

Inflation, Stagflation, Rezession – oder was sonst?

1. Verwirrliche und widersprüchliche Vielfalt

Nehmen wir einmal an, in einem – aus methodischen Gründen – sehr kleinen Dorf lebten ein Ziegenbauer und ein Bäcker in einem friedlichen Austauschverhältnis. Der eine tränke des andern Milch, und der andere ässe des einen Brot. Und plötzlich würde der Frieden gestört, weil ein, sagen wir, Schneider zuzöge. Dieser Einwanderer liebte Geissmilch über alles. Was würde passieren?

- a) Alle drei schlugen sich fortan die Köpfe ein im Kampf um die Ziege.
- b) Der Bauer würde den Tauschpreis für Ziegenmilch erhöhen, um künftig auch von den Dienstleistungen des Schneiders profitieren zu können. Der Bäcker würde den Brotpreis erhöhen, um nach wie vor zur selben Menge Milch zu gelangen. Darauf würde der Bauer mit einer weiteren Preiserhöhung reagieren. Et cetera.
- c) Im Sinne eines Befreiungsschlags würde der Bauer seiner Ziege Kraftfutter verabreichen und gleichzeitig den Milchpreis stark erhöhen. Weder Bäcker noch Schneider können sich jedoch die Milch noch leisten. Die Ziege würde in die Wüste geschickt.
- d) Der Bauer würde sparen, sähe sich nach einem Ziegenbock um, und nach einiger Zeit gäbe es mehr Milch von mehr Ziegen und lauter zufriedene Gesichter.

Schulbeispiele sind dämlich und hilfreich zugleich. Dämlich, weil die Realität selbstverständlich nie einen so tiefen Komplexitätsgrad aufweist und weil deshalb immer der Einwand berechtigt ist, alles sei selbstverständlich viel komplizierter. Das stimmt, und deshalb wählt man für Schulbeispiele am besten etwas weithergeholte Gestalten wie Bauern und Ziegen. Hilfreich sind die Beispiele aber, weil es nur unter der Voraussetzung von tiefer Komplexität möglich ist, typische Verhaltensmuster logisch herzuleiten. So funktionierten auch griechische Tragödien.

Die aktuelle komplexe Realität wird in auffallend widersprüchlicher Art kommentiert. Es ist von Inflation, von Konjunkturabschwächung, ja Rezession, von Abkoppelung, von Stagflation die Rede.

Es werden munter Rezepte gegen alle Übel zusammen und miteinander formuliert und nach simultan wirkungsvollen Verhaltensweisen für Anleger in sämtlichen denkbaren Lagen gesucht. Die Verwirrung ist verständlich. Denn die Erdöl- und Nahrungsmittelpreise eilen von Höchstmarke zu Höchstmarke, Häuserpreise in den USA und in Grossbritannien erodieren, die europäische Exportwirtschaft erfreut sich voller Auftragsbücher, die internationalen Grossbanken schlottern vor der Ankündigung ihrer Halbjahresresultate, das chinesische Wirtschaftswachstum ist nicht zu bremsen, die chinesischen Aktienkurse haben dieses Jahr jedoch 40 Prozent an Wert verloren, der Renminbi sich dafür deutlich aufgewertet. Der US-Dollar scheint sich auf markant tieferem Niveau stabilisiert zu haben. Brasilien boomt. In Argentinien brodelts. Tauwetter in Nordkorea, immer tiefere Verkeilung der USA im rohstoffreichen Irak (so falsch scheint das Bild des Kampfes um die Ziege ja nicht zu sein). Was in aller Welt ist in der Welt los?

Versuchen wir, erst einmal etwas Ordnung in dieser verwirrlichen Situation zu schaffen. Was bedeuten die vielverwendeten, mutmasslich aber wenig reflektierten Begriffe denn wirklich? Können sie als ökonomische Phänomene simultan auftreten? Wenn nein: Für welche Variante hätte man sich zu entscheiden, was trifft am wahrscheinlichsten zu? Und, basierend auf dieser Lagebeurteilung, welches wären dann sinnvolle taktische, ja möglicherweise strategische Entscheidungen, die der Anleger zu treffen hätte? Diesen Fragestellungen will der vorliegende Anlagekommentar nachgehen. Uns scheint klar: Inflation und Rezession, Gewaltanwendung und friedliche Ressourcennutzung, Stagflation und Wirtschaftswachstum – alles zusammen und gleichzeitig geht nicht. Man hat sich zu entscheiden, in der Lagebeurteilung wie für die darauf basierenden Anlageentscheide. Klärung ist angesagt.

2. Teuerung und Inflation

Unser Ziegenbauer und unser Dorfbäcker leben schulbeispielhaft in einem Austauschverhältnis. Beide wissen, wieviel Liter Milch ein Brotlaib wert ist, und vice versa. Was für zwei Leute vielleicht noch funktionieren mag, funktioniert für eine komplexere Gesellschaft jedoch nicht. Deshalb gibt

es Geld als Austauschmedium. Das Austauschverhältnis von Milch zu Brot wird in einem Geldpreis ausgedrückt. Und wenn der Schneider zuwandert, so werden über den Geldpreis auch seine Hosen und Jacken in ein Verhältnis zu Milch und Brot gesetzt.

Da sowohl Milch wie Brot als auch Jacken und Hosen einmal knapper, einmal weniger knapp sein können – auch eine Ziege mag nicht immer genau gleich – unterliegt das Austauschverhältnis Veränderungen. Preise erhöhen sich, Preise verringern sich, und immer, wenn sie das tun, weiss man auch ein wenig mehr über den Zustand des jeweiligen Produktionsmittels. Ein tiefer Ziegenmilchpreis ist ein Indiz für intaktes Ziegenglück. Preisveränderungen sind ein völlig normales Phänomen, und Preisveränderungen bergen in sich einen hohen Informationsgehalt.

Wenn sich der Preis für ein bestimmtes Gut oder auch für eine Gruppe von Gütern verändert, dann beeinflusst dies über das Medium Geld selbstverständlich sämtliche Austauschverhältnisse, also auch jenes zwischen Brot und Hosen, je nach den Präferenzen der jeweiligen Produzenten für die nunmehr teurere Ziegenmilch. Das Medium Geld erlaubt eine rasche Anpassung sämtlicher Verhaltensfunktionen an neue Situationen. Die Antworten können verschieden ausfallen – vom Verzicht auf Ziegenmilch bis hin zur erhöhten Produktion von Brot ist alles denkbar. Die Reaktion auf Preisveränderungen ist einer der wesentlichsten ökonomischen Mechanismen im gesellschaftlichen Zusammenleben. Nur so können Knappheiten effizient bewältigt werden. Wer's nicht glaubt, erinnere sich an die Warteschlangen vor sowjetischen Läden unseligen Angedenkens.

Preisveränderungen, auch wenn sie als Verteuerung von Gütern oder ganzer Gütergruppen happig ausfallen, müssen nichts mit Inflation zu tun haben. Inflation bedeutet eine allgemeine *Tieferbewertung* des Austauschmittels Geld gegenüber *sämtlichen Gütern*. Inflation hat ihre Ursache nicht in realen Veränderungen der Knappheit von Gütern, sondern in der Menge des zur Verfügung gestellten Austauschmittels Geld. Wird die Menge zu gross, sinkt der Wert des Austauschmittels.

Die Tieferebewertung des Austauschmittels Geld gegenüber sämtlichen Gütern hat *als Folge* dann allerdings fortgesetzt verzerrende Auswirkungen auf der Produktions- und Konsumseite der Wirtschaft. Weil sich das Halten von Geld wegen der Entwertung nicht mehr lohnt, suchen die Leute Zuflucht bei Gütern, die ja relativ zum Geld laufend aufgewertet werden, was zu einer Übernachfrage einerseits und zu einer Verknappung der Produktionskapazitäten andererseits führt. Preiserhöhungen sind die natürliche Folge dieser Konstellation. Je inelastischer sich die Verhältnisse bei den

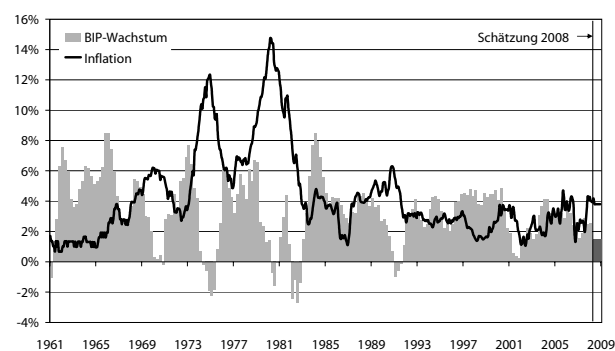
Produktionsfaktoren erweisen, desto drastischer können solche Preiserhöhungen ausfallen. Dies trifft namentlich zu, wenn der Arbeitsmarkt infolge hoher Kartellisierung durch Gewerkschaften rigide Lohnverhältnisse unmittelbar auf die Güterpreise überwälzen kann.

Weshalb ist Inflation so schädlich? Weil es nebst den angedeuteten volkswirtschaftlichen Verzerrungen zu einer massiven Umverteilung zwischen Gläubigern und Schuldnern kommt: Schulden entwerten sich laufend, und das Nachsehen haben jene, die auf den Wertbestand angewiesen wären, beispielsweise die Rentner. Inflation hat de facto einen enteignenden Effekt, weshalb sie auch zum Instrumentarium der Politik gehört.

So, wie Inflation monetär entsteht, so kann sie auch nur monetär wieder im Keim erstickt werden. Nämlich dadurch, dass durch eine Verknappung der Geldmenge die Abwertungserwartungen des Publikums für das Austauschmittel Geld verändert werden. Das Mittel für diese Verknappung ist die Geldpolitik der Notenbanken. Mit höheren Kurzfristzinsen wird die Finanzierung des Bankensystems verteuert und dadurch die Kreditvergabe an die Realwirtschaft verknappt. Ein schmerzvoller Vorgang, der sodann seinen Lauf nimmt. Die Vernichtung von jüngst gerade noch aufgebauten Kapazitäten und der Verlust von Arbeitsstellen sind die Folge, negatives Wachstum, soziale Unrast: das also, was man Rezession nennt.

Steht zum heutigen Zeitpunkt ein Inflationsschub bevor? Oder befinden wir uns gar schon mitten in einer Inflation? Dazu zwei Beobachtungen. Erstens: Gemessen an wirklichen Hochinflationsphasen, wie sie die Weltwirtschaft in den Siebzigerjahren des vorangehenden Jahrhunderts erschütterten, erweist sich die heute gemessene Geldentwertung als relativ gering, einmal abgesehen von besonderen Verhältnissen, wie sie in bestimmten Schwellenländern herrschen.

Inflations- oder Wachstumsproblem?



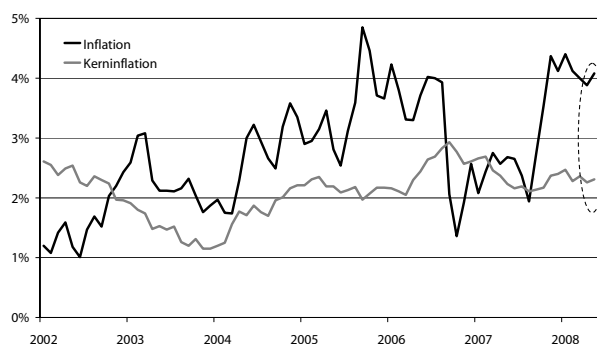
Bemerkungen: Inflation gemessen am Konsumentenpreisindex (CPI). Ab Mai 2008 Bloomberg-Konsensus-Schätzungen (3.8% Inflation und 1.4% BIP-Wachstum).

Quelle: Bloomberg, Datastream; eigene Darstellung

Die vorstehende Grafik zeigt den Verlauf der Teuerung anhand amerikanischer Daten über die letzten 50 Jahre auf und stellt sie auch in Bezug zum jeweiligen realen Wirtschaftswachstum. Wenn schon, scheint uns, haben wir heute eher ein Wachstums- denn ein Inflationsproblem. Dieser Meinung scheint übrigens auch die Mehrheit am Kapitalmarkt zu sein: Anders lässt sich nämlich kaum erklären, dass weder bei den inflationsgeschützten Anleihen (TIPS) noch bei den ganz langfristigen Bonds wesentliche Inflationserwartungen herauszulesen sind.

Die zweite Beobachtung: Zwischen der sogenannten „Kerninflation“ und der am Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerungsrate besteht eine grosse Differenz. Unter Kerninflation wird jene Geldentwertung verstanden, welche Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst. Die Unterscheidung zwischen den beiden Messmethoden für Inflation macht insofern Sinn, als sowohl die Versorgung mit Energie als auch jene mit Nahrungsmitteln von global wirksamen Knappheiten bestimmt werden und somit nicht direkt Gegenstand einer spezifischen Geldpolitik sind. Wenn die Differenz zwischen der Kernrate und der Entwicklung der Konsumentenpreise hoch ausfällt, so ist das ein Hinweis darauf, dass wir es eher mit einem „Ziegenphänomen“ im oben beschriebenen Sinne zu tun haben und weniger mit einem monetären Problem. Und wie gesagt: Inflation wäre, wenn schon, ein monetäres und nur ein monetäres Problem.

Inflation vs. Kerninflation (USA)



Quelle: Datastream; eigene Darstellung

Post hoc ist nicht *propter hoc*, zeitliches Aufeinanderfolgen ist kein Beweis für eine Kausalität; die Tatsache der Verteuerung einzelner – wenn auch enorm wichtiger – Faktorpreise ist nicht gleichbedeutend mit einer allgemeinen Geldentwertung in den Industriestaaten. Zudem fehlen wichtige Indizien wie sichtbare Inflationserwartungen innerhalb der Zinsstrukturkurve, um in hinreichender Weise auf ein echtes Inflationsproblem zu schliessen. Zwischenfazit: Eine Ziegenmilch-/Brotpreis-Spirale ad infinitum scheint die gegenwärtige Situation nicht treffend abzubilden.

3. Stagflation?

Das gleichzeitige Auftreten von Inflation und Arbeitslosigkeit – so die gängige Definition von „Stagflation“ – sieht auf den ersten Blick aus wie ein Widerspruch in sich selbst. Denn in inflationären Phasen müsste es doch definitionsgemäss zu wenig und nicht zu viel Produktionskapazitäten geben, müssten aufgrund der überhöhten Güternachfrage doch Arbeitskräfte eingestellt und nicht entlassen werden. Allein, so einfach und letztlich keynesianisch-mechanistisch funktioniert das nicht: Es gibt längerfristig keinen nachweisbaren positiven Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Wirtschaftswachstum.

Es zeigt sich im Verlauf von längerwährenden inflationären Phasen immer wieder, dass die wirtschaftliche Gesamtnachfrage und das Angebot miteinander zu „stolpern“ beginnen, dass mithin von simultaner Entwicklung keine Rede sein kann. Aufgrund der Erhöhung von verschiedensten Faktorpreisen sind die Unternehmungen während den Kapazitätsausweitungen vielfach gezwungen, die Preise markant zu erhöhen, was dann zu einem „Angebotschock“ führen kann: Zu viele Güter kommen zu einem zu hohen Preis auf den Markt – eine klassische Ungleichgewichtssituation, die nach Korrekturen ruft. Die Folge sind Entlassungen, Betriebsschliessungen und dergleichen. Die Ziege, kaum noch bis auf den letzten Tropfen ausgemolken, wird in die Wüste geschickt. Ein Ressourcenverschleiss sondergleichen findet statt.

Stagflation ist sozial noch schwieriger zu bewältigen als „reine“ Inflation (soweit es dies überhaupt gibt), da Arbeitslosigkeit, verbunden mit einem Wertverlust auf Erspartem, besonders hart trifft und zu Hoffnungslosigkeit Anlass gibt. Weil ein weiteres Aufblähen der Geldmenge das Grundproblem tendenziell noch erhöht und eine Erhöhung der Gesamtnachfrage durch den Fiskus (durch sogenannte Stimulierungsprogramme) die Staatsverschuldung negativ beeinflusst bzw. die verbliebenen produktiven Teile der Gesellschaft zusätzlich belastet, kann Stagflation als echte wirtschaftspolitische Dilemmasituation bezeichnet werden. Es gibt vermutlich keinen anderen Ausweg als durch einen Neuanfang, wie ihn ein Ludwig Erhardt, ein Ronald Reagan oder eine Margaret Thatcher auszulösen in der Lage waren.

Droht aktuell eine Stagflation, wie sie eben beschrieben worden ist? Gewiss nicht. Es gibt zwar wiederum einige Elemente, wie es sie bei einer Stagflation auch gibt – Preiserhöhungen im einen Bereich, dem Energiesektor nämlich, Preiszerfall im anderen, dem Immobiliensektor der USA – aber hinreichend ist das alles längst noch nicht. Einmal mehr: Auch Stagflation setzt mit Inflation ein monetäres Problem voraus, und ein solches ist aus den schon erwähnten Gründen nicht gegeben.

4. Rezession?

Bekanntlich sind die letzten sechs Jahre Weltwirtschaft durch eine in dieser Länge und Breite noch nie gesehene Hochkonjunktur geprägt gewesen. Länge: Kaum je zuvor wuchs das Bruttoinlandprodukt dermassen konstant, das heisst unterbruchs-frei, noch nie war das Investitionsklima derart positiv, zeigten sich die Unternehmensbilanzen so robust finanziert. Breite: Noch nie in der Weltwirtschaftsgeschichte waren so viele Länder und Regionen simultan am Aufschwung beteiligt. Dass auch die beste aller Entwicklungen einmal zu einem (vorläufigen?) Ende kommen kann und dass jeder Tag, an dem solches noch nicht geschehen ist, dieses Ende einen Tag näher bringt, liegt auf der Hand. Wachsende Nervosität ist deshalb verständlich.

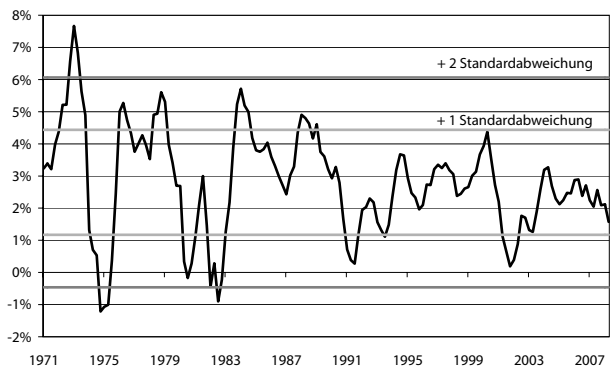
Dennoch lohnt sich auch hier zunächst ein Blick aufs Definitorische. Als „Rezession“ wird eine Phase ausbleibenden Wachstums oder gar schrumpfender Wirtschaftstätigkeit während zwei aufeinanderfolgenden Quartalen, von Quartal zu Quartal gemessen, verstanden. „Rezession“ unterscheidet sich von „Depression“ in quantitativer, zeitlicher und qualitativer Hinsicht, indem erstere (relativ) gnädig verläuft und nach einigen Quartalen in einen Aufschwung mündet, währenddem in einer Depression strukturelle und politische Verwerfungen typische und weitreichende Folgen zeitigen.

Rezessionen können zweierlei ökonomische Ursachen haben: Das Ende einer Inflation, herbeigeführt durch eine restriktive Geldpolitik, oder aber exogen induzierte Veränderungen wie ein Technologieschock, ein weltpolitisches Ereignis, Umweltkatastrophen oder dergleichen, oder kurz, Einflussfaktoren, welche zunächst einmal Vorsicht, Zurückhaltung im Konsum und in der Investitionstätigkeit sowie strategische Neuausrichtung zur Folge haben. Es ist deshalb falsch, eine Rezession als etwas prinzipiell Schlechtes zu bezeichnen. Grössere strukturelle Veränderungen sind ohne wenigstens eine konjunkturelle Abschwächung kaum denkbar. Entsprechend fragwürdig sind, umgekehrt gedacht, selbstverständlich Massnahmepakete oder geld- und wirtschaftspolitische Zielsetzungen, mit denen um fast jeden Preis Rezessionen vermieden werden sollen. Letztlich wirken sie alle strukturertreuend und deshalb langfristig wachstumsmindernd.

Kommt dazu, dass aufgrund der weit höheren und global orientierten Arbeitsteiligkeit die Anfälligkeit einzelner Volkswirtschaften für tiefe Rezessionen oder gar Depressionen bedeutend geringer geworden ist. Dies scheint auf den ersten Blick widersprüchlich zu sein, denn man könnte meinen, eine höhere Interdependenz führe automatisch auch zu einer höheren Abhängigkeit der Weltge-

genden untereinander. Das Gegenteil ist der Fall: Wegen der höheren Verfügbarkeit eigentlich fast aller Güter auf allen Fertigungsstufen und unter weitgehend intakten Wettbewerbsbedingungen gibt es weit weniger physische Engpässe als früher. Die Gefahr physischer Engpässe wiederum war aber der Grund für eine umfangreiche Lagerhaltung und für die damit verbundenen zyklischen Auf- und Abbaumuster. Die nachfolgende Grafik zeigt die bedeutend tiefere Volatilität der Wirtschaftsentwicklung über die letzten 36 Jahre anhand von Wachstumsdaten der G7-Länder auf. Bemerkenswert ist dabei gewiss auch die Tatsache, dass 2001/2002 keine Rezession im oben definierten Sinn stattgefunden hat.

Immer geringere Wachstumsschwankungen



Bemerkung: Das durchschnittliche BIP-Wachstum der G7 der letzten 36 Jahre beträgt 2.8%, die Standardabweichung 1.6%.

Quelle: Datastream; eigene Darstellung

Wenn wir im Folgenden über die Möglichkeit eines weltweiten Wirtschaftsabschwungs, ja, für die USA gesprochen, einer Rezession sprechen, so soll das genau in dieser relativierenden Art geschehen: Eine Rezession ist weder grundsätzlich des Teufels noch ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass ein konjunktureller Abschwung in eine Depression mündet. Dafür gibt es schlicht keine Anhaltspunkte, und die meisten aller „Doom-and-Gloom“-Predigten sind ohnehin der Gattung seichter Stimmungsmache zuzuordnen.

5. Eine Koizidenz von Schocks?

Versuchen wir also, die zyklische Denkweise zu vermeiden. Mit anderen Worten auf Begriffe wie „Hochkonjunktur“, „Abschwung“, „Rezession“ zu verzichten und stattdessen die wichtigsten realen Veränderungen, welche die Weltwirtschaft über die letzten Monate und Jahre geprägt haben, sorgfältig zu evaluieren. Was sind diese Megatrends? Worin liegen ihre Ursachen? Finden sie eine Fortsetzung? Welche?

Aus unserer Sicht sind es die folgenden vier Bestimmungselemente, mit denen wir uns beschäftigen müssen:

a) die Energie- und Rohstoffpreise

- b) die Nahrungsmittelpreise
- c) die Credit Spreads (das heisst die Finanzierungskosten für Unternehmungen)
- d) die Währungen der Schwellenländer.

Wie noch zu zeigen sein wird, haben wir es in allen vier Bereichen weniger mit einer kontinuierlichen Entwicklung als vielmehr mit schockartigen Veränderungen zu tun. Oder, um das Schulbeispiel wieder zu bemühen, mit Störungen des Gleichgewichts, wie sie im Zweimannsdorf auftraten, als der Schneider zuwanderte. Einen wesentlichen Unterschied gibt es allerdings: Im Schulbeispieldorf war das ursprüngliche Gleichgewicht höchst konstant, und das kann man nun von der Weltwirtschaft der letzten knapp 20 Jahre gewiss nicht sagen. Denn diese ist bekanntlich von einer Dynamik geprägt, wie es sie in der Wirtschaftsgeschichte nur sehr selten gab – etwa nach der Erfindung der Dampfmaschine oder des Automobils, oder als der Computer mühsame repetitive Arbeiten übernahm und beschleunigte und man deshalb zum Mond fliegen konnte. Die Dynamik der letzten zwei Jahrzehnte veränderte die Weltwirtschaft in zweierlei Hinsicht rasant. Erstens quantitativ, indem sich ihr eine Region nach der andern erschloss und ernstzunehmender Teil wurde. Zweitens qualitativ, indem sich infolge der Kommunikationsrevolution Wissen und Know-how praktisch gleichmässig verteilen, woraus sich eine sehr hohe globale Verfügbarkeit von fast sämtlichen Gütern und Dienstleistungen ergibt.

Eine der Folgen dieser ausserordentlichen Dynamik – die mit Sicherheit noch nicht zu Ende ist – liegt in einer enormen Steigerung der Produktivität und damit in einem riesigen globalen „Output Gap“, das heisst einer beinahe unerschöpflichen Kapazitätsreserve, und diese Kapazitätsreserve ist daran schuld, dass trotz grosszügiger Geldversorgung durch die Notenbanken in den Industrieländern bis auf weiteres kein ernstzunehmendes Inflationsproblem entstehen konnte. Solange eine derart grosse Differenz zwischen dem möglichen Wachstum der Welt und dem effektiven besteht, ist eine *allgemeine* Güter- und Dienstleistungsverknappung nicht absehbar.

Dies ist wichtig festzuhalten, denn wenn wir im folgenden die vier genannten Bestimmungselemente behandeln, dann sprechen wir just über Verknappungen. Wir argumentieren aber, dass diese *spezifischer* Natur sind und dass durch ihre Einwirkung das generelle Bild mit dem nach wie vor vorhandenen globalen „Output Gap“ nicht zwingend oder grundsätzlich relativiert werden muss. Dies selbst dann nicht, wenn es momentan danach aussieht, als dass in einer seltsamen Koinzidenz all diese spezifischen Verknappungen, auf den selben Zeitpunkt konzentriert, wirksam würden und somit

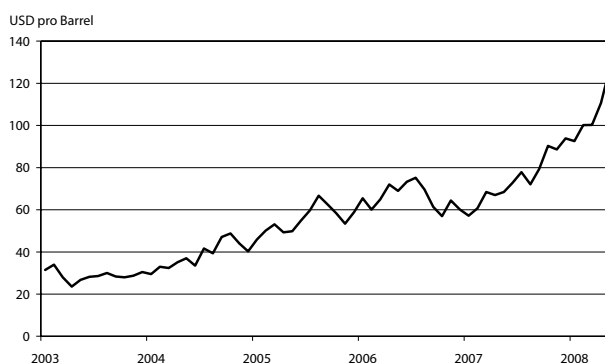
der Eindruck entstehen könnte, man hätte es mit einem generellen Problem zu tun.

Oder etwas einfacher gesagt: Den zugegebenermassen heftigen Veränderungen in zugegebenermassen enorm belangreichen, aber spezifischen Bestimmungselementen der Weltwirtschaft steht eine Dynamik gegenüber, deren Bedeutung allzu leichtfertig unterschätzt wird. Die Menschen in den neu hinzugekommenen Gegenden der Welt streben nach Wohlstand, wollen reicher werden. Die Weltwirtschaft will sich materiell und geographisch diversifizieren. Die Ziegenbauern und die Bäcker und die Schneider dieser Welt wollen nicht auf ihrer Pinte Milch und ihrem Laib Brot sitzen bleiben, sie wollen mehr. Wer diesen Willen zur Dynamik unterschätzt, wird angesichts der Koinzidenz von Schocks auch allzu negative Schlussfolgerungen ziehen. Der derzeitige Konsens an den Märkten scheint uns von diesem Grundlagenirrtum geprägt zu sein.

6. „Ein besonderer Saft“

Unter diesem Titel veröffentlichte unser Bankhaus im März 2004 einen Anlagekommentar, der sich ausschliesslich der Frage der Erdölversorgung widmete. Er war damals unter dem Eindruck eines Preisanstiegs von 23 auf 34 Dollar bzw. von 45 Prozent innerhalb von 10 Monaten geschrieben worden. Diesen Preisanstieg erachtete man als alarmierend – andernfalls hätte man ja keinen Anlagekommentar dazu geschrieben. Heute liegt der Erdölpreis bei über 130 Dollar pro Barrel oder mehr als 450 Prozent höher. Was unter anderem auch aufzeigt, dass man im Umgang mit dem Wort Schock etwas vorsichtig sein müsste. Immerhin scheint nun dieser „Schock“ bereits mehr als vier Jahre zu dauern...

Erdöl: Preisaufrtrieb mit Turboladung



Bemerkung: Erdöl der Sorte Dated Brent.

Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Dennoch: Erdöl ist „ein besonderer Saft“. Dies erstens wegen seiner chemischen und physikalischen Eigenschaften. Erdöl ist unglaublich dicht gespeicherte Sonnenenergie, leicht und ungefährlich zu lagern und zu transportieren, einfach in alle

möglichen Derivate aufzuspalten, enorm vielseitig in der Endverwendung. Unsere moderne Lebensweise ist sehr weitgehend von Erdöl geprägt: Keine Textilie, keine Farbe, kein Bildschirm, keine Bewegung ohne Erdöl, sozusagen. Zweitens ist Erdöl relativ kostengünstig zu gewinnen. Die reinen Produktionskosten liegen in Saudi-Arabien unter 10 Dollar pro Barrel, in der Nordsee zwar höher, aber weit unter dem gegenwärtigen Preisniveau. Aufgrund dieser Situation müsste man annehmen, dass es an Investitionsvorhaben für die Gewinnung von Erdöl nur so wimmelte. Das ist aber nicht so.

Denn Erdölvorkommen konzentrieren sich – drittens – vor allem auf Weltgegenden mit fragwürdigen und instabilen politischen Verhältnissen. Vermutlich liegt sogar der Grund für die Instabilität just im Vorhandensein von Erdöl, ja man könnte die Behauptung wagen: je tiefer die Explorationskosten, desto höher die politische Instabilität, und vice versa. Es gibt Ölsand in Kanada. Und es gibt Öl unter dem Sand im Mittleren Osten. Das ist das Problem. Die Eigentumsfrage an kostengünstig zu erschliessenden Erdölvorkommen ist nicht oder nur schlecht geregelt bzw. unterliegt einer hohen Instabilität. So werden munter internationale Erdölfirmer zu Exploration und weiteren Investitionen eingeladen, um später sang- und klanglos enteignet zu werden. Die Folge davon ist eine seit Jahrzehnten anhaltende Zurückhaltung bei den Investitionen im Erdölgeschäft.

Diese Konstellation mangelnder Investitionen wirkt, viertens, in zwei Richtungen. Sie führt nämlich einerseits direkt zu einem, gemessen am Jahresverbrauch der Weltwirtschaft von gut 30 Milliarden Barrel, zu tiefen Vorrat an bekannten Erdölvorkommen. Wenn nichts mehr gefunden würde und der Konsum völlig gleich bliebe, dann würden die Vorräte gerade noch für 40 bis 50 Jahre reichen. Viele unserer Leser könnten dieses Ereignis also noch erleben. Kunststück, tendiert in Vorwirkung solch finiter Aussichten der Ölpreis nach oben! Andererseits, und dies scheint auf den ersten Blick paradox, hat die Unterinvestition in Erdölexploration bis anhin auch wirklich ernsthaftes Forschen und Entwickeln in Richtung alternativer Energiequellen verhindert. Weshalb? Weil das Wissen, dass sich mit zusätzlichen Anstrengungen die Erdölvorräte auch wieder deutlich erhöhen könnten und damit der Ölpreis durchaus auch wieder tiefer zu liegen kommen könnte, den Anstrengungen in Richtung alternativer Energiequellen zuwiderläuft. Erdöl und seine Derivate wie Benzin oder Diesel sind bei weitem zu praktisch, als dass sie bei einigermassen akzeptablem Preis durch alternative Quellen und Methoden verdrängt würden.

Mit anderen Worten besteht eine echte Dilemmasituation mit dem Resultat von Unterinvestitionen

sowohl in Richtung zusätzlicher Exploration als auch in Richtung alternativer Energie und ihrer Anwendungen. Eine klassische ökonomische Verzerrung von globaler Bedeutung, hervorgerufen durch einen politisch bedingten Mangel an Eindeutigkeit bei der Zuordnung von Eigentumsrechten. Nun hat sich allerdings durch den sich abzeichnenden zusätzlichen Erdölhunger wichtiger Schwellenländer die Situation möglicherweise grundlegend verändert. Oder um in unserem Schulbeispiel zu sprechen: Der Schneider ist hinzugekommen, und er wird bleiben. Es ist nicht auszuschließen, dass unter dieser neuen Voraussetzung der Erdölpreis weiterhin und nachhaltig hoch bleibt, vielleicht sogar noch steigt.

Dreierlei ist – unter dieser Annahme – voraussehbar: Erstens lohnt es sich bei einem höheren Erdölpreis eher, die Eigentumsrechte sauber zu definieren. Ein unter Umständen gefährliches Unterfangen, weil solcherlei auch *manu militari* zu geschehen pflegt. Zweitens könnte ab einem bestimmten Erdölpreisniveau die Risikobereitschaft für Investitionen zu Explorationszwecken steigen, da die Renditeaussichten die genannten Unsicherheiten in den Schatten stellen. Drittens dürften aus demselben Grund alternativ betriebene Anwendungen nun doch an Attraktivität gewinnen, wie das vor kurzem der Konzernchef von Daimler-Benz, Dieter Zetsche, in einem Grundsatzreferat bestätigte: Man stehe kurz vor dem Durchbruch des nicht-fossil betriebenen Autos.

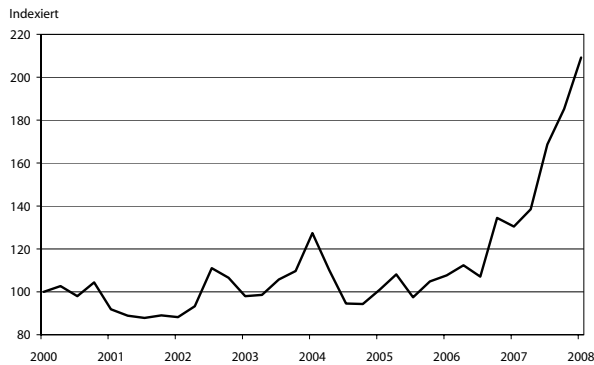
7. Oil for Food und Food for Oil

Im Gegensatz zu Erdöl, dessen beste Lagermöglichkeit darin besteht, dass man es im Boden lässt, sind Nahrungsmittel nicht wirklich und längerfristig lagerfähig. Das bedeutet unter anderem, dass das Weltmarktangebot Fluktuationen unterliegt; das wichtigste Bestimmungselement ist dabei das Wetter. Auch die moderne Zeit ist vor Missernten nicht gefeit. Lediglich ihre Auswirkungen sind moderater als früher, weil über den Weltmarkt regionale Unterversorgungen weitgehend wirksam vermieden werden können und weil Weltmarktpreise für eine effiziente Verteilung der Nahrungsmittel über den Globus sorgen. 2007 war ein Jahr der Missernten in Australien, in der Ukraine und in der EU.

Ein wesentlicher Teil des Preisanstiegs bei Nahrungsmitteln ist auf diese witterungsbedingte Sondersituation zurückzuführen. Der zweite Einflussfaktor für Nahrungsmittelpreise heisst Energie. Oil for food. Die Produktion von Düngemitteln ist ziemlich energieintensiv, ebenso sind es die Verarbeitung und der Transport. Auf der Nachfrageseite sind es wiederum die hinzugekommenen Schwellenländer, in denen sich über die letzten Jahre offenbar eine Hinwendung zu mehr Fleischkonsum eingestellt hat. Fleisch ist insofern

ein Luxusgut, als für dessen Produktion eine Unmenge an Mais, Weizen und anderem Getreide gebraucht wird. Für ein Kilo Fleisch braucht's sieben Kilo Getreide. Wie auch immer man diese Entwicklung bewerten mag, eines ist sicher: Der Aufstieg der Schwellenländer führt zu einer Zunahme in der Nachfrage nach Agrargütern. Der zugewanderte Schneider will Ziegenmilch.

Nahrungsmittelpreise: wie Erdöl?



Bemerkung: Die Graphik zeigt den Verlauf des GSCI Agriculture Index (Mais, Weizen, Sojabohnen etc.).

Quelle: Datastream; eigene Darstellung

Schwer einzuschätzen bleibt vorderhand der Einfluss der Bio-Ethanol-Produktion auf die Nahrungsmittelpreise. Kurzfristig dürfte auch dies zum Nachfrageschub beigetragen haben, mittelfristig stellt sich angesichts der hohen Subventionen die Frage der Nachhaltigkeit, zumal ja auch ökologische Bedenken angemeldet worden sind. „Food for Oil“ – dieses Konzept ist noch keinesfalls etabliert.

Ganz im Gegensatz zur Situation im Energiesektor besteht bei den Nahrungsmitteln ein hohes Potential zur Produktivitätssteigerung. Ein grosser Teil der für die Herstellung von Agrargütern eigentlich am besten geeigneten Landstriche der Welt liegt brach, währenddem in weniger geeigneten Gegenden mit Hilfe von staatlichen Subventionen das Letzte aus dem Boden herausgedrückt wird, was herauszudrücken ist. Es ist davon auszugehen, dass die zu beobachtende Neokolonialisierung Afrikas durch die Chinesen nebst der Sicherstellung strategisch wichtiger Rohstoffe solche agrarischen Ziele auf einem wasserreichen Kontinent verfolgt.

Quintessenz: Die Steigerung der Nahrungsmittelpreise ist eher als Episode zu beurteilen; für einen nachhaltigen Trend zu höheren Preisen gibt es zu wenig Evidenz.

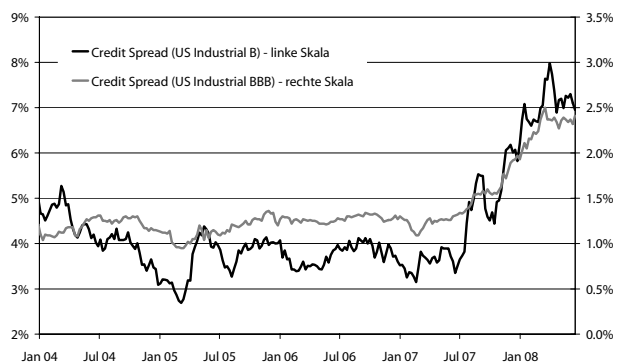
8. Finanzielle Verzerrungen

In den vorangegangenen Anlagekommentaren wurden die Verzerrungen, welche das Finanzsystem über die letzten Jahre hinweg verursacht hatte, schon genügend kommentiert. Zusammengefasst handelt es sich um eine Fehlallokation von (Geld-) Mitteln durch internationale Banken und andere

Finanzmarktteilnehmer in Richtung eines wenig produktiven Teils der amerikanischen Gesellschaft, den mittel- und vielfach auch stellenlosen Besitzern von Billighäusern nämlich. Diese Fehlallokation kam zustande durch eine unglückliche Verkettung von impliziter Staatsgarantie für diese Art von Banken, (zu) tiefe Risikoprämien zur Finanzierung ihrer Bilanzen, (zu) hohe Anreize zum Betrieb einer auf diese Hausbesitzer ausgerichteten Produktemaschinerie und die Illusion, man könne in diesem Zusammenhang risikolose Gewinne machen. Das alles ist bekannt.

Weniger bekannt, weil noch nicht wirklich in Gang gekommen, ist die Art der Rückabwicklung des verfehlten Geschäftsmodells. Was zu vermuten war, zeichnet sich aber immer mehr ab: Der Schaden wird vor allem durch das Finanzsystem, sprich die Banken, selber zu tragen sein. Ein einigermaßen geordneter Abbau der übertriebenen Fremdfinanzierungen kann aber nur erfolgen, wenn die Margen auf dem übrigen Geschäft während längerer Zeit genügend hoch sind. Dazu beitragen können die Notenbanken durch eine akkomodative Geldpolitik – die negativen US-Realzinsen sprechen diesbezüglich eine klare Sprache – sowie der Versuch der Banken, die Margen möglichst lange auf Krisenniveau zu halten. Dies scheint vorderhand zu gelingen, wenn man die Entwicklung der Credit Spreads über die letzten Monate beobachtet. Die Finanzierungskosten sind für Industrielandnehmer deutlich gestiegen und verharren seither auf hohem Niveau.

Finanzierungskosten von Industrieunternehmen



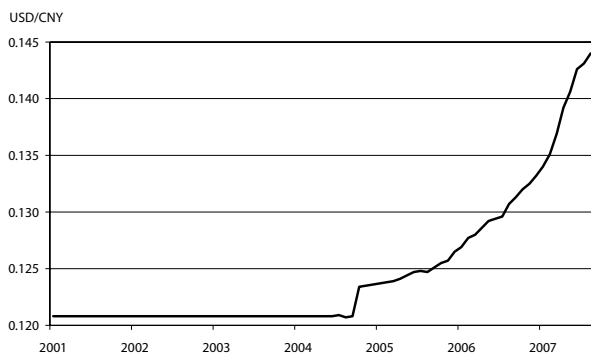
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Eine zweite, vielleicht noch extremere und folgenreichere Verzerrung scheint derzeit rückabgewickelt zu werden. Die Rede ist von den seit langem viel zu tief bewerteten Währungen wichtiger Schwellenländer, allen voran China. Zu tief: Im Vergleich zum Produktivitätswachstum, das sich seit der Öffnung der chinesischen Wirtschaft, das heisst seit dem Beitritt Chinas zur WTO im Jahre 2001, eingestellt hat. Es hätte seinen Ausgleich in einer Aufwertung der Währung finden müssen. Auf diese Weise hätte auch eine Wohlstandver-

mehrung für den chinesischen Arbeiter stattfinden können. Stattdessen hielten die chinesischen Behörden ihre Währung tief, überschwemmen die Industriestaaten mit (zu) billiger Ware und äufneten Währungsreserven, womit sie nun u. a. die Benzinpreise verbilligen und so ihre notorische Energieineffizienz perpetuieren.

Es gehört zu den ganz grossen Defiziten der internationalen Wirtschaftspolitik, dass man dieser Konstellation innerhalb der WTO während so langer Zeit tatenlos zugeschaut hat. Die Folgen sind die riesigen Zahlungsbilanzdefizite der USA und, es war absehbar, nun ein beträchtliches Inflationsproblem in China. Zu tiefe Wechselkurse sind identisch mit einer zu grosszügigen Geldversorgung; für den Rest ist auf das Kapitel 2 dieses Anlagedokumentars zu verweisen.

Wechselkursentwicklung des Renminbi



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Nun: Die Dinge scheinen sich endlich korrigieren. Seit rund drei Jahren wurde der chinesische Renminbi knappe 20 Prozent gegenüber dem Dollar aufgewertet. Das kann aber nur der Beginn einer möglicherweise irgendwann auch nicht mehr so stetig erfolgenden Korrektur sein. Und sie wird, namentlich in China selber, schmerzhaft sein. Denn während der langen Periode zu tiefer Wechselkurse wurde Kapital ja teilweise in die falsche Richtung alloziert, wurden Kapazitäten aufgebaut, die voraussichtlich mindestens zum Teil überzählig sein werden. China wird, wenn nicht alles täuscht, zum ersten Mal mit Arbeitslosigkeit konfrontiert sein. Was das politisch bedeutet, ist schwer abzuschätzen.

9. Über- oder unterschätzte Anpassungsfähigkeit?

Kein Zweifel: Die Lage ist ernst. Die Weltwirtschaft wird mit sehr tiefgreifenden Veränderungen konfrontiert. Erdöl, Energie ganz allgemein, befeuert die Wachstumsmotoren. Hohe Nahrungsmittelpreise bewirken einen Teuerungsschub, der das übrige verfügbare Einkommen spürbar reduziert.

Die hohen Credit Spreads erschweren den Industrieschuldnern die Finanzierung von Investitions- und anderen Vorhaben. Die Korrekturen von unrealistischen Wechselkursen wichtiger Schwellenländer stellen eingespielte Güterströme in Frage, ausserdem fürchtet man sich wohl zu Recht vor sozialer Unrast im Gefolge hoher Inflationsraten und absehbarer Arbeitslosigkeit in bestimmten Schwellenländern, namentlich in China.

Wir haben aufzuzeigen versucht, dass keines der genannten Phänomene zyklischer Natur ist, sondern dass die Verzerrungen auf Politikversagen grössten Ausmasses zurückzuführen sind. Solche Verzerrungen hat es immer schon gegeben, neu ist aber, dass sie nicht nur regional wirksam werden, sondern den ganzen Globus betreffen und damit selbstverständlich auch so etwas wie eine globale Panik auszulösen in der Lage sind.

Unseres Erachtens droht Gefahr aus zwei Richtungen. Erstens, dass man versucht wäre, Verzerrungen durch noch schlimmere Verzerrungen zu „beseitigen“. Das wäre etwa der Fall, wenn man auf Erdöltransaktionen eine „Spekulationssteuer“ einführen wollte oder wenn man an Preiskontrollen im Energie- und Nahrungsmittelbereich dächte. An diesbezüglichen Ideen fehlt es bekanntlich auf der politischen Seite nicht. Die zweite Gefahr besteht in unbedachten Reaktionen der Notenbanken, und zwar in zwei Richtungen: Entweder, weil man Inflation vermutet, wo es sich „lediglich“ um spezifische oder gar vorübergehende Preisveränderungen handelt, und durch eine Geldverknappung die Weltwirtschaft übermässig drosselt. Oder, weil man die Rezessionsgefahr überschätzt und die Geldschleusen wie 2001 definitiv zu weit öffnet. Und insgesamt unterstellt, das Wirtschaftssystem brauche in solchen Anpassungsprozessen weitgehende Hilfestellungen seitens der Geldbehörden.

Gelassenheit wäre mit Bestimmtheit das bessere Rezept. Die Anpassungsfähigkeit des Menschen an neue Situationen wird systematisch unterschätzt. Ja, es sind doch gerade Schocks und nicht graduelle Veränderungen, die zum Denken anregen! Kein Zweifel, die nächsten Monate, vielleicht Jahre werden wirtschaftlich schwieriger als die vorangegangenen. Aber am Ende wird die Welt, werden mithin die Aktienbörsen, besser dastehen als je zuvor. Wie hiess es im Zusammenhang mit unserem Schulbeispiel? „Der Bauer würde sparen, sähe sich nach einem Ziegenbock um, und nach einiger Zeit gäbe es mehr Milch von mehr Ziegen und lauter zufriedene Gesichter.“ So ungefähr sehen wir die Zukunft. Aber eher mittel- als kurzfristig.