

Finanzprodukte für einen Strukturwandel

Finanzmärkte, Klimapolitik und Asset Bubbles

Finanzmärkte versorgen die Wirtschaft mit speziellen Produkten, die die Gegenwart mit der Zukunft verknüpfen. Welche Bedeutung haben Finanzprodukte und Vermögensblasen für die Klimapolitik?

Von Kurt Hübner

Finanzmarktprodukte nehmen vielerlei Formen an, haben aber gemeinsam, dass sie ökonomischen Akteuren in Geldeinheiten ausgedrückte Ressourcen zur Verfügung stellen, die diese für intertemporale Aktivitäten nutzen. Große Pensionskassen, zum Beispiel, investieren beträchtliche Beträge in private Unternehmen mit der Absicht, ihre Investitionen sicher anzulegen und gleichzeitig stetig hohe Zuwächse zu erzielen, damit sie späteren Verpflichtungen nachkommen können. Private Unternehmen wiederum stärken durch diese Zuflüsse ihre Liquiditätsposition, entweder um sich gegen Ausfallrisiken abzusichern, ihre Expansionsstrategien zu finanzieren und/oder ihre Produkt- und Prozessaktivitäten sicherzustellen. Es wäre zu kurz gegriffen, die Aktivitäten der Finanzmärkte alleine unter dem Gesichtspunkt mehr oder weniger sicherer Profitmaximierung zu verstehen: Je länger der Zeithorizont der Finanzprodukte, in desto stärkerem Maße handeln Finanzmarktakteure unter Bedingungen von Risiko und Unsicherheit und desto mehr geht es auch darum, die im Investitionsprozess unvermeidlichen Risiken zu minimieren. Risiko und Unsicherheit sind zwar zwei getrennte Kategorieguppen, die allerdings häufig als Einheit behandelt werden.

Gemeinsam haben beide, dass ökonomische Akteure Entscheidungen, die in die Zukunft reichen, unter Bedingungen unvollkommener Informationen treffen müssen. Soweit dies Risiken betrifft, können sich Akteure Versicherungen kaufen, die von darauf spezialisierten Märkten angeboten werden. Soweit es Unsicherheit betrifft, gibt es dieses Marktangebot nicht und private Akteure haben sich auf ihre Interpretationen von ‚Normalzuständen‘ zu verlassen. Was Akteure unter ‚Normalzustand‘ verstehen, kann differieren, aber es gilt, dass alle Varianten sich innerhalb einer ‚Normalzone‘ bewegen. Schwierig wird es, wenn *Black-Swan-events* auftreten und alle Vorstellungen eines ‚Normalzustandes‘ sich als überholt herausstellen.

Klimawandel und Finanzprodukte

Klimawandel stellt in dieser Hinsicht ein sowohl Risiko als auch eine Unsicherheit für Investoren dar. Je länger der Zeithorizont von Investitionen und je ausgeprägter deren Karbonintensität, desto größer die Chance, dass sich Politik und auch Konsumenten unter dem Eindruck von Klimawandel von karbonintensiven Produkten und Diensten distanzieren, sei es durch Kaufzurückhaltung und/oder durch das Auferlegen von Emissionskosten. Dies kann in der Folge dazu führen, dass ursprünglich attraktive Investitionen rasant an Wert verlieren oder dass bislang nicht genutzte potenzielle Vermögenswerte nicht länger genutzt werden können und an ökonomischem Wert verlieren.

In der Literatur wird dies als eine Situation von *stranded assets* behandelt. Die Wahrscheinlichkeit einer *stranded-asset*-Situation wächst mit der Strenge und Kohärenz eines globalen Klimaregimes, das starke Reduzierungen von Emissionen vorsieht. Das Gleiche gilt für rein nationale Emissionsreduzierungsprogramme: je strikter, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass karbonintensive Sektoren negativ betroffen werden. Nimmt man etwa das Konzept eines globalen Karbonbudgets ernst und wendet man die Abmachungen des Klimaabkommens von Paris an, dann folgt die Konsequenz, dass – *ceteris paribus* – ein Teil der globalen Karbonreserven ungenutzt bleiben müssen. Investitionen in die Ausbeutung von Karbonreserven würden mithin drastisch an Wert verlieren und karbonintensive Volkswirtschaften würden vor große ökonomische Probleme gestellt. In den Worten von Mark Carney, Governor der Bank of England: „The vast majority of reserves are unburnable“, wenn das 2-Grad-Ziel erreicht werden soll. Eine solche drastische Politik ist zwar heute nirgendwo auf der politischen Tagesordnung, aber dennoch eine Option, die Investoren verunsichert.

Unsicherheiten im Finanzmarkt

Finanzmarktakteure haben in den letzten Jahren damit begonnen, sich derartiger Risiken und Unsicherheiten anzunehmen. An vorderster Front agieren die Firmen der Versicherungsindustrie, nicht zuletzt, weil diese Akteure bereits seit geraumer Zeit mit hohen finanziellen Risiken konfrontiert sind. Einer Studie von Munich:Re zufolge beliefen sich die versicherten Kosten von Unwetterschäden in Nordamerika im Zeitraum 1980 bis 2011 auf insgesamt 1.006 Mrd. US-Dollar (in 2011-USD). Es erstaunt deshalb nicht, dass die weltweit

größten Versicherungsunternehmen zu den lautstärksten Unterstützern einer aktiven Klimapolitik zählen und selbst eine entsprechende Risikovorsorgepolitik betreiben. Die Prudential Regulation Authority der Bank of England veröffentlichte einen Report (2015), der sich mit den Folgen von Klimawandel für den Versicherungssektor von Großbritannien beschäftigt und klarmacht, dass vor allem zwei Typen von Vermögenswerten von aktiven Klimapolitiken betroffen werden: Kohle-, Erdöl- und Gasextraktionsunternehmen sowie Firmen im Chemie-, Metall-, Bergbau- und Bausektor, soweit es sich dabei um karbonintensive Aktivitäten handelt. Soweit Versicherungen Finanzinvestitionen in diesen Sektoren haben, ist es angebracht, diese mit Blick auf klimapolitische Aktionen zurückzufahren.

Divestment oder jedenfalls eine klimapolitisch-induzierte Diversifizierung von Investitionsportfolios ist deshalb heute nicht länger eine radikale Forderung von Klimapolitikaktivisten, sondern Teil einer aufgeklärten Finanzmarktstrategie. Freilich tendieren institutionelle Anleger dazu, das Risiko von *stranded assets* systematisch zu unterschätzen. Ein Grund dafür ist das Zeithorizontproblem, also die zeitliche Distanz zwischen Finanzinvestitionen *heute* und (irreversiblen) Klimaschäden *morgen*. Anleger heute präferieren im Durchschnitt Finanzanlagen, die in kurzer Frist Profite abwerfen, und scheuen Finanzanlagen, die bereits heute zukünftige Umweltschäden einrechnen. Entsprechend suboptimal fällt die Zusammensetzung der Finanzportfolios aus.

Dieses Problem ist nur dann nicht relevant, wenn Finanzmärkte im Sinne der *efficient-market-theory* operieren würden, weil dann alle Finanzmarktakteure perfekte Informationen haben und in den heutigen Preisen alle zukünftigen Risiken enthalten sind. Es darf allerdings bezweifelt werden, dass Finanzmärkte die Voraussetzungen effizienter Märkte besitzen. Da diese Märkte ohne perfekte Voraussicht operieren, ist ein Szenario von *stranded assets* bereits unter Bedingungen unvollkommener Zukunftsinformationen nicht unwahrscheinlich. Nimmt man die empirischen Daten von *Carbon Tracker* als Grundlage, dann belief sich der Vermögenswert der 100 größten Öl- und Gasunternehmen plus der 100 größten Kohleunternehmen im Jahr 2011 weltweit auf USD 7,42 Billionen – und ein beträchtlicher Teil wäre mit einem substantiellen Wertverlust konfrontiert. Das globale Finanzsystem heute ist nicht in der Lage, mit einem derartigen Wertverlust krisenfrei umzugehen.

Herausforderungen für Green Financing

Wenigstens ebenso wichtig wie systematische und zeitnahe Divestmentaktivitäten ist die Mobilisierung finanzieller Ressourcen, um den klimapolitisch notwendigen Strukturwandel überhaupt zu ermöglichen. Unter dem Label *green finance* haben internationale Organisationen in den letzten Jahren sich bemüht, Instrumente wie *green bonds* als attraktive Finanzanlagen als auch als Finanzierungsinstrumente für umweltfreundliche Technologien und Verfahren zu entwickeln. Der

„G20 Green Finance Synthesis Report“ von 2016 verdeutlicht, wie weit der Weg zu *green financing* noch ist: „While some progress has been made in green finance, only a small fraction of bank lending is explicitly classified as green according to national definitions. Less than 1% of global bonds are labeled green and less than 1% of the holdings by global institutional investors are green infrastructure assets“. Dieser kleine Anteil mag mit dem Mangel an profitbringenden grünen Investitionen zu tun haben. Wichtiger ist aber, dass Finanzmarktakteure sich scheuen, diesen Finanzierungstypus voranzutreiben, solange kein klarer Plan erkennbar ist, wie genau eine karbonneutrale Zukunft aussehen soll und – fast noch wichtiger – wie die Kosten des Ausstiegs aus einem karbonintensiven Wachstumsmodell verteilt werden sollen.

Paradoxerweise fordern gerade Märkte, die traditionell mit Risiko und Unsicherheit operieren, mit Blick auf *green finance* mehr Erwartungssicherheit seitens der Politik. Dass sie mit dieser Forderung nicht völlig falsch liegen, zeigt die jüngste Erfahrung in den USA, wo der neu gewählte Präsident klargemacht hat, dass er eine klimapolitische Kehrtwende einleiten will, die *stranded assets* in Gestalt nicht abgebauter Kohlereserven und Erdgasreserven erst gar nicht entstehen lässt. Dieses politische Signal wird jedenfalls ein *greening* der Finanzindustrie nicht vorantreiben. Auf der anderen Seite gefährdet eine derartige klimapolitische Kehrtwende die Klimavereinbarung von Paris, mit der potenziellen Konsequenz, dass andere Unterzeichnerstaaten umso energischer Emissionsreduktionen vorantreiben.

Fazit

Finanzmärkte sind eine zentrale Institution einer kapitalistischen Marktordnung. Wie alle Märkte sind auch Finanzmärkte nicht frei von potenziellem Marktversagen, und es bedarf Eingriffen von Außen, um diese Märkte zu optimieren und zukunftsfähig zu machen. Klimapolitik bedarf adäquater Finanzmärkte – leider ist eine entsprechende staatliche Einbettungspolitik heute nicht in Sicht.

AUTOR + KONTAKT

Kurt Hübner ist Jean Monnet Chair for European Integration and Global Political Economy und Direktor des Institute for European Studies an der University of British Columbia.

University of British Columbia,
Tel.: +604 822 9439, E-Mail: kurt.huebner@ubc.ca,
Website: www.khuebner.ca

