



Eine Welt ohne Zins - 1

Von Heiner Flassbeck | 01.02.2019 (editiert am 12.02.2019)

Die Welt ohne Zins, die viele sich über Jahrzehnte erträumt haben, ist nicht so schön wie gedacht. Aus dem Traum könnte sogar ein Alptraum werden.

Manchmal werden Träume wahr, aber wenn sie dann wahr sind, dann gibt es nichts mehr zum träumen. So ist das mit dem Zins. Für Jahrzehnte, ja beinahe schon Jahrhunderte waren sehr viele Menschen auf der ganzen Welt davon überzeugt, dass die Wurzel der meisten kapitalistischen Übel im Zins zu suchen ist. Der Zins galt als der schlimmste und unerbittlichste Antreiber des kapitalistischen Wachstumswahns. Wäre der Zins weg, so argumentierte man, dann könnte man das System leicht reformieren, weil die Unternehmen nicht mehr mit Gewalt auf Wachstum setzen müssen, um erfolgreich zu sein.

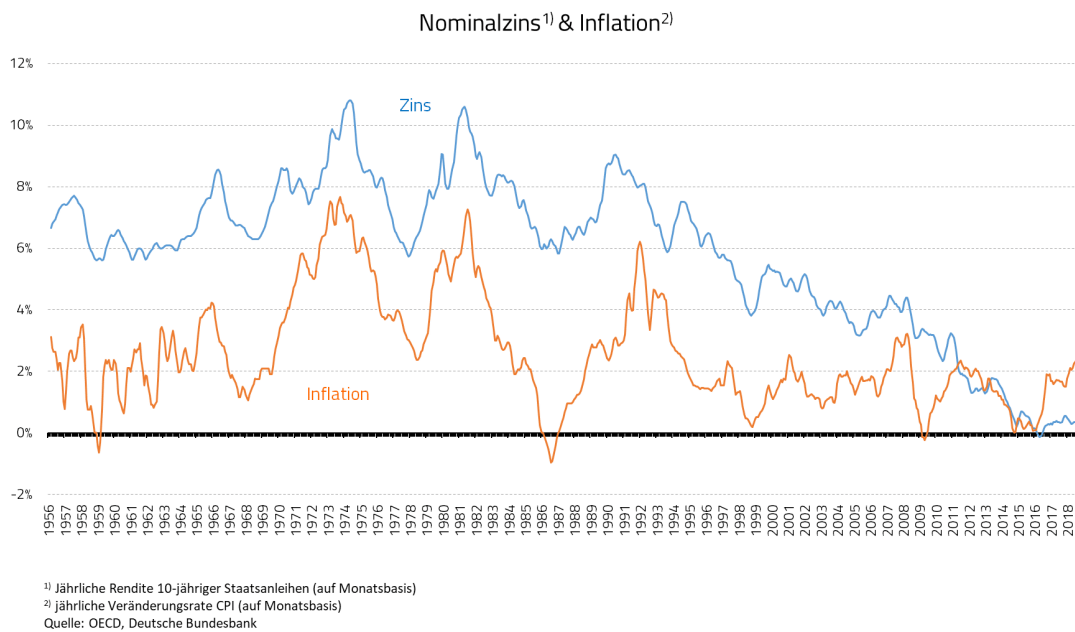
Doch nun, nun ist der Zins schon einige Jahre weg, aber geschehen ist wenig. Noch immer setzen die Unternehmen auf Gewinn und Wachstum, selbst wenn sie auf ihre Schulden kaum Zinsen zahlen müssen. Und sie tun das selbst dann, wenn sie gar keine Schulden aufnehmen, sondern per Saldo wie die privaten Haushalte sparen. Nur die Milliardäre müssen sich wirklich Sorgen machen, weil sie, [wie die FAZ zu berichten weiß](#), nicht mehr so leicht sichere Anlagen für ihr überflüssiges Geld finden.

Die lange Sicht

Was in großen Teilen der industrialisierten Welt und in Deutschland in den letzten Jahren passiert ist, kann man nur dramatisch nennen. Aber da die meisten nicht verstanden haben, was es bedeutet, nehmen wir es kaum zur Kenntnis. Wir haben einmal eine sehr lange Reihe der langfristigen Zinsen und der Inflationsraten in Deutschland gebildet, um die Dramatik zu veranschaulichen (Abbildung 1).

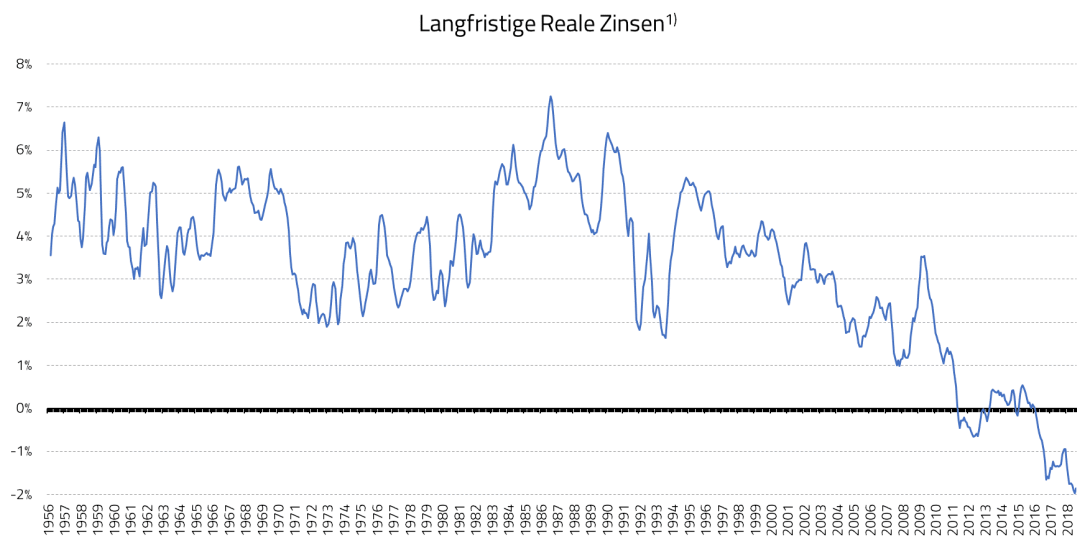
Es wird ja oft gesagt, die Zinssituation heute sei gar nicht so dramatisch, weil es auch in früheren Zeiten immer wieder Phasen gegeben habe, wo die Zinsen sehr niedrig waren und die Inflation gar über dem Zins lag, wo der Realzins (Nominalzins minus Inflationsrate) also negativ war. In der Tat, vergleicht man die Habenzinsen für Sparbücher oder ähnliche Anlagen mit der Inflationsrate, dann stimmt das für kurze Phasen, in denen die Inflation überraschend stieg wie beispielsweise in den 1970er Jahren. Für die halbwegs langfristigen Zinsen, die vom Staat für Anleihen bezahlt werden, stimmte das aber nie vorher. Wie die Abbildung klar zeigt, ist im Jahr 2012 zum ersten Mal die Situation eingetreten, dass die Inflationsrate den Nominalzins übersteigt.

Abbildung 1



Betrachtet man unmittelbar den Realzins (Abbildung 2), zeigt sich in der Tat, dass die Zeitenwende auf den Beginn dieses Jahrzehnts festzulegen ist. Seitdem ist nichts mehr so, wie es vorher war. Es ist auch nicht entscheidend, ob man bei der Inflationsrate den Verbraucherpreisindex verwendet, wie wir das hier getan haben, oder ob man sich auf die Kerninflationsrate stützt, die etwas niedriger ist und weniger stark schwankt. Das Ergebnis ist immer, dass zu Beginn dieses Jahrzehnts in Deutschland und Europa etwas passiert ist, das den Kapitalismus vollständig verändert hat.

Abbildung 2



¹⁾ Jährliche Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (auf Monatsbasis), abzüglich jährliche Veränderungsrate CPI (auf Monatsbasis)
Quelle: OECD, Deutsche Bundesbank

Wie es früher war

In den „guten alten“ Zeiten, das zeigt die Abbildung 2 in Verbindung mit Abbildung 1 sehr schön, folgten die langfristigen Zinsen immer sehr rasch und sehr konsequent den Inflationsraten. In diese Bewegungen wurde und wird von den Mainstream-Ökonomen viel hineingedeutet. Man erklärt die Anpassung der Nominalzinsen an die Inflation vor allem mit der geänderten Erwartung der Anleger bezüglich der Inflation, sobald es erste Anzeichen einer Inflationierung gibt. Diese führten dazu, dass die Anleger höhere Zinsen verlangten, weil ja sonst die Anlage in langfristigen Papieren nicht mehr attraktiv wäre und sie in Massen aus dem Markt ausstiegen.

Diese These, die über Jahrzehnte die Ökonomen bewegt und verwirrt hat, kann man heute getrost als „widerlegt“ zu den Akten legen. Derzeit muss ja jeder verrückt sein, der langfristige festverzinsliche Anlagen wie Staatsanleihen kauft. Und dennoch tun es jeden Tag unglaublich viele Marktteilnehmer.

Es ist wichtig zu verstehen, dass die hinter der Mainstream-Auffassung stehende These nicht nur empirisch, sondern auch theoretisch falsch ist und schon immer falsch war. Die [Kontroverse zwischen Paul Steinhardt und Werner Vontobel](#) in den vergangenen Wochen drehte sich ja auch darum. „Die Anleger“ haben noch nie nennenswerten Einfluss auf die Zinsentwicklung genommen, weil sie, selbst wenn sie wollten, kaum Möglichkeiten haben, etwas aktiv zu tun.

Was Anleger tun können und was nicht

Ändern sie ihr Sparverhalten nicht, bleibt ihre Sparquote also konstant, können sie bei einer Zunahme der Inflationsrate lediglich von langfristigen in kurzfristige Anlagen umsteigen. Tun das einige Anleger zur gleichen Zeit, wird das für sich genommen die langfristigen Zinsen erhöhen, weil die Kurse der

langfristigen festverzinslichen Papiere sinken, denn sie werden vermehrt verkauft. Gleichzeitig werden die kurzfristigen Zinsen sinken, weil es hier ein größeres Angebot gibt.

Letzteres löst aber sofort wieder Gegenbewegungen aus, weil viele, die bisher kurzfristig „investiert“ hatten, nun in langfristige Anlagen umsteigen. Insgesamt kann sich dabei die Zinsstruktur, also das Verhältnis von kurz- zu langfristigen Zinsen, ein wenig bewegen. Aber niemals können diese Umschichtungen solche Niveauveränderungen mit sich bringen, wie sie in der Graphik zu sehen sind. In den Inflationsphasen hat sich ja die gesamte Struktur (also das Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Zinsen) dramatisch gehoben, was man logischerweise mit Umschichtungen nicht erklären kann.

Das Zinsniveau anheben könnten in der neoklassischen Mainstreamtheorie die privaten Akteure nur, wenn sie bei Inflationsgefahr ihre Sparquote dramatisch verringerten und dadurch tatsächlich das Kapitalangebot verknappten. Das wäre etwa der Fall, wenn sie wegen Inflationsfurcht plötzlich begännen, mehr von ihrem Einkommen auszugeben, weil sie die steigenden Preise fürchten. Das ist zwar nicht zu beobachten, es ist aber auch nicht relevant, weil es diesen Effekt – das wissen wir seit dem Ereignis, das man keynesianische Revolution in der Ökonomik nennt – einfach nicht gibt.

Der Versuch, mit einer Verringerung der Sparquote die Zinsen anzuheben, muss scheitern, weil gleichzeitig die Gewinne der Unternehmen steigen, die folglich – bei gegebener Investitionsneigung – weniger Kapital benötigen. Das bedeutet, dass in dem Fall die Kapitalnachfrage in dem Ausmaß wie das Kapitalangebot (durch den Rückgang der Sparquote) sinkt – was eine Aussage hinsichtlich der Bewegung des Zinses nicht mehr zulässt (vgl. zu dem umgekehrten Fall [diese Kritik](#) an der Neoklassik). Es gibt folglich bei Beachtung gesamtwirtschaftlicher Rückkopplungen über die unumgänglichen Nachfrageeffekte keine Theorie, die erklären könnte, wie und warum sich das Zinsniveau insgesamt bewegt.

Eine Markttheorie des Zinses gibt es nicht

Das alles heißt, dass es keine auch nur halbwegs ernstzunehmende Markttheorie gibt, die erklären könnte, wie es zu den Zinszyklen der Vergangenheit kam. Wenn es aber nicht der Markt war, wer war es dann? Die Antwort ist für Makroskop-Leser trivial, aber in der Ökonomik keineswegs fest verankert. Natürlich hat die Notenbank die zu beobachtenden Bewegungen des Zinsniveaus ausgelöst, indem sie die kurzfristigen Zinsen konsequent an der Inflationsentwicklung ausrichtete.

Die großen Inflationszyklen (Mitte und Ende der 1970er Jahre im Gefolge der Ölpreisexplosionen und Anfang der neunziger Jahre im Gefolge der Wiedervereinigung Deutschlands) haben sofort die Deutsche Bundesbank auf den Plan gerufen, weil sie Angst hatte, ein einmaliger Anstieg der Inflationsrate (etwa durch den Preisanstieg bei importierten Rohstoffen) könnte sich durch entsprechende Lohnanpassungen (Indexierung der Löhne beispielsweise an die aktuelle Inflationsrate) verfestigen und die Inflationsrate dauerhaft erhöhen.

In dem Fall greifen die Notenbanken weltweit zum dem pauschalen und brutalen Instrument der Zinserhöhung, wohl wissend, dass sie nur mit hohem Kollateralschaden in Form von sinkender Investitionstätigkeit und Arbeitslosigkeit die sogenannten „Sekundäreffekte“ einer einmaligen

Preiserhöhung verhindern kann. Intelligenter Lösungen wie eine Einkommenspolitik des Staates, die es den Arbeitnehmern erlaubt hätte, Einmaleffekte bei der Inflation hinzunehmen, weil man ihnen garantiert hätte, dass es bei dem Einmaleffekt bleibt, wurden in Deutschland damals erst gar nicht in Betracht gezogen. Die „unabhängige“ Notenbank musste ja beweisen, wie mächtig sie ist.

Umgekehrt ist es im Fall einer Deflation oder einer drohenden Deflation beziehungsweise einer Unterschreitung des Inflationsziels. Auch hier kann die Notenbank nur pauschal die Zinsen senken, selbst wenn das weitgehend ohne Wirkung bleibt. Ihre Wirkungsmacht ist asymmetrisch. Die Notenbank kann ohne Zweifel eine boomende Investitionstätigkeit durch Zinserhöhungen stoppen und Arbeitslosigkeit provozieren. Aber sie kann eben nicht durch Zinssenkung unter allen Umständen die Investitionstätigkeit so stark beleben, dass sich die gewünschte Inflationsrate in einer überschaubaren Zeit via Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen und höhere Löhne und steigende Lohnstückkosten einstellt.

Lesen sie im zweiten Teil, was nach 2010 genau passiert ist, wie sich die Investitionstätigkeit in einem langfristigen Zyklusvergleich in Deutschland entwickelt hat und was sich daraus für die Wirtschaftspolitik ergibt.

Über den Autor



Heiner Flassbeck ist Honorarprofessor an der Universität Hamburg, war Chef-Volkswirt der UNCTAD und Staatssekretär im BMF. Seine Hauptarbeitsgebiete sind die Globalisierung, die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung und Geld- und Währungstheorie.

Veröffentlicht am: 01.02.2019 | Editiert am: 12.02.2019

Erschienen unter: <https://makroskop.eu/2019/02/eine-welt-ohne-zins-1/>