

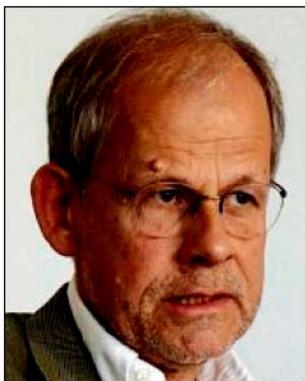
„Ein Indikator der künftigen Konjunkturentwicklung“

BZ-INTERVIEW mit dem Ökonomen Oliver Landmann zur Zinsstruktur / Wie wahrscheinlich ist ein wirtschaftlicher Einbruch in den USA?

FREIBURG. Die Börsianer sind geschockt. Die kurzfristigen Zinsen in den USA waren zuletzt höher als die langfristigen Zinsen. Experten sprechen von einer inversen Zinsstrukturkurve. Diese gilt am Finanzmarkt als Vorboten eines konjunkturellen Einbruchs in den USA. Falls die US-Ökonomie kriselt, zieht das auch die deutsche Volkswirtschaft in Mitleidenschaft. Über die Bedeutung der Zinsstrukturkurve sprach Bernd Kramer mit dem Freiburger Ökonomen Oliver Landmann.

BZ: Herr Landmann, was steckt hinter der Zinsstrukturkurve?

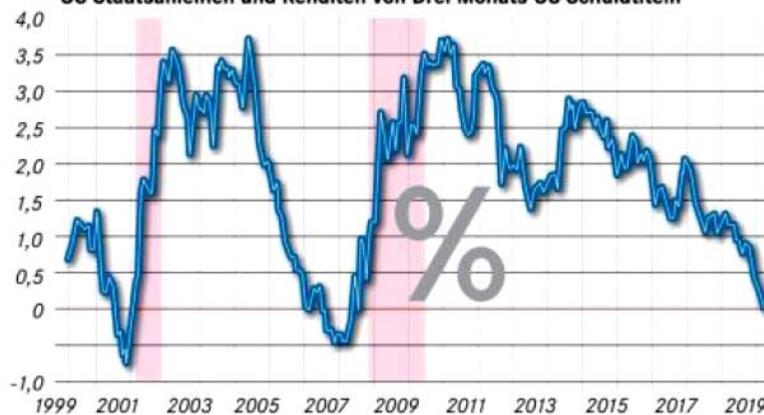
Landmann: Die Zinsstrukturkurve bildet die Höhe des Zinssatzes in Abhängigkeit von der Laufzeit des zugrunde liegenden Wertpapiers ab. Vereinfacht kann man auch einfach die Zinsdifferenz zwischen Anlagen mit langer beziehungsweise kurzer Laufzeit abbilden – wie in der Grafik auf dieser Seite, aus der man für die USA die Zinsdifferenz zwischen einer 10-jährigen und einer 3-monatigen Laufzeit



Oliver Landmann

■ Vorboten einer Rezession in den USA?

Inverse Zinsstruktur – Differenz zwischen der Rendite von zehnjährigen US-Staatsanleihen und Renditen von Drei-Monats-US-Schuldtiteln



BZ-GRAFIK/RE QUELLE: BLOOMBERG

Rezession

ablesen kann. Je länger die Laufzeit einer Anleihe ist, desto länger ist das Geld gebunden, oder desto höher ist das Kursrisiko bei einem vorzeitigen Verkauf. Daher verlangen Anleger für lange Laufzeiten in der Regel eine höhere Verzinsung als für kurze. Außerdem widerspiegeln die Langfristzinsen – das heißt die Zinsen für lange Laufzeiten – die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen. Änderungen dieser Erwartungen sind ein wesentlicher Grund für Änderungen der Zinsstruktur.

BZ: Warum schauen die Börsianer so gebannt auf die Zinsstrukturkurve?

Landmann: In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass die Zinsstruktur ein Indikator der künftigen Kon-

junkturentwicklung und, damit zusammenhängend, des künftigen Kurses der Zinspolitik der Zentralbank ist. Man sieht dies in der Grafik: Sowohl im Jahr 2001 als auch in den Jahren 2006/07 hat die amerikanische Zentralbank ihren (kurzfristigen) Leitzins so stark angehoben, dass er vorübergehend über das Niveau der Langfristzinsen anstieg. Die abgebildete Differenz zwischen dem 10-Jahreszins und dem 3-Monatszins rutschte mithin in den negativen Bereich. In beiden Fällen folgte alsbald eine Rezession, also ein Rückgang der Wirtschaftsleistung.

BZ: Der wirtschaftliche Einbruch in den USA ist also sicher?

Landmann: Nein, sicher ist gar nichts. Der Zusammenhang zwischen der Zinsstruktur und dem Konjunkturverlauf ist

keine mechanische Zwangsläufigkeit. Die Zinsstruktur ist nicht die Ursache der Konjunkturentwicklung, sondern ein Symptom der herrschenden monetären Bedingungen. Tatsache ist, dass sich die Wirtschaftsaussichten zuletzt eingetrübt haben, und dass die amerikanische Notenbank darauf reagiert hat, indem sie ihre Politik der sukzessiven Zinserhöhungen fürs Erste ausgesetzt hat. Beides hat die Märkte zu einer Revision des Zinsausblicks bewegt und so zu der Einebnung der Zinsstruktur beigetragen. Ob es tatsächlich zu einer Rezession kommt, hängt nicht von der Zinsstruktur ab, sondern von der Widerstandskraft der privaten Nachfrage, der Geldpolitik der Zentralbank und der Finanzpolitik der Regierung.

BZ: Warum ist die Entwicklung der US-Wirtschaft für die Welt und für die Bundesrepublik so wichtig?

Landmann: Früher sagte man: Wenn Amerika einen Schnupfen hat, bekommt Europa eine Lungenentzündung. Dieser Zusammenhang ist heute nicht mehr so ausgeprägt. Europa ist grundsätzlich der Meister seines eigenen makroökonomischen Schicksals – wenn es denn bereit ist, die Zügel in die Hände zu nehmen. Richtig ist aber auch, dass es nach der Krise von 2009 einmal mehr vornehmlich die USA waren, die zusammen mit den Schwellenländern die Weltwirtschaft wieder in Schwung gebracht haben. Daher gilt immer noch: Gerät der amerikanische Wirtschaftsmotor ins Stottern, verliert die Weltwirtschaft an Fahrt.

Oliver Landmann (Jahrgang 1952) ist Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Uni Freiburg.