

## Unser Geldsystem XX – Der Zins (5)

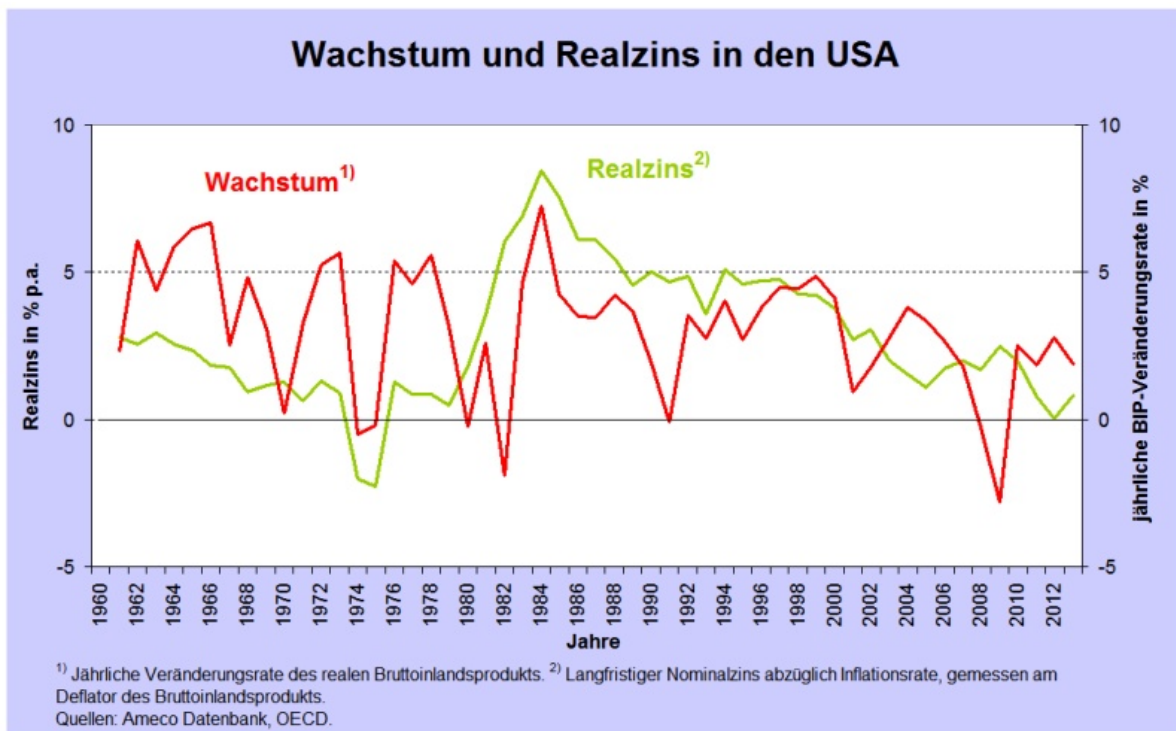
Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 12.06.2014 (editiert am 25.05.2016)

Nach unseren [letzten beiden](#) Stücken zum Zins steht noch aus, konkret zu zeigen, wie sich die Zinsverhältnisse in den wichtigsten Ländern der Welt über einen längeren Zeitraum entwickelt haben. Wir hatten ja herausgearbeitet, dass ein positiver Geldzins ohne Wachstum keine Daseinsberechtigung hat und (zumindest im kurzfristigen Bereich) tatsächlich bei Stagnation auch verschwindet, wie es das Beispiel Japans zeigt. Letztlich, so unsere Schlussfolgerung, kommt es auf das Verhältnis von Geldzins zu Wachstum an, wenn man einschätzen will, ob es der Wirtschaftspolitik gelungen ist, vernünftige Wachstumsbedingungen zu schaffen.

Das alles sagen wir immer unter dem Vorbehalt, dass es gleichzeitig gelingt, das „Wachstum“ so zu steuern, dass es auch zu ökologisch vernünftigen Verhältnissen führt. Es kann überhaupt kein Zweifel daran bestehen, dass die Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen der Menschheit absolute Priorität vor kurzfristigen menschlichen Zielen hat, die jenseits der Befriedigung der wichtigsten Lebensbedürfnisse liegen. Dennoch wird ein Umsteuern der globalen Wirtschaft nur gelingen, wenn wir ein ausreichend solides Verständnis dafür haben, wie das wirtschaftliche System überhaupt funktioniert. Nur wenn beides zusammenkommt, eine effiziente Steuerung der Wirtschaft und die politische Bereitschaft, der Ökologie Vorrang zu geben, kann die Schonung der natürlichen Voraussetzungen für menschliches Leben gelingen. Wir werden uns mit den ökologischen Fragen nach dem Ende der Geldserie auseinandersetzen.

In den folgenden Graphiken betrachten wir das Wachstum und den langfristigen realen Geldzins (im Folgenden als Realzins bezeichnet). Wir messen ihn anhand der Rendite auf (meist zehnjährige) Staatspapiere (davon abweichende Ausnahmen bei Datenlücken sind den Fußnoten der Grafiken aus dem [zweiten Beitrag zum Zins](#) zu entnehmen) abzüglich der Inflationsrate, gemessen am Deflator des Bruttoinlandsprodukts (BIP).

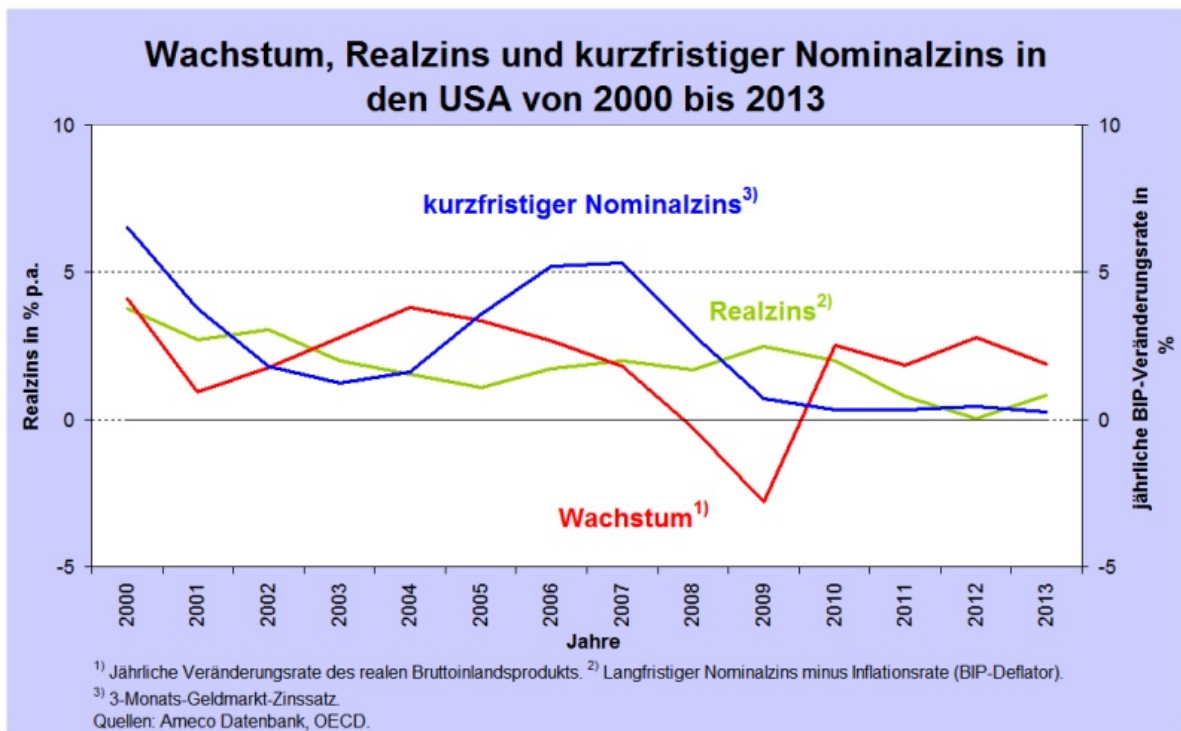
Abbildung 1



Das Bild für die USA zeigt, dass es Anfang der 1980er Jahre einen massiven Bruch im Verhältnis von Realzins und realer Wachstumsrate gab. War bis dahin die Wachstumsrate fast immer deutlich höher als der Realzins – zwischen 1960 und 1980 betrug der Abstand im Durchschnitt  $2\frac{1}{2}$  Prozentpunkte –, entstand mit der Inflationsbekämpfung nach der zweiten Ölpreisexplosion eine neue Konstellation. In den 60er Jahren bis Mitte der 70er lag der Realzins maximal bei 3 Prozent, meist niedriger, eine kurze Phase lang (nämlich während der ersten Ölpreisexplosion) sogar unter Null. Dann aber schoss er Anfang der 80er Jahre in die Höhe, erreichte 1984 mit über 8 Prozent einen historischen Höhepunkt und blieb bis 1997 durchgehend über der Wachstumsrate. Er sank zwar bis Anfang der 90er Jahre wieder unter 5 Prozent, aber zugleich gingen auch die Wachstumsraten zurück, so dass die 'Übermacht' des Zinses gegenüber der Entwicklungskraft der Volkswirtschaft erhalten blieb: Von 1980 bis 1997 lag der Realzins im Schnitt 2 Prozentpunkte *über* der Wachstumsrate.

Zwischen 1998 und 2000 liefen beide Größen ungefähr parallel. Beim Platzen der dot.com-Blase geriet das Wachstum erneut unter die Räder, gewann aber 2003/2004 wieder an Fahrt, so dass es den Realzins erstmals seit fast einem Vierteljahrhundert wieder spürbar übertraf. Der Realzins fiel seinerseits zurück und erreichte 2005 mit rund 1 Prozent ein Niveau, wie es in den 70er Jahren üblich gewesen war. Doch schon bald legte der Realzins wieder zu, angeschoben von einer zwischen 2004 und 2007 deutlich restriktiven Geldpolitik – binnen zweieinhalb Jahren (von Ende 2003 bis Sommer 2006) erhöhte die amerikanische Zentralbank ihren Leitzins um über 4 Prozentpunkte. Das zog den kurzfristigen 3-Monatszinssatz um über  $3\frac{1}{2}$  Prozentpunkte nach oben (vgl. Abbildung 2).

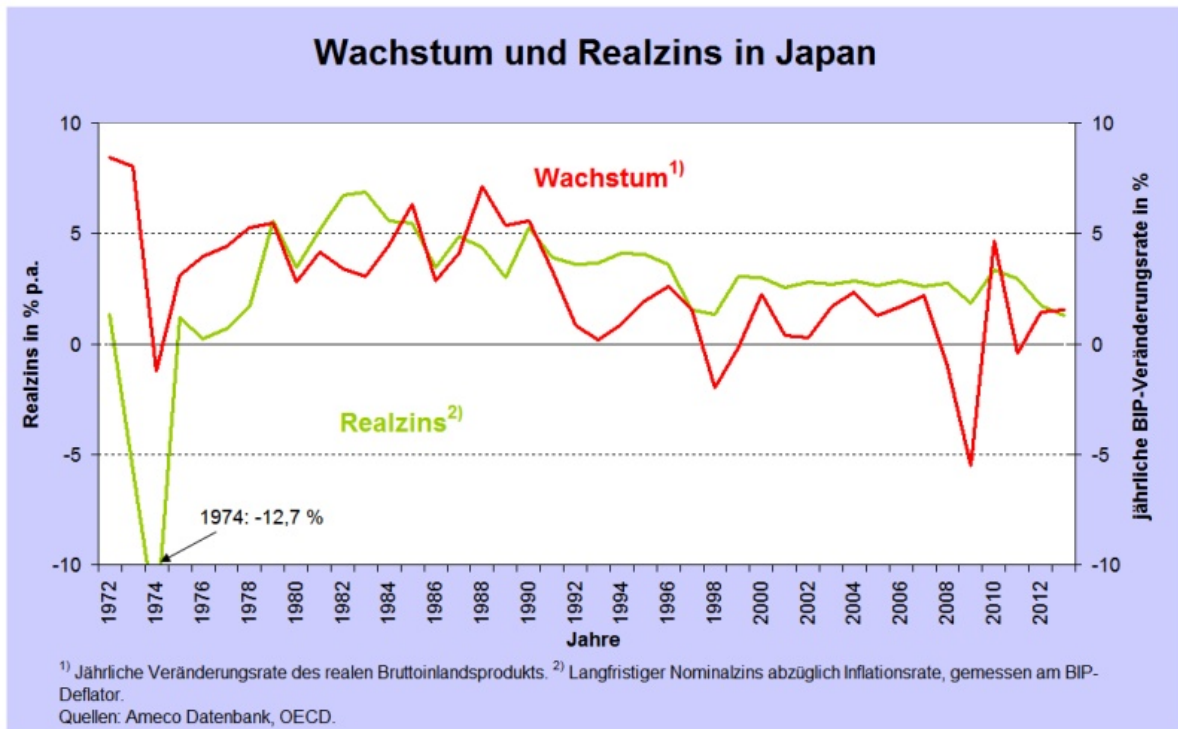
Abbildung 2



Der Realzins verzeichnete dann 2009 mit 2,5 Prozent einen vorläufigen Höhepunkt, ausgerechnet als die Wachstumsrate in der Finanzkrise auf einen Negativrekordwert (-2,8 Prozent) absackte. Dadurch wurde der Abstand zwischen Zins und Entwicklungskraft der Volkswirtschaft wieder so extrem wie zu Zeiten der zweiten Ölpreiskrise 1982. Erst danach sank der Realzins wieder unter die Wachstumsrate, zeitweise sogar auf Null (2012). Er reagierte damit auf die Geldpolitik, die innerhalb kürzester Zeit wegen der Finanzkrise wieder umgeschaltet hatte auf extreme Anregung: Innerhalb von eineinhalb Jahren (Sommer 2007 bis Ende 2008) schraubte die amerikanische Zentralbank das Zinsniveau um über 5 Prozentpunkte zurück und näherte sich damit im Kurzfristbereich dem Nullzinsniveau, wie die blaue Linie in Abbildung 2 zeigt.

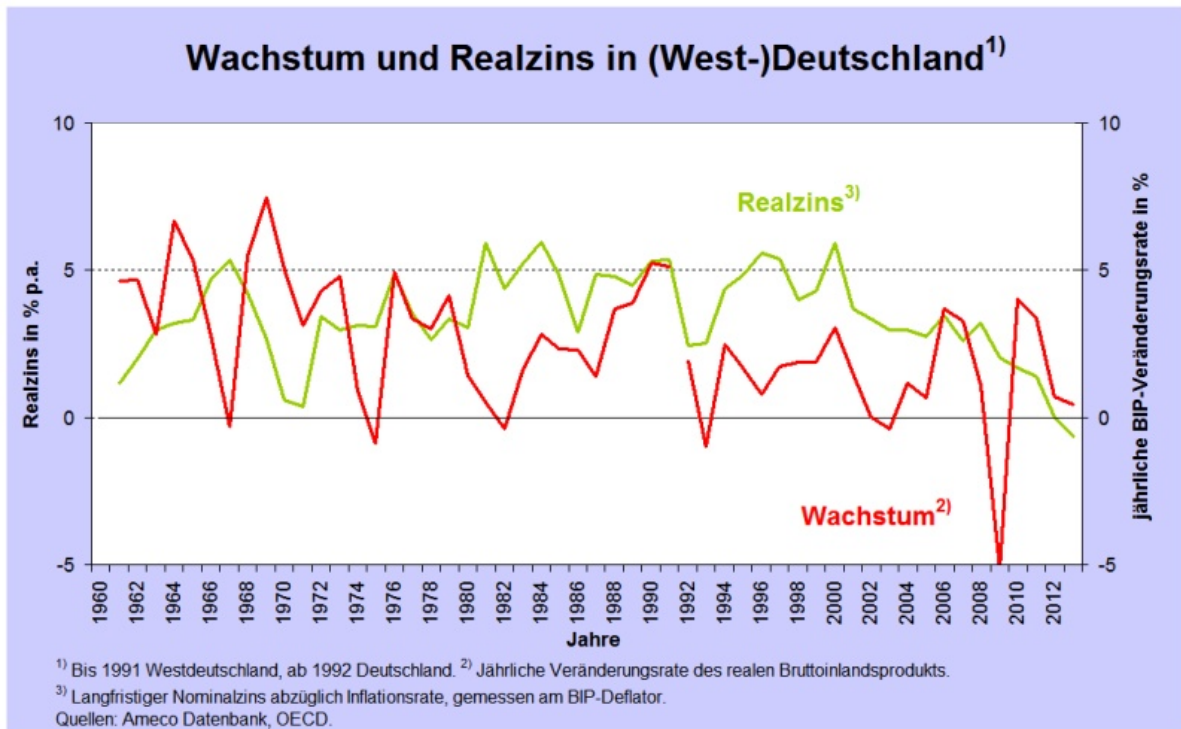
Ein Blick auf die Zinsentwicklung in Japan (für das wir Zinsdaten erst ab 1972 haben) liefert ein ähnliches Bild. Auch hier gab es in den siebziger Jahren eine bessere wirtschaftspolitische Konstellation als danach (vgl. Abbildung 3). Auch hier vollzog sich der Regimewechsel mit der zweiten Ölpreisexplosion Anfang der achtziger Jahre. Die extrem niedrige Inflation ab Beginn der neunziger Jahre und die offene Deflation ab Mitte der neunziger Jahre gingen einher mit durchweg positiven Realzinsen, die weit über der Wachstumsrate lagen. Das heißt, während der ganzen zwanzig Jahre langen Phase der Beinahestagnation in Japan ist es der Zentralbank nicht gelungen, mit ihrer Zinspolitik die monetären Bedingungen so einzurichten, dass sich die Wirtschaft wirklich erholen konnte. Erst mit dem radikalen Schwenk in Richtung Expansion bei schon extrem hoher Staatsverschuldung hat es Japan geschafft, die Realzinsen wenigstens auf das Niveau der Wachstumsrate zu drücken.

Abbildung 3



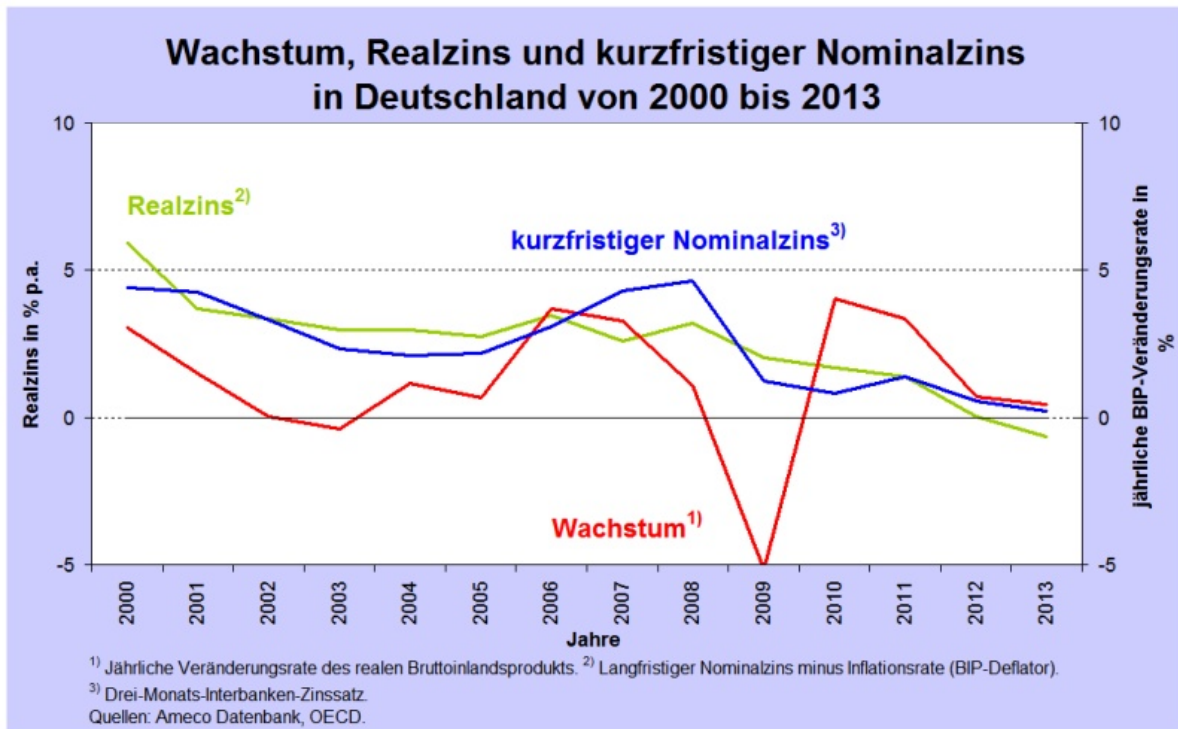
In Deutschland ist der Regimewechsel von anregender zu bremsender Geldpolitik ebenfalls erkennbar (vgl. Abbildung 4), auch wenn er nicht ganz so deutlich ausfiel wie in den USA, weil der Realzins in Deutschland schon in den 60er und 70er Jahren ein höheres Niveau hatte als in den USA, ohne dass dies gleichermaßen für die Wachstumsrate zugetroffen hätte (was nach unserer Theorie ja auch nicht sein kann). Mit Ausnahme einer kurzen Phase im Zuge der deutschen Wiedervereinigung lag der Realzins von Beginn der achtziger Jahre bis in die Mitte der 2000er Jahre immer oberhalb der Wachstumsrate und noch dazu auf einem im Durchschnitt höheren absoluten Niveau als in den zwei Jahrzehnten davor, während das durchschnittliche Wachstum – umgekehrt, man ist geneigt zu sagen: spiegelbildlich – geringer ausfiel. In den sechziger und siebziger Jahren war das Verhältnis zwischen Zins und Wachstum, abgesehen von den beiden Rezessionsperioden 1967 und 1975, gerade andersherum: Damals übertraf die Wachstumsrate den Realzins im Schnitt der Jahre 1960 bis 1981 um immerhin einen halben Prozentpunkt (in den USA waren es im gleichen Zeitraum deutlich mehr als 2 Prozentpunkte). Von 1981 bis 1991 lag der Realzins um durchschnittlich 2 Prozentpunkte *oberhalb* der Wachstumsrate, von 1991 bis 2005 sogar um 2,8 Prozentpunkte.

Abbildung 4



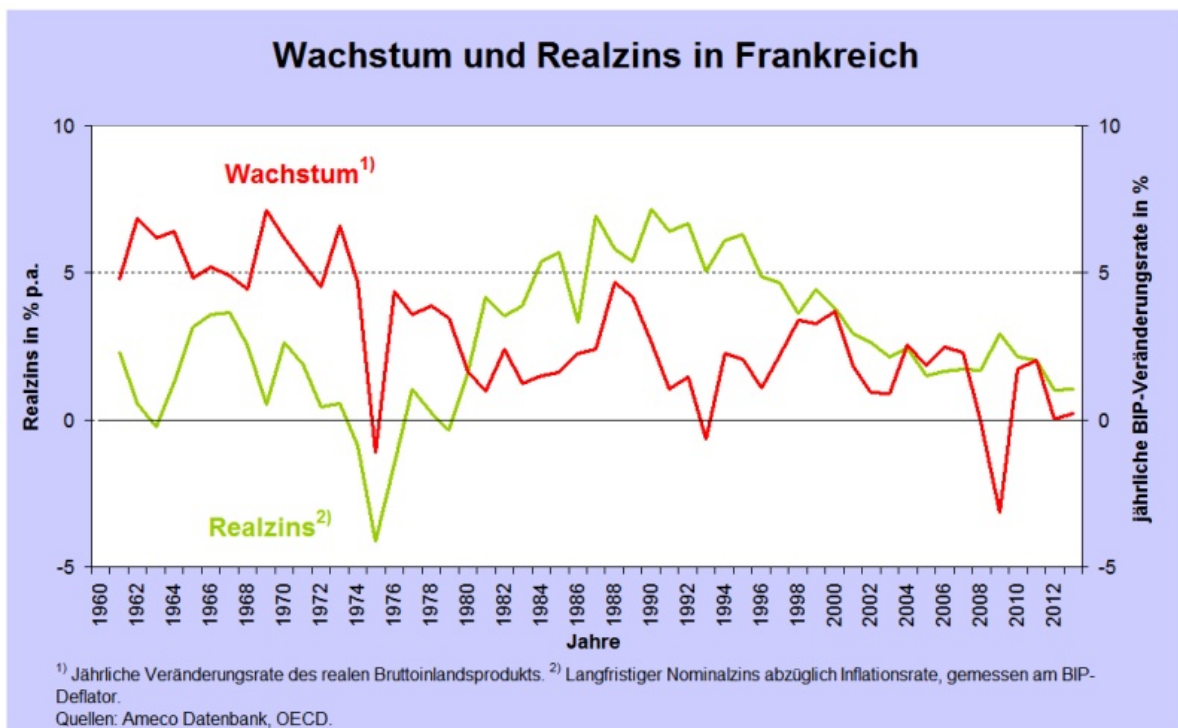
In der jüngsten Vergangenheit, d.h. seit Gründung der Europäischen Währungsunion, ist die restriktive Wirkung der nunmehr europäischen Geldpolitik weiterhin unübersehbar: Der Realzins folgt in Deutschland eng dem kurzfristigen Nominalzins, der klar über der deutschen Wachstumsrate liegt. Und während die amerikanische Geldpolitik das Ruder bereits Mitte 2007 herumreißt, glaubt die Europäische Zentralbank (EZB) noch bis Herbst 2008, ihre Leitzinsen nach oben schrauben zu müssen – Folge einer fatalen Fehleinschätzung der wirtschaftlichen Lage in Europa und der Auswirkungen der Finanzkrise. Als sie sich dann endlich entschließt, den Rückwärtsgang einzulegen, folgt zwar der Realzins auf dem Fuße, ja er sinkt sogar das erste Mal seit 1960 überhaupt auf Null (2012) und sogar unter Null (2013). Aber dem Wachstum hilft das keineswegs mehr nachhaltig auf die Beine.

Abbildung 5



Nicht anders, nur noch schlimmer sind die Verhältnisse in Frankreich, das als Mitglied der Eurozone nicht mehr über das Mittel einer aktiven nationalen Geldpolitik verfügt, ja schon Jahre zuvor eine Bindung an die deutsche Geldpolitik eingegangen ist. Der Regimewechsel Anfang der 80er Jahre hat dieses Land extrem hart getroffen (vgl. Abbildung 6).

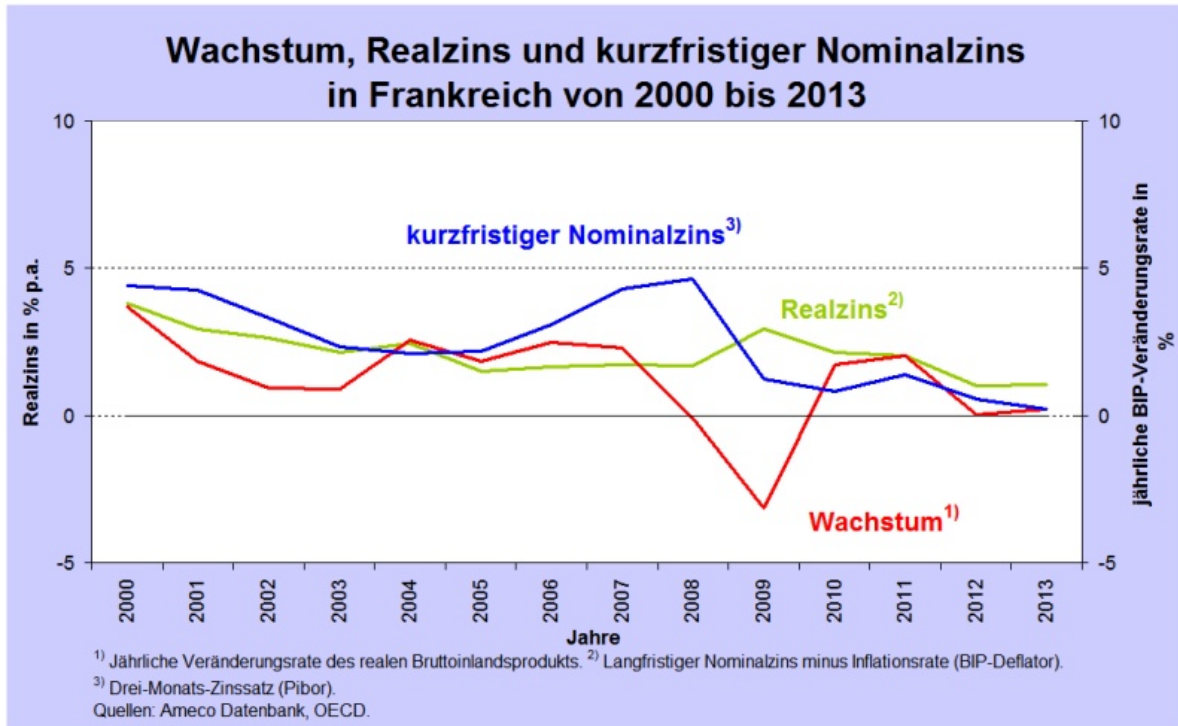
Abbildung 6



Man vergleiche für Frankreich einmal die 60er und 70er Jahre mit den 80ern und 90ern. Dann kann

man ermessen, wie stark der Versuch des Landes, unter allen Umständen Mitglied des Euroraumes zu werden, die heimischen Wachstumskräfte geschädigt hat: Der Abstand von Wachstumsrate und Realzins betrug im Schnitt zwischen 1960 und 1980 über  $+3\frac{1}{2}$  Prozentpunkte, also noch einmal einen Prozentpunkt mehr als in den USA. Zwischen 1980 und 2003 lag er durchgehend im Negativbereich, und zwar im Schnitt bei fast  $2\frac{1}{2}$  Prozentpunkten. Erst ab dem Jahr 2004 und dann auch nur für vier Jahre lag das Wachstum endlich einmal wieder, aber nur hauchdünn über dem Realzins. Von einer anregenden Größenordnung wie in den 1960er Jahren konnten die Franzosen nur träumen.

Abbildung 7



Das verbreitete Argument, Frankreich hätte mit dem Übergang zur Währungsunion extrem günstige Zinsbedingungen erhalten, relativiert sich angesichts dieser Datenlage doch erheblich.

Wir werden in der nächsten Folge noch einen Blick auf Italien und Großbritannien werfen und dann Schlussfolgerungen ziehen.

## Über den Autor

Veröffentlicht am: 12.06.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/06/abo-artikel-unser-geldsystem-xx-der-zins-5/>