

Die Angst vor staatlichen «Heuschrecken»



Von Nationalrat Hans Kaufmann
Wirtschaftsberater, Wettswil

Viele der weltgrössten Banken und Versicherungen haben infolge der Subprime-Hypothekenkrise Kreditverluste von bisher über 145 Mrd. US\$ bekanntgegeben. Auch wenn die meisten der betroffenen Finanzinstitute diese Verluste längerfristig aus eigener Kraft bewältigen könnten, riskieren sie dennoch eine Herabstufung ihrer Kreditbonität. Damit würden die künftigen Wachstumsmöglichkeiten spürbar eingeschränkt. Um das Vertrauen der Kundschaft zu wahren, ist eine rasche Wiederaufstockung der verlorenen Eigenmittel notwendig.

Im heutigen Marktumfeld sind Eigenmittelaufstockungen via Aktienemissionen an Publikumsaktionäre schwierig, weil zu viele Banken und Versicherungen frisches Risikokapital suchen und die Zeit drängt. Deshalb hielten die grossen Finanzhäuser nach anderen Finanzquellen Ausschau, und sie wurden bei staatlichen Fonds, sogenannten Sovereign Wealth Funds (SWF), in Fernost (Singapur und China) und im Nahen Osten fündig. Vor allem für die reichen Erdölländer, die bisher hohe Beträge in US-Staatsanlei-

hen angelegt hatten, sind solche Investitionen eine willkommene Diversifikationsmöglichkeit, zumal ihr Anlagebedarf in den nächsten Jahren bei anhaltend hohem Erdölpreis noch beträchtlich zunehmen wird.

Staatsfonds aus Russland, China, Kuwait, Singapur, den Emiraten und Norwegen haben in der jüngsten Vergangenheit rund 70 Mrd. US\$ in krisengeschüttelte westliche Banken investiert. Obwohl dieser Betrag hoch erscheint, stellt er nur einen Bruchteil der SWF-Vermögen dar. Diese belaufen sich derzeit auf rund 2500 bis 3000 Mrd. US\$, wovon etwa 70% auf fünf Länder entfallen. Diese Vermögen dürften in den nächsten zehn Jahren auf 15'000 bis 20'000 Mrd. US\$ anwachsen. Während China Exportüberschüsse von über 300 Mrd. US\$ pro Jahr erzielt, beläuft sich der jährliche Wert der Erdölexporte der OPEC-Staaten und Norwegens bei einem Erdölpreis von 90 US\$ pro Fass auf rund 1200 Mrd. US\$. Die pro Jahr neu für Investitionen verfügbaren Mittel von über 1000 Mrd. US\$ entsprechen etwa der gesamten Börsenkapitalisierung der Schweiz per Ende 2007 von rund 1050 Mrd. US\$ (Wert aller börsenkotierter Unternehmen) oder dem jährlichen Emissionsvolumen aller inländischen Staatsanleihen weltweit (2006: 1165 Mrd. US\$).

Mit Ausnahme von China und Russland handelt es sich um Staatsfonds kleiner Länder, die ihre Exportüberschüsse derzeit nur bruchteilig im eigenen Land investieren können. Sie dürften auch personell kaum in der Lage sein, die Gesellschaften, an denen sie sich beteiligen, vollständig zu übernehmen und zu managen. Deshalb gilt es, zwischen Staatsfonds von kleinen Ländern, die nach dem Versiegen ihrer Erdölquellen wohl teilweise aus den Erträgen dieser Kapitalanlagen leben möchten, und den Grossanlegern, auch China und Russland, zu differenzieren. Letzteren traut man zu, dass sie eines Tages in die Geschäftspolitik von

Schweizer Unternehmen eingreifen werden, um Arbeitsplätze und Know-how aus der Schweiz in ihre Länder abziehen. Im Finanzsektor befürchtet man die Übernahme der Kontrolle über wichtige Infrastruktureinrichtungen. Deshalb erstaunt der aufkeimende Protektionismus in der Schweiz und in der EU nicht. Auch US-Präsident Bush hat das US-Finanzdepartement im Spätherbst 2007 damit beauftragt, die Akquisition von US-Firmen durch ausländische Investoren neu zu regeln. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass der Westen die sich verstärkende wirtschaftliche Machtverschiebung von den traditionellen Industrieländern in die Emerging Markets nicht akzeptieren will und deshalb versucht, diese auf gesetzlichem Wege zu blockieren. Diskriminierungsgesetze provozieren jedoch Retourkutschen, wovon die Schweiz, als einer der grössten Investoren weltweit, besonders stark betroffen würde.

Vielen Schweizerinnen und Schweizern ist nicht bekannt, dass Ende 2006 bereits 40,5% der kotierten Schweizer Aktien in ausländischem Besitz waren. Dies entspricht immerhin einem Betrag von 600 Mrd. Franken und übersteigt damit die Pensionskassenvermögen der Schweiz, die sich per Ende 2006 auf 581 Mrd. Franken beliefen, wovon wiederum 70 Milliarden auf Schweizer Aktien entfielen. Angesichts dieser Dimensionen erscheint eine Übernahme der angekündigten UBS-Kapitalerhöhung (13 Mrd. Franken Zwangswandelanleihe) aus «Heimatschutzgründen» durch Schweizer Pensionskassen anstelle des Staatsfonds aus Singapur illusorisch. Dass Grossengagements zudem nicht unproblematisch sind, zeigten die bisherigen Engagements der Staatsfonds an westlichen Finanzinstituten. Die fortgesetzte Kurserosion am Aktienmarkt führte zu milliarden schweren Wertebussen zwischen 18 und 40% der Investitionssummen.

www.kaufmann-research.ch ●

Kein aussergewöhnlicher Zyklus



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Dozent an den Universitäten
Basel und Genf
Chairman Valartis Group AG, Baar

Vielerorts scheinen die wirtschaftlichen Eckdaten seit ein paar Wochen ausser Rand und Band zu sein. Auf der einen Seite stimmen – mit Ausnahme der USA – nicht nur die Konjunkturzahlen, sondern auch die entsprechenden Aussichten, und die Industrie zeigt vernünftige bis gute Unternehmensab-

schlüsse. Und auf der anderen Seite bricht die Börse zusammen – nicht nur bei den Banknotierungen, sondern auf breiter Front –, und allenthalben werden irgendwelche Rezessionsgeister an die Wand gemalt.

Was ist geschehen? Seit fünf Jahren erleben wir doch einen wunderbaren Wirtschaftsaufschwung mit entsprechendem Börsenboom. Kann die Subprime-Krise in den USA, die gegenwärtig die Medien weltweit monopolisiert, tatsächlich eine weltweite Konjunkturkrise auslösen oder gibt es vielleicht tieferliegende Prozesse, die einen nachdenklich stimmen sollten?

Kein Blitz aus heiterem Himmel

Wenn man sich einen etwas breiteren volkswirtschaftlichen Datenkranz ansieht, dann erkennt man, dass die gegenwärtige Situation nicht so aussergewöhnlich ist; vor allem aber nicht ganz aus heiterem Himmel kam.

Der geneigte Leser dieser Kolumnen mag sich vielleicht an meine Überlegungen von Mitte 2006 zurückerinnern, als unter dem Titel «Konjunktur-euphorie» von heranziehendem Unwetter an der US-Konjunkturfront die Rede war. Wir haben die damals verwendete Grafik weitergeführt. Noch selten hat sie enttäuscht: Die obere Kurve enthält einen Indikator der US-

Geldpolitik, und die untere Kurve zeigt den Konjunkturzyklus in den USA über die letzten 25 Jahre. Als Indikator für die Geldpolitik verwenden wir die Situation der Zinsstrukturkurve – die Differenz zwischen kurzfristigen (3-Monats-Geldern) und langfristigen Zinsen (Rendite 10jähriger Staatsanleihen).

Die kurzfristigen Zinsen werden üblicherweise von der Zentralbank gesteuert, während die Situation der langfristigen Zinsen in den Kredit- und Bondmärkten definiert wird. Ohne hier auf die Details eingehen zu wollen, beeinflusst die Zinsstrukturkurve vor allem die Kreditsituation in der Volkswirtschaft. Je grösser die Differenz zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinsen, desto profitabler die Fristentransformation für kreditgebende Institute. Über die Kontrolle der kurzfristigen Zinsen kann die Zentralbank deswegen grundsätzlich die Wirtschaftsentwicklung beeinflussen, da die Kreditvergabe wie Öl im Motor der Wirtschaft wirkt.

Zusammenhänge wirken

Die Grafik zeigt, dass diese Zusammenhänge offensichtlich wirken. Die Kurve der Geldpolitik fällt immer dann in den negativen Bereich (schraffiert), wenn die Zinskurve invers wird (die kurzen liegen dann über den langen Zinsen). Dies führt tendenziell zu einer Kreditkontraktion – der Konjunkturaufschwung wird gebremst. Und das gleiche wirkt in der anderen Richtung. Aus der Abbildung geht deutlich hervor, dass jegliche Inversion der Zinsstrukturkurve – sprich, eine Bremsübung der US-Zentralbank (Fed) – in den letzten 25 Jahren dramatische Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung hatte, in der Regel in Form einer Rezession (die rote Kurve fällt in den schraffierten Bereich).

Wie dies im Detail abläuft – die Dynamik des Abschwungs –, ist bei einer beginnenden Kreditkontraktion nicht steuerbar und kaum vorauszu-sehen. Es handelt sich dabei um die Entwicklung eines adaptiven dynamischen Systems, wie wir sie in der letzten Kolumne beschrieben haben. Für

