

Das Ende des Raubbaus

1. Tagesaktualitäten der extremen Sorte

Wir wagen es fast nicht mehr, das überstrapazierte Bild des Damoklesschwerds zu benutzen, um unsere gegenwärtige Befindlichkeit wiederzugeben. Doch angesichts der laufend fortgeschriebenen Geschichte von fundamentalen Bedrohungen für den Aufschwung der Weltwirtschaft und die positive Verfassung der Aktienbörsen drängt sich einmal mehr die Metapher des Schicksals, das lediglich an einem dünnen Härchen hängt, fast unerbittlich auf. So auch in Bezug auf die jüngsten Nachrichten: Wird das Ende von Usama bin Ladin auch das Ende des internationalen Terrorismus bedeuten oder im Gegenteil just ein nächstes 9/11 nach sich ziehen?

Darf man „Damoklesschwert“ in der Mehrzahl verwenden? Denn fast wohliger wäre es einem ja zumute, handelte es sich nur um eine einzige, alles in Frage stellende Gefährdung! Tatsache ist aber, dass wir uns schubweise mit verschiedenen, sehr ernstesten Problemfeldern konfrontiert sehen – wenn wir zu einer etwas moderneren Metapher Zuflucht nehmen wollten, käme uns allenfalls ein „Indiana Jones“-Film von Steven Spielberg in den Sinn, wo die Zuschauer von der Schlangenbrutstätte ins Tarantelnest und von da in eine Kolonie von Skorpien verfrachtet werden.

Versuchen wir einmal, die wesentlichen Geschehnisse der letzten zwölf Monate zu Handlungssträngen zusammenzufassen beziehungsweise so etwas wie eine grobe Kategorisierung vorzunehmen. Vermutlich liegt man zunächst nicht falsch, wenn man zum Beispiel einen „Ökologie“-Cluster bildet. Am 20. April 2010 schlug im Golf von Mexiko eine Bohrinne des Mineralölkonzerns British Petroleum (BP) leck. Erst nach fünf Monaten und fünf Millionen Barrel ausgelaufenen Öls gelang es Spezialisten, das Leck abzudichten. Unter dem Eindruck der bedrohlichen Bilder wurde damals von allerlei Experten und Politikern das Ende von Tiefseebohrungen, ja, eine Hinwendung zu mehr Kernenergie vorausgesagt. Am 11. März 2011 begannen einzelne Blöcke des Atomkraftwerks Fukushima an der japanischen Ostküste, nachdem es von einer Flutwelle als Folge eines verheerenden Erdbebens überspült worden war, ausser Kontrolle zu geraten. Noch ist ziemlich unklar, wie hoch die effek-

tiven Schäden an Mensch und Umwelt zu beziffern sein werden. Eines scheint jedoch klar: Der Beinahe-Super-GAU zum Jubiläum der Katastrophe von Tschernobyl wird der Diskussion um die Atomenergie eine erneute Wendung geben; die zaghaften Versuche, dem CO₂-Problem mit einer Neulancierung von Investitionen in Kernkraftwerke zu begegnen, dürften im Keim erstickt worden sein.

Dass damit Erdöl und mithin Offshore-Drilling erhöhte Bedeutung erlangen, gehört einerseits zu jenen Ironien, zu welchen das Schicksal fähig sein kann. Andererseits bildet es den zweiten Handlungsstrang der letzten zwölf Monate, der uns, in Intervallen medialer Überflutung und dem daraus resultierenden Überdruß zwar, immer wieder in den Bann schlagen muss: die *Erdölversorgung* der Welt. Durch die politischen Umwälzungen im arabischen Raum ist die Sicherheit von Produktion und Nachschub gefährdet. Machen wir uns nichts vor: Mit Preiserhöhungen kann die Weltwirtschaft zwar mittlerweile umgehen – ein länger anhaltender, physischer Unterbruch beispielsweise der saudi-arabischen Quellen wäre jedoch in jeder Hinsicht katastrophal. Die Weltwirtschaft ist ungefähr so abhängig von einer unterbruchsfreien Erdölversorgung wie das Bankensystem heutzutage vom „Quantitative Easing“, das heisst der laufenden Liquiditätsschwemme aus den Quellen der Notenbanken. Das ist der Preis für das prozessuale respektive finanzielle Ausreizen der Strukturen: Wo Reservepolster und angeblich schädliche Redundanzen (zum Beispiel Ausweichmöglichkeiten auf andere Energiequellen beziehungsweise genügend Eigenkapital bei Grossbanken) fehlen, da fehlt im Extremfall auch Handlungsfreiheit.

Dritter Handlungsstrang: die *Staatsverschuldung*, Hauptthema mancher früherer Kommentare. Im wesentlichen ist genau das eingetreten, was wir immer befürchtet hatten: Dass sich durch das Errichten immer neuer und noch besser ausgestatteter Rettungsschirme das Problem nicht zu reduzieren beginnt, sondern dass im Gegenteil die Kontamination weiter um sich greift und dass bisher einigermaßen unangefochtene und deshalb weitgehend vertrauenswürdige Parteien in den Strudel eingesogen werden. Der Verlust an Glaubwürdigkeit der öffentlichen Hand als Schuldner hat ihren (vorläufigen) Höhepunkt erreicht durch die Ankündigung der Ra-

ting-Agentur Standard & Poor's, den Ausblick für den Haushalt der Vereinigten Staaten als „negativ“ einzustufen und diese Qualifikation für Japan zu bestätigen. Das Problem der an sich schon seit langem erkennbaren, durch solche Ereignisse aber offenkundig werdenden Entwicklung liegt darin, dass die Vorsorgesysteme der entwickelten Nationen einseitig auf der Säule der als ultimativ „risikolos“ wahrgenommenen Instanz des Staatsschuldners beruhen. Der Verlust an Glaubwürdigkeit in diesem Bereich hat das Potential für einen Super-GAU, in dessen Vergleich Tschernobyl und Fukushima zusammen lediglich ein kleines Buschfeuer gewesen wären.

Das Faszinierende an der gegenwärtigen Situation liegt im Hin und Her zwischen extremen und von den Medien weidlich geförderten Angstgefühlen und der fast apathischen Hinnahme immer neuer Schreckensmeldungen einerseits, in der Emergenz einer gewissen „Normalität“ an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft ganz allgemein andererseits. „Prophete rechts, Prophete links, das Weltkind in der Mitten“ (Goethe) – in welche Richtung hat sich unsere Welt verändert, dass eine gewisse Sorglosigkeit, ja vielleicht sogar Zuversicht berechtigt wäre?

2. Ökologie: Vom Alarmismus zur Normalität?

Es gehört vermutlich zwingend zur Vorgehensweise einer nach eigener Wahrnehmung zu wenig ernstgenommenen gesellschaftlichen Kraft, dass laut Alarm geschlagen wird, wenn sich dazu die Gelegenheit bietet. Das war der Fall, als in Mitteleuropa die Wälder zu serbeln begannen. Von „Waldsterben“ war die Rede, und man prophezeite uns kahle Hügel, abgestorbene Schutzwälder in den Bergen, den Verlust der in den Wäldern besonders artenreichen Flora und Fauna. Das ist auch immer dann der Fall, wenn hin und wieder eine besondere Wetterlage vorliegt, zum Beispiel eine Periode heisser Tage oder Wochen – auf einen solchermassen geeigneten Zeitpunkt hin werden in den Schubladen Artikel zur „Klimakatastrophe“ und zum „Global Warming“ bereitgehalten, Expertisen mit punktgenauem Timing veröffentlicht, auf dass man den höchsten denkbaren Wirkungsgrad im Publikum erzielt.

Kein Wunder, haben die beiden jüngsten ökologischen Katastrophen, die lecke Bohrinself „Deepwater Horizon“ und der geschmolzene Atommeiler Fukushima, wieder eine solche weltweit wirksame Alarmwelle ausgelöst. Je nachdem, ob gerade Wahlen vor der Türe stehen oder nicht, reagiert die Politik jeweils mit viel Eifer auf die vorgetragenen Forderungen und wechselt ohne viel Federlesens Positionen, die man kurz zuvor noch als „nicht verhandelbar“ – oder neu: „alternativlos“ (Merkel) – eingestuft hatte. Das Problem der mit Alarmismus, zum Teil auch in Hysterie vorgetragenen ökologischen Anliegen liegt darin, dass der Gesinnungswandel sowohl im grossen Publikum

als auch und gerade in der Politik von kurzer Halbwertszeit und die Rückkehr zum alten Trott vorprogrammiert ist.

Wir sprachen aber von „ökologischen Katastrophen“ und meinen das auch. Denn berechtigt sind ökologische Anliegen alleweil. Wir alle wissen um die Kurzsichtigkeit des Raubbaus, den wir betreiben. Gerade aus Sicht des Anlegers, bei dem kurzfristiges Kalkül nachgewiesenermassen ein schlechter Ratgeber ist, müssten – richtig verstanden – Fragen der Nachhaltigkeit besonders berücksichtigt werden. Genauso, wie es falsch ist, aus lauter Freude am (kurzfristigen) Return on Equity längerfristig wichtige Elemente wie eine vorausschauende Personalpolitik oder die Pflege einer vernünftigen Unternehmenskultur in der Gesamtbeurteilung einer Firma beziehungsweise ihrer Aktie zu vernachlässigen, so falsch ist es, die ökologische Problemstellung als „unökonomisch“ abzutun. Im Gegenteil, sie ist eigentlich in höchstem Masse ökonomisch!

Von der Ökonomie nämlich stammt das Konzept der *Externalitäten* und der *öffentlichen Güter*, und genau um dieses dreht sich die gesamte ökologische Problemstellung. Was Externalitäten sind, lässt sich am besten an einem ziemlich naheliegenden Beispiel darstellen. Sozusagen jeder von uns fährt Auto. Keiner von uns käme auf die Idee, dass es falsch ist, den Auspuff nicht im Innenraum enden zu lassen. Ohne mit den Wimpern zu zucken, gehen wir davon aus, dass es völlig in Ordnung sei, die Kosten unseres Tuns – die Abgase nämlich – auf eine unbestimmte Anzahl anderer Menschen zu verteilen. Abgase sind Externalitäten pur. Die damit belastete Luft ist ein öffentliches Gut, das nicht verbraucht wird, wenn es genutzt wird. Für die Nutzung gibt es keinen Preis. Öffentliche Güter leiden unter der Schwierigkeit, dass ihr Eigentum nur schwer zugeordnet werden kann. Und wo es kein Eigentum gibt, da gibt es auch nur wenig Verantwortung. Wer's nicht glaubt, nehme einen Augenschein in einem öffentlichen WC. Öffentliche Güter werden missbraucht, übernutzt, verschlissen.

Die „Tragödie der Allmende“ (The Tragedy of the Commons) steht im Mittelpunkt des weltweiten Umweltproblems. Aus ökonomischer Sicht gibt es zwei Möglichkeiten im Umgang damit: Entweder versucht man mit gesellschaftlichen Kontrollen, steuerlichen Anreizen, Rationierung und Zwangsmitteln das Ausmass der Tragödie zu vermindern, oder man definiert die Eigentumsrechte besser. Beiden Strategien sind Grenzen der Kosteneffizienz gesetzt. Und beide Strategien enden relativ rasch an politischen Widerständen. Dass Auspuffgase bald einmal im Innenraum von Autos enden werden, ist in hohem Masse unwahrscheinlich, obwohl dadurch Innovation vermutlich am heftigsten gefördert würde ...

Auf Alarmismus beruhender Umweltschutz zielt in aller Regel in Richtung von Kontrollen, Rationierung und Zwangsmitteln. Ihnen wohnt der Reiz des Absoluten inne; im Absoluten liegt die logische Reaktion auf den Alarm. Was faktisch dabei herauskommt, steht auf einem anderen Blatt. Das Papier würdevoll unterzeichneter Umweltkonventionen ist geduldig; „Umweltschutz“ ist als solcher leider auch wieder ein öffentliches Gut und unterliegt denselben Anreizen zu Missbrauch und Doppelmoral wie alle anderen öffentlichen Güter. Katastrophen wie diejenige von Fukushima zeigen deutlich auf, dass Kontrollen falsche Sicherheit vorspiegeln können beziehungsweise leicht zum Gegenstand von Laschheit und Korruption werden. Bemerkenswerterweise scheiterte in Ostjapan übrigens nicht die Atomtechnologie im engeren Sinne, sondern führten relativ triviale Mängel – so die mangelnde Notstromversorgung – zum GAU. Was in jedem Landspital (und auch in jeder anständigen Bank) zu funktionieren hat, fiel beim Atomkraftwerk aus. Die Kontrollen haben vermutlich hundertmal das Containment, nie aber die richtige Platzierung der Notstromaggregate umfasst.

Aber wagen wir für einmal eine positive Prognose. Aufgrund der Verschiedenheit der gehabten Umweltkatastrophen und des absehbaren Überdrusses des Publikums, sich weiterhin in Hysterie versetzen zu lassen, könnte sich möglicherweise auch eine Hinwendung der ökologischen Diskussion in Richtung weniger absoluter Lösungsvorschläge ergeben. Dass sich neuerdings auch ideologisch weniger verbohrt gesellschaftliche Kräfte, dass sich nun auch Unternehmungen ernsthaft mit Umweltfragen auseinandersetzen, birgt Chancen für eine ernsthaftere Debatte: Der von bestimmter Seite geforderte rasche Ausstieg aus der Kernenergie birgt hohe Risiken für die Erreichung anderer wichtiger Umweltziele, beispielsweise bei der CO₂-Reduktion. Um die von der Solarfraktion geforderten unzähligen Panels herzustellen, bräuchte es erst einmal eine Menge Rohstoffe und Energie; dasselbe gilt für die vielen tausend Windturbinen, die dereinst landauf, landab auf genügend Wind warten sollen. Keine der nach „Deepwater Horizon“ und Fukushima geforderten Strategien ist ohne gewichtige inhärente Nachteile und Risiken. Ökologischer Realismus weiss um die Unmöglichkeit der absoluten Zielerreichung. Wir meinen, dass nach dem Abebben des Fukushima-Tsunamis durchaus wieder Raum vorhanden ist für eine in der Normalität relativer Zielerreichungen geführte ökologische Debatte. Der Hauptgrund dafür dürfte allerdings nicht in der Abkühlung erhitzter Brennstäbe und Gemüter liegen, sondern in der Aussicht auf *nachhaltig hohe Ölpreise*, denen wir die nächsten Kapitel widmen.

Von unseren Kunden wurden wir in letzter Zeit oft auf sogenannte „grüne Anlagen“ angesprochen. Wer uns als Berater beziehungsweise als Leser die Denk-

art im Anlagekommentar kennt, weiss um die Zurückhaltung, die wir seit je gegenüber Anlagevehikeln mit grüner Etikette pflegten. Insbesondere waren wir auch sehr skeptisch gegenüber der Euphorie, welche eine Zeitlang (2008) im Bereich von Solar-Aktien herrschte. Zu offenkundig war für uns die Gefahr von Misswirtschaft, welche die übertriebenen staatlichen Subventionen nach sich ziehen mussten. Ohne diese grundsätzliche (und offenbar gerechtfertigte) Skepsis aufzugeben, stehen wir heute Technologiefirmen, welche auf bessere Energieeffizienz setzen, positiv gegenüber. Die bereits eingetretene Verteuerung der Rohstoffe und die absehbare weitere Verknappung werden diesem Sektor Flügel verleihen.

3. Wo Räuber herrschen

Der panarabische Raum ist in den letzten Monaten zur instabilsten Zone der Welt geworden. In fast allen Ländern (!) entlang dem 30ten Breitengrad von Marokko im Westen über Tunesien, Libyen, Ägypten, Libanon, Syrien, Saudiarabien bis Jemen und Oman im Osten sind militärische und/oder polizeiliche Kräfte im Jahr 2011 mit Waffengewalt gegen eigene Landsleute vorgegangen. Ausnahme sind einzig die Vereinigten Arabischen Emirate und Katar. Hintergrund für die kritische bis explosive innenpolitische Lage bildet gewiss die in diesen Ländern einheitlich vorherrschende Regierungsform: Autokratie, zum Teil kaschiert mit nominaldemokratischem Deckmantel. Der Mangel an politischer Mitsprache des Volkes geht einher mit Korruption, kaum oder nicht vorhandener Gewaltenteilung, Willkürherrschaft und oft krasser Begünstigung einer loyal gesinnten Klientel.

Die Länder des panarabischen Gürtels sind arm, das Bevölkerungswachstum ist hoch, das Durchschnittsalter liegt mit etwa 20 Jahren sehr tief. Sogar das als „reich“ wahrgenommene Saudiarabien ist relativ arm, wenn man es am erwirtschafteten Bruttoinlandprodukt misst: Die etwa 27 Millionen Einwohner erarbeiten gerade einmal knapp 450 Milliarden US-Dollar p. a., was etwa dem jährlichen BIP von Belgien mit allerdings lediglich 11 Millionen Einwohnern entspricht. Reich ist in Saudiarabien nur eine relativ dünne Schicht von näheren oder weiteren Verwandten des herrschenden Königshauses. Überdurchschnittlich viel wird in den meisten Ländern des panarabischen Raums für militärische Zwecke ausgegeben: In Saudiarabien sind es gut 8 Prozent des BIP, in den Emiraten 6 Prozent, im Oman über 7 Prozent, polizeiliche und paramilitärische Kräfte nicht eingeschlossen. Im Vergleich dazu betragen die Militärausgaben von sicherheitspolitisch immerhin einigermaßen ernstzunehmenden Ländern wie China, Frankreich oder England 2 bis 2.5 Prozent des BIP. Äussere Feinde hat eigentlich kein Land im panarabischen Raum; mit Israel besteht für die autokratischen

Herrscher eine De-facto-Allianz. Einziger Feind sind somit die eigenen Landsleute.

Schütteres Wirtschaftswachstum, hohe Militärausgaben, Raffgier der herrschenden Schicht: Kein Wunder, dass die Schere zwischen Arm und Reich weit auseinanderklafft und dass Hoffnungslosigkeit grassiert. Viele Kommentatoren sehen denn auch darin die Hauptursache für die politischen Unruhen der letzten Monate. Und weil diese Kommentatoren den Nährboden für extremen Islamismus ebenfalls in den unterprivilegierten Schichten orten, liegt die Befürchtung nahe, dass die Vorgänge in einen Triumph von al-Kaida ausmünden könnten.

Wir können uns dieser Sicht der Dinge überhaupt nicht anschliessen. Nach allen Informationen, welche uns vorliegen – dem Internet sei Dank! – und aufgrund historischer Evidenz, wie erfolgreiche Revolutionen abzulaufen pflegen, glauben wir dezidiert nicht an den Aufstand von ganz unten. Vielmehr scheint der in vielen Ländern trotz allem vorhandene, trotz allem relativ gut informierte, durch die Obrigkeit mehrfach gedemütigte und geschändete bürgerliche Mittelstand am Werk zu sein. Weder die französische Revolution noch die Oktoberrevolution gingen vom Proletariat aus. Auch der liberale Impuls von 1848 war das Werk von Bürgern. Den panarabischen Unruhen fehlt auch eindeutig das religiöse oder nationalistische Element, welches noch am ehesten die Unterschicht zu bewegen imstande wäre. Wir interpretieren deshalb die Geschehnisse von 2011 als eklatante Niederlage nicht nur der herrschenden Autokraten, sondern auch von al-Kaida.

Oder anders gesagt: In der panarabischen Bewegung könnte auch der Kern für eine Hinwendung zu *besseren Verhältnissen* stecken. Der Hauptgrund, dass die Unruhen gerade jetzt und nicht viel früher ausgebrochen sind oder erst in ein paar Jahren ausbrechen werden, liegt in den stark erhöhten Lebenshaltungskosten beziehungsweise im stark gestiegenen Brotpreis. Wer mehr oder minder erfolgreich sein kleines Gewerbe betreibt und dennoch hungern muss, ist zurecht zutiefst verzweifelt. Mit vorübergehenden Geschenken, wie sie nun das saudische Königshaus austeilen liess, lässt sich ein solcher Zorn kaum aufhalten.

Skeptiker argumentieren, eine glaubwürdige Entwicklung in Richtung von mehr Demokratie und Rechtsstaatlichkeit sei mühselig und dauere lang. Zudem spräche die weltanschauliche Ausgangslage, das heisst der mohammedanische Glaube, dagegen. Auch diese Ansicht teilen wir nicht. Länder wie die Türkei beweisen, dass auch Moslems demokratiefähig sind. Das Land mit der absolut gesehen weltweit zweitgrössten muslimischen Population, Indien mit seinen rund 160 Millionen Mohammedanern, bestätigt dies ebenfalls. Was uns aber noch viel mehr in der

relativ optimistischen Sicht bestärkt: Dank den Informations- und Kommunikationsmitteln von heute ist es deutlich schwieriger geworden, das Volk zu betrügen und zu verführen. Es sei denn, man sperrt die Leute wie in Nordkorea ein oder man sei in der Lage, sie so systematisch zu bedrohen wie im Iran – Autokratien sind ein Auslaufmodell.

Wir gehen deshalb davon aus, dass nach Syrien die Welle früher oder später auch nach Saudiarabien überschwappt. Diese Aussicht beinhaltet selbstverständlich für die Welt, und die Weltwirtschaft im besonderen, das höchste Bedrohungspotential. Denn, wie es sich aktuell im Fall von Libyen und seinem längst überfälligen Herrscher Ghadhafi zeigt, ist die mehr oder minder gewaltlose Variante in der Ablösung eines autokratischen Regimes umso unwahrscheinlicher, je verwöhnter das Regime durch Einnahmen aus Erdölverkäufen war und je länger es der herrschenden Sippe gelingt, gutausgerüstete Soldaten bei Laune zu halten.

Das *Dilemma* für die entwickelte Welt ist förmlich greifbar: Einerseits wäre man den einen oder anderen Herrscher, Ghadhafi an erster Stelle, selbstverständlich gerne los. Andererseits sind ähnliche, wenn nicht de facto sogar noch problematischere Gesellen bis dato Stützen der bisher praktizierten Stabilitätspolitik. Und diese Stabilitätspolitik braucht es angeblich, um den absolut entscheidenden Fluss von Erdöl aus dieser unseligen Region unterbruchsfrei zu gewährleisten. Auf die Dauer kann man nicht den einen Autokraten (zwar relativ erfolglos) bombardieren und alle anderen protegieren. Eine dermassen inkonsistente Politik in ein und demselben Raum kann nicht nachhaltig sein. Wenn unsere Annahme zutrifft, dass auch der Machterhalt des saudischen Königshaus nicht für ewig von Bestand sein kann, dann bräuchte es relativ rasch eine *Doktrin*, welche genügend Klarheit für den Übergangsprozess schafft. Die Intervention der aus westlichen Staaten gebildeten, mit NATO-Unterstützung geführten Allianz gegen Ghadhafi und die gleichzeitige Nicht-Intervention in Jemen, die De-facto-Billigung der paramilitärischen Aktion Saudiarabiens und der Emirate gegen Demonstranten in Bahrain (wo die fünfte US-Flotte vor Anker liegt) sowie das absehbare Nichteingreifen des Westens in Syrien: Das alles hat zwar seine spezifischen Gründe, erhöht insgesamt aber die Instabilität beträchtlich. Beide Seiten, die autokratischen Regimes wie die Aufständischen, werden mit Erwartungen versehen, die in ihrer Gesamtheit nicht erfüllt werden können.

Jede Doktrin, ob sie nun konservativ zugunsten der bestehenden autokratischen Regimes ausgerichtet wäre oder ob sie im Gegenteil die neue Freiheit und den Aufbau vernünftiger Strukturen begünstigen würde, hätte demgegenüber einen insofern positiven

Effekt, als die Wahrscheinlichkeit zusätzlichen Blutvergiessens vermindert würde. Aus heutiger Sicht ist allerdings völlig abwegig, das Entstehen einer Panarabien-Doktrin vorauszusagen. In keiner westlichen Regierung existieren derzeit Köpfe, die zu solchen weltpolitischen Grosstaten fähig wären. Fazit: Der Umbau des panarabischen Raums wird blutig und gefährlich bleiben, von Rückschlägen gekennzeichnet sein und im schlimmsten Fall jenen Kräften, die bisher wie al-Kaida das Nachsehen hatten, doch noch Auftrieb verleihen.

4. Erdöl: von der Übernutzung zum „normalen“ Kalkül?

Halten wir all der genannten Vorbehalte und Befürchtungen zum Trotz am grundsätzlich positiven Szenario einer Hinwendung zu mehr Demokratie und Rechtsstaatlichkeit im panarabischen Raum fest, müssen sich unseres Erachtens eine Anzahl weiterer Überlegungen bezüglich der für die Weltwirtschaft so entscheidenden Erdölförderung anschliessen. Die vorhandenen Bestände, das heisst die Quellen und die ominösen Erdölvorräte – im panarabischen Raum konzentrieren sich immerhin 50 Prozent der globalen Vorkommen und werden 29 Prozent des jährlichen Outputs gefördert – wurden, wie wir oben dargestellt haben, bisher von „räuberischen“ Regimes bewirtschaftet. Was meinen wir mit dem auf ersten Blick nicht gerade wertfreien Begriff? Nun, eigentlich weniger eine Einteilung nach moralischen Kategorien als eine durch und durch ökonomische Qualifizierung. Wenn man nämlich analysiert, nach welchem Kalkül die bisherigen autokratischen Regimes „ihr“ Öl bewirtschaftet haben, dann fällt auf, dass sich Fördermengen und Preissetzung während sehr langer Zeit, zumindest zwischen den Jahren 1980 und 2004, in der Nähe der vorhandenen Kapazitäten und der marginalen Förderkosten bewegten. Seit 2004 haben sich die Verhältnisse aus Nachfragegründen (China!) tendenziell, aber nicht grundsätzlich verschoben.

Erdöl: zu billig



Bemerkung: Abgebildet ist die Entwicklung des WTI Spot Preises in US-Dollar.

Quelle: U.S. Energy Information Administration; eigene Darstellung

Oder anders gesagt: Das „Geschäftsmodell“ autokratischer Erdölproduzenten unterstellt, dass *im Boden* befindliche Rohstoffe *keinen Wert* haben. Alles, was aus dem Boden herausgepresst werden kann oder sogar ohne viel Dazutun aus dem Wüstensand herausgurgelt, fliesst in eine laufende Rechnung ein, auf deren Kostenseite die Ausgaben für Förderung, Raffinierung und Transport stehen. Ölpreise, die über diesen Kosten liegen, generieren Gewinne für die eigene Tasche sowie für Geschenke beziehungsweise Ruhigstellungsprämien an die Bevölkerung. Je tiefer der Erdölpreis, desto mehr muss gefördert werden, um die laufenden Ausgaben zu decken. Um ein „Race to the bottom“, einen Preiskampf auf Gedeih und Verderben, zu vermeiden, wurde das OPEC-Kartell gegründet, das in den Siebzigerjahren hoch erfolgreich operierte, seither aber seine preisbestimmende Wirkung verloren hat. Denn zum einen hat Erdöl Konkurrenz erhalten, beispielsweise von Erdgas und von der Kernenergie (sic!), zum andern leidet die OPEC wie jedes andere Kartell unter der ökonomisch begründeten Eigenheit, dass die Anreize für ein einzelnes Mitglied enorm gross sind, die anderen Mitglieder zu hintergehen.

Erdöl zum Wert null im Boden: Was bedeutet das in ökonomischer Hinsicht? Genau das, was wir weiter oben als Hauptproblem der ökologischen Problemstellung bezeichnet haben: Es bedeutet, dass Erdöl, von seiner Charakteristik her eigentlich ein problemlos abgrenzbares und damit privates Gut, so behandelt wird, als wäre es ein *öffentliches Gut*. Eine Allmend, auf die man nun nicht mehr einfach seine Kamele da und dorthin treibt; dafür glaubt man, sich unbeschränkt beziehungsweise nach Massgabe der momentanen Bedürfnisse aus einer angeblich unversiegbaren Quelle zugefallenen Reichtums bedienen zu können. Öffentliche Güter werden missbraucht, übernutzt, verschlissen, haben wir weiter oben festgestellt. Am fälschlicherweise als öffentliches Gut behandelten Erdöl wird durch die Förderländer *Raubbau* betrieben.

Die in vielen Fällen beobachtbare einseitige, zumeist obendrein sehr dürrtige wirtschaftliche Gesamtleistung von rohstoffreichen Ländern liegt genau in der Mangelhaftigkeit des ökonomischen Kalküls, welche der Produktionsformel zugrunde liegt, begründet. Der Wert der Erdölbestände wird nicht in Rechnung gestellt, das wesentlichste Aktivum, über das die betreffenden Länder nebst dem Produktionsfaktor Mensch verfügen, schlicht ausser Acht gelassen. Was resultiert, sind ein in der Tendenz zu tiefer Ölpreis, zu hohe Fördermengen sowie (und unseres Erachtens ganz entscheidend zur mangelnden Entwicklung solcher Länder beitragend) nur sehr beschränkte Anreize, das geförderte Erdöl wenigstens in einigermaßen sinnvolle alternative Aktiven zu tauschen.

Wir gehen aus zwei Gründen davon aus, dass das „räuberische“ Öffentliches-Gut-Modell der Erdölproduktion in der nächsten Zeit durch eine ökonomisch sinnvollere Formel abgelöst wird, welche dem im Boden befindlichen Öl einen adäquaten Wert zuordnet und damit Anreize zu Lagerbewirtschaftung einschliesst. Denn erstens spricht einiges dafür, dass im Zuge der Umwälzungen der bisher selbstverständliche Fluss von Cash in Richtung der begünstigten Klientschaft unterbrochen wird. Wenn nicht alles falsch läuft (was zugegebenermassen auch möglich ist), dann könnten demokratischere Verhältnisse auch eine rationalere Wirtschaftspolitik nach sich ziehen. Rationaler? Schraubt da der Kommentar seine Hoffnungen nicht in spekulative Sphären illusionären Wunschdenkens hinauf? Nicht unbedingt. Denn der zweite Grund zieht fast zwingend das Umdenken in diese Richtung nach sich: Der Kurszerfall des US-Dollars gegenüber Erdöl, aber auch gegenüber dem in diesen Gegenden seit je populären Referenzmedium Gold ist alarmierend. Es braucht keine höhere volkswirtschaftliche Ausbildung, um sich irgendwann einmal frustriert zu fühlen ob der fragwürdigen Attraktivität des Tauschs von realem, in Zukunft wahrscheinlich immer wertvollerem (weil in vielen Belangen nur schwer substituierbaren) Öl gegen nominelle Dollars. Papiergeld, dessen Werthaltigkeit laufend abnimmt, für das man kaum Zinserträge erhält und für das in regelmässiger Periodizität kapitalvernichtende Krisen im Finanzsystem organisiert werden. Wenn nun auch noch die wenigstens bisher als völlig risikolos eingestuften Staatsschuldner ins Wanken kommen – wäre es da nicht sinnvoller gewesen, man hätte seinen Reichtum *im Boden belassen*?

Die Hinwendung erdölproduzierender Länder zu einer nachhaltigeren Produktionsformel ist überfällig. Die politischen und ökonomischen Gegebenheiten sprechen für einen solchen Paradigmawechsel. Die obsoleten autokratischen Regimes könnten vom Modell „Raubbau“ nicht mehr abrücken, ihr Geldverbrauch ist zu hoch. Anders bei einem Machtwechsel: Was auf unterer gesellschaftlicher Stufe als Protest gegen die (letztlich durch die Dollarschwemme und die laufende Abwertung der US-Valuta hervorgerufene) Preissteigerung für Lebensmittel begonnen hat, würde seine logische Fortsetzung in eine realwertorientierte Wirtschaftspolitik finden.

Der industrialisierte Teil der Welt steht vor schwierigen Herausforderungen. Die geostrategische Dimension der Notwendigkeit einer konsistenten Doktrin wurde schon erwähnt. Das bequeme De-facto-Arrangement des Westens mit unappetitlichen Regimes geht zu Ende. Berlusconi wird Ghadhafis Ring nicht mehr küssen können (oder müssen?). Die lukrativen Waffenverkäufe in den panarabischen Raum dürften zurückgehen. Das ist das eine. Doch bedeu-

tend folgenreicher dürfte die Umstellung des Westens auf nachhaltig höhere Erdölpreise sein. Steigende Preise treffen Wirtschaft und Gesellschaft an empfindlicher Stelle und vor allem: zu einem ungelegenen Zeitpunkt. Denn genau jetzt ist Teuerungsdruck von aussen höchst unwillkommen. Womit wir beim dritten Handlungsstrang des derzeitigen multidimensionalen Dramas angelangt wären: der Staatsschuldenkrise und der Frage, ob ein Inflationsschub bevorsteht.

5. Inflation: eine Frage des Gefühls!

Ob Inflationsgefahr droht oder nicht, ist nicht erst seit der jüngsten Ankündigung von Fed-Gouverneur Ben Bernanke, die Geldpolitik tiefer Zinsen bis auf weiteres aufrechtzuerhalten, eines der zentralen Themen der öffentlichen Debatte. Die Problemstellung kann unseres Erachtens auf zwei Grundfragen reduziert werden: Auf der einen Seite steht die während nunmehr schon vier Jahren praktizierte Politik von extrem billigem, ja kostenlos zu erhaltendem Geld durch die Notenbanken. Sie wurde bekanntlich vor dem Hintergrund eines drohenden Kollapses im Bankensystem in die Wege geleitet. Da die Geldumlaufgeschwindigkeit damals gegen null strebte – deshalb das Stichwort „Kollaps“ – konnte seitens der geldpolitischen Behörden mit Fug festgestellt werden, dass die für das Gleichgewicht zwischen Güter- und Geldmenge relevanten Aggregate keine bedrohliche Aufblähung erfahren. Mit ähnlicher Argumentation wird die grosszügige Geldpolitik seitdem weitergeführt, indem auf den für die USA nach einer so tiefen Rezession atypisch schleppenden Aufschwung hingewiesen wird. So verharrt ja bekanntlich die Arbeitslosigkeit auf dem hohen Niveau von immer noch 9 Prozent. Der Immobiliensektor hat sich vielleicht stabilisiert, von einer Erholung kann aber gewiss nicht gesprochen werden. Andere Kenngrössen sehen aber deutlich positiver aus, so zum Beispiel das „Manufacturing“ und, für unsere Belange nicht ganz unwichtig, die Aktienmärkte. Droht nun Inflation, oder droht keine?

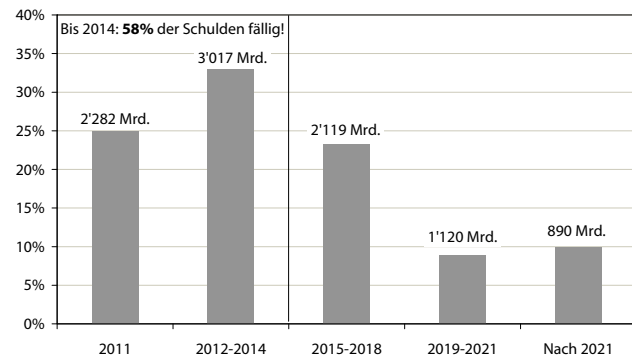
Bis anhin bewegen sich die von offizieller Stellen berechneten Indikatoren in relativ moderaten Zonen, vor allem wenn man die sogenannte „Kerninflation“ betrachtet. Der Grund dafür, und das wäre dann eben die andere Seite des gesamten Komplexes, dürfte in der praktischen Unmöglichkeit des Entstehens einer Teuerungsspirale liegen. Insgesamt herrschen seit zehn, zwanzig Jahren infolge Globalisierung und technologischer Veränderungen im Wirtschaftssystem deflationäre Kräfte vor. Schon oft haben wir von einem global vorhandenen „Output-Gap“ gesprochen, einem Kapazitätsüberhang, der durch rasante Effizienzsteigerungen laufend vorgetragen wird. Diese realwirtschaftlich begründete Situation scheint den Spielraum der Notenbanken, folgenlos das Finanzsystem mit billigstem Geld zu verwöhnen, quasi ins Unbegrenzte erhöht zu haben.

Die Realität holt diese Art Geldpolitik, die ja einem bekanntermassen sehr unwahrscheinlichen „free lunch“ entspräche, nun von einer anderen Seite her ein. Erstens ist der relevante Währungsraum für den US-Dollar eben nicht lediglich das Territorium der USA, sondern ist es darüber hinaus die halbe Welt und sind es insbesondere Schwellenländer mit ihren grossenteils an den Dollar geknüpften Landeswährungen. In den Schwellenländern *gibt* es Inflationsdruck. Zweitens mag zwar die ausgewiesene Kerninflationsrate tief liegen, bei der *gefühlten Teuerung* für den einfachen US-Bürger sieht die Sachlage aber völlig anders aus. Seine Lebenshaltungskosten haben sich, vor allem infolge gestiegener Benzin- und Heizölpreise, markant erhöht – dass er sein Problem nicht in Form von Lohnforderungen weiterreichen kann, ist ein schlechter Trost. Oder anders gesagt: Auf individueller Ebene hat es nach *Stagflation* zu riechen begonnen. Die Politik tiefer Zinsen und einer schwachen Währung schlägt sich angesichts vieler wichtiger, importierter Güter des täglichen Bedarfs ziemlich direkt und deutlich auf die Haushaltslage nieder.

Ungemach, wohl auch mit innenpolitischen Auswirkungen verbunden, auf der Ebene der einzelnen Bürger, Ungemach aber auch im Makro-Bereich. Die Rückstufung des Outlooks des Schulderratings der USA durch Standard & Poor's, übrigens zum ersten Mal innerhalb von 70 Jahren, wäre aufgrund der nicht wesentlich besser als für Griechenland aussehenden Kenngrössen wie Haushaltsdefizit oder Gesamtverschuldung im Verhältnis zum BIP (9 bzw. 97 Prozent) längst fällig gewesen. Was im Publikum weniger bekannt ist, unserer Meinung nach aber noch bedrohlicher als eine Rating-Änderung eingestuft werden muss, ist die *Refinanzierungssituation* des US-Treasury. Wohl wegen der komfortabel tiefen Zinsen im kurzfristigen Bereich wurde die Passivseite des US-Treasury massiv verkürzt; die Mehrheit der am Markt plazierten Schulden der USA wird innerhalb der kommenden drei Jahre fällig.

Die nächsten drei Jahre sind entscheidend

Fälligkeitsstruktur der US-Verschuldung (in % der Gesamtschulden)



Bemerkung: Stichtag der Verschuldung: 31. März 2011

Quelle: US-Treasury, Monthly Statement of the Public Debt; eigene Darstellung

Das bedeutet zweierlei: Zum einen muss man in den kommenden Monaten und Jahren für enorme Summen Gläubiger finden. Das ausgerechnet in einer Zeitperiode, in welcher die Notenbank mit dem „Quantitative Easing“ aufhören möchte! Bis dato hat das Fed wesentliche Anteile von Treasury-Auktionen übernommen ... Ob beziehungsweise zu welchen Konditionen der Kapitalmarkt diese Leistung erbringen wird, ist nun nicht mehr nur ein rein quantitatives, sondern droht nun auch noch zu einem qualitativen Problem zu werden, wenn es mit der Vertrauenswürdigkeit des Schuldners hapert und wenn doch irgendwie und ein ganz klein wenig Inflations Sorgen dräuen. Zum anderen muss man sich der hohen Anfälligkeit des US-Haushalts gegenüber Zinsrisiken bewusst sein. Der praktizierte Verzicht auf langfristige Refinanzierung zieht den möglichen Preis von künftig deutlich höheren Zinsbeträgen nach sich. Auch das ruft nach innenpolitischem Ungemach.

Wir gehören nicht zur Fraktion der Inflationsskandarden. Was wir aber erwarten, ist eine Art Normalisierung des Zinsniveaus, sind adäquate Risikoprämien auch und gerade für Staatsschuldner, die USA inbegriffen, und ist ein Paradigmawechsel in Bezug auf das bisher gepflegte Selbstverständnis der USA, über einen omnipotenten, unbeschränkt benutzbaren Kapitalmarkt zu verfügen. Auch hier zeichnet sich das Ende eines „Raubbaus“ ab. Es wird spannend sein, wie die Amerikaner mit der neuen Erfahrung von Rigiditäten an ihrem Kapitalmarkt umgehen werden.

6. Aktien: mangelnde Alternativen oder mehr?

Bleibt am Schluss dieses Kommentars wiederum unser ceterum censeo für breit diversifizierte Aktienanlagen anzubringen, wie wir es seit nunmehr einem Jahr regelmässig getan haben. Zugegebenermassen fällt es auch zum heutigen Zeitpunkt schwer, diese Empfehlung ohne Vorbehalte auszusprechen. Denn die drei in diesem Kommentar aufgezeigten Handlungsstränge bergen, jeder für sich, genügend Potential für einen Jahrhundert-Crash. Was, wenn für einen grossen Teil der Welt die Erdölversorgung ausfällt, was, wenn dies insbesondere die aufstrebenden Länder Asiens treffen würde, von deren Wohlbefinden und deren Nachfrage unsere Exportfirmen so stark abhängig sind, was, wenn es in Europa infolge der Ausserbetriebsetzung von Atomkraftwerken zu Unterbrüchen in der Stromversorgung kommt, wenn Russland uns bezüglich Erdgaslieferungen erpresst, was, wenn der Staatsschuldner-Showdown nicht nur Griechenland, Irland und Portugal betrifft, sondern auch noch ganz andere, grössere Länder? Es gibt tausend Gründe, vor lauter Angst nicht schlafen zu können, und es gibt ebenso viele Gründe, auf Aktienanlagen zu verzichten.

Aber es gibt unseres Erachtens auch mindestens vier wichtige Gründe, es unter der Voraussetzung von persönlicher Risikofähigkeit und -willigkeit trotzdem zu tun. Erstens stellt sich die Frage nach den Alternativen. Soll man sich denn auf Bargeld konzentrieren? Cash, die stolze Retterin während der Finanzkrise! Ist das aber wirklich so intelligent, wenn da und dort doch die Teuerung um die Ecke schaut und wenn kurzfristiges Geld in den meisten Währungen nichts, aber wirklich nichts abwirft? Und wenn trotzdem Cash: in welcher Währung? Im hochbewerteten Schweizerfranken oder im strukturell angeschlagenen Euro oder im systematisch abwertenden Dollar? Konzentration auf Obligationen: Heikel, wenn eine „Normalisierung“ der Zinsen angesagt ist und Schuldner unter die Räder kommen. Gold? Als Inflationsschutz und in angemessener Menge durchaus, aber auch im Wissen darum, dass man das edle Metall teuer einkauft. Rohstoffe? Mag sein. Aber welche? Und konkret mit welchen Instrumenten? Immobilien? Sind teuer, werden immer renditeärmer und sind zinsensitiv. – Wie auch immer: Mit den meisten Anlagealternativen zu Aktien lässt sich nicht wesentlich besser schlafen. Folglich zählt das Argument nicht wirklich.

Zweitens denken wir, dass von den Entitäten, welchen man als Gläubiger oder Investor Geld und Kapital anvertrauen kann, die Unternehmungen zu jenen gehören, die am ehesten in sämtlichen Handlungssträngen überleben, ja, aus der einen oder anderen Entwicklung auch noch Nutzen ziehen werden. Unternehmungen sind strategisch handlungsfähige Organismen; im Zeitalter der Globalisierung können sie ihre Schwerpunkte rasch verlagern. Die vielen Krisen der letzten Jahre haben sie gestählt. Unternehmungen wollen Geld verdienen. Die Konzentration auf dieses eine unbestrittene Ziel macht sie wenig anfällig für ideologisch begründete Irrwege. Das kann man von anderen gesellschaftlichen Organismen nicht sagen.

Dritter Grund: Wir haben ein schlechtes Aktienjahrzehnt hinter uns. Die nachfolgende Tabelle zeigt auf, wie selten schlechte Jahrzehnte an den Aktienbörsen sind. Mit den ersten zehn Jahren dieses Jahrhunderts sind lediglich die Dreissigerjahre des vorangegangenen vergleichbar.

Wahrscheinlichkeit eines erneuten Negativjahrzehnts?

	Kursverlauf	Dividendenbeitrag	Totalrendite
1930er-Jahre	-42%	13%	-29%
1940er-Jahre	35%	108%	143%
1950er-Jahre	257%	211%	467%
1960er-Jahre	54%	56%	110%
1970er-Jahre	17%	58%	75%
1980er-Jahre	227%	162%	389%
1990er-Jahre	316%	107%	423%
2000er-Jahre	-24%	15%	-9%

Bemerkung: Die Zahlen basieren auf dem S&P 500-Index. Die Totalrendite berücksichtigt die Reinvestition der Dividenden.
Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Nun, auch wenn die Statistiker unter den Lesern unehrfeigen werden: Wir glauben an eine tiefe Wahrscheinlichkeit für eine Wiederholung des Debakels, wie wir es über die vergangenen Jahre erleben mussten. Mit Risiken behaftete Anlagen – und das sind Aktien ja in der Tat – müssen auf die Länge eine positive, überdurchschnittliche Rendite abwerfen. Wir dürfen getrost sein, dass die Aktienmärkte den Nachweis für die Richtigkeit dieser ökonomischen Gesetzmässigkeit wieder einmal erbringen werden.

Schliesslich viertens: Aufmerksamen Lesern dürfte während der Lektüre diese Kommentars nicht entgangen sein, dass den drei aufgezeigten Handlungssträngen ein Element gemeinsam ist: jenes der Geringschätzung der realen Ressourcen. Ob wir nun fahrlässig unsere Umwelt verschmutzen oder ob wir zu Schandpreisen wertvolles Öl aus dem Boden pressen, um es zu verbrennen (und damit wiederum die Umwelt schädigen) oder ob wir einem System vertrauen, in welchem laufend immer weniger haltbare Versprechungen emittiert werden – alles ist Raubbau. Die vergangenen 20 Jahre, das heisst seit der Zinswende von 1991, galten an den Finanzmärkten den in zunehmendem Masse illusionären Versprechungen, den Nominalwerten. Der Raubbau an der Glaubwürdigkeit von Staatsschuldnern, Notenbanken und dem Finanzsystem ganz allgemein, neigt seinem Ende zu. Der Aufstieg von Realwerten ist unabwendbar.

KH, 2.5.2011