

Wehe, wenn die Scheichs Kasse machen

Der sinkende Ölpreis setzt viele Staatsfonds unter Druck. Damit steigen die Risiken an den Finanzmärkten. **Bernhard Raos** berichtet.

Ende 2015 verwalteten Staatsfonds ein Vermögen von 7.200 Milliarden Dollar. Das entspricht gut dem doppelten BIP von Deutschland. Etwa 4.000 Milliarden der Vermögenswerte der Sovereign Wealth Fonds, so die Fachbezeichnung, stammen aus Öl- und Gaseinnahmen. Vier der fünf größten Staatsfonds werden durch Petrodollars gespeist.

Und das ist ein Problem: Was während Jahren ein reicher Segen war, entwickelt sich nämlich seit Mitte 2014 zum Fluch. Bis dahin ist das verwaltete Vermögen stetig gewachsen; dann stürzte der Ölpreis ab – um 75 Prozent, Tendenz weiter fallend. Inflationsbereinigt liegt der Ölpreis heute real so niedrig wie vor der großen Ölkrise vor 40 Jahren.

Auf Sand gebaut

Martin W. Hüfner, Chefvolkswirt beim Vermögensverwalter Assenagon, hat in seinem „Wochenkommentar“ die Konsequenzen eines dauerhaft so niedrigen Ölpreises ausgemalt. Dann wären alle Veränderungen infolge der höheren Öleinnahmen ökonomisch gesehen auf Sand gebaut und müssten sich zurückbilden.

Das gelte nicht nur für die Golfemirate und Saudi-Arabien, sondern auch für viele Schwellen- und Entwicklungsländer wie Brasilien, Nigeria, Mexiko oder Venezuela. All diese Staaten wären, so Hüfner, ohne den höheren Ölpreis in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung weit zurückgeworfen. Russland wäre eine Regionalmacht geblieben und die Armut in der Welt größer.

Weil der Ölpreis auch wieder steigen werde und die Ölländer noch viele Reserven hätten,

KEY FACTS

- **Vier der fünf größten Staatsfonds werden durch Petrodollars gespeist. Inflationsbereinigt liegt der Ölpreis heute real so niedrig wie vor der großen Ölkrise vor 40 Jahren.**
- **Werden große Vermögenswerte liquidiert, geraten die Kapitalmärkte unter Druck.**
- **Investitionen von Staatsfonds sind immer auch politisch geprägt.**

sieht Hüfner nicht so schwarz. Aber das Weltwirtschaftswachstum bleibt belastet, wie der aktuelle Ausblick des Internationalen Währungsfonds zeigt. Das billige Erdöl wirkt demnach nicht, wie es soll: Normalerweise stimuliert nämlich ein tieferer Ölpreis die Weltwirtschaft. Doch erdölexportierende Länder können den Preisschock immer weniger mit zusätzlichen Staatsausgaben ausgleichen, was die inländische Nachfrage stark beeinträchtigt.

Die Scheiche müssen sparen

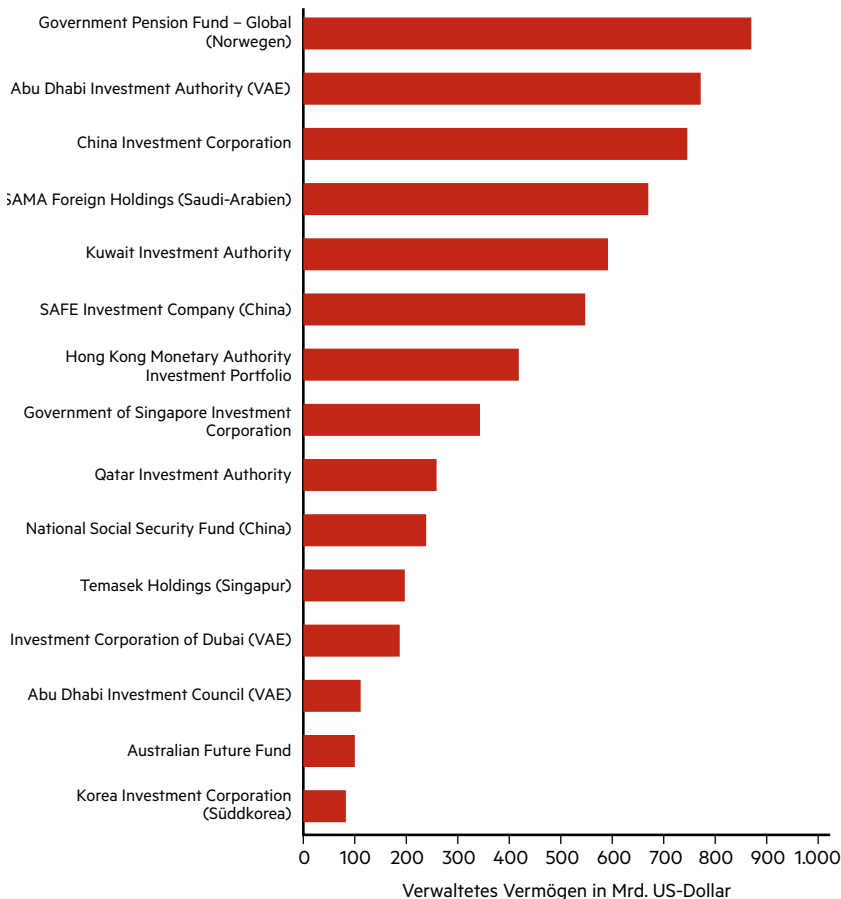
So erwartet der IWF etwa für Saudi-Arabien nur noch ein Wachstum von knapp über 1 Prozent, nach über 3 Prozent für die beiden Vorjahre. Gleichzeitig führt der Preissturz zu geringeren Investitionen in die Öl- und Gasförderung und dies drückt die globale Nachfrage. Ferner nimmt der gesamtwirtschaftliche Konsum bei den erdölimportierenden Ländern weniger stark zu als prognostiziert.

Ölabhängigen Staatsfonds fließt kein neues Kapital mehr zu und die Einnahmen brechen weg. Eine heikle Gemengelage, weil die Weltwirtschaft schwächelt und auch die laufenden Geschäfte im letzten Jahr nur mäßige Renditen erzielten. Mehrere der Vehikel sind gezwungen, ihren Kapitalstock anzugreifen.

Mit der Macht von Billionen

Bei Reserven von 7.200 Milliarden Dollar sollten Staatsfonds eigentlich für eine schwächere Phase gerüstet sein. Entscheidend ist nun, wie viel vom Tafelsilber wie rasch vergoldet werden muss. Nach einer Schätzung der Beratungsgesellschaft PwC sind je nach Staatsfonds – ihre Transpar-

Abb.: Größte Staatsfonds weltweit nach der Höhe des verwalteten Vermögens



Weltweit; Stand: Oktober 2015; Quelle: SWF Institute, © Statista 2015

„Bleibt der Ölpreis so tief, dann wären alle Veränderungen der letzten 50 Jahre in den Ölstaaten ökonomisch auf Sand gebaut.“

MARTIN W. HÜFNER,
ASSENAGON

enz ist sehr unterschiedlich – zwischen 40 und 60 Prozent des Vermögens in börsennotierten Aktien angelegt, gefolgt von Anleihen und Geldwerten.

Schmiert der Ölpreis beispielsweise auf 20 Dollar für ein Fass ab, müssten die Golfstaaten laut den Analysten von Goldman Sachs allein in diesem Jahr fast 500 Milliarden Dollar ihrer Vermögenswerte verkaufen. Laut der Schweizer Großbank UBS werden die von Staatsfonds und Zentralbanken gehaltenen Vermögen bis Ende 2016 gar um 1,2 Billionen Dollar schrumpfen.

Experten sind sich uneins

Weniger schwarz malen die Analysten von J.P.Morgan. Ausgehend von einem Brent-Durchschnittspreis von 31 Dollar

pro Fass, würden die Staatsfonds demnach dieses Jahr rund 75 Milliarden Dollar an Aktien und 110 Milliarden an Anleihen veräußern. Zusätzlich könnten sie Bargeldbestände und Immobilien liquidieren. Dies würde die Märkte wohl nicht ins Schleudern bringen.

Nach der Finanzkrise 2007 untersuchte die Europäische Zentralbank am Beispiel des norwegischen Staatsfonds den Einfluss von Verkäufen auf einzelne Aktien. Dabei konnten die Analysten keine statistisch signifikante Wirkung feststellen. Die vorbildlichen Norweger verkauften allerdings geordnet und in kleineren Volumina.

Es kann aber auch ganz anders kommen. So hat der saudische Staatsfonds nach Schätzungen in diesem Jahr bereits über 70 Milliarden Dollar aus Verkäufen gelöst, um Löcher im Budget zu stopfen. Nach einer Auswertung des IWF reicht das Kapitalpolster der Saudis ohne Sparmaßnahmen gerade mal fünf Jahre, um das Staatsdefizit zu decken. Katar, Kuwait und die Vereinigten Arabischen Emirate VAR haben länger Luft; ihre Reserven reichen für über 20 Jahre. Und Russland will aus einem seiner beiden Ölfonds in diesem und im nächsten Jahr rund 65 Milliarden Dollar abziehen.

Januar-Baisse als Vorzeichen

Warum haben diese Zwangsverkäufe auch die institutionellen Investoren in Deutschland zu kümmern? Den Kursrutsch an den internationalen Börsen Anfang des Jahres bezeichnen Börsenexperten nur als Vorgeschmack. Werden große Vermögenswerte liquidiert, geraten die Kapitalmärkte unter Druck.

Dazu: Dass die Korrektur nicht noch schärfer ausfiel, ist unter anderem dem Staatsfonds von China zu verdanken. Er kaufte lokale Aktien, um den taumelnden chinesischen Markt zu stützen – vor allem von Unternehmen mit hoher Gewichtung in den Benchmark-Indizes. Schon im letzten Sommer hatte der Fonds beispiellose Maßnahmen gegen den Börseneinbruch ergriffen. Über 200 Milliarden Dollar wurden damals investiert. Doch auf Dauer lassen sich die Marktkräfte nicht aushebeln.

Wenn alle zum Ausgang wollen

Müssen Staatsfonds verkaufen, sei eine marktschonende Orderabwicklung schwierig, befürchtet denn auch der amerikanische Ökonom John Mauldin. Rennen

alle zum Ausgang, wird es bekanntlich eng. Staatsfonds sind in Deutschland an zahlreichen Unternehmen beteiligt, im DAX an fast allen. So hält der Fonds von Katar beispielsweise 17 Prozent an Volkswagen und bei Daimler ist Kuwait Investment Authority mit 6,8 Prozent der größte Einzelaktionär (siehe Tabelle).

Dass Verkäufe von bedeutenden Aktien die Kurse stark bewegen, musste der Baukonzern Hochtief im letzten Jahr erfahren. Als sich dort der Staatsfonds von Katar von seiner Beteiligung trennte, brach der Börsenkurs von Hochtief ein.

Mit ruhiger Hand

Wie Staatsfonds agieren, hat Signalwirkung auch für institutionelle Investoren. Nicht alle tun dies transparent und mit ruhiger Hand wie der Klassenprimus, der norwegische Staatsfonds Government Pension Fund Global GPF. Trotz des Ölpreiserfalls schloss der größte Staatsfonds der Welt mit einem verwalteten Vermögen von über 860 Milliarden Dollar (Ende 2015) das schwierige letzte Jahr positiv ab. Und das, obwohl zwei Quartale milliardenschwere Verluste brachten.

2016 will die norwegische Regierung voraussichtlich 440 Millionen US-Dollar aus dem GPF abziehen, um so die Folgen des tiefen Ölpreises auf die heimische Wirtschaft abzufedern. Im Vergleich zu den Milliarden an Abflüssen in den Golfstaaten ist dies jedoch ein Klacks.

Der norwegische Staatsfonds besitzt Aktien von mehr als 9.000 Unternehmen. In seinem Portfolio liegen rund 1,3 Prozent aller weltweit gehandelten Aktien. Bedeutende Anteile hält der Fonds auch an deutschen Unternehmen wie Vonovia, Deutsche Wohnen, Linde und BASF.

Die Performance des GPF kann sich durchaus sehen lassen. Seit der Gründung flossen dem Fonds rund 540 Milliarden Euro aus Erdöleinnahmen zu. Damit wurden gut 320 Milliarden Dollar an Vermögensertrag erwirtschaftet.

Strategie anpassen

Im letzten Jahr hat sich die Strategie gerechnet, Anleihen zu verkaufen und in Aktien und andere Sachwerte zu investieren. Yngve Slyngstad, Chefverwalter des GPF, ließ sich dazu mit den Worten zitieren: „Wir haben die Anleihenbestände dramatisch reduziert.“ Die Asset Allocation sieht eine Anleihenquote von 35 bis 40 Prozent vor. In

Tab.: Beteiligungen an deutschen Unternehmen

Unternehmen	Staatsfonds	Anteil in Prozent
Volkswagen	Katar	17,0
Vonovia	Norwegen	7,8
Deutsche Wohnen	Norwegen	6,9
Daimler	Kuwait	6,8
Linde	Norwegen	6,7
Adva Optical	Norwegen	3,8
CAT Oil	Norwegen	3,8
Drägerwerk	Norwegen	3,7
Osram	Norwegen	3,5
BASF	Norwegen	3,5

Quelle: Bloomberg

„Müssen Staatsfonds verkaufen, ist eine marktschonende Orderabwicklung schwierig.“

JOHN MAULDIN,
MAULDIN ECONOMICS

dieser Anlagekategorie geht es also um eine Größenordnung von 300 Milliarden Dollar.

Die Fondsverwaltung will im herausfordernden Marktumfeld mehr diversifizieren. Sie möchte 5 Prozent des Portfolios in Infrastruktur anlegen und die Immobilienquote auf 10 Prozent verdoppeln. Entscheiden kann die Fondsverwaltung nicht selber. Sie braucht das Okay der Regierung. Eine von ihr bestellte Expertenkommission hat sich gegen eine höhere Immobilienquote ausgesprochen, unterstützt aber das Investment in Infrastruktur. Definitiv entscheiden wird das Finanzministerium im Frühjahr.

Politik hat das Sagen

Das Beispiel zeigt, dass Investitionen von Staatsfonds immer auch politisch geprägt sind. Beim GPF gibt ein extra eingerichteter Ethikbeirat vor, in welche Branchen und Unternehmen nicht investiert werden darf. In der Regel bestätigt das Finanzministerium diese Ratschläge und macht sie auf seiner Homepage transparent. Auf der Schwarzen Liste stehen Unternehmen, die Menschenrechtsverletzungen begehen, Kinderarbeit ausnutzen, besonders üble Waffen produzieren, sowie Tabakkonzerne.

Neu fällt der norwegische Bannstrahl auch auf das klimabelastende Kohlegeschäft. Der Entscheid erfasst Investitionen in Energie- und Bergbauunternehmen, bei denen Kohle mehr als 30 Prozent am Umsatz ausmacht. Das trifft nach internen Abklärungen auf

STAATSFONDS FÜR MEHR RENTE?

Drei hessische Minister wollen die Rente durch einen Staatsfonds ergänzen, um so die Altersvorsorge in Deutschland zu verbessern. Als Vorbild schwebt ihnen der norwegische Staatsfonds vor. Die Idee ist nicht neu; sie wurde zuvor bereits von Verbraucherschützern propagiert. Diese kritisieren bestehende staatliche Modelle wie die Riester-Rente als zu teuer und zu wenig rentabel.

Die drei Politiker, ein Grünen und zwei CDU-Minister, regen einen Staatsfonds an, der zentral und zum Selbstkostenpreis verwaltet wird. Eine höhere Aktienquote als bisherige Altersvorsorgeprodukte soll höhere Renditen bringen und durch eine breite Streuung die Anlagerisiken mildern. Wie das gehe, zeige der norwegische Staatsfonds, der seit 1997 eine durchschnittliche Rendite von 5 Prozent erwirtschaftet habe, argumentieren die hessischen Minister.

Mehr Kapital für die Rentner ist wichtig, weil die Standardrente nach Hochrechnungen in den nächsten Jahren um

ein Fünftel niedriger ausfallen dürfte.

Der neue staatliche Rentenfonds soll nach dem Willen seiner Promotoren nach dem sogenannten Opt-out-Prinzip funktionieren: Die Arbeitgeber ziehen die Beiträge den Arbeitnehmern direkt vom Lohn ab und führen sie wie bei der gesetzlichen Rente an die Deutsche Rentenversicherung beziehungsweise den neuen Rentenfonds ab. Wollen die Arbeitnehmer nichts vom zusätzlichen Rentenfonds wissen, müssen sie dies deklarieren. Bei der Riester-Rente ist dies bekanntlich umgekehrt; dort gilt das Opt-in-Prinzip.

Während Sozialversicherungsexperten wie Gert Wagner, Vorsitzender des Sozialbeirats der Bundesregierung, den Vorschlag aus Hessen als „konstruktiv“ bezeichnen, reagiert der Gesamtverband der Versicherungswirtschaft in seiner Stellungnahme ablehnend: „Den Staat quasi als Überkonkurrent einer kapitalgedeckten Zusatzversorgung in den Markt einzuführen, ist nicht nur wettbewerbsrechtlich, sondern

auch ordnungspolitisch verfehlt.“ Die Versicherten sind in Sachen Staatsfonds jedoch nicht neutral; sie sehen ihre Felle davonschwimmen.

Und die Bundesregierung? Das Bundesministerium für Arbeit und Soziales äußerte sich gegenüber der „Süddeutschen Zeitung“ ebenfalls skeptisch. Man wolle lieber die bereits bestehenden zusätzlichen Vorsorgeangebote wie die Betriebsrente oder die Riester-Rente verbessern und stärker verbreiten.

Auch in der Schweiz wird ein Staatsfonds diskutiert, allerdings nicht für Renten, sondern für „zukunftssträchtige Investitionen“. Experten aus dem Bankensektor und der Finanzwissenschaft wollen die hohen Reserven der Nationalbank in einen solchen Fonds überführen und gewinnbringend nutzen. Die Idee findet wenig Zustimmung, weil so gegen die Grundprinzipien der Währungsordnung verstoßen und die Unabhängigkeit der Nationalbank geopfert werde. BR

50 bis 75 Firmen zu, an denen der GPFG beteiligt ist. Aktien im Wert von 3,8 bis 4,4 Milliarden Euro werden nun verkauft.

Seit letztem Herbst legt sich der norwegische Staatsfonds auch mit den großen Anleihe-Händlern an. Der GPFG fordert im Einklang mit EU-Bestrebungen (Mifid II) mehr Transparenz auf dem Bond-Markt. Die Banken sollen gezwungen werden, ihre Preise für Bonds zu publizieren. Traditionell treten Banken immer noch als Käufer und Verkäufer auf oder agieren zumindest als Market Maker. Die Norweger wollen den Handel einfacher und vor allem billiger machen.

Problem Liquidität?

Noch sträuben sich die Rentenhändler gegen die neue Ordnung. Die Liquidität werde so reduziert; einige Anleihe-Investoren hätten heute bereits Probleme beim Handel, argumentieren sie. Die Banken und Handelsplätze fordern vom Regulator mehr Zeit. Weil Norwegen kein EU-Land ist, hat es zwar kein Mitspracherecht, aber mit seinen Milliarden

trotzdem Einfluss. Es nimmt als Beobachter an den Treffen der European Securities and Market Authority (ESMA) teil.

Rote Karte

Rendite ist für den GPFG nicht alles. Hohe Maßstäbe legt der Fonds in Sachen Korruption an. Deshalb wurden kürzlich die Anteile am chinesischen Telekom-Ausrüster ZTE abgestoßen. Die Firma habe die Korruptionsvorwürfe nicht ausräumen können und verfüge über keine ausreichenden Kontrollmechanismen, teilte der Ethikrat des Staatsfonds mit. Die Beteiligung an ZTE war mit 0,15 Prozent relativ gering, das öffentliche Echo dennoch groß.

Auch andere institutionelle Investoren werden wohl dem GPFG-Beispiel folgen, nachdem zehn Staaten gegen die chinesische Firma ermitteln. Staatsfonds sind Taktgeber – egal, ob sie wegen der Ölkrise abschmieren und Kasse machen müssen, ob sie ihre Asset Allocation anpassen oder politischen Vorgaben folgen. Mit ihren Milliarden bewegen die Großinvestoren die Märkte. ●

„Wir haben die Anleihenbestände dramatisch reduziert.“

YNGVE SLYNGSTADT,
STAATSFONDS NORWEGEN