaus tangieren kann, hat die SNB exemplarisch gezeigt, welche Aspekte letztlich einzig entscheidend sein können: erstens eine nüchterne Einschätzung der ökonomischen Realität, zweitens die Bevorzugung nachhaltiger Lösungen gegenüber kurzfristigen, drittens Mut in der Umsetzung unter Inkaufnahme von Markturbulenzen und Kritik.

Freilich reißt sich das Ganze in eine Serie von höchst merkwürdigen Signalen aus der Eurozone, die dazu beigetragen haben, den Euro gegenüber dem Franken nochmals deutlich abzuschwächen: begonnen beim



«Der Markt könnte sehen, dass die EZB Teil des Problems, nicht der Lösung ist.»

Semester der italienischen EU-Ratspräsidentschaft, das zur Aufweichung des Stabilitätspakts führte, bis hin zur sehr wahrscheinlichen Neuverhandlung des Rettungspakts für Griechenland, auf das die Öffentlichkeit seit Jahresbeginn vorbereitet wurde. In einer bezüglich der langfristigen Interessen solidarischen Währungsunion müssten alle Mitglieder die Folgewirkungen und die implizit erzeugte Erwartungshaltung ihrer Handlungen berücksichtigen. Werden Regeln oder Verhandlungsergebnisse einmal in Frage gestellt, wird es auch ein zweites und ein drittes Mal geben. Das Resultat ist eine Krise, der man nicht Herr zu werden imstande ist, weil der Zustand der permanenten Unsicherheit und des paralysierenden Zweifels über die nächste nicht eingehaltene Vereinbarung nie überwunden wird.

Unter diesen «situationselastischen» Kurs wäre ein Schlussstrich zu ziehen, wenn man die letzte Hoffnung auf die Rückkehr eines Mindestmasses an budgetärer Disziplin nicht verlieren will. Solange Regeln nicht respektiert werden, sondern immer wieder reine Verhandlungssache sind, wird die Eurozone nicht zur Ruhe kommen und letztlich sich selbst aufs Spiel setzen.

Wenn die Griechen mit den Auflagen der Geldgeber nicht einverstanden sind, dann muss der «Grexit» eine reale Option darstellen. Es darauf ankommen zu lassen, würde den für die Stabilität der Eurozone weitaus wichtigeren Ländern wie Italien das unmissverständliche Signal senden, dass das bequeme Setzen auf die Solidarität der gesünderen EU-Länder Grenzen hat und der Weg schmerzhafter nationaler Reformen unausweichlich ist.

Das Akzeptieren der ökonomischen Realitäten und die sich daraus ergebenden unvermeidbaren Konsequenzen sind die zentrale Botschaft der Schweizerischen Nationalbank an die Adresse der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Reaktionen in der Europäischen Union der vergangenen Tage lassen aber eher vermuten, dass man diese Botschaft nicht hören will und EZB-Präsident Mario Draghi tatsächlich bereit ist, alles zu tun, was notwendig ist, um den Euro zu retten. Freilich kann das auch heissen, dass man eine (politische) Idee verteidigen wird, die in Wahrheit vielleicht schon lange (ökonomisch) gestorben ist.

### «Mentale Blase» platzt

Der SNB-Entscheid umfasst auch die klare Botschaft an die Märkte, dass das dominierende Denkkonstrukt der vergangenen zwei Jahre ins Wanken geraten könnte: der Glaube, dass durch geldpolitische Massnahmen auch nichtmonetäre Probleme beseitigt werden können. Diese «mentale Blase», die Ausdruck findet in der trügerischen Vorstellung grenzenloser Machbarkeit der Notenbanken, könnte durch den Beschluss der SNB zum ersten Mal ernsthaft in Gefahr sein und zu einem neuen Gedankenregime führen.

Der Zeitpunkt könnte gekommen sein, an dem den Marktteilnehmern bewusst wird, dass die Europäische Zentralbank Teil des Problems und nicht Teil der Lösung ist. Der Grad vom Machbarkeitswahn zur kompletten Handlungsunfähigkeit könnte sich in diesem Fall als schmal erweisen.

Notenbanken, die sich hingebungsvoll darum bemühen, jede noch so kleine Sorge der Märkte auszumergen, um ja keine Markturbulenzen zuzulassen, manövriert sich selbst in eine Sackgasse. Besonders dann, wenn die Bemühungsmassnahmen gerade den Peripherieländern einliminieren, der notwendig wäre, um die Peripheriestaaten grundlegend zu modernisieren.

Durch das selbstkritische Eingeständnis der Grenzen der Steuerungsmöglichkeiten einer Notenbank hat die Schweizerische Nationalbank dazu beigetragen, die Eurozone nochmals eindrücklich über das eigene Schicksal nachdenken zu lassen. Es muss befürchtet werden, dass diese Chance ungenutzt verstreichen wird. Während sich die Europäische Zentralbank aller Wahrscheinlichkeit nach am kommenden Donnerstag weiterhin in der virtuellen Realität einer ökonomisch prinzipiell intakten Währungsunion bewegen wird, hat die Schweizerische Nationalbank am vergangenen Donnerstag aufgehört, die Realität zu verleugnen. Ihr geht für die Anerkennung.

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



MARK DITTLI  
Chefredaktor  
zum Thema  
EZB-Entscheid

## Warten auf Mario

Der 22. Januar 2015 wird in die Geschichte eingehen. Die Europäische Zentralbank (EZB) unter Mario Draghi wird aller Voraussicht nach ein Anleihenkaufprogramm ankündigen. Das Muster ist wohl bekannt: Sorgfältig gestreute Informationen – an die «Financial Times», den «Spiegel» – haben die Finanzmärkte sowie die deutsche Öffentlichkeit darauf vorbereitet. Berlin meldet zwar Zweifel an, doch es ist eindeutig: Draghi steht nichts mehr im Weg. Das hat, nebenbei bemerkt, auch die SNB erkannt und ist vor der Lawine in Deckung gegangen.

Die Ära des Quantitative Easing (QE) wird in Europa beginnen. Die Frage ist nur noch, wie gross das EZB-Programm genau ist und inwiefern es von den einzelnen nationalen Notenbanken umgesetzt wird (vgl. Seite 19).

### Bleibt eine simple Frage: Was wird es nützen?

Die wahrscheinlichste Antwort: wenig. Falls die EZB vor allem Staatsanleihen kauft, wird das deren Renditen zwar weiter in die Tiefe drücken. Der Effekt auf die reale Wirtschaft wäre jedoch gering, denn selbst in Peripherieländern wie Italien und Spanien notieren die Bondrenditen bereits auf historischen Tiefstständen.

Um etwas zu bewegen, müsste Draghi ein Programm auflegen, in dessen Rahmen die EZB den Geschäftsbanken faule Kredite abkauft. Das würde die nach wie vor kranken Bilanzen der Banken reinigen und den Kreditmotor anwerfen. Das wäre deshalb wichtig, weil der grösste Teil der Unternehmensfinanzierung in Europa immer noch über die Banken läuft; der Bondmarkt spielt anders als in den USA bloss eine Randrolle.

Nach aktuellem Wissensstand ist allerdings nicht davon auszugehen, dass sich Draghi ein derart breites Mandat sichern konnte. Das europäische QE wird daher höchstens eines tun: den Euro schwächen. Und damit dem globalen Abwertungskarussell eine weitere Drehung verleihen.

## Eine neue Obergrenze für die Ölpreise

Die Handelsspanne in der schönen neuen Welt wettbewerbsbestimmter Ölpreise dürfte ungefähr zwischen 20 und 50 \$ liegen. **ANATOLE KALETSKY**

Wenn eine Zahl das Schicksal der Weltwirtschaft bestimmt, dann ist es der Preis für ein Barrel Öl. Jeder globalen Rezession seit 1970 ging ein Anstieg des Ölpreises auf mindestens das Doppelte vorweg, und jedes Mal, wenn der Ölpreis um die Hälfte fiel und für etwa sechs Monate niedrig blieb, folgte eine deutliche Erholung der Weltkonjunktur.

Der Ölpreis ist inzwischen von 100 auf 50 \$ gefallen und hält sich derzeit etwa auf diesem kritischen Niveau. Sollen wir also davon ausgehen, das 50 \$ die Unter- oder die Obergrenze der neuen Handelsspanne für Öl sein werden?

Die meisten Analysten betrachten 50 \$ noch immer als Untergrenze – oder sogar als Sprungbrett, denn die Positionierungen auf den Terminmärkten sprechen für die Erwartung einer relativ raschen Erholung auf 70 oder 80 \$. Doch Wirtschaftslehre und Geschichte legen nahe, dass man den derzeitigen Preis als vermutliche Obergrenze einer viel niedrigeren Handelsspanne betrachten sollte, die bis zu einem Tiefstwert von 20 \$ reichen könnte.

### Von Monopol zu Wettbewerb

Um das zu verstehen, sollte man zunächst die ideologische Ironie im Kern der heutigen Energiewirtschaft betrachten. Der Ölmarkt war schon immer durch einen Kampf zwischen Monopol und Wettbewerb gekennzeichnet. Doch was die meisten westlichen Kommentatoren nicht zugeben, ist, dass der Vorkämpfer des Wettbewerbs heute Saudi-Arabien ist, wäh-

rend die freiheitsliebenden Vertreter der texanischen Ölindustrrie darum beten, dass die Opec erneut ihre Monopolmacht geltend machen möge.

Betrachten wir die Geschichte der inflationsbereinigten Ölpreise seit 1974, dem ersten Auftritt der Opec: Sie zeigt zwei deutlich verschiedene Preissysteme. Zwischen 1974 und 1985 fluktuierte der US-Referenzpreis für Öl zwischen 50 und 120 \$ (nach heutigem Wert). Von 1986 bis 2004 rangierte er zwischen 20 und 50 \$ (abgesehen von zwei kurzen Ausnahmen nach der irakischen Invasion in Kuwait 1990 und der Abwertung des Rubels 1998). Und schliesslich wurde das Öl von 2005 bis 2014 erneut mehr oder weniger in der Preisspanne der Jahre 1974 bis 1985 von rund 50 bis 120 \$ gehandelt (abgesehen von zwei sehr kurzen Preisausschlägen während der Finanzkrise 2008/2009).

Anders ausgedrückt: Die Handelsspanne der vergangenen zehn Jahre ähneln derjenigen des ersten Opec-Jahrzehnts, während die neunzehn Jahre von 1986 bis 2004 ein völlig anderes System repräsentieren. Es scheint plausibel, die Differenz zwischen beiden Systemen durch den Zusammenbruch der Macht der Opec 1985 zu erklären. Er war durch Erschliessung von Ölservoren (Nordsee, Alaska) bedingt, die einen Wandel von Monopol- zu Wettbewerbspreisen verursachte. Diese Phase endete 2005, als der steile Anstieg von Chinas Nachfrage vorübergehend eine weltweite Ölverknappung hervorrief, was die Wiederherstellung der «Preisdiziplin» der Opec ermöglichte.

Diese Daten lassen darauf schliessen, dass 50 \$ die Demarkationslinie zwischen dem monopolistischen und dem wettbewerbsbestimmten Preissystem darstellen könnten. Die Ökonomie konkurrierender Märkte im Unterschied zu der für Monopolpreise legt nahe, warum 50 \$ eine Obergrenze, nicht Untergrenze sein werden.

In einem wettbewerbsbestimmten Markt sollten die Preise den Grenzkosten entsprechen. Vereinfacht: Der Preis spiegelt die Kosten, die ein effizienter Lieferant hereinholen muss, wenn er das letzte

«Jedes Mal, wenn der Ölpreis um die Hälfte fiel und niedrig blieb, folgte eine Erholung der Weltkonjunktur.»

zur Befriedigung der globalen Nachfrage benötigte Barrel Öl produziert. In einem monopolistischen Preissystem dagegen kann der Monopolist einen Preis deutlich über den Grenzkosten festlegen und dann die Produktion drosseln, um zu gewährleisten, dass das Angebot die genaue Nachfrage nicht übersteigt.

Bis zum vergangenen Sommer galt beim Öl ein Monopolpreis, weil Saudi-Arabien sich zu einem «Ausgleichsproduzenten» entwickelt hatte, der das Angebot drosselte, sobald es die Nachfrage überstieg. Dies System schuf jedoch starke Anreize für andere Ölproduzenten, beson-

ders in den USA und Kanada, ihre Produktion deutlich zu steigern. Trotz viel höherer Produktionskosten konnten die nordamerikanischen Produzenten von Schieferöl- und -gas dank der saudi-arabischen Preisgarantie riesige Gewinne einfahren.

Die Saudis konnten die hohen Preise nur aufrechterhalten, indem sie ihre eigene Produktion drosselten, um auf dem Weltmarkt für die steigende US-Produktion Platz zu machen. Im Herbst 2014 kam Riad dann anscheinend zum Schluss, diese Strategie sei nicht erfolgversprechend – zurecht. Zu Ende gedacht, hätte sie Amerikas Aufstieg zum weltführenden Ölproduzenten bedeutet; Saudi-Arabien wäre bedeutungslos geworden, nicht nur als Ölexporteur, sondern womöglich sogar als Land, das zu verteidigen die USA sich verpflichtet fühlen.

Die Ölpotentaten in Nahost sind nun entschlossen, diesen Statusverlust rückgängig zu machen. Ihr jüngstes Verhalten in der Opec zeigt dies deutlich. Doch die einzige Möglichkeit, wie die Opec ihren Marktanteil wiederherstellen bzw. aufrechterhalten kann, ist, die Preise bis auf einen Punkt zu drücken, an dem die US-Produzenten ihre Förderung drastisch reduzieren, um das globale Angebot und die globale Nachfrage ins Gleichgewicht zu bringen. Kurz: Die Saudis müssen aufhören, ein «Ausgleichsproduzent» zu sein, und stattdessen die US-Fracking-Unternehmen in diese Rolle zwingen.

Jedes Wirtschaftslehrbuch würde genau dies empfehlen. Die Förderung von Schieferöl ist teuer, daher sollte es im

Boden bleiben, bis alle weltweiten preisen konventionellen Ölfelder mit maximaler Kapazität fördern. Zudem lässt sich die Schieferölproduktion preiswert rauf- und runterfahren.

### Fracking muss zyklisch sein

Durch den Wettbewerb bestimmte Marktbedingungen würden daher diktiert, dass Saudi-Arabien und andere Billigproduzenten immer mit voller Leistung fördern, während das US-Fracking rohstoffmarkttypische Boom-Bust-Zyklen durchmacht, d.h. bei schwacher Weltnachfrage oder der Erschliessung neuer, preiswerter Vorkommen (im Irak, in Libyen, Iran oder Russland) ihre Produktion herunterfahren und sie bei hoher Öl nachfrage steigern.

Gemäss dieser Wettbewerbslogik würden sich die Grenzkosten für US-Schieferöl zur Obergrenze für die globalen Ölpreise entwickeln, während die Kosten relativ abgelegener, marginaler konventioneller Ölfelder in der Opec-Ländern und in Russland die Untergrenze bestimmen würden. Tatsächlich liegen die Grenzkosten für die Schieferölproduktion überragend bei rund 50 \$, während die Grenzkosten marginaler konventioneller Ölfelder rund 20 \$ betragen. Daher dürfte die Handelsspanne in der schönen neuen Welt wettbewerbsbestimmter Ölpreise ungefähr zwischen 20 und 50 \$ liegen.

Anatole Kaletsky ist Chairman des Institute of New Economic Thinking. Copyright: Project Syndicate.