

Konjunktur Zweimal null gibt nicht null

Das Jahr 1981 war ein aussergewöhnliches Jahr. Ronald Reagan wurde amerikanischer Präsident, Griechenland trat der Europäischen Gemeinschaft bei, Israel besetzte die Golanhöhen, und auf den Papst wurde ein Attentat verübt. Wirtschaftlich war 1981 ein schwieriges Jahr. Die USA erlebten ihren ersten Double Dip. Sie fielen nach nur kurzem Aufschwung in eine Rezession, die letztlich zur grössten Weltrezession seit dem Zweiten Weltkrieg werden sollte. Der Auslöser war der verzweifelte Versuch der amerikanischen Notenbank, die Inflation zu bekämpfen. Diese lag 1980 bei beinahe 15 Prozent. Im Jahr 1981 erreichten die Zinsen für US-Schatzwechsel über 17 Prozent. Zehnjährige US-Staatsanleihen markierten ihre höchste Endverfallsrendite aller Zeiten am 30. September 1981 mit 15,84 Prozent.

Diese Ereignisse liegen nun 30 Jahre hinter uns. 30 Jahre, die uns geprägt haben. 30 Jahre, in denen die Weltwirtschaft so schnell gewachsen ist wie nie zuvor. 30 Jahre, in denen die Zinsen von historischen Höchstständen auf historische Tiefststände gefallen sind. Viele von uns können sich kaum an die Zeit vor den 1980er-Jahren aus beruflicher Perspektive erinnern. Fallende Zinsen sind für uns zu einem Normalzustand geworden. Tatsächlich haben die fallenden Zinsen einen grossen Anteil an der enormen Entwicklung unseres Wohlstandes gehabt – ohne dass wir uns dieses Zusammenhangs wirklich bewusst sind.

Fallende Zinsen stabilisieren die Konjunktur und schaffen Vermögen

In praktisch jedem konjunkturellen Abschwung haben wir von fallenden Zinsen profitiert. Zunächst einmal ganz einfach, weil die Kapitalmarktzinsen in Erwartung schwächeren Wachstums nachgegeben haben, was Investitionen und Konsum unterstützt hat. Wenn das nicht reichte, haben unsere Notenbanken mit einer Senkung der Geldmarktzinsen nachgeholfen. Empirisch betrachtet hat diese Art der Geldpolitik tatsächlich einen erheblichen Anteil daran, dass die Rezessionen seit den frühen 80er-Jahren weniger tief und weniger lang geworden sind als in den Jahren davor.

Gleichzeitig haben uns die fallenden Zinsen jedes Jahr zumindest nominal reicher gemacht. Fallende Zinsen führen nämlich zu Aufwer-



Klaus W. Wellershoff
Nationalökonom

«Unsere Vermögensverwaltung steht vor der gewaltigen Herausforderung, neue Strategien für die Bewältigung einer Nullzinswelt zu finden.»

tungsgewinnen auf unseren Anlagen. Tiefere Zinsen bedeuten tiefere Diskontfaktoren bei der Bewertung von zukünftigen Zahlungsströmen. Empirisch betrachtet ist so zu unseren laufenden Kapitalerträgen aus Zinsen, Dividenden und Mieten noch ein erheblicher Ertrag aus der höheren Bewertung der zukünftigen Zahlungsströme gekommen. Damit hatte der Zinsverfall tatsächlich einen erheblichen Anteil daran, dass die Gesamterträge der gängigen Anlagekategorien deutlich höher lagen als ihre laufenden Erträge.

Diese beiden Phänomene sind auch heute deutlich spürbar. So ist es unzweifelhaft richtig, dass die tiefen Zinsen ihren Beitrag leisten, um die teilweise anämische Konjunktur der Industrienationen zu stützen. Ebenso darf man annehmen, dass die extrem niedrigen Kapitalmarktzinsen mittlerweile so unattraktiv sind, dass die Bewertungen von Immobilien- und Aktienmärkten durch sie gestützt werden. Während das für den Augenblick eine gewisse Beruhigung erzeugt, stellt sich für den mit Zukunftsprojekten beschäftigten Unternehmer und natürlich auch für den Anleger die Frage, welche Implikationen die praktisch weltweit zu beobachtenden Nullzinsen für die zukünftige Entwicklung haben.

Bei Nullzinsen fehlt die Stabilisierung der Konjunktur...

Für die Konjunktur sind die Implikationen eindeutig. Bei einem erneuten Rückfall der Nachfrage wird die Geldpolitik keine Wirkung mehr entfalten können. Unter null lassen sich die Geldmarktzinsen wohl kaum senken. Daher müssen wir damit rechnen, dass der nächste Konjunkturreinbruch der Weltwirtschaft stärker ausfallen wird, als wir das aus den letzten 30 Jahren gewohnt sind.

Die in einigen Währungen beobachteten negativen Zinsen auf Staatspapiere drücken denn auch mehr das Misstrauen gegenüber dem Bankensystem aus, was darauf hindeutet, dass es bei einer weiteren Verschlechterung der Weltkonjunktur sogar zu einem negativen Rückkopplungseffekt aus den Kreditmärkten kommen kann. Tiefere Wachstumserwartungen werden wohl die Kreditwürdigkeit der Bankinstitute weiter verschlechtern, und deren Refinanzierungsbedingungen bestimmen letztlich ihre Möglichkeiten zur Kreditvergabe. Natürlich könnten auch die Zentralbanken versuchen,

negative Zinsen einzuführen. Diesem Vorhaben sind aber Grenzen gesetzt. Das allgemeine Zinsniveau kann schliesslich nicht unter null fallen, da sonst die privaten Haushalte und Unternehmen ihre Liquidität und Sparmittel in Form von Bargeld halten würden. In diesem Fall würde die Kreditversorgung der Wirtschaft vollkommen durch die Zentralbank erfolgen müssen. Das Bankensystem würde zusammenbrechen.

...und die Verteilung der künftigen Erträge wird asymmetrisch

Ein mindestens ebenso einschneidender Effekt ist für die Entwicklung der Finanzmärkte zu erwarten. Der Spielraum für weitere Aufwertungsgewinne aus fallenden Zinsen ist praktisch nicht mehr vorhanden. Das bedeutet, dass die zukünftigen Erträge von Finanzanlagen bestenfalls aus dem jeweils laufenden Ertrag bestehen werden. Wenn die Zinsen sogar irgendwann einmal wieder steigen, müssen wir sogar mit negativen Gesamterträgen rechnen. Selbst in dem wohl nicht sehr wahrscheinlichen Fall anhaltend tiefer Zinsen müssen wir konstatieren, dass die Verteilung der erwarteten Erträge asymmetrisch geworden ist. Da nicht alle Anlageklassen gleich von der Zinsentwicklung abhängen, verändert sich darüber hinaus definitionsgemäss auch die Korrelation der Anlageklassen untereinander. Mit anderen Worten: Wir dürfen beim Setzen der Anlagestrategie weder historische Erträge noch deren Korrelationen als Ausgangspunkt für unsere Entscheidungen nehmen.

Zusammengefasst müssen wir also feststellen: Nullzinsen bedeuten nicht einfach tiefere Zinsen. Wir befinden uns heute in einer Situation, in der wir konjunkturpolitisch mit dem Rücken zur Wand stehen und beim nächsten Konjunkturreinbruch mit einer tiefen Rezession rechnen müssen. Unsere institutionelle und private Vermögensverwaltung steht gleichzeitig vor der gewaltigen Herausforderung, neue Strategien für die Bewältigung einer Nullzinswelt zu finden. 2012 wird ein herausforderndes Jahr für unsere Entscheidungsträger. Nullzinsen auf Geld- und Kapitalmärkten bedeuten eben nicht Nulleffekte.

Klaus W. Wellershoff ist Chef der international tätigen Unternehmensberatung Wellershoff & Partners, Zürich, und Honorarprofessor für angewandte Volkswirtschaftslehre an der Universität St.Gallen.

Erhöhung des IWF-Beitrags Ein Nein würde die Schweiz isolieren

Das Parlament wird im Frühjahr erneut über eine Erhöhung des Schweizer Engagements beim Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie eine Anpassung von dessen Führungsstruktur entscheiden. Dabei geht es um eine Aufstockung des verzinsten Darlehens von 4,5 auf 7,5 Milliarden Franken. Das ist viel Geld, das angesichts des nicht mehr ausgeschlossenen Bankrotts Griechenlands und der unsicheren Lage anderer Euro-Staaten keine risikofreie Anlage mehr ist. Auch ist das Verhalten der Griechen frustrierend. Weiterhin sind bloss etwa 1000 statt 30000 Beamte entlassen, und Privatisierung sowie Liberalisierung bleiben leere Versprechen.

Trotzdem wäre ein Nein zum IWF-Engagement falsch. Erstens müssen alle Staaten ihren Beitrag zur Verhinderung einer epochalen Krise leisten – auch die Schweiz. Für den führenden US-Ökonomen Eichengreen droht der Weltwirtschaft entweder eine epochale Krise wie in den 1930er-Jahren, als auf den Zusammenbruch des Währungssystems Währungs-, Handels- und schliesslich militärische Kriege folgten. Oder die Welt geht den Weg der Währungskrise der 1970er-Jahre, als sich die Staatengemeinschaft nach dem Zusammenbruch des Vertrauens in die Reservewährung unter starker Beteiligung der Schweiz zu einer glaubwürdigen Lösung durchrang und die Krise nach einigen Jahren überwunden war. Die Schweiz ist heute noch globalisierter und exportorientierter als in den 30er-Jahren. Ein Zusammenbruch der Weltwirtschaft wie in den 30er-Jahren wäre für uns eine Katastrophe.

Zweitens ist der IWF die zur Lösung der Währungskrise wichtigste Organisation. Er darf nicht geschwächt werden. Europa versinkt immer mehr im erbitterten Streit zwischen fiskalkonservativen Nordländern und in der Rezession gefangenen Südländern. Europa wird nur einen Ausweg finden, wenn sich die deutschen Forderungen nach Schuldenbremse, Rentenreformen und Strukturereformen und die Forderungen der Südstaaten nach tieferen Schuldzinsen dank Solidarhaftung sowie Investitionen für eine wachstumsorientierte Politik finden. Zentral ist, dass ein Kompromiss gefunden wird. Hier spielt der IWF mit seiner Erfahrung und Glaubwürdigkeit die zentrale Rolle des Schiedsrichters.

Wir müssen eine Kernschmelze der Weltwirtschaft verhindern

Drittens darf die Schweiz in internationalen Organisationen wie dem IWF nicht weiter an Einfluss verlieren. Die Schweiz ist eine wirtschaftliche Macht, politisch sind wir ein Kleinstaat. Für unseren Erfolg ist es zwingend, dass international Völkerrecht statt Faustrecht gilt. Deshalb hat sich die Schweiz immer bei WTO und IWF engagiert. Die Gründung der G20 zeigt, wie unser Einfluss durch das Erstarken der Schwellenländer schwindet. Gleiches droht beim IWF, wo die Schwellenländer in den Entscheidungsgremien mehr Einfluss wollen. In der Gouvernanzreform führte das EFD die von Bundesrat Merz begonnene Verhandlungsstrategie offenbar erfolgreich weiter: Zwar rutsch-

unsere Ländergruppe auf den 19. Platz ab. Unser Sitz im auf 20 Sitze zu reduzierenden Direktorium bleibt aber ebenso gesichert wie die Führungsstellung innerhalb unserer Ländergruppe. Um unsere Position zu halten, ist das zusätzliche IWF-Engagement Voraussetzung. Ein Nein zum Engagement würde die Schweiz isolieren. Wer sich in Krisenzeiten isoliert, kann nicht mehr auf die Sympathie anderer Staaten zählen und verliert die Einfluss- und Drohmöglichkeiten.

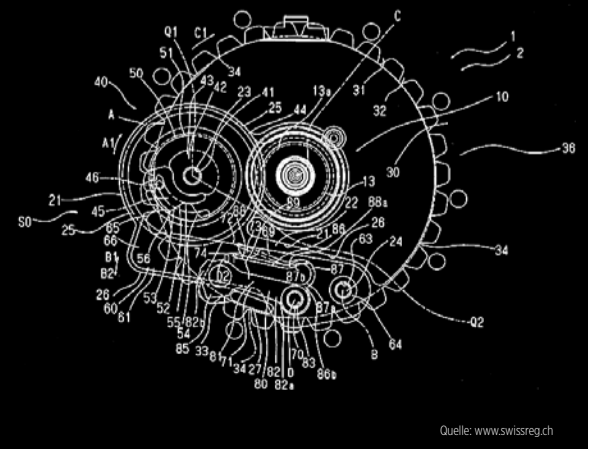
Eine solche Drohkulisse muss der Bundesrat für den Fall aufgebaut haben, dass unser Direktorium trotz Finanzengagement angegriffen wird. Dann müssen die anderen Staaten wissen, dass mit Vorstössen zur Reduktion und gar Kündigung unseres Engagements beim IWF zu rechnen wäre. Bis weit in die FDP würden solche Vorstösse unterstützt. Als eine der wenigen Gläubigernationen Europas muss die Schweiz ihren Sitz halten, was im Interesse aller stabilitätsorientierten Staaten ist. Ein Rückzug der Schweiz ist nur eine Ultima Ratio. Das ist jedoch nur ein wichtiger Nebenschauplatz im Vergleich zur Frage, wie wir eine Kernschmelze der Weltwirtschaft verhindern. Dafür ist mehr Engagement der Schweiz auf finanzieller und vor allem personeller Ebene beim IWF, bei der OECD, der WTO und den UNO-Organisationen zentral und Abschottungsforderungen ein kurzsichtiges, gefährliches und populistisches Sägen auf dem Ast, auf dem wir sitzen.

Markus Hutter, Nationalrat und Unternehmer, Vizepräsident FDP, Die Liberalen

genial
CH 703 212 A2

Patentanmeldung: Kalendermechanismus und Zeitmesser

Ein Kalendermechanismus, der folgende Teile bzw. Merkmale aufweist: ein Kalender-Antriebsrad (40), das mit einem Kalenderfinger (46) ausgestattet ist, einen Stellklinken-Trägerhebel (60) und eine Stellklinke (80), die gegenüber dem Stellklinken-Trägerhebel verschwenkbar ist und über dem Hauptkörper des Stellklinken-Trägerhebels angeordnet ist.



Quelle: www.swissreg.ch