

Energie, Währungsreserven, Kredite: Droht ein Desaster?

1. Wie Royal Dutch Shell denkt

Selten genug kommt es vor, dass man von einer Tagung mit hochkarätigen Referenten intellektuell wirklich bereichert nach Hause zöge. Zumeist werden vielmehr alte Bekanntschaften aufgefrischt, auf dass man sich von nun an öfter treffe, neue Kontakte angebahnt, auf dass nach der Rückkehr nicht mehr so ganz klar sein würde, welchem Gesicht nun welche Visitenkarte zuzuordnen sei, aber was soll's, Hauptsache, das Netzwerk ward erweitert. Man hat seinen Namen, gänzlich korrekt geschrieben zum Glück, inmitten aller ebenfalls prominenten Namen der Teilnehmerliste gefunden und fühlt sich seither der nicht konstituierten Gemeinschaft wichtiger Zeitgenossen zugehörig. Kurz: Die quasiliturgische Abfolge von Referaten zu ach so wichtigen Themen war einmal mehr Alibi für die viel belangreichere Befriedigung menschlicher Interaktion und Eitelkeiten, und, ganz *eventualiter* selbstverständlich, auch Vorwand zum Entschwinden aus den oft etwas stickigen Verhältnissen der eigenen Arbeitsumgebung.

Aber die Ausnahme bestätigt die Regel. Am diesjährigen St. Gallen Symposium, einem Treffen zwischen Unternehmensführern, Wissenschaftlern und Studenten aus aller Welt, legte der CEO von Royal Dutch Shell, Jeroen van der Veer, die strategischen Überlegungen seiner Firma dar. Intellektuell wie auch praktisch eine Sternstunde, vor allem deshalb, weil van der Veer nicht verheimlichte, wie schwierig man sich in den Führungsetagen von Shell während langer Zeit mit der Frage nach langfristigen Perspektiven offenbar getan hat. Zunächst habe man, ausgehend von einer durchaus ausführlichen und analytisch einwandfreien Lagebeurteilung, das Denken auf jeweils zwei relativ extreme Szenarien gelenkt, bald einmal aber festgestellt, dass dadurch allzu rasch auf den Kompromiss in der gegenüber den Extremszenarien viel wahrscheinlicheren Mitte eingeschwenkt wurde. Durchschnittslösungen hätten daraus resultiert, durchaus seriös zwar,

aber in keiner Weise geeignet, dass man sich auf diese Weise von der Konkurrenz unterscheiden könnte oder dass man für wirklich gefährliche Sonderentwicklungen gewappnet wäre. Angesichts der unbefriedigenden Situation habe man dann entschieden, zu einer Vielzahl von Szenarien überzugehen, die von einer Heerschar von Experten formuliert und in länglichen Sitzungen präsentiert wurden. Die Erfahrung damit sei ebenfalls negativ ausgefallen, weil ein debattierendes Kollektiv schlicht unfähig sei, mehr als vier bis fünf Szenarien auseinanderzuhalten. Am Ende hätten sich die Diskussionen jeweils hauptsächlich darauf konzentriert, um welches der vielen Szenarien es sich eigentlich handle – zu umsetzungstauglichen Strategievorschlägen wäre man nie vorgestossen.

Shell zwingt sich aufgrund dieser Erkenntnisse zu einem Strategieprozess, der sich auf *drei*, in der idealtypischen Ausformung *sich gegenseitig ausschliessende* Szenarien beschränkt. Der Vorteil, so van der Veer, liege darin, dass die Gefahr des faulen Kompromisses bedeutend geringer ausfalle, und, wichtiger noch, dass man im Laufe der Zeit den einzelnen Szenarien immer aufs neue bestimmte Eintretenswahrscheinlichkeiten zuordnen könne, ohne den Blick auf die anderen Szenarien ganz zu verlieren. Die Verbindung zwischen der kürzerfristig angelegten Unternehmenspolitik und den langfristigen strategischen Zielsetzungen geriete auf diese Weise weniger aus den Augen; der Führungsprozess würde dadurch entlastet. Das überzeugt, mehr aber noch die drei von Shell konkret gewählten Szenarien für die weitere Entwicklung der globalen Versorgung mit Erdöl und Erdgas.

Ausgegangen wird von der Erkenntnis, dass aufgrund des deutlich breiter abgestützten Wachstums der Weltwirtschaft – China und Indien treten in die rohstoffintensive Phase ihrer Entwicklung – ein beschleunigter (und nicht lediglich mehr oder weniger linearer) Anstieg der Nachfrage nach fossilen Energieträgern erwartet werden muss. Ferner ist abzusehen, dass es immer weniger leicht zu erschliessende Quellen („easy oil“) geben wird, oder ökonomischer ausgedrückt, dass für die Gewinnung jeder zusätzlichen Einheit

fossiler Energie überproportional höhere (längerfristige!) Investitionen notwendig sein werden. Im übrigen wird der beschleunigte Verbrauch fossiler Energieträger die CO₂-Emissionen weiter erhöhen, möglicherweise in einem weithin als unakzeptabel wahrgenommenen Ausmass.

Bevor wir nun die drei Shell-Szenarien beschreiben und diskutieren, wollen wir einen Moment innehalten, um das Folgende richtig einzuordnen. Bekanntlich haben wir in den zwei vorangegangenen Anlagekommentaren Nr. 248 und 249 ein insgesamt sehr positives Bild der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte gezeichnet. Inflationsarmes, sich immer breiter abstützendes Wachstum, dramatisch gesunkene und noch weiter sinkende Informations- und Transaktionskosten mit stark positiven Effekten bei den Konsumenten, hohe Liquidität nicht nur beim Geld, sondern auch bei Gütern und Dienstleistungen, insgesamt eine fast uneingeschränkte globale Verfügbarkeit für beinahe alles, was irgendwie nachgefragt werden könnte: Wahrlich kaum ein Grund, pessimistisch in die Welt zu blicken! – Dieser zugegebenermaßen rosigen Sichtweise könnte nun selbstverständlich ein negatives Gegenszenario beigefügt werden mit allen denkbaren Gründen, weshalb die Zukunft doch nicht so optimistisch angegangen werden kann. Wir kennen sie, diese Gründe, angefangen vom internationalen Terrorismus über den bösen Iran bis hin zu den angeblich absichtsvoll auf Hochtouren laufenden Gelddruckmaschinen der Notenbanken, welche die ohnehin schon viel zu lange angestiegenen Börsenkurse notwendigerweise zum dramatischen Einbruch bringen werden.

Die Ankündigung möglichen Unheils hat selbstverständlich immer einen Markt und ist zu keinem Zeitpunkt falsch, ist aber letztlich allzu trivial. Denn es ist just diese Zwei-Szenarien-Sichtweise, die frühzeitig auf Durchschnittslösungen einschwenken lässt. Sie sind als solche kaum je unrichtig, können aber auch nie wirklich befriedigend sein. Wenn wir in der Folge Risiken behandeln wollen, die es in der „Neuen Ökonomie“ der uneingeschränkten Verfügbarkeit auch (und vielleicht in vermehrter Masse) gibt, dann zwingen wir uns wie Royal Dutch Shell zu einer etwas anspruchsvolleren Denkweise und übernehmen die Technik der drei sich gegenseitig möglichst ausschliessenden Szenarien. Nach dem Energiethema behandeln wir die sich auftürmenden Währungsreserven und danach die extrem tiefen Risikoprämien an den Kapitalmärkten.

2. Energie: Machtpolitik, Protektionismus oder Allokationseffizienz?

Zunächst also zu den fossilen Energieträgern und ihrer Gewinnung, Verarbeitung und Verteilung auf der Welt. Mit welcher Gedankenführung können wir die Zukunft dieses für das Wachstum und die Prosperität der ganzen Welt entscheidenden Sektors intellektuell abstecken? Shell arbeitet im folgenden Denkmuster:

- Erstens wäre es denkbar, dass, mit dem primären Ziel der Versorgungssicherheit, die grossen Machtblöcke der Welt eine aktivistisch geprägte, bewusst geplante Energiepolitik pflegen und dass die Weltpolitik davon stark geprägt wird.
- Zweitens könnte es sein, dass unter dem Eindruck von Umweltproblemen und Versorgungsengpässen (weitgehend national ausgerichtete) Kontrollen und Regulierungen Oberhand gewinnen und faktischer Protektionismus das Ausmass an Globalisierung zurückdrängt.
- Drittens wäre es möglich, dass die Allokation von Energie weitgehend Marktkräften überlassen wird, dass sowohl supranationale wie nationale Institutionen an Einfluss verlieren und dass letztlich auch über den Preis fossiler Energieträger die notwendigen Anreize zur Schonung der Umwelt gesetzt werden.

Keines der drei Szenarien wird je in idealtypischer Ausformung zutreffen; vielmehr wird die Welt einmal mehr dem einen, dann mehr dem anderen zuneigen. Was von Shell verständlicherweise nicht explizit gesagt wird, in einem Anlagekommentar einer unabhängigen Privatbank aber beim Namen genannt werden muss: Sowohl Szenario eins als auch Szenario zwei sind machtpolitisch bzw. militärisch äusserst brisant. Wenn wir ehrlich sind, dann wird ja Szenario eins momentan von Russland gegenüber Europa betrieben, und Europa steckt in jahrzehntelang bewährter Manier den Kopf in den Sand, um nicht wahr sein zu lassen, was eigentlich nicht wahr sein dürfte: Dass man mittlerweile in eine gefährliche Abhängigkeit von der russischen Versorgung mit Erdgas geraten ist. Aber auch die USA bewegen sich innerhalb des Szenarios eins. Wenn es im Mittleren Osten kein Erdöl gäbe, wären dort wohl auch keine amerikanischen Soldaten. Eher in Richtung von Szenario zwei (einer hauptsächlich innenpolitisch orientierten Energiepolitik) bewegen sich heute die erdölproduzierenden Nationen wie Saudiarabien, Nigeria und Venezuela: Optimierung der nationalen Geldströme, oft nicht einmal zugunsten der Nation, sondern lediglich des eigenen Clans, viel zu kurzfristig ausgerichtet, ohne

jegliche Rücksichtnahme auf die Rechte künftiger Generationen. Im Szenario zwei wäre es nur eine Frage der Zeit, dass auch auf Seiten der Empfängerinnen innenpolitisch motivierte Interventionen Platz griffen. Möglicherweise geht ein Teil der Klimadebatte in die Richtung von erhöhtem Protektionismus.

Szenario eins und zwei bergen nebst der immensen macht- und militärpolitischen Problematik ein weiteres ernstzunehmendes Risiko: Dass trotz Aussicht auf weiter steigende Preise für fossile Energieträger relativ zu wenig investiert wird. Wenn Enteignungen – derzeit in Sibirien die offenkundige Praxis –, gar die militärische Macht ausübung zu eigentlich jedem Zeitpunkt in der Zukunft drohen, ist kaum jemand bereit, die notwendigen, wegen des Wegfalls von „easy oil“ immer höher ausfallenden Investitionen an die Hand zu nehmen. „Kaum jemand“: Vor allem keine sich an die Regeln ökonomischen Sachverständs haltenden Investoren aus den globalen Kapitalmärkten, vielmehr ersatzweise staatliche Agenturen aus den Herkunftsländern von Erdöl und Erdgas. Korruption, Verschleiss von Ressourcen und Kapitalvernichtung werden die ständigen Begleiter solcher „Investitionen“ sein.

Was resultiert, ist eine absehbare Unterversorgung der nach Energie dürstenden Weltwirtschaft, und es ist auch absehbar, dass die Remedur nicht in einer Hinwendung zu Szenario drei gesucht werden wird, sondern in einer Verstärkung entweder der nationalen, schlimmstenfalls sogar der blockweise geführten Energiepolitik. Das Potential für eine globale, möglicherweise mit militärischen Mitteln ausgetragene Auseinandersetzung um fossile Energieträger muss bedauerlicherweise als hoch eingestuft werden.

Die Frage ist allerdings – und hier geht die Gedankenführung dann deutlich weiter als jene des Shell-Chefs – ob nicht gerade unter dem Eindruck, dass die Szenarien eins oder zwei zuzutreffen drohen, doch Remedur von Szenario drei her kommen könnte, indem die Anreize zur *Substitution* von fossilen Energieträgern selbstverständlich bedeutend grösser werden, wenn bei Erdöl und Erdgas politisch verursachte Ineffizienz herrscht. Gewiss, die Substitution hat physikalische und auch chemisch bedingte Grenzen. Die Herstellung polymerer Stoffe ohne fossil entstandenes Grundmaterial wäre beispielsweise extrem aufwendig. Aber vielleicht wird eben auch hier (wie so oft) der Erfindungsgeist des Menschen systematisch unterschätzt, weil die Augen auf jene gerichtet sind, die lediglich vorgeben, das Wohl von Bürgern zu optimieren, im wesentli-

chen aber ganz einfach ölig-schmierige Hände haben...

3. Wie beendet man ein globales Ungleichgewicht?

Versuchen wir nun, die Gedankendisziplin von drei sich möglichst ausschliessenden Szenarien auf ein anderes Thema anzuwenden, das Kopfweh verursacht, nämlich die Anhäufung von Währungsreserven in den Schatullen der Notenbanken von aufstrebenden Schwellenländern, allen voran China. Wichtig dabei ist, dass man sich der Herkunft bzw. der Ursache von derart hohen Währungsreserven bewusst ist. Sie beruht auf einer über längere Zeit aufrechterhaltenen Asymmetrie von Güterströmen und Wechselkursen. Hält man Letztere durch Zwangsmechanismen künstlich tief, dann müssen bei der Notenbank Guthaben in fremder Währung entstehen, insofern es den Bürgern verwehrt ist, den Ausgleich über die Kapitalverkehrsbilanz vorzunehmen. Im Falle von China besteht der Zwangsmechanismus darin, dass erstens die Chinesen nicht frei ausreisen dürfen und damit an ihren Arbeitsort gebunden sind, dass sie zweitens keine Fremdwährung eintauschen dürfen und dass sie drittens gezwungen sind, ihre Ersparnisse auf Konten chinesischer (Staats-)banken zu halten. Die angehäuften Währungsreserven sind gleichbedeutend mit unverteiltem Volksvermögen, das sich bei einem freien Austauschverhältnis zum Ausland in geringerer Masse gebildet hätte – der Chinese hätte es nämlich zum Teil im Ausland verbraucht, als Tourist in Zermatt oder als Konsument an der Fifth Avenue – oder das sich in individualisierter und vermutlich währungsdiversifizierter Form in seinem Privatvermögen finden würde. In gleichem Masse wäre die Desindustrialisierung im entwickelten Rest der Welt weniger dramatisch verlaufen bzw. hätte sich infolge anreisender chinesischer Touristenhorden eine neue Nachfrage eingestellt.

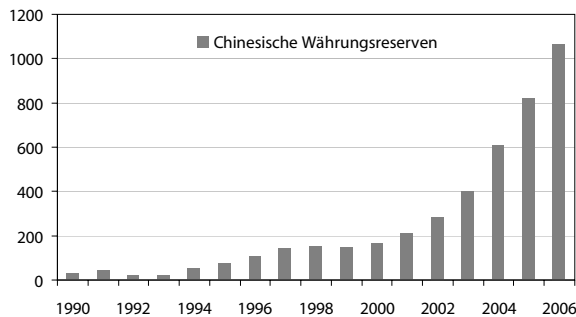
Der interne Preis für den zügigen Erwerb von Anlagen in fremder Währung ist eine Aufblähung der chinesischen Geldmenge; verlässliche Daten über die zwangsläufig einhergehende Inflation sind zwar spärlich, aber dennoch unübersehbar: etwa ablesbar an den Preisen für Schweinefleisch oder aber auch an den Löhnen, die westliche Firmen heute für chinesische Ingenieure in Shanghai bezahlen müssen. Die Lohnunterschiede zum Westen fallen immer geringer aus.

Nun wird häufig argumentiert, die angehäuften Währungsreserven seien primär für die Länder mit positiver Kapitalverkehrsbilanz, allen voran für die USA, ein grosses Problem, indem eine gefährliche Abhängigkeit vom chinesischen Kapi-

talgeber entstanden sei. Von den 2'165 Milliarden US-Dollar an Schuldpapieren der amerikanischen Treasury, welche von ausländischen Gläubigern gehalten werden (Zahlen per Ende April 2007), entfallen gut 400 Milliarden oder knapp 20 Prozent auf China. Besonders gefährlich werde es, wenn die Chinesen diese Schuldverschreibungen auf einmal verkaufen oder wenn sie namhafte Währungsumschichtungen, zum Beispiel in Richtung Euro, vornehmen wollten. Gewiss, nicht nur Klumpenschuldner sind gefährlich, auch Klumpen gläubiger. Dennoch sollte man die Gefahren nicht dramatisieren. Denn so einfach können sich die Chinesen, auch wenn sie es wollten, von den gewählten Anlagen nicht verabschieden. Allzu abrupte Verkäufe würden die noch vorhandenen Positionen derart in Mitleidenschaft ziehen, dass man das vernünftigerweise wohl nicht zu tun versucht.

China: Die Asymmetrie hat ein Gesicht

Mrd. USD



Quellen: State Administration of Foreign Exchange (SAFE); National Bureau of Statistics of China

Ferner wird gesagt, die einhergehende US-Verschuldung als solche sei ein Problem. Amerika konsumiere auf Kosten anderer. Das Leistungsbilanzdefizit entspreche einer Art aggregiertem Konsumkredit. Stimmt. Aber ist das *per se* ein Problem? Falls die Leistungsfähigkeit eines Schuldners genug hoch eingestuft wird, kann man ihm doch Geld, zu welchem Zweck auch immer, leihen. Dass die amerikanische Volkswirtschaft bei einem jährlichen Bruttoinlandsprodukt von 13'600 Milliarden US-Dollar in der Lage ist, mit einer Schuld von 811 Milliarden (Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2006) umzugehen, dürfte ausser Zweifel stehen.

Wir orten, wenn schon, eher ein Problem in China selber. Das wahrscheinliche Inflationsproblem haben wir schon angedeutet. Darüber hinaus beginnt sich unseres Erachtens aber vor allem ein polit-ökonomisches Problem aufzutürmen. Die Währungsreserven seien unverteilt Volkvermögen, haben wir weiter oben gesagt. Pro chinesischen Kopf beträgt das Guthaben etwa 1'000 US-Dollar. Nicht wenig, wenn man bedenkt, dass

bis noch vor ganz kurzer Zeit die grosse Mehrheit aller Chinesen unter der Armutsgrenze von einem Dollar Einkommen pro Tag lag! Was, wenn das Vermögen verteilt würde bzw. wenn von heute an, sagen wir, infolge weniger asymmetrischer Währungspolitik, nicht die chinesischen Zentralbank, sondern der einzelne Chinese in den vollen Genuss seiner Wertschöpfung käme? Wenn er ein freier, mündiger, immer reicherer Weltbürger würde? Da liegt doch der Hase im Pfeffer: Das gegenwärtige, sehr asymmetrische System kommt dem immer noch irgendwie kommunistischen Regime in China in ausserordentlichem Masse entgegen! Einerseits können die arbeitsamen Bürger durch die immer noch sehr arbeitsintensive Produktionsweise beschäftigt und unter Kontrolle gehalten werden, andererseits ernährt das Bankensystem, im wesentlichen Eigentum der Partei, die Nomenklatur, und überdies werden in der Hand einiger weniger Technokraten Reserven angehäuft, die portionenweise durchaus auch einmal strategisch plaziert werden können, wie das Engagement bei Blackstone beweist.

Welche drei Szenarien sind für den künftigen Umgang mit den chinesischen Währungsreserven denkbar?

- Erstens: Es wird mehr oder minder einfach so weiterkutschert, das Problem, immer grösser werdend, vor der Welthandelsgemeinschaft hergeschoben, mit geringfügigen Aufwertungen auf chinesischer Seite und nadelstichartigen protektionistischen Anfällen auf Seiten der USA und Europas dem Druck der Strasse oder auch der Finanzmärkte Genüge getan. China beginnt, als staatlicher Investor in aller Welt tätig zu werden (wie das in Teilen Afrikas heute schon der Fall ist).
- Zweitens: Es kommt zu einer Art Handelskrieg mit allen Nachteilen, die der Protektionismus vor allem für die Konsumenten nach sich zieht. Die Verlautbarungen von amerikanischen Präsidentschaftsanwärtern (und -anwärterinnen...) lassen übrigens diesbezüglich Ungutes erwarten. China öffnet sich teilweise unter dem Druck der Verhältnisse; die Öffnung verläuft aber chaotisch und führt zu gefährlichen Zuständen im Innern des Landes.
- Drittens: Die WTO rafft sich auf und kommt endlich ihrer Zweckbestimmung nach, für symmetrische Rahmenbedingungen bei allen Mitgliedsländern zu sorgen. Die Anpassung der chinesischen Währungspolitik erfolgt schrittweise und wohl dosiert, das Bankensystem wird mit Hilfe ausländischer Institute vollständig überholt, die Chinesen werden mit der Zeit Nettokonsumenten ausländischer Güter und

Dienstleistungen. Das Problem der Währungsreserven stellt sich infolge freien Floatings nicht mehr.

Auch hier gilt: Ein Szenario in Reinkultur gibt es nicht, wird es nicht geben. Vorderhand stecken wir ziemlich tief im Szenario eins mit gelegentlichen Ausrutschern zum protektionistischen Szenario zwei hin. Alle beide verfügen über den Stoff für eine echte Krise an den Finanzmärkten und nachgelagert in der Weltwirtschaft. Die vermeintlich notwendige Schonung des chinesischen Regimes wegen der Angst auch westlicher Kreise vor der inneren Destabilisierung des Riesenreichs gibt den kurzfristig orientierten Vorgehensweisen den zusätzlichen Auftrieb „vernünftiger“, pragmatischer Politik und macht die Szenarien eins und zwei deshalb wahrscheinlicher, wengleich Szenario drei das einzig wirklich vernünftige wäre und wengleich die Instrumentarien zu dessen Durchsetzung vorhanden wären. Der Anleger muss sich vermutlich mit der suboptimalen Situation wohl oder übel abfinden. Auf mögliche Antworten kommen wir am Schluss des Kommentars zurück.

Im übrigen sei noch angemerkt, dass der Schweizer über besondere Erfahrung im Umgang mit „zu hohen“ Währungsreserven verfügt. Bekanntlich begann die Schweizerische Nationalbank vor einigen Jahren, über „überschüssige Reserven“ zu sprechen, und seither ist diese polit-ökonomische Pandorabüchse nicht mehr zu schliessen. Auf die Idee, das unverteilterte Volksvermögen einfach dem Volk zurückzugeben, kam (fast...) niemand. An Ideen, was man innerhalb des politischen Apparats alles damit anstellen könnte, mangelt es hingegen beileibe nicht. Man wünscht den Chinesen eigentlich nicht, dereinst in denselben Modus zu geraten. Denn die Gefahr, dass im Kollektiv Kapital vernichtet wird, ist doch unvergleichlich höher, als wenn es in privaten Händen wäre.

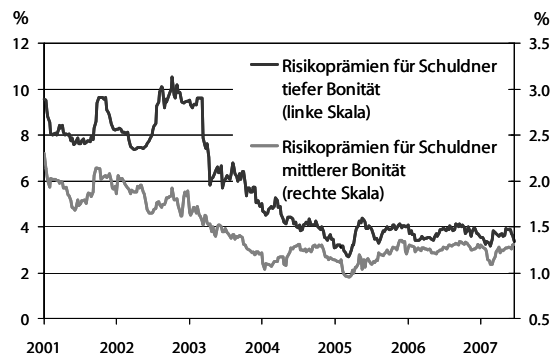
4. Easy Money

Bekanntlich haben wir uns in der Vergangenheit mit aller zur Verfügung stehenden intellektuellen Schärfe gegen die Ansicht gewehrt, es gebe „zu“ viel Liquidität bzw. die Notenbanken stellten „zu“ grosse Geldmengen zur Verfügung und die Preise von Assets seien in „zu“ hohe Höhen geschossen. Das Wörtchen „zu“ suggeriert Übertreibung einerseits und besseres (selbstverständlich eigenes) Wissen andererseits; es setzt ein Marktversagen voraus. Man sollte deshalb dessen Verwendung streng dosieren. Unsere Interpretation der Finanzmärkte, darüber hinaus aber eigentlich der ganzen Wirtschaft läuft – bedeutend wertfreier – auf eine erhöhte Liquidität auf allen Ebenen und in allen denkbaren Substraten hin-

aus: Geld, Kapital, Güter, Dienstleistungen. Alles ist in viel höherem Masse verfügbar geworden als früher. Soweit, so gut, sehr gut sogar.

Dennoch: Ein un gutes Gefühl beschleicht einen angesichts der extrem tiefen Risikoprämien, wie sie nun seit einiger Zeit an den Finanzmärkten gestellt werden, trotzdem. Ist die Welt denn dermassen weniger gefährlich geworden? Sind Risiken, wenn sie über Derivate und dergleichen auf mehr Schultern verteilt werden, geringfügigerer Natur? Haben die immer umfassender werdenden Möglichkeiten, Risiken zu erwerben – man wird dafür ja bezahlt – im wesentlichen einfach zu einem preissenkenden Schub geführt, oder gibt es im System unter Umständen einen Mechanismus, der inhärent zu einem Überhang im Appetit, Risiken zu erwerben, führt?

Völlig ungefährliche Welt?



Bemerkung: Schuldner tiefer Bonität: US-Industrieschuldner mit B-Rating (gemäss Standard & Poor's); Schuldner mittlerer Bonität: US-Industrieschuldner mit BBB-Rating (gemäss Standard & Poor's). Prämiendifferenz: zu US-Staatsanleihen.

Quelle: Bloomberg, Analyse

Eine schwierige Frage, der man aber nicht ausweichen darf, wenn man über die Verfassung an den Finanzmärkten und über die weiteren Entwicklungen nachdenken möchte. Denn wenn es einen solchen Mechanismus gäbe, dann wären im Masse von dessen Wirksamkeit die Risikoprämien zu gering bzw. würden zu viele zu riskante Geschäfte zu zu tiefen Preisen eingegangen. „Zu“ ohne Anführungszeichen, und mit allen Konsequenzen, die eine Marktverzerrung nach sich zieht. Entsprechende Bedenken tauchen immer wieder auf, wenn hochspekulative Gebilde, wie es zum Beispiel die ins Schlingern geratenen Hedge Funds von Bear Stearns darstellen, in die Schlagzeilen der Finanzpresse und unter den Druck von sich abwendenden Investoren geraten. Und immer geht es in der Debatte dann nicht um die betroffenen Vehikel allein oder allenfalls sogar lediglich um deren Manager, sondern vielmehr um die weiteren Kreise beispielsweise der kreditgebenden Investmentbanken und letztlich gar um die Stabilität des Systems ganz allgemein.

Wir gehen davon aus, dass es einen marktverzerrenden Mechanismus gibt, der es dem Finanzsystem erlaubt, eine zu hohe Verschuldung zu deutlich zu tiefen Preisen zuzulassen. Der Mechanismus heisst „implizite Staatsgarantie“. Es gibt sie, weil man davon ausgeht, dass es für das Finanzsystem viel zu gefährlich wäre, wenn eine der grossen Banken kollabieren würde. Man befürchtet einen regelrechten Systemkollaps mit unabsehbaren Folgen bis weit in die Realwirtschaft hinein. „Too big to fail“, zu gross, um unterzugehen, ist nicht nur das Lippenbekenntnis der amerikanischen Notenbank, sondern regelrechte Doktrin, die beim LTCM-Fall von 1998 auch schon in die Praxis umgesetzt worden ist. Zwar verneinte der neue Fed-Governor Bernanke in einem Interview die Existenz einer eigentlichen Doktrin, um im nächsten Satz aber just eine solche zu deklarieren („...to prevent the failure of a large institution in the interest of systemic stability“). So verständlich das Bedürfnis nach keinen Grossunfällen im Finanzsystem ist, so bedenklich ist die Vorwirkung des Wissens um die Tatsache, dass de facto keine grössere Bank Konkurs gehen kann, oder anders gesagt, dass kein Gläubiger von grossen Banken zu Schaden kommen kann: Man leiht ihnen das Geld zu Prämien, die diesen Umstand mit einschliessen. Der Preis für Geld, das ans Bankensystem fliesst, ist systematisch zu tief, und die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, ist entsprechend zu hoch. Das Risiko trägt die Allgemeinheit, und das Risiko ist insgesamt höher, als es auf der Basis individueller, konkursfähiger Banken wäre. Oder anders gesagt: Das System generiert endogene Risiken. Auch Bernanke, im selben Statement über das systemische Risiko eines Grossbankenkolapses, sieht dieses endogene Risiko („there’s a great deal to be done to minimize the moral hazard implications“).

Abschaffen, die implizite Staatsgarantie? So einfach stehen die Dinge nicht. Denn es ist nicht von der Hand zu weisen, dass ein Bankenkollaps selbst kleineren Ausmasses sehr rasch zu einer Krise führen würde, deren Auswirkungen bedeutend gravierender wären als zum Beispiel jene des Swissair-Grundings. Immerhin brannten damals ja auch Tausende von Passagieren rund um den Globus an und konnten die Welt nicht mehr verstehen, dass ausgerechnet der Inbegriff von Qualität, der Inbegriff schweizerischer Präzision, Freundlichkeit und Effizienz, am Boden liegen blieb. Ein Bankenkollaps würde innert Minuten zu einem nicht mehr entwirrbaren Knäuel von Zahlungs- und Lieferaufträgen führen; die Frage, wer ab welchem Zeitpunkt und über welche Dauer Eigentümer und damit Risikoträger einer Verbindlichkeit war, würde auf einen Schlag unklar

und zöge das Finanzsystem in einen gefährlichen Strudel. Aus relativ wenigen Flugpassagieren würden Millionen von verängstigten Bankkunden.

Was sind denkbare Entwicklungen in dieser Sache, worin liegen die jeweiligen Risiken? Versuchen wir wiederum, eine Szenarien-Triade zu bilden.

- Erstens kann selbstverständlich wie bis anhin einfach weitergemacht werden; das heisst, man hätte sich damit abzufinden, dass es für alle Zeiten eine Kategorie von Mitbewerbern mit den besonderen Privilegien einer impliziten Staatsgarantie geben wird. Der Anreiz, sehr gross zu werden („too big to fail“) würde die ohnehin vorhandenen Skaleneffekte noch verstärken. Von Zeit zu Zeit käme es aufgrund der impliziten Staatsgarantie zu LTCM-ähnlichen Krisen mit ihren gravierenden Effekten auf der Anlegerseite, von Mal zu Mal würden sich die Notenbanken aber durch „pragmatisches Vorgehen“ irgendwie durchwursteln (Bernanke: „We should have a case-by-case-analysis“).
- Zweitens ist denkbar, dass aufgrund der Moral Hazard-Problematik und insbesondere bei einer eventuellen Häufung von Unfällen à la LTCM sich die Regulierungsschraube gegen die grossen Institute wendet und der „One-Size-Fits-All“-Ansatz aufgegeben wird. Das würde bedeuten, dass kleinere Institute, von denen im Falle eines Kollapses kein Systemrisiko ausgeht, in den Genuss eines grösseren Spielraums bezüglich Eigenmittelunterlegung, Risikomanagement und Kontrollen kämen, währenddem bei den grösseren der Regulator praktisch zum ständigen Begleiter würde (was ja vielfach schon zu beobachten ist).
- Drittens könnte man sich aber auch neue Ansätze zur Bewältigung des Problems vorstellen, die zum Beispiel darauf hinauslaufen würden, dass zwischen den systemrelevanten Funktionen der Banken und der eigentlichen Geschäftstätigkeit unterschieden würde. Systemrelevant sind im wesentlichen „nur“ der Zahlungsverkehr und das Clearing, vergleichbar einem hochkomplexen Verkehrsknotenpunkt, der nicht einfach durch ein paar umgestürzte Camions blockiert werden darf. Defekte Camions ausserhalb des Verkehrsknotenpunkts zu parkieren, zu reparieren oder abzuwracken müsste aber eigentlich möglich sein, ohne dass die Allgemeinheit Schaden leidet. Szenario drei liefe mit anderen Worten auf eine Interventionsfähigkeit des Regulators hinaus, bei einem drohenden Kollaps die

Zahlungs- und Clearingfunktion physisch zu übernehmen. Davon sind wir natürlich weit entfernt. Bei den Regulatoren tummeln sich Buchhalter und Revisoren in rauhen Mengen; eine interventionsfähige Einsatztruppe bräuchte andere Qualifikationen.

Es liegt auf der Hand, dass sowohl Szenario eins als auch Szenario zwei mit hohen Effizienzverlusten verbunden sind. Die zu tiefen Risikoprämien gehören mit Sicherheit zu den gefährlichsten Nebenwirkungen, die das System von impliziten Staatsgarantien nach sich zieht. Vermeintlich risikofreie Quasiarbitrage-Geschäfte in Form von sogenannten Carry-Trades zwischen normalerweise hochkorrelierten Finanzinstrumenten sind eine besonders hinterlistige Form solcher Nebenwirkungen, denn sie suggerieren Sicherheit, wo es keine geben kann, und sie ziehen Anleger an, die von den wirklichen Risiken der Geschäfte keine Ahnung haben. Intransparente Hedge Funds und besonders riskante Strukturierte Produkte haben diesbezüglich über die letzten Jahre bei weitem zu viel Geld angezogen; es ist lediglich eine Frage der Zeit, bis größere Unfälle passieren.

Worauf dann Szenario zwei Oberhand bekäme. Dass die kleineren Institute von zusätzlicher Regulierung verschont blieben, entspricht aber wohl eher einem Wunschtraum. Denn es ist objektiv gar nicht so einfach, die Grenze der Systemrelevanz festzulegen. War der Finanzplatz Schweiz im Fall der kollabierenden Spar- und Leihkasse Thun gefährdet? Wohl nicht. Die Reputation aber litt enorm unter den Bildern der vor den Banktoren sich bildenden Schlange verängstigter Kunden. Sie machten die Runde um den Globus wie zehn Jahre später jene der geprellten Swissair-Passagiere. Das Bankgeschäft basiert einzig und allein auf Vertrauen. Ein Vertrauensbruch auch eines unbedeutenden Mitspielers führt zu grossen negativen Externalitäten, unter denen ein ganzer Finanzplatz leiden kann. Auf die leichte Schulter kann man deshalb den Regulierungsbedarf keinesfalls nehmen. Entsprechend hoch ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass Szenario zwei in immer neuen Regulierungswellen zum Durchbruch kommt.

Szenario drei entspräche einer radikalen Abkehr von den bisherigen Anstrengungen. Vermutlich entspricht es einer dem Menschen innewohnenden natürlichen Hemmung, das Ende zu bedenken. Das Konkursrecht ist nirgendwo hoch im Kurs, obschon es eigentlich für eine gesunde Wirtschaftsentwicklung von höchster Bedeutung wäre. Wo, ganz nach Schumpeter, immer wieder Neues entstehen soll, muss auch Obsoletes untergehen und ordnungsgemäss bestattet werden

können. Megalo-Dinosaurier, wie es Grossbanken nun einmal sind, bräuchten zur allfälligen Entsorgung auch eine entsprechend ausgerüstete Bestattungsagentur. Ihr Vorhandensein und ihre theoretische Einsatzbereitschaft hätten vermutlich disziplinierendere Wirkung als alle bisherigen Regulierungsversuche der immer mehr um sich greifenden Aufsichtsbehörden.

5. Was Fortschritt wirklich bedeutet

Was wir als Anleger immer wieder als Selbstverständlichkeit hinnehmen, ja, oft sogar mehr oder weniger lautstark fordern: Dass unsere Investments eine positive Rendite aufweisen. Vermutlich sind wir uns dabei kaum richtig bewusst, was das im Klartext eigentlich bedeutet. Eine positive Rendite ist zwingend das Abbild einer künftigen Leistung bzw. der Fähigkeit und Möglichkeit, eine solche zu erbringen. „Leistung“ ist nicht lediglich gleichsetzbar mit der Erledigung einer bestimmten Aufgabe, sondern darüber hinaus mit der Schaffung eines Mehrwerts. Oder anders gesagt: Die Voraussetzung für eine positive Rendite ist Fortschritt. Nur die Tatsache, dass es der Welt, mit allen Vorbehalten selbstverständlich, laufend insgesamt besser geht, dass zum Beispiel immer mehr der Milliarden von Menschen in ihrem Einkommen deutlich über die Armutsgrenze gehoben werden, dass nicht nur unsere Lebenserwartung ungleich höher ist als jene der Vorfahren, dass uns eine unglaubliche Vielfalt von Gütern und Dienstleistungen zum Konsumieren angeboten wird, rechtfertigt das, was wir als Anleger so selbstverständlich finden: Dass unsere in Aktien angelegten Assets Jahr für Jahr, im Durchschnitt gerechnet, um nette sieben Prozent wachsen.

Was aber ist Fortschritt faktisch? Ein Kontinuum einer langsamen Entwicklung, ein sich Hoch- und Durchwursteln durch die Menschheitsgeschichte, ein nicht enden wollender Bandwurm im Gedärm eines unbestimmbaren Wesens? Wir sehen es anders. Fortschritt ist eine Kaskade kleinerer oder grösserer, geringfügiger oder wichtigerer Schocks, zumeist ausgelöst durch eine als unhaltbar empfundene Situation und herbeigeführt durch den unstillbaren Wunsch des Menschen nach Verbesserungen und die ihm angeborene Fähigkeit, solche auch zu ersinnen und durchzusetzen.

Wenn wir die beschriebenen drei Risikobereiche, den Kampf um fossile Energieträger, das bedrohliche Ungleichgewicht in den Aussenhandelsbeziehungen der Volksrepublik China sowie den durch eine implizite Staatsgarantie induzierten Risikoappetit des Finanzsystems, als solche betrachten und die Möglichkeit des Fortschritts

ausschließen, dann müssten wir auf der Stelle, die Hände über dem Kopf zusammenschlagend, sämtliche Engagements aufgeben. Alle drei Risikobereiche hätten das Potential für eine Katastrophe, und miteinander kombiniert würde sich dieses Potential sogar noch potenzieren. Es ist nicht schwierig, das Unheil an die Wand zu malen.

Schwieriger ist es, den Fortschritt glaubwürdig zu beschreiben und vorzuzeichnen und damit auch immer wieder Gründe zu geben, trotz offensichtlicher und durchaus auch dramatischer Gefahren an eine Zukunft zu glauben und positive Renditen erwarten zu dürfen. Wir sind der Ansicht, dass das aufgezeigte Denken in drei Szenarien hilft, vom Schwarz- und Weiss-Denken, wie es gerade in Börsen- und Anlegerkreisen häufig zu beobachten ist (weil halt die Kurse entweder nach oben gehen oder runter...) Abstand zu nehmen.

Um dies zu untermauern, sei ein historisches Beispiel angefügt. Die meisten Leserinnen und Leser des Kommentars mögen sich vermutlich noch an die Zeit des Kalten Kriegs zwischen 1945 und 1989 erinnern. Der Westen stand damals bekanntlich einem hochgerüsteten, ideologisch sich durchaus aggressiv gebenden (von „Weltrevolution“ war damals die Rede) und in Intervallen auch unzurechenbar werdenden Ostblock gegenüber. Die Analyse im freien Westen beschränkte sich im wesentlichen auf zwei Szenarien: Entweder ortete man im Kreml „Falken“, denen nur mit Härte beizukommen sei, oder aber „Tauben“, mit denen pfleglich umzugehen sei, damit sie nicht von „Falken“ verdrängt würden. Die Geschichte der westlichen Politik im Kalten Krieg lässt sich denn auch in eine spiegelbildliche Auseinandersetzung von Anhängern der Falken- oder der Taubentheorie einteilen. Wer damals von einem „dritten Weg“ redete, meinte damit eine Art „Soft-Kommunismus“, also einen Kompromiss zwischen „Falken“ und „Tauben“ oder bestenfalls eine Art Kombination marktwirtschaftlicher Ideen mit der Stringenz des sozialistischen Gesellschaftssystems, und glaubte so etwas in Jugoslawien zu erkennen. Ausgerechnet.

Kaum jemand wäre in den Siebziger-, ja auch noch in den Achtzigerjahren auf die Idee gekommen, dass etwas völlig anderes passieren könnte, das mit „Falken“ oder „Tauben“ im Kreml überhaupt nichts zu tun hat: Dass der Ostblock dereinst einfach implodieren und sang- und klanglos untergehen könnte. Dieses „völlig andere“ war nun eben ein solches drittes Szenario, das hätte man es rechtzeitig erdacht, durchaus andere als die geübten politischen Schritte im Westen hätte auslösen können. Dieses dritte Szenario brachte Fortschritt – das erste oder das zweite wäre desaströs gewesen, denn noch immer würde unter jenen Szenarien ein grosser Teil der Menschheit in Unfreiheit dahinvegetieren und wären immense Teile der Welt unproduktiv. Und das Neckische an diesem dritten Szenario ist, dass eine vergleichsweise triviale technische Erfindung zu den Mitauslösern der Implosion gehörte: Das Fax-Gerät und der Fotokopierer, denen der Polizeistaat nicht mehr gewachsen war. Vermeintlich kleine Ursache, aber immens grosse Wirkung.

Wenn wir zum heutigen Zeitpunkt, auf einem möglichen vorläufigen Höhepunkt der nunmehr vier Jahre dauernden positiven Börsenentwicklung und im Angesicht hervorragender Wachstumsaussichten rund um den Globus auf einige Risiken hingewiesen haben – es gäbe übrigens noch ein paar weitere! – dann tun wir das gewiss einerseits mit der Absicht, vor einer ungezügelten Euphorie zu warnen. Andererseits ist uns aber bedeutend wichtiger, dass wir gleichzeitig auch dritte Wege, Auswege aufgezeigt haben. Ohne drängende Probleme gäbe es keinen Fortschritt, ohne Fortschritt keine Rendite. Jeder Höhepunkt kann immer nur ein vorläufiger gewesen sein.

KH, 2.7.2007