

## FLASCHENGEIST

Das Mobiltelefon wird zur Geldbörse. Damit werden digitale Formen von Geld möglich, die bis vor kurzem undenkbar schienen. Sollten daraus eigenständige, globale und sichere Währungen entstehen, würden Konsumenten und Anleger davon profitieren.

“Geld neu definiert.“ So lautet der ambitionöse Anspruch der vor ein paar Monaten ins Leben gerufenen Libra Association in Genf. Diese will 2020 eine neue digitale Währung auf den Markt bringen, die auf Mobiltelefonen abrufbar, elektronisch übertragbar und global verfügbar sein soll. Die Reaktionen aus aller Welt zeigen, dass die Idee ernst zu nehmen ist. Während der US-Finanzminister Steven Mnuchin Libra zu "nationalen Sicherheitsfrage" erhob, erklärte sein französischer Kollege Bruno Le Maire schlicht, dass die neue Währung in Europa verboten werden sollte. Andere, wie etwa die Präsidenten der amerikanischen, deutschen, britischen und auch schweizerischen Zentralbank, zeigten sich gelassener und sehen durchaus Chancen. Es scheint jedenfalls, als hätte das Projekt Libra bereits kurz nach seiner Lancierung mehr Prominenz auf den Plan gerufen, als der in Finanzkreisen vielbeachtete Bitcoin in über zehn Jahren seiner Existenz.

Ein offensichtlicher Grund für die grosse Aufmerksamkeit liegt sicherlich in der Urheberschaft des Währungsprojektes. Da ist zunächst die US-

Internetfirma Facebook, die mit über 2,4 Milliarden aktiven Nutzern und dem weit verbreiteten Kommunikationsdienst WhatsApp zu den zehn wertvollsten Firmen der Welt gehört. Das Unternehmen ist in letzter Zeit stark in die Kritik geraten, insbesondere wegen seines Umgangs mit Daten.

Zwar ist Facebook das Aushängeschild der neuen Währung, doch es wäre falsch, Libra nur darauf zu reduzieren. Mit Visa, Mastercard und PayPal sind globale Schwergewichte dabei, die grosse Erfahrung im elektronischen Zahlungsverkehr mitbringen. Ebenso gehören die Fahrdienste Uber und Lyft, der Internet-Marktplatz ebay, der Tourismus-Anbieter Booking Holdings oder der Online Musikdienst Spotify dazu. Überall dort wird in Zukunft mit Libra bezahlt werden können. Insgesamt stehen 28 Unternehmen und Organisationen aus aller Welt hinter dem Projekt. Erklärtes Ziel ist es, die Anzahl der Mitglieder noch deutlich zu erhöhen.

### Ein stabiler Währungskorb für alle

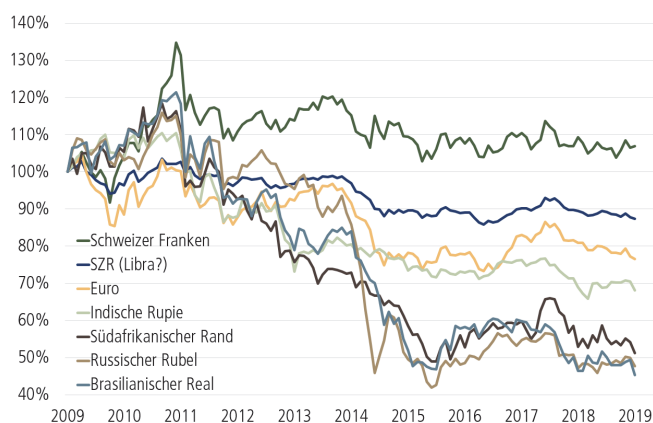
Abgesehen von den prominenten Urhebern zieht das Projekt auch wegen der Verankerung im bestehenden Währungssystem Interesse auf sich. Basis für Libra soll – anders als bei Bitcoin – ein Korb von relativ stabilen, souveränen Währungen sein, hinterlegt vor allem mit Bankguthaben und Staatsanleihen. Die genaue Zusammensetzung des Währungskorbs ist noch nicht bekannt. Voraussichtlich enthält er primär US Dollar und Euro, aber auch Japanische Yen und Britische Pfund.



Von Schweizer Franken war bisher nicht die Rede, vermutlich, weil der Markt dort sehr eng ist. Und Chinesische Yuan kommen wohl wegen der fehlenden Konvertibilität (noch) nicht in Frage: Der Yuan kann nicht frei gehandelt werden. Ziel ist es, die Schwankungen der digitalen Währung gegenüber den heute gängigen Devisen durch Diversifikation in einem Korb zu verringern – was, wie die untenstehende Grafik zeigt, auch gelingt.

WÄHRUNGSENTWICKLUNG 2009-2019

## FRANKEN, DOLLAR, LIBRA?



Quelle: Bloomberg. Indexierte Entwicklung der Währungen relativ zum USD. SZR steht für «Sonderziehungsrecht», den vom Internationalen Währungsfonds geführten Währungskorb. Ein SZR enthält heute 42% USD, 31% EUR, 8% JPY, 8% GBP und (seit 2016) auch 11% Chinesische Yuan.

Die Idee eines Korbs mit wichtigen Währungen ist nicht neu: Schon 1969 führte der Internationale Währungsfonds einen solchen ein, der unter dem Begriff "Sonderziehungsrechte (SZR)" bis heute für die Bereitstellung von Liquidität an Mitgliedstaaten genutzt wird. Da Libra wohl ähnlich aufgebaut sein wird, haben wir in der obigen Grafik die Entwicklung des SZR-Währungskorbs im Vergleich zum US Dollar, Euro, Franken und den Währungen der grössten Schwellenländer mit Ausnahme von China abgebildet.

Der Blick auf die Grafik zeigt deutlich, dass die potenziellen Kunden für den Währungskorb zunächst vor allem in Schwellenländern zu finden sind. Für Brasilianer, Südafrikaner, Russen oder Inder war die Diversifikation in starke Währungen in den letzten Jahren (und Jahrzehnten) Pflicht –

ganz zu schweigen von Argentinern, Venezolanern oder Simbabweern. Seit 2009 legte nur der Schweizer Franken gegenüber dem US Dollar zu, schon der Euro verlor dagegen mit insgesamt über zwanzig Prozent überraschend deutlich an Wert.

## Geld übers Smartphone

Wenn aber Franken und Dollar so attraktiv sind: Warum braucht es überhaupt eine Libra? Fakt ist ja, dass vermögende Personen schon heute über Bankverbindungen im In- und Ausland Zugang zu den etablierten Devisen haben und sich Währungskörbe (und diversifizierte Wertschriftenportfolios) gemäss ihren Bedürfnissen zusammenstellen können. Für sie ist eine digitale Währung wie Libra als Zahlungsmittel erst dann attraktiv, wenn es besonders günstig ist und überdies von vielen genutzt wird. Und als Mittel für die Aufbewahrung von Vermögen benötigen sie ein solches Instrument schon gar nicht. Hinzu kommt, dass vermögende Personen oftmals grösseren Wert auf Diskretion und Datenschutz legen, insbesondere, wenn sie in Westeuropa zu Hause sind. Und da verfügt vor allem Facebook nicht über die besten Referenzen.

Ganz anders verhält es sich mit Menschen, die heute weder einen einfachen Zugang zu den etablierten Währungen haben, noch – wie vielfach in Schwellenländern der Fall – eine eigene Bankbeziehung besitzen. Meist sind solche Personen auch weniger sensibel in Bezug auf die Verwendung ihrer Daten. Und nicht zuletzt besitzen sie inzwischen in grosser Zahl Smartphones, vielleicht bereits mit einem Konto bei Facebook und WhatsApp. Hier schlummert eine enorme Nachfrage für eine stabile Währung, die auf dem Mobiltelefon abgerufen und einfach wie eine Textnachricht übertragen werden kann. Und um diese Währung herum kann dann ein Bündel aus Produkten und Dienstleistungen für Milliarden Menschen aufgebaut werden.

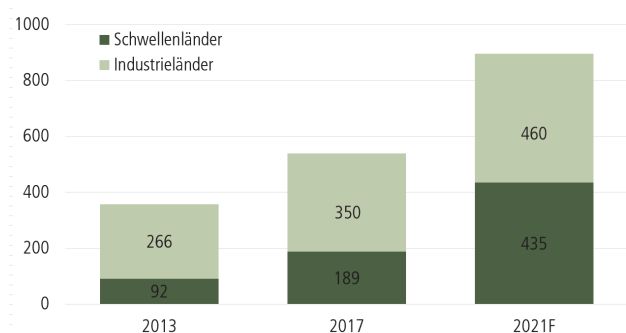
Die potente Urheberschaft, eine Verankerung im bestehenden Währungssystem, Milliarden von potenziellen Konsumenten – all dies sind gute Voraussetzungen für die Lancierung eines Projektes wie Libra. Auch auf technischer Seite scheint die Zeit reif zu sein, zumal sich die Blockchain-Technologie in den letzten Jahren stark entwickelt hat.



Unsere Grafik zeigt die neuesten Zahlen für die globale Entwicklung im elektronischen Zahlungsverkehr. Diese bestätigen, was Beobachter schon länger feststellen: Laufend treten neue Spieler auf dem Markt auf, die rasant wachsen. Inzwischen bekannte Namen wie Revolut, N26 oder Transferwise sind nur einige Beispiele. In China wird mittlerweile ein Grossteil der Zahlungen über WeChat oder AliPay abgewickelt. Und in den Schwellenländern ist das Wachstum besonders stark: In Indien, Russland und China liegen die jährlichen Wachstumsraten für elektronische Zahlungen inzwischen bei deutlich über dreissig Prozent pro Jahr.

ELEKTRONISCHE ZAHLUNGEN, MILLIARDEN TRANSAKTIONEN

### EXPONENTIELLES WACHSTUM



Quelle: World Payments Report 2019, Capgemini Research Institute.

### Viele Gewinner

Mit Blick auf die Vermögensverwaltung ist eine neue Internetwährung à la Libra zunächst nur begrenzt interessant. Ein Währungskorb mit Wertpapieren gehört zum Handwerk eines jeden Portfoliomanagers. Wirklich spannend würde es für Anleger dann, wenn sich der Wert der Libra von seinem Anker im bestehenden Währungssystem lösen würde – aber erst nach einer globalen Verbreitung als digitales Zahlungsmittel. Und es scheint, als würde den Urhebern eine solche Entwicklung vorschweben. In ihrem Konzeptpapier vom Sommer 2019 unterstreichen sie Parallelen zur Einführung neuer Währungen in der Vergangenheit: "Um Vertrauen in eine neue Währung aufzubauen und in der Frühphase breite Akzeptanz zu erzielen,

wurde garantiert, dass die Banknoten des Landes für Sachwerte wie Gold eingetauscht werden konnten". Das war etwa beim US Dollar jahrzehntelang und bis zur Aufhebung der Goldbindung mit dem "Nixon-Schock" 1971 der Fall.

Sollte es gelingen, Libra oder ein ähnliches Konstrukt als stabile, globale und private Währung zu etablieren, gäbe es viele Gewinner: Konsumenten, weil sie effizienter bezahlen könnten, Anleger, weil sie bessere Möglichkeiten zur Diversifikation hätten und Herausgeber, weil sie über die Bewirtschaftung der Reserven oder gar über Geldschöpfung Gewinne generieren könnten – abgesehen vom Zugang zu Milliarden Konsumenten. Der verstärkte Währungswettbewerb wäre hochwillkommen. Aber genau das macht den Staaten Sorge.

Die Bedenken von Politikern und Regulatoren zielen zunächst auf die Verhinderung von Geldwäscherei, auf Datenschutz und Cybersicherheit. All dies sollten lösbar sein. Die eigentliche Angst bezieht sich auf den Verlust des Geldmonopols der Staaten und damit der Kontrolle über die Geldmenge – sofern sie überhaupt noch vorhanden ist. Deshalb werden Systemrisiken an die Wand gemalt und Verbote propagiert. Entsprechend stark wird der Gegenwind für das Projekt Libra sein. Bereits gibt es Signale, dass Visa und Mastercard ihr Engagement wegen des politischen Drucks überdenken.

Doch selbst wenn es dieses Mal nicht gelingen würde, die digitale Währung zu lancieren, stehen noch eine ganze Reihe potenzieller Initianten in den Startlöchern: Giganten wie Amazon, Apple und Alphabet (Google) verfolgen das Projekt Libra gewiss mit höchster Aufmerksamkeit, um aus Fehlern zu lernen. Libra ist ein Kristallisationspunkt für die rasanten technologischen Entwicklungen, die den Charakter des Geldes verändern. Wir gehen zwar nicht ganz so weit wie der bekannte Wirtschaftshistoriker Niall Ferguson, der Libra als notwendige Antwort des Westens auf die drohende Dominanz chinesischer Finanztechnologie bezeichnet. Aber wir sind der Meinung, dass dieser Geist bereits aus der Flasche ist: Er wird sich nicht einfach wieder zurückstopfen lassen.

—

IA, 30.09.2019



## GELASSENHEIT – JA, ABER...

Wer würde nicht gerne darüber verfügen: ein Frühwarnsystem, womöglich für sich ganz alleine, um dem seit langem vorhergesagten, jedoch bislang nicht eingetretenen Abschwung an den Aktienmärkten durch konsequente, risikomindernde Verkäufe zuvorzukommen? Wir wissen, das gibt es nicht, und auch die allermeisten mit künstlicher Intelligenz vollgestopften Robo-Adviser werden in die nächste Finanzmarktfalle tappen. Sie kennen zwar die Daten vieler früherer Krisen, aber nicht jene der künftigen, die es so noch nie gegeben haben wird. Sie wird erstmalig sein, und wir können nicht einmal ihr Ausmass erahnen. Denn noch nie waren die Zinsen in den wesentlichen Weltwährungen so tief beziehungsweise sogar negativ, noch nie war das Pulver der Notenbanken dermassen feucht, und noch nie gab es so viele mit sogenannter künstlicher Intelligenz vollgepfropfte Robo-Adviser. Letztere werden mit grosser Wahrscheinlichkeit das verursachen, was sie als einzelne zu vermeiden versuchen: eine besondere, durch Emporschaukeln der Robo-Gefühle verursachte Hysterie.

Finanzmarktagnostiker wissen, dass man den Auslöser der nächsten Krise nicht vorhersagen kann, auch nicht mit künstlicher Intelligenz. Sie bleiben selbst bei dramatischen Preisveränderungen bei der gewählten Strategie.

Man sagt, ein Schmetterlingsflügelsschlag genüge, um eine Wende an den Finanzmärkten herbeizuführen. Im Nachhinein wird man wissen, welcher unter den Millionen und Abermillionen Schmetterlinge es gewesen sein wird, und man wird letztlich unnütze Schlüsse im Hinblick auf die nächste Krise daraus ziehen. „Agnostisches Anlegen“ nenne ich die Position, die mit Ruhe und Gelassenheit das alles in Kauf nimmt und im Wissen

um mögliche, auch durchaus dramatische Preisveränderungen bei der gewählten Strategie bleibt. Zu den Leitsätzen des agnostischen Anlegens, das heisst des Nichtglaubens an irgendwelche pseudoüberlegenen Finanzmarkttheilsbringer, gehört mein Dictum: „Wer nicht in der Lage ist, über Nacht 50 Prozent Nominalverluste auf seinen Positionen in Kauf zu nehmen, darf keine Aktien halten.“ Oder: „Aktien sind brandgefährlich, aber nur, weil sie das sind, erzielt man mit ihnen eine ökonomisch echt verdiente Rendite.“

Allerdings hat's der Agnostizismus in sich – welcher Agnostiker würde nicht ab und zu und möglichst heimlich doch seine Distanziertheit zum Geschehen irgendwie in Frage stellen? Und somit dennoch versuchen, den nichtprognostizierbaren Märkten einen Streich zu spielen? Mir jedenfalls geht es so, und ich gebe das auch gerne zu. So wurde ich jüngst ziemlich nervös, als ich, in Kenntnis über den Verlauf der Zinskurve im US-Dollar, von einer Liquiditätsverengung am amerikanischen Geldmarkt zu Monatsmitte September vernahm. Es heisst, die Notenbank Fed hätte das Bankensystem mit massiven Liquiditätsspritzen versehen müssen. Im Gegensatz zur Finanzkrise 2008/09 seien diesmal die als Sicherheit übergebenen Aktiva der Banken aber werthaltig. Da ich auch solchem Bonitätseuphemismus agnostisch bis skeptisch gegenüberstehe, meldete sich bei mir eine dumpfe Vorahnung eines Systemkollapses, den niemand richtig versteht. Gleichzeitig traf ich an der Gedenkvorlesung für den grossen Schweizer Geldtheoretiker Karl Brunner (1916 - 1989) jede Menge von Experten. Fazit der Gespräche: Unwissen und mulmige Gefühle hüben und drüben.

Nein, ich sage nicht, dass das der Schmetterlingsflügelsschlag gewesen sein wird. Aber ganz wohl ist es dem Finanzmarktagnostiker Hummler nicht mehr, mindestens so lange nicht, bis sich die Dollar-Zinskurve normalisiert hat.

—

KH, 30.09.2019

