

Konjunkt euphorie in Europa und die Lehren aus der amerikanischen Geldpolitik der vergangenen 30 Jahre

# Ein Blick zurück lohnt sich für Anleger allemal

Von Erwin Heri

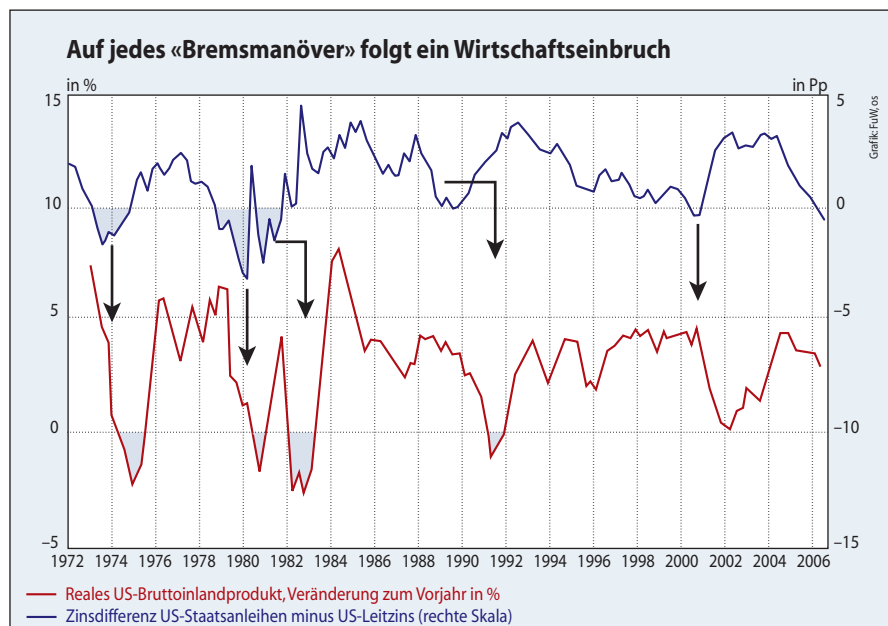
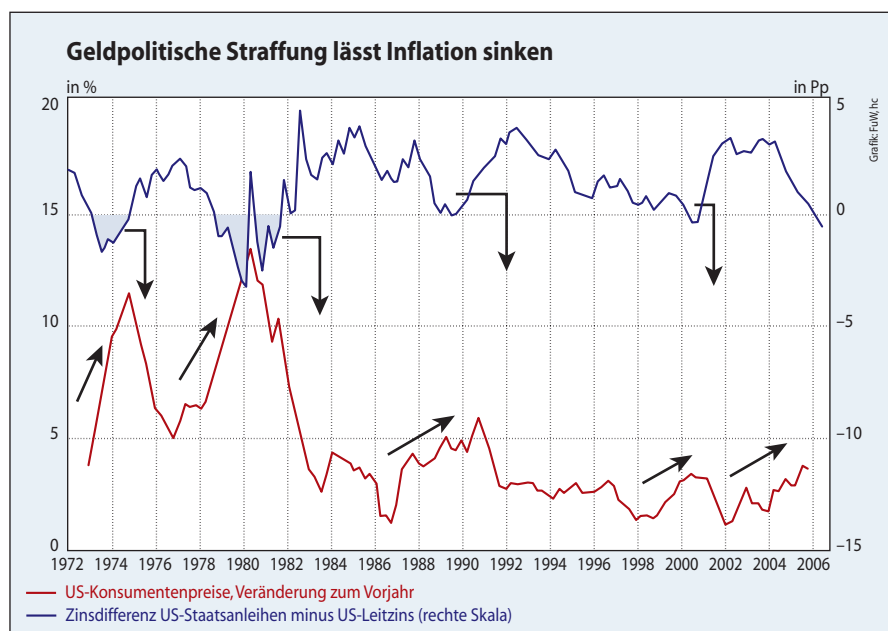
Die Konjunkturauguren senden derzeit wieder einmal die unterschiedlichsten Signale aus. Auf der anderen Seite des Atlantiks scheinen langsam dunkle Wolken aufzuziehen. Im «Economist» ist schon über mögliche Auswirkungen von Rezessionen in den USA zu lesen. In Kontinentaleuropa herrscht hingegen immer noch Euphorie: Rekordwachstum, Rekordgewinne, Revisionen der Wachstumsaussichten nach oben – blauer Himmel, wohin man blickt. Das ist gut so, denn letztlich findet der Aufschwung vor allem im Kopf statt. Und die Aktienkurse? Seit mehreren Wochen dümpeln sie mehr oder weniger dahin. Aber die Aktienmärkte wurden ja noch nie für besonders rational gehalten.

Zwar ist Konjunkturpessimismus nicht angebracht, aber Anleger sollten die dunklen Wolken am Horizont auch auf dieser Seite des Atlantiks zur Kenntnis nehmen. Es fällt dann leichter zu verstehen, warum die einschlägigen Auguren in ein paar Monaten ihre Konjunkturprognosen nach unten korrigieren werden. Zur Einstimmung sei ein grafischer Ausflug in die Geschichte einiger amerikanischer Wirtschaftszahlen erlaubt. Sie geben einen Hinweis darauf, warum die Stimmung jenseits des Atlantiks schon langsam dreht.

## Aktive Geldpolitik hat ihren Preis

Die obere Grafik zeigt den stilisierten Zusammenhang zwischen der Inflation und der Geldpolitik von 1973 bis Anfang 2006. Die Inflation wird als die Veränderung des Index der Konsumentenpreise dargestellt und als Indikator für die amerikanische Geldpolitik wird der Unterschied zwischen dem von der Zentralbank (Federal Reserve, Fed) gesteuerten Geldmarktzins und der Rendite der langfristigen Staatsanleihen gewählt. Natürlich gibt es zahlreiche Indikatoren für das Verhalten einer Zentralbank, aber die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass der Unterschied in diesen beiden Sätzen (eine einfache Version der so genannten Zinsstrukturkurve) zwar einen plakativen, aber dennoch guten Hinweis auf die Denkhaltung einer Notenbank gibt.

Wann immer sich die Zinsdifferenzkurve im negativen (sprich: schraffierten) Bereich befindet, hat das Federal Reserve den kurzfristigen Zins über die langfristigen Ertragsraten getrieben. Dies sind Phasen restriktiver Geldpolitik, in denen die Zentralbank auf die Bremse tritt. Aus der Grafik gehen zwei Erkenntnisse hervor:



Erstens: Wann immer sich die Inflationsraten beschleunigen (siehe Pfeile auf der Inflationskurve), tritt die Zentralbank auf die Bremse, erhöht sie also den kurzfristigen Geldmarktzins über die langfristigen Renditen der Anleihen. Zweitens: Angesichts der tendenziell sinkenden Inflationsraten in den Achtziger- und Neunzigerjahren hat dieses Reaktionsmuster bei immer tieferen Teuerungsraten eingesetzt.

Aus der Grafik geht aber auch hervor, dass das Fed mit seiner Politik regelmässig erfolgreich war. Jedem Bremsmanöver folgten in den nachfolgenden Jahren sinkende Inflationsraten. Die zeitlichen Wirkungsmuster waren dabei nicht immer

dieselben, denn bei aller Ähnlichkeit unterscheiden sich die makroökonomischen Gegebenheiten in jedem Konjunkturzyklus. Aber das Ziel – die Eindämmung der Inflation – wurde jedes Mal erreicht. Letztlich besteht die Aufgabe einer Zentralbank ja darin, die Inflation zu bekämpfen. Entsprechend lassen sich die monetären Behörden nach solchen Übungen feiern.

Leider laufen nun aber im Allgemeinen solche Prozesse nicht ganz so glimpflich ab, wie es die beschriebene Grafik vorgaukelt. In der unteren Abbildung wird dem geldpolitischen Indikator die Konjunktur-entwicklung, d. h. die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts, gegenüber-

gestellt. Dabei repräsentieren die schraffierten Flächen in der Konjunkturdarstellung Rezessionen.

Auch die Aussage in dieser Grafik ist eindeutig: Jedem Bremsmanöver der Zentralbank – wiederum durch die Pfeile der oberen Kurve dargestellt – ist in den letzten 30 Jahren ein Einbruch der Wirtschaftsaktivität gefolgt. In aller Regel war dieser Einbruch wesentlich unmittelbarer als der oben diskutierte Rückgang der Inflationsraten. Man muss also wohl das Lob an die Zentralbanken mit Bezug auf ihre Fähigkeit der Inflationsbekämpfung etwas verwässern. Bevor die Inflationsraten zurückgehen, erleidet die Wirtschaft in aller Regel einen Einbruch, oft eine Rezession. Die Inflationsbekämpfung über eine aktive Geld- bzw. Zinspolitik hat mit anderen Worten ihren Preis.

## Aktienbörse als Vorlaufindikator

Natürlich, wird der geeignete Ökonom sagen. Die Inversion der Zinsstrukturkurve würgt den Prozess der Kreditgewährung ab und dieser ist letztlich das Blut in den Adern der Wirtschaft. Und wenn die Wirtschaftsdynamik erlahmt, lassen sich Preiserhöhungen schlechter durchsetzen und geht der Inflation der Sauerstoff aus. Genau das bringt uns zum Gegenstand des vorliegenden Aufsatzes zurück. Die Triebfedern des Konjunkturzyklus waren in den letzten drei Jahrzehnten immer dieselben. Vielleicht wiederholt sich diesmal die Geschichte nicht, aber die amerikanische Zinsstrukturkurve ist bereits invers geworden. Die kurzen liegen über den langen Zinsen. Die Erfahrung zeigt auch, dass solche Entwicklungen in den USA schnell auf Europa durchschlagen.

Als Postskriptum noch ein kleiner Hinweis zur Rationalität oder Irrationalität der Börsen: Auch die Börse hat in der Konjunkturprognose schon oft gute Dienste geleistet. Schliesslich werden in ihr Zukunftserwartungen gehandelt. Es ist denn auch kein Zufall, dass die Börsenentwicklung ein wichtiges Element in den offiziell errechneten vorauslaufenden Indikatoren darstellt. Vielleicht zeigt die Lethargie der Börsen in den letzten Monaten in die gleiche Richtung wie die inverse Zinskurve in den USA. Wir sollten uns dann auch nicht wundern, dass – sobald die Wirkung der Zinsinversion wirklich auf die reale Wirtschaft durchschlägt – sich die Börsen bereits wieder erholen.

Erwin Heri ist Chairman der OZ Bankers und a. o. Professor für Finanztheorie an der Universität Basel.

## Kommentar

# Rot, Grün und Schwarz



Von René Bondt

Selten sah man sie aufgeräumter als nach ihrer Rückkehr aus den Sommerferien. Grund zu guter Laune hat Angela Merkel indes wenig. Neue Umfragen attestieren dem deutschen Kanzlerlager einen Sympathiewert von gerade noch 30%. Damit nähert sich die CDU/CSU – die in Abwesenheit ihrer führenden Repräsentantin eine innerparteiliche Debatte über das soziale Gewissen der Union vom Zaun gebrochen hat – der tiefen Dauermarke des Koalitionspartners SPD. Die Exportlokomotive schleppt zwar endlich auch die Binnenwirtschaft vorwärts, aber höhere Steuereingänge und tiefere Arbeitslosenzahlen werden als Konjunkturphänomene verbucht und bleiben ohne Einfluss auf die Popularitätskurve der politischen Hauptakteure.

Die Spitzen der grossen Koalition sahen sich denn auch genötigt, nach dem Ende der Urlaubssaison vor die Mikrofone zu treten und unveränderten Reformwillingen kundzutun. Den Tatbeweis möchten sie mit der Gesundheitsreform antreten, doch die ist höchst umstritten und lässt das deutsche Stimmungsbild nicht wirklich steigen. Jedenfalls liefert die Bundespolitik derzeit kaum Motivationsschübe in die siebzehn Bundesländer. Zwei davon stehen kurz vor Wahlen: Berlin und Mecklenburg-Vorpommern. In beiden Fällen ist für 17. September eine bescheidene Bürgerbeteiligung zu erwarten. Die nationalen Generalthemen Arbeit, Bildung, Bürokratie und soziale Sicherheit schlagen bei allen Parteien auch auf landespolitischer Ebene durch. Mehr als die Sachverhalte aber sorgt unetete Wählergunst für einige Spannung in Berlin und Schwerin.

## Welche Farbe für Berlin?

Berlins Regierender Bürgermeister muss um seine Wiederwahl freilich nicht bangen. Die gigantische Verschuldung des Stadtstaats – der unter Hinweis auf seine zentralörtlichen Sonderleistungen verfassungsrechtlich um Entlastung kämpft – kreiben die Einwohner nicht dem jovialen Sozialdemokraten Klaus Wowereit an. Das hat auch damit zu tun, dass CDU-Herausforderer Friedbert Pflüger, momentan Staatssekretär im Verteidigungsministerium, weitherum als niedersächsisches Leichtgewicht auf einer «Mission impossible» wahrgenommen wird. So dürfte die SPD ihre 2001 erzielten 30 Wählerprozente in elf Tagen bequem verteidigen und erneut als stärkste Fraktion ins Berliner Abgeordnetenhaus einziehen, während die CDU froh sein muss, nicht zu viel von ihrem 24%-Status zu verlieren. Fraglich aber ist die Fortsetzung der rot-roten Koalition, da die Linkspartei PDS als Regierungspartnerin der SPD von den kräftig erstarkten Grünen bedrängt wird. Gut möglich, dass der Berliner Senat künftig die Hausfarben Rot-grün oder Rot-rot-grün trägt.

Im dünn besiedelten Mecklenburg-Vorpommern, wo die landschaftlichen Reize viel zahlreicher sind als die offenen Jobs, steht die seit 1998 regierende SPD-PDS-Allianz unter dem politischen Späteinsteiger Harald Ringstorff ebenfalls zur Disposition. Der 66-jährige SPD-Ministerpräsident gilt als beherrschend bis sperrig. Er muss fürchten, dass seine Partei erdrutschartig verliert und die im deutschen Nordosten zuverlässig mitarbeitenden Linkssozialisten deutlich zulegen. Gut sieht es für die CDU aus, die unter ihrem neuen Spitzenmann Jürgen Seidel ihren konfrontativen Kurs aufgegeben hat und Mitte September stärkste Kraft im Schweriner Schloss werden könnte – worauf sich wohl eine Lokalversion der schwarz-roten Merkel-Koalition bilden würde.

## Leserbriefe

# «Editorial: Vakuum?»

FuW Nr. 66 vom 23. August

Der Rücktritt von Andreas Schmid als designierter Economiesuisse-Präsident verdeutlicht einmal mehr, wie wacklig und wenig abgestützt diese Organisation ist. Im besten Fall vertritt sie die Banken, Versicherungen und die Pharmaindustrie – nicht aber das Rückgrat der Schweizer Volkswirtschaft.

schafft, die Klein- und Mittelbetriebe (KMU). Mir ist nicht eine Persönlichkeit bekannt, die im Vorstand die Interessen der KMU vertreten würde. Viel mehr dominieren die Freunde der FDP und besonders der Zürcher Wirtschaftsfilz. – Studiert man die Economiesuisse-Vernehmlassung zur

aktuellen Revision des Aktienrechts, spürt man die ungebrochene Machthungerigkeit dieser Organisation. In wenigen Wochen wird die «Eidgenössische Volksinitiative gegen die Abzockerei» lanciert. Die Economiesuisse wird diese Vorlage vehement bekämpfen. Da sich der gegenwärtige Vizepräsident Johann Schneider-Ammann bereits kritisch gegenüber den Millionenvergütungen geäussert hat, wird diese Volksinitiative die Economiesuisse noch mehr

spalten. Offen bleibt, ob Andreas Schmid auch zum Abzocker wird. Obwohl selbst gekündigt, wird anscheinend um fast 2 Mio. Fr. Abgangsentschädigung von Kuoni gerungen.  
Thomas Minder  
Geschäftsführer von Trybol, Neuhausen

# «Steuersystem-Reform»

FuW Nr. 67 vom 26. August

Die Umfrage der «Finanz und Wirtschaft» – Hat der Steuerreform-Vorschlag der FDP eine Chance? – reizt mich zu einer Bemerkung. Offenbar beschäftigt sich die FDP lieber mit einem Thema für das nächste Jahrhundert statt im Heute zu kämpfen. Die FDP hat zu vielen Umverteilungsprojekten sehr konkordant Ja gesagt und heute sitzen wir in der Tinte. Wir werden sehen, dass auch die Lobbyisten der FDP im Oktober am guten Rechnungsergebnis knabbern werden.

Die Tragödie der Schweiz ist, dass sich das Parlament fast nur noch aus Lobbyisten zusammensetzt und weitsichtigere Politikerinnen und Politiker fehlen. Der Bürger sitzt in der Klemme: Wen soll er 2007 überhaupt wählen? Bruno Laube, Zollikon

Leserbriefe: Für Zuschriften per E-Mail bitten wir um die Angabe von Namen und Adresse.

# UP AND DOWN

© HORSCH



www.horschcartoons.de