

Das Bundeshaus existiert «en miniature» in Melide, der **Bundeshaushalt leider nicht**: Er wächst und wächst und wächst...

# Bund muss wieder sparen

Wachsende Defizite – Quittung für Konjunkturstützungen – Schuldenbremse einhalten

PETER MORF

Die Morgenröte im Bundeshaushalt der vergangenen Jahre war genau genommen gar keine – und es wird auf längere Sicht auch keine geben. In den Jahren 2007 und 2008 resultierten im ordentlichen Haushalt wohl happige Überschüsse, die durch ausserordentliche Ausgaben jedoch in noch happigere Defizite verwandelt worden sind. Selbst im laufenden Jahr, für das das Parlament noch im Frühjahr einen Überschuss von rund 1 Mrd. Fr. budgetiert hat, dürfte wegen der Konjunkturmassnahmen ein Defizit anfallen. Wie der Bundesrat am Mittwoch darlegte, sehen die Perspektiven für 2010 und vor allem die Finanzplanjahre 2011 bis 2013 düster aus.

## Hohes Ausgabenwachstum

Für 2010 rechnet der Bundesrat im Budget mit ordentlichen Einnahmen von 58,1 Mrd. Fr. und mit Ausgaben von 60,5 Mrd. Fr. Daraus ergibt sich ein Defizit von 2,4 Mrd. Fr. Dabei geht die Regierung davon aus, dass das reale Bruttoinlandprodukt 2010 nur noch leicht schrumpfen wird (-0,4%) und die Preise wieder anziehen werden. Die Einnahmen gehen vorwiegend rezessionsbedingt um 3,1% zurück. Auf der Ausgabenseite resultiert ein Zuwachs um 2,5%. Der ist das Resultat von

gegenläufigen Effekten. Auf der einen Seite werden die Ausgaben durch die sinkenden Anteile Dritter an Bundeserträgen sowie tiefere Passivzinsen entlastet. Diese Wirkung wird jedoch deutlich überkompensiert durch Ausgabensteigerungen vor allem im Rahmen des dritten Konjunkturpakets. Das Defizit ist gemäss den Vorgaben der Schuldenbremse zulässig.

In den Finanzplanjahren 2011 bis 2013 wird sich die Haushaltlage markant verschlechtern, obwohl wieder ein Wirtschaftswachstum von jährlich real 1,5% unterstellt wird. Die ordentlichen Defizite steigen in den betreffenden Jahren auf jeweils über 4 Mrd. Fr. an. Damit werden die gemäss Schuldenbremse zulässigen Summen weit überschritten, es treten hohe strukturelle Fehlbeträge zutage. Einnahmenseitig führen besonders geplante Steuerreformen (Familien, Ausgleich der kalten Progression) zu substanziellen Ausfällen, die Einnahmen wachsen nur langsam. Demgegenüber erweisen sich die Ausgaben als wesentlich dynamischer, sie steigen ausgehend vom Budgetwert für 2010 bis 2013 fast 10% auf 66,2 Mrd. Fr.

Vor diesem Hintergrund hat der Bundesrat gemäss Vorgabe der Schuldenbremse neue Sparprogramme angekündigt. Diese sollen wegen der schlechten Konjunktur erst ab 2011 greifen, wenn die Wirtschaft mutmasslich wieder wächst. Aus der laufenden Aufgabenüberprüfung

sollen in den Jahren 2011/12 Minderausgaben von je 1,2 Mrd. Fr. resultieren und 2013 von 1,5 Mrd. Fr.

## Ausgabendisziplin nötig

Die strukturelle Sanierung des Bundeshaushalts wird nur gelingen, wenn sich auch das Parlament an die Ausgabendisziplin hält. Die Zeichen hierfür stehen schlecht. So hat allein der Ständerat in der letzten Session erhebliche, im Finanzplan nicht enthaltene Mehrausgaben im Rahmen der 11. AHV-Revision für solarthermische Energien sowie für den Finanzierungsfonds für den öffentlichen Verkehr beschlossen. Der Bundesrat hat davon «mit Sorge Kenntnis genommen». Das Parlament ist aufgerufen, sich an die selbst auferlegte Schuldenbremse zu halten.

Wegen dieser beunruhigenden Zahlen drängen sich nicht nur Gedanken über neue Sparprogramme auf, sondern auch eine Kosten-Nutzen-Analyse der Ausgaben für die drei Konjunkturprogramme. Es stellt sich konkret die Frage, ob der gesamtwirtschaftliche Fördereffekt die Folgekosten im Bundeshaushalt in Form von hohen Defiziten und wieder steigender Verschuldung rechtfertigt. Angesichts des anhaltenden Krebsgangs der Wirtschaft ist zu vermuten, dass der Saldo negativ ausfällt, die Folgekosten also höher sein dürften als der Fördereffekt.

# Das Wurzelzeichen könnte Richtung vorgeben

Sal. Oppenheim sieht für zweite Jahreshälfte «volatile Korrekturphase» – Roche, Syngenta und Zurich als Top-Picks

Die weitere Entwicklung der Wirtschaft wird in diesen Tagen gerne mit Buchstaben umschrieben. Pessimisten sprechen von einem L oder sogar einem I, Optimisten von einem V oder W.

Matthias Jörss, Leiter Aktienstrategie von Oppenheim Research, der in dieser Woche in Zürich Station machte, greift nicht zum Alphabet, sondern zur Mathematik. Das Wurzelzeichen ist seiner Meinung nach gut geeignet, um die Entwicklung der Wirtschaft und der Aktienmärkte zu beschreiben. Er rechnet in der zweiten Jahreshälfte mit einer volatilen Korrekturphase und geht davon aus, dass der Euro Stoxx 50, der am Freitag Mittag auf 2366 notierte, im Sommer auf 2700 steigen, aber bis zum Jahresende auf 2250 bis 2400 fallen könnte.

Eine ähnliche Entwicklung erwartet Christian Arnold, Leiter Aktienanalyse der Schweizer Bank Sal. Oppenheim, für den

SMI. Das Jahresziel von 5500 bis 5800 könnte im Sommer mit bis 6000 Punkten übertroffen werden.

Arnold geht davon aus, dass die Kursschwankungen am Aktienmarkt Schweiz hoch bleiben werden. Kurzfristige Hoffnung in Bezug auf die Wirksamkeit der staatlichen Stabilisierungsmassnahmen (Bankenrekapitalisierung, weltweite Konjunkturprogramme, Geldpolitik) wechselten sich ab mit Befürchtungen über die Dauerhaftigkeit des Aufschwungs.

Gerade der letzte Punkt scheint noch nicht in den heutigen Gewinnprognosen enthalten zu sein: «Wir erwarten nach wie vor negative Gewinnrevisionen im zweiten Halbjahr», machte Christian Arnold deutlich. Wer hofft, dass die Präsentation der Semesterzahlen der Unternehmen im Sommer Hinweise auf die Gewinnentwicklung liefern werden, sieht sich wohl getäuscht: «Viele Gesellschaften

werden auch im Rahmen der Halbjahresergebnisse auf quantitative Ausblicke verzichten. Die Qualität der Prognosen bleibt unverändert gering», ist Christian Arnold überzeugt.

In diesem Umfeld sind seiner Meinung nach Investments in Unternehmen mit starker Bilanz, hohem und stabilem Cashflow und bewährtem Geschäftsmodell empfehlenswert. Nach den jüngsten Kurssteigerungen – Arnold spricht von einem Relief-Rally – hat die Bedeutung der Bewertung für Arnold noch zugenommen.

Von den defensiven Werten sind Lonza, Syngenta und Roche die Favoriten von Sal. Oppenheim. Das «zur Zeit positive Momentum an den Märkten» wird im Finanzbereich mit Zurich Financial und mit den zyklischen Titeln Georg Fischer, Sonova und Valora gespielt. Die Immobiliengesellschaft PPS vervollständigt die Favoritenliste von Sal. Oppenheim. **TW**

# Welches ist die richtige Volkswirtschaftslehre?

Hayek-Tage als Markt der Ideen rund um das Prinzip Freiheit

«Die Freiheit kann nur erhalten bleiben, wenn sie nicht bloss aus Gründen der erkennbaren Nützlichkeit im Einzelfall, sondern als Grundprinzip verteidigt wird.» Dieses Zitat des Sozialphilosophen und Ökonomen Friedrich August von Hayek (1889 bis 1992) ist nicht als Beitrag zur Kontroverse um das Bankgeheimnis gedacht – vielmehr bildete es zusammen mit dem Konterfei des Denkers die Klammer für die diesjährige Mitgliederversammlung der von Gerhard Schwarz (Leiter NZZ-Wirtschaftsredaktion) präsierten Hayek-Gesellschaft, die Ende Juni in der Saalestadt Jena über die Bühne ging.

Die Hayek-Tage gehorchten wie jedes Jahr einer bestimmten Dramaturgie (vgl. Nr. 52 vom 2. Juli 2008). Im Nachwuchsworkshop wurde eine breite Themenpalette besprochen. Kritisch analysiert wurde die (repräsentative) Mehrheitsdemokratie, die Staatsverschuldung und Inflation begünstige. Ein anderer Redner widmete sich dem für Hayek zentralen Begriff des Wissens. Der frühe Hayek habe als Erkenntnistheoretiker Einsichten erarbeitet, die heute von der Neurologie bestätigt würden. Zu den meisten Wortmeldungen Anlass gab indes eine ökonomische Analyse des Systems der (meist kommunalen) deutschen Hausmüllentsorgung. Ein Marktversagen, das ein staatliches Monopol rechtfertige, liege in diesem gerne als Daseinsvorsorge (hierzulande Service public) deklarierten Bereich nicht vor.

## Hummler gegen Vision Zero

Konrad Hummler, der die Hayek-Vorlesung hielt, ist als Privatbankier und Nationalbankrat (um nur zwei seiner Chargen zu nennen) dem Schweizer Publikum mit scharfsinnigen Analysen zur Finanzkrise und als Erfinder des Begriffs «Gammelfleisch» für toxische Verbriefungen wohlbekannt. Die Finanzbranche habe im Schutz der strikten Unfallverhütungspolitik (Zero Accident) der Notenbanken ihre Rente maximiert. Die Aufsicht könne ihr Versprechen einer (statischen) Stabilität und damit von Zero Accident gar nicht halten, entsprechende staatliche Garantien seien illusionär.

Hummler warb für ein hohes Eigenkapital («Eigenkapital ist ein Kissen, Fremdkapital ein Schwert»), verteidigte aber die Idee der Verbriefung. Richtig angewendet erhöhe sie die volkswirtschaftliche Effizienz – leider sei sie «verraten» worden. In die Zukunft blickt Hummler pessimistisch und optimistisch zugleich. Einerseits

funktioniere die Kreditvergabe der Banken nicht mehr richtig, sie müssten heute politisch gewollte Projekte fördern. Andererseits könnten dank neuer Technologien die Disintermediation voranschreiten und Kreditgeber und -nehmer direkt miteinander ins Geschäft kommen. «Der Gedanke, dass dadurch das Bankensystem obsolet werden könnte, ist beflügelnd!», warb Hummler. Dann brauche es auch keine Notenbanken als Retter mehr.

## Enttäuschung in Lettland

Die Hayek-Medaillen (nicht zu verwechseln mit den Preisen für den Essay-Wettbewerb) wurden heuer Prof. Ernst Joachim Mestmäcker und Prof. Vaira Vike-Freiberga verliehen. Mestmäckers mehr theoretischer Vortrag behandelte das Verhältnis von Recht, Markt und Wettbewerb. Vike-Freiberga, ehemalige Präsidentin von Lettland, nahm auf die Aktualität Bezug. Die Letten hätten in der Transitionsperiode der Neunzigerjahre einen dramatischen Einbruch des Lebensstandards hingenommen. Es sei verständlich, dass die Leute nun enttäuscht seien, weil zwanzig Jahre liberale Wirtschaftspolitik den Wohlstand nicht hätten sichern können. Die EU habe für gleichlange Spiesse zu sorgen (was derzeit nicht überall gewährleistet sei), dürfe aber nicht zu einem Prokrustesbett verkommen.

Nur auf den ersten Blick deutschlandlastig war die Debatte, die sich unter dem etwas trockenen Titel «Die Lage der Ordnungstheorie» entspann. Die Besetzung eines Lehrstuhls an der Universität Köln mündete in eine erbitterte Auseinandersetzung zwischen Ökonomen, die die Ordnungstheorie als Kompassnadel der Wirtschaftspolitik hochhalten wollen, und den quantitativ orientierten Kollegen (neoklassische Ökonomen). Mathematik sei ein nützliches Instrument, könne aber das komplexe Phänomen der Wirtschaft nicht abbilden – es brauche die Ordnungspolitik als Korrektiv zur Ökonometrie.

Die Professoren auf dem Podium waren unzufrieden mit den heutigen Berufungsverfahren, die ebenfalls stark auf quantitative Kriterien abstellen, nämlich die Zitationsranglisten der Kandidaten in wissenschaftlichen Journalen. Jena, mit einer Studentenquote an der Bevölkerung von über 20%, war für diese Diskussion definitiv ein guter Ort. Denn die Narben einer Politik ohne freiheitliche Kompassnadel (nationaler und realer Sozialismus) sind dort noch immer sichtbar. **PK**, Jena

# Galenica erhält in den USA zusätzliche Konkurrenz

Feraheme von Amag Pharma bekommt Zulassung – Günstige Aktien

Die Galenica-Aktien haben auf die Zulassung des Konkurrenzpräparats Feraheme von Amag Pharmaceuticals kaum reagiert. Die Amag-Valoren notieren gar etwas tiefer als zuvor. Feraheme ist ein neues Eisenpräparat, das mit einer Injektion von einer Minute Dauer verabreicht werden kann. Das Mittel ist am Dienstag für die Indikation Blutarmut bei chronischem Nierenversagen in den USA zugelassen worden. Galenicas neuartiges Eisenpräparat Ferinject mit ebenfalls sehr kurzer Verabreichungsdauer ist in den USA noch nicht erhältlich (wohl aber in Europa), weil sich im Zulassungsprozess Verzögerungen ergeben haben.

Galenica ist mit dem älteren Venofer im US-Markt präsent, seine Verabreichung dauert aber deutlich länger (Infusion von fünfzehn Minuten bis zu drei Stunden je nach Dosis) als die der neuen Produkte. Doch das marktführende Venofer scheint recht gut abgesichert zu sein. Es wird vor

allem für Dialysepatienten verwendet. Vertreter ist neben dem langjährigen Galenica-Kooperationspartner Luitpold die deutsche Fresenius, die Dialysezentren (auch) in den USA betreibt und dort Venofer verwendet. Fresenius hält gemäss Angaben der Analysten von Helvea rund 50% Marktanteil im Dialysemarkt USA. Die Ärzte in den Dialysezentren sind zwar nicht verpflichtet, Venofer einzusetzen, weil das Präparat aber schon lange im Markt ist und als sehr sicher gilt, dürften sie wohl nicht so rasch auf das (zudem wohl einiges teurere) Feraheme umsteigen. Feraheme scheint überdies gemäss Beipackzettel ein etwas ungünstigeres Nebenwirkungsprofil aufzuweisen. Durch das Partnering mit Luitpold (die einen Teil der Marge erhält) ist der US-Umsatz von Venofer für Galenica auch nicht von der gleichen finanziellen Bedeutung wie jener in Europa.

Den Eintritt in den europäischen Markt hat Amag noch nicht geplant; deshalb ist es für Galenica wichtig, Ferinject hier schnell zu etablieren, was auch getan wird. Zudem ist der Eisenpräparatemarkt noch längst nicht entwickelt, sodass trotz neuer Konkurrenz viel Raum für Wachstum besteht. Galenica nutzt ihn geschickt, weshalb die tiefe Bewertung der Titel (KGV von 10) nicht gerechtfertigt ist. **AM**

