



Samstag, 20. März 2010
Nr. 22 / 83. Jahrgang
Fr. 4.80 | € 4.- (im Ausland)

redaktion@fuw.ch | verlag@fuw.ch
abo-zeitungen@tamedia.ch
AZ 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35
Abo-Service 044 404 65 55
Fax Redaktion 044 298 35 50
Fax Verlag 044 298 35 00
Fax Abo-Service 044 404 69 24
www.fuw.ch

FINANZ und WIRTSCHAFT

«Ausstieg überlegen»

DAVID ZOLLINGER
GL-Mitglied Bank Wegelin & Co.

Mit in den USA verabschiedeten Foreign Account Tax Compliance Act (Fatca) soll weltweit nach unverschuldeten Vermögen gefahndet werden (vgl. Seite 31). David Zollinger, Geschäftsleitungsmitglied der Bank Wegelin, nimmt Stellung. Er war vorher Staatsanwalt in Zürich und Leiter der Bereiche Rechtshilfe und Geldwäscherei.

□ *Herr Zollinger, Bank Wegelin & Co. war im Sommer die erste, der aufgrund der Gesetzesverschärfung in den USA von einem Engagement in den USA abriet. Sind Sie noch immer dieser Ansicht?*
Leider müssen wir feststellen, dass sich unsere Befürchtungen sehr schnell bewahrheitet haben. Tatsächlich war ja die Lage schon im Mai absehbar. Wir haben die Lage beurteilt und entschieden, aus direkten Anlagen in US-Wertschriften auszusteigen. Wie wir nun sehen, war dieser Entscheid offenbar eine gute Präventivmassnahme.

□ *Besteht die Gefahr, dass Vermögenserträge erfasst werden, die nur einen indirekten Bezug zu den USA haben?*
Das ist leider so. Im Gegensatz zur heutigen Situation werden in Zukunft nicht nur US-Personen, sondern die Zahlungsströme sämtlicher Kunden aus und in die USA vom neuen Regime erfasst.

□ *Wie soll sich der Anleger in Bezug auf die USA verhalten? Kann er sich überhaupt leisten, die USA zu meiden?*
Nur schon aus Gründen der Erbschaftsteuer (Estate Tax) muss sich heute jeder Privatanleger überlegen, ob er sich ein US-Investment noch leisten will. Als wir uns entschieden, unseren Kunden einen Verkauf ihrer US-Titel nahezu legen, mussten wir natürlich auch über Alternativen nachdenken. Entsprechende Empfehlungen haben wir ihnen gegeben.

□ *Besteht allenfalls ein Zusammenhang zwischen dieser Gesetzesvorlage und dem schweizerisch-amerikanischen Staatsvertrag in Sachen UBS?*
Indirekt natürlich schon, denn beide zielen darauf ab, das unglaublich hohe Staatsdefizit etwas zu reduzieren.

□ *Was bedeutet das für die Schweiz?*
Alle Länder und natürlich auch die Schweiz müssen sich jetzt überlegen, ob sie sich weiterhin im US-Markt engagieren und folgerichtig diese verschärften Auflagen akzeptieren wollen oder ob sie diese als mit ihrer Marktpolitik unvereinbar erachten und entsprechend aus dem US-Markt aussteigen. Immerhin geht es darum, dass ein Land für seine Handels- und Finanzpartner praktisch einen umfassenden automatischen Informationsaustausch zur Bedingung macht.

INTERVIEW: THOMAS WYSS

Für Beschäftigung zahlen?

Die hohe Arbeitslosigkeit verzögert den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik. Können Arbeitsplätze durch Inflation erkauf werden? Ein Blick auf die Phillips-Kurve. ELISABETH TESTER

Die US-Notenbank Fed ist auch der Preisstabilität verpflichtet. Aktuell seien aber die Arbeitsplätze das Hauptthema, erklärte kürzlich Fed-Chef Ben Bernanke. Alle Zentralbanken sprechen vom Exit aus der expansiven Geldpolitik, der die Inflationsgefahr abwehren soll. Sie wissen aber auch – obwohl sie selten darüber sprechen – um die Gefahr für den Arbeitsmarkt. Kann Geldpolitik die Beschäftigung stabilisieren? Fördert sie eine anhaltende Erholung, oder verpufft sie schon bald?

Deflation in Kombination mit fallender Beschäftigung prägte weltweit die Grosse Depression. Unzählige Versuche, die Wechselwirkungen zwischen Preisniveau und Arbeitslosigkeit zu messen und zu verstehen, folgten. In den Sechzigerjahren brachte es die sogenannte Phillips-Kurve zu Ruhm und Ehre. William Phillips, ein Vollblut-Keynesianer, belegte scheinbar einwandfrei eine konsistente Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit: Je tiefer die Arbeitslosenquote, desto enger der Arbeitsmarkt und desto schneller steigen die Löhne. Diese wiederum drücken umgehend die Preise der Dienstleistungen und der Güter nach oben (Lohn-Preis-Spirale). Tiefere Arbeitslosenquoten erhöhen also den Inflationsdruck – und umgekehrt. Schon bald war die Phillips-Kurve beliebtes Thema von Politikern, lieferte sie doch das Patentrezept, über tiefe Zinsen die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen.

Kein Wundermittel

Der Dämpfer kam in Form von Kritik der Monetaristen und liberalen Ökonomen. Milton Friedman, Friedrich A. von Hayek und andere behaupteten, es gebe langfristig gar keine Wahlmöglichkeit. Aktive Geldpolitik beeinflusse nur das Preisniveau nachhaltig, nicht aber die Beschäftigung. Strukturelle Mankos könnten zu Arbeitslosigkeit führen, unabhängig von Inflation. Die natürliche Arbeitslosenquote stelle das einzige volkswirtschaftliche Niveau dar, auf dem längerfristig eine stabile Inflationsrate möglich sei. Sind die auf Löhne und Preise einwirkenden Kräfte im Gleichgewicht, spricht man von der natürlichen Arbeitslosenquote und dem entsprechenden natürlichen Zins. Doch das monetaristische Konzept per se ist nicht ohne Zweifel. Wie hoch ist die natürliche Quote? Bleibt sie stabil? Unter welchen Bedingungen verändert sie sich?

Weiter relativiert wurde die Phillips-Kurve durch die Theorie der rationalen Erwartungen: Die Marktteilnehmer haben bereits Erfahrung mit einer expansiven, inflationären Wirtschaftspolitik gemacht und realisieren, dass sie nur kurzfristig wirkt. Die Leute lassen sich ein- oder zweimal täuschen, aber nicht dreimal. Arbeits-

losigkeit und Inflation können demnach gleichzeitig auftreten. Diese Tatsache hatte in den ursprünglichen keynesianischen Konzepten keinen Platz gefunden.

Unter Notenbankern fand die Phillips-Kurve wenig Anklang. Sie schätzten weder den Zielkonflikt, noch wollten sie für realwirtschaftliche (Struktur-)Probleme zur Rechenschaft gezogen werden. Dennoch pickten sie das Element der aktiven Zinspolitik heraus: Sie trauten sich vermehrt, die Zinsen zu senken oder zu erhöhen, auch wenn das wie in den USA Anfang der Achtzigerjahre mit einem Abwürgen der

Wirtschaft verbunden war. Man denke an die rekordhohen US-Zinsen unter dem damaligen Notenbankchef Paul Volcker. In den Neunzigerjahren, im Umfeld tiefer Wachstumsraten und steigender Arbeitslosigkeit (1997 war die Arbeitslosigkeit in der Schweiz so hoch wie heute), vertrat die Schweizerische Nationalbank SNB aktiv wirtschaftspolitische Interessen und senkte den Diskontsatz kontinuierlich. Im Nacken sass ihr noch der Vorwurf, zu Beginn der Neunzigerjahre zu restriktiv gewesen zu sein und die lange Wachstumsschwäche ausgelöst zu haben. Die Steuerung des Zinses entwickelte sich zum zentralen geld- und konjunkturpolitischen Instrument. Die SNB wechselte vom Geldmengenziel zum Zinszielband des Dreimonatssatzes Libor.

Das Konzept der Phillips-Kurve hat so betrachtet auch heute eine hohe Aktualität. Kann Geldpolitik die Arbeitslosigkeit senken? Und: Was sind überhaupt die Aufgaben der Zentralbanken?

Die SNB und die Europäische Zentralbank EZB sehen ihre erste Aufgabe in der Sicherung der Preisstabilität. Das Fed ist mit dem dualen Verfassungsauftrag von Maximalbeschäftigung und Preisstabilität konfrontiert. In der Finanzkrise sind zudem weltweit Fragen der Systemstabilität in den Vordergrund gerückt, weil nur die Notenbanken als letzte Liquiditätsquelle über genügend Flüssiges verfügten.

Die Phillips-Kurve basiert auf der Idee, dass aktive Geldpolitik wirkt. Konventionelle Monetaristen wie Bernanke glauben, die Geldpolitik beeinflusse die Inflation über ihre Wirkung auf die Realwirtschaft. Andere Ökonomen bezweifeln die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmissionsmechanismen: Geldpolitik habe vor

Spielraum ist vorhanden

Diese Geldpolitik muss aber nicht schiefgehen. Erstens ist es durch die Ausdehnung des Begriffs Geld – auch mit Money Equivalents kann konsumiert und investiert werden – schwierig geworden, die Grösse der Geldmenge genau zu erfassen. Zweitens steht die Ausweitung im Kontrast zu der riesigen Vermögens- und Kaufkraftvernichtung des letzten Jahres. Und drittens versorgen China und andere Länder dank Produktivitätsfortschritten die Welt mit immer mehr und immer billigeren Gütern.

Es ist schwierig, die Inflation zu steuern. Es ist auch schwierig, den Arbeitsmarkt durch eine Geldmengenausdehnung anzukurbeln. Konjunkturzyklen können ebenfalls nur selten wie beabsichtigt beeinflusst werden. Die in den Achtziger- und Neunzigerjahren in Ungnade gefallene Phillips-Kurve lebt aber weiter, selbst in den Köpfen der Notenbanker. Ein Zielkonflikt zwischen Inflation und Beschäftigung ist trotz der Zinssenkungen vor Jahresfrist bis auf fast null nicht erkennbar, das Umfeld ist eher deflationär.

Bis zur Obergrenze der tolerierten Inflation besteht Spielraum für den Versuch, die Arbeitslosigkeit zu dämpfen, auch wenn das nicht so ausgesprochen wird. Selbst wenn erste Zeichen von Inflation sichtbar werden, zwingt dies noch nicht zum Handeln. Der Exit könnte länger auf sich warten lassen, als die Märkte dies heute vermuten.



Die in den Achtziger- und Neunzigerjahren in Ungnade gefallene Phillips-Kurve lebt weiter, selbst in den Köpfen der Notenbanker.

ELISABETH TESTER

US-Steuerdiktat



Um die Steuerflucht einzudämmen, zwingen die USA Auslandbanken, Kundendaten offenzulegen oder eine Strafsteuer zu zahlen. Zur Regulierung der US-Finanzmärkte liegt ein neuer Vorschlag vor. SEITE 31

Bäloise gebremst

Im Schweizer Assekuranzduell hat diese Woche Helvetia ob siegt. In der Gewinnentwicklung ist Bäloise hinter der Vorgabe des Konkurrenten geblieben. Ein Bremsklotz – die Blockade der Neuordnung in Deutschland – ist jetzt aber gelöst worden. SEITE 19

Euro immer tiefer

Der Euro wertet sich immer deutlicher ab. Zum Franken notiert er bereits auf einem Rekordtief. Die Nationalbank schaut zu. SEITE 6

EU-Staaten zerstritten. SEITE 40

Petroplus ist mutig

Trotz schwieriger Marktlage verliert Petroplus nicht den Mut. In seinem ersten Interview sagt der neue CEO Jean-Paul Vettier, dass der Zuger Raffineur zur Profitabilität zurückfindet und der Ölpreis bis auf 60 \$ fallen könnte. SEITE 17

Opec lässt Förderquoten unverändert. SEITE 49

Reformenspur

Am Sonntag wird voraussichtlich über die US-Gesundheitsreform entschieden. An der Börse würde das den Risikoabschlag auf Health-Care-Aktien reduzieren. SEITE 2

Geld und Brief

UBS Seite 3

Aktienexposé

Andritz Seite 15

Praktikus

Galenica/Cham Paper Seite 15

Picard | Angst

Rohstoffe

Picard Angst Commodities AG
Bahnhofstrasse 13-15, CH-8808 Pfäffikon SZ
+41 (0)55 290 55 00 | www.picardangst.ch

Ein solider Wert

Allreal kombiniert ein ertragsstabiles Liegenschaftsportfolio mit der Tätigkeit des Generalunternehmers.

Leistungsausweis 2009	
Operatives Unternehmensergebnis	+6%
Nettorendite Anlageliegenschaften	5.2%

allreal schafft Werte

Allreal-Gruppe: Zürich, Basel, Bern, St. Gallen
www.allreal.ch

Privatbanken sind nur für Millionäre da.

Ein Mythos. Klar arbeiten wir für Millionäre und solche, die es werden wollen. Aber bei Wegelin & Co. beginnt die Kundenbeziehung mit einem persönlichen Gespräch und nicht mit einem erforderlichen Minimum. Mehr unter Telefon 071 242 50 88 oder www.wegelin.ch.

WEGELIN & Co.
PRIVATBANKIERS SEIT 1741