

Unvermeidbare Finanzkrisen

Spekulation fördert Innovation

Thorsten Hens · Die Finanzkrise ist eine der schmerzlichsten Erfahrungen des Kapitalismus. Insgesamt erlebte die Wirtschaft einen Einbruch, wie es ihn zuletzt in den dreissiger Jahren des 20. Jahrhunderts gegeben hat. Und wer den Schaden hat, braucht bekanntlich für den Spott nicht zu sorgen. So über-treffen sich namhafte Ökonomen wie die Nobelpreisträger Joe Stiglitz und Paul Krugman darin, das Ende des «Kasino-Kapitalismus», wie Hans Werner Sinn vom IFO-Institut das globale Finanzsystem genannt hat, zu beschwören.

Wachstum bedingt Volatilität

Schon Karl Marx hat behauptet, dass der Kapitalismus ein sich aufschaukelnder Prozess sei, der letztlich in einen grossen Crash führt. Vor allem sagte er, dass die Profitrate abnehmend sei, so dass Kapitalisten immer riskantere Geschäfte eingingen – ein Phänomen, das man in den letzten Jahren beobachten konnte. Seit Anfang der 1980er Jahre ging die Verzinsung sicherer Anlagen stets bergab, so dass eine vorgegebene Zielrendite, wie es sie in Unternehmen oder als Mindestzins bei Pensionskassen gibt, nur noch mit immer höherem Risiko erreicht werden konnte.

Diese Sichtweise greift jedoch zu kurz, da sie die positive Rückwirkung der Spekulation auf die Profitrate nicht berücksichtigt. Empirisch beobachtet man, dass Spekulation Innovation fördert und dass Innovationen ursächlich für Wachstum, also für eine Erhöhung der Profitrate, sind. Wie in anderen Bereichen der Ökonomie gibt es auch in dieser Hinsicht nichts umsonst. Die Gesellschaft muss zwischen hohem Wachstum und starken Schwankungen des Wachstums sowie niedrigem Wachstum bei geringen Schwankungen entscheiden. Dieser Zusammenhang zeigt sich erstens, wenn man die Wachstumsraten des Bruttoinlandproduktes der Welt mit seinen Schwankungen vergleicht. Zweitens sieht man diesen Zusammenhang im Querschnitt über verschiedene Länder. Länder, in denen die Neigung zur Spekulation hoch ist (wie z. B. in Südkorea), haben hohe Wachstumsraten mit starken Schwankungen, während Länder mit wenig Neigung zur Spekulation (wie die Schweiz) niedrige Wachstumsraten und wenig Schwankungen in den Wachstumsraten haben.

Eine Erklärung dieses Phänomens liefern die Ideen eines Zeitgenossen von Karl Marx, der ebenfalls ein berühmter Wissenschaftler war: Charles Darwin. Die wesentliche Erkenntnis von Darwin war, dass Leben nicht auf ein ultimatives Ziel (z. B. den Menschen) hinsteuert, sondern einem Prozess von Selektion («survival of the fittest») und Innovation folgt. Die Forschung hat diese Gedanken von Darwin aufgegriffen und für das Verständnis der Schwankungen der Märkte nutzbar gemacht.

Evolution folgt keiner Moral

Auf dem Finanzmarkt kämpfen Anlagestrategien um Kapital. Die Gewinne der einen Strategie sind die Verluste der anderen, so dass Selektion offensichtlich ist. Zudem ist der Finanzmarkt wohl der Bereich der Ökonomie, in welchem die Innovation von Strategien am einfachsten ist. Im Vergleich zu traditionellen Modellen weisen evolutionäre Finanzmarktmodelle höhere Volatilität auf, die durch die Innovation von Finanzderivaten noch erhöht wird. Ferner können evolutionäre Finanzmarktmodelle spekulative Blasen erklären. Aus evolutionärer Sicht sind Krisen wie das Platzen von Blasen unvermeidbar – und es zeigt sich, dass eine starke Einschränkung der Spekulation die Wirtschaftsentwicklung verlangsamt. Bevor man deshalb aber einen völlig unregulierten Finanzmarkt fordert, sollte man nicht vergessen, dass Evolution keine Moral hat. Betrüger wie Madoff und Bereicherer wie John Costas sind aus moralischer Sicht inakzeptabel – nur hat Moral ihren Preis.

Thorsten Hens ist Professor für Finanzen und Direktor des Swiss Banking Institute an der Universität Zürich.



Ein Arbeiter auf einer Kaffeeplantage in Nicaragua bei seiner Tätigkeit.

EDUARDO MARTINO / PANOS

DIE INTERNATIONALEN ROHWARENMÄRKTE IM JAHR 2009

Markante Markterholung

Basismetall-Index der Londoner Metallbörse mit den grössten Avancen

Nach den tiefgreifenden Korrekturen von 2008 sind im vergangenen Jahr ebenso markante Preisverbesserungen eingetreten, wobei die damals erreichten Höchstmarken zum Teil noch in weiter Ferne liegen.

Kari Felder, Vancouver

Besser als tausend Worte vermögen die beiliegenden Tabellen und Grafiken zu vermitteln, was im abgelaufenen Jahr an den internationalen Rohwarenmärkten geschehen ist. Nur in wenigen ausgesuchten Fällen beschränkten sich die Preisavancen auf einstellige Prozentzahlen oder waren gar nicht existent. Stellt man auf die einschlägigen Indizes ab, so hat der breit abgestützte Dow-Jones-UBS-Commodity-Index seit Anfang Jahr um 16% zugelegt; die CRB-Kennzahl von Reuters/Jefferies verbesserte sich um 26%, und die von allen am stärksten energielastige Kennzahl von Goldman Sachs (GSCI) kletterte bis kurz vor den Feiertagen um rund 38%.

Wermutstropfen beim Vieh

Auch die vom Wirtschaftsmagazin «Economist» zusammengestellten Indi-

zes wiesen vergleichbare Erhöhungen aus: Die in US-Dollars denominated Kennzahl stieg um 39%, und jene in Euro legte um gut 32% zu. So eindrücklich diese Daten auf den ersten Blick sind, so werden sie doch von der Entwicklung des Basisindex der London Metal Exchange (LME) in den Schatten gestellt; diese Kennzahl stieg im genannten Zeitraum um nicht weniger als 77% oder um mehr als das Doppelte der Edelmetalle (plus 31%). Wermutstropfen konnten indessen nicht ausbleiben; so gab der UBS-DJ-Index für Getreide um 5% nach, jener für Energie insgesamt um 9% sowie jener für Vieh sogar um 16%.

Trotz dem respektablen Preisverlauf des letzten Jahres muss doch darauf verwiesen werden, dass das Preisniveau von Ende 2007, geschweige denn die im Verlauf von 2008 erzielten Höchstnotierungen bis anhin nur von wenigen Rohwaren wieder erreicht worden sind. Ausnahmen wie etwa im Falle des rasant gestiegenen Goldpreises bestätigen die Regel. Zu tief war der Einbruch, der in der zweiten Hälfte 2008, verstärkt durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers im September, einem gut fünfjährigen Rohwarenboom das Rückgrat brach und nach schwindelerregenden Preis-Höchstständen einen ebenso dramatischen Preissturz

provozierte. Insofern herrscht in der Tat anhaltender Nachholbedarf. Nachdem die weltweite Finanzkrise sukzessive in einen Konjunkturerinbruch gemündet war, kam nach der spekulativen Nachfrage auch die physische unter Druck, und erst die sich hinziehende Konjunkturerholung der industrialisierten Welt und hauptsächlich die anhaltende starke Nachfrage seitens Chinas sowie anderer Schwellenländer führten in der Folge zu einer sich stets beschleunigenden Preisverbesserung auf breiter Front.

Déjà vu – all over again?

Bis jetzt haben auf jeden Fall jene Stimmen recht behalten, die in dunkelster Nacht die Meinung vertraten, es handle sich um eine Korrektur und eine Erholung sei nicht nur möglich, sondern auch wahrscheinlich. Im Gegenteil sieht es jetzt sogar so aus, als ob sich in Zukunft zusätzliche Investoren wie etwa Pensionskassen zunehmend auf Rohwaren konzentrieren könnten. Folgt man den Ausführungen der meisten Banken zum Thema, so kommt darin jedenfalls ein ungebrochener Glaube an die Zukunft zum Ausdruck, wobei einige Argumente allerdings den ungenuten Beigeschmack des «déjà vu – all over again» hinterlassen.

Weltmarktpreise wichtiger Rohwaren

Langzeit-Hoch ¹	Langzeit-Tief ¹	Ware/Index	Börse/Kontrakt/Qualität	Preis je Einheit	Ende 2009	Ende 2008	Veränderung in %
187.63	74.24	DJ-AIG-Index	Jahr 1991 = 100		139.19	117.24	+18,7
217.40	86.00	Eco-\$	Jahr 2000 = 100		211.30	153.70	+37,5
141.80	85.72	Eco-Euro	Jahr 2000 = 100		137.30	102.00	+34,6
117.00	47.60	Rohöl	Nymex/42 000 gal., 1. Term.	\$/Fass	79.36	44.60	+77,9
418.47	136.40	Heizöl	Nymex/42 000 gal., 1. Term.	€/Gallone	211.88	140.57	+50,7
875.00	450.50	Gasöl	ICE-EU 100 t	€/t	641.50	418.50	+53,3
269.70	194.00	Bauholz	CME/110 500 board feet	\$/Tsd. bdf	234.50	187.00	+25,4
79.10	50.15	Baumwolle	Cotlook-Index, cif Liverpool	€/lb.	78.45	57.20	+37,2
19 950.00	9 480.00	Nickel	LME/spot	\$/t	18 555.00	10 925.00	+69,8
7 377.00	3 131.00	Kupfer	LME/Grade A, spot	\$/t	7 377.00	2 935.00	+151,3
16 795.00	9 950.00	Zinn	LME/spot	\$/t	16 795.00	10 105.00	+66,2
2 596.00	1 088.00	Zink	LME/high grade, spot	\$/t	2 596.00	1 155.00	+124,8
2 489.00	1 000.00	Blei	LME/spot	\$/t	2 416.00	925.00	+161,2
2 279.00	1 288.00	Aluminium	LME/high grade/spot	\$/t	2 242.00	1 497.00	+49,8
2 011.50	1 045.00	Silber	Comex/5000 Feinunz., 1. Term.	€/Unze	1 684.50	1 129.50	+49,1
1 218.25	810.00	Gold	London, Nachmittagfixing	€/Unze	1 104.00	865.00	+27,6
1 515.00	1 252.00	Platin	Nymex/50 Feinunzen, 1. Term.	€/Unze	1 471.00	941.50	+56,2
1 029.50	459.00	Weizen	CBT/5000 bushel, 1. Term.	€/bushel	541.50	610.75	-11,3
712.25	315.50	Mais	CBT/5000 bushel, 1. Term.	€/bushel	414.50	407.00	+1,8
108.60	81.90	Lebendvieh	CME/40 000 lbs., 1. Term.	€/lb.	86.17	84.47	+2,0
1 560.00	805.00	Sojabohnen	CBT/5000 bushel, 1. Term.	€/bushel	1 048.50	972.25	+7,8
346.00	235.00	Sojaschrot	CBT/100 t	\$/t	306.10	300.50	+1,9
64.40	31.60	Sojaöl	CBT/60 000 lb	c/lb	40.78	33.60	+21,4
830.00	520.00	Palmöl	Rott'dam/Malays-Sumatra, cif	\$/t	805.00	750.00	+7,3
27.49	11.91	Zucker	ICE-US/No 11, 112 000 lbs., 1. Term.	€/lb.	26.95	10.82	+149,1
1 710.00	1 300.00	Kaffee	Liffe/Robusta 5 t, 1. Term.	\$/t	1 332.00	1 866.00	-28,6
2 337.00	1 310.00	Kakao	Liffe/10 t, 2. Term.	€/t	2 250.00	1 043.00	+115,7

¹ Für 2009 per Ende Dezember; Ausnahme sind Indizes sowie an der IPE und Liffe notierten Kontrakte, für welche die Höchst- und Tiefstwerte der jeweiligen Kontrakte während ihrer Laufzeit angegeben sind; Abkürzungen: CBOT – Chicago Board of Trade; CSCE – New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange; Liffe – London International Futures Exchange; LME – London Metal Exchange; Nymex – New York Mercantile Exchange; Comex – Commodity Exchange, New York.

Glänzendes Gold

Analytiker uneins über Zukunft

Der Goldpreis ist im vergangenen Jahr als Folge verschiedenster Einflüsse auf ein neues nominales Höchst gestiegen. Ob die Reise nach oben weitergeht, ist indessen umstritten.

Kari Felder, Vancouver

Die Entwicklung des Goldpreises – sei es in London, wo unverändert das sogenannte Goldfixing im Zentrum des Interesses ist, oder in New York, wo es an der Comex gehandelt wird – war im abgelaufenen Jahr wiederholt Gegenstand tieforschender Analysen. Preislich konnte sich das gelbe Metall, das in London noch Ende des Jahres 2008 exakt 865 \$ pro Unze gekostet hatte, vorübergehend auf einen nominalen Rekordpreis von knapp über 1226 \$ steigern, wobei sich die Avancen ab Oktober intensivierten. Gegen das Ende der Berichtsperiode schien der Preis wieder etwas nachzugeben, lag aber noch Mitte Dezember knapp über 1100 \$, womit sich eine jährliche Verteuerung um rund 27% ergab.

Geknackte 1000er-Marke

Das ist, gemessen an den aus der Tabelle auf dieser Seite ersichtlichen Avancen anderer Edelmetalle bzw. anderer Rohwaren, zwar bemerkenswert, aber gleichzeitig kein Spitzenwert. Ein Blick ins Archiv zeigt zudem, dass derartige Verteuerungen auch schon früher vorgekommen sind. Was den Goldpreis im abgelaufenen Jahr aber auszeichnete, war das Überschreiten der psychologischen Grenze von 1000 \$ pro Unze. Auch das ist indessen nur relativ neu; eine historische Betrachtung beziffert den Realwert einer Goldunze beispiels-



Entwicklung des Goldpreises

Seit 2005, in \$ pro Unze

QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-INFOGRAFIK/cde

weise schon im Jahre 1979, als die damalige Sowjetunion in Afghanistan einmarschierte, mit rund 1800 \$ pro Unze. Glaubt man weiter zurückreichenden Daten, so hat der Unzenpreis schon im 13. und im 14. Jahrhundert mehr als 1000 £ pro Unze gekostet.

Ob der Marsch nach oben – der im Übrigen nicht nur in Dollar stattgefunden hat, sondern fast in allen Währungen weltweit – im gleichen Tempo weitergeht, ist zurzeit die Kernfrage. Beobachter wie Professor Nouriel Roubini, auch als Dr. Doom bekannt, vertreten die Ansicht, die in jüngst auch beim Kleinanleger zu beobachtende Euphorie für das «barbarische Relikt» werde demnächst zu einer spekulativen Blase führen, womit ein signifikantes Risiko für eine Abwärtskorrektur gegeben sei.

Wertzterfall des Dollars

Auch könnte eine Abkehr der Zentralbanken von der derzeitigen Tiefzinspolitik zu einer spürbaren Korrektur führen. Umgekehrt sprechen andere Beobachter von einem langfristigen Strukturwandel im Goldmarkt, der angesichts des Wertzerfalls des Dollars und des Verlusts des Vertrauens in die globalen Finanzmärkte unter anderem dazu geführt habe, dass Notenbanken neuerdings wieder Gold kaufen bzw. fast keines mehr abgeben. Zugleich ist die Goldproduktion seit einiger Zeit rückläufig. Dieser Zwiespalt reflektiert sich auch in den Positionen vieler Banken, die sich insofern bedeckt halten, als sie mittelfristige Preiskorrekturen zwar für möglich halten, grundsätzlich aber neue Höchstpreise nicht ausschliessen.