

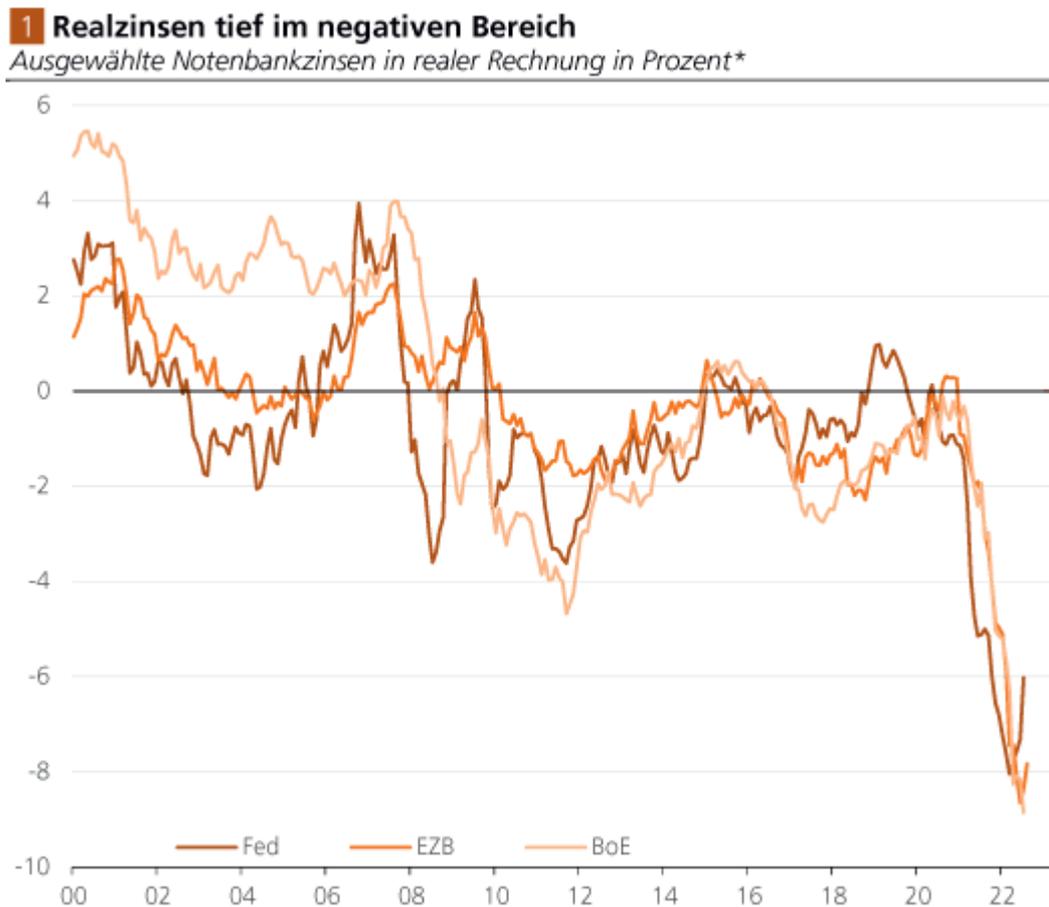
# Anatomie der Nominalzinsillusion

18.09.2022 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die Chancen, dass die realen, also inflationsbereinigten Zinsen wieder positiv werden, ist sehr gering. Über diese Einschätzung näher nachzudenken, sollte sich für den Anleger im wahrsten Sinne des Wortes auszahlen.

Nach vielen Jahren des Null- oder gar auch Negativzinsens heben die Zentralbanken ihre Leitzinsen wieder an. So liegt der Zins der US-amerikanischen Zentralbank (Fed) seit Juli 2022 bei 2,25 - 2,50 Prozent, der Hauptrefinanzierungszins der Europäischen Zentralbank (EZB) seit Anfang September bei 1,25 Prozent und der Leitzins der Bank von England (BoE) seit August bei 1,75 Prozent.

Diese Zinssätze sind historisch gesehen nach wie vor sehr niedrig. Interessanter als die Nominalzinsen sind jedoch die Realzinsen - verstanden als Nominalzins minus der Jahresinflation der Konsumgüterpreise. Die Realzinsen in den Vereinigten Staaten von Amerika, im Euroraum und in Großbritannien seit 1999 bis heute sind in Abb. 1 dargestellt.



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Leitzins abzüglich der Jahresveränderung des nationalen Konsumgüterpreisindexes.

Wie mit bloßem Auge gut zu erkennen ist, befinden sich die Realzinsen der genannten Zentralbanken tief im negativen Bereich. Das heißt: Wer zu diesen Realzinsen sein Geld verleiht, der fährt Verluste ein. Entsprechend gewinnt der Kreditnehmer: Er leistet seinen Schuldendienst mit entwertetem Geld. Die bisherigen Zinserhöhungen haben an dieser "ungewöhnlichen Situation" wenig geändert.

Zudem wird in Abb. 1 deutlich, dass die Zinssätze nicht erst seit Kurzem unterhalb der Nulllinie liegen, sondern dass das schon lange der Fall ist: Die Realzinsen sind mit dem Ausbruch der Finanz- und

Wirtschaftskrise 2008/2009 chronisch negativ gemacht worden. Schließlich sind die negativen Realzinsen das Ergebnis der Zinspolitik. Die negativen Realzinsen sind kein Zufall, sondern sie haben System.

Und für dieses System gibt es eine Erklärung. Im Fiat-Geldsystem spielt der Zins beziehungsweise der Realzins eine ganz besondere Rolle. Um die Konjunktur zu beleben, setzt die Zentralbank den Zins unter den "natürlichen Zins" - also den Zins, der sich einstellen würde, wenn die Zentralbank den Marktzens nicht beeinflussen würde. Angesichts nunmehr günstiger Kreditkosten finanzieren Konsumenten und Produzenten ihre Ausgaben nun (auch) durch Kreditaufnahmen bei Banken.

Das Ergebnis ist ein konjunktureller Aufschwung (Boom), der aber früher oder später in einen Abschwung (Bust) mündet. Um Rezession und Arbeitslosigkeit abzuwehren, senkt die Zentralbank den Zins noch weiter ab, und das Spiel beginnt von neuem.

Es geschieht hier jedoch noch etwas: Die Bankkreditvergabe erhöht die Geldmenge in der Volkswirtschaft und treibt die Güterpreise in die Höhe (genauer gesagt: Die Güterpreise fallen höher aus im Vergleich zu einer Situation, in der die Geldmenge nicht erhöht worden wäre). Die dadurch erzeugte Inflation begünstigt die Entstehung eines Booms: Sie wirkt quasi wie eine Wohlstandsillusion: Unternehmern scheint plötzlich alles zu gelingen, die Gewinne sprudeln; und private Haushalte erfreuen sich darüber, dass sie Lohnsteigerungen erhalten, und dass die Marktpreise der Immobilien, die sie auf Pump erworben haben, in die Höhe klettern und sie dadurch "reicher" werden.

Doch im Zeitablauf schwellen die Schulden stärker an, als die Einkommen in der Volkswirtschaft zunehmen. Das liegt daran, dass sich nicht alle Investitionen rechnen, dass die volkswirtschaftliche Leistungsfähigkeit nicht mit der Verschuldungszunahme Schritt hält.

Private, Unternehmen, aber vor allem auch Staaten und Banken halsen sich eine immer höhere Verschuldung auf (relativ zu ihren Einkommen. Ihre Schuldentragfähigkeit schwindet. Um den Kollaps der immer größer werdenden Kreditpyramide zu verhindern, senken die Zentralbanken die Zinsen immer weiter ab. Das wiederum ermöglicht den Verschuldeten, fällig werdende Kredite durch neue Kredite zu ersetzen, die einen noch geringeren Zins tragen; und zudem können sie auch noch neue Schulden aufnehmen.

Für die Schuldner ist es natürlich besonders attraktiv, wenn die Zentralbanken die Zinssätze in realer, das heißt inflationsbereinigter, Rechnung in den Negativbereich drückt beziehungsweise sie dort (fest-)hält. Der Kreditnehmer zahlt dann nämlich sein Darlehen samt Zins mit einem Geld zurück, das eine geringere Kaufkraft hat als das Geld, das er sich zuvor geliehen hat. Der Schuldner wird auf Kosten des Gläubigers bessergestellt. Aber lassen sich das die Gläubiger gefallen? Warum verleihen sie ihr Geld zu einem negativen Realzins?

Eine mögliche Antwort lautet: Vermutlich treffen viele Menschen ihre finanziellen Entscheidungen auf Basis von nominalen, nicht realen Größen. Und so orientieren sie sich am Nominalzins, nicht am Realzins. Man könnte hier also von einer Art "Nominalzinsillusion" sprechen, die die Marktakteure haben. In Zeiten, in denen es keine Inflation gibt, ist das kein Problem für sie. In einem inflationären Regime hingegen beschert die Nominalzinsillusion ihnen jedoch Verluste.

Noch etwas kommt hinzu: Wenn das Vertrauen in die Zentralbank groß ist, werden die Anleger davon ausgehen, dass ein negativer Realzins ein "Versehen" ist, nur von vorübergehender Art ist, bald wieder von der Zentralbank "korrigiert" wird. Um unnötige Transaktionskosten zu vermeiden, halten sie daher auch dann an ihren Bankguthaben und Geldmarktfonds fest, wenn der Realzins negativ geworden ist.

Nun mag man einwenden: Die Anleger werden sich vielleicht das ein oder andere Mal in dieser Weise verhalten. Aber wenn der Realzins über Jahre hinweg nachweislich negativ gewesen ist, dann werden die Anleger ja wohl daraus lernen, ihre Schlüsse ziehen und fortan ihr Geld nicht mehr zu negativen Realzinsen verleihen. Zu entgegnen wäre hier: Vermutlich spielt die Erfahrung, dass der Realzins in den letzten Jahren negativ war, nicht notwendigerweise eine überragende Rolle für die Erwartungsbildung, wie der Realzins künftig ausfallen wird.

Es kann ja sein, dass der Anleger denkt: Künftig wird es besser sein, wird der Realzins wieder positiv! Dass Anleger ihren Erwartungsfehler aus der Vergangenheit nicht verwenden, um ihre Zukunftserwartung in Frage zu stellen, ist durchaus denkbar. Daran arbeiten ja die Zentralbankräte und Hauptstromökonom, die der Öffentlichkeit einflüstern: Die Zentralbanken sorgen für niedrige Inflation, sie bewahren den Geldwert; und wenn die Inflation doch einmal unerwartet zu hoch ausgefallen ist, dann werden die Zentralbanken sie alsbald wieder korrigieren.

Im Bestreben, die Erwartungshaltung der Marktakteure zu steuern, belassen die Zentralbanken es nicht nur

bei Worten. Hier und da erhöhen sie tatsächlich auch mal die Zinsen, um ihre Entschiedenheit, die Inflation "bekämpfen" zu wollen, öffentlich unter Beweis zu stellen.

Welche Erklärung nun auch die richtige sein mag: Fest steht, dass negative Realzinsen, die sich rückblickend (ex post) beobachten lassen, entweder aus Unkenntnis zustande gekommen sind:

Das heißt, die Anleger haben sich im Zeitpunkt der Entscheidung auf Einlage- beziehungsweise Kredittransaktionen eingelassen, die für sie unübersehbar nachteilig waren. Oder aber sie haben sich geirrt, wurden auf dem falschen Fuß erwischt, wurden getäuscht: Sie hatten mit einem positiven Realzins gerechnet, herausgekommen (ex ante) ist jedoch ein negativer Realzins - weil die Zentralbank eine Überraschungsinflation erzeugt hat, also für eine Inflation gesorgt haben, die höher ausgefallen ist, als sie den Anlegern beim Abschluss ihrer Transaktion versprochen wurde.

Es ist verständlich, wenn es Menschen schwerfällt, die Historie negativer Realzinsen als das Ergebnis einer bewussten Täuschung durch die Zentralbank zu werten. Denn das hieße ja, die Versprechungen der Zentralbankräte, der Politiker und die Aussagen vieler Hauptstromökonomien waren im wahrsten Sinne des Wortes falsch; die negativen Realzinsen der Vergangenheit waren nicht etwa Zufall, sondern ein (geld-)politisch gewollt herbeigeführtes Ergebnis.

Eine solche Interpretation ist vor allem für die Menschen schwer verdaulich, denen es schwerfällt, sich eigene Fehleinschätzungen einzugestehen; vor allem dann, wenn es sich um Fehleinschätzungen handelt, die eine Person für lange Zeit als richtig angesehen hat.

Das Festhalten an falschen Einschätzungen ist dabei so etwas wie ein Abwehrbeziehungsweise Verteidigungsmechanismus, eine Art kognitive Dissonanz: Die Erfahrung zeigt mir zwar, dass meine Einschätzung falsch war, aber ich beschließe, diese Erfahrung zu übersehen, sie nicht zu akzeptieren, weil mir das Eingeständnis, falsch gelegen zu haben, nicht behagt. Der Verweis auf eine verfestigte kognitive Dissonanz könnte also ebenfalls eine mögliche Erklärung sein, warum in den letzten 20 Jahren die nominalen Kurzfristzinsen nach Abzug der Inflation im negativen Territorium verharren haben, und es dennoch Anleger gegeben hat, die ihr Geld (sehenden Auges) zu negativen Realzinsen verliehen haben.

Und nicht zuletzt bleiben Zweifel. Denn aus Erfahrung klug zu werden, ist gar nicht so leicht! Selbst wenn der Realzins in den letzten 20 Jahren im Durchschnitt negativ war, so heißt das ja nicht notwendigerweise, dass er auch künftig negativ sein wird. Könnte es nicht sein, dass die Zentralbanken es künftig besser machen werden? Dass also die Interessen der Geldhalter künftig stärker berücksichtigt werden?

Mit Vertrauensvorschuss sollten Anleger jedoch hier geizig sein. Das empfiehlt der Blick auf das Funktionieren des Fiat-Geldsystems (wie es voranstehend kurz skizziert wurde). Aber auch angesichts der weltweiten Verschuldungslage ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Politik des negativen Realzinses fortgeführt wird, auch wenn die Nominalzinsen gerade etwas angehoben werden - und der Geldhalter weiterhin das Nachsehen haben wird.

### **Die FED und die Aktienkurse**

*In der Vergangenheit hat sich eine aufschlussreiche Verbindung gezeigt zwischen der Bilanzsumme der US-Zentralbank (Fed) und den Aktienkursen - und zwar eine positive. Das liegt daran, dass die Fed für eine chronische Ausweitung der Geldmenge sorgt, und diese zusätzliche Liquidität befördert unter anderem auch die Aktienkurse in die Höhe. Vor allem in Krisenzeiten hat die Fed immer wieder "Feuerwehr" gespielt, die Zinsen gesenkt und die Geldmenge noch stärker erhöht. Am aktuellen Rand schrumpft nun die Fed-Bilanz, weil die Zentralbank dem Bankensektor Zentralbankgeld entzieht.*

*In diesem Zuge haben nun die Aktienkurse nachgegeben. Daraus sollte man jedoch nicht notwendigerweise schließen, die Fed hätte sich davon verabschiedet, den Aktienmarkt, sollte es als politisch erforderlich angesehen werden, weiter zu unterstützen. Sie wird vermutlich einen weiteren Kursrutsch zulassen im Zuge ihrer Zinsanhebungen. Wenn jedoch der Aktien- und Häuserpreisverfall "systemgefährdend" werden, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Fed ihre Zinssteigerungen aussetzt und auch in die Kreditmärkte eingreift, um den ganz großen Crash abzuwehren. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine solche Politik letztlich zu immer höherer Inflation führen muss, ist groß.*



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. \*Bargeld plus Guthaben der Geschäftsbanken auf Konten der US-Zentralbank.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit  
Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)  
Die URL für diesen Artikel lautet:  
<https://www.goldseiten.de/artikel/552160--Anatomie-der-Nominalzinsillusion.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).