

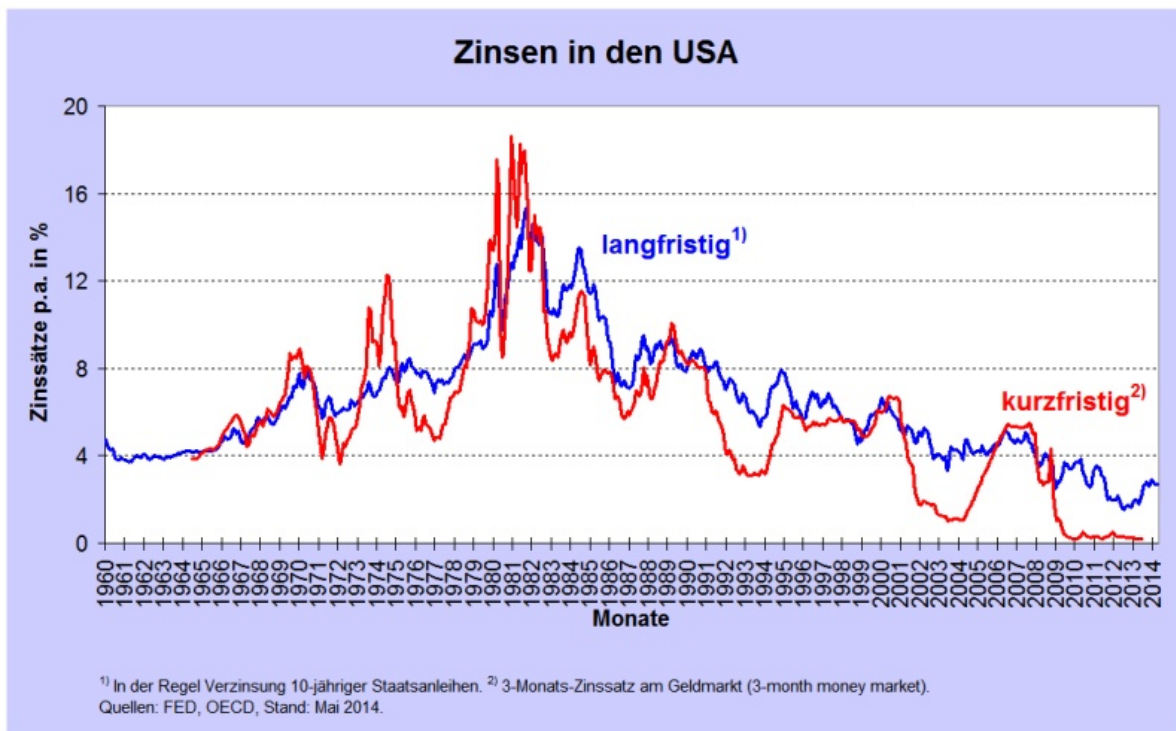
Unser Geldsystem XVII – Der Zins (2)

Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 03.06.2014 (editiert am 25.05.2016)

[Im ersten Teil](#) zu den Zinsen haben wir gesehen, wie eng miteinander verbunden die Zyklen der Zinsen über die großen Wirtschaftsräume USA, Europa und Japan hinweg sind. Wie aber ist es mit dem Einfluss des Marktgeschehens auf den Zins? Bestimmen Angebot und Nachfrage nach Kapital bzw. Geld die Zinsen und welche Rolle spielt dabei die Notenbank? Erleben wir gerade eine historische Wende in der Geldpolitik aller großen Wirtschaftsregionen?

Stellt man kurz- und langfristige Zinsen für die jeweiligen Wirtschaftsräume einander gegenüber (Abbildungen 1 bis 3), zeigt sich zunächst, dass auch der Zusammenhang von kurz- und langfristigen Zinsen sehr eng ist. Für die USA gibt es keine Phase der Erhöhung oder der Absenkung der kurzfristigen Zinsen, die nicht von den langfristigen Zinsen – wenn auch weniger stark und bei geringerer Volatilität – mitgemacht wird. Es gibt zwar Phasen, wo in einer Abwärtstendenz der kurzfristigen Zinsen (oder bei schon niedrigen kurzfristigen Zinsen) die langfristigen vorübergehend zulegen, so wie das 2009 und 2010 oder auch 2013 in den USA der Fall war. Doch kann sich der langfristige Zins niemals vollständig und längerfristig von der „magnetischen Kraft“ der kurzfristigen lösen und sozusagen seine eigenen Wege gehen.

Abbildung 1



Das liegt an den Substitutionsprozessen, die es zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen bzw. den mit ihnen verbundenen Krediten gibt. Wird der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen etwa dadurch groß, dass die langfristigen steigen, während die kurzfristigen fallen, überlegt sich mancher Kapitalanleger, ob er nicht verstärkt langfristig investiert (was zu einer Zinssenkungstendenz am langen Ende führt), und mancher Kreditnehmer fragt sich, ob es nicht besser ist, sich kurzfristig zu finanzieren, so lange der Abstand zwischen lang und kurz groß ist, was ebenfalls tendenziell zu fallenden Zinsen am langen Ende führt. Das gilt natürlich auch für den umgekehrten Fall, dass der kurzfristige Zinssatz steigt bzw. der langfristige fällt. Da kann eine Umschichtung von kurzfristiger Finanzierung (also Kapitalnachfrage) hin zu langfristiger für einen Kreditnehmer attraktiv werden, und für den Kapitalanleger wird die Verschiebung seines Kapitalangebots weg von länger laufenden Anlagen hin zu kürzeren Anlageformen interessanter. Beides führt dazu, dass sich die langfristigen Zinsen tendenziell in die gleiche Richtung bewegen wie die kurzfristigen.

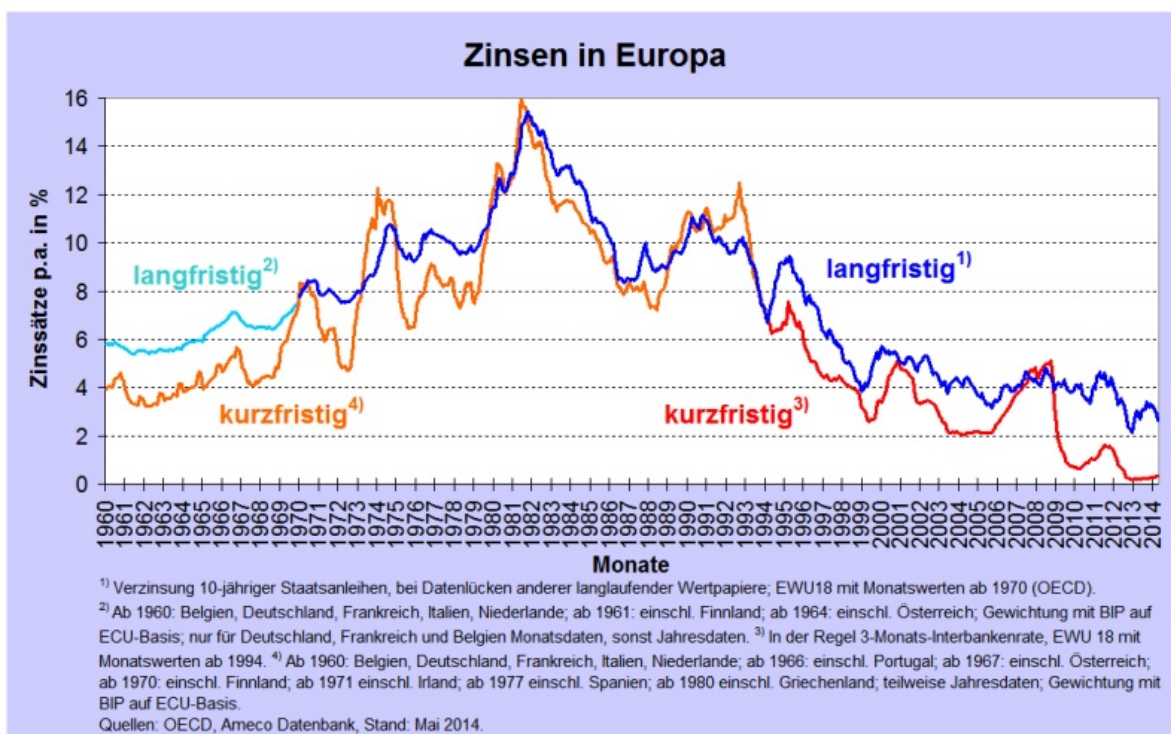
Trotz dieses Mechanismus bewegen sich kurze und lange Zinsen nicht synchron, d.h. nicht durchgehend mit dem gleichen (positiven) Abstand voneinander. Vielmehr liegen sie mal weiter auseinander, mal weniger weit, und manchmal kehrt sich der Abstand sogar um, d.h. liegen die kurzfristigen Zinsen über den langfristigen. Dann spricht man von einer inversen Zinsstruktur. Das ist deshalb eine eher ungewöhnliche Konstellation, weil eine Finanzanlage mit längerer Laufzeit eigentlich automatisch höhere Risiken birgt als eine kurzfristige, da sie ja wegen ihrer längeren Laufzeit mehr Unsicherheit, d.h. mehr 'unsichere Zukunft' umfasst. Und für höhere Risiken wollen Finanzanleger in der Regel mit einem relativ höheren Zinssatz sozusagen entschädigt werden. Der Normalfall ist daher, dass die langfristigen Zinsen über den kurzfristigen liegen.

Dass es trotzdem zu Phasen mit inverser Zinsstruktur kommen kann, liegt daran, dass die Geldpolitik den kurzfristigen Zins *frei setzen* kann, wie sie es für richtig hält. Sollte etwa der langfristige Zinssatz im Zuge einer ansteigenden Inflationsrate zunehmen, ist die Geldpolitik nicht gezwungen, dem

langfristigen Zinssatz nur zu folgen. Nein, sie kann ihn im wahrsten Sinne des Wortes toppen und so der Sachinvestitionstätigkeit und damit der gesamten Realwirtschaft einen im Vergleich zum langfristigen Zinssatz wesentlich ausgeprägteren Dämpfer versetzen, der die Inflationsentwicklung wieder beruhigt.

Bemerkenswert an dem empirischen Befund in den drei genannten Wirtschaftsräumen ist, dass die Phasen einer inversen Zinsstruktur, d.h. einer eindeutig restriktiven Geldpolitik mehr und mehr der Vergangenheit angehören. Das gilt insbesondere für Japan. Es gilt in der Tendenz aber auch für die USA und Europa. Die letzte ausgeprägte Phase in Europa war die schon erwähnte, von der Deutschen Bundesbank initiierte Restriktion Anfang der neunziger Jahre. Danach gab es nur noch 2007/2008 eine kurze und vergleichsweise schwache Episode inverser Zinsstruktur (vgl. Abbildung 2). In den USA, die die Restriktion Anfang der 90er Jahre weit weniger deutlich gefahren hatten, kam es im Jahr 2000 noch einmal zu einer geldpolitischen Restriktion und dann erneut 2006/2007, die jedoch im Vergleich zu der Größenordnung in den 60er und 70er Jahren jeweils klein ausfiel.

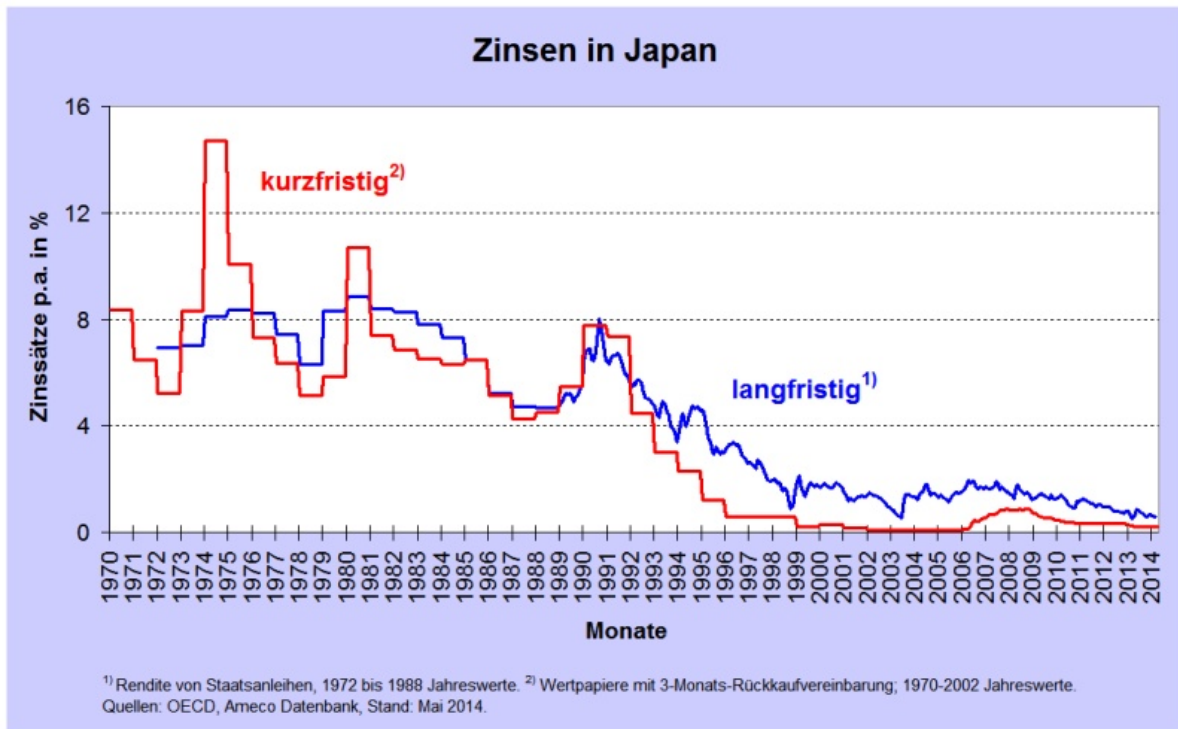
Abbildung 2



Die westliche Welt ist damit geldpolitisch zurückgekehrt zu den Verhältnissen, wie sie in den fünfziger und sechziger Jahren unter dem System von Bretton Woods vorherrschten. Was fehlt, ist allerdings die damalige Wachstums- und Investitionsdynamik – ein Umstand, der uns in dieser Serie noch ausführlicher beschäftigen wird.

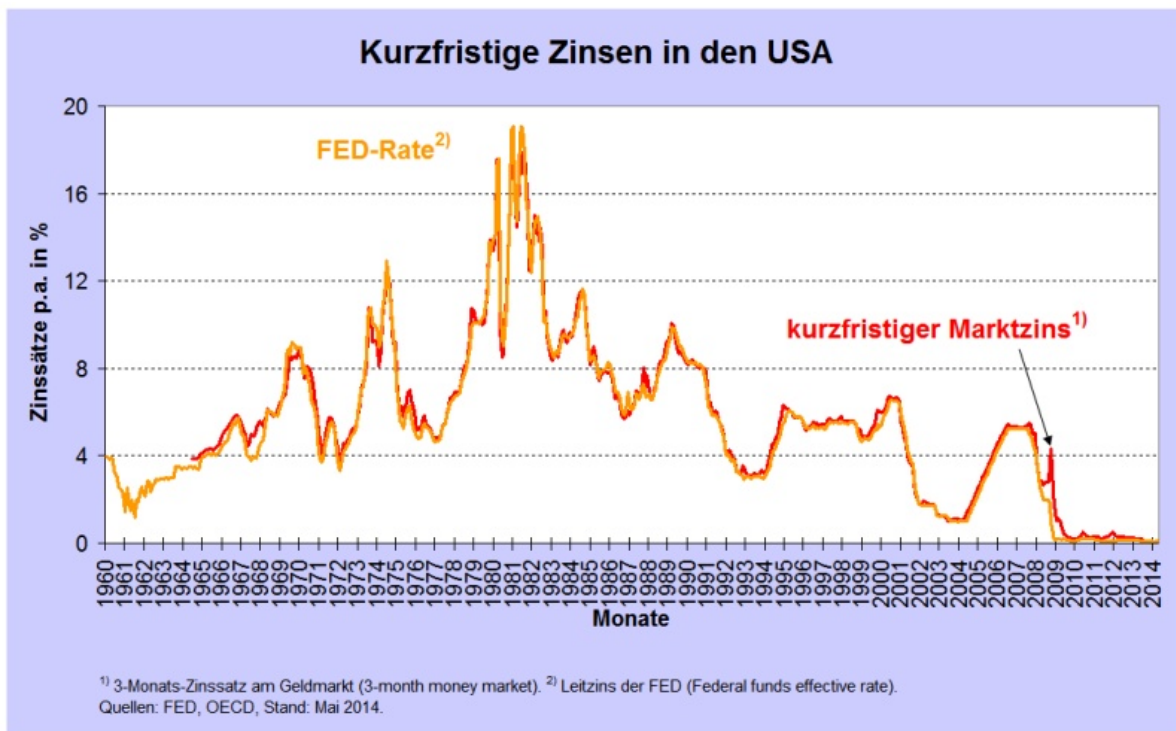
Für Japan sind mit dem Platzen seiner Finanzblase Anfang der 90er Jahre die Zeiten einer normalen Geldpolitik zu Ende gegangen. Seit zwanzig Jahren kämpft das Land gegen Deflation und eine sehr schwache Wachstumsdynamik.

Abbildung 3



Offensichtlich wird in diesen Bildern, dass die immer wieder erzählte Geschichte von den Zinsen als Marktpreisen ein Märchen ist. Die kurzfristigen Zinsen sind eindeutig von der Notenbank gesetzt, weil die Notenbank als stärkster Marktteilnehmer den Preis, den sie aus wirtschaftspolitischen Gründen zu erreichen versucht, jederzeit durchsetzen kann und auch de facto durchsetzt. Dazu noch einmal wie in Abbildung 1 die kurzfristigen „Markt“-Zinsen am Beispiel der USA (für die beiden anderen Wirtschaftsräume gilt das Gleiche), nämlich die für Wertpapiere mit dreimonatiger Laufzeit, in Gegenüberstellung mit dem Leitzins, den die Zentralbank (hier die FED) setzt: Die hohe Übereinstimmung beider Kurven zeigt, dass am Geldmarkt die Vorstellungen der Zentralbank über die Höhe der kurzfristigen Zinsen dominieren.

Abbildung 4



Doch wie steht es um die langfristigen Zinsen? Der starke, wenn auch keineswegs konstante Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigen Zinsen wirft die Frage auf, welcher Zins sozusagen an wessen Leine läuft – der kurze an der Leine des langen, oder der lange an der Leine des kurzen. Folgt der langfristige Zins auf Dauer der Setzung der Zentralbank am kurzen Ende des Marktes? Oder ist es umgekehrt, d.h. folgt die Zentralbank mit ihrer Setzung der kurzfristigen Zinsen letzten Endes der Entwicklung am langen Ende, obwohl sie rein formal frei ist zu tun, was sie will? Anders formuliert: Sind die langfristigen Zinsen das Preisergebnis auf dem Markt für langfristiges Kapitalangebot und langfristige Kapitalnachfrage oder nicht?

Das ist deshalb der zentrale Punkt für die Beurteilung der Zinsen als geldpolitischem und damit generell als wirtschaftspolitischem Instrument, weil von ihm abhängt, ob die Geldpolitik die Zinshöhe für eine Volkswirtschaft vorgibt und damit gezielt Einfluss auf die Investitionsdynamik und somit die Entwicklung der gesamten Volkswirtschaft einschließlich ihres Arbeitsmarktes hat oder ob sie nur dem Zusammenspiel von Sparverhalten der Bevölkerung und Investitionsverhalten der Sachinvestoren hinterherdackelt.

Wäre letzteres der Fall, dann müsste alles getan werden, der Bevölkerung das Sparen schmackhaft zu machen, damit der langfristige Zinssatz durch ein reiches Kapitalangebot möglichst niedrig ausfällt und dadurch die Sachinvestitionstätigkeit angeregt wird. Denn Teil des Märchens vom Zins als Marktergebnis ist ja, dass Sparen Voraussetzung für Investitionen ist, weil die ja nichts mit Krediten aus dem Nichts bzw. Geldschöpfung zu tun haben (dürfen) – einem Phänomen, das sich dem Begriff Kapitalangebot vollkommen entzieht.

Bedenkt man, welchen Wirbel das Buch von [Thomas Piketty](#) ausgelöst hat, wird klar, welcher Sprengstoff in der Antwort auf die Frage nach der Kausalrichtung der Zinsen liegt. Denn Piketty behauptet ja, dass die Marktwirtschaft deshalb automatisch zur Konzentration von Vermögen tendiert,

weil die Verzinsung des Kapitals auf Dauer über der Wachstumsrate der Volkswirtschaft liege. Um die problematischen Folgen dieser für ihn quasi naturgesetzmäßig gegebenen Konstellation zu bewältigen, empfiehlt Piketty eine hohe Besteuerung von Vermögen.

Steht hinter dem empirisch von Piketty für lange Zeiträume herausgearbeiteten positiven Abstand von Kapitalverzinsung und Wachstumsrate jedoch keine Art Naturgesetz, sondern ein bestimmtes Verhalten der Zentralbanken, dann sieht die Sache vollkommen anders aus. Dann liegt nämlich die erste und entscheidende Verantwortung für das Verhältnis von Wachstumsrate und langfristigem Zinssatz bei der Geldpolitik. Die kann dann zweifellos von der Fiskalpolitik unterstützt werden im Kampf gegen wettbewerbs- und demokratiefeindliche Vermögenskonzentration. Doch wird sofort klar, dass die Fiskalpolitik diesen Kampf niemals allein erfolgreich bestreiten kann, wenn sie gegen eine Geldpolitik antreten muss, die der Übermacht des Zinsniveaus gegenüber der Wachstumsrate Vorschub leistet.

Noch aus einem anderen Grund ist die Frage nach der Kausalrichtung des Zusammenhangs zwischen kurzen und langen Zinsen wichtig. Wer behauptet, die Geldpolitik steuere eigenständig das Geldangebot in einer Volkswirtschaft und damit die Inflationsrate, kann nicht gleichzeitig behaupten, die Geldpolitik folge mit ihrer Zinsetzung dem Marktergebnis am langen Ende des Laufzeitspektrums. Denn dann könnte die Geldpolitik ihre Aufgabe, die Inflationsrate in Schach zu halten, ja nur zufällig korrekt erfüllen, wenn nämlich das Spar- und Sachinvestitionsverhalten der Kapitalmarktakteure zu einem langfristigen Zins führt, der gerade zu den wirtschaftspolitischen Wünschen der Zentralbank passt. Hier geraten Monetarismus (= Geldmengensteuerung) und Neoklassik (langfristige Zinsen sind Marktergebnis von Spar- und Sachinvestitionsverhalten) in einen eklatanten Widerspruch zueinander.

Der Hinweis, dass die langfristigen Zinsen die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer beinhalten, beseitigt diesen Widerspruch nicht. Denn wenn die Geldpolitik die Inflation erfolgreich steuert, dann steuert sie auch die Inflationserwartungen und damit einen Teil des langfristigen Zinssatzes. Zieht der dann trotzdem eigenständig, also unabhängig von der Geldpolitik in eine Richtung, weil er sich ja angeblich nicht nach den kurzen Zinsen richtet, dann müsste die Geldpolitik ihm am Gängelband folgen. Das aber wäre das Aus für eine souverän die Inflationsrate steuernde Geldpolitik. Mit anderen Worten: Monetaristen müssten die Abhängigkeit der langfristigen Zinsen von den kurzfristigen zugestehen. Neoklassiker, denen als Anhänger des freien Marktes jede Preissetzung von Seiten der Wirtschaftspolitik ein Dorn im Auge ist, lassen dieses Problem links liegen, indem sie sich nur für „die lange Frist“ interessieren. Dass sie dabei den entscheidenden Teil gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge und wirtschaftspolitischer Möglichkeiten ausblenden, stört sie nicht. Die Rechnung dafür bezahlen die von ihnen beratenen Wirtschaftspolitiker und letzten Endes die Bevölkerung, die unter der am Arbeitsmarkt scheiternden Wirtschaftspolitik leiden.

Unser Urteil in der Frage, wie es mit der Kausalrichtung bei den Zinsen steht, lautet eindeutig: Die Geldpolitik gibt die Richtung der Entwicklung der langfristigen Zinsen vor, auch wenn noch weitere Faktoren (z.B. Risiken in Abhängigkeit der Laufzeitlänge) die langfristigen Zinsen beeinflussen. Im Zusammenspiel mit der Lohnpolitik, die ihrerseits die Inflationsrate im Wesentlichen bestimmt, kommt das Zinsniveau am langen wie am kurzen Marktende durch die Geldpolitik zustande.

Dass die Notenbanken heute auf ganz andere Weise als noch vor dreißig Jahren versuchen, ihre wirtschaftspolitischen Ziele zu erreichen, also mit weit weniger brutaler Restriktion vorgehen, liegt vor allem in der Tatsache begründet, dass die Inflationsgefahren heute wesentlich geringer sind und stattdessen die akute Deflationsgefahr – wie in Japan seit zwanzig Jahren schon – das Verhalten der Zentralbanken vorwiegend bestimmt. Dazu hat in erster Linie die Machtverschiebung auf den Arbeitsmärkten beigetragen, auf denen die (geldpolitisch in den 80er Jahren zementierte) Massenarbeitslosigkeit der Lohnpolitik die Hände gebunden hat. In den vorigen Beiträgen "Unser Geldsystem III - Die erste Ölpreiskrise, die Löhne und die Rolle der Geldpolitik" ([Abo-Version](#), [Preview](#)) und "Unser Geldsystem IV - Der zweite Ölpreisschock und die Bundesbank als Königsmacher" ([Abo-Version](#), [Preview](#)) sind wir darauf eingegangen.

Aus unserer Einschätzung der Zinszusammenhänge folgt wie gesagt ein völlig anderes Bild von der Zuständigkeit und Verantwortung der Geldpolitik für die Geschicke einer Volkswirtschaft, als es die neoklassische Sicht nahelegt. Im folgenden Teil wollen wir uns mit einem zentralen Element der Investitionsdynamik befassen, dem Unterschied zwischen der Sachinvestitionsrendite und dem langfristigen Zinssatz.

Über den Autor

Veröffentlicht am: 03.06.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/06/abo-artikel-unser-geldsystem-xvii-der-zins-2/>