

HANSER



Leseprobe

Wolfgang Münchau

Makrostrategien

Sicher investieren, wenn Staaten pleitegehen

ISBN: 978-3-446-42345-9

Weitere Informationen oder Bestellungen unter

<http://www.hanser.de/978-3-446-42345-9>

sowie im Buchhandel.

I. Teil: Willkommen im Zeitalter der Instabilität

Bevor wir eine erfolgreiche Makrostrategie entwickeln, müssen wir unser makroökonomisches Umfeld im Detail analysieren. Dies ist das Thema des ersten Teils, der etwas mehr als ein Drittel des gesamten Buches ausmacht. Hierin werden unter anderem die folgenden Fragen beantwortet: Was ist überhaupt Finanzinstabilität? Wo kommt sie her? Wie offenbart sie sich? Warum hat sie sich in diesem Jahrhundert verstärkt? Was sind die Ursachen der letzten Finanzkrise? Warum bekommen Volkswirte das Konzept von Instabilität nicht in den Griff? Welche Gefahren lauern in der Zukunft? Droht Inflation oder Deflation? Das erste Kapitel versucht, diese Fragen zu beantworten.

1. Das Ende der Stabilität

Es war das Zeitalter bürgerlicher Spießigkeit. Im Jahre 1957 veröffentlichte der damalige Wirtschaftsminister Ludwig Erhard seinen Bestseller *Wohlstand für alle*. Im gleichen Jahr verkündete der britische Premierminister Harold Macmillan bei einer Wahlveranstaltung: „Noch nie ging es den meisten unserer Menschen so gut.“ Und ebenfalls im gleichen Jahr verkündete der amerikanische Präsident Dwight Eisenhower mit einer rhetorischen Eloquenz, die an seinen späteren Nachfolger George W. Bush erinnerte: „Die Dinge sind eher, wie sie jetzt sind, als wie sie früher waren.“ Es war sicher nicht das Goldene Zeitalter der großen Rhetoriker und politischen Visionäre. Aber es war ein Zeitalter bislang unbekannter wirtschaftlicher Stabilität, die fast die gesamten 50er- und 60er-Jahre andauerte. Während dieser zwei Jahrzehnte gab es kaum Rezessionen. Fast alle Länder genossen Vollbeschäftigung, verbunden mit einem geringen Maß an Inflation. Vor allem gab es keine Finanzkrisen. Während dieser zwei Jahrzehnte ging kaum eine Bank in den Konkurs, es gab keine Blasen an Börsen und Immobilienmärkten. Der Welt schien es zum ersten Mal überhaupt gelungen zu sein, das scheinbar unerreichbare Ziel allen wirtschaftspolitischen Handelns bewältigt zu haben: einen hohen Grad von Wachstum, Beschäftigung und Stabilität. Die Volkswirtschaftslehre war fest in der Hand der Keynesianer, was erst langsam in den 60er-Jahren infrage gestellt wurde.

Aus heutiger Sicht sind die 50er- und frühen 60er-Jahre ein sehr befremdliches Zeitalter. Der britische Schriftsteller L. P. Hartley schrieb einmal: „Die Vergangenheit ist wie ein fremdes Land. Man verhält sich dort anders als hier.“ Und so war es in den 50er-Jahren. Man kann sich nur mit großen Mühen vorstellen, wie ein Hedgefonds oder ein Kreditausfallderivat in dieses Zeitalter gepasst hätten.

Was machte die 50er- und 60er-Jahre so stabil? Die Antwort auf diese Frage liefert zumindest eine Vermutung über die Ursachen der heutigen Instabilität. Für mich sind drei Faktoren für die Stabilität der 50er- und 60er-Jahre entscheidend. Der wichtigste Faktor waren die quasi festen Wechselkurse im sogenannten Bretton-Woods-System. Der Dollar hatte eine feste Beziehung zum Goldpreis, und alle anderen Währungen hatten einen festen Wechselkurs zum Dollar. Durch dieses System kam es global zu einer weitgehenden Harmonisierung von Zinssätzen, die effektiv von der Federal Reserve für den Rest der Welt gesetzt wurden. Es gab keinen *Carry Trade*, dessen Logik darin besteht, sich in einem Billigzinsland wie Japan zu verschulden und das Geld über Nacht in einem relativen Hochzinsland wie Brasilien anzulegen. Trotz einer massiven Ausweitung des internationalen Handels während dieser Periode erlebte die Welt keine nennenswerte Instabilität, denn durch die Stabilität von Wechselkursen und Zinsen kam es zu keinen nennenswerten Spekulationsblasen.

Der zweite Grund war eine restriktive Finanzregulierung. Die im Zuge der Großen Depression in den USA eingeführten Regeln zur Trennung zwischen Geschäftsbanken und Investmentbanken, der sogenannte Glass-Steagall Act, hatte den amerikanischen Finanzsektor erheblich geschwächt, ebenso wie die restriktive Regulierungspolitik der Regierung Kennedy/Johnson in den 60er-Jahren. Finanzmärkte waren überall auf der Welt noch sehr stark reguliert. Es gab Zugangsbeschränkungen, sodass nur bestimmte, von den Börsen zugelassene Institutionen und Individuen den Handel von Wertpapieren betreiben durften. Es gab kaum grenzüberschreitende Bankfusionen, und das internationale Finanzwesen war das Pendant zum internationalen Handel, den es finanzierte. Der Finanzsektor war zu klein, um Krisen, wie wir sie heute kennen, zu erzeugen.

Drittens war der Grad der Finanzinnovationen noch nicht so weit fortgeschritten. In den 50er- und 60er-Jahren gab es noch keine Verfahren, den Preis von Wertpapieroptionen mathematisch genau zu ermitteln. Der amerikanische Ökonom Harry Markowitz hatte in den 50er-Jahren seine Portfoliotheorie entwickelt, wonach man das Risiko eines Portfolios durch Streuung reduzieren kann, ohne dabei den zu erwartenden Gewinn zu reduzieren. Die Ideen von Markowitz wurden in den 60er-Jahren im Capital Asset Pricing Model (CAPM) weiterentwickelt, einem Preismodell für Kapitalgüter, das die Frage beantwortet, welchen Teil des Gesamtrisikos man nicht wegdiversifizieren konnte und wie man dieses Restrisiko optimal bewertet.

In den 40er-Jahren forschte ein japanischer Mathematiker, der im Jahre 2008 verstorbene Kiyoshi Ito, in dem scheinbar weit entlegenen mathematischen Fachbereich der stochastischen Prozesse und fand heraus, wie man die Differenzial- und Integralrechnung auf derartige Prozesse anwenden kann. Diese Prozesse bildeten später die Grundlage moderner finanzmathematischer Modelle. Erst in den frühen 70er-Jahren gelang es, diese Erkenntnisse anzuwenden, um den Preis von Optionen zu berechnen. Die modernen Kreditderivate bauen darauf auf. Erst damit nahm eine Phase der Finanzinnovationen ihren Lauf.

Anfang der 70er-Jahre brach das Bretton-Woods-System zusammen, weil das System fester Wechselkurse eine Reihe von Spannungen erzeugte. Durch den Vietnamkrieg stiegen in den USA das Haushaltsdefizit und das Handelsdefizit, und es kam zu Abflüssen von Gold und einem Anstieg einheimischer Inflation. Trotz mehrerer Wiederbelebungsversuche brach das System endgültig im Jahre 1973 zusammen. Es war das Schicksal aller Systeme fester Wechselkurse in der Vergangenheit. Sie waren allesamt Schönwetterkonstruktionen, die große ökonomische Schocks nicht aushalten konnten.

2. Das Zeitalter der Krisen

In den 70er-Jahren wurden die festen Wechselkurse durch flexible Wechselkurse ersetzt, das sogenannte Free Floating. Die Goldbindung wurde ebenfalls aufgegeben, sodass erstmalig Geld seinen Anker verlor. Dadurch wurden die nationalen Notenbanken wichtiger, denn ihnen oblag es, ohne Goldanker die Stabilität des Geldes durch die Zinspolitik zu gewährleisten. Man spricht auch von Fiatgeld, was bedeutet, dass Geld per Staatsdekret als gesetzliches Zahlungsmittel ein Monopol hat. Vor allem besteht kein Eintauschrecht gegenüber Gold.

In den 70er-Jahren endete die Illusion permanenter Finanzstabilität abrupt. In Großbritannien kam es Anfang der 70er-Jahre zu einer Krise, die uns heute bekannt vorkommt. Damals kam es zu einem Hauspreisboom, der durch großzügige Kredite von den Banken angetrieben wurde. Als der Boom dann platzte, verfügten die Banken über ungenügende Sicherheiten. Viele dieser Banken waren technisch insolvent.

Das Bankengeschäft war damals einfacher als heute. Es gab keinen Subprime-Markt, keine Verbriefungen, keine der coolen Instrumente des modernen Finanzwesens. Aber ansonsten hat sich da nicht viel geändert. Man war zu optimistisch, was die weitere Entwicklung von Hauspreisen anging, und dieser Optimismus mündete in einer Euphorie, die das Kreditvolumen massiv ansteigen ließ, was die Euphorie wiederum beflügelte. Irgendwann bricht so ein Kreislauf zusammen.

Egal, ob man historische oder moderne Krisen betrachtet, sie sind im Grunde alle sehr ähnlich. Sie alle basieren auf Krediten, die auf Vermögen abgesichert sind, deren Wert rapide verfällt. Die Briten lösten ihre Bankenkrise damals noch auf altmodische Weise. Die Bank of England, die Notenbank, bewahrte damals insgesamt 30 Banken vor dem Kollaps. Es bestand aber ein wesent-