

Kommt der Zinnschock?

Autor(en): **Straumann, Tobias**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur**

Band (Jahr): **98 (2018)**

Heft 1055

PDF erstellt am: **17.07.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-816076>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

3 Kommt der Zinsschock?

Historische Lehren, aktuelle Implikationen.

von Tobias Straumann

Es braucht wenig Phantasie, um sich vorzustellen, was passieren wird, wenn die Zinsen dereinst schnell ansteigen sollten: Es würde weltweit eine Welle von Pleiten einsetzen, denn die kombinierte private und öffentliche Verschuldung ist seit der Finanzkrise weiter angestiegen. Einmal mehr müsste man dann den legendären Dialog aus Ernest Hemingways Roman «The Sun Also Rises» von 1926 zitieren: «How did you go bankrupt?», Bill asked. – «Two ways», Mike said. «Gradually and then suddenly.»

Historische Beispiele für ein solches Schreckensszenario gibt es viele. Geradezu klassisch verlief die Geschichte in den späten 1920er Jahren: Nach einer längeren Phase der Tiefzinspolitik erhöhte das Federal Reserve (Fed) den Zins innerhalb von zwei Jahren von 3,5 auf 6 Prozent. Das Ergebnis der Operation war, dass zuerst die Börsenkurse einbrachen, dann das amerikanische Bankensystem in eine Krise schlitterte und schliesslich auch das internationale Währungs- und Finanzsystem ins Wanken geriet. Zusammen mit anderen Faktoren resultierte daraus der schlimmste wirtschaftliche Einbruch der letzten hundert Jahre. Die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre endete erst, als Währungen abgewertet, Banken rekapitalisiert und Staatsschulden abgeschrieben wurden.

Ähnliches ereignete sich Ende der 1970er Jahre. Wiederum war es das Fed, das durch schnelle Zinserhöhungen die Lawine ins Rollen brachte: Innerhalb eines Jahres hob der frisch gekürte Fed-Chairman Paul Volcker den kurzfristigen Nominalzins an. Die amerikanische Wirtschaft nahm einen tiefen Taucher, der zu einem rapiden Anstieg der Arbeitslosigkeit führte. In Lateinamerika und Osteuropa löste der sogenannte Volcker-Schock eine Schuldenkrise aus, die erst Ende der 1980er Jahre abklang. Wiederum war es entscheidend, dass die Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen verzichteten.

Zu nennen ist schliesslich auch die Phase vor der jüngsten Finanzkrise: Von Mitte 2004 bis Mitte 2006 erhöhte Fed-Chairman Alan Greenspan die Zinsen von einem auf etwas mehr als fünf Prozent. Als Folge davon konnte ein Teil der Hypothekarschulden, die sich über mehr als ein Jahrzehnt aufgebaut hatten, nicht mehr bedient werden. Bald sprang die Krise vom Hypothekenmarkt auf das gesamte Finanzsystem über, da die Verschuldung zu einem grossen Teil über kurzfristige Kredite erfolgt war. Nach dem Fall

der Investmentbank Lehman Brothers brachen nicht nur die Finanzmärkte, sondern auch die Welthandelsströme ein. Die Wende kam im Frühling 2009, als die Liquiditätszufuhren der Zentralbanken im Finanzsystem zu wirken begannen. Ist mit der Wiederholung dieses Schreckensszenarios zu rechnen? Stehen wir vor einem neuerlichen Zinsschock?

Die weiteren Aussichten

Die jüngsten Wirtschaftsnachrichten aus den USA deuten darauf hin, dass die Zinsen schneller ansteigen könnten, als die Anleger es bisher erwartet haben. Die Wirtschaft wächst kräftig, die Zahl der Beschäftigten nimmt kontinuierlich zu, die Löhne beginnen schneller zu steigen, die Inflationsrate ist anfangs Jahr über die Grenze von zwei Prozent geklettert. Möglicherweise kurbeln Donald Trumps Steuersenkungen und Deregulierungsmassnahmen den Konsum und mit einer gewissen Verzögerung auch die Firmeninvestitionen an. Das würde zweifellos zu weiteren Lohn- und Preiserhöhungen führen.

Doch wie wahrscheinlich ist ein solches Szenario? Die historischen Beispiele mahnen zur Vorsicht: In den späten 1920er Jahren bildete die Börsenhausse an der Wall Street den entscheidenden Grund für die restriktive Politik des Fed. Von Januar 1927 bis Januar 1929 war der Dow Jones Industrial Average von 160 auf 300 Indexpunkte trotz einer zunehmend restriktiven Geldpolitik gestiegen, worauf das Fed die Zinsen weiter von 5 auf 6 Prozent erhöhte. Daraufhin brach der Markt ein. Heute würde es niemand wagen, die Aufwärtsbewegung des Aktienmarktes mit einer derart rabiaten Verschärfung der monetären Bedingungen einzudämmen.

In den späten 1970er Jahren ging es um die Reduktion der hohen Inflation. Die Konsumentenpreise waren innerhalb eines Jahrzehnts um hundert Prozent geklettert, und zwar nicht primär wegen des Ölschocks von 1973, sondern wegen der allzu expansiven Geldpolitik seit den späten 1960er Jahren. 1979 betrug die Inflationsrate fast zehn Prozent. Paul Volcker musste etwas unternehmen, um die nominale Preis- und Lohnentwicklung in den Griff zu bekommen. In den letzten zehn Jahren hingegen betrug die Inflationsrate der USA fast immer weniger als zwei Prozent. Von einer Preis- und Lohnspirale kann also keine Rede sein.



Historisches Schreckensszenario: Fed-Chairman Paul Volcker war Verursacher des sogenannten «Volcker-Schocks», da er Ende der 70er Jahre kurzfristig den Nominalzins an hob. Bild: Paul Volcker, mauritius images / mark reinstein / Alamy.

Die Situation im Vorfeld der jüngsten Finanzkrise ist also am ehesten mit der heutigen Situation vergleichbar. In der ersten Jahreshälfte 2004 schnellte die Inflationsrate von weniger als zwei Prozent auf deutlich über zwei Prozent hoch, woraufhin das Fed schrittweise die Zinsen an hob. Doch im Unterschied zu heute herrschte damals eine optimistische Stimmung in bezug auf die Belastbarkeit der Schuldner. Chairman Greenspan ahnte nicht, welchen Sturm er mit seiner Geldpolitik auslösen würde. Heute hingegen weiss das Fed, dass allzu schnelle Zinsschritte grosse Verwerfungen losstrecken können. Die Lehren der jüngsten Vergangenheit sind noch nicht vergessen.

Entsprechend ist zu erwarten, dass sich das Fed selbst bei einem Anstieg der Inflation auf drei Prozent hüten wird, eine Vollbremse vorzunehmen. Ohnehin argumentieren ja namhafte Ökonomen seit einiger Zeit, dass ein Inflationsziel von zwei Prozent zu tief sei, weil es der Notenbank während einer Rezession zu wenig Spielraum gebe, um die Realzinsen weit ins Negative zu drücken. Zudem existiert in den USA keine öffentliche Sensibilität für die Schädlichkeit von hoher Inflation. Warum? Die prägende Erfahrung war die Grosse Depression der 1930er Jahre, als die Preise während drei Jahren stark fielen. Eine Hyperinflation, wie sie Deutschland 1923 erlebte, hat in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte nie stattgefunden. Deswegen würde ein Anstieg der Inflationsrate keine Entrüstung in der amerikanischen Öffentlichkeit auslösen. Das Fed steht deshalb nicht unter Zugzwang.

Abgesehen davon wissen wir nicht, ob es überhaupt zu einem starken Anstieg der amerikanischen Inflation kommen wird. Zwar ist die Industriekapazität stärker ausgelastet als vor ein paar Jahren, aber der Wert von 78 Prozent deutet keineswegs auf eine Überhitzung hin. Erst wenn er die Schwelle von 85 Prozent erreicht, kann von einem Boom gesprochen werden. Dasselbe gilt für die Erwerbsquote. Am Vorabend der Finanzkrise betrug sie knapp 65 Prozent, heute liegt sie bei 60 Prozent. Das heisst, dass die Zahl der Menschen, die auf Arbeitssuche sind, aber noch keine Stelle gefunden haben, immer noch ziemlich hoch ist. Dies dürfte verhindern, dass die Löhne in nächster Zeit sprunghaft ansteigen und die Inflationsrate schnell nach oben treiben werden.

Globalisierung wirkt preisdämpfend

Daneben wirken noch immer die preisdämpfenden Kräfte der Globalisierung: Mit dem Eintritt Chinas, Indiens und Osteuropas in die westliche Weltwirtschaft hat sich das weltweite Arbeitskräfteangebot vervielfacht, was verhindert, dass die Arbeitnehmer hohe Lohnforderungen durchsetzen können. Vor allem der Eintritt Chinas in die WTO 2001 hat den amerikanischen Arbeitsmarkt fundamental verändert. Wer rechnen konnte, verlagerte sein Unternehmen ins Ausland. Entsprechend reduzierte sich die Zahl der Industriearbeitsplätze in den USA seit den frühen 2000er Jahren dramatisch. Möglicherweise kommt es in den nächsten Jahren zu einer industriellen Renaissance in den USA. Aber dieser

«So schlimm der China-Schock für die amerikanische Industriearbeiterschaft auch war, die Kaufkraft der Bevölkerung ist dank der sinkenden Importpreise gestiegen.»

Tobias Straumann

Prozess wird nicht über Nacht zu einem Erstarren der amerikanischen Industriearbeiterschaft bei Lohnverhandlungen führen.

Auch die grossen Produktivitätsfortschritte in den Schwellenländern dürften anhalten, was zusätzlich preisdämpfend wirken wird. So schlimm der China-Schock für die amerikanische Industriearbeiterschaft auch war, die Kaufkraft der Bevölkerung ist dank der sinkenden Importpreise gestiegen. Selbstverständlich wird diese Phase einmal an ihr Ende kommen, denn auch in China und Indien werden dereinst Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt auftreten und das Tempo des Produktivitätsfortschritts abnehmen, wenn die Volkswirtschaft einen bestimmten Reifegrad erreicht hat. Aber dieser Wendepunkt steht keineswegs unmittelbar bevor, in den nächsten Jahren bleiben die Spielregeln der Weltwirtschaft also dieselben.

Eine grosse Änderung würde nur dann eintreten, wenn die Trump-Administration ruckartig Zollschranken errichten und die Immigration stoppen würde. Nach den bisherigen Erfahrungen ist dieses Szenario jedoch unwahrscheinlich. Donald Trump hat zwar protektionistische Neigungen, aber er scheint sich als ehemaliger Unternehmer durchaus bewusst zu sein, dass er behutsam vorgehen muss. Er hat bisher nur den Plan eines transpazifischen Abkommens aufgegeben, Neuverhandlungen des nordamerikanischen Freihandelsabkommens (Nafta) lanciert und einzelne Strafzölle erlassen.

Von einem grossen Bruch mit der Vergangenheit, vor dem viele gewarnt hatten, kann jedenfalls keine Rede sein. Im Wahlkampf kritisierte Trump das Fed wegen der Tiefzinspolitik. Heute meidet er das Thema, weil er genau weiss, was schnell steigende Zinsen bedeuten würden. In der näheren Zukunft dürfte der Bankrott also nur «gradually» stattfinden, nicht «suddenly». ◀

Tobias Straumann

ist Wirtschaftshistoriker und Titularprofessor an der Philosophischen Fakultät der Universität Zürich.