

Perspektiven für Weltwirtschaft und Finanzmärkte

Dr. Klaus W. Wellershoff

(es gilt das gesprochene Wort)

Meine Damen und Herren,

ich muss sagen, ich bin überrascht, heute Abend so viele Gäste bei uns begrüßen zu dürfen. Sie sind mutig, zu einem Vortrag zum Thema Wirtschaft und Finanzmärkte zu gehen, obwohl Sie ja wahrscheinlich ahnen, was ich Ihnen prognostizieren werde.

Bei all den schwerverdaubaren Analysen, unangenehmen Daten und daraus abgeleiteten Aussichten lassen Sie mich Ihnen daher gleich am Anfang versichern, auch in der wohl schwärzesten Stunde der Wirtschaftsentwicklung der letzten sechzig Jahre glaube ich fest daran, dass es Gelegenheiten für unternehmerisches Handeln gibt. Gerade, wenn sich Konsumentenverhalten und Wirtschaftsstrukturen ändern, kann man als Unternehmer gestalten. Gerade jetzt ist die Zeit in der man optimistisch voran gehen muss, auch wenn der Weg anfänglich dunkel und gefährlich erscheint.

In diesem nach vorne gerichteten Sinne, lassen Sie uns heute Abend gemeinsam über die weitere Entwicklung von Weltwirtschaft und Finanzmärkten nachdenken. Sie dürfen nach dem Gesagten darauf vertrauen, dass ich dabei nicht in den Wettbewerb der Pessimisten um die dunkelste Prognose einsteigen werde. Die Lage ist sehr ernst, aber nicht so hoffnungslos, wie einem das bei der Lektüre der Tagespresse manchmal erscheinen kann. Gerade die Betrachtung des Weltgeschehens aus nationalökonomischer Perspektive kann dabei einen Beitrag leisten, sich auf wichtige Entwicklungen mit Realismus vorzubereiten. Nicht auf alle – leider – aber es gibt absehbare Entwicklungen, denen wir uns nicht verschliessen sollten.

In diese Richtung geht auch mein Fazit aus zwölf Jahren Chefökonomie, das ich gerne an den Anfang unserer Betrachtungen stellen möchte: 1) wir wissen wenig, 2) das Wenige, was wir wissen, ist aber sehr mächtig und 3) wir geben uns unglaubliche Mühe, das Wenige, was wir wissen, nicht wahrhaben zu wollen.

Lassen Sie mich diese Erkenntnisse anhand eines Teils des Inhalts meiner letzten jährigen Rede im Rahmen dieses Veranstaltungszyklus festmachen. Ein wichtiger Teil meiner Ausführungen war den Ursachen und Folgen der grossen Ungleichgewichte am Devisenmarkt gewidmet. Auch wenn wir nicht müde geworden sind, vor der Scheingenaugigkeit von Devisenprognosen auf einen Zeitpunkt hin zu warnen, war die Lage doch eindeutig genug, um Ihnen entgegen landläufiger Meinung der Prognostiker eine Aufwertung des Franken und des Dollars gegenüber dem Euro zu prognostizieren. Ebenso haben wir Ihnen eine weitere Aufwertung von Yen und Yuan in Aussicht gestellt. Fragen wir uns doch selbstkritisch, was wir mit diesen eindeutigen Warnsignalen gemacht haben?

Noch schlimmer als brauchbare Information auszublenken erscheint mir, dass viele von uns sich von Prognosen und Empfehlungen beeinflussen lassen, die häufig in Bereichen gefällt werden, in denen wir gar nichts wissen. Wie anders ist die hohe Popularität von Börsenprognosen zu verstehen. Wo steht der SMI am Ende des Jahres? Ich habe nie an solchen "Wettbewerben" teilgenommen, weil ich glaube, dass man solche Prognosen einfach nicht machen kann. Das heisst nicht, dass man sich nicht am Aktienmarkt bewegen kann oder sollte, das heisst einfach, dass das spekulative "Traden" nach allem, was wir wissen, keinen systematischen Erfolg ohne das Eingehen von grossen Risiken mit sich bringt. Die alte Börsenweisheit: "Hin und Her macht Taschen leer" hat ja nun auch unsere Bank lernen müssen. Seltsam eigentlich, dabei haben wir das doch lange schon gewusst...

Nun aber genug der Grundsatzbemerkungen, was kann man denn heute nach unserer Einschätzung über die kommenden Jahre sagen? Was sind denn die Dinge, über die wir Aussagen machen können?

Lassen Sie mich beginnen mit der fundamentalen Fragestellung nach dem Wachstum. Entgegen der landläufigen Meinung, dass die Wirtschaft heute nur kurzfristig orientiert sei, wissen wir in der Ökonomie vor allem über nachhaltige Wachstumsprozesse sehr viel, wahrscheinlich sogar mehr als über das Auf und Ab der Konjunktur. Zu den robustesten Ergebnissen der

Wirtschaftswissenschaften gehören denn auch die Erkenntnisse der Wachstumstheorie, die die treibenden Faktoren der nachhaltigen Entwicklung des Volkseinkommens beschreibt und quantifizieren kann. Mit Hilfe der Arbeit in diesem Feld können wir bestimmen, wie schnell eine Volkswirtschaft wachsen kann, ohne dass es zu Überhitzungserscheinungen kommen muss. Treibende Faktoren für das Wachstum des Volkseinkommens sind vor allem die Entwicklung der in der Wirtschaft geleisteten Arbeitsstunden, die Entwicklung der Investitionen in den produktiven Apparat der Wirtschaft und die Ausbreitung des technischen Fortschritts.

Was sagt uns nun die Wachstumstheorie? Wie schnell wäre denn nachhaltiges Wachstum in den vergangenen Jahren ausgefallen? Beginnen wir doch einfach zu Hause: nach unserer Einschätzung liegt das nachhaltig erzielbare Einkommenswachstum in der Schweiz bei knapp über 1 ½ Prozent. Wenn dann der positive Effekt des deutlichen Zuzugs von qualifizierten Arbeitskräften aus Europa abnimmt, werden wir bei höheren Einkommen nur noch mit 1 ¼ nachhaltig wachsen können. Im Euroraum liegt das nachhaltig mögliche Wachstum im Augenblick ebenfalls bei etwas mehr als 1 ½ Prozent. In den USA, dass auf Jahre hinaus Einwanderungsland bleiben wird, sollte ein gesundes Wachstum von bis zu 3 Prozent möglich sein. In China beträgt im Augenblick das nachhaltige Wachstum gut 8 ½ Prozent.

Sind wir in der Lage zu bestimmen, wie nachhaltiges Wachstum für ein Land aussieht, fällt es auch nicht schwer, dieses mit dem augenblicklichen Wachstum eines Landes zu vergleichen und Rückschlüsse auf die weitere Entwicklung zu ziehen. So sind die USA in den letzten Jahren vor der Krise eben deutlich schneller gewachsen als stabil möglich erscheint und auch in China tut sich nach jahrelangem Wachstum mit über 10 Prozent eine deutliche Differenz auf.

Noch interessanter wird es, wenn man versucht zu bestimmen, woher die Abweichungen der Wachstumsentwicklung kommen. Genau das haben wir versucht, für sie in den vergangenen Jahren zu tun. So haben wir immer wieder darauf hingewiesen, dass das amerikanische Wachstum zum Beispiel massgeblich durch eine nicht nachhaltige Entwicklung des Konsums geprägt ist. Der Anteil des Konsums am Volkseinkommen der Amerikaner ist dann auch in den letzten fünfzig Jahren von ungefähr sechzig Prozent des Volkseinkommens, was dem Wert der europäischen Industrienationen entspricht, auf in der Spitze über 72 Prozent gewachsen.

Ein anderes Ungleichgewicht, was wir in den vergangenen Jahren thematisiert haben, war die Entwicklung der Unternehmensgewinne. Bereits im Jahr 2006 haben wir darauf hingewiesen, dass die Unternehmensgewinne nicht auf Dauer schneller wachsen können als das Volkseinkommen, da sie ja sonst die Löhne komplett verdrängen würden. In den vergangenen zwei Jahren haben wir darauf hingewiesen, dass die Unternehmensgewinne weltweit den höchsten jemals gemessenen Stand erreicht hatten und dass mit einer Korrektur von 20-30 Prozent zu rechnen sei. In unserer Anlagestrategie haben wir diese Erwartung dadurch berücksichtigt, dass wir Ihnen bis in den vergangenen Herbst geraten haben, weniger Aktien in Ihren Depots zu halten, als Sie das im Normalfall tun würden. Dass wir nicht aggressiver in unserer Empfehlung waren, lag sicher daran, dass wir feststellen zu können meinten, dass selbst auf den tiefer erwarteten Niveaus der Gewinne die Bewertung der Märkte attraktiv erschien. Im Nachhinein betrachtet waren wir zu vorsichtig.

Gleiches gilt wohl auch für die Ungleichgewichte an den Immobilienmärkten über die wir in den letzten Jahren miteinander nachgedacht haben. Zwar haben wir früh schon auf die uns auf Dauer nicht haltbaren Preissteigerungsraten in den USA und Grossbritannien hingewiesen, einen solchen Einbruch wie wir ihn nun in vielen Märkten für Wohnimmobilien sehen, haben wir Ihnen aber nicht prognostiziert, geschweige denn, dass wir erwartet hätten, dass in der Folge die Obligationenmärkte so stark betroffen wären. Für das Wachstum hat das unmittelbare Folgen im Bereich der Investitionen im Wohnbau von auch für uns US-Skeptikern nur schwer vorstellbarem Ausmass gehabt. In den USA zum Beispiel haben die Neubauten von Wohnungen und Einfamilienhäusern im Boom von einer normalen Entwicklung von 1,4 auf in der Spitze 2,3 Millionen Wohnungen und Häuser zugenommen. Im Augenblick werden nur gerade noch eine halbe Million hergestellt. Dieser Rückgang beim Wohnbau allein erklärt einen Wachstumseinbruch von gut 3 Prozent des Bruttoinlandprodukts.

Es ist schon interessant die Kommentierung der jüngeren Wirtschaftsgeschichte vor diesem Hintergrund zu sehen. Erinnern Sie sich an die Theorie der "Neuen Ökonomie"? Ende der neunziger Jahre wollten uns vor allem US-Ökonomen erklären, Sie hätten das Äquivalent zum Stein der Weisen in Form der Internetökonomie gefunden. Rezessionen seien nun nicht mehr zu erwarten und Inflation wäre ein Thema der Vergangenheit. Während wir Sie damals davor gewarnt haben, diesen Humbug nicht zu glauben, können wir

heute mit Bestimmtheit sagen: hinter der Neuen Ökonomie hat also nichts anderes gesteckt als Überkonsum, Überinvestition und Immobilienblase.

Insbesondere haben die tiefen Zinssätze, gepaart mit der raschen Entwicklung des Finanzsektors, dazu beigetragen, dass ganze Bereiche der Wirtschaft schneller gewachsen sind, als das nachhaltig möglich erscheint. Wenn wir jetzt in die Zukunft blicken, müssen wir also die Frage beantworten, um wie viel und wie schnell wird sich diese Schieflage korrigieren?

Bevor ich das versuche, erlauben Sie mir ein Wort zur Rolle des Finanzsektors in unserer Wirtschaft zu sagen. Es ist unzweifelhaft, dass auch die Finanzdienstleister zu den Branchen der Wirtschaft gehören, die von dem Überwachstum der vergangenen Jahre profitiert haben. In vielen Fällen waren wir Banker instrumental, damit es überhaupt zu einem solchen Überwachstum kommen konnte. Ich sage bewusst, instrumental, da für mich diejenigen, die ohne dazu finanziell in der Lage zu sein, Häuser gebaut oder gekauft haben, die über ihre Verhältnisse gelebt haben, oder diejenigen, die spekulative Währungspositionen eingegangen sind, für mich aus der Verantwortung nicht entlassen werden können. Das wäre so, wie wenn man dem Übergewichtigen sagen würde, an seinem Übergewicht ist der Konditor mit den feinen Törtchen schuld.

Dennoch: Hypotheken, Konsumkredite oder die Finanzierung der berühmten "carry trades" sind durch Banken gemacht worden und wir Banker bekennen uns ja mittlerweile auch ausdrücklich zur Mitverantwortung. In dem Masse, wie diese Geschäftsarten über das Mass gewachsen sind, werden sie auch wieder verschwinden und mit Ihnen auch ein Teil der Wertschöpfung der Banken. Damit verschwinden aber auch Steuereinnahmen für die öffentliche Hand. Heute liegt die Wertschöpfung in der Schweizer Finanzindustrie gut 30 Milliarden über dem Wert von 1995. Das ergibt Mehreinnahmen für die öffentliche Hand von gut 7 Milliarden pro Jahr. Wir dürfen wohl nicht ausblenden, dass auch der Staat massiv von dem eben nicht immer nachhaltigen Wachstum der Finanzindustrie profitiert hat.

Wenn man in diesen Tagen die veröffentlichte Diskussion verfolgt, klingt in meinen Ohren da fast eine Schadenfreude an der schwierigen Situation der Banken mit. Wenn man weiss, dass in der Schweiz in den letzten beiden Konjunkturzyklen während der Expansionsphasen zwischen der Hälfte und einem Drittel des Wachstums von nicht einmal fünf Prozent Beschäftigten in der Finanzdienstleistung erwirtschaftet worden ist, muss man sich Sorgen

machen, über die Ignoranz und teilweise Leichtfertigkeit mit der mit der nach Wertschöpfung gemessen wichtigsten Branche der Schweizer Wirtschaft umgegangen wird.

Kommen wir also zur Frage, wie gross die Korrektur im Wachstum sein wird. Zumindest der Grössenordnung nach lässt sich das auch anhand der bereits zitierten Wachstumstheorie versuchen abzuschätzen. Die grössten Übertreibungen waren in den Industrienationen insbesondere in den USA und Grossbritannien, bei den Schwellenländern in China und einer Reihe von Rohstoff produzierenden Ländern. So lag nach unseren Berechnungen das Volkseinkommen der USA aufgrund des Überkonsums und des Investitionsbooms als Folge von Immobilienblase und der enormen Unternehmensgewinne gut fünf Prozent über dem als nachhaltig eingestuften Wert. In Grossbritannien erscheint die Abweichung des Volkseinkommens aufgrund von Immobilienblase und der Bedeutung des Finanzsektors ähnlich gross. Auch wenn wir in der Schweiz ja keine Übertreibungen am Immobilienmarkt wie im Ausland kennen, müssen wir damit rechnen, dass der Finanzsektor aber auch der über Jahre aufgrund von spekulativer Transaktionen aus dem Lot geratenen Wechselkurs zum Franken, zu übermässig starkem Wachstum geführt hat. Dementsprechend müssen wir auch in der Schweiz mit einem grösseren Rückschlag rechnen.

Dass auch in vielen Schwellenländern das Rückschlagspotential erheblich ist, ist schon aus den Bemerkungen zum Trendwachstum Chinas deutlich geworden. Offen bleibt die Frage, wie nun diese Wirtschaften auf den nachhaltigen Wachstumspfad zurückfinden werden. Insbesondere in China kommt hinzu, dass sich die Wachstumsfähigkeit in den kommenden Jahren weiter zurückbilden wird. Entwickelt sich China auch nur annähernd entlang dem Pfad anderer asiatischer Schwellenländer wie Japan in den 60er und 70er Jahren oder Korea in den 80ern, wird in den kommenden Jahren die Investitionsquote deutlich rückläufig sein. Nehmen Sie die prekäre demografische Situation hinzu, die Ein-Kind-Politik führt dort ähnlich schnell wie bei uns zu einer Überalterung der Gesellschaft, belastet auch die Demografie. Zusammen gefasst rechnen wir nur noch mit einem Trendwachstum von gut 5 Prozent. Ohne Rezession hat eine solche Halbierung des Trendwachstums noch in keinem Schwellenland statt gefunden.

Schliesslich stellt sich bei all diesem Korrekturbedarf von Ungleichgewichten natürlich auch noch die Frage, ob die Rezession einfach nur das Volkseinkommen auf sein nachhaltiges Niveau zurück bringen wird, oder ob wir nicht sogar deutlich tiefer fallen können. Schliesslich ist ein Unterschreiten des Zielniveaus in einer Rezession durchaus typisch. Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds weisen denn auch darauf hin, dass Rezessionen, die mit einem Vertrauensverlust in den Finanzsektor gepaart sind, im Schnitt doppelt so schwer ausfallen, wie normale Kontraktionen. Damit müssten die USA und Grossbritannien mit einem Einbruch von 10 Prozent des Volkseinkommens relativ zum Trend rechnen. Bei einem Trendwachstum von beispielsweise 2,5% wären das vier Jahre ohne Wachstum oder zwei Jahre mit jeweils 2,5% negativem Wachstum.

Das sind schlimme Grössenordnungen und erklärt, warum die Stimmung im vergangenen Herbst auch in vielen von den Ungleichgewichten weniger betroffenen Ländern gekehrt hat. Nicht nur hat das weltumspannende Finanzsystem über die weltweit nötigen Abschreibungen für eine Übertragung des Virus gesorgt, auch viele export-orientierte Unternehmungen haben den kalten Atem der Wachstumsverlangsamung gespürt. Selbst ein Land wie Japan, das in diesem Zyklus selbst keine Übertreibungen im Immobilienmarkt, an der lokalen Börse oder beim privaten Konsum gekannt hat, ist damit in den Strudel der Weltrezession geraten. Erschwerend kommt bei den Japanern hinzu, dass der Yen jahrelang durch die Notenbank künstlich geschwächt worden ist, um die eigenen Exporte zu befördern. Eine Tatsache, die auch von vielen Anderen – vom Hedge Funds bis zum österreichischen Häuslebauer – ausgenutzt worden ist. Sich im Yen zu künstlich tiefen Zinsen zu verschulden, war wahrscheinlich die grösste Währungsspekulation, die die Welt je gesehen hat. Mit der Verschärfung der Finanzkrise und der damit erzwungenen Zurückhaltung der Banken, weiterhin spekulative Kredite zu vergeben, ist der so genannte "carry trade" zusammen gebrochen. In nur einem halben Jahr hat sich der Yen gegenüber dem Dollar um 20 und dem Euro um über 30 Prozent aufgewertet. Bei gleichzeitigem Nachlassen der Weltkonjunktur eine Katastrophe für die japanische Wirtschaft. Heute liegt die Industrieproduktion um über 20 Prozent unter dem Wert vom vergangenen Sommer. Jede fünfte japanische Fabrik steht damit still.

In der Folge solcher Entwicklungen hat sich die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten weltweit in den vergangenen Monaten dramatisch

verschlechtert. Ich bin normalerweise vorsichtig mit Superlativen, aber eine solch starke und vor allem parallele Verschlechterung der Einschätzung der wirtschaftlichen Zukunft durch Unternehmen und Private Haushalte in praktisch allen Ländern der Erde haben wir bis zum heutigen Tag nie gemessen und wahrscheinlich auch nie gesehen. Kein Wunder, dass viele Kommentatoren die augenblickliche Situation mit der Weltwirtschaftskrise der 20er und 30er Jahre vergleichen.

Mir scheinen solche Vergleiche allerdings sehr weit hergeholt. Vor allem, weil deutlich zu sehen ist, dass wir viel aus der Vergangenheit gelernt haben. So besitzen heute fast alle Länder wirtschaftspolitische Institutionen, die sich aktiv um die Wirtschaftsentwicklung kümmern. Die Art und Weise, mit der sich z.B. die Notenbanken um die Stabilität des Finanzsystems verdient gemacht haben, ist sicherlich nicht vergleichbar mit dem Vorgehen der Notenbanken damals. Was ich damit sagen will, ist, dass wir wohl kaum die gleichen Fehler wie damals machen werden, was uns aber nicht davor schützt, konfrontiert mit neuen Herausforderungen neue Fehler zu machen.

Immerhin scheint einer der Kardinalfehler der Wirtschaftspolitik der dreissiger Jahre sich nicht zu wiederholen. Trotz zunehmend schwieriger Wirtschaftslage werden die Rufe nach einer Abschottung der jeweiligen nationalen Wirtschaftsräume nicht lauter. Im Gegenteil, während der Kandidat Obama noch allerlei populistisch, protektionistische Thesen vertreten hat, betont der Präsident Obama, dass die Welt nur gemeinsam aus dem Schlamassel wieder herausfinden kann. Auch die jüngsten Äusserungen von Premier Putin oder der chinesischen Regierung zeigen deutlich, dass rund um den Globus die Einsicht gereift ist, dass Protektionismus die Weltrezession nur verschlimmern würde. Die Globalisierung, die in den letzten Jahren mehr als eine Milliarde Menschen aus der Armut geholfen hat, wird weiter gehen. Zu gross sind die gegenseitigen Abhängigkeiten und die Chancen für eine weitere Verbesserung der Lebensbedingungen der Menschen. Und zu gross ist die Erkenntnis, dass wir alle in demselben Boot sitzen.

Dennoch wird uns nicht alles, was wir aus der grossen Weltwirtschaftskrise gemeint gelernt zu haben, heute helfen. Insbesondere die damals unter der intellektuellen Führung des wohl einflussreichsten Ökonomen des vergangenen Jahrhunderts, John Maynard Keynes, angedachten Instrumente der aktiven Konjunkturpolitik erscheinen zunehmend stumpf. Von den drei wichtigsten

Stimulanzmitteln werden mindestens zwei im Augenblick nur wenig bewirken können.

Als erstes erscheint eine aktive Wechselkurspolitik in diesem Umfeld wenig Sinn zu machen. Wenn es Allen gleichzeitig schlecht geht, hilft auch eine gezielte Abwertung der eigenen Währung nicht. Die Aufträge für die Exportindustrie werden einfach ausbleiben, solange die Konjunktur im Ausland eben auch nicht läuft. Gleichzeitig kann man sicherlich sagen, dass die Politik schwacher Wechselkurse Japans, Chinas, aber auch der USA gegenüber Europa eine Mitschuld an dem Aufbau der grossen Ungleichgewichte trägt, wie wir vorhin gesehen haben.

Die zweite von den Keynesianern propagierte Methode, die Wirtschaft zu stimulieren, das Senken der Zinsen, wird im Umfeld der Finanzkrise ebenfalls nur wenig erfolgreich sein. So sind die Banken zunächst einmal gefordert, ihr eigenes Haus in Ordnung zu bringen. Wenn man dann noch als Staat eine höhere Eigenkapitalquote der Banken verlangt, wirkt das der Stimulierung der Wirtschaft durch tiefere Zinsen sogar entgegen. In einem Umfeld, in dem privat finanzierte Kapitalerhöhung nicht realistisch erscheinen, lässt sich das nämlich nur durch einen Abbau der Aktivseite der Bankbilanzen erreichen. Da die wichtigste Position dort aber die ausstehenden Kredite sind, kommt das der Forderung einer Kreditverknappung gleich. Um im Bild des Übergewichtigen zu bleiben, ist das so wie zu verlangen, er solle abnehmen, müsse aber weiter genauso viele Törtchen essen, wie bisher.

Kreditverknappung bedeutet aber tendenziell höhere Zinsen. Wenn dann die Zentralbank die Geldmarktsätze senkt, kann so vielleicht dieser Tendenz entgegen gewirkt werden. Wirklich tiefere Zinsen werden aber nur schwer zu erzielen sein.

Bleibt schliesslich die Frage, ob denn selbst, wenn die Banken bereit wären das Kreditvolumen auszudehnen, überhaupt Kreditnachfrage vorhanden wäre. Man ist in manchen Ländern geneigt zu sagen: hoffentlich nicht. Denken Sie an die USA: Heute noch geben die Amerikaner insgesamt jährlich 700 Mrd Dollar mehr aus als sie verdienen. Soll denn die Schuldenwirtschaft immer weiter getrieben werden? Es sind doch gerade diese Ungleichgewichte, die bereinigt werden müssen, ehe eine normale Wirtschaftsentwicklung wieder möglich erscheint.

Schliesslich bleibt als drittes Mittel keynesianischer Wirtschaftspolitik noch die Ausweitung der Staatsausgaben. In den öffentlichen Haushalten wird tatsächlich auch mit grosser, unvorstellbar grosser Kelle angerührt. Wie hat der deutsche Schauspieler Werner Finck im letzten Jahrhundert einmal gesagt: "Der Staatshaushalt ist ein Haushalt, in dem alle essen möchten, aber niemand Geschirr spülen will." Daran hat sich bis heute nichts geändert. Es wird Geld ausgegeben, von Einnahmen ist nicht die Rede. Im Gegenteil, die werden vor dem Hintergrund der Weltrezession deutlich zurück gehen. So verwundert es niemanden, dass die Budgetdefizite vieler Länder in die Höhe schnellen.

In den USA müssen wir dieses Jahr mit einem Budgetdefizit von über 12 Prozent des Bruttoinlandsprodukts rechnen. Das deutlich mehr als dem Dreifachen des Schweizer Volkseinkommens. Die Chinesen haben ein Konjunkturpaket in der Grösse von 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts angekündigt. Auch die europäischen Nachbarn geben sich grosszügig und ziehen einen Wechsel nach dem anderen auf die Zukunft. Ingesamt müssen wir dieses Jahr mit einer Nettoneuverschuldung der öffentlichen Hand von 3 ½ Tausend Milliarden USD oder dem Achtfachen des Schweizer Volkseinkommens rechnen.

Unwillkürlich stellt sich einem da die Frage, wer soll das finanzieren? Wer bezahlt am Ende dieses gigantische Stimuluspaket? Oder im Bild von Werner Finck, wer macht den nun den Abwasch, nachdem die Party vorüber ist? Doch soweit sind wir noch nicht. Lassen Sie uns zunächst überlegen, ob das aufgefahrene Arsenal von wirtschaftspolitischen Massnahmen denn Wirkung zeigen wird.

Mir scheint unvorstellbar, dass die geballte Ladung an stimulierenden Massnahmen keine Wirkung zeigen wird. Die Mehrnachfrage durch den Staat ist eben mehr Nachfrage und wird zu einem guten Teil die ausgefallene Nachfrage der Privaten ersetzen können. Das trifft die Wirtschaft allerdings sehr ungleichmässig und die wichtigste Frage ist wohl, ob der wirtschaftspolitische Impuls denn auch die Stimmung und damit die Ausgabefreudigkeit der Haushalte und Unternehmungen stimulieren kann. Hier bleiben wir in unserer Einschätzung vorsichtig. Eine Weltrezession erscheint vor dem Hintergrund der geschilderten, negativen Einflussfaktoren unvermeidlich. Die USA werden aber immerhin gegen Ende des Jahres eine vorsichtig wachsende Wirtschaft erleben. In Grossbritannien, Spanien und

einigen kleineren EU Ländern dagegen müssen wir mit fallenden Einkommen bis in den nächsten Frühling rechnen. Und schliesslich auch in der Schweiz, in der der fiskalische Impuls ja vergleichsweise bescheiden ausfällt, wird nach unserer Einschätzung die Erholung bis zum ersten Quartal des nächsten Jahres auf sich warten lassen. Insgesamt gibt das eine Weltwirtschaft, die in diesem Jahr nur mit einem Prozent wachsen können wird.

Von einem gewohnt starken Aufschwung im kommenden Jahr ist dann leider ebenfalls nur wenig zu erkennen. Dies gilt umso mehr als wir dann ja irgendwann einmal die stimulierenden Massnahmen wieder zurücknehmen müssen. Sprich, wenn die private Nachfrage wieder anzieht, wird der Staat deutlich zurück buchstabieren müssen, was dann zumal Wachstum kosten wird. Die kommenden Jahre werden dementsprechend wohl eine Weltwirtschaft mit Wachstumsraten deutlich unter Trend erleben.

Bleibt die Frage, wer finanziert das Ganze, oder im Finckschen Bild, wer besorgt den Wein für das Festessen? Unter normalen Umständen müsste man annehmen, dass der Appetit auf Staatsanleihen begrenzt sein müsste. Immerhin haben die weltweiten Vermögen insgesamt aufgrund des Einbruchs bei Immobilien und Aktienmärkten empfindlich abgenommen. Würden die Anleger Ihre Vermögensaufteilung konstant halten, so wie das viele Banker empfehlen, müsste es eigentlich auch zu einem Abgabedruck bei den anderen Anlageklassen kommen, so ähnlich wie wir das in jüngster Zeit als Verkaufsdruck auf allen Anlagen gesehen haben.

Verkauf von Obligationen würde aber fallende Preise und damit synonym steigende Zinsen bedeuten. Dass die Zinsen auf Staatsanleihen in letzter Zeit aber eher zu fallen begonnen haben, deutet also auf andere Marktkräfte hin als diejenigen, die bei den anderen Anlageinstrumenten gegolten haben. Sicherlich ist da zunächst einmal der Reflex, in vermeintlich sichere Werte zu flüchten, zu nennen. Tatsächlich gibt es Anleger, die in Krisenzeiten riskante Anlagen verkaufen und in Staatsanleihen investieren. Nur wie sicher ist eine zehnjährige US-Staatsanleihe mit einer Endverfallsrendite von augenblicklich 2 ½ Prozent, wenn gleichzeitig die Staatsverschuldung explodiert?

Im Erfolgsfall, sprich, wenn die Stimulierungspakete funktionieren und die Menschen wieder Vertrauen in das Finanzsystem fassen, wird sich Flucht in Staatsanleihen schnell umkehren und die Preise für die Anleihen werden fallen, respektive die Zinsen werden wieder steigen. Bereits jetzt haben einzelne Staaten Probleme Ihre Wertpapiere ohne einen negativen Zinseffekt an den

Mann oder die Frau zu bringen. Bis jetzt sind die Zentralbanken eingesprungen. Es sieht so aus, als wäre das auch in den kommenden Monaten nötig. Aber Defizite durch neue Schulden finanziert, die nur Dank der Notenpresse abgesetzt werden können, machen nicht nur einem Ökonomen Angst. Wie hat der ehemalige Ministerpräsident Baden-Württembergs Lothar Spät einmal in Bezug auf Staatsverschuldung gesagt: "Adam Riese kann man nicht abwählen."

Der niederländisch-englische Ökonom David Ricardo hat uns schon im frühen neunzehnten Jahrhundert demonstriert, dass gekaufte Staatsschuldverschreibungen schliesslich kein Vermögen sind. Warum? Wenn der Staat seine Schuld nicht begleicht, dann ist die Sache klar. Wenn er sie begleichen will, kann er das aber nur durch in der Zukunft höhere Steuereinnahmen tun. Eigentlich kauft man bei einer Staatsobligation somit nur seine zukünftigen Steuerzahlungen. Die Katze beisst sich in den Schwanz. Wenn der Staat die Steuern aber nicht anheben kann, dann hat er immer den Ausweg über Inflation den realen Wert der Schulden herabzusetzen. Inflationär gestiegene Einkommen geben eben auch höhere Steuereinnahmen.

Auch wenn das weit hergeholt klingt, erste Anzeichen einer solchen Entwicklung sind erkennbar. Ohne eine flächendeckenden Staatsbankrott oder deutlich höhere Inflationsraten lässt sich der nun aufgehäufte Schuldenberg nicht mehr abtragen. Der erstere ist schier unvorstellbar und solange eine Regierung eine eigene Währung hat auch durch fleissiges Gelddrucken abwendbar. Sie kennen das, solange der Notenbankpräsident sagen kann: "Luigi, geh in den Keller, druck noch etwas Geld." geht dem Staat das Geld nicht aus. Das "solange eine Regierung eine eigene Währung hat" ist dabei ein wichtige Einschränkung. Ich bin gespannt, wie das in der Währungsunion unserer europäischen Nachbarn weiter geht. Vielleicht sind die Probleme Griechenlands und Irlands nur der Anfang einer schwierigen, nicht nur fiskalpolitischen Auseinandersetzung in der EU.

Damit ist das landläufige Bild, dass die zukünftigen Generationen den Kater bekommen werden, wohl nicht ganz richtig. Diejenigen, die sich heute reich wähnen, und das sind in den Industrienationen die Menschen von fünfzig Lebensjahren aufwärts, werden erleben, dass ihr vermeintliches Vermögen sich nur teilweise als werthaltig entpuppen wird. Einen ersten Teil dieser Abwertung haben die sogenannten realen Anlagegüter Aktien und Immobilien hinter sich, der zweite Teil wird auf den nominalen Vermögen wie

Versicherungsprämien, Obligationen oder Festgeldanlagen erfolgen. Auch wenn Ihnen das jetzt wirklich weit hergeholt erscheint, bitte bedenken Sie, wie die teuersten Worte der Weltgeschichte lauten: "This time it's different." heissen. Vor der Internetblase haben wir sie ausdrücklich gewarnt, die Immobilienblase haben wir erkannt, aber wir waren nicht konsequent genug. In dieser Situation möchte ich mir nicht sagen, dass wir nicht eindeutig genug mit unserer Warnung gewesen sind.

Mit diesen Bemerkungen zur keynesianischen Wirtschaftspolitik wird deutlich, dass das Eis auf dem wir uns bewegen, das Urvertrauen, das wir in die Allmacht des Staates haben, mit jedem Zyklus dünner wird. Auch wenn wir mit aller Bescheidenheit sagen müssen, dass wir nicht wissen, ob es in diesem Zyklus schon brechen wird, erscheint doch eine ganz allgemeine und gegen den Zeitgeist laufende Schlussfolgerung angebracht:

Es erscheint mir eine Ironie der Wirtschaftsgeschichte, dass wir im Augenblick, wo alle rufen, dass der Raubtierkapitalismus besiegt sei, dass das Ende von Laissez-faire endlich erreicht sei, wir es grundlegend mit den letzten Zuckungen eines falsch gebrauchten, staatlichen Interventionismus bei der Konjunkturpolitik zu tun haben. Bitte verstehen Sie mich richtig: ich glaube, dass viele der in den letzten Monaten getroffenen Massnahmen absolut notwendig waren, um das Wirtschaftssystem zu stabilisieren. Notwendig geworden sind sie aber, weil unverantwortliche Wirtschaftspolitik, insbesondere in den USA, aber auch in Asien uns in eine Sackgasse manövriert haben. Die in der letzten Rezession eingeschlagene, erneute Expansion der Geldmenge und die gigantischen Steuergeschenke der Regierung Bush haben den Amerikanern vorgegaukelt, dass nichts falsch sei am "American Way of Life". Gemeinsam mit der einseitig wachstumsorientierten Währungspolitik der grossen asiatischen Länder haben wir eine Wachstumsphase in der Weltwirtschaft erlebt, wie zuletzt Anfangs der siebziger Jahre. Möglich war das nur aufgrund der dargestellten Ungleichgewichte und Fehlentwicklungen, die sich nun schlagartig zu korrigieren beginnen.

Trotz dieser Erkenntnis, dass aktive Wirtschaftspolitik einen guten Teil Mitschuld an der Entstehung der Schief lagen in der Weltwirtschaft trägt, müssen wir damit rechnen, dass der Staatseinfluss auf die Wirtschaft weiter wachsen wird. Auch hier bitte ich Sie mich recht zu verstehen: jeder gute Ökonom weiss, dass es durch den Staat gesetzte Regeln braucht, damit eine Volkswirtschaft effizient funktionieren kann. Und nochmals, der Staat hat sich

in vielen Ländern, allen voran hier bei uns in der Schweiz als äusserst kompetenter Krisenmanager erwiesen. Aber gleichzeitig müssen wir nüchtern feststellen, dass staatlicher Einfluss nicht nur positiv in der Krise war. In Amerika waren die beiden grössten Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac staatlich kontrolliert. Und auch der US-Notenbankchef Alan Greenspan hat lange Zeit das starke Wachstum des Subprime-Hypotheken-Marktes als Mittel zur Verbreiterung des Hauseigentums uneingeschränkt gelobt.

Auch ist das Bankgeschäft wohl eines der Geschäfte, die am engsten überhaupt reguliert sind. Von Laissez-faire im Banking, oder vom ungezügelten Kapitalismus an Wall Street zu reden, zeugt von wenig Sachverstand. Trotz einer enormen Regulierungsdichte kam es aber zu den nicht zu verniedlichenden Fehlern bei uns Banken. Hoffen wir also, dass es nicht mehr Regulierung, sondern bessere Regulierung in Zukunft geben wird.

Jetzt schauen mich einige von Ihnen etwas verständnislos an, aber vielleicht bin ich als Deutscher ja auch einfach nur übersensitiv an dem Thema. Wir sind gut im Regulieren. Wir haben da eine Tradition vor der ich ein wenig Angst habe. Ich gebe Ihnen mal ein paar Kostproben deutscher Verwaltungsvorschriften aus den sechziger Jahren: aus der Regelung der Personalvertretung in Bundesbetrieben: „Besteht ein Personalrat aus nur einer Person, dann erübrigt sich die Trennung nach Geschlechtern.“ Aus der Invalidenversicherung für Bundesangestellte: „Der Tod stellt aus versorgungsrechtlicher Sicht die stärkste Form der Dienstunfähigkeit dar.“ Und schliesslich aus der Vorschrift zur administrativen Behandlung von Dienstreisen: „Stirbt ein Bediensteter während einer Dienstreise, so ist damit die Dienstreise beendet.“

Hoffen wir also auf Regulierung, die besser und zielgerichteter ist und uns hilft, die schlimmsten der gemachten Fehler nicht zu wiederholen.

Lassen Sie mich im letzten Teil meines Vortrags wie in den vergangenen Jahren versuchen zu interpretieren, was all diese Entwicklungen wohl für die Finanzmärkte bedeuten könnten. Lassen Sie mich dazu zunächst einige Dinge rekapitulieren: nach unserer Einschätzung stehen wir am Anfang einer weltweiten Rezession. Die Unternehmensgewinne bleiben weiter unter Druck und werden auch über die kommenden Jahre nicht wieder zu Höhenflügen ansetzen können, weil auch die wirtschaftliche Erholung eher enttäuschend ausfallen sollte. Gleichzeitig bleiben die Kreditmärkte angespannt. Zu den

Verwerfungen im Finanzsystem kommt ein ungeheurer Bedarf der öffentlichen Hand an Finanzmitteln. Mittelfristig bedeutet das, dass die Staatsverschuldung auch relativ zum Einkommen in seit dem 2. Weltkrieg nicht gekannte Höhen ansteigen wird. Das Rückzahlen der Staatsschuld wird wohl nur über höhere Steuern und/oder Inflation möglich sein. All das spricht dafür, dass im günstigsten Szenario einer Belebung der Weltwirtschaft in den kommenden Jahren das Zinsniveau deutlich ansteigen sollte. Auch wenn die Kurskorrekturen am Aktienmarkt uns auf ein Niveau zurückgeführt haben, dass aus einer Bewertungsperspektive interessant beginnt zu erscheinen, bleiben die Aktienmarktaussichten damit durchwachsen. Strukturell tiefe Gewinnwachstumsraten und gleichzeitig steigende Zinsen sind nicht das Holz, aus dem Aktienhaussen geschnitzt sind.

Auch in den berühmten alternativen Anlageklassen werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Bei einer vorsichtigeren Kreditpolitik der Banken in den kommenden Jahren sind alle Anlageaktivitäten, die auf "financial engineering" basieren, weniger attraktiv. Für Hedge Funds und Private Equity gilt wohl, dass nicht nur die erwarteten Erträge der getätigten Anlagen niedriger sein werden, sondern auch dass Fremdkapital – der berühmte leverage – in einer Phase des deleveraging des Finanzsektors teurer und schwieriger zu bekommen sein wird. Sowohl Hedge Funds als auch Private Equity verlieren damit deutlich an Attraktivität. Einzig bei den Rohstoffen ist zyklisches Aufschwungspotential zu vermuten. So werden die Themen Energieeffizienz und Wasserversorgung trotz Rückschlägen uns weiter verfolgen.

Welchen Rat kann ich Ihnen dann heute geben? Ich möchte Ihnen den gleichen geben, wie im vergangenen Jahr, als ich meine eigene Rede vom Frühjahr 2007 zitiert habe und Ihnen zu einer defensiven Positionierung Ihrer Anlagen geraten habe. Zitat:

„Und schliesslich müssen wir damit rechnen, dass traditionelle Finanzanlagen in den kommenden Jahren zunehmend an Attraktivität verlieren werden. Wenn wir in der langfristigen Betrachtung feststellen, dass wir historisch tiefe Zinsen haben, dann müssen wir eben wieder mit steigenden Zinsen rechnen. Das ist Gift für viele der traditionellen Anlageprodukte wie Obligationen und, mit Einschränkungen, auch für Aktien. Das legt nahe, dass wir uns in Zukunft wieder vermehrt mit defensiven Strategien des Sparens auseinandersetzen werden müssen.“ Dementsprechend lautet unsere Empfehlung: bitte nutzen

Sie die kommenden Wochen dazu, mit Ihrem Kundenberater über eine defensive Grundstrategie nachzudenken.“ Zitat Ende.

Meine Damen und Herren, die Welt wird sich in den kommenden Jahren verändern. Das war immer so. Selten waren die Zeiten für einen Ökonomen so spannend. Einer der grossen Schweizer Unternehmer sagte mir neulich: „Vor den Dingen, die Sie spannend finden, müssen wir uns in Acht nehmen.“ Es ist so, noch nie habe ich mir so sehr gewünscht, dass meine Prognosen falsch sein werden. Das gilt nicht nur für den ökonomischen Teil des Ausblicks. Für mich ist klar, dass wenn die Welt langsamer wachsen wird, wir mehr politische und soziale Konflikte sehen werden.

Dass dabei zunächst die mehr autokratischen Staatsmodelle an Attraktivität gewinnen werden, erscheint aufgrund der grossen Wirtschaftsprobleme des Westens normal. In diesem Zusammenhang wird von entscheidender Bedeutung sein, wie China den Übergang von rasantem zu immer noch schnellem Wachstum schaffen wird. Bei den zu erwartenden, anhaltend über den Raten des Westens liegenden Wachstumsraten könnte die kommende Wirtschaftsmacht China zunehmend auch als gesellschaftliches Vorbild an Bedeutung gewinnen. Die Vorstellung, dass Marktwirtschaft zwingend zu einer Demokratisierung nach westlichem Vorbild führen muss, müssen wir so oder so begraben, darüber haben wir in den vergangenen Jahren mehrfach gesprochen.

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich schliessen, in dem ich Ihnen ganz persönlich meinen Dank für Ihr offenes Ohr und für Interesse an meiner Arbeit ausspreche. Ich war nun zwölf Jahre lang in der Chefökonominnen Position für die UBS tätig. Für Sie arbeiten zu dürfen, zu Ihnen sprechen zu dürfen war für mich während dieser Zeit Ehre, Verpflichtung, Ansporn und Belohnung zugleich. Ich danke Ihnen für Ihr Vertrauen.

Zu meinen Kollegen möchte ich sagen: wir sind in den letzten zwei Jahren durch ein Stahlbad der Emotionen gegangen. Lassen Sie uns die positiven Dinge aus dieser unfreiwilligen Erfahrung mitnehmen. In der Krise erkennt man den Charakter der Menschen, mit denen man umgeht. Für mich gab es in dieser Zeit einige bittere Enttäuschungen, aber auch viele sehr positive Erfahrungen. Bei uns im Norden sagt man: „Bei Sturm erkennt man den guten Seemann.“ Was wenige Landratten wissen, an Bord ist häufig der Bootsmann wichtiger als der Kapitän. Und so möchte ich mich ganz explizit bei Kurt Löhle,

stellvertretend für die vielen, integren UBS-Kollegen hier in der Region, für seine Professionalität, Integrität und seine Kameradschaft bedanken.

Uns allen möchte ich zurufen: Im Zorn zurück zu blicken ist sinnlos. Wichtiger ist für uns heute, den Blick nach vorne zu richten, zuzupacken und die Zukunft zu gestalten. Dazu möchte ich Sie ermutigen.

Am besten drückt das, was ich uns damit auf den Weg geben möchte, wohl ein afrikanisches Sprichwort aus: „Der beste Zeitpunkt, einen Baum zu pflanzen, war vor 20 Jahren, der zweitbeste ist heute.“ Ich danke Ihnen für Ihr Vertrauen.