

«Der Zins, also der Preis des Geldes, wurde rund 10 Jahre lang tief gehalten. Aber können ökonomische Kräfte ewig ausgehebelt werden? Oder bedeutet Normalisierung gar: jähes Erwachen? Anregende Lektüre – verbunden mit dem Wunsch, dass Sie sich für die Zukunft richtig positionieren.»

Remy Reichmuth
Reichmuth & Co Privatbankiers

Steigende Zinsen

Lang erwartet und doch nicht vorbereitet?

Mit der langen Phase expansiver Geldpolitik haben die Notenbanken die Wirtschaft zwar oberflächlich stabilisiert, aber auch ein tiefes Loch gegraben. Warum? Und wie kommen sie da wieder raus?

«Schwierig zu sagen» oder «Darüber kann man nur spekulieren» lauteten die Antworten, als wir zu Beginn des Jahres gut zwei Dutzend renommierte Ökonominnen und Ökonomen, Anlegerikonen, erfolgreiche Unternehmer und Finanzexperten im ganzen deutschsprachigen und angelsächsischen Raum mit einer konkreten Frage konfrontierten: Was passiert, wenn die Zentralbanken die Leitzinsen erhöhen? Viele blieben unschlüssig, andere wollten sich aus politischen Gründen nicht exponieren und wieder anderen war anzumerken, dass sie der Leitzins eigentlich gar nicht interessiert. Die laufende OECD-Debatte um ganze Cluster aus sogenannten Zombiebanken, Zombieunternehmen und Zombiestaaten, denen der Bankrott droht und die nur aufgrund der günstigen Zinslage überhaupt noch existieren, hat in der Schweiz nachweislich kaum jemand verfolgt.

Auf einen ersten Blick sieht es ja wirtschaftlich auch nicht schlecht aus: Die Aktienkurse sind in den letzten Jahren in schwindelerregende Höhen gestiegen, selbst in Krypto-Assets, hinter denen weder eine Volkswirtschaft noch eine Firma steht, fließt das Kapital wie noch nie. Aber auch wenn momentan die Korken knallen und der Champagner fließt: so richtig geheuer ist die aktuelle Zentralbankpolitik der niedrigen Zinsen weder den Sparern noch den Notenbankchefs. Die Furcht davor, eines Tages mit heftigen Kopfschmerzen aufzuwachen und die Schulden nicht mehr bedienen zu können, geht um. Die Folgen für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft wären gewaltig, denn: Zinsentwicklungen haben letztlich Einfluss auf die Lebensumstände ganzer Generationen. Im Guten wie im Schlechten. Wie gut sind Sie vorbereitet?

Auf den folgenden Seiten finden Sie es heraus – gemeinsam mit jenen Autoren, die uns doch noch konkrete Antworten liefern konnten. Wir wünschen anregende Lektüre!

Die Redaktion

Für die Unterstützung bei der Lancierung des Dossiers danken wir Reichmuth & Co Privatbankiers.

1 Der Fluch des billigen Geldes

Die bisherige Politik der Nationalbanken basiert auf der Deutung der Wirtschaft als kenntliches und beherrschbares System. Sie könnte uns teuer zu stehen kommen.

von William White

Es heisst, dass alles mit dem Rückgang der US-Immobilienpreise Ende 2005 begonnen habe. Die dadurch ausgelöste Finanzkrise in den USA, so die populäre Lesart, habe in der Folge viele weitere Teile der Weltwirtschaft angesteckt und eine globale Wirtschaftskrise ausgelöst. Aber: das kann so nicht stimmen. Die Dauer und das Ausmass der Krise und ihrer Folgen können nicht allein durch den Prozess des «Ansteckens» erklärt werden. Vielmehr hatten sich im System der Weltwirtschaft schon zuvor kreditgetriebene Ungleichgewichte gebildet. Der Zusammenbruch für Subprime-Hypotheken in den USA erscheint in diesem Licht als blosser Trigger, der die vorherrschende systemische Fragilität auch dem Letzten offenbarte.

Es begann also früher, und die verfallenden Immobilienpreise waren bloss wichtige Nebendarsteller. Hauptakteur ist die von einer fehlerhaften Theorie geleitete Geldpolitik. Ihr erster Fehler liegt in der Annahme, ein als zu gering betrachtetes Arbeitsplatzwachstum sei alleine auf unzureichende Nachfrage zurückzuführen und dieses Problem könne immer mit einer expansiven Geldpolitik, also niedrigen Zinsen, behoben werden. Der zweite Fehler ist die damit verbundene Annahme, tiefe Zinsen hätten keine signifikanten unerwünschten Nebenwirkungen und entsprächen daher dem sprichwörtlichen «Free Lunch». Der dritte und wichtigste Fehler aber ist die unter Ökonomen weitverbreitete und grundsätzliche Fehldeutung der Wirtschaft als kenntliches und beherrschbares System.

Schauen wir uns diese Fehlerkette also einmal näher an, um dann herauszufinden, wie ein weltweites Niedrigzinsumfeld zustande kam – und was das für eine kommende Zinswende bedeuten könnte.

Chronik der Expansion

Die wilden Siebziger

Schon in den 1960er Jahren, als man noch glaubte, es gebe einen langfristigen Kompromiss zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, testete man in der Praxis, ob das Ankurbeln der Nachfrage über billiges Geld gelingen könnte, und stellte fest: Der damalige geldpolitische Stimulus führte nicht zum erwarteten «leichten» Anstieg der Inflation, sondern verwandelte sich in den 1970er

Jahren in einen massiven Inflationsdruck, wie er in der Theorie von Friedman und Phelps bereits vorhergesagt wurde. Das Fed unter Chairman Paul Volcker nahm sich dieses Problems in den frühen 1980er Jahren in Form einer strafferen Geldpolitik erfolgreich an, doch die Neigung der Notenbanken, sich dem Allheilmittel des «billigen Geldes» zuzuwenden, war damit nicht ad acta gelegt: Auf den «Greenspan Put» nach dem Börsencrash von 1987 folgten 1991, 1998 und 2001 weitere ähnliche Episoden extremer Lockerung der Geldpolitik. Die dazwischenliegenden Boomphasen derweil waren nie von symmetrischer Zurückhaltung begleitet. Infolgedessen sanken die Nominalzinsen im Laufe der Jahre – parallel dazu stiegen die öffentlichen und privaten Schuldenstände.

Der grosse analytische Fehler der innenpolitischen Entscheidungsträger in den Industrieländern war, dass sie die Bedeutung der Rückkehr Chinas, der Länder Mittel- und Osteuropas und vieler anderer zur Marktwirtschaft unterschätzten. Dieser Globalisierungsprozess war gleichbedeutend mit einem positiven Schock auf der Angebotsseite, der zu einem anhaltenden Abwärtsdruck auf die Inflation führte. Statt dies zu erkennen, interpretierte man die niedrige Inflation in den 1990er Jahren als Ergebnis unzureichender Nachfrage, die eine Lockerung der Geldpolitik evident erscheinen liess. Verstärkende Faktoren waren übertriebene Ängste vor den negativen Auswirkungen der Deflation und das Unterschätzen der Kosten, die mit leichtem Geld verbunden sind – namentlich der Aufbau von verschuldungsinduzierten Ungleichgewichten in der heimischen Wirtschaft. Diese waren die Voraussetzung für den nächsten Abschwung.

Das neue Jahrtausend

Die Lockerung der Geldpolitik der Industriestaaten im Jahr 2001 – als Reaktion auf das nachlassende Wachstum und den Börsencrash – war dann schon von beispielloser Geschwindigkeit und Grösse. Auch nach dem Senken der Zinssätze wurden selbige sehr lange niedrig gehalten, in den angelsächsischen Ländern sanken die Sparquoten der privaten Haushalte deshalb auf ein noch nie dagewesenes Niveau, und die Verschuldung der privaten Haushalte stieg weiter an. Mit dem Anstieg der Häuserpreise nahmen auch die Investitionen in den Wohnungsbestand zu.



«Die Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei sowohl durchschau- als auch beherrschbar, ist populär, aber falsch.»

William White

William White, zvg.

«Die globale Verschuldung ist gegenüber 2007 deutlich gestiegen, die aufgeblähten Vermögenswerte, finanzielle wie reale, können jederzeit platzen.»

William White

Ähnliche Entwicklungen gab es im peripheren Europa, als die Zinsspreads jener Länder gegenüber deutschen Staatsanleihen kollabierten. Die Finanzinstitute steigerten den Verschuldungsgrad drastisch, da sie die Kredite erhöhten, und auch die Preise für Finanzanlagen erreichten Höchststände. Über den Mechanismus der halbfesten Wechselkurse trugen die Schwellenländer zudem aktiv zu einer Explosion der globalen Liquidität und zu Ungleichgewichten in ihren eigenen Volkswirtschaften bei.

Dabei wurden die relevanten politischen Entscheidungsträger durch eine Reihe von Überzeugungen, die sich später als falsch herausstellten, zur Untätigkeit verführt: Zentralbanker glaubten, alles sei in Ordnung, solange die Inflation unter Kontrolle sei. Die Regulierungsbehörden glaubten, das System als Ganzes bleibe gesund, wenn alle Einzelinstitutionen gesund wären. Bankiers und andere Kreditgeber glaubten, ihre hohen Gewinne seien auf Talent (Alpha) statt auf Risikobereitschaft (Beta) zurückzuführen, und wurden deshalb immer kühner. Geldnehmer glaubten, Wohnungspreise und die Preise anderer finanzieller Vermögenswerte könnten sich nur in eine Richtung entwickeln. Und Regierungen glaubten, die sprudelnden Steuereinnahmen seien struktureller statt zyklischer Natur – und gaben sie darum schnell aus.

Nach 2007

Als die jüngste Krise zuschlug, zogen die politischen Entscheidungsträger der Industrieländer alle Register: Sie stabilisierten das Finanzsystem mit verschiedenen, weitreichenden Massnahmen und waren damit auf den ersten Blick erfolgreich. Doch den positiven kurzfristigen Effekten dieser Massnahmen standen und stehen negative längerfristige Effekte gegenüber. Am offensichtlichsten waren die immensen Haushaltsdefizite der Industriestaaten im Jahr 2009, die zu einem raschen Anstieg der Verschuldungsquoten führten. Der grundlegenden Probleme eines künstlich aufgeblähten Finanzsektors und der Notwendigkeit von Schuldenabschreibungen hat man sich nicht angenommen, denn als die Konjunkturschwäche abklang, liess auch der Appetit auf Struktur-reformen in der Realwirtschaft nach. Der Jahresbericht der Bank

für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) von 2017 stellt fest, dass die Gesamtverschuldung (Unternehmen, Haushalte und Regierungen) der Industrieländer Ende 2016 bei 270 Prozent des BIP und damit deutlich höher als 2007 liegt.

Des Weiteren ist anzunehmen, dass die lockere Geldpolitik zu einem Anstieg der Finanzmarktpreise weit über ihre Fundamentallwerte geführt hat: Während auf risikolose Anleihen teilweise noch immer negative Zinsen bezahlt werden, haben die Wertschriftenpreise, zumal in den USA, aber auch in vielen Ländern Europas, ungeahnte Höhen erklommen. Sie scheinen mindestens so übertrieben wie 2007 vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Auch die verteilungspolitischen Implikationen sind nicht zu unterschätzen. In vielen Ländern bereitet eine zunehmend ungleiche Einkommensverteilung (getrieben durch Technologiewandel und Globalisierung) ohnehin schon Sorgen, und die ultraexpansive Geldpolitik macht die Sache nicht besser: Die Reichen besitzen den Grossteil der risikoreichen Finanzanlagen, deren Wert stark gestiegen ist, während die meist risikolos angelegten Vermögen des Mittelstands rekordtief verzinst werden.

Am besorgniserregendsten ist aber wohl der Umstand, dass die Regierungen durch die Zentralbanken ermutigt wurden zu glauben, diese hätten die wirtschaftliche Lage unter Kontrolle. Klar: sie glauben das sehr gerne, denn es entbindet sie davon, andere, politisch umstrittene Massnahmen umzusetzen, die langfristig zu einem stärkeren und nachhaltigeren Wachstum führen könnten.

Falsche analytische Ordnung

Mitverursacht hat diesen Teufelskreis aus immer billigerem Geld und höherer Krisenanfälligkeit ironischerweise das Vermächtnis eines Pioniers der Geldtheorie: Der schwedische Ökonom Knut Wicksell zeigte schon 1898, dass die Festsetzung von finanziellen Zinssätzen unter dem «natürlichen» Zinssatz (langfristige Nettoendite auf Investitionen) Inflation verursacht. Viele Ökonomen gehen heute davon aus, dass der natürliche Zinssatz stark gesunken ist – und sehen deshalb eine Berechtigung, ja

eine Notwendigkeit für niedrige Leitzinsen. Das Problem dabei ist: der tiefere «natürliche» Zinssatz ist höchstwahrscheinlich seinerseits das Resultat langfristiger expansiver Geldpolitik. Die allzu leichte Kreditvergabe ermöglichte schlecht wirtschaftenden Unternehmen das Überleben. Und die Interaktion dieser «Zombieunternehmen» mit gesunden Unternehmen senkte die Produktivität letzterer. Der österreichische Nationalökonom und Politiker Joseph Schumpeter hätte dazu vielleicht gesagt: «Wo keine Zerstörung ist, kann es auch keine Schöpfung geben.» Das Potenzialwachstum, und mit ihm der natürliche Zinssatz, sank deshalb deutlich. Das gab den Nationalbanken Anlass, die Wirtschaft mit noch mehr leichtem Geld zu fluten, obwohl unter der dargelegten Prämisse klar hätte sein müssen, dass die Antwort auf das Problem nicht «more of the same» lauten kann.

Diese fehlgeleitete Geldpolitik kann oberflächlich betrachtet also auf die oben beschriebenen zwei Fehleinschätzungen zurückgeführt werden. Die Wurzel des Übels liegt allerdings noch tiefer, nämlich im bereits angedeuteten dritten und bedeutendsten Problem, das nicht nur die zeitgenössische Geldpolitik betrifft: in der Fehldeutung des wirtschaftlichen Systems als Ganzes.

Die ökonomischen Modelle der meisten Zentralbanken basieren immer noch auf der Idee der «repräsentativen Agenten», die für viele Millionen verschiedener Haushalte und Firmen stehen. Die repräsentativen Agenten maximieren ihren Lebensnutzen bei perfekter Kenntnis der Zukunft und der Natur der Wirtschaft, ohne Rückgriff auf Emotionen oder das Wohl anderer. Dank dieser unrealistischen, vereinfachenden Annahmen wird die Wirtschaft scheinbar nicht nur verständlich, sondern auch kontrollierbar. Schocks folgen einer Normalverteilung, deren Eigenschaften sich im Laufe der Zeit nicht ändern. Nach Schocks tendiert eine solche Wirtschaft automatisch und schnell zu einer Rückkehr in ein «Gleichgewicht» von Vollbeschäftigung und niedriger Inflation, sofern letztere das von der Zentralbank angestrebte Ziel ist. Die von den Finanzmärkten erzeugten Preise stimmen mit den Fundamentaldaten überein. Geld, Kredit und Schulden spielen keine Rolle, Bestände und kumulative Prozesse werden tendenziell ebenfalls ignoriert. Zusammengenommen ergeben diese Annahmen sehr lineare Prognosen, die unerwartete Folgen von Politikänderungen ausschliessen. In einer durch diesen analytischen Rahmen beschriebenen Welt können Zentralbanker ihre Inflationsziele leicht erreichen, und wirklich schlechte Ergebnisse sind ausgeschlossen.

Die Realitätsferne dieser Annahmen wurde wiederholt und überzeugend demonstriert. Beispielsweise zeigte Mandelbrot vor Jahren, dass die Veränderungen der Börsenkurse nicht durch eine Normalverteilung geprägt sind, sondern durch eine Potenzgesetzverteilung, in der extreme Ausschläge mit viel grösserer Wahrscheinlichkeit vorkommen als in der Normalverteilung. Ein gutes Beispiel liefert auch der IWF: er musste nach Ausbruch der Krise (= Schock) seine Wachstumsprognosen für viele Volkswirtschaften neun Jahre in Folge nach unten korrigieren, weil seine Modelle fälschlicherweise von einer Rückkehr zu einem «Gleichgewicht» ausgingen.

Trotz dieser Unzulänglichkeiten scheinen die Zentralbanken an den analytischen Rahmenbedingungen festzuhalten. Warum? Eine wohlwollende Interpretation ist, dass die Zentralbanken zwar wachsende Zweifel an der Nützlichkeit ihrer Analyserahmen haben, aber keine politisch machbaren Alternativen sehen. Eine weniger wohlwollende Interpretation ist, dass sie weiterhin davon überzeugt sind, ihre Politik steigere die nominale Nachfrage und habe trotz zunehmend experimenteller und beispielloser Ausmasse nur begrenzte unerwünschte Nebenwirkungen.

Die Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei sowohl durchschau- als auch beherrschbar, ist populär, aber falsch. In Wirklichkeit ist die Wirtschaft ein sogenanntes «komplexes adaptives System» – eher ein Ökosystem als eine Maschine – und kann nicht komplett durchschaut, verstanden oder kontrolliert werden. Was bedeutet das?

Die Wirtschaft als komplexes adaptives System

Komplexe adaptive Systeme gibt es überall, nichts in der Natur oder in der Gesellschaft funktioniert linear und stabil. Solche Systeme wurden von verschiedenen Disziplinen gut studiert und teilen sich wichtige Eigenschaften: Sie bestehen aus vielen Agenten, die einfachen Regeln folgen, ständig miteinander interagieren und auf sich ändernde Umstände reagieren (evolvierten). Viele solcher Systeme weisen dabei «emergente Eigenschaften» auf – Eigenschaften, die sich nicht aus den zugrunde liegenden Komponenten, sondern aus den Wechselwirkungen zwischen ihnen ergeben. Es gibt kein Gleichgewicht in solchen Systemen.

Die Anwendung dieser Denkweise auf die Ökonomie sollte auf der Hand liegen: Die Wirtschaft besteht aus vielen verschiedenen Sektoren (Konsumenten, Unternehmen, Finanzinstituten, Regulierungsbehörden usw.), von denen jeder unzählige Akteure umfasst. Diese verfolgen ihre wirtschaftlichen Aktivitäten individuell oft nach relativ einfachen Regeln (Heuristiken), Regeln, die neben den eigenen direkten Interessen durchaus auch die Sorge um andere einschliessen können. Wechselwirkungen zwischen Wirtschaftsakteuren führen zu Rückkopplungseffekten und unerwarteten Ergebnissen, die oft ausgeprägt nichtlinearer Natur sind. Die emergenten Eigenschaften des Wirtschaftssystems wären die makroökonomischen Aggregate wie BIP, Konsum oder Inflation. Deren explizite Identifizierung als emergente Phänomene würde den Wunsch nach Mikrofundierung wesentlich besser befriedigen als die Fiktion des «repräsentativen Agenten».

Erkenntnisse aus anderen Disziplinen deuten darauf hin, dass sich komplexe adaptive Systeme über lange Zeiträume stabil verhalten können. Trotzdem brechen sie regelmässig zusammen. Ausmass und Häufigkeit dieser Krisen stehen invers zueinander – gemäss einer dem Potenzgesetz folgenden Häufigkeitsverteilung. Extremereignisse treten somit viel häufiger auf, als es eine Normalverteilung vermuten liesse, Kaskadeneffekte stehen oft im Mittelpunkt der Entwicklungen.

Komplexe adaptive Systeme können zwar politisch beeinflusst, aber nicht im strengen Sinne kontrolliert werden. Die (geld)politischen Entscheidungsträger sollten daher in ihren Bestrebungen viel bescheidener sein – eine Forderung, die schon Friedrich August von Hayek in seiner «Verfassung der Freiheit» formulierte und die sich empirisch als richtig erweist. Folgende Lehren, nicht nur für Zentralbanken, sondern auch für Regierungen im Allgemeinen, können aus der Identifikation der Wirtschaft als komplexes adaptives System gezogen werden:

1. Es gibt einen Kompromiss zwischen statischer Effizienz und dynamischer Stabilität in komplexen adaptiven Systemen. So können z.B. Kaskadeneffekte in einem komplexen System durch die Inkaufnahme von Redundanz und damit statischer Ineffizienz unwahrscheinlicher gemacht werden. Umgekehrt sind Systeme mit sehr hoher statischer Effizienz oft anfällig für Krisen und daher dynamisch nicht effizient. Dieser Kompromiss wird als «Fitness» bezeichnet. Das Ziel institutioneller Reformen sollte eine Erhöhung der Fitness – also die Verschiebung der Kompromisslinie nach aussen – sein.

2. Komplexe adaptive Systeme werden trotz der Bemühungen, ihre Fitness zu steigern, zwangsläufig irgendwann zusammenbrechen. Der öffentliche Sektor sollte darauf vorbereitet werden: Vor der Krise sind Schritte zu unternehmen, um sicherzustellen, dass die Behörden, vor allem die Zentralbanken, über die für die Bewältigung einer Krise erforderlichen Instrumente verfügen. Grundsatzvereinbarungen zwischen allen Beteiligten und spezielle Bankinsolvenzregelungen sind ebenso zu empfehlen wie regelmässige «Kriegsspiele» als Tests. Während einer Krise müssen die Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz fungieren. Da Krisen sehr unterschiedlich sein können, sollten die Zentralbanken auch rechtlich in der Lage sein, flexibel zu reagieren.

3. Angesichts der Unsicherheiten, die mit dem Verhalten komplexer adaptiver Systeme verbunden sind, sollte sich die Politik auf das Ziel konzentrieren, katastrophale Ergebnisse zu vermeiden. Das impliziert eine grössere Bereitschaft der Zentralbanken, kleine Abschwünge, die zum Ausgleich von Ungleichgewichten in der Wirtschaft beitragen, in Kauf zu nehmen. Damit würde die schumpetersche Vorstellung der «kreativen Zerstörung» unterstützt. Mit der regelmässigen Beseitigung von Ungleichgewichten können weitaus grössere Abschwünge verhindert werden. Eine solche «Minimaxing»-Strategie impliziert auch, keine hochgradig experimentellen Strategien anzuwenden, bevor nicht ihre möglichen Nebenwirkungen besser untersucht sind. In der Pharmaindustrie ist das schon längst üblich.

4. In einem komplexen adaptiven – also instabilen – System kann der Auslöser für eine Krise alles Mögliche sein. Die Grösse des Triggerereignisses muss zudem in keinem Verhältnis zum systemischen Ergebnis stehen. Die politischen Entscheidungsträger sollten sich deshalb weniger auf die Identifizierung potenzieller Auslöser konzentrieren als vielmehr auf die Identifizierung von Anzeichen potenzieller Instabilität. Die Beachtung makroökono-

mischer Ungleichgewichte ist erfolgsversprechender als der Versuch, die finanzielle Instabilität durch stark disaggregierte «Risk Maps» zu bewerten, wie sie derzeit von der G20 und dem IWF gefördert werden. Wirtschafts- und Finanzkrisen können ihre Wurzeln in Ungleichgewichten auch ausserhalb des Finanzsystems haben. Es sollte auf jede signifikante und nachhaltige Abweichung makroökonomischer Variablen von historischen Normen geachtet werden. Entwicklungen an den Immobilienmärkten müssten besonders genau beobachtet werden, da sie häufig die Ursache für spätere Probleme sind.

5. Komplexe adaptive Systeme verändern sich ständig. Die Zentralbanken sollten deshalb darauf achten, nie den «letzten Krieg» zu führen. Auslöser für die lateinamerikanische Krise der 1980er Jahre war die Kreditvergabe von Banken an Staaten, in der Südasienkrise der 1990er Jahre war es die Kreditvergabe der Banken an Private, und heute kaufen Nichtbanken (hauptsächlich Vermögensverwaltungsgesellschaften) nichtstaatliche Schuldtitel. Die Zentralbanken konnten die neuen Gesichter dieser alten Bedrohung (Kapitalzuflüsse) für die Stabilität nicht erkennen. Auch der Ausbau des «Schattenbankings» und die Entwicklung neuer Finanzinstrumente vor der Krise fanden bemerkenswert wenig Beachtung.

6. In komplexen adaptiven Systemen ist die Zukunft nicht zu erkennen. Prognosen auf der Grundlage von Vergangenheitsdaten sind blosse Extrapolation und daher nutzlos. Zentralbanker, der IWF und die OECD sollten die Grenzen ihres Wissens anerkennen und statt auf Prognosen besser auf Szenarien setzen. Die Wirtschaftsakteure sind nicht mit Risiken konfrontiert (wo Wahrscheinlichkeitsverteilungen bekannt sind), sondern mit radikalen Unsicherheiten (wo sie nicht bekannt sind). Der durch Risikomanagementtechniken gebotene Komfort ist daher weitgehend illusorisch, die Kapitalpuffer (für unerwartete Verluste) sollten grösser sein als derzeit gefordert.

In Kürze

Die ultraexpansive Geldpolitik der letzten Jahrzehnte hat zu grossen wirtschaftlichen Ungleichgewichten geführt.

Die Wurzel des Übels liegt in der irrigen Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei durchschau- und beherrschbar. In Wirklichkeit ist sie aber – wie vieles in Natur und Gesellschaft – ein komplexes, adaptives System. Das hat weitreichende Implikationen.

Das Zulassen von kleinen Krisen in komplexen, adaptiven Systemen hilft beim Ausgleich von Ungleichgewichten und schützt damit vor grossen Krisen. Je länger die Geldpolitik diese Natur der Wirtschaft verkennt, desto teurer wird uns die Erkenntnis zu stehen kommen. (1r)

7. Eine komplexe adaptive Wirtschaft besteht aus vielen Akteuren, nicht aus einem «repräsentativen Agenten». Die Zentralbanken sollten daher die Verteilungsimplicationen der Geldpolitik analysieren, denn diese können den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik verändern. Zum Beispiel begünstigen niedrige Zinsen Schuldner und benachteiligen Gläubiger. Wenn erstere eine geringere marginale Konsumneigung aufweisen als letztere, kann das die erwarteten expansiven Effekte der Politik dämpfen. Wenn die Geldpolitik zu steigenden Einkommens- oder Vermögensunterschieden beiträgt, sollten die unerwünschten sozialen Auswirkungen ausdrücklich gewürdigt werden. Die Zentralbanken müssten dann überzeugende Argumente dafür liefern, warum ihr Vorgehen mehr nützt als schadet.

Solche Verteilungsfragen sind inhärent politischer Natur. Und ja, das stellt letztlich die Unabhängigkeit der Zentralbanken gegenüber politischen Akteuren in Frage. Es gibt Grund zur Annahme, dass der Wert der Unabhängigkeit gegenüber anderen staatlichen Behörden überschätzt wird. Ein Blick zurück zeigt, dass sie auch gar keine lange Tradition hat: Nach dem Zweiten Weltkrieg wurden die meisten grossen Zentralbanken fast vollständig von den Finanzministerien dominiert. Erst die inflationäre Erfahrung der 1970er Jahre, verbunden mit dem wachsenden Glauben an effiziente und selbstregulierende Märkte, förderte den Kult der Unabhängigkeit der Zentralbank in den grossen Volkswirtschaften. Die Deutung der Wirtschaft als komplexes adaptives System drängt eine stärkere innerstaatliche Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen staatlichen Behörden, einschliesslich der Zentralbanken, geradezu auf – vorausgesetzt, man einigt sich darauf, die historischen Fehler nicht zu wiederholen, und vorausgesetzt, man kann sie von den politischen Auswüchsen kurzfristiger Wahlzyklen fernhalten (eine Herausforderung, die allerdings nicht spezifisch für die Geldpolitik, sondern ganz allgemein gilt).

Ausblick

Das Fed ist seit 2017 daran, die US-Leitzinsen schrittweise zu erhöhen. Diese Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten fordert nun auch die Zentralbanker anderer Länder heraus, denn in einem vom Dollar dominierten internationalen Finanzsystem werden sich die Kreditbedingungen anderswo tendenziell ebenfalls verschärfen. Die Überalterung der Bevölkerung lässt das Arbeitskräfteangebot zudem fast überall sinken und trägt so zur Erhöhung des Aufwärtsdrucks auf Löhne, Preise und Zinsen bei.

Europa könnte eine Zeitlang versuchen, diesem Druck zu widerstehen. Die EZB hat sich bereits verpflichtet, die Leitzinsen niedrig zu halten, bis sie den Abbau der Quantitative-Easing-Programme in die Wege geleitet hat. Sollte ein erneuter Anstieg bei den Zinsspreads der Peripherieländer der Eurozone drohen, könnte die Verpflichtung, den Euro auf Teufel komm raus zusammenzuhalten, auf eine weitere Probe gestellt werden. Die grosse Unbekannte ist die Auswirkung auf den Wechselkurs des Euro

und damit auf die europäische Inflation. Ein starker Einbruch des Wechselkurses könnte die EZB zu einem Kurswechsel veranlassen.

In den USA verlief der langsame Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik bisher reibungslos. Ob das so weitergeht, ist unklar: Ein plötzlicher Inflationsanstieg ist nicht ausgeschlossen, und ein solcher könnte das Vertrauen der Märkte in die Zentralbanken erschüttern und eine disruptive Reaktion in den Finanzmärkten auslösen. Im Gegensatz zu den Annahmen, mit denen die verbreiteten makroökonomischen Modelle rechnen, ist die reale Welt ein hochgradig nichtlinearer Ort. Doch auch ohne Inflationsdruck können verschiedene Ungleichgewichte im globalen Finanzsystem ganz spontan aus dem Ruder laufen. Die globale Verschuldung ist gegenüber 2007 deutlich gestiegen, die aufgeblähten Vermögenswerte, finanzielle wie reale, können jederzeit platzen. Irgendwann müssen die negativen Zinssätze auf Euroanleihen im Umfang mehrerer Billionen Euro steigen. Dass die extrem expansive Geldpolitik die Risikobereitschaft der Finanzinstitute erhöht hat und den nötigen Abbau ihrer Bilanzen verhindert, dürfte sich als Problem herausstellen.

Sollte sich eine oder mehrere dieser Befürchtungen bewahrheiten, ist ein erneuter weltweiter Abschwung wahrscheinlich. Bedenklich ist dann, dass die trotz ultraexpansiver Geldpolitik zögerliche Erholung seit 2009 schon heute ihren politischen und sozialen Fussabdruck hinterlassen hat: Fast überall haben sich die Wähler von der politischen Mitte (und den damit verbundenen Eliten) abgewendet und ihre Unterstützung für nationalistische und sozialistische Lösungen signalisiert. Sollte sich die wirtschaftliche Lage verschlechtern, wird es keinen Mangel an Kandidaten geben, die versuchen, diese beiden Pole stimmenmaximierend zusammenzuführen.

Man kann nur darüber spekulieren, wie die Zentralbanker auf eine abermalige Rezession reagieren würden. Sollten sie ihre bisherigen Überzeugungen beibehalten, ist eine Fortführung bzw. sogar eine Verstärkung der schon heute sehr experimentellen Massnahmen zu befürchten. Das könnte noch mehr Beweise dafür liefern, dass diese Massnahmen die Dinge tatsächlich verschlimmern, und somit letztlich den gewünschten Paradigmenwechsel auslösen. Die Frage ist, welchen Preis wir für diese Erkenntnis bezahlen werden. ◀

Übersetzt aus dem Englischen und adaptiert von Lukas Rühli.

William White

ist Chairman des Economic and Development Review Committee der OECD. Davor war er Head of the Monetary and Economic Department bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

2 Die lebenden Toten

Die Europäische Zentralbank ist von lauter «Zombies» aus Privatwirtschaft und Finanzindustrie umzingelt, die sie selbst am Leben gehalten hat. Steigen die Zinsen, finden die Zombies zwar ihre Ruhe – für Gesellschaft und Politik dürfte aber das Gegenteil gelten.

von Gunther Schnabl

Zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise läuft die Konjunktur in den Industrieländern wieder rund. Die Aktienmärkte boomen und die Arbeitslosenzahlen sinken, so dass der Ausstieg aus den äusserst lockeren Geldpolitiken ansteht. Über mehr als 30 Jahre hinweg haben die Zentralbanken ihre Zinsen auf ein historisch niedriges Niveau gesenkt (Abb. 1a) und durch umfangreiche Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen ihre Bilanzen ausgeweitet (Abb. 1b). Nun soll die Wende kommen.

Die US-amerikanische Fed bastelt seit Dezember 2013 an dem geldpolitischen Ausstieg, indem sie die Anleihekäufe reduziert und die Zinsen erhöht. Der neue US-Notenbankchef Jerome Powell hat angekündigt, diesen Kurs fortzusetzen. Auch in Europa läuft die Konjunktur rund. Die südeuropäischen Krisenländer haben sich vordergründig erholt. In der Stellungnahme zur Zinsentscheidung am 8. März verzichtete der EZB-Rat deshalb auf den bisher üblichen Satz, dass die milliarden schweren Anleihekäufe noch ausgeweitet werden könnten. Das wird als Einstieg in den geldpolitischen Ausstieg interpretiert.

Warum die Zentralbanken so vorsichtig sind

Die Zentralbanken agieren aus zwei Gründen äusserst vorsichtig. Erstens haben in der Vergangenheit die Zinssenkungen in Reaktion auf Finanzkrisen die Märkte zwar stabilisiert, aber auch den Nährboden für neue Übertreibungen geschaffen. Beispielsweise ermutigten die starken Zinssenkungen der EZB in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase (2000) in Südeuropa ein übermässiges Kreditwachstum und viele Investitionen mit geringer Rendite. Zunächst stiegen die Aktienwerte von Banken und Unternehmen steil an (Abb. 2b). Als die EZB ab dem Jahr 2006 die Leitzinsen erhöhte, hob sie die Messlatte für die Rentabilität aller Investitionsprojekte an. Viele erwiesen sich als unrentabel. Die europäische Finanz- und Schuldenkrise nahm ihren Lauf, was eine neue Geldflut auslöste.

Zwar hat die Finanzmarktaufsicht durch umfassende neue Regulierung eine erneute unvorsichtige Kreditvergabe der europäischen Banken verhindert.¹ Doch sind, zweitens, neue Risiken im Unternehmenssektor entstanden. Viele grosse Unternehmen haben die extrem niedrigen Zinsen dazu genutzt, mit billigen Krediten zu überhöhten Preisen Konkurrenten aufzukaufen. Der

deutsche Chemieriese Bayer hat beispielsweise für Monsanto das Doppelte des marktüblichen Preises bezahlt.² Vor allem in den USA haben die Unternehmen wie Google mit billigen Krediten die eigenen Aktien zurückgekauft. Beides hat die Aktienpreise nach oben getrieben. Seit dem Tiefpunkt im Jahr 2009 sind der S&P Industrials (USA) um 210 Prozent (Abb. 2a), der Eurostoxx Industrials um 150 Prozent (Abb. 2b) und der DAX, der von Industrieunternehmen dominiert wird, sogar um 270 Prozent gestiegen.³

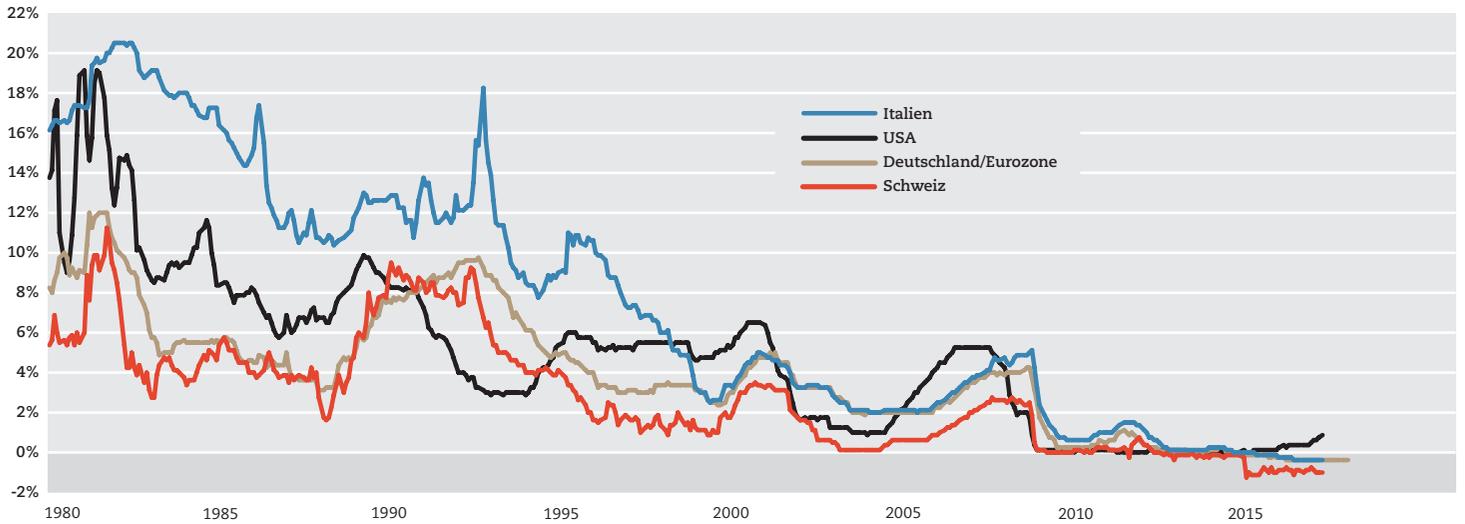
Durch diese Transaktionen ist in den USA die Verschuldung der Unternehmen von 3356 Milliarden Dollar (2008) auf 6005 Milliarden Dollar (2017) gestiegen. In China, das (noch) Wachstumsmotor der Weltwirtschaft ist, ist die Unternehmensverschuldung sogar von 132 Milliarden Dollar (2008) auf 2001 Milliarden Dollar (2017) angewachsen. Steigen die Zinsen, dann steigen für die hochverschuldeten Unternehmen auch die Zinslasten. Das würde sie zwingen, die Investitionen zu reduzieren, Mitarbeiter zu entlassen, Löhne zu kürzen und Preisdruck auf die Zulieferer auszuüben. Der Rückgang der Investitionen in den USA und China würde den Maschinenbau, insbesondere in Deutschland und der Schweiz, treffen. Mit einem sinkenden Konsum in den USA und China würde weltweit die Konsumgüterindustrie leiden, insbesondere die deutsche Autoindustrie.

Mit Zinserhöhungen scheint also der neue grosse Krach – diesmal ausgehend vom Unternehmenssektor – vorprogrammiert. Das erklärt die homöopathischen Änderungen in den öffentlichen Erklärungen der EZB. Jede grössere Erschütterung auf den Weltfinanzmärkten dürfte ferner dazu führen, dass die Zinserhöhungen gleich wieder ausgesetzt werden. Das dürfte damit gerechtfertigt werden, dass die Inflationsrate im Euroraum immer noch deutlich unter dem selbstgesteckten Ziel von 2 Prozent liegt. Es ist langfristig ein Szenario denkbar, in dem die Zentralbank bei niedriger Inflation den Zins bei null hält und ihren Bestand an Staats- und Unternehmensanleihen immer weiter ausdehnt – ein Blick nach Japan, wo dieser Prozess bereits weiter fortgeschritten ist, bietet sich deshalb an.⁴

Zombieunternehmen

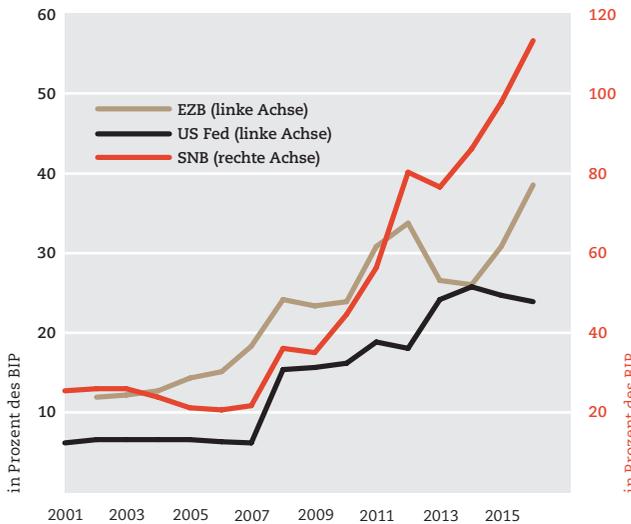
Das über einen langen Zeitraum sinkende Zinsniveau in den Industrieländern (Abb. 1a) wirkt auf die Wirtschaft wie ein

Abbildung 1a Kurzfristige Zinsen



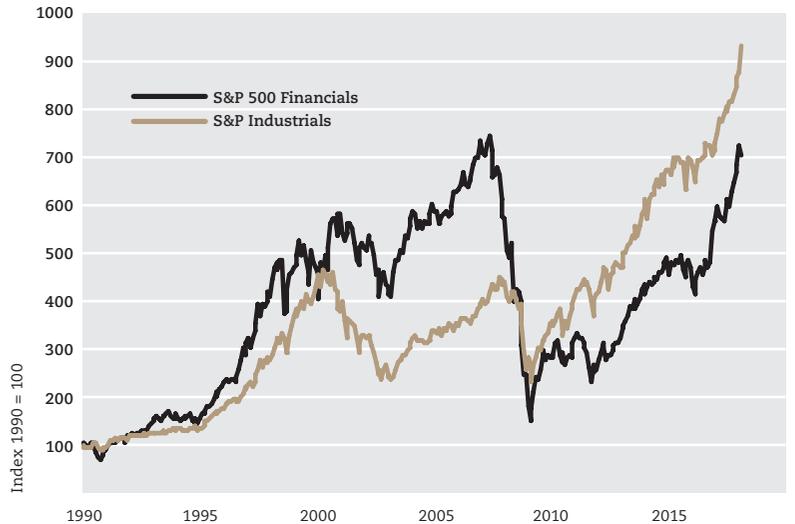
Quellen: Schweizer Nationalbank, Bank of England, Banca d'Italia, IWF, Eurostat

Abbildung 1b Volumen der Zentralbankbilanzen



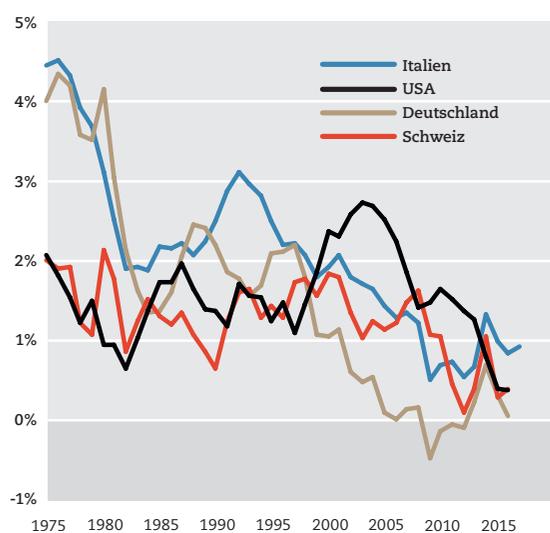
Quellen: Schweizer Nationalbank, Bank of England, Banca d'Italia, IWF, Eurostat

Abbildung 2a Aktienindizes für Finanzinstitute und Industrieunternehmen, USA



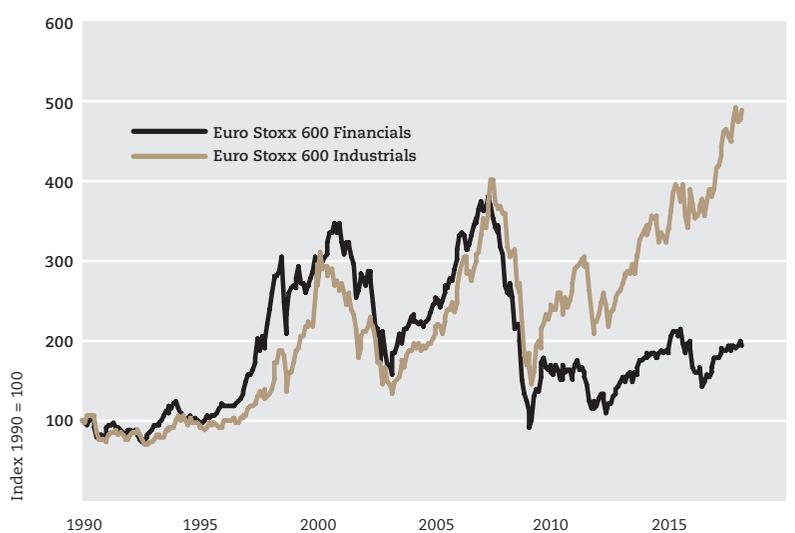
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 3 Produktivitätswachstum (geglättet über fünf Jahre)



Quelle: OECD

Abbildung 2b Aktienindizes für Finanzinstitute und Industrieunternehmen, Europa



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Schierlingsbecher: Unternehmen, Banken und Staaten verlassen sich auf billigere Finanzierungsmöglichkeiten bzw. Spekulationsgewinne auf den Finanzmärkten, statt – wie früher – nach Effizienz zu streben. Das anhaltend tiefe Zinsniveau hat längst zu einer «Zombieinvasion» geführt, deren Folgen wir uns möglicherweise zu spät bewusst werden.

2008 tauchte im Hinblick auf Japan der Begriff der «Zombieunternehmen»⁵ auf, da dort die Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten bereits 1990 geplatzt war. Damit gemeint sind Unternehmen, die Verluste machen, Kreditraten kaum mehr tilgen, Zinszahlungen kaum mehr bedienen können. Sie sind nur noch überlebensfähig, weil die Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe das Ausfallsrisiko nicht mehr einpreisen. Die Motivation für die «nachsichtige Kreditvergabe»⁶ ist politisch, da im seit 1990 rezessionsgeplagten Japan die Abgeordneten im Parlament bei Bankrotten von Unternehmen den Missmut der Wähler in ihren Wahlkreisen fürchten.

Die Politiker übten deshalb auf die Banken Druck aus, faule Kredite nicht offenzulegen und zu verlängern. Damit traten sie bei den Banken offene Türen ein, da diese den wirtschaftlichen Offenbarungseid scheuten. Im Jahr 2012 wurde sogar ein «Gesetz zur Erleichterung der Finanzierung von Klein- und Mittelunternehmen» auf den Weg gebracht, das die Geschäftsbanken zwingt, zu geringen Zinsen die Kreditvergabe an Klein- und Mittelunternehmen fortzusetzen. Für die Verlängerung von Krediten reicht ein Businessplan aus, der eine Reduzierung der Kosten verspricht.

Da der Wahrheitsgehalt dieser Businesspläne unbekannt ist, sind Zombieunternehmen schwer zu erkennen. Inzwischen machen jedoch zwei Drittel der japanischen Unternehmen zu wenig Gewinne, um Steuern zu zahlen. Der stetige Rückgang der Konkurse zeugt davon, dass dringend notwendige Restrukturierungen im japanischen Unternehmenssektor auf breiter Front unterbleiben. Die OECD sagt, dass der Anteil der Unternehmen, die geschlossen bzw. neu eröffnet werden, mit 5 Prozent aller Unternehmen in Japan im internationalen Vergleich (15 Prozent) sehr gering sei. Da die Zombieunternehmen versteckt subventioniert werden, wird der Wettbewerb auf Kosten der leistungsfähigen Unternehmen verzerrt. Die Zinssubventionen für die Unternehmen tragen zu geringen Preisen und damit zu den niedrigen Inflationsraten bei, die die ultralockere Geldpolitik der Bank von Japan «rechtfertigen». Doch die Zombies beschäftigen heute längst nicht mehr nur Japan: Innerhalb der OECD⁷ wurde jüngst in mehreren Berichten und Debatten auf die Gefahr einer ähnlichen Entwicklung in Europa, vor allem in den südlichen Euro-mitgliedsländern, aufmerksam gemacht. Das Risiko grösserer Zahlungsausfälle und Pleiten in unproduktiven Sektoren ist da, wie gross es effektiv ist – darüber wird gestritten.

Zombiebanken

Der amerikanische Ökonom Edward Kane⁸ schuf den Begriff der «Zombiebanken». Diese können trotz negativem Vermögen

ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen, weil es explizite oder implizite Garantien des Staates gibt. Sie haben keinen Anreiz, den Zombieunternehmen die Kredite zu entziehen, weil sonst der Berg ihrer öffentlich ausgewiesenen faulen Kredite steigen würde. Die Zombiebanken könnten sich dann nur zu deutlich höheren Zinsen refinanzieren. Möglicherweise würden die Kunden ihre Einlagen abziehen und so die Zombies ins Wanken bringen. Japans Banken, deren Kreditvergabe seit 1998 langsam fällt, gelten schon lange als die «Untoten der Finanzwelt». Joe Peek und Eric Rosengren⁹ zeigen, dass die japanischen Banken zu viele Kredite an «immergrüne» Unternehmen mit schwacher Rendite vergeben und so zu einer ineffizienten Wirtschaftsstruktur beitragen.

Auch dieses Problem ist in Europa nun angekommen. Die seit 2007 schwelende Krise hat in Südeuropa einen Berg an faulen Krediten hinterlassen: 2017 betrug der Anteil der als notleidend ausgewiesenen Kredite an der gesamten Kreditsumme in Griechenland 47 Prozent, in Zypern 34 Prozent, in Portugal 18 Prozent sowie in Italien 12 Prozent (Deutschland derzeit 2 Prozent).¹⁰ Die geldpolitischen Rettungsmassnahmen der EZB, die den Finanzmarkt eigentlich stabilisieren sollen, verschlimmern das Problem, weil sie die Marge zwischen Kredit- und Einlagezinsen (als wichtigste Einkommensquelle der Banken) drücken und so am Eigenkapital zehren. Und auch die wachsende Regulierung schafft Zombies. Beispielsweise sollten in Portugal höhere Eigenkapitalvorschriften die Stabilität der Banken sichern. Die Banken haben aber die Kreditvergabe an produktive Unternehmen reduziert, um die Eigenkapitalquote hoch zu halten. Hingegen erhalten sie Kredite an potenziell insolvente Unternehmen aufrecht, um gegenüber der Finanzmarktaufsicht ihre Risiken zu vertuschen.¹¹

In Kürze

Die dauerhafte Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat viele Unternehmen, Finanzinstitute und Staaten am Leben gehalten, die unter normalen Bedingungen längst bankrottgegangen wären. Als «lebende Tote» fristen sie ein von niedrigen Zinsen abhängiges Dasein.

Die Produktivität im Euroraum ist deshalb kaum gestiegen, die Ansprüche an die zu finanzierenden Sozialsysteme schon. Viele der über die letzten zehn Jahre entstandenen «Zombies» würden eine rasche Zinswende nicht überleben – ein Abwürgen des dezenten Wachstums brächte Zahlungsausfälle auf breiter Front.

Die EZB muss bedacht, aber entschlossen reagieren, um keine weitere gesellschaftliche und politische Polarisierung zu riskieren. (mw)

Zombiestaaten

Die Zombiebanks und Zombiunternehmen überleben langfristig nur dann, wenn die Zentralbanken die Zinsen niedrig halten und bei der Refinanzierung ein Auge zudrücken. Für anhaltend niedrige Zinsen sorgt die EZB mit den umfangreichen Anleihekäufen. Die nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion akzeptieren zudem schlechte Sicherheiten für die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken. Da die Geschäftsbanken immer mehr Staatsanleihen des jeweiligen Landes halten (statt an rentable Unternehmen Kredite zu vergeben), ist es auch entscheidend, dass die Finanzmarktaufsicht Staatsanleihen als risikolos einstuft. Dafür ist der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ERSB) mitverantwortlich, der vom italienischen EZB-Präsidenten Mario Draghi geleitet wird. Italienische Banken müssen derzeit kein Eigenkapital für das Halten von italienischen Staatsanleihen vorhalten, obwohl der italienische Staat mit 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts in der Kreide steht und bei einem Zinsanstieg wohl zahlungsunfähig wäre.¹²

Die Refinanzierung der nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion wird auf Kosten des Nordens der Währungsunion über die Target2-Salden des Europäischen Systems der Zentralbanken sichergestellt.¹³ Die Target-Salden sind eine zinslose, in Dauer und Volumen unbegrenzte Kreditlinie für die Eurokrisenländer. Die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank belaufen sich auf ca. 900 Milliarden Euro. Auf diesem Weg sind nun auch «Zombiestaaten» wie Italien¹⁴ entstanden, die nur überlebensfähig sind, weil die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank äusserst locker ist und die Target2-Salden nicht – wie in den USA – geschlossen werden müssen.

Abkehr von der Marktwirtschaft

Damit ist wohl auf Dauer keine ernsthafte Straffung der europäischen Geldpolitik zu erwarten. Die EZB ist eine Gefangene der Zombiunternehmen, Zombiebanks und Zombiestaaten, die sie selbst geschaffen hat. Die marktwirtschaftlichen Systeme nähern sich – versteckt und schleichend – den sogenannten «weichen Budgetrestriktionen» an, die der ungarische Ökonom Janos Kornai für die früheren mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften beschrieben hat.¹⁵ Weil in den sozialistischen Staaten Bankrotte der staatseigenen Betriebe nicht erwünscht waren, gewährten die staatlich kontrollierten Banken bedingungslose Kredite.¹⁶ Die Verluste der Staatsbanken wurden durch die Notenpresse gedeckt.

Das Ergebnis war eine trügerische Stabilität: Zwar gab es keine Bankrotte, keine Arbeitslosigkeit und keine Krisen, aber aufgrund des fehlenden Wettbewerbs war die Innovationsfähigkeit der Planwirtschaften gering. Die Effizienz der Produktion blieb weit hinter den Marktwirtschaften des Westens zurück. Weil wenig – oft unter grosser Verschwendung – und am Bedarf der Bevölkerung vorbeiproduziert wurde, herrschten stetiger Mangel, Warteschlangen und Unzufriedenheit. Wachsende

wirtschaftliche und politische Instabilität bewirkten schliesslich den Kollaps.

Aus der Sicht der Ökonomen Joseph Schumpeter (1912) und Friedrich August von Hayek (1929)¹⁷ entsprechen der Abbruch von Investitionen und der Bankrott von Unternehmen in der Krise einem Reinigungsprozess, weil nicht oder wenig rentable Investitionsprojekte abgebrochen werden müssen («schöpferische Zerstörung»). Produktionsfaktoren werden freigesetzt, die im Verlauf des kommenden Aufschwungs in bessere Investitionsprojekte und Unternehmen eingebunden werden können. Stellen hingegen in der Krise die Zentralbanken grosse Mengen billiger Liquidität zur Verfügung, um Arbeitslosigkeit zu verhindern, dann bleiben Arbeit und Kapital in wenig rentablen Investitionsprojekten gebunden. Die durchschnittliche Rendite der Investitionsprojekte fällt und bleibt niedrig. Indem die Europäische Zentralbank in Europa immer mehr Zombies heranzüchtet, ebnet sie der schleichenden Rückkehr der Planwirtschaften den Weg.

Weil mit der sinkenden Effizienz der Unternehmen die Produktivitätsgewinne gegen null konvergieren (siehe Abb. 3), können die marktwirtschaftlichen Systeme, die nach dem Zweiten Weltkrieg die Basis für beachtliche Produktivitätsfortschritte und Wohlstand geschaffen haben, das hohe erreichte Wohlstandsniveau nicht mehr für alle sichern.¹⁸ Die Politiker, die sich darauf spezialisiert haben, Teile dieser Produktivitätsgewinne umzuverteilen, stossen an Grenzen. Um ihre grosszügigen Versprechungen zu halten, greifen sie – bewusst oder unbewusst – zur Notenpresse.

Die strukturellen Zinssenkungen gegen null¹⁹ und die immensen Ankäufe von Staatsanleihen schaffen den Staaten zwar kurzfristig Ausgabenspielräume.²⁰ Doch es wird die wirtschaftliche Basis der Umverteilung zerstört, weil die Anzahl der Zombies wächst und vor allem die Anzahl der rentablen Unternehmen sinkt. Hinzu kommen die Verteilungswirkungen der Geldpolitik, die einige wenige viel reicher und viele ärmer machen. Mit dem fehlenden Produktivitätswachstum können die Löhne nicht mehr für alle steigen. Insbesondere die Einstiegslohne für die jungen Menschen werden stetig abgesenkt. Der Anteil der Menschen in prekären Arbeitsverhältnissen nimmt zu. Die Alterssicherungssysteme werden ausgehöhlt.

Da nun immer weniger Menschen von der noch hohen Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften der Industrieländer profitieren, nimmt die Unterstützung für extreme Parteien am linken oder rechten Rand des politischen Spektrums längst zu. Nationalistische Tendenzen gewinnen an Dynamik, so dass die Abschottung der Märkte gefordert wird. Das reduziert die Produktivitätsniveaus weiter und höhlt den Wohlstand weiter aus.²¹

Conclusio

Die stetige geldpolitische Lockerung in Europa und der Welt hat eine zunehmende Anzahl von Zombiunternehmen geschaffen,

die den Wohlstand auffressen. Da die Stabilitäten von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten inzwischen eng miteinander verbunden sind, scheuen die Zentralbanken den geldpolitischen Ausstieg. Sie finanzieren stattdessen zusätzliche Staatsausgaben, die die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der Geldpolitik zu verdecken versuchen. Das ist ein hoffnungsloses Unterfangen, weil der Wohlstand der Nationen auf der Produktivität der Unternehmen und nicht auf Zombies beruht, die am Tropf der Zentralbanken hängen.

Ein Ausweg aus diesem Teufelskreis von expansiver Geldpolitik, negativen Wachstums- und Verteilungseffekten sowie zusätzlichen Staatsausgaben und Interventionen in den Wirtschaftskreislauf kann nur die Rückkehr zu marktwirtschaftlichen Prinzipien sein. Dies setzt eine stabile Währung und damit den Ausstieg aus den sehr lockeren Geldpolitiken voraus, wie er bisher nur von der US-amerikanischen Fed ernsthaft angegangen worden ist. Setzt sich bei den geldpolitischen Entscheidungsträgern Europas diese Einsicht durch, dann würde das auch den geldpolitischen Ausstieg in den USA erleichtern.

Da sich in den vergangenen 30 Jahren immense strukturelle Verzerrungen in Form zahlreicher Zombiunternehmen, Zombiabanken und Zombiestaaten aufgebaut haben, kann und wird der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nur langsam vonstattengehen können. Beispielsweise ist eine Zinserhöhung von 0,5 Prozentpunkten pro Jahr denkbar.²² Er muss gleichwohl entschlossen sein, um eine schrittweise Anpassung von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten an ein höheres Zinsniveau zu ermöglichen. Die Reprivatisierung des Wirtschaftslebens wäre mit nachhaltigen Produktivitätsgewinnen und einer Stärkung der Kaufkraft der Bürger verbunden. Nur so werden sich auch die westlichen Demokratien wieder stabilisieren. ◀

¹ Deshalb sind insbesondere in Europa die Finanzinstitute ins Hintertreffen geraten (siehe Abbildung 2b).

² Siehe Gunther Schnabl und Klaus Siemon: Der Bayer-Mosanto-Deal: Draghi hilft dreimal, Schäuble nur einmal bei der Umverteilung. In: ÖkonomenBlog: Stimme der wirtschaftlichen Vernunft vom 23.3.2017.

³ Mit der Einführung des Prinzips «Impairment Only» (Nur wenn der Firmenwert tatsächlich zurückgegangen ist, muss er abgeschrieben werden) in der amerikanischen und europäischen Rechnungslegung im Jahr 2004 haben die Unternehmen die Firmenwerte kaum mehr vermindert. Seit der Jahrtausendwende haben sich damit die Firmenwerte in den Bilanzen der DAX-Konzerne mehr als verdreifacht. Hätten die alten Abschreibungsregeln gegolten, dann wären die Gewinne der Unternehmen um 1,5 Billionen Euro niedriger ausgefallen. Vgl. Bernd Freytag: Gefährliche Bilanzkosmetik. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.2.2018.

⁴ Warum bei immer expansiveren Geldpolitiken die Konsumentenpreis-inflation nicht gestiegen ist, erklärt der Autor hier: Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreis-inflation. Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitischen Regelmechanismen. In: Leviathan 43, 2 (2015).

⁵ Ricardo Caballero, Takeo Hoshi und Anil Kashyap: Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. In: American Economic Review 98, 5 (2008).

⁶ Siehe Toshihiko Sekine, Keiichiro Kobayashi und Yumi Saita: Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms. In: Bank of Japan Monetary and Economic Studies 21, 2 (2003).

⁷ Vgl. Gerald Braunberger: Die Zombies bitten zum Duell. In: Fazit – das Wirtschaftsblog (FAZ). Web: blogs.faz.net/fazit/2018/01/17/die-zombies-bitten-zum-duell-9563/

⁸ Edward Kane: What Lessons Should Japan Learn from the U.S. Deposit-Insurance Mess? In: Journal of the Japanese and International Economics 7, 4 (1993).

⁹ Joe Peek und Eric Rosengren: Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. In: American Economic Review 95, 4 (2005).

¹⁰ Roland Vaubel: Eine europäische Einlagensicherung ist gefährlich. In: Börsen-Zeitung 44, 3 (2018). Die Schätzungen des Volumens fauler Kredite basieren auf dem aktuellen Zinsniveau. Würden die Zinsen angehoben, potenzierten sich die faulen Kredite in allen Ländern – einschliesslich Deutschlands.

¹¹ Laura Blattner, Luisa Farinha und Francisca Rebelo: When Losses Turn into Loans: The Cost of Undercapitalized Banks. In: Job Market Paper. Web: scholar.harvard.edu/files/laurablattner/files/jmp_blattner_oct31.pdf (2017).

¹² Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl: The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. In: Cato Journal 36, 3 (2016).

¹³ Vgl. Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. In: International Tax and Public Finance 19, 4 (2012).

¹⁴ Vgl. Andreas Freytag: Was ist der Europäische Fiskalpakt noch wert? Zombie-Banken finanzieren Zombie-Staaten. In: Wirtschaftswoche vom 31.10.2014.

¹⁵ Janos Kornai: The Soft Budget Constraint. In: Kyklos 39, 1 (1986).

¹⁶ Zu harten und weichen Budgetrestriktionen in China siehe Yingyi Quian und Chenggang Xu: Innovation and Bureaucracy under Soft and Hard Budget Constraints. In: Review of Economic Studies 65, 1 (1998).

¹⁷ Joseph Schumpeter: The Theory of Economic Development. Cambridge: Harvard University Press, 1934. Friedrich August von Hayek: Prices and Production. New York: August M. Kelly, 1931.

¹⁸ Vgl. Andreas Freytag und Gunther Schnabl: Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order. In: Credit and Capital Markets 50, 2 (2017).

¹⁹ Larry Summers schreibt die sinkenden Zinsen einem exogen vorgegebenen Rückgang der Leistungsfähigkeit von Investitionen sowie einer Sparschwemme in den alternden Gesellschaften der Industrieländer zu. Die Krise fällt sozusagen vom Himmel. Vgl. Larry Summers: U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. In: Business Economics 49, 2 (2014).

²⁰ Beispielsweise belaufen sich die Zinsersparnisse für Deutschland seit 2007 auf insgesamt 290 Milliarden Euro. Siehe auch den Beitrag von Lars Feld auf S. 74 dieser Ausgabe.

²¹ In den 1950er bis 1990er Jahren war die Liberalisierung der Märkte im Zuge des europäischen Integrationsprozesses und des Ausbaus von GATT und WTO auf globaler Ebene das Rückgrat beträchtlicher Wohlstandsgewinne.

²² Vgl. Gunther Schnabl: Exit Strategies from Monetary Expansion and Financial Repression. Erscheint in: Cato Journal 38, 2 (2018).

Gunther Schnabl

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Leipzig. Zuvor war er an den Universitäten Tübingen, Tokio, Stanford und Leuven tätig sowie als Advisor bei der Europäischen Zentralbank.

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

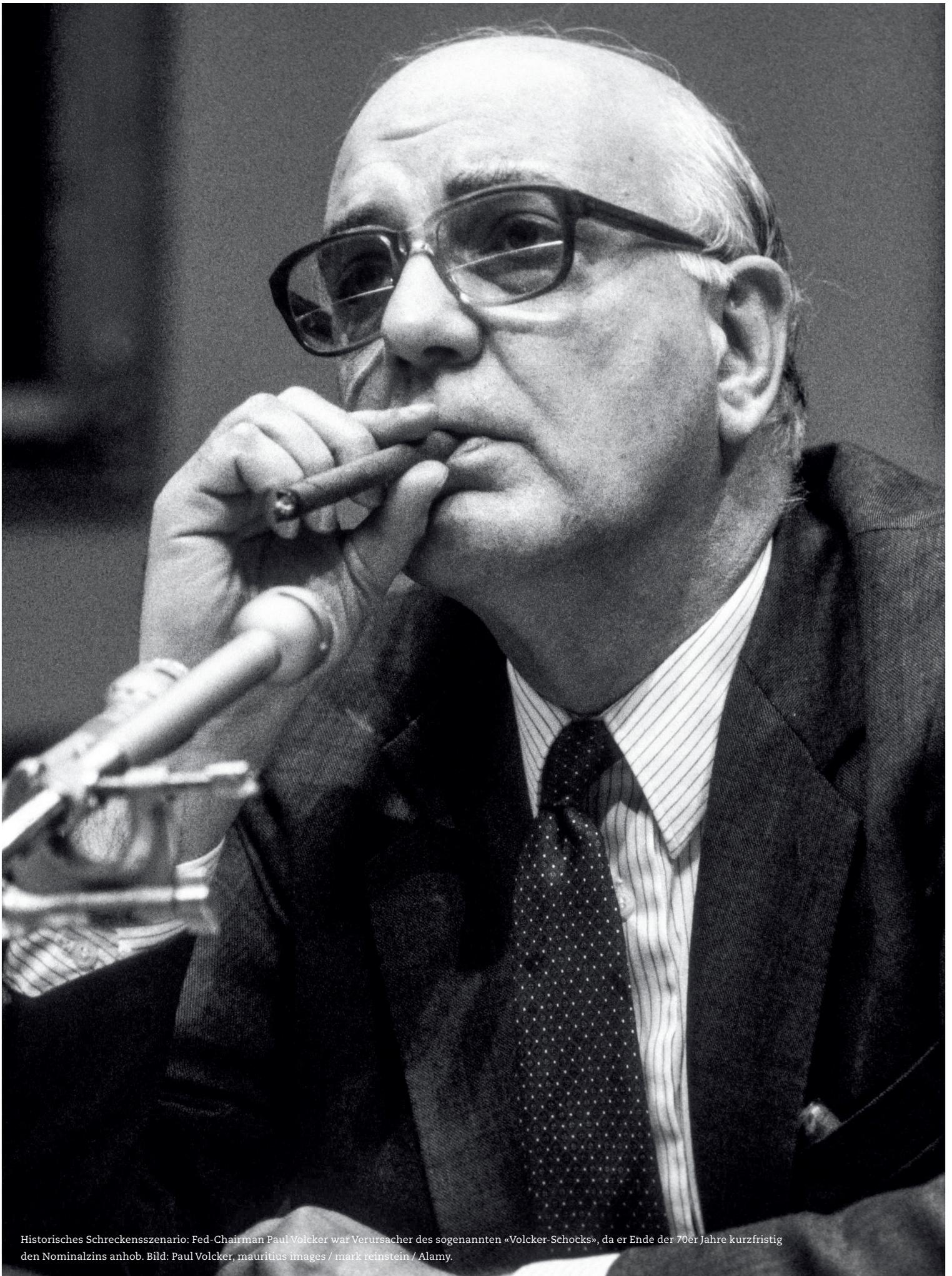
der Investmentbank Lehman Brothers brachen nicht nur die Finanzmärkte, sondern auch die Welthandelsströme ein. Die Wende kam im Frühling 2009, als die Liquiditätszufuhren der Zentralbanken im Finanzsystem zu wirken begannen. Ist mit der Wiederholung dieses Schreckensszenarios zu rechnen? Stehen wir vor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

4 Tipping-Points

Die Risiken eines Zinsanstiegs für einzelne, stark verschuldete Staaten der Eurozone sind hoch – darüber kann auch die aktuell positive Gesamtwirtschaftsentwicklung nicht hinwegtäuschen. Wo liegen die Gefahrenherde?

von Lars P. Feld

Europa sieht Licht am Ende des Tunnels: Die Wirtschaft der Eurozone entwickelt sich sehr ordentlich. Das Wirtschaftswachstum wird im Jahr 2018 wohl erneut bei 2,3 Prozent liegen. Für das Jahr 2019 kann man auf eine ähnliche Entwicklung hoffen. Dies liegt nicht nur an der starken deutschen Volkswirtschaft, die sich in der Hochkonjunktur befindet. In fast allen Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU) ist das Wirtschaftswachstum kräftig, zuvorderst in Irland und Spanien mit Zuwachsraten des realen BIP von 6,7 bzw. 3,1 Prozent im Jahr 2017. Das Wachstum in Frankreich betrug 1,8 Prozent und wird 2018 ähnlich stark sein wie in Deutschland. Selbst für Griechenland ist ein Wachstum von 2,2 Prozent – nach 1,4 Prozent im Jahr 2017 – realistisch. Nicht verwundern kann also, dass die Produktionslücke in der Eurozone, also die Differenz zwischen tatsächlichem Bruttoinlandsprodukt und den geschätzten volkswirtschaftlichen Kapazitäten, bereits seit dem Jahr 2017 geschlossen ist. Das heisst: die Wirtschaft des Euroraums ist voll ausgelastet.

Die Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt sind spürbar: Die Arbeitslosigkeit im Euroraum sinkt von 9,1 Prozent im Jahr 2017 auf voraussichtlich 8,3 Prozent im Jahr 2018. Besonders spektakulär ist die Arbeitsmarktentwicklung in Spanien, das auf dem Höhepunkt der Schuldenkrise eine Arbeitslosenquote von über 25 Prozent verkraften musste. Im Jahr 2018 könnte diese schon auf unter 16 Prozent sinken. In Deutschland herrscht sogar nahezu Vollbeschäftigung.

Diese Wirtschaftsentwicklung schlägt sich auch allmählich in einer dynamischeren Preisentwicklung nieder. Die Inflationsrate im Euroraum betrug im Jahr 2017 schon 1,5 Prozent und könnte sich angesichts der ultralockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahresverlauf 2018 an deren Zielgrösse herantasten. Es entspricht daher einer gewissen Vernunft, wenn sich die Finanzmärkte auf ein Ende der lockeren Geldpolitik in Europa einstellen.

Das Bild ist getrübt

Viele Experten sind sich einig: die Geldpolitik der EZB ist aktuell zu locker. Sie sollte lieber früher als später aus den

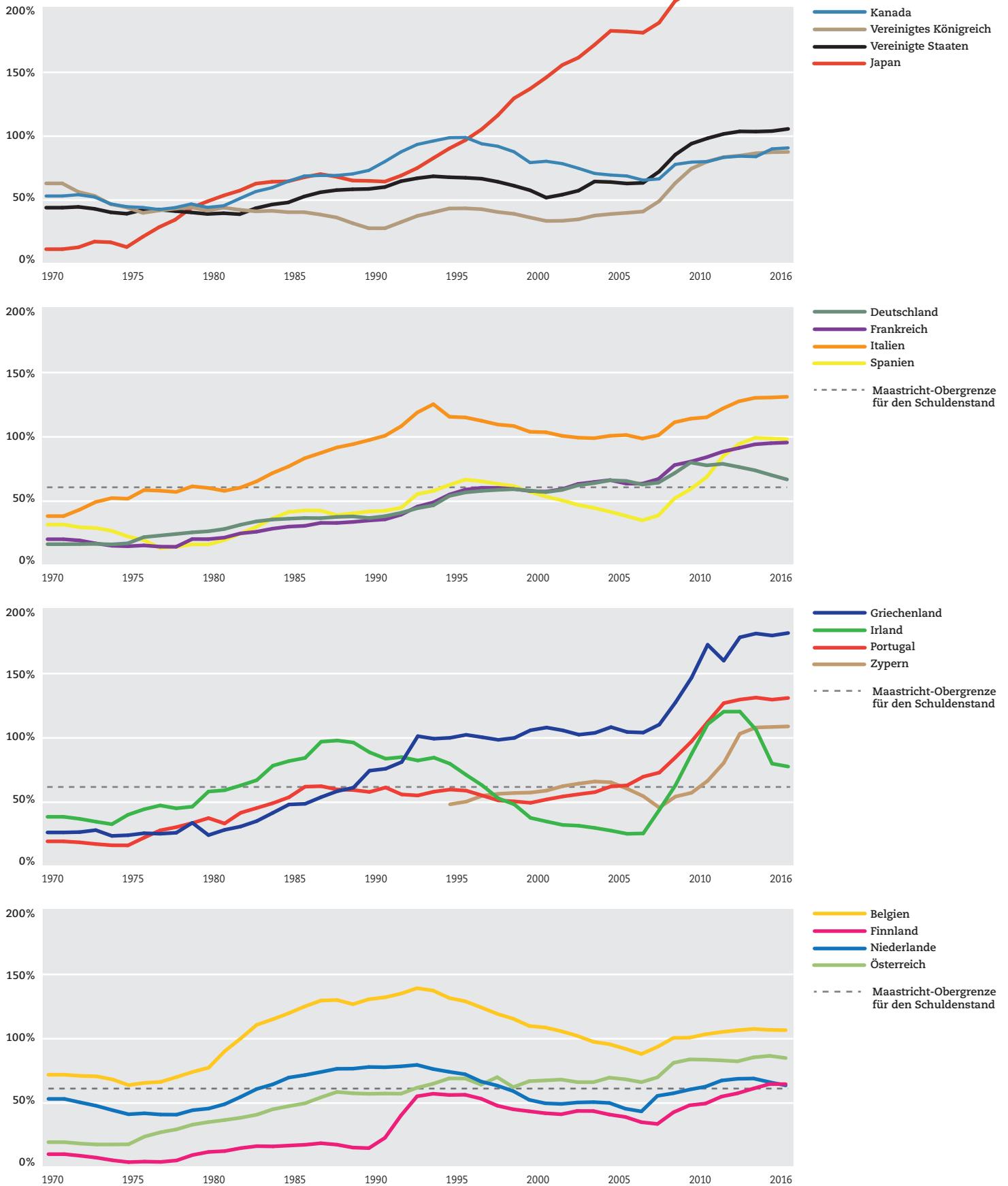
Anleihekäufen aussteigen und die Märkte auf baldige Zinserhöhungen vorbereiten, heisst es. Sind die Tage der lockeren Geldpolitik der EZB also gezählt? Oder sollte die EZB weiterhin von einer gewissen Fragilität der Wirtschaftsentwicklung in Europa ausgehen?

Zunächst: das Bild der guten Wirtschaftslage ist nicht makellos. Die Lage in Italien und die immer noch unzureichende Erholung Griechenlands trüben die Aussichten. Die italienische Wirtschaft wächst nur moderat und hat mit 1,5 Prozent im Jahr 2017 und voraussichtlich 1,4 Prozent im Jahr 2018 die schlechteste Wachstumsperformance in der Eurozone. Diese kurzfristige Betrachtung fügt sich in das Gesamtbild der italienischen Wirtschaftsverhältnisse: Seit dem Eintritt des Landes in die Währungsunion ist das Produktivitätswachstum äusserst schwach und das Wachstum des BIP pro Kopf ist im Durchschnitt der Jahre seit der Finanzkrise negativ. Die Arbeitslosigkeit reduziert sich nur in kleinen Schritten und die Preisentwicklung bleibt moderat. Hinzu kommen die politischen Turbulenzen, die sich seit den jüngsten Wahlen abzeichnen.

Griechenland hat zwar die Trendwende geschafft, aber noch einen langen Weg zur Gesundung seiner Volkswirtschaft vor sich. Mit der Rückkehr an die internationalen Kapitalmärkte im Laufe des Jahres 2018 erweitert sich jedoch der Spielraum für die Regierung Tsipras, auf dem Reformpfad umzukehren, um ihre Chancen für eine Wiederwahl im Jahr 2019 zu erhöhen.

Beide Mitgliedstaaten haben eine enorm hohe Staatsverschuldung. Die Staatsschuldenquote liegt in Griechenland im Jahr 2017 bei über 180 Prozent des BIP. In Italien ist der Schuldenstand mit rund 132 Prozent des BIP ebenfalls beunruhigend hoch. Dies wirft ein Schlaglicht auf den insgesamt unzureichenden Rückgang der Staatsverschuldung. In Abbildung 1 ist die Entwicklung der Staatsschuldenquoten für ausgewählte Staaten seit 1970 dargestellt. Für die Mitgliedstaaten der EWU ist jeweils die 60-Prozent-Grenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts eingezeichnet. Es wird deutlich, dass die im Zuge der verbesserten Wirtschaftslage und der niedrigen Zinsen erheblich erleichterte Konsolidierung im Euroraum überwiegend den weiteren Anstieg der Staatsverschuldung bremsen konnte und somit lediglich zu einer Stabili-

Abbildung 1 Entwicklung der Staatsschulden seit 1970¹ (in Prozent des BIP)



¹ Kombinierte Daten des IWF World Economic Outlook sowie IWF Historical Public Finance Database.

Quellen: IWF, Mauro et al. (2015), eigene Berechnungen

Abbildung 2 Szenarien für die Entwicklung der Zinsausgaben auf Staatsschulden



¹ In Relation zum BIP des jeweiligen Jahres, ab dem Jahr 2017 in Relation zur BIP-Prognose des IWF.

² Basierend auf den Emissionsvolumina ab dem Jahr 2002, berechnet nach der Methode von Claire A. Boeing-Reicher und Jens Boysen-Hogrefe: Estimating the effects of the «flight to quality», with an application to German bond yields and interest payments during the Euro crisis. Kiel: Working Papers 2086, Institut für Weltwirtschaft, 2017.

³ Zinsauszahlungen des Zentralstaats im Jahr X dividiert durch den mittleren Schuldenstand im entsprechenden Jahr.

⁴ Insgesamt zu leistende Zinsausgaben des Zentralstaats.

⁵ Basierend auf der Zinsstrukturkurve vom September 2017.

sierung der Staatsschuldenquoten geführt hat. Nur Deutschland und Irland haben eine eindeutige Trendwende herbeiführen können. Die anderen europäischen Staaten reihen sich in das internationale Gefüge ein, wie die Staatsverschuldung in Japan, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten veranschaulicht.

Erlaubt die hohe Staatsverschuldung einen Zinsanstieg?

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich die EZB überhaupt einen Zinsanstieg leisten kann. Das Direktorium der EZB wird solche Zweifel vom Tisch wischen, auf ihr Mandat verweisen und vielleicht hinzufügen, dass sie den Mitgliedstaaten der EWU schon genügend Zeit für eine nachhaltige Sanierung ihrer Staatsfinanzen verschafft hat. Gleichwohl muss die EZB bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Wirtschaftslage im Euroraum berücksichtigen, weil diese mit der Inflationsentwicklung verbunden ist. Turbulenzen auf den Anleihemärkten, die von einem so grossen Mitgliedstaat wie Italien ausgelöst werden könnten, hätten erhebliche Rückwirkungen auf die anderen Mitgliedstaaten im Euroraum und bedrohten daher die wirtschaftliche Entwicklung. Es ist somit erforderlich, die Auswirkung von Zinserhöhungen auf die Mitgliedstaaten der EWU abzuschätzen.

Die Ergebnisse der Analyse zur künftigen Entwicklung der Zinsausgaben unter bestimmten Annahmen über Fälligkeiten und Konditionen ihrer börsennotierten Wertpapiere sind in Abbildung 2 dargestellt. Dabei sind parallele Anstiege der Zinsstrukturkurve um 1, 3 und 5 Prozentpunkte für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien unterstellt. Daraus ergeben sich verschiedene Folgerungen:

1) Eine Erhöhung des Zinsniveaus um einen Prozentpunkt würde kaum zu Veränderungen in den Zinsausgaben führen.

2) Ein Anstieg um 3 Prozentpunkte hätte bereits erhebliche Mehrbelastungen etwa für Italien und Spanien zur Folge. Die Zinsausgaben auf neu emittierte Anleihen würden auf 4,2 Prozent beziehungsweise 3,5 Prozent des nominalen BIP ansteigen.

3) Erhöhen sich die Zinsausgaben um 5 Prozentpunkte, so fallen die Mehrausgaben noch deutlich höher aus. Dabei berücksichtigen diese Simulationen nur die Schuldverschreibungen der Zentralstaaten (ohne die Schulden von Ländern und Kommunen) und sind daher als Untergrenze für den Anstieg der gesamtstaatlichen Zinsausgaben zu interpretieren. Selbst der vermeintliche Musterschüler Deutschland, das zeigt die Analyse für die deutschen Bundesländer und Gemeinden, hätte in diesem Szenario handfeste Probleme. Vor allem die deutschen Städte und Gemeinden, die besonders hohe Liquiditätskredite eingegangen sind, würden eine Zinserhöhung stark zu spüren bekommen. Dies gilt vor allem für Kommunen in Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und dem Saarland.

«Die Refinanzierungskonditionen für einen hochverschuldeten Staat können sehr schnell in einen Teufelskreis führen, der schliesslich gar den Marktzugang verhindert.»

Lars P. Feld

Zur Tragfähigkeit der Staatsfinanzen im Euroraum

Die Entwicklung hat direkte Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. Die umfassendere Analyse zeigt, dass das Urteil der Finanzmärkte sehr schnell umschlagen kann, wenn sich die Rahmenbedingungen für die staatlichen Schuldner, insbesondere das Zinsniveau oder das Wirtschaftswachstum, schlagartig verschlechtern. Die Refinanzierungskonditionen für einen hochverschuldeten Staat können dann sehr schnell in einen Teufelskreis führen, der schliesslich gar den Marktzugang verhindert.

Es ist zu bedauern, dass die Konsolidierungsbemühungen der Mitgliedstaaten der EWU gegenwärtig zum Erliegen gekommen sind. Dies gilt vor allem für Italien, während die politische Situation in Griechenland gar eine Abkehr von der Konsolidierung befürchten lässt. Die politischen Konstellationen in beiden Ländern lassen erkennen, dass der politische Wille zur Sanierung der öffentlichen Haushalte fehlt. Die Finanzmärkte werden dies in ihren angebotenen Konditionen berücksichtigen müssen. Die vollmundige Ankündigung italienischer Politiker, unabhängig von den Finanzmärkten zu werden, entbehrt angesichts der übermässigen Staatsverschuldung jeder Grundlage. ◀

Lars P. Feld

ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg i.Br. und Direktor des Walter Eucken Instituts. Feld ist unter anderem Mitglied des deutschen Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (sogenannter Wirtschaftsweise).

5 Hypozinswende

Wie das billige Geld die Hülschweiz verändert hat und für welche Regionen steigende Zinsen besonders schmerzvoll sein könnten.

von Roland Füss

Die anhaltend niedrigen Zinsen haben ihre Spuren im Immobilienmarkt hinterlassen. Sie sind übrigens nicht nur die Folge expansiver Geldpolitik, sondern auch ein Ausdruck des Konsumverzichts der geburtenstarken Jahrgänge, die für ihren Ruhestand gesetzlich, individuell oder über die Pensionskasse Vorsorge betreiben. Höhere Ersparnisse bedeuten fallende Zinsen. Die Sparer sind bereit, in riskantere Anlagen zu investieren oder einen höheren Preis für Investments wie Aktien oder eben Immobilien zu bezahlen. Die hohen Preis-Miet-Verhältnisse von Renditeliegenschaften und die niedrigen Kapitalisierungsraten in bevorzugten Lagen deuten auf eine Unterschätzung der Risikoprämie hin.

Preisstagnation trotz Negativzinsen

Mit der Einführung von Negativzinsen durch die Schweizer Nationalbank Anfang 2015 hätte man eine Intensivierung dieser Effekte, d.h. eine zunehmende Gefahr für eine Immobilienblase, erwarten können. Tatsächlich haben sich die durchschnittlichen Transaktionspreise für Einfamilienhäuser jedoch seitwärts bewegt und sind im letzten Quartal 2017 gesamthaft um 2,1% und im gehobenen Segment sogar um 3,1% gesunken (siehe Abbildung).

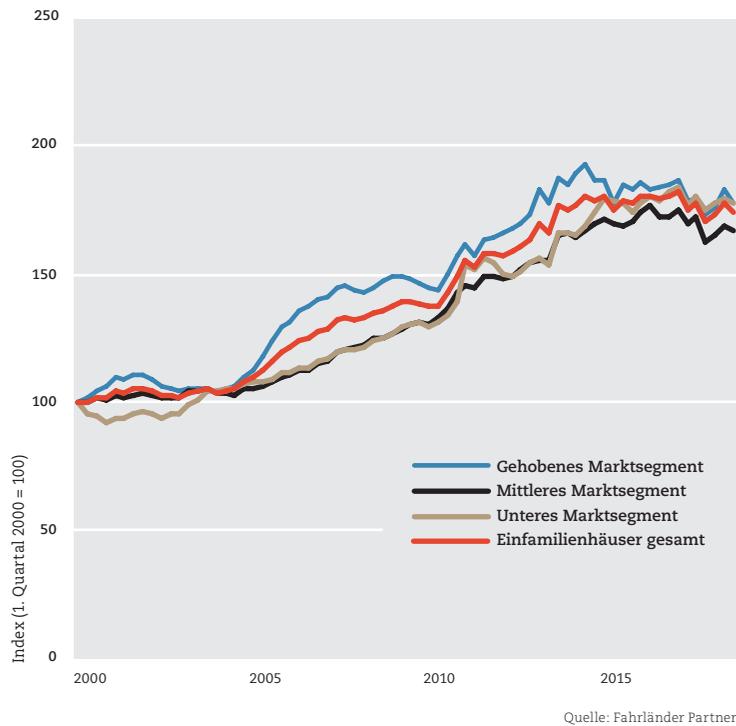
Diese Preisstagnation lässt sich teilweise mit dem Anstieg der Zinsabsicherungskosten für die Banken aufgrund der Negativzinsen begründen, der eine weitere Reduktion der Hypothekarzinsen verhinderte. Eine Rolle spielen sicher auch die zeitlich verzögerte

Reaktion des antizyklischen Kapitalpuffers und die im Rahmen der Selbstregulierung ergriffenen Mindestanforderungen für die Hypothekendarfinanzierungen.

Basel, Genf und Zürich als Gefahrenregionen

Deutliche Preissteigerungen verzeichnen dagegen Eigentumswohnungen und Wohnrenditeliegenschaften. Den Risiken an diesen Märkten sollte deshalb eine erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt werden. Da sich der nationale Immobilienmarkt aus regional sehr heterogenen Märkten zusammensetzt, reagieren lokale Immobilienpreise entsprechend ihrer spezifischen, strukturellen Angebots- und Nachfragesituation sehr unterschiedlich auf die nationale Geldpolitik. Die Städte Basel, Genf und Zürich zählen gemäss dem UBS-Immobilienblasen-Index weiterhin zu den «Gefahrenregionen». Insgesamt bleibt der Index in der Risikozone, trotz wiederholtem Rückgang in den vergangenen Quartalen, der im Wesentlichen einer geringeren Zunahme des Hypothekarvolumens zu verdanken ist. Auf der Nachfrageseite werden die Preise in diesen Regionen von einem überdurchschnittlichen Bevölkerungswachstum, einer guten Infrastruktur und Wirtschaftsentwicklung sowie der allgemeinen Attraktivität der Lage getrieben. Auf der Angebotsseite beeinflussen vor allem Baubeschränkungen und die generelle Verfügbarkeit von Bauland, z.B. aufgrund geographischer Gegebenheiten, die Preisentwicklung.

Abbildung Preisentwicklung Einfamilienhäuser
(Transaktionspreise)



Neben den Tourismusregionen, in denen bebaubares Land aufgrund physischer Beschränkungen rar ist, zeigen insbesondere die bereits genannten Regionen Basel, Genf und Zürich eine Knappheit an verfügbarem Bauland.

Des Weiteren dominieren in diesen Agglomerationen Eigentumswohnungen und Wohnrenditeliegenschaften, die grösstenteils von nationalen und internationalen, institutionellen Investoren gehalten werden. Wegen der zunehmenden Bedeutung von Wohnimmobilien als Finanzanlage erwächst eine zusätzliche Risikoquelle für die lokalen Immobilienbesitzer. Als Teil von institutionellen Vermögensportfolios steigt der Renditegleichlauf zwischen Immobilien und Anleihen sowie Aktien an. Portfolioumschichtungen aufgrund kurzfristiger Renditeüberlegungen führen dann zwangsläufig zu einer höheren Volatilität am Wohnimmobilienmarkt, der den Markt für selbstgenutztes Wohneigentum miteinschliesst. Insbesondere in der jetzigen Situation mit steigenden Preisen an verschiedenen Märkten für Vermögensanlagen kann es zu korrelierten Risiken bei Eintreten von Preiskorrekturen kommen. Demgegenüber sind Häusermärkte in ländlichen Regionen kaum von diesem Effekt betroffen. In diesen Märkten überwiegt das selbstgenutzte Wohneigentum, das grösstenteils von lokalen Banken finanziert und von ansässigen Bauunternehmen bzw. Bauträgern erstellt wurde.

Lange Erholungsphase in ländlichen Regionen

Aus der Entwicklung des Hypothekarvolumens und der zunehmenden Korrelation der Preisentwicklung von Immobilien

mit traditionellen Anlageinstrumenten lässt sich eine weitere, bisher wenig beachtete, sozialpolitische Dimension ableiten: die unterdurchschnittliche Entwicklung des Hypothekarvolumens dürfte in einem unmittelbaren Zusammenhang mit den regulatorischen Bedingungen zum Kauf von selbstgenutztem Wohneigentum stehen. Während vermögenden Haushalten eine Finanzierung durch einen Hypothekarkredit in der Regel gewährt wird, da sie die Finanzierungsanforderungen hinsichtlich der Eigenkapital- und Amortisationsanforderungen erfüllen, bleibt weniger vermögenden Haushalten dieser Zugang zum Hypothekarmarkt verwehrt. In einer Niedrigzinsphase profitieren die wohlhabenden Haushalte von den niedrigen Zinsbelastungen und können ihr Vermögen ausbauen, wohingegen Haushalte ohne nennenswertes Vermögen durch steigende Mieten zusätzlichen Belastungen ausgesetzt sind. Als Resultat führt eine Niedrigzinspolitik über deren Einfluss auf den Immobilienmarkt zu einer Vermögensumverteilung in der Volkswirtschaft.

Demgegenüber könnte man argumentieren, dass für Haushalte mit geringerem Vermögen Wohneigentum am Rande von Agglomerationen bzw. in ländlichen Gegenden mit niedrigeren Baulandpreisen vergleichsweise erschwinglich ist. Diese Lagen zeichnen sich durch eine höhere Angebotselastizität aus. Kommt es zu einem Preisverfall am Immobilienmarkt oder gar zu einem Platzen einer Immobilienblase, ist aufgrund eines Angebotsüberhangs in den ländlichen Regionen mit einer deutlich längeren Erholungsphase zu rechnen. Für die Immobilienbesitzer kann dies aufgrund der Wertverluste zu einer Anpassung der Kreditkonditionen führen. An Standorten mit geringer Angebotselastizität, also z.B. in besagten Städten, dürfte zwar der kurzfristige Preisverfall höher sein, jedoch ist mit einer deutlich schnelleren Erholung der Immobilienpreise zu rechnen.

Geht man davon aus, dass vermögende Haushalte tendenziell ein diversifiziertes Wertpapierportfolio halten, so kann es bei einem simultanen Platzen von Preisblasen an den Finanz- und Immobilienmärkten zu den erwähnten korrelierten Risiken kommen. Die künftige Entwicklung an den Kapitalmärkten wird entscheidend davon abhängen, inwieweit es den Zentralbanken gelingt, rechtzeitig und in massvollen Zinsschritten zur geldpolitischen Normalität zurückzukehren. ◀

Roland Füss

ist Professor für Real Estate Finance an der Universität St. Gallen und Direktionsmitglied des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen s/bf-HSG und der School of Finance.