



Warum der Zins auch weiterhin extrem wichtig ist – 4

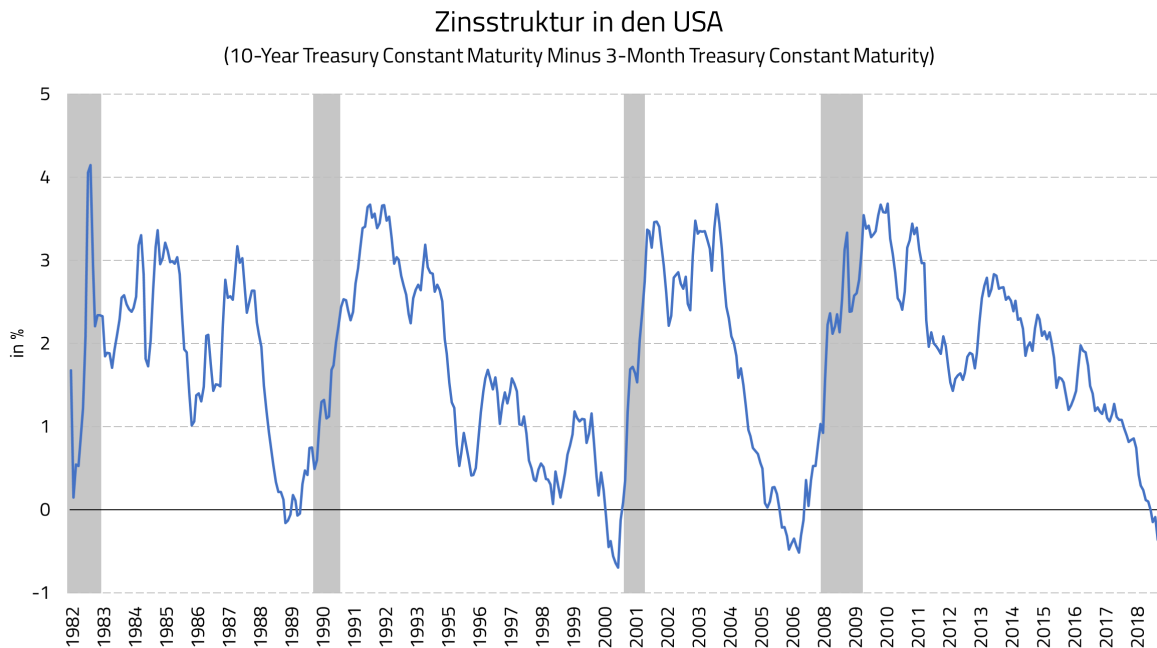
Von Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker | 22.11.2019 (ediert am 26.11.2019)

Dirk Ehnts und Daniel von Ahlen behaupten, der Zins sei für die Steuerung der Volkswirtschaft kaum von Bedeutung. Die Bedeutung der Zinsstruktur für die wirtschaftliche Entwicklung widerlegt das.

Man darf auch, wenn man von der Steuerungswirkung der Geldpolitik spricht, den wichtigsten Indikator nicht außer Acht lassen. Das ist die Zinsstruktur. Normalerweise ist der kurzfristige Zins niedriger als der langfristige. Es gibt jedoch Zeiten, wo der kurzfristige Zins den langfristigen übersteigt. Das nennt man inverse Zinsstruktur.

Die Veränderung der Zinsstruktur hatte in der Vergangenheit in den USA offenbar enorme Auswirkungen. Man kann in der Abbildung 1 klar erkennen, dass die Zinsstrukturkurve offenbar in erheblichem Maße mit der wirtschaftlichen Entwicklung und den Zyklen insgesamt zusammenhängt. Phasen inverser Zinsstruktur sind ein sehr guter Frühindikator für Rezessionen (die grauen Zonen). Die Zinsstruktur ist sogar mit Abstand der beste Indikator für Rezessionen. Folglich kann man niemals ernsthaft und pauschal davon sprechen, die Zinsen hätten kaum eine Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung. Vor 1990 wird in dieser Abbildung die Zinsstruktur zum ersten Mal invers und eine Rezession folgt. Auch in den Jahren um die Jahrtausendwende wird die Zinsstruktur in den USA invers, wiederum folgt eine Rezession (das Ende der sogenannten dot.com blase). Auch vor der globalen Krise 2008/2009 wird die Zinsstruktur in den USA invers, es folgt die große Krise.

Abbildung 1



Die Gewinne der Banken

Warum ist das so? Der Mechanismus hinter der Wirkung der Zinsstruktur ist leicht zu verstehen. Für die Banken wird die Kreditvergabe zu dem Zeitpunkt, wo die Zinsstruktur invers wird, unprofitabel, weil ihre Gewinnmarge droht, in den negativen Bereich abzurutschen. Die herkömmliche Theorie beschreibt den Kern des Bankengeschäfts mit dem Wort Fristentransformation. In dieser Sichtweise besteht ein profitables Bankgeschäft darin, einen langfristigen Kredit zu vergeben und diesen kurzfristig (über Einlagen von Sparern) zu finanzieren. Entscheidend für die Profitabilität einer Bank ist aus dieser Sicht folglich die Differenz zwischen dem kurzfristigen und dem langfristigen Zinssatz.

Wie wir in vielen Beiträgen gezeigt haben, ist das Bild der Fristentransformation schief. Tatsächlich vergeben Banken auf der einen Seite Kredite, für die sie den langfristigen Zins in Rechnung stellen. Die Einlagen, die den Banken von den Sparern zur Verfügung gestellt werden, bilden jedoch keine Grenze für die Kreditvergabe. Banken können Kredite aus dem Nichts schaffen, für die auch unmittelbar keine Kosten außer den Bearbeitungskosten entstehen.

Allerdings sind die Banken verantwortlich für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs für praktisch alle Wirtschaftssubjekte. Entscheidend für die Menge der Liquidität (des Zentralbankgeldes), die das Bankensystem als Ganzes und jede einzelne Bank braucht, um den Zahlungsverkehr aufrechtzuerhalten, ist der „Ungleichschritt“ von Auszahlungen und Einzahlungen. Hätten alle Menschen ein Konto bei der gleichen Bank, gäbe es keinen Ungleichschritt und keine Defizite im Zahlungsverkehr, die mit Zentralbankgeld finanziert werden müssen. Da es das in Wirklichkeit nicht gibt, braucht man Liquidität und diese wird von der Zentralbank zu einem bestimmten von ihr unmittelbar festgelegten Zinssatz zur Verfügung gestellt. Dieser Zinssatz gilt auch im Geschäft der

Banken untereinander am Geldmarkt.

Dafür brauchen die Banken in der Regel Zentralbankgeld, das sie zum kurzfristigen Zinssatz von der Zentralbank leihen. Folglich entscheidet der Unterschied zwischen den Zinserträgen aus der Vergabe langfristiger Kredite und den Zinsaufwendungen für die Aufnahme kurzfristiger Zentralbankdarlehen über die Profitabilität der Bank. Damit ist das Ergebnis ganz ähnlich wie beim Fristentransformationsmodell, die Zinsstruktur, der Abstand von kurzfristigem zu langfristigem Zins, entscheidet über die Marge der Banken.

Das normalste aller Bankgeschäfte ist im heutigen System (in dem sich der Staat über den Kapitalmarkt refinanziert) der Kredit einer Bank an den Staat. Der Staat verkauft der Bank am Kapitalmarkt handelbare Schuldpapiere, die üblicherweise Bonds genannt werden. Der Staat zahlt auf die Bonds, sagen wir zehnjährige Staatsanleihen des Bundes, einen bestimmten Zinssatz, den man üblicherweise den langfristigen Zinssatz nennt (wobei in der Tat in fast allen entwickelten Ländern der Welt der Zinssatz auf zehnjährige Staatsanleihen als der Benchmarksatz gilt, also der Satz, an dem sich alle anderen orientieren).

Dieser langfristige Zins ist natürlich nicht unabhängig von der Festlegung des kurzfristigen Zinses durch die Zentralbank, weil es vielfältige Substitutionsbeziehungen gibt (langfristige Finanzierung also durch kürzerfristige ausgetauscht wird, wenn die beiden Zinssätze sehr weit auseinanderliegen). Da er aber üblicherweise auf Auktionen ermittelt wird, kann man hier mit den oben gemachten Einschränkungen von einem Marktpreis sprechen.

Das normale Bankgeschäft ist also genau dann profitabel (und im Falle der Staatsanleihe extrem einfach, um nicht zu sagen, primitiv), wenn der kurzfristige Zinssatz unter dem langfristigen liegt. Das ist in normalen Zeiten der Fall. Die Zinsstruktur (also die Differenz zwischen langfristigem und kurzfristigem Zinssatz, der sozusagen die für die Bank relevante Marge zwischen dem von ihr verlangten Kreditzins und den Kosten des Zahlungsverkehrs repräsentiert), sagt man dann, ist positiv und insofern „normal“, weil die Marge der Banken positiv ist.

Folglich müssen Banken bei inverser, d.h. negativer Zinsstruktur die Kreditvergabe einschränken, und die Wirtschaft gerät in eine Rezession. Das Umgekehrte geschieht, sobald die Marge wieder positiv wird: Die Banken bemühen sich dann, mehr Kredite zu vergeben. Sind im Übrigen vernünftige Nachfragebedingungen gegeben wie die von uns regelmäßig an dieser Stelle bemühten positiven Einkommenserwartungen bei der Masse der Bevölkerung, kann der Aufschwung einsetzen, weil sozusagen die Bremse an der Kreditmaschine gelöst wird (der Ausdruck „Bremse an der Kreditmaschine“ stammt von Joseph Alois Schumpeter, der im Zusammenhang mit dem Goldstandard von der „goldenen Bremse an der Kreditmaschine“ sprach).

Weil heute keine vernünftigen Einkommenserwartungen mehr gegeben sind, sind die Notenbanken mit ihrer Zinspolitik nicht mehr stark genug, um mit dem Lösen der Bremse die Maschine anzuwerfen. Dass sie in restriktiver Richtung stark sein können, haben sie oft genug bewiesen. In expansiver Hinsicht waren die Zentralbanken nie sehr stark, aber die Nachfragebedingungen waren in früheren Jahrzehnten so günstig, dass es häufig reichte, die Bremse an der Maschine zu lösen, um die Konjunktur wieder in Gang zu setzen.

Untypische Inversion

Nun aber, in den Zeiten der Lohndeflation, ist das alles ganz anders. Seit einigen Jahren schon liegt die Zinsstruktur ganz nahe an der Nulllinie. Inzwischen hat sie diese Linie in einigen Ländern einschließlich der USA unterschritten. In Deutschland liegt der langfristige Zins inzwischen klar im negativen Bereich - und die Rezession hat eingesetzt. Wohlgermerkt, das heißt nur, dass in einer Zeit, wo die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland und Europa sehr schwach ist und Investitionen dringend benötigt werden, die Banken systematisch den Anreiz verlieren, Kredite zu vergeben, weil sie dabei - unter Berücksichtigung der Bearbeitungskosten – vielfach nichts verdienen können.

Was wir heute erleben, ist allerdings eine ganz untypische Inversion. Sie ist ja nicht, wie zumeist in der Vergangenheit, ausgelöst durch restriktive Zentralbankpolitik, also die Erhöhung der kurzfristigen Zinsen, sondern durch den Versuch der Zentralbank, die Wirtschaft über Zinssenkungen am langen Ende anzuregen. Man muss bei der Beurteilung dieser Politik bedenken, dass bei einer normalen Inversion der Zinsstruktur über steigende kurzfristige Zinsen üblicherweise auch die langfristigen Zinsen steigen, so dass dann beide Effekte (der Effekt der Struktur und des Niveaus der Zinsen) in die gleich restriktive Richtung gehen. Unzweifelhaft aber ist, dass die Politik der EZB zu einer Belastung des Bankensektors beiträgt, die eigentlich nicht in ihrem Sinne ist, weil sie die Kreditvergabe erschwert. Das muss aber als (ein weiterer) Kollateralschaden der Niedrigzinspolitik angesehen werden, der sich kaum vermeiden lässt. Die Niedrigzinspolitik verliert damit zwar an Effektivität, wird aber nicht per se unwirksam.

Problematisch ist hier im Vergleich zu einer normalen Inversion der Zeithorizont. Während die übliche zyklische Restriktionsphase nur wenige Quartale dauerte, so dass die Banken sie aussitzen konnten, kann niemand vorhersagen, wie lange diese Phase dauert. Mehrere Jahre einer solchen untypischen Inversion stellen große Teile des Bankensektors vor existentielle Probleme, und zwar nicht einmal vor allem die Großbanken (die ja noch viele andere Geschäfte tätigen), sondern die mittleren Banken, also die deutschen Sparkassen ganz vorneweg.

Deflationäre Lohnkrise

Insgesamt gesehen gibt es in Europa sicherlich eine Situation, die man deflationäre Bankenkrise nennen kann und muss. Das ist aber nicht in erster Linie die Schuld überzogener und falsch ausgerichteter Bankenregulierung sowie der Politik der EZB, wie viele vermuten. Es ist vor allem die Folge der Nachfrageschwäche, die aus der Lohndeflation in der ganzen entwickelten Welt und insbesondere in Europa (die den positiven Einkommenserwartungen auf der Ebene der Masseneinkommen den Garaus gemacht hat) resultiert und von der falschen Finanz- und Wirtschaftspolitik (Stichwort Austerität) verstärkt wird.

Der Rückzug des Staates von dem Auftrag zur Stabilisierung der Nachfrage und die vollständige Hinwendung zu „den stabilen Staatsfinanzen“ à la Schwäbische Hausfrau hat die Nachfrageschwäche verstärkt. Damit ist der Kreditmaschine der Antrieb ausgebaut worden und keine „strukturelle Reform“ kann das heilen. Folglich kann die Zentralbank den Fuß noch so oft von der Bremse nehmen, es hilft nichts mehr.

Aus all dem kann man aber nicht folgern, die Zinspolitik sei wirkungslos und die Zentralbank sei vollkommen unfähig, ein Inflationsziel zu verfolgen oder gar, dass ein Inflationsziel wenig sinnvoll wäre. Keine ernst zu nehmende makroökonomische Theorie kommt an dem engen Zusammenhang von Lohnstückkosten und Inflation vorbei. Das ist aber sowohl bei den neoklassischen Ökonomen als auch bei MMT-Ökonomen ein unbeliebtes Thema. Die ersteren halten an ihrem naiven Arbeitsmarktmodell und dem Monetarismus fest. Letztere beschäftigen sich nicht mit dem Inflationsproblem, das dann auftritt, wenn man sich einer Situation der Vollbeschäftigung nähert und die Löhne kräftig zu steigen beginnen. Genau dieses Problem muss man aber mit einer restriktiven Geldpolitik lösen, weil eine extrem restriktive staatliche Haushaltspolitik, die man bräuchte, um in einer inflationären Situation die Wirtschaft abzubremsen, noch viel größere Schäden als die Geldpolitik anrichten würde.

Langfristig Befunde oder Behauptungen?

Einfache Behauptungen und Punktwolken, die im Gegensatz zu den Behauptungen stehen, sind kein Ersatz für eine stringente Theorie und ihre empirische Falsifizierung. Man muss Befunde wie den in Teil 1 angeführten zu Wachstum und langfristigem Zinssatz und wie den zuletzt genannten in Sachen Zinsstruktur erklären können, wenn man wirklich weiterkommen will. Das alles zur Seite zu wischen mit dem Hinweis, der Staat könne das alles überlagern, ausgleichen oder in seinem Sinne beeinflussen, ist nicht grundsätzlich falsch, führt aber weg von dem, was wir für uns in Anspruch nehmen, nämlich in diesem gemischten Wirtschaftssystem nach Erklärungen und Problemlösungen zu suchen, statt von vorneherein alles über die normative Vorstellung von einem allgegenwärtigen und allgewaltigen Staat lösen zu wollen. Wer unübersehbare empirische Konstellationen, die auf komplexeren ökonomischen Zusammenhängen beruhen, unter den Tisch fallen lässt, wenn sie nicht in seine theoretische Grundvorstellung passen, muss sich nicht wundern, wenn er in der öffentlichen Auseinandersetzung immer schneller in die Schublade „Planwirtschaft“ gesteckt und damit mundtot gemacht wird.

Über die Autoren



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.



Friederike Spiecker ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 22.11.2019 | Editiert am: 26.11.2019

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2019/11/warum-der-zins-auch-weiterhin-extrem-wichtig-ist-4/>