

# Handelszeitung Per Post der Werbebrief.

**Konjunktur Handelszeitung 1149** 10.12.2011 | 09:05  
 Von: Klaus W. Wellershoff [Alert abonnieren](#)

## Die Mutter aller Rezessionen steht uns erst bevor

Es ist Dezember. Endlich ist das Jahr vorüber. Für die Ökonomen geht damit auch die Hochsaison der Prognosen zu Ende.



Klaus W. Wellershoff, Nationalökonom

### Anzeige



**25% Rabatt auf erlesene Festtagsweine**  
 Entdecken Sie im Denner Online Shop  
 ausgesuchte Spitzenweine.  
 Jetzt für die Festtage mit 25% Rabatt bestellen.  
[www.denner-wineshop.ch](http://www.denner-wineshop.ch)

#### Dossier:

- [Meinungen](#)

Selten waren unsere Kunden so verunsichert wie in diesem Jahr. Selten wurden so fundamentale Fragen gestellt. Selten wurde uns Ökonomen so gut zugehört. Die allgemeine Verunsicherung drückt sich auch an den Finanzmärkten aus. Sogar die Politiker und die Medien scheinen für einmal nicht zu wissen, wo die Reise hingehen könnte.

Seltsam, denn eigentlich ist die Lage doch einfach zu beschreiben. Selten zuvor konnten wir Ökonomen uns doch in unserem Ausblick so sicher sein wie in diesem Jahr. Was ich meine? Schauen wir doch mal auf die Dinge, die wir als gesicherte Fakten betrachten können. Schauen wir auf die Dinge, die wir wissen.

Beginnen wir beim weltwirtschaftlichen Wachstum. Seit vielen Jahrzehnten forschen die Ökonomen zum Thema Wachstumsentwicklung. Wir wissen, was es braucht, um Einkommen entstehen zu lassen. Man muss arbeiten, man braucht Maschinen, und im Zeitablauf spielt die Ausbreitung des technischen Fortschritts eine wichtige Rolle. Betrachten wir diese drei Grössen empirisch, dann müssen wir erwarten, dass unabhängig von Fiskalproblemen und Bankenkrisen die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren langsamer wachsen wird. Wir alle wissen, was die Demografie nicht nur bei uns, sondern auch in Schwellenländern wie Russland oder China bewirken wird. Wir wissen, dass sich die durch den fast weltweiten Anstieg der Immobilienpreise ausgelöste Investitionsbonanza nicht wiederholen lässt. Auch ein Blick auf das Produktivitätswachstum lässt nur den Schluss zu, dass es in Zukunft langsamer vorangehen wird.

#### Wachstum dürfte unter die Nulllinie fallen

Das hat Folgen. Mit tieferen Wachstumsraten wächst die Wahrscheinlichkeit, dass das Wachstum unter die Nulllinie fällt. Die Rezessionswahrscheinlichkeit steigt. Mit tieferen Wachstumsraten der Volkswirtschaften gehen auch tiefere Wachstumsraten der Unternehmensgewinne einher. Wenn man dann noch berücksichtigt, dass die Unternehmensgewinne weltweit trotz Bankenmalaise auf historischen Höchstständen sind, wird klar, dass Aktienkurse in Zukunft nicht mehr so steigen können, wie wir das aus den letzten dreissig Jahren gewohnt waren.

Bleiben wir bei den Finanzmärkten. Wenn die Renditen auf zehnjährigen Eidgenossen unter einem Prozent liegen, wissen wir nämlich noch etwas: Die Zinsen können kaum noch fallen. Auch wenn wir nicht wissen, wann sie wieder steigen werden, wird damit klar, dass wir bei Obligationenanlagen wohl kaum mehr als die Endverfallsrendite erwarten können. Das ist neu, denn in den letzten dreissig Jahren sind die Zinsen gefallen, und zusätzlich zu den Coupons konnten die Anleger noch Kapitalgewinne auf den Anleihen verbuchen.

#### Es gibt zu viel Schulden auf der Welt

Zudem stellt sich natürlich die Frage, ob die Staatsanleihen überhaupt zurückgezahlt werden. Eine Frage, die insbesondere im europäischen Kontext aktuell zu sein scheint. Nun, was wissen wir über die Finanzsituation der Staaten? Es gibt zu viel Schulden auf der Welt. Nach den neuesten Schätzungen der OECD wird die Staatsverschuldung der USA im kommenden Jahr 104 Prozent betragen. Die Euro-Zone kommt auf 98 und Japan auf 219 Prozent. Da diese Schulden aber gleichzeitig das Vermögen der Käufer dieser Anlagen repräsentieren, ist also auch klar, dass es zu viel Vermögen auf der Welt gibt. Oder anders ausgedrückt: Wenn die Regierungen wohl händeringend nach Lösungen ihres Schuldenproblems suchen, dann müssen sie reales Vermögen vernichten.

In den USA und Grossbritannien passiert das bereits – allerdings schleichend über die Inflation. Die realen Zinsen auf Staatsanleihen sind im Dollar und im Pfund selbst bei ganz langen Laufzeiten negativ. Schon lange steht in diesen Ländern die Geldpolitik nicht mehr ausschliesslich im Dienste der Konjunkturpolitik. Das Kaufen von Staatsanleihen hat den impliziten Zweck, Inflationserwartungen zu schaffen und gleichzeitig die Nominalzinsen zu fixieren. Die freie Preisbildung am wichtigsten Markt des Kapitalismus – dem Kapitalmarkt – ist damit abgeschafft, wie wir in dieser Kolumne schon im Frühjahr erwartet haben.

Was auch sicher ist, man kann auf Dauer nur so viel ausgeben, wie man einnimmt. Damit ist ebenfalls sicher, dass es keine Alternative zu einer Defizitreduktion für die Industrienationen gibt. Die Europäer scheinen das begriffen zu haben und haben sich bereits von dem Spitzendefizitwert von 6 Prozent des Volkseinkommens gelöst und werden im kommenden Jahr trotz bestenfalls anämischen Wachstums die Marke von 3 Prozent erreichen. Drei sind aber nicht null. Das heisst, dass Sparen und Steueranheben weitergehen werden und dass das europäische Wachstum weiter belastet wird. Das bedeutet für Europa nochmals tieferes Wachstum, als Demografie, Investitionsverhalten und Produktivitätswachstum schon vorgezeichnet haben.

Was dagegen vollkommen unklar ist, ist die Frage, wie die Amerikaner, Briten und Japaner ihre Haushaltssituation unter Kontrolle bringen wollen. Mit Defizitquoten von 8 bis 10 Prozent liegen diese Länder auch im vierten Jahr nach der Finanzkrise weit über den jemals in der Euro-Zone erreichten Werten. Bereits heute ist sichtbar, dass alle drei Länder versuchen, über eine Inflationierung und damit höheres Nominalwachstum die Verschuldungsquote zu stabilisieren. An der Tatsache, dass irgendwann einmal die Haushaltsdefizite wieder bei null sein müssen, kann eine solche Inflationspolitik allerdings auch nichts ändern. Die Hoffnung, dass dies automatisch über eine schleichende Progression bei der Einkommenssteuer und negative Realzinsen erfolgt, erscheint gewagt. Ob die Finanzmärkte so viel Geduld mit den Regierungen haben werden, ist wirklich zweifelhaft.

#### **Europa scheint den USA einen grossen Schritt voraus zu sein**

Immerhin sollten negative Realzinsen den privaten Konsum stimulieren. Damit sind wir aber bei der nächsten Gewissheit. Das Grundproblem der Wirtschaftsentwicklung der vergangenen Jahrzehnte, der zu hohe Konsum der privaten Haushalte – nicht nur, aber vor allem – in Amerika hat sich bisher nicht korrigiert. Auch für die privaten Haushalte gilt, dass man nicht mehr ausgeben kann, als man hat. Erst wenn wir begriffen haben, dass die Versprechungen von Altersversorgung, Kranken- und Pflegeversicherungen tiefer gehängt werden müssen, und erst wenn wir unser Sparverhalten darauf eingestellt haben, wird die Weltwirtschaft wieder auf einen normalen, zyklischen Pfad zurückfinden können. Hier scheint Europa den USA einen grossen Schritt voraus zu sein. Ein Rückgang des privaten Konsums in der notwendigen Grössenordnung hätte aber schwerwiegende Folgen für die Konjunktur. Die Mutter aller Rezessionen steht uns also noch bevor.

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

- [Axel Springer Schweiz AG](#)
- [Impressum](#)
- [AGB](#)
- [Rechtliche Hinweise](#)