

Eine kurze Geschichte der Zinskontrolle – und warum dies heute relevant ist

Die Diskrepanz zwischen den hohen US-Inflationsraten und der tiefen Verzinsung von Anleihen macht die Welt zurzeit sehr fragil. Investoren würden zurecht eine deutlich höhere Verzinsung verlangen. Ein starker Anstieg der Zinsen hätte aber weitreichende Konsequenzen für Konjunktur, Staatshaushalt, Immobilienmarkt, Banken und die Finanzmärkte – in den USA und weiter darüber hinaus. Was sagt die Geschichte dazu?

Adriel Jost

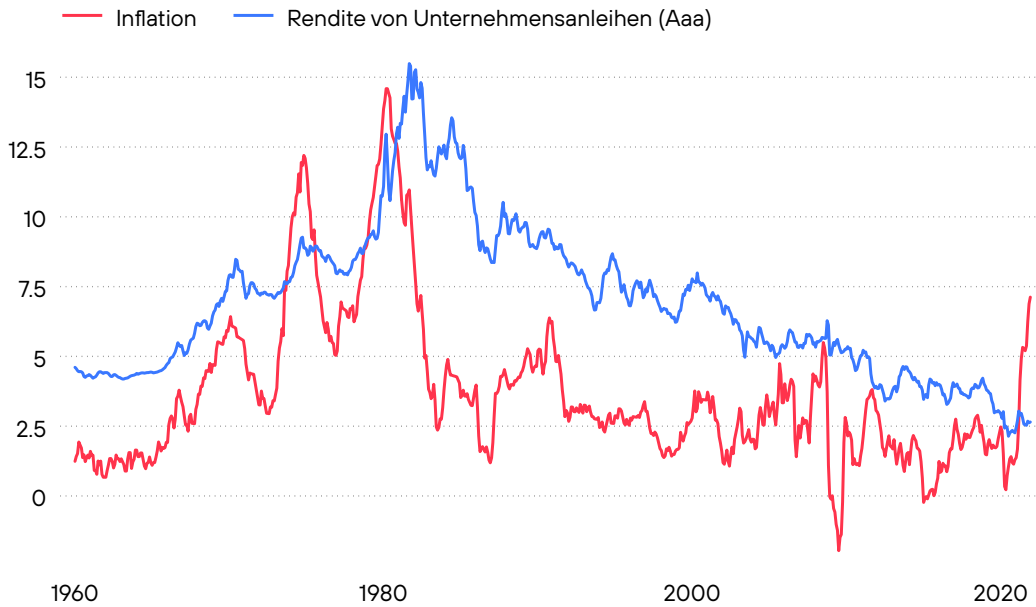
Während die Inflationsraten in den USA im Dezember auf 7 Prozent stiegen, liegen die Renditen von US-Unternehmensanleihen mit 2.5 Prozent im Durchschnitt deutlich tiefer (vgl. Abbildung 1). Eine solche hohe Diskrepanz zwischen Inflation und Zinsen gab es schon einmal, und zwar im Umfeld des Zweiten Weltkriegs. Die US-Staatsverschuldung stieg damals aufgrund des Kriegseintritts der USA im Dezember 1941 dramatisch an. Hohe Zinsen hätte der Staat allerdings nicht finanzieren können. Der Wunsch des US-Finanzministeriums (US-Treasury) war klar: Die Zentralbank Federal Reserve (Fed) soll für tiefe Zinsen sorgen. Fed-Präsident Marriner Eccles hätte andere Wege bevorzugt, um die Kriegskosten zu finanzieren, insbesondere Steuererhöhungen verbunden mit Lohn- und Preiskontrollen. Schliesslich kam das Entscheidungsgremium FOMC im April 1942 aber zum Schluss, dass es auch das oberste Ziel der Fed sein soll, den Krieg zu gewinnen und dass der effektivste Weg dafür darin bestand, dem Staat billige Kredite zu ermöglichen. Es beschloss, die kurzfristigen Zinsen auf 3/8 Prozent und das lange Ende der Zinskurve auf 2.5 Prozent zu limitieren.

Die Fed war mit ihrer Ankündigung sehr glaubwürdig. Sie musste kaum Käufe von langfristigen Anleihen vornehmen und trotzdem blieb die Zinskurve – auch für Unternehmensanleihen – tief (vgl. Abbildung 2, links). Die glaubwürdige Obergrenze machten Anleihen attraktiv, da keine Bewertungsverluste zu befürchten waren.

Die Bezahlung dieser expansiven Geld- und Fiskalpolitik folgte später: Nach dem Krieg stieg die Inflation zuerst stark an, mit durchschnittlich 15 Prozent im Jahr 1947. Die Fed wollte sich nun nicht mehr der Finanzierung von Staatsschulden, sondern dem Kampf gegen die Inflation widmen. Ein abrupter Ausstieg aus der Zinskurvenkontrolle war aber nicht beabsichtigt. Auch das Treasury machte seinen Einfluss geltend. Zuerst wurden nur vorsichtig die kurzfristigen Zinsen flexibilisiert. Kriegsbedingte Überkapazitäten führten rasch wieder zu einer Rezession, was die Inflation drückte, sodass die Zinsen auch aus geldpolitischer Sicht zum Ende der 1940er Jahre tief bleiben durften.

Mit dem Ausbruch des Korea-Kriegs im Jahr 1950 akzentuierte sich die Lage aus Sicht der Fed aber wieder. Der Staat nahm wieder zahlreich neue Schulden auf. Die Inflation stieg im Jahr 1951 stark an. Die Fed befürchtete, dass die Inflation vollständig ausser Kontrolle geraten würde. Dies führte zur Eskalation des Konflikts zwischen der Fed und dem Treasury. Präsident Truman legte dem FOMC ohne Absprache in den Mund, dass dieses die Regierung in «diesem Notfall» mit Käufen von Staatsanleihen unterstützt. Die Fed wehrte sich und machte klar, dass es dies nun nicht mehr tun werde. Das Treasury war nun unter Zugzwang. Man einigte sich auf den sogenannten «Accord», der die faktische Unabhängigkeit der Fed sicherte, aber auch einen geordneten Ausstieg aus den Anleihekäufen ermöglichte.

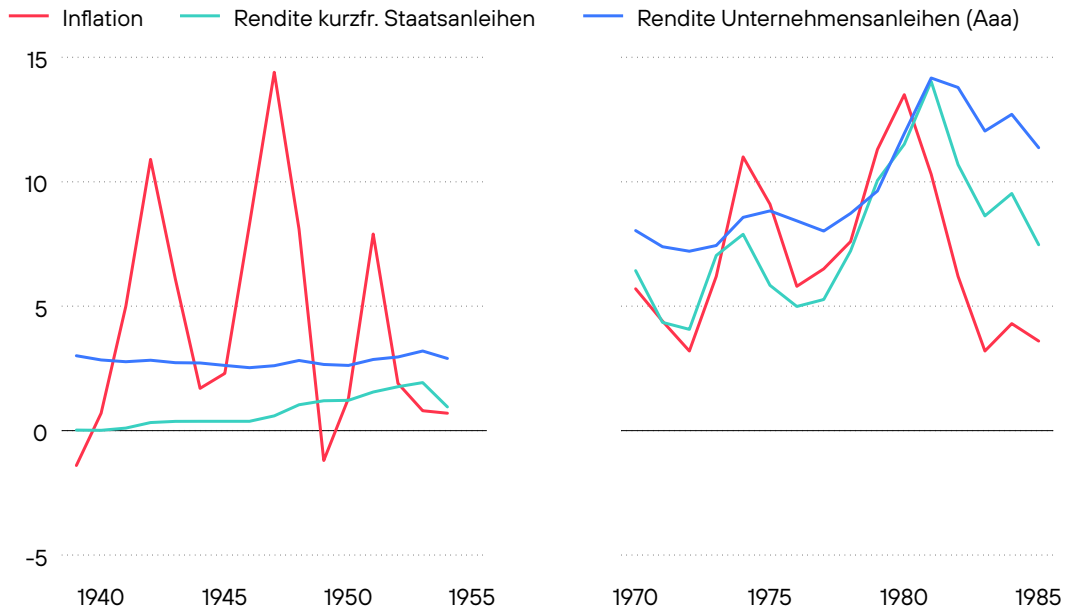
Abb. 1: Gefährliche Diskrepanz zwischen Inflation und Zinsen



Die Abbildung zeigt die US-Inflation sowie die Renditen von sicheren Unternehmensanleihen in Prozent. Der Unterschied zwischen der Verzinsung und der aktuellen Inflation ist aktuell aussergewöhnlich hoch. Die tiefe Verzinsung ist nur gerechtfertigt, wenn die Inflationsraten sehr rasch sich wieder normalisieren würden. Steigende Zinsen hätten weitreichende Folgen.

Quelle: FRED, WPuls

Abb. 2: Unterschiedliche Reaktionen der Zinskurven in der Geschichte



Die Abbildung zeigt die US-Inflation sowie die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen (3-Monats-Bills) und sicherer Unternehmensanleihen in Prozent. Abgebildet sind zwei Phasen: Der Zweite Weltkrieg und die Hochinflationsphase der 1970er. Aufgrund der unterschiedlichen Politik der Zentralbank reagierte die Zinskurve komplett unterschiedlich.

Quelle: Govinfo, WPuls

Die steigenden Zinsen sorgten für Bremswirkung am Immobilienmarkt, was zusammen mit anderen Faktoren eine erneute Rezession und einen Rückgang der Inflationsraten bewirkte. Auch half, dass die Geldmengen im Verhältnis zum sehr hohen Nachkriegswachstum gar nicht stark anstiegen, so dass insgesamt wenig Inflationsdruck vorhanden war.

Hohe Zinsen in den 1970er Jahren

Das ändert sich in den 1960er Jahren. Eine äußerst expansive Fiskal- und Geldpolitik – auch vor dem Hintergrund des Vietnam-Kriegs und einer bröckelnden Unabhängigkeit der Fed – und die damit verbundene Geldmengenausweitung führten zu Inflationsdruck, welcher mit den Ölpreisschocks in den 1970er Jahren eskalierte. Die US-Inflation stieg bis im Herbst 1974 auf über 12 Prozent an. Die hohen Inflationsraten führten zu steigenden Löhnen, was die Inflationsraten unabhängig vom Ölpreis hochhielt, bis sie im Sommer 1980 gar auf 13 Prozent stieg.

Im Gegensatz zu den 1940er Jahren reagierten die Zinsen stark auf die hohen Inflationsraten. Die von der Fed gesteuerten kurzfristigen Zinsen wurden zwar kurz nach dem Anstieg der Inflation im Jahr 1974 wieder gelockert, nachdem sich die Inflationsraten teilweise beruhigten. Die langfristigen Zinsen für sichere Unternehmensanleihen verblieben aber während den ganzen 1970er Jahren auf hohem Niveau. Anhaltend hohe Inflationsraten veranlasste die Fed unter ihrem Präsidenten Paul Volcker schliesslich dazu, auch die Leitzinsen gegen Ende der 1970er Jahre drastisch und dauerhafter zu erhöhen. Die Zinsen auf Unternehmensanleihen stiegen dabei Anfang der 1980er Jahre gar auf 14 Prozent an (vgl. Abbildung 2, rechts), mit entsprechenden Auswirkungen auf Konjunktur und Finanzmärkte. Die Bekämpfung seitens der Zentralbank war aber erfolgreich. Die Inflation erreichte im Frühling 1983 wieder für diese Periode tiefe Werte von unter 4 Prozent, was sich später als Beginn einer längeren, von fallenden Zinsen begleiteten Tiefinflationsphase herausstellen sollte.

Und heute?

Welche Schlussfolgerungen lassen sich für die heutige Situation ziehen? Die Staatsverschuldung liegt höher als im zweiten Weltkrieg, das aggregierte Geldmengenwachstum fällt ähnlich aus wie in den 1970er Jahren. Die Fed kontrolliert die Zins-

kurve nicht offiziell, und doch scheint eine «implizite Zinskurvenkontrolle» vorhanden zu sein. Ist es ein Gewöhnungseffekt? Der Zwang vieler Investoren, in Anleihen investiert zu sein ganz unabhängig vom Preis? Die Überzeugung, dass die Fed eingreifen würde, wenn die Zinsen zu stark ansteigen («Financial Repression»)? Oder doch die immer unwahrscheinlichere Hoffnung, dass die Inflationsraten sehr rasch wieder gegen Null tendieren? Eindeutig ist es nicht zu sagen, warum die Zinsen noch nicht stärker angestiegen sind. Die Geschichte lehrt uns aber, dass die inflationsbereinigten Zinsen nicht lange so tief bleiben können, wenn das Vertrauen in Zentralbank und Währung nicht verloren gehen soll.

Investoren müssen sich bewusst sein, dass die Erwartungen und damit die Zinsen sich sehr rasch anpassen können. Der US-Zentralbank wiederum bleibt nur übrig, dank massiven Massnahmen keine Zweifel daran zu lassen, dass sie die Inflation wirklich bekämpfen will. Damit könnten die langfristige Inflation und somit auch die langfristigen Zinsen mit berechtigten Gründen auf tiefem Niveau verharren. Dies wäre für die nächsten Jahre allerdings ebenfalls kein einfaches Szenario für Konjunktur und Finanzmärkte. Weder an hohe langfristige Zinsen noch an eine Zentralbank, die mit Wucht gegen hohe Inflation kämpft, sind sich Wirtschaft und Anlegerinnen und Anleger mehr gewöhnt (vgl. die WPuls-Perspektive «Vorbereitungen für eine anhaltende Aktienbaisse» vom Juli 2021).

Was lässt sich in Vorbereitung von steigenden Zinsen tun? Die WPuls AG hat Tools entwickelt, damit Banken, Family Offices, Pensionskassen und andere institutionelle Anleger auf eine effiziente und verständliche Art und Weise die Zusammenhänge zwischen Zinsen, Wachstum, Inflation und Kapitalmarktrenditen simulieren können.

Kontaktieren Sie uns, um unser szenarienbasiertes SAA-Optimierungstool oder das Makro-ALM-Tool unverbindlich kennen zu lernen. Auf deren Grundlage können – auf die Institution abgestimmt – verschiedene Szenarien und ihre Auswirkungen auf Anlageklassen transparent und verständlich aufgezeigt und Lösungen erarbeitet werden.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch WPuls AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von WPuls AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. WPuls AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. WPuls AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von: WPuls AG, Zürich
Autoren: Adriel Jost, adriel.jost@wpuls.ch
Konzeption: WPuls AG, Zürich
Gestaltung: HEUSSERBISCHOFF, Zürich.

Redaktionsschluss: 19. Januar 2022